

宏观深度报告 20250828

投资于人：今年中央财政支持的重点

2025 年 08 月 28 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 刘子博

执业证书：S0600524120014

liuzb@dwzq.com.cn

未来国内财政扩张或需重点关注中央财政。2025 年，普通国债、特别国债分别计划发行 48600 亿元、18000 亿元，同比分别提高 15200 亿元、8000 亿元，进而带动中央财政支出预期将实现 17.1 万亿元，同比增长预期将超过 1.4 万亿元。

■ 国债增量重点支持哪些领域？

（1）政府性基金预算：特别国债加码支持国有大行补充资本

2025 年，特别国债计划发行规模同比增长 8000 亿元，其中支持国有大行补充资本、支持消费品以旧换新、支持“两重”项目建设、支持设备更新预计将分别获得 5000 亿元、1500 亿元、1000 亿元、500 亿元增量支持。

此外，2025 年 4 月，中央政治局会议提出，创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。从政策性金融工具拟支持的 8 大领域看，今年四季度，预期落地规模可达 5000 亿元的政策性金融工具也能为“两重”项目建设提供有力支持。

（2）一般公共预算：民生领域获得中央财政增量支出较多倾斜

在中央本级一般公共预算支出方面，2025 年中央财政预算向国防支出、科学技术支出倾斜，同时国债存量规模持续走高导致付息支出同步增长。2025 年，中央本级一般公共预算支出预期将同比增长 2825 亿元，其中国防支出、债务付息支出、科学技术支出预期将分别同比增长 1195 亿元、772 亿元、362 亿元，支出增长相对较为明显。

在中央对地方一般公共预算转移支付方面，年初至今，中央多项增量政策向民生领域倾斜支持，预计年内中央增量财政支出将超过 1100 亿元。相关政策主要包括：

- ①提高城乡居民基础养老金和城乡居民基本医疗保险财政补助标准，适当提高退休人员基本养老金；
- ②中央对地方公共图书馆、美术馆、文化馆（站）免费开放补助资金；
- ③对 2025 年及以前年度毕业的贷款学生 2025 年内应偿还的国家助学贷款利息予以免除；
- ④对符合条件的吸纳 16-24 岁登记失业青年就业的企业发放一次性扩岗补助；
- ⑤对符合条件的失能老年人发放养老服务消费补贴；
- ⑥对符合法律法规规定生育的 3 周岁以下婴幼儿发放补贴；
- ⑦免除公办幼儿园学前一年在园儿童保育教育费；
- ⑧对符合条件的个人消费贷款提供财政贴息；
- ⑨对符合条件的服务业经营主体贷款提供财政贴息等。

■ 风险提示：（1）对今年地方债支持项目建设的规模测算可能不够准确；（2）对近期中央增量政策的财政配套规模测算可能不够准确；（3）2025 年中央财政预算后续可能发生一定调整。

