



## 5 月财政：找寻“抗风险”的答案

2025 年 06 月 21 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**6 月 20 日，财政部发布的数据显示：1—5 月，全国一般公共预算收入 96623 亿元，同比下降 0.3%。其中，全国税收收入 79156 亿元，同比下降 1.6%；非税收入 17467 亿元，同比增长 6.2%。

➤ **虽然 5 月公共增速收入同比增速下探，但却不改财政发力的趋势**，5 月一般公共预算支出同比增速依旧保持中性区间、录得 2.6%。**通过财政支出发力留下的“痕迹”，我们发现了在当前外部不确定性加剧背景之下，如何去“抗风险”的答案——一方面，“惠民生”以真正提振内需**，5 月民生相关支出同比增速依旧维持在 7.8% 左右，相反，投资的重要性仍在弱化（5 月基建相关支出同比增速降至 -7.7%）；**另一方面，提高科技创新水平、加强产业链韧性**，5 月科技支出同比增速大幅扩大至 20.1%。

➤ **一般公共预算收入：税收与非税收入齐降温。**5 月一般公共预算收入同比增速从 1.9% 降至 0.1%，其中税收收入增速从 1.9% 降至 0.6%，非税收入增速从 1.7% 转负至 -2.2%。由于在“规范非税收入管理”的刚性要求下、今年以来非税收入对一般公共预算收入的支撑性持续偏低，且非税收入在财政收入中占比偏低，**因此在观测 5 月财政收入同比增速波动时，主要还是围绕税收收入的表现进行剖析。**

**聚焦于税收来看**，5 月个人所得税、国内增值税两大税种同比增速偏快，分别录得 12.3%、6.1%（4 月分别 9.0%、0.9%）。其中，个人所得税增速进一步提升的可能原因在于今年假期的特殊性——不同于 2024 年，今年端午节假期“卡”在了 5、6 月之间，导致部分企业可能把发薪日前置到 5 月 30 日，从而拉动 5 月个人所得税增速。

**导致税收收入同比增速从 4 月的 1.9% 下滑至 5 月的 0.6% 的“导火索”，则在于企业所得税的下滑、进口的不足、地产税种的降幅扩大**，这些均折射出了当前经济存在的结构性问题：5 月企业所得税同比增速降至 0.0%，反映部分企业盈利存在一定困难；进口环节增值税和消费税同比增速从 4 月的 -0.8% 降至 5 月的 -6.2%，不仅反映了“关税风波”下导致进口也受到影响，同时也反映了国内需求尚且不足的现状；地产相关税降幅从 4 月的 -0.9% 扩大至 5 月的 -8.6%，表明地产拐点尚未完全显现。

➤ **一般公共预算支出：“劲往何处使”？科技与民生是答案。在财政收入景气度相对较弱的情况下，财政支出力度却比较可观——**5 月一般公共预算支出同比增速录得 2.6%，且规模处于历史同期高位。

**通过细项数据表现来看，可以发现财政更多往民生与科技领域倾斜。**5 月民生相关财政支出同比增速为 7.8%（4 月为 7.7%），明显高于基建相关支出 5 月 -7.7% 的同比增速，不改今年以来财政方面“民生重要性大于基建”的局面。此外，5 月科技支出同比增速也扩大至 20.1%（4 月为 5.3%），再次佐证了在外外部风险加剧的背景下，发展高技术制造业、加强产业供应链的安全性，是“以确定性应对不确定性”的最优解。

➤ **政府性基金收入：地产的复苏仍在路上。**5 月政府性基金收入规模处于较低

## 相关研究

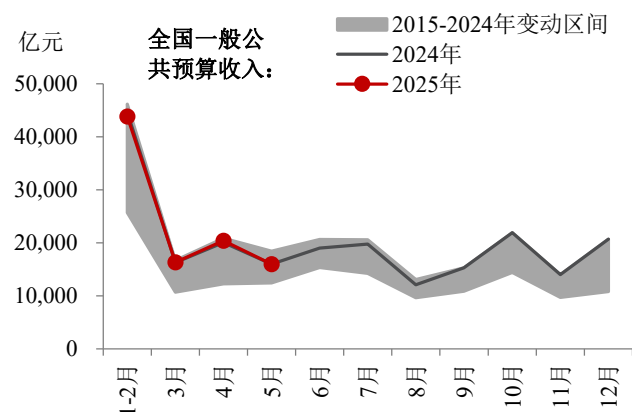
1. 经济动态跟踪：“国补”继续下的消费后劲-2025/06/19
2. 美联储政策观察：6 月议息：谁能“逼”出联储的降息？-2025/06/18
3. 重新讨论变局下的资产配置方法论系列（一）：美元还能跌多久？-2025/06/18
4. 贝森特“化债”的招靠谱吗？（二）：稳定币在押注什么？-2025/06/18
5. 2025 年下半年宏观经济展望：产业重塑下的宏观剧本-2025/06/16

