

2025 年 04 月 20 日

财政支出进度有望加快

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

沈美辰（分析师）

hening@kysec.cn

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790524110002

● **事件：**3 月，全国一般公共预算收入 16333 亿元，全国一般公共预算支出 27719 亿元。政府性基金预算收入 2866 亿元，政府性基金预算支出 8411 亿元。

● **一般财政支出还有提速空间**

1、3 月财政收入小幅回暖。3 月狭义财政收入实现正增长 (+0.25%)，较前值有所改善。一季度财政收入仍低于 2024 年同期，1-3 月公共财政收入 6 万亿元，同比下滑 1.1%。从结构看，税收收入增长不及预算，非税收入增速边际继续下降。3 月，税收收入同比下降 2.2%，降速较上月略有收窄，一季度累计下降 3.5%，相对于预算报告全年+3.7%的增速目标有一定差距；3 月非税收入增速由 11%下降到 5.9%。税收结构看，增值税、企业所得税、消费税收入修复明显，与基本面表现较为一致。增值税增速扩大，3 月同比增长 4.9%（前值为 1.1%），3 月工业生产、基建等景气度有所修复。企业所得税大幅回升，同比增长 16%，较前两月回升 26 个 pct，与 M1 改善共同指向企业营收回暖。消费税增长 9.6%，较 1-2 月增速提升了 9 个百分点，消费税与社零累计增速变动趋势也较为一致。个人所得税受基数影响波动。3 月个人所得税同比下降 58.5%，主因 2024 年 3 月基数较高。1-3 月累计，个人所得税同比增长 7.1%，表现不弱。其他税种方面，房产税同比增长 22.5%。车辆购置税、土地增值税收入均有所下滑，增速分别为 -14%、-10%。出口退税方面，3 月同比增加 8.3%，一季度出口退税额同比增长 14%。出口退税额与出口规模有一定正向关系，其可看作政府对出口企业的税收返还，在出口下行或增速偏低的时期，退税的增幅普遍高于出口增速。4 月美国关税加码将对出口企业产生冲击，加大税收返还力度或是政府对冲的一种可能方式，我们预计后续出口退税额将保持高增。由于出口退税对总税收是负向拉动，以及可能的出口下滑对企业和个人收入产生冲击，我们认为这些因素或对后续税收收入施加一定压力。

2、一季度财政支出强度持平 2024 年同期。3 月公共财政支出 27719 亿元，同比增长 5.7%，支出增速加快，前三个月支出同比增长 4.2%，略高于全年预算 4% 的目标。从季节性看，一季度支出绝对值高于 2020-2024 年同期水平。支出进度看，一季度约为全年支出进度的 24.5%，持平 2024 年。支出结构看，民生和基建领域均加大投入，科技支出增速放缓。3 月民生类支出节奏较快，社保和就业支出、教育支出分别同比增长 9% 和 8%。科技类支出有所放缓，同比减少 4.8%。节能环保支出大幅提升，同比增长 16%；文旅体育支出小幅减速，增长 2%。基建类支出也有所提速，3 月增速较 1-2 月提高 5 个百分点。城乡社区事务、农林水事务支出增速均由负转正，分别同比增长 0.6%、2.5%，交运支出反而同比下滑 8%。总体看，3 月财政支出进度边际提高，但一季度狭义财政支出进度仅持平于 2024 年水平，前置的效果并不明显，若后续内外形势不确定性加大，财政支出仍需加快进度。

● **3 月专项债支撑政府性基金支出增长**

卖地收入边际放缓。3 月全国政府性基金收入 2866 亿元，下降 12%。地方国有土地出让金收入同比下降 16.5%（前值为 -16%），土地出让收入持续走弱，拖累政府性基金。尽管部分城市地产销售企稳，土地市场景气度回升仍需时间，土储专项债发行停滞，但各地均有发行计划，后续随着收储力度加大，土地市场回暖或可期待。政府性基金支出进度高于去年，二季度广义财政支出有较大提升空间。3 月政府性基金支出 8411 亿元，同比增长 28%，增速较前两月提升约 27%，发力较为显著。政府性基金支出进度约为全年目标的 15.8%，强于 2024 年同期（14.8%），但弱于 2022、2023 年。一季度新增专项债发行共计 9603 亿元。发行节奏快于 2024 年，但慢于 2023、2022 年。3 月专项债发行提速支撑了广义支出。但一季度政府性基金支出增速为 11%，距离预算目标的全年 23% 增长还有较大差距，后续随着特别国债开始发行和使用，广义支出力度将边际加强。

综合狭义和广义财政，3 月发力提速较为显著，但支出进度和力度上仍有提升空间。且考虑到超预期关税冲击，财政政策加码的必要性提高。我们认为，后续财政将进一步加快支出进度，“以超常规力度”支持消费，比如消费品以旧换新扩容扩围；发放服务消费券；中低收入群体生活补贴等。出口方面，可能加大出口转内销补贴、对出口企业的税收返还、税收优惠等。