相关研究

《特朗普宣布罢免理事库克，美联储独立性遭挑战》

2025-08-26

《9 月降息的确切性与年内降息的变数》

2025-08-24

内容目录

1. 中央财政支出方向有哪些变化?5

1.1. 受国债发行加码影响，2025 年中央财政支出增长明显.....5

1.2. 国债增量重点支持哪些领域?6

1.2.1. 政府性基金预算：特别国债加码支持国有大行补充资本.....6

1.2.2. 一般公共预算：民生领域获得中央财政增量支出较多倾斜.....7

2. 参考海外，日本在低利率时代也曾调整财政支出向民生倾斜10

3. 风险提示 11

图表目录

图 1: 受制于土地出让市场下行等因素，近年地方财政的自给水平整体呈下降趋势.....4

图 2: 国债发行加码是 2025 年中央财政支出增长的主要资金来源.....5

图 3: 中央超常规财政政策工具一览.....6

图 4: 2025 年，国防支出是中央本级一般公共预算支出加码最多的领域.....7

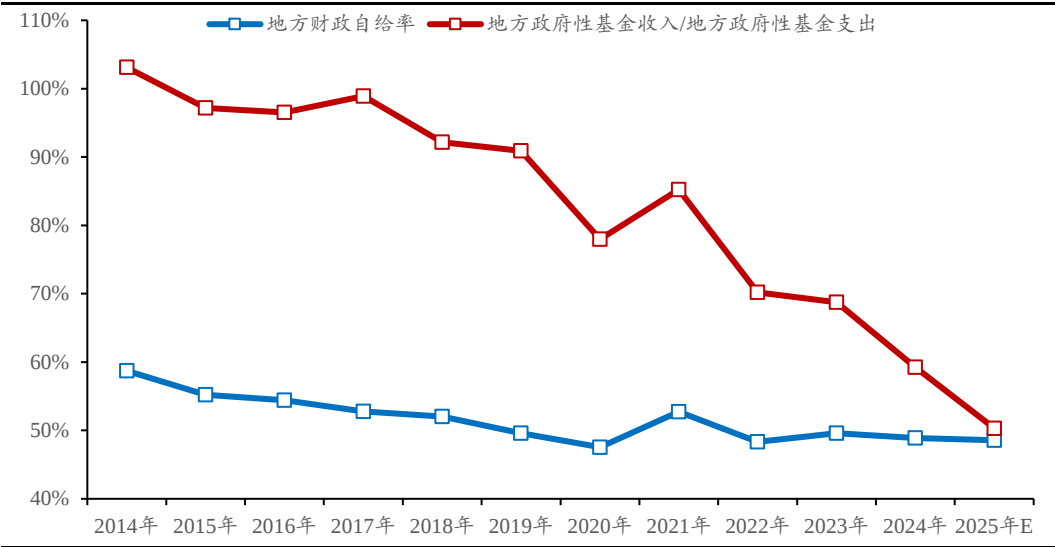
图 5: 在低利率时代，日本曾调整财政支出向民生领域大力倾斜..... 11

表 1: 虽然 2025 年地方债新增限额明显提高，但增量额度侧重化解存量债务风险而非新增项目建设.....4

表 2: 年初以来，中央多项增量政策向民生领域倾斜财政支持.....10

参考《关于 2024 年中央和地方预算执行情况与 2025 年中央和地方预算草案的报告》，2024 年全国税收收入实现 174972 亿元，同比下降 3.4%，主要是受工业生产者出厂价格持续下降等因素影响，部分税种收入下降较多。通过一次性安排中央单位上缴专项收益及地方依法依规加大国有资源资产盘活力度；全国非税收入实现 44730 亿元，同比增长 25.4%。最终，全国一般公共预算收入实现 219702 亿元，同比增长 1.3%。区分中央财政与地方财政看，2024 年，地方财政自给率、地方政府性基金收入/地方政府性基金支出分别为 49%、50%，在此背景下，未来国内财政扩张或需重点关注中央财政。

图1：受制于土地出让市场下行等因素，近年地方财政的自给水平整体呈下降趋势



数据来源：财政部，东吴证券研究所

注：2025 年 E 为预算数，其他年份为决算数。

表1：虽然 2025 年地方债新增限额明显提高，但增量额度侧重化解存量债务风险而非新增项目建设

地方债类型（单位：亿元）	2024H1	2024H2	2024 年合计	2025H1	yoy	2025H2 E	yoy	2025 年 E	yoy
普通新增一般债	3324	3662	6986	4520	36%	3254	-11%	7774	11%
普通新增专项债（项目建设）	14354	16849	31203	17079	19%	13412	-20%	30492	-2%
普通再融资一般债	6514	4481	10995	7273	12%	9253	106%	16526	50%
普通再融资专项债	9068	5661	14729	3543	-61%	6629	17%	10172	-31%
未披露一案两书新增专项债	520	8249	8769	4527	771%	10140	23%	14667	67%
支持中小银行发展专项债	60	0	60	0	-	260	-	260	332%
置换存量债务特殊再融资债	1088	3930	5018	0	-	0	-	0	-20%
置换隐债特殊再融资债	0	20000	20000	17959	-	2041	-	20000	
总计	34928	62833	97761	54902	57%	44988	-28%	99889	2%