水平，其同比增速降至-8.1%，主因在于作为政府性基金收入“主成分”的土地出让收入，其同比增速为-14.6%、形成较大拖累，当前距离土地市场的完全好转尚有距离。

➤ **政府性基金支出：更靠专项债发行进度快于去年的加持。**政府性基金预算通常遵循“以收定支、收支平衡”的原则，但相较于收入端，5月政府性基金支出的表现却要好很多（依旧维持正增长），其同比增速为8.8%。核心原因在于今年以来新增专项债发行规模明显大于去年同期，这也促使政府性基金支出增速走阔。

➤ **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。

图1：5月公共财政收入规模处于历史同期中间水平



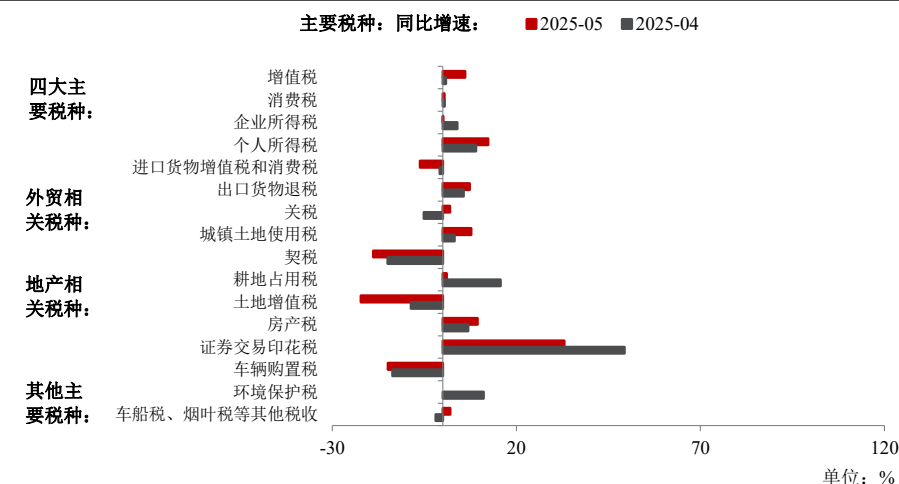
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：5月税收和非税收入对财政收入的支撑性都较弱



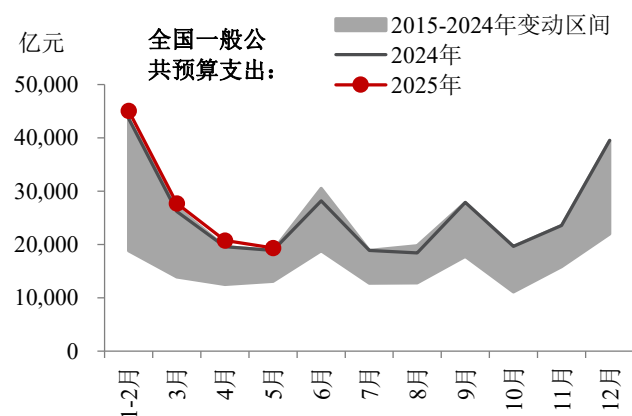
资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：5月不同税种增速表现



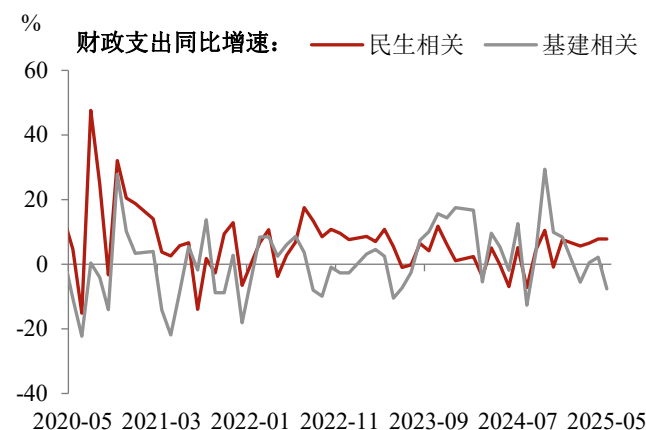
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：5月公共财政支出规模处于历史同期较高位