● **风险提示：**经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

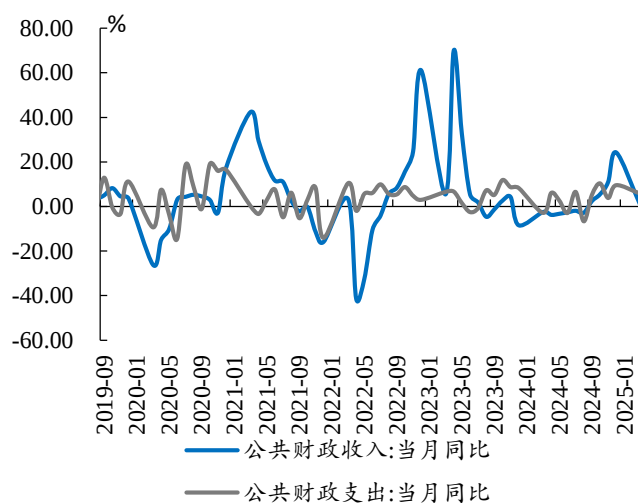
相关研究报告

《当前高频数据指向 4 月出口同比转负——宏观周报》-2025.4.20

《关税对冲政策组合：杠杆、约束与推演——看多中国系列之二》-2025.4.19

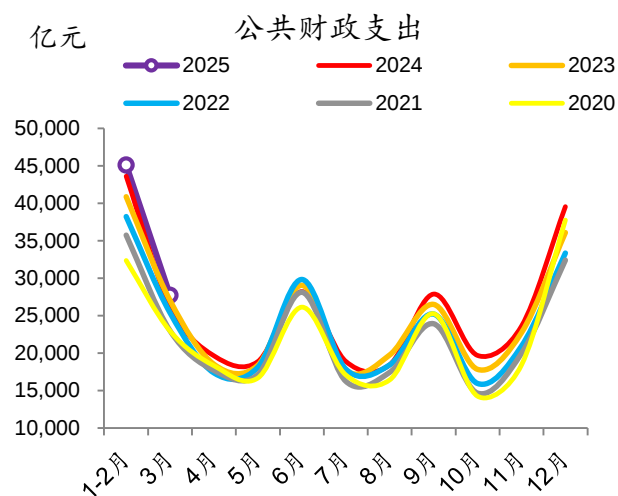
《政策可能超预期——看多中国系列之一》-2025.4.18

附图 1：3 月公共财政收入小幅正增



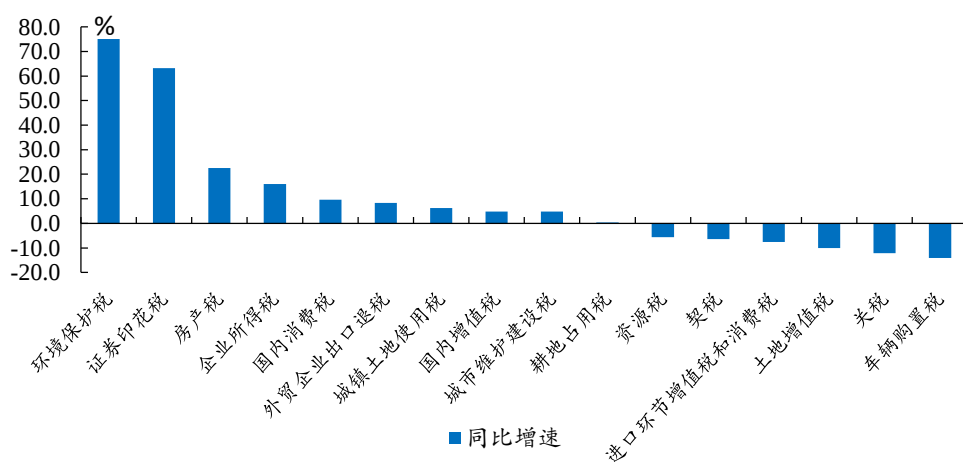
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：一季度支出绝对值高于 2020-2024 年同期水平



