

2025 年 03 月 25 日

狭义财政支出更“用力”

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：**1-2 月，全国一般公共预算收入 43856 亿元，全国一般公共预算支出 45096 亿元。政府性基金预算收入 6381 亿元，政府性基金预算支出 11358 亿元。

● **2025 年税收与非税收入的失衡有望得到纠正**

1、2025 年首两月财政收入较上年同期下滑。2025 年 1-2 年公共财政收入 4.4 万亿元，同比下滑 1.6%，收入处于近 5 年同期偏低水平。从结构看，税收收入同比减少，非税收入增速大幅放缓。1-2 月合计，税收收入同比下降 3.9%，较 2024 年 12 月增速放缓；非税收入增速由 12 月的 94% 下降到 11%。四大税种中，增值税、个税、消费税收入均正增。增值税收入录得 15128 亿元，同比增长 1.1%，虽为正增长但增幅较 12 月缩窄。企业所得税录得 9113 亿元，同比下降 10.4%。企业所得税和非税收入增速同时回落，地方控制非税收入和企业税收缴力度。2024 年财政“冲高”非税收入，加大部分国有企业所得税征缴力度，而 2025 年 2 月非税收入和企业所得税增速同时回落，或体现地方对国企的税收征缴力度减轻，2025 年财政预算草案指向收入端将减少对非税收入的依赖。个人所得税受基数影响走高。1-2 月个人所得税同比增长 27%，2024 年春节较晚，个人奖金等个税入库时间会延后，因此 2024 年基数较低。消费税基本持平 2024 年同期，增长 0.3%。其他税种方面，房产税、城镇土地使用税保持高增，分别同比增长 9.8%、5.3%。车辆购置税增速大幅下滑至 -33%，2024 年同期基数较高。2025 年购车“国补”上线，预计带动汽车消费。契税持续下滑，外贸企业出口退税下降 17%。总体看，年度预算草案中预计全年税收收入增长 3.7%，前两月暂时未达到目标，尽管个税在低基数下大幅抬升，但多数税种持平或负增；好的方面是，非税收入退坡初步得到验证，若后续经济回升的动能增强，税收收入有望稳步改善。

2、1-2 月财政支出强度高于季节性水平。1-2 月公共财政支出 45096 亿元，同比增长 3.4%，支出增速显著强于收入。从季节性看，前两个月支出绝对值高于近 3 年水平。支出进度看，前两个月约为全年支出进度的 15.2%，略低于 2024 年，但高于近 3 年均值。支出结构看，民生类支出强度高于基建类支出。前两个月民生和科技类支出节奏较快，教育、社保和就业支出分别同比增长 8% 和 7%，科技类支出依旧强势，同比增长 11%；文旅体育支出增长 5%。与之相对的基建类支出力度相对偏弱。农林水事务、城乡社区事务支出分别同比下降 10.5%、7%，或与同期较高的基数有关，交运支出小幅正增长，同比增长 2.3%。年度预算报告中支出“重民生科技”“轻基建”的特征较为明显，财政对基建的支持不会显著减弱，但 2024 年同期基数偏高，2025 年一季度基建支出的增速或边际放缓。

● **当前财政狭义支出发力强于广义支出**

卖地收入改善持续性不佳。1-2 月全国政府性基金收入 6381 亿元，下降 10.7%，收入为 3 年来同期最低值。其中地方本级政府性基金收入 5573 亿元，同比下滑 13%。地方国有土地出让金收入 4744 亿元，同比下降 16%（前值为 +0.7%）。土地出让收入再度转为负增。2024 年底土地市场的改善并未延续到 1-2 月，地产销售逐渐企稳，政府工作报告“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，各地专项债收储蓄势待发，土地市场回暖或可期待。

3 月专项债发行提速，二季度广义财政支出有较大提升空间。1-2 月政府性基金支出 11358 亿元，同比增长 1.2%，延续了 12 月以来的正增长。政府性基金支出进度约为全年目标的 9.1%，略弱于 2024 年同期（9.3%）和近 3 年平均水平。截至 3 月 24 日，一季度新增专项债发行共计 9148 亿元，约完成全年目标的 1/5。截至目前发行节奏快于 2024 年，但慢于 2023、2022 年。3 月专项债发行明显提速，预计资金将尽快用于项目支出。另外，二季度超长期特别国债有望发行，广义财政支出将大幅扩张，支撑基建投资。

总体看，**2025 年前两月第一本账支出超季节性强势，广义财政支出发力强度较为适中，专项债发行进度快于 2024 年，但形成广义财政支出的速度仍有提高空间**。财政部提出“加快支出进度”，后续支出进度或进一步提升，财政支出方向将以“惠民生、促消费”为主。

● **风险提示：**经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

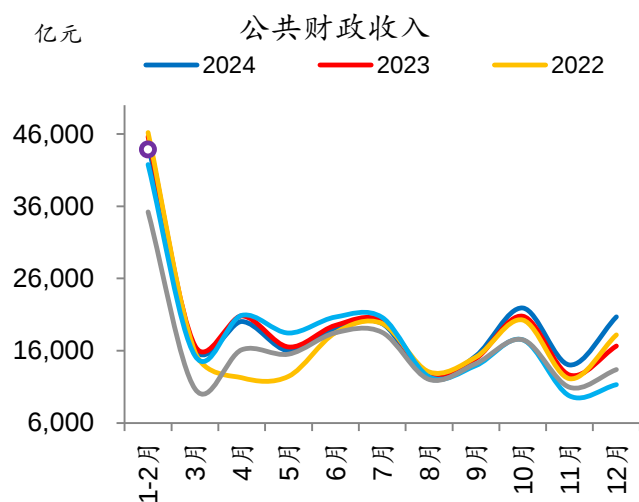
相关研究报告

《基建开工仍处于历史同期低位——宏观周报》-2025.3.23

《美联储强调不确定性，降息或将更加灵活——3 月 FOMC 会议点评》-2025.3.20

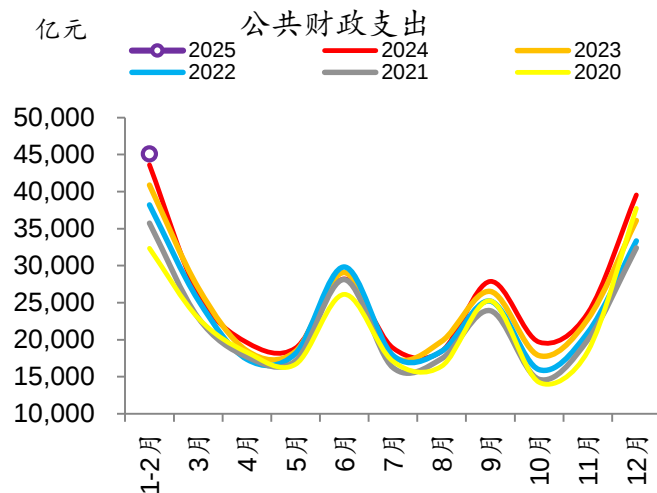
《生育补贴的经济账：从促生育到稳增长——兼评 2 月经济数据》-2025.3.18

附图 1：1-2 月公共财政收入同比小幅下滑



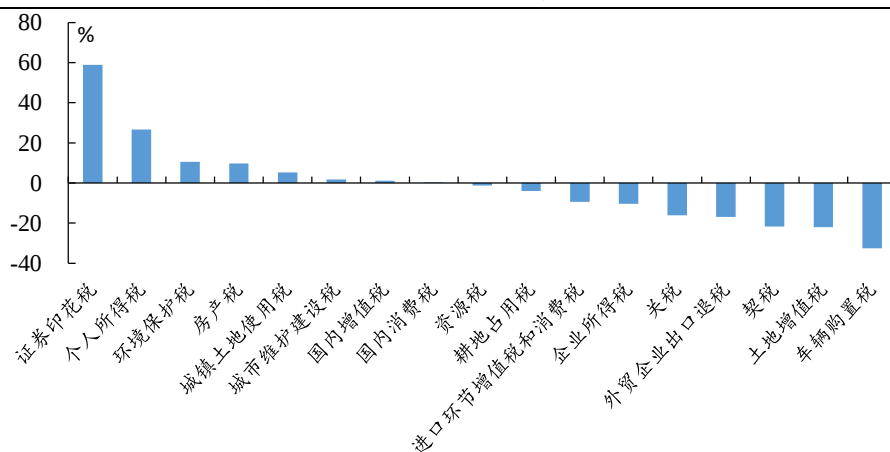
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：1-2 月公共财政支出力度强于近 5 年同期



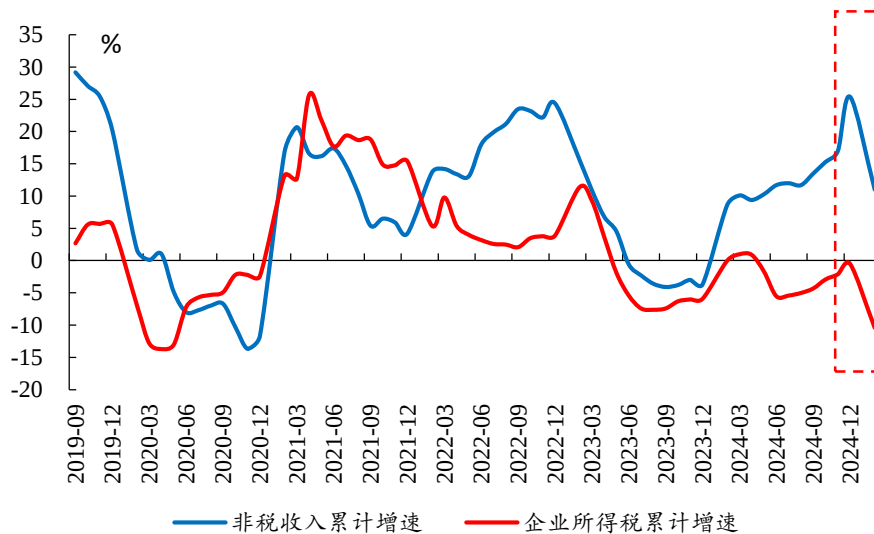
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：环境印花税和证券印花
税增速较大，未完全显示

附图 3：1-2 月个人所得税大幅增长原因为春节错月效应



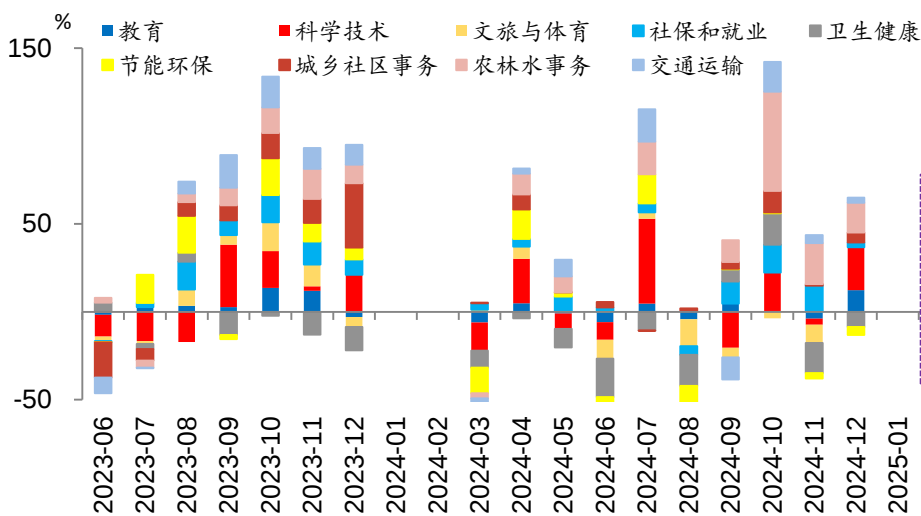
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：企业所得税与非税收入增速同频下滑



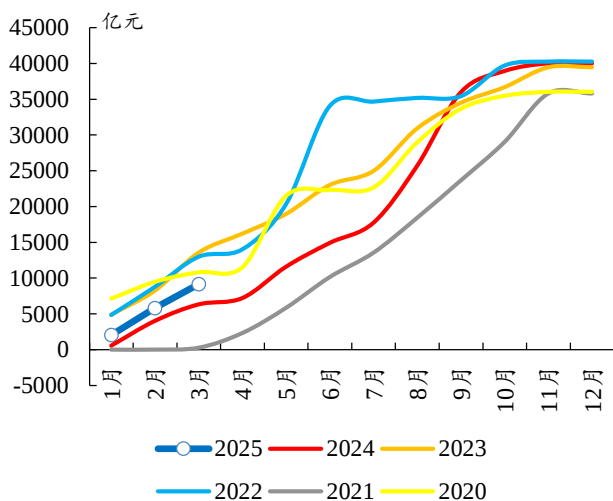
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：1-2 月财政支出支持民生、科技力度增加



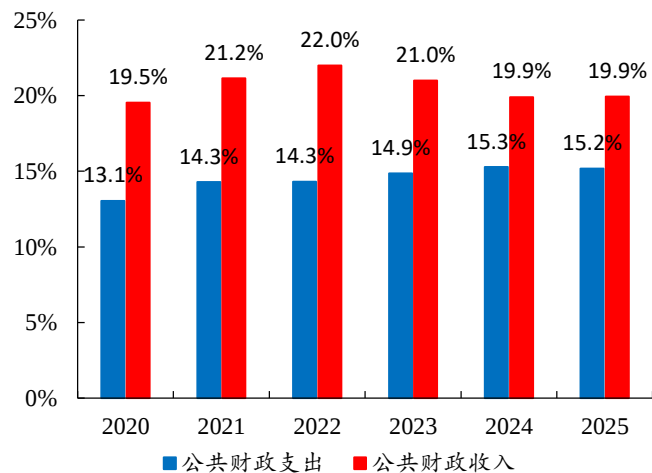
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

附图 7：前两个月狭义支出完成进度基本持平 2024 年



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