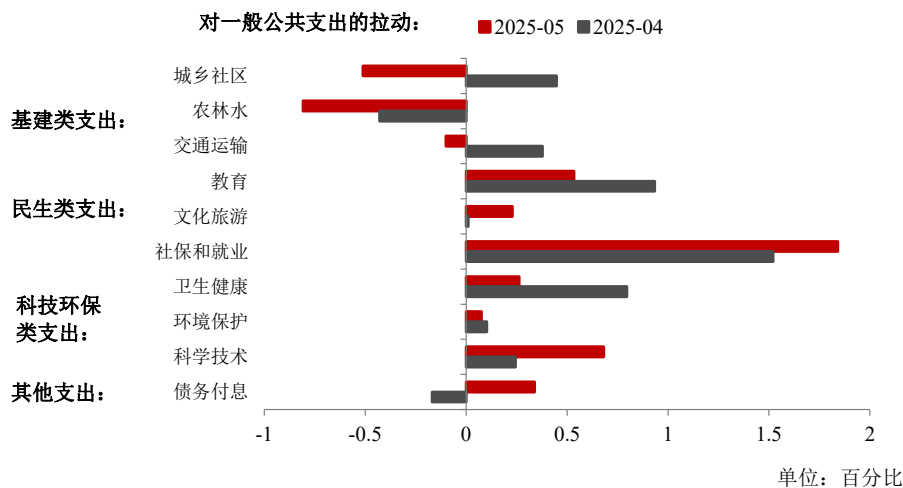
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：5月财政支出更多往民生领域倾斜



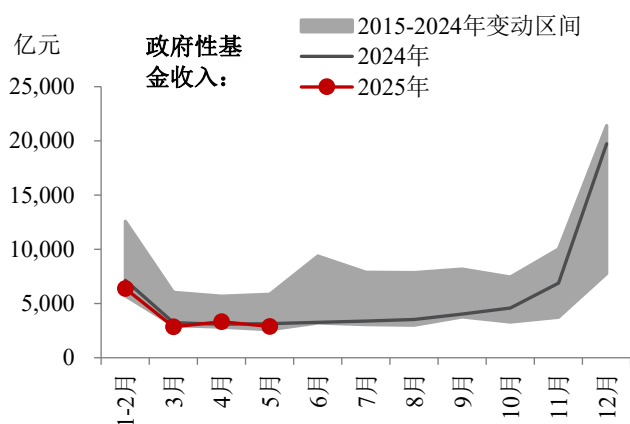
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：5月不同财政支出增速表现



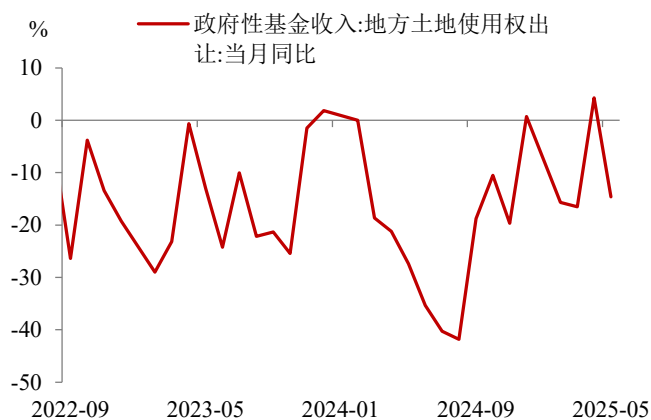
资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：5月政府性基金收入规模处于历史同期低位



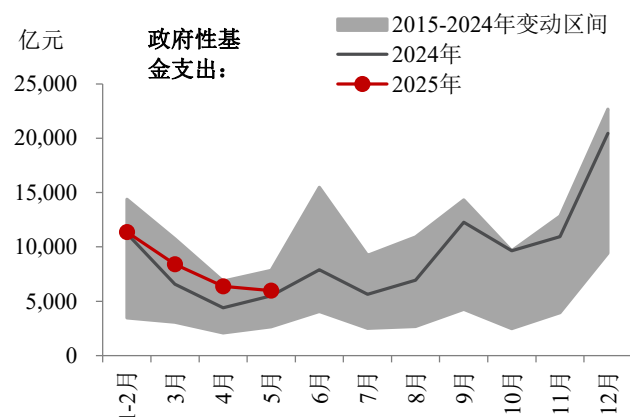
资料来源：Wind，民生证券研究院

图8：5月地方土地使用权出让收入降幅明显



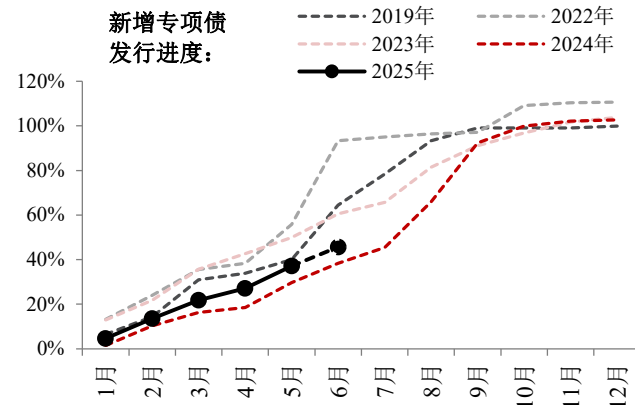
资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：5月政府性基金收入规模处于历史同期中间水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：今年以来新增专项债发行进度快于去年