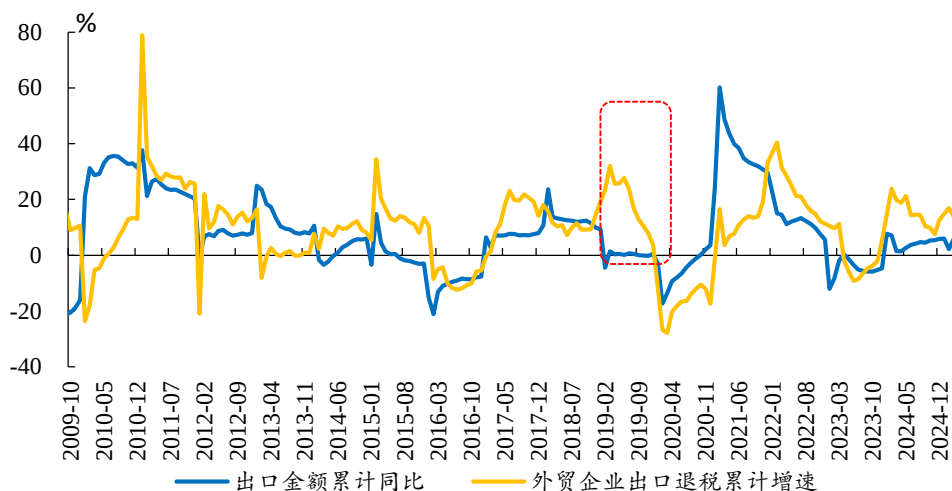
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：3 月增值税和消费税增速改善



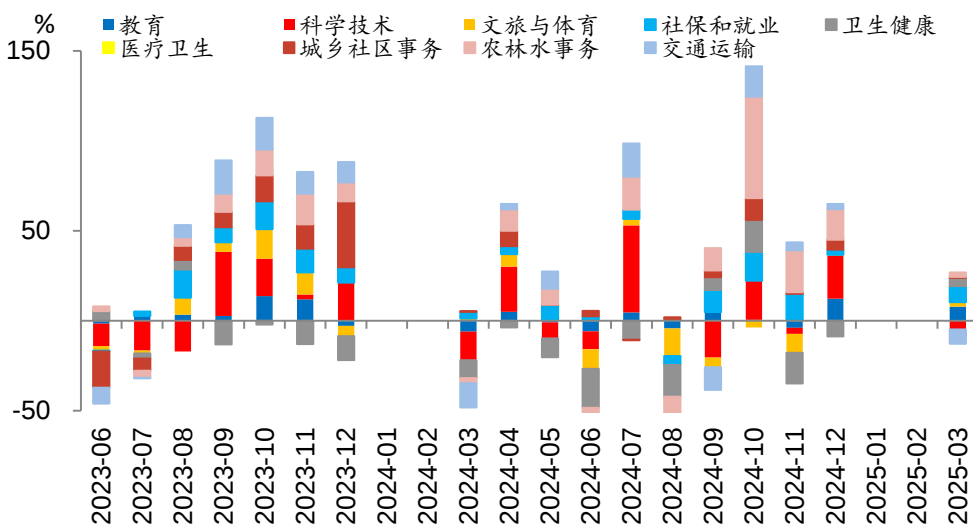
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：出口退税与出口增速呈正相关关系，且部分时期增速超过出口增速



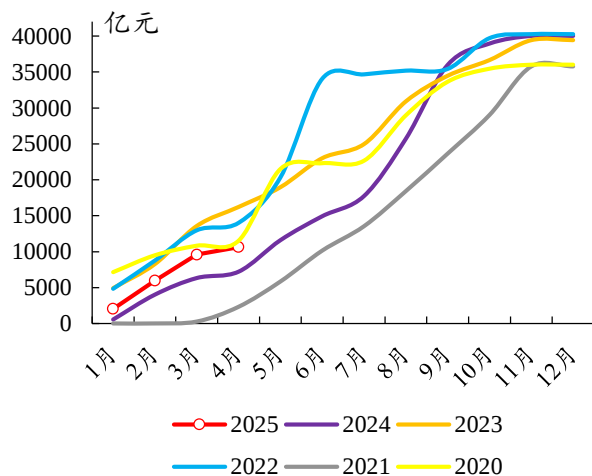
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：3 月基建领域财政支出增速边际回升



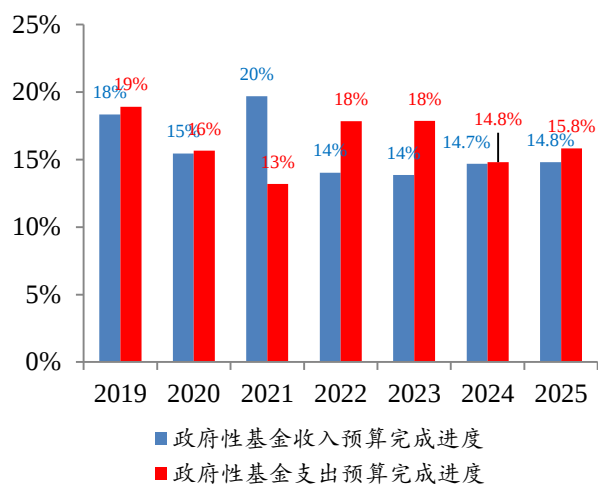
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：3 月专项债发行提速，节奏快于 2024 年



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：4 月截至 4 月 14 日

附图 7：一季度政府性基金支出进度超过 2024 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：图表为历年 2 月累计财政收支进度

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn