



年中财政蓄力几何？

2025 年 07 月 26 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：钟渝梅

执业证号：S0100525070001

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**7 月 25 日财政新闻发布会上公布，上半年全国一般公共预算收入 115566 亿元，同比下降 0.3%。其中，全国税收收入 92915 亿元，下降 1.2%。

➤ **公共财政支出增速“两连降”至年内低点，财政前置发力是否还成立？**今年上半年，财政发力的信号有些“模糊”——用于化债的特殊再融资债力度持续“在线”，然而新增专项债发行节奏却整体适中；一季度财政支出前置发力明显，然而二季度支出增速却连续降至年内较低水平。那么，上半年财政究竟是在发力还是蓄力？留给下半年财政的空间还有多大？

➤ **一季度财政支出趋于“发力”，而二季度趋于“蓄力”。**若分别用今年 1-3 月和 4-6 月的公共财政支出使用进度、与历史平均水平相对比，可以发现今年一季度财政前置发力明显，然而二季度发力动能边际减弱。究其原因，我们认为背后涉及到政策逻辑的悄然变化——一季度“开门红”诉求明确，财政前置保驾护航；步入二季度，“抢出口”、“抢转口”有效稀释外部不确定性，财政发力开始趋于相机抉择。

➤ **整体来看，上半年财政发力力度并不算弱。**若以一般公共预算及政府性基金两本账目的本级收支差与 GDP 的比例、来衡量财政发力力度，可以发现今年上半年这一比例为 8.0%，不仅高于过去几年的平均水平，同时与预算目标之间的差距也并不算大。

➤ **虽然下半年财政发力空间可能相对有限，但财政“余粮”可能比市场预期更多。一方面，地方债发行仍有额度。**虽然今年以来新增一般债、新增专项债的发行进度都略快于去年同期，但整体来看两者均处于历史偏缓进度。根据三季度地方债发行计划来看，下半年地方债发行将偏“循序渐进”，为四季度保留了充足的地方债发行额度。

就拿新增专项债来说，今年下半年还有近一半的额度未发行（约 2.2 万亿元）。这 2.2 万亿元的额度中，大约有 0.3 万亿元将用于化债，剩余的部分可能更多还是会向基建领域倾斜。雅江水电工程的开工证明“稳基建”的必要性仍存，下一步政策予以基建的支持将进一步显现。

➤ **另一方面，特别国债发行前置是年初既定，不必太过担心“两新”资金问题。**今年超长期特别国债发行进度相较于去年前置了一个月左右的时间，但这其实早在年初发布的特别国债发行计划中就有“预告”。财政部表示近期已下达了第三批 690 亿元的消费品以旧换新资金，剩余的 690 亿元将于 10 月下达，**因此下半年资金使用进度早已有了部署和安排。**

如若下半年“国补”更加火热、导致以旧换新资金“供不应求”的话，**从政策接续的角度出发，我们认为后续存在预下达消费品以旧换新资金的可能性**（参考今年在两会前就预下达了 810 亿元的消费品以旧换新资金）。

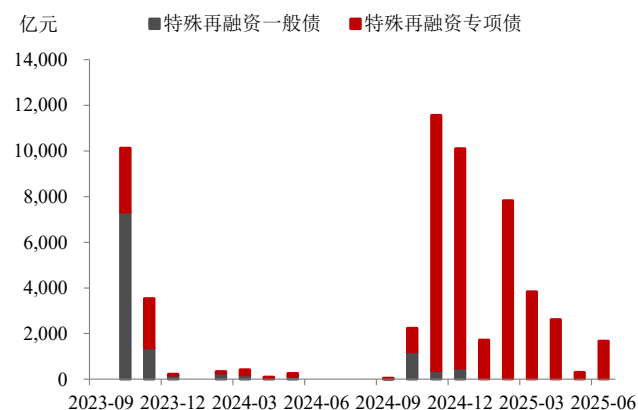
➤ **整体来看，下半年财政存量政策仍有使用空间，目前“落实存量政策”的优先级高于“出台增量政策”。因此 7 月政治局会议政策大力加码的可能性较小。**

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

相关研究

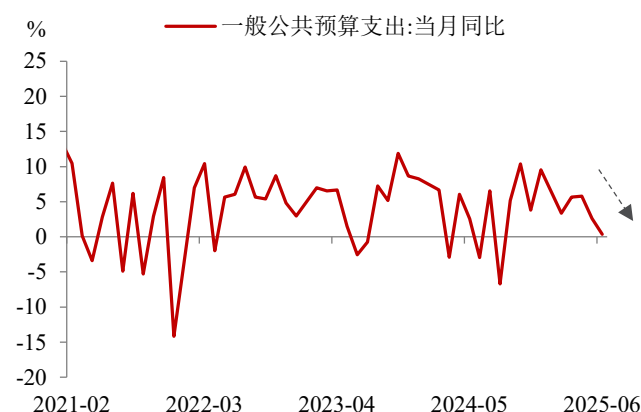
1. 海外市场点评：谈判时刻：从美日、美欧看中美-2025/07/24
2. 政策动态点评：7 月政治局会议的新期待-2025/07/22
3. “十五五”规划系列报告（四）：从金融强国看“十五五”规划-2025/07/21
4. 历史比较法之于美国困局——请回答 2025 系列报告（二）：美联储能保住自己的独立性吗？-2025/07/18
5. 经济动态跟踪：外卖补贴如何影响 7 月社零？-2025/07/18

图1：今年特殊再融资债发行持续“在线”



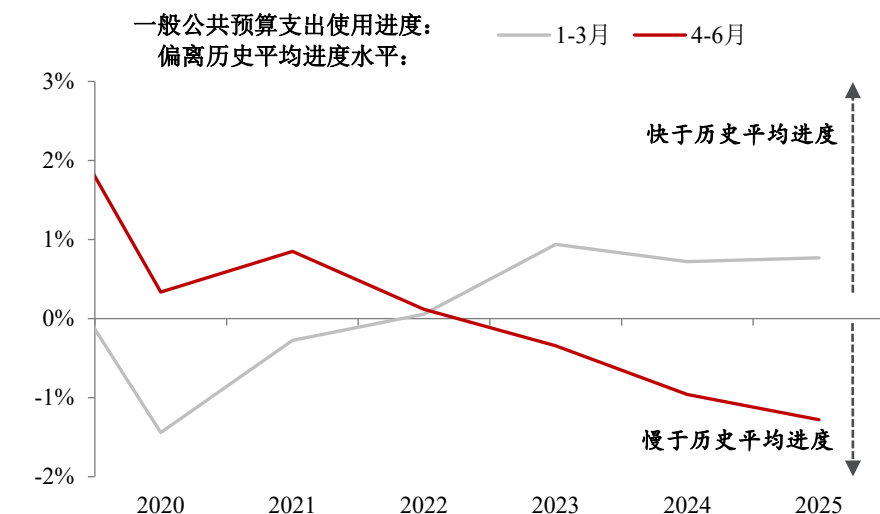
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：二季度公共财政支出增速进入下行通道