资料来源：Wind，民生证券研究院

图11：5月财政数据一览

| 5月财政数据一览（当月同比，%） |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 项目               | 2025-05 | 2025-04 | 2025-03 | 2025-02 | 2024-12 | 2024-11 | 2024-10 | 2024-09 | 2024-08 | 2024-05 | 2024-04 |
| 一般公共财政收入         | 0.1     | 1.9     | 0.3     | -1.6    | 24.3    | 11.0    | 5.5     | 2.5     | -2.8    | -3.2    | -3.7    |
| 税收收入             | 0.6     | 1.9     | -2.2    | -3.9    | 2.7     | 5.3     | 1.8     | -5.0    | -5.2    | -6.1    | -4.9    |
| 个人所得税            | 12.3    | 9.0     | -58.5   | 26.7    | 9.1     | 11.4    | 5.6     | -1.8    | -2.9    | -1.1    | -18.8   |
| 企业所得税            | 0.0     | 4.0     | 16.0    | -10.4   | 95.8    | 37.0    | 5.2     | 25.4    | 20.0    | -10.6   | 0.7     |
| 国内消费税            | 0.4     | 0.5     | 9.6     | 0.3     | 6.8     | 0.7     | 10.2    | -16.3   | -4.6    | 1.4     | 2.1     |
| 国内增值税            | 6.1     | 0.9     | 4.9     | 1.1     | 6.6     | 1.4     | -1.2    | -12.2   | -1.7    | 4.0     | -9.6    |
| 进口环节增值税和消费税      | -6.2    | -0.8    | -7.6    | -9.4    | -4.4    | -12.4   | -9.2    | -4.5    | 2.3     | 3.5     | 12.5    |
| 外贸企业出口退税         | 7.3     | 5.7     | 8.3     | 16.9    | 245.2   | -19.4   | 4.9     | -22.7   | 13.4    | 34.9    | 14.4    |
| 关税               | 1.9     | -5.1    | -12.1   | -16.2   | -10.1   | -13.0   | -13.1   | -9.0    | 4.6     | -1.4    | 5.4     |
| 城镇土地使用税          | 7.7     | 3.2     | 6.2     | 5.2     | 5.9     | 5.2     | 9.2     | 1.9     | 10.8    | 16.5    | 11.6    |
| 契税               | -18.9   | -15.0   | -6.4    | -21.7   | -8.3    | -21.7   | -13.9   | -12.3   | -20.3   | -15.5   | -9.6    |
| 耕地占用税            | 1.1     | 15.7    | 0.4     | -4.0    | 12.9    | 20.2    | 45.0    | 15.0    | 9.0     | 29.6    | 8.5     |
| 土地增值税            | -22.3   | -8.7    | -10.0   | -22.0   | -6.3    | -6.2    | -13.3   | 3.1     | -25.8   | -10.7   | -25.7   |
| 房产税              | 9.5     | 6.9     | 22.5    | 9.9     | 16.2    | 10.3    | 13.9    | 16.2    | 17.1    | 26.9    | 16.8    |
| 地产相关税            | -8.6    | -0.9    | -0.1    | -11.4   | 1.3     | -5.0    | 2.4     | -0.5    | -16.1   | -0.9    | -0.4    |
| 证券交易印花税          | 33.0    | 49.4    | 63.2    | 58.7    | 81.7    | 172.8   | 152.5   | -32.2   | -59.0   | -42.9   | -60.8   |
| 车辆购置税            | -14.9   | -13.6   | -14.1   | -32.6   | 14.8    | -8.5    | -20.1   | -18.5   | -29.5   | -22.0   | -7.0    |
| 环境保护税            | 0.0     | 11.1    | 75.0    | 9.8     | 25.0    | 200.0   | 10.6    | 250.0   | 75.0    | 250.0   | 2.3     |
| 资源税              | -6.7    | 13.4    | -5.6    | -1.3    | 3.6     | -1.8    | -0.3    | 3.8     | 13.8    | -2.8    | -10.7   |
| 城市维护建设税          | 1.7     | 4.0     | 4.8     | 1.8     | 7.0     | 1.7     | 2.1     | -6.5    | -4.1    | -6.1    | -8.6    |
| 其他税收             | 2.0     | -1.9    | 3.4     | 1.3     | 0.9     | -5.0    | 11.0    | 2.4     | 2.0     | 6.4     | 4.0     |
| 非税收入             | -2.2    | 1.7     | 5.9     | 11.0    | 93.8    | 40.4    | 39.6    | 25.2    | 8.8     | 15.8    | 5.8     |
| 一般公共财政支出         | 2.6     | 5.8     | 5.7     | 3.4     | 9.5     | 3.8     | 10.4    | 5.2     | -6.7    | 2.6     | 6.1     |
| 城乡社区事务           | -8.4    | 6.8     | 0.6     | -6.6    | 5.6     | 0.9     | 12.2    | 3.8     | 1.2     | 0.1     | 8.5     |
| 农林水事务            | -11.5   | -6.1    | 2.5     | -10.5   | 17.1    | 23.3    | 56.4    | 12.5    | -12.7   | 9.0     | 11.8    |
| 交通运输             | -3.0    | 10.6    | -8.1    | 2.4     | 2.9     | 4.5     | 16.9    | -12.6   | -25.2   | 9.5     | 3.1     |
| 基建类支出            | -8.8    | 1.8     | -0.9    | -6.2    | 10.0    | 11.1    | 32.2    | 3.8     | -10.9   | 5.6     | 8.8     |
| 教育               | 3.5     | 6.0     | 7.9     | 7.7     | 12.3    | -3.9    | 0.5     | 4.8     | -4.3    | -0.9    | 4.9     |
| 文化旅游与传媒          | 16.2    | 0.8     | 2.4     | 5.0     | 0.3     | -10.4   | -3.7    | -5.4    | -15.2   | 0.4     | 6.9     |
| 社会保障和就业          | 11.1    | 9.6     | 9.0     | 5.5     | 2.8     | 14.9    | 16.0    | 12.4    | -5.0    | 8.3     | 4.5     |
| 卫生健康             | 3.5     | 10.2    | 4.5     | 0.3     | -8.7    | -17.1   | 17.7    | 7.0     | -17.7   | -10.6   | -3.7    |
| 民生类支出            | 6.9     | 8.0     | 7.5     | 5.4     | 4.1     | -0.6    | 9.4     | 7.5     | -7.8    | 0.4     | 3.1     |
| 节能环保             | 4.6     | 5.5     | 16.3    | 1.0     | -4.5    | -3.1    | 0.6     | 0.4     | -31.6   | 2.3     | 16.6    |
| 科学技术             | 20.1    | 5.3     | -4.8    | 10.5    | 24.1    | -3.4    | 21.8    | -20.5   | 0.8     | -8.8    | 25.2    |
| 其他支出             | 4.4     | -3.0    | 16.0    | 19.7    | 20.8    | 4.4     | 10.0    | 31.4    | 4.2     | 8.4     | 11.2    |
| 政府性基金收入          | -8.1    | 8.1     | -11.7   | -10.7   | 4.9     | -14.9   | -10.0   | -14.2   | -34.4   | -22.2   | -18.2   |
| 地方政府土地出让收入       | -14.6   | 4.3     | -16.5   | -15.7   | 0.7     | -19.7   | -10.5   | -18.8   | -41.8   | -27.4   | -21.2   |
| 政府性基金支出          | 8.8     | 44.7    | 27.9    | 1.2     | 12.6    | 6.3     | 47.9    | 34.2    | -14.0   | -14.2   | -35.9   |

资料来源：Wind，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机构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