数据来源：中国债券信息网，Wind，东吴证券研究所

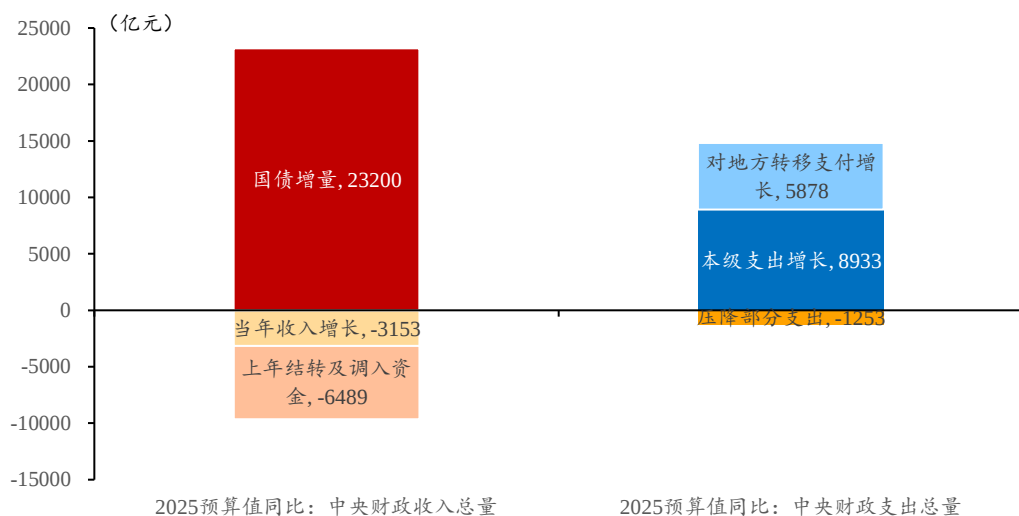
1. 中央财政支出方向有哪些变化？

1.1. 受国债发行加码影响，2025 年中央财政支出增长明显

通过适度加大国债筹措力度，2025 年中央财政支出预期将实现超过 1.4 万亿元的较大增长。由于 2024 年多项中央财政收入系一次性获取，如 2023 年增发国债结转 5000 亿元至 2024 年使用、2024 年一次性安排中央单位上缴专项收益导致当年中央非税收入由上年 3733 亿元攀升至 9042 亿元；同时，2025 年中央一般公共预算安排调入资金预期将同比下降 1482 亿元；因此，当不考虑国债发行时，2025 年中央财政收入总量预期将同比下降 9642 亿元。

然而，受益于 2024 年《政府工作报告》提出“为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设”，以及 2025 年《政府工作报告》提出“拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元、比上年增加 3000 亿元。拟发行特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本”，2025 年普通国债、特别国债分别计划发行 48600 亿元、18000 亿元，较上年分别提高 15200 亿元、8000 亿元，进而带动 2025 年中央财政支出预期将实现 17.1 万亿元，同比增长预期将超过 1.4 万亿元。

图2：国债发行加码是 2025 年中央财政支出增长的主要资金来源



数据来源：财政部，东吴证券研究所

注：本图中央财政收入及支出仅统计一般公共预算、政府性基金预算“两本账”。

1.2. 国债增量重点支持哪些领域？

1.2.1. 政府性基金预算：特别国债加码支持国有大行补充资本

2025 年,特别国债计划发行规模同比增长 8000 亿元,其中支持国有大行补充资本、支持消费品以旧换新、支持“两重”项目建设、支持设备更新预计将分别获得 5000 亿元、1500 亿元、1000 亿元、500 亿元增量支持。

此外,2025 年 4 月,中央政治局会议提出,创设新的结构性货币政策工具,设立新型政策性金融工具,支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。从政策性金融工具拟支持的 8 大领域看,今年四季度,预期落地规模可达 5000 亿元的政策性金融工具也能为“两重”项目建设提供有力支持。

图3：中央超常规财政政策工具一览

年份	债券代码	债券简称	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	一、发行特别国债			资金用途	发行方式
					发行时票面利率	起息日期	到期日期		
第一次新增发行 1998年	9802.00	98特别国债	2700	30	2.25%	1998/8/18	2028/8/18	2700亿元全部用于拨付国有独资商业 银行资本金	定向发行（工农中建）
									定向发行（农行）
第二次新增发行 2007年	0700001.IB	07特别国债01	6000	10	4.30%	2007/8/29	2017/8/29	1.55万亿元全部用于购买外汇作为中 国投资有限责任公司的资金来源	竞争性招标
	0700002.IB	07特别国债02	320	15	4.68%	2007/9/18	2022/9/18		
	0700003.IB	07特别国债03	351	10	4.46%	2007/9/24	2017/9/24		
	0700004.IB	07特别国债04	363	15	4.55%	2007/9/29	2022/9/29		
	0700005.IB	07特别国债05	350	10	4.49%	2007/11/5	2017/11/5		定向发行（农行）
	0700006.IB	07特别国债06	356	15	4.69%	2007/11/19	2022/11/19		
	0700007.IB	07特别国债07	7500	15	4.45%	2007/12/11	2022/12/11		
	0700008.IB	07特别国债08	263	10	4.41%	2007/12/17	2017/12/17		
第一次到期续发 2017年	1700001.IB	17特别国债01	4000	7	3.60%	2017/8/29	2024/8/29	2007年发行的特别国债到期续发	定向发行
	1700002.IB	17特别国债02	2000	10	3.62%	2017/8/29	2027/8/29		竞争性招标
	1700003.IB	17特别国债03	964	5	3.59%	2017/9/19	2022/9/19		竞争性招标
第三次新增发行 2020年	2000001.IB	20抗疫国债01	2000	5	2.41%	2020/6/19	2025/6/19	1万亿元中30%调入中央一般公共预算 ，用于补助地方疫情防控支出、 70%通过政府性基金预算分配至地方 和兵团，用于支持疫情防控和有一定 收益的基础设施建设项目	竞争性招标
	2000002.IB	20抗疫国债02	1000	7	2.71%	2020/6/19	2027/6/19		竞争性招标
	2000003.IB	20抗疫国债03	3500	10	2.77%	2020/6/24	2030/6/24		竞争性招标
	2000004.IB	20抗疫国债04	3500	10	2.86%	2020/7/16	2030/7/16		竞争性招标
第二次到期续发 2022年	2200001.IB	22特别国债	7500	3	2.48%	2022/12/12	2025/12/12	2007年12月发行的特别国债“01特别 国债07”到期续发	定向发行
2024年发行	2400001.IB	24特别国债01	400	30	2.57%	2024/5/17	2054/5/20	2024年《政府工作报告》提出：“从今 年开始拟连续几年发行超长期特别国 债，专项用于国家重大战略实施和重 点领域安全能力建设，今年先发行1万 亿元。” 2024年7月，发改环资[2024]1104号文 统筹安排3000亿元左右超长期特别国 债资金，全力支持大规模设备更新和 消费品以旧换新（“两新”）。 最终，1500亿元超长期特别国债资金 支持工业、环境基础设施、交通运输 、物流、教育、文旅、医疗、能源电 力、老旧电梯、海美查验设备、用能 设备、回收循环利用等12个领域4600 余个项目。1500亿元超长期特别国债 资金支持汽车、家电、家装、电动自 行车等4大类消费品以旧换新，统筹支 持老旧营运货车、老旧农机、新能源 公交车及动力电池更新。 剩余7000亿元资金分三批安排支持“两 重”建设（国家重大战略实施和重点领 域安全能力建设），重点支持了长江 沿线铁路、干线公路、机场建设，西 部陆海新通道建设，东北黑土地高标 准农田建设，“三北”工程建设，农 业转移人口市民化公共服务体系建设， 高等教育提质升级等领域建设。	竞争性招标
	2400002.IB	24特别国债02	400	20	2.49%	2024/5/24	2044/5/25		
	2400001X.IB	24特别国债01(续发)	450	30	2.57%	2024/6/7	2054/5/20		
	2400003.IB	24特别国债03	350	50	2.53%	2024/6/14	2074/6/15		
	2400002X.IB	24特别国债02(续发)	450	20	2.49%	2024/6/19	2044/5/25		
	2400001X2.IB	24特别国债01(续2)	450	30	2.57%	2024/6/21	2054/5/20		
	2400001X3.IB	24特别国债01(续3)	580	30	2.57%	2024/7/5	2054/5/20		
	2400002X2.IB	24特别国债02(续2)	550	20	2.49%	2024/7/19	2044/5/25		
	2400004.IB	24特别国债04	550	30	2.47%	2024/7/24	2054/7/25		
	2400004X.IB	24特别国债04(续发)	440	30	2.47%	2024/8/7	2054/7/25		
	2400003X.IB	24特别国债03(续发)	350	50	2.53%	2024/8/9	2074/6/15		
	2400005.IB	24特别国债05	450	20	2.33%	2024/8/14	2044/8/15		
	2400004X2.IB	24特别国债04(续2)	450	30	2.47%	2024/8/21	2054/7/25		
	2400004X3.IB	24特别国债04(续3)	600	30	2.47%	2024/9/6	2054/7/25		
	2400005X.IB	24特别国债05(续发)	450	20	2.33%	2024/9/20	2044/8/15		
	2400006.IB	24特别国债06	600	30	2.19%	2024/9/24	2054/9/25		
	2400006X.IB	24特别国债06(续发)	500	30	2.19%	2024/10/11	2054/9/25		
	2400003X2.IB	24特别国债03(续2)	300	50	2.53%	2024/10/16	2074/6/15		
	2400005X2.IB	24特别国债05(续2)	400	20	2.33%	2024/10/18	2044/8/15		
	2400006X2.IB	24特别国债06(续2)	480	30	2.19%	2024/10/25	2054/9/25		
	2400005X3.IB	24特别国债05(续3)	300	20	2.33%	2024/11/8	2044/8/15		
	2400006X3.IB	24特别国债06(续3)	500	30	2.19%	2024/11/15	2054/9/25		
	2400102.IB	24续作特别国债02	1000	15	2.25%	2024/8/29	2039/8/29	2017年8月发行的“17特别国债01”到期 续发	定向发行
	2400101.IB	24续作特别国债01	3000	10	2.17%	2024/8/29	2034/8/29		
2025年发行	2500801.IB	25注资特别国债01	1650	5	1.45%	2025/4/24	2030/4/25	2024年《政府工作报告》提出：“拟发 行特别国债5000亿元，支持国有大型 商业银行补充资本。” 2024年《政府工作报告》提出：“拟 发行超长期特别国债1.3万亿元，比上 年增加3000亿元。” 其中，支持设备更新、消费品以旧换 新的资金规模分别为2000亿元、3000 亿元，二者合计达5000亿元。剩余 8000亿元额度用于更大力度支持“两 重”项目。	竞争性招标
	2500802.IB	25注资特别国债02	1450	7	1.57%	2025/5/14	2032/5/15		
	2500801X.IB	25注资特别国债01(续发)	850	5	1.45%	2025/5/14	2030/4/25		
	2500802X.IB	25注资特别国债02(续发)	1050	7	1.57%	2025/6/4	2032/5/15		
	2500002.IB	25超长特别国债02	710	30	1.88%	2025/4/24	2055/4/25		
	2500001.IB	25超长特别国债01	500	20	1.98%	2025/4/24	2045/4/25		
	2500002X.IB	25超长特别国债02(续发)	710	30	1.88%	2025/5/9	2055/4/25		
	2500001X.IB	25超长特别国债01(续发)	500	20	1.98%	2025/5/16	2045/4/25		
	2500002X2.IB	25超长特别国债02(续2)	710	30	1.88%	2025/5/21	2055/4/25		
	2500003.IB	25超长特别国债03	500	50	2.10%	2025/5/23	2075/5/25		
	2500002X3.IB	25超长特别国债02(续3)	710	30	1.88%	2025/6/6	2055/4/25		
	2500001X2.IB	25超长特别国债01(续2)	500	20	1.98%	2025/6/20	2045/4/25		
	2500002X4.IB	25超长特别国债02(续4)	710	30	1.88%	2025/6/24	2055/4/25		
	2500005.IB	25超长特别国债05	830	30	1.90%	2025/7/14	2055/7/15		
	2500004.IB	25超长特别国债04	400	20	1.92%	2025/7/14	2045/7/15		
	2500005X.IB	25超长特别国债05(续发)	830	30	1.90%	2025/7/24	2055/7/15		
	2500003X.IB	25超长特别国债03(续发)	350	50	2.10%	2025/8/1	2075/5/25		
	2500005X2.IB	25超长特别国债05(续2)	820	30	1.90%	2025/8/8	2055/7/15		
	2500004X.IB	25超长特别国债04(续发)	350	20	1.92%	2025/8/14	2045/7/15		
	2500006.IB	25超长特别国债06	830	30	2.15%	2025/8/22	2055/8/25		

二、年中增发国债						
年份	批准当年增发规模 (亿元)	发行方式	是否纳入赤字	资金用途	发行原因	
1998年	1000	面向国有商业银行定向发行（10年期，利率5.5%）	分两年全部列入中央财政赤字，其中1998年列入500亿元	作为国家预算内基础设施性建设专项投资，定向用于防洪、治涝、农田灌溉、铁路公路、重点空港、邮电通信、城市基础设施、环境保护、城乡电网建设与改造、长江黄河中上游水土保持、植树造林等。	克服亚洲金融危机给我国经济造成的困难，应对货币回笼较多与某些通货紧缩的迹象，实现全年经济增长目标（8%）。	
1999年	600	-	300亿元列入中央财政赤字，剩余部分由中央政府代地方政府筹措，不列入赤字	主要用于在建的基础设施项目、重点行业的技术改造、环保与生态建设以及科教基础设施等方面。	应对外贸出口与外商直接投资下降、消费需求持续不振、固定资产投资增长放慢、物价持续下降的趋势，缓解国内有效需求不足的矛盾。	
2000年	500	面向商业银行发行	全部列入中央财政赤字，不再转贷地方	基本用于加快在建的国债项目建设，如水利和生态项目、教育设施、交通等基础设施、重大科技项目、城市环保项目。主要用于中西部地区。	国内面临导致有效需求不足的一些深层次问题尚未完全解决，经济结构不合理的矛盾依然较为突出，一些关系国计民生的重大建设项目急需增加新的投入，其他经济高速增长对我国提高国际竞争力构成压力等问题。	
2023年	10000	面向商业银行发行	全部列入中央财政赤字，资金通过转移支付方式全部安排给地方。其中，2023年拟安排使用5000亿元，结转2024年使用5000亿元。	重点用于八大方面：灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾区等高标准农田建设。	2023年，我国多地遭遇暴雨、洪涝、台风等灾害，部分地区受灾严重、损失较大，地方灾后恢复重建任务较重。同时，近年来各类极端自然灾害多发频发，对我国防灾减灾救灾能力提出了更高要求。	
三、创设专项建设基金、政策性开发性金融工具						
年份	批次	当批投放规模 (亿元)	资金来源	资金用途	支持项目类型	投放期限及成本
2015年	第1批专项建设基金 第2批专项建设基金 第3批专项建设基金 第4批专项建设基金 第5批专项建设基金 第6批专项建设基金 第7批专项建设基金	8000	国开行、农发行向商业银行定向发行长期专项建设债券	发行债券筹集资金设立专项建设基金（国开基金、农发基金），随后针对建设项目作为资本金投入项目公司。	易地扶贫搬迁等三农建设、轨道交通等城市基础设施建设、中西部铁路等重大基础设施、民生改善等建设工程、增强制造业核心竞争力等转型升级项目共5大领域。	期限以中长期为主，最长可达20年；成本在中央政府贴息90%后仅为1.2%（第7批贴息比例调整为0%/50%/70%/90%）。
2022年	第1批政策性开发性金融工具 第2批政策性开发性金融工具	3000 >4400	国开行、农发行通过发行金融债券等方式筹资 国开行、农发行、进出口银行通过发行金融债券等方式筹资	通过国开基础设施投资基金、农发基础设施基金分别投放2100亿元、900亿元用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金但不超过全部资本金 通过国开基础设施投资基金、农发基础设施基金、进银基础设施基金投向重大项目资本金或专项项目资本金搭桥。	基金重点投向三类项目：一是中央财经委员会第十一次会议明确的五大基础设施重点领域，二是重大科技创新等领域，三是其他可由地方政府专项债券投资的项目。	中央财政按实际股权投资额予以适当贴息（期限2年）。
2025年	政策性金融工具	5000	-	数字经济、人工智能、低空经济、消费领域基础设施、绿色低碳转型、农业农村、交通和物流以及市政和产业园区8个领域28个专项	-	-

数据来源：中国政府网，财政部，Wind，东吴证券研究所

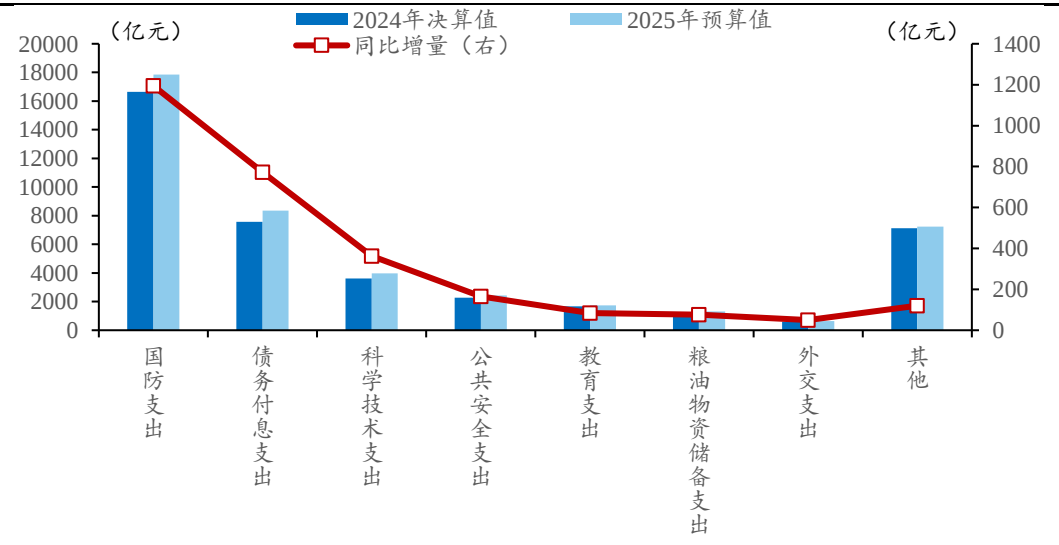
注：本表统计时间截至 2025 年 8 月 25 日，截至当时，2025 年超长期特别国债累计发行 14960 亿元，剩余 3040 亿元额度待使用。

1.2.2. 一般公共预算：民生领域获得中央财政增量支出较多倾斜

中央本级一般公共预算支出、对地方转移支付是中央一般公共预算支出的核心构成。

在中央本级一般公共预算支出方面，2025 年中央财政预算向国防支出、科学技术支出倾斜，同时国债存量规模持续走高导致付息支出同步增长。2025 年，中央本级一般公共预算支出预期将同比增长 2825 亿元，其中国防支出、债务付息支出、科学技术支出预期将分别同比增长 1195 亿元、772 亿元、362 亿元，上述领域的支出增长相对较为明显。

图4：2025 年，国防支出是中央本级一般公共预算支出加码最多的领域



数据来源：财政部，东吴证券研究所

注：本图中央财政收入及支出仅统计一般公共预算、政府性基金预算“两本账”。

在中央对地方一般公共预算转移支付方面，年初至今，中央多项增量政策向民生领域倾斜财政支持，预计年内中央增量财政支出将超过 1100 亿元。具体而言，近期中央出台的关键增量政策包括：

- 2025 年 3 月，《中共中央办公厅 国务院办公厅关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见》提出，按照中央和地方财政事权和支出责任划分，发挥财政转移支付促进基本公共服务均等化作用。各地要强化基本民生财力保障，持续完善教育、卫生健康、社保、就业等重点民生领域支持政策，切实兜住兜牢民生底线。
- 2025 年 3 月，《提振消费专项行动方案》提出，今年将提高城乡居民基础养老金和城乡居民基本医疗保险财政补助标准，适当提高退休人员基本养老金。
- 2025 年 3 月，《关于〈中央支持地方公共文化服务体系建设补助资金管理办法〉等文件的补充通知》提出，自 2025 年起，中央对地方公共图书馆、美术馆、文化馆（站）免费开放补助资金，中央对地方博物馆、纪念馆免费开放补助资金，公共体育场馆向社会免费或低收费开放补助资金 3 项转移支付，整合并入中央支持地方公共文化服务体系建设补助资金。
- 2025 年 3 月，《关于做好 2025 年国家助学贷款免息及本金延期偿还工作的通知》提出，自 2025 年 1 月 1 日起，对 2025 年及以前年度毕业的贷款学生 2025 年内应偿还的国家助学贷款利息予以免除，免除的利息由中央财政和地方财政分别承担。
- 2025 年 4 月，《关于开展 2025 年度中央财政支持实施城市更新行动的通知》提出，今年中央财政支持不超过 20 个城市实施城市更新工作，其中：东部地区每个城市补助总额不超过 8 亿元，中部地区每个城市补助总额不超过 10 亿元，西部地区每个城市补助总额不超过 12 亿元，直辖市每个城市补助总额不超过 12 亿元。资金根据工作推进情况分年拨付到位。
- 2025 年 7 月，《国务院办公厅关于进一步加大稳就业政策支持力度的通知》提出，对吸纳 16-24 岁登记失业青年就业，与其签订劳动合同并按规定为其足额缴纳失业保险费、工伤保险费、职工基本养老保险费 3 个月以上的企业和社会组织，按照每人不超过 1500 元的标准发放一次性扩岗补助，政策执行期限至 2025 年 12 月底。所需资金从失业保险基金中列支，上年末失业保险基金滚存结余备付期限不足 1 年的统筹地区从就业补助资金中列支。
- 2025 年 7 月，《民政部 财政部关于实施向中度以上失能老年人发放养老服务消费补贴项目的通知》提出，通过中央和地方财政资金对符合条件的失能老年人发放养老服务消费补贴。补贴资金总体按照 9:1 原则实行央地共担。东部、中部、西部地区中央承担比例分别为 85%、90%、95%。补助标准为：长期入

住养老机构、短期入住养老机构和日间托养消费券额度暂为 800 元，居家上门养老服务消费券额度暂为 500 元。

- 2025 年 7 月，《育儿补贴制度实施方案》提出，从 2025 年 1 月 1 日起，对符合法律法规规定生育的 3 周岁以下婴幼儿发放补贴，至其年满 3 周岁。育儿补贴按年发放，现阶段国家基础标准为每孩每年 3600 元。
- 2025 年 7 月，《国务院办公厅关于逐步推行免费学前教育的意见》提出，从 2025 年秋季学期起，免除公办幼儿园学前一年在园儿童保育教育费。对因免保育教育费导致幼儿园收入减少的部分，由财政部门综合考虑免保育教育费在园儿童人数、所在地保育教育费生均实际收费水平等情况补助幼儿园。中央财政根据核定的各省免保育教育费生均财政补助标准以及在园儿童人数，按照中央与地方分担比例，核定中央财政免保育教育费补助资金。
- 2025 年 8 月，《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》提出，2025 年 9 月 1 日至 2026 年 8 月 31 日期间，居民个人使用贷款经办机构发放的个人消费贷款（不含信用卡业务）中实际用于消费，且贷款经办机构可通过贷款发放账户等识别借款人相关消费交易信息的部分，可按规定享受贴息政策。年贴息比例为 1 个百分点（按符合条件的实际用于消费的个人消费贷款本金计算），且最高不超过贷款合同利率的 50%，中央财政、省级财政分别承担贴息资金的 90%、10%。
- 2025 年 8 月，《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》提出，由经办银行向餐饮住宿、健康、养老、托育、家政、文化娱乐、旅游、体育 8 类消费领域服务业经营主体发放的，2025 年 3 月 16 日至 2025 年 12 月 31 日期间签订贷款合同且相关贷款资金发放至经营主体的，贷款资金合规用于改善消费基础设施和提升服务供给能力的服务业经营主体贷款可享受财政贴息。财政部门按照贷款本金对经营主体进行贴息，贴息期限不超过 1 年，年贴息比例为 1 个百分点，中央财政、省级财政分别承担贴息资金的 90%、10%。

表2：年初以来，中央多项增量政策向民生领域倾斜财政支持

支持领域	文件名称	成文时间	今年中央财政支持规模 (亿元，预计值)
民生	中共中央办公厅 国务院办公厅 关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见	2025/3/2	-
消费	提振消费专项行动方案	2025/3/16	-
民生（文化）	关于《中央支持地方公共文化服务体系建设补助资金管理办法》等文件的补充通知	2025/3/26	-
民生（教育）	关于做好 2025 年国家助学贷款免息及本金延期偿还工作的通知	2025/3/27	24.8
房地产	关于开展 2025 年度中央财政支持实施城市更新行动的通知	2025/4/3	200+（未来数年合计）
民生（就业）	国务院办公厅关于进一步加大稳就业政策支持力度的通知	2025/7/3	-
民生（养老）	民政部 财政部关于实施向中度以上失能老年人发放养老服务消费补贴项目的通知	2025/7/16	-
民生（育儿）	育儿补贴制度实施方案	2025/7/28	900
民生（教育）	国务院办公厅关于逐步推行免费学前教育的意见	2025/7/31	200
消费	关于印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》的通知	2025/8/4	37+
消费	关于印发《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》的通知	2025/8/6	-

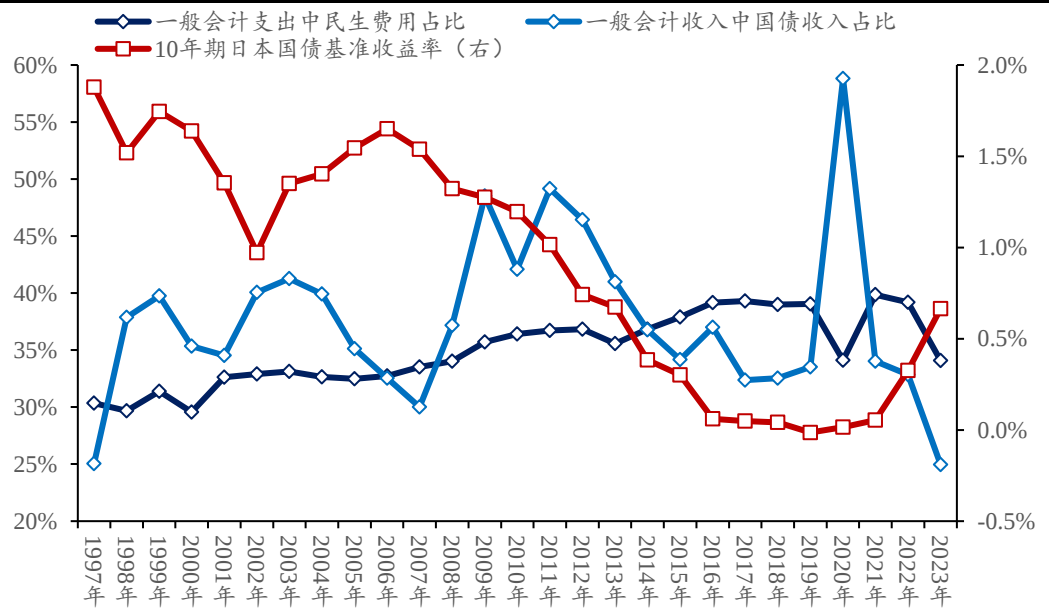
数据来源：中国政府网，财政部，中国人民银行，东吴证券研究所

2. 参考海外，日本在低利率时代也曾调整财政支出向民生倾斜

事实上，考虑到低利率时代往往意味着项目投资回报边际下降，因此财政支出向民生领域倾斜的能力及必要性均有所抬升。以日本为例，自 1997 年至 2016 年，10 年期日本国债基准收益率由 1.88%下行至 0.06%，而同期日本中央财政支出（一般会会计支出）中投向民生领域（社会保障、教育文化）的比例由 30.4%上升至 39.2%。虽然 2023 年日本中央财政支出中投向民生领域的比例回落至 34.1%，但受益于自 2024 年起日本政府将启动发行“儿童·育儿支援特别国债”，因此日本中央财政支出中投向民生领域的比例有望有所反弹。

具体而言，日本政府将少子化与人口减少列为该国面临的重大危机之一。2023 年日本政府专门设立了“儿童家庭厅”并编制了总规模达 3.6 万亿日元（折合人民币约 1800 亿元）的“儿童·育儿支援加速计划”，日本政府将以各类津贴（如儿童津贴、孕妇津贴、育儿津贴、产假津贴等）补助育儿家庭。为扩大相关财政补助资金来源，自 2024 年至 2028 年，日本政府将根据实际需要发行指定用途的“儿童·育儿支援特别国债”（虽然名为特别国债，但计入日本财政一般会会计）。

图5：在低利率时代，日本曾调整财政支出向民生领域大力倾斜



数据来源：日本财务省，日本央行，东吴证券研究所

3. 风险提示

- (1) 对今年地方债支持项目建设的规模测算可能不够准确；
- (2) 对近期中央增量政策的财政配套规模测算可能不够准确；
- (3) 2025 年中央财政预算后续可能发生一定调整。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>