资料来源：iFind，民生证券研究院

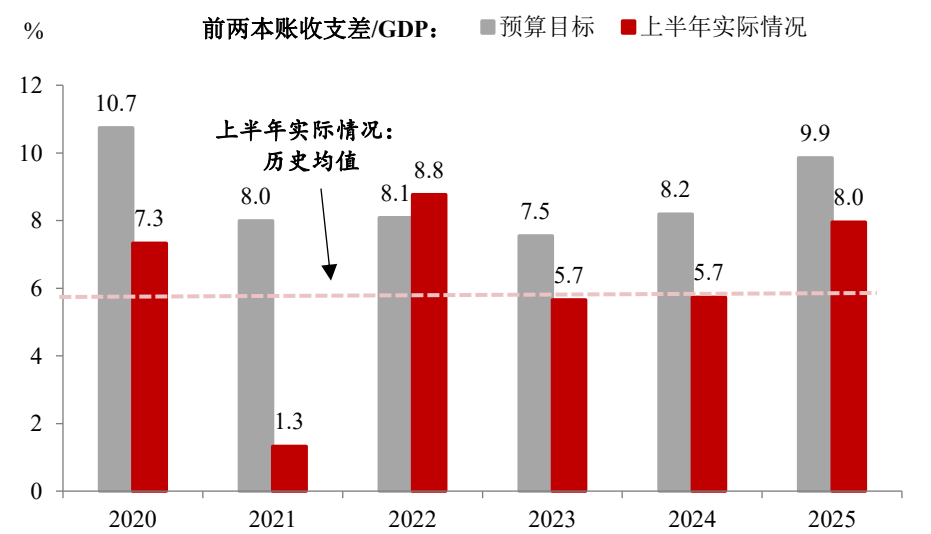
图3：一季度财政支出趋于“发力”，二季度趋于“蓄力”



资料来源：iFind，民生证券研究院

注：“历史平均进度”选用2020-2024年情况进行计算。

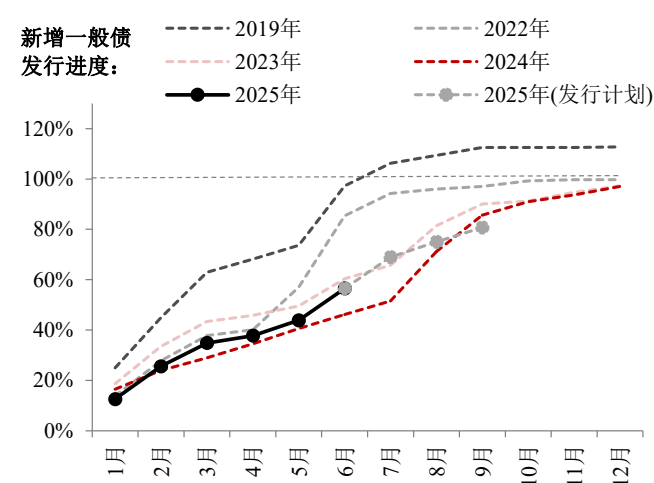
图4：整体来看，今年上半年财政发力力度并不弱



资料来源：iFind，民生证券研究院

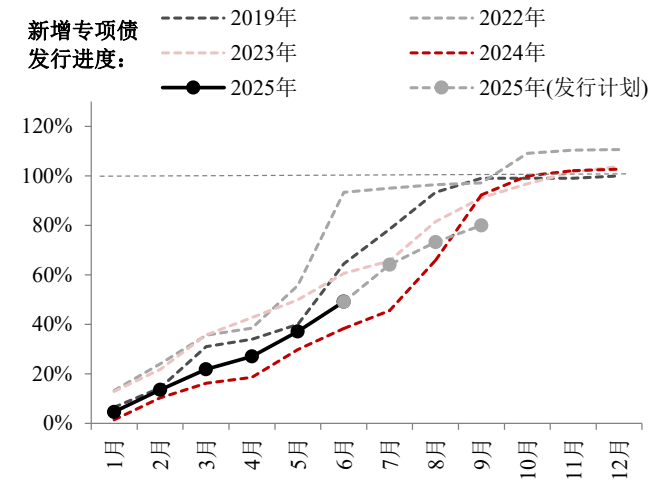
注：“历史均值”选用2020-2024年情况进行计算。

图5：今年新增一般债发行进度略快于去年



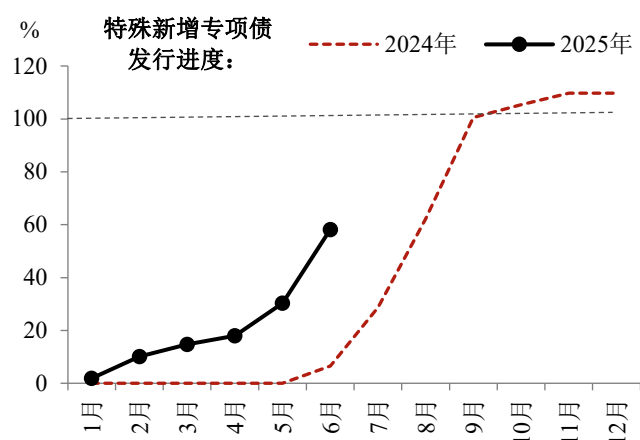
资料来源：iFind、企业预警通，民生证券研究院

图6：整体来看今年新增专项债发行进度适中



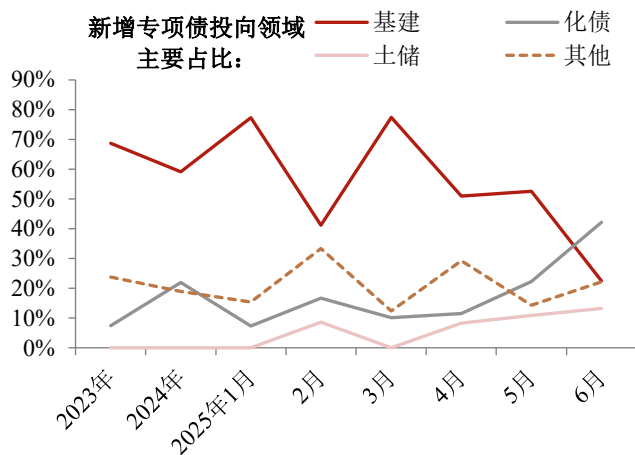
资料来源：iFind、企业预警通，民生证券研究院

图7：下半年约 0.3 万亿元的特殊新增专项债有待发行



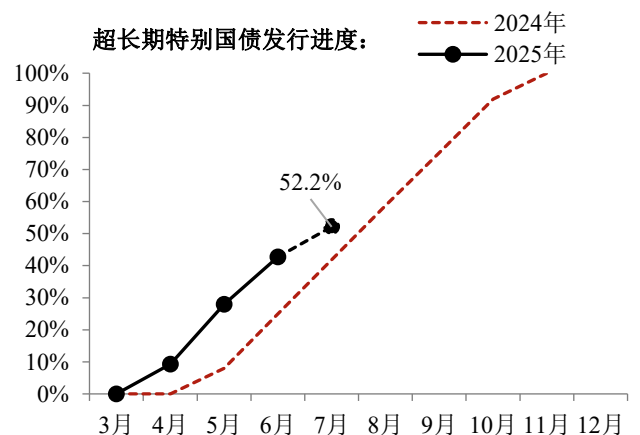
资料来源：iFind、企业预警通，民生证券研究院

图8：今年上半年专项债投向基建的占比略低于往年



资料来源：iFind、企业预警通，民生证券研究院

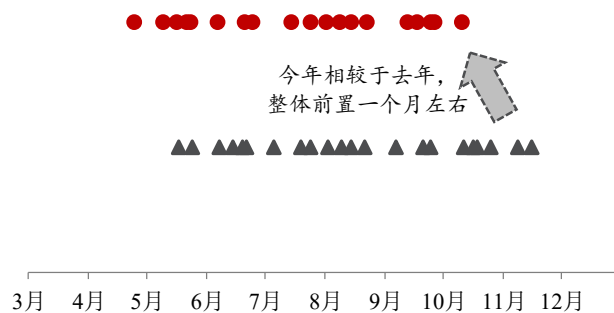
图9：今年超长期特别国债发行相较去年前置约 1 个月



资料来源：iFind，民生证券研究院

图10：不过这在年初公布的发行计划便有“预告”

超长期特别国债计划发行日期：▲ 2024年 ● 2025年



资料来源：财政部，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的客户及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048