

今年预算报告的“新鲜事”

2025 年 03 月 07 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：**财政部 3 月 5 日提请十四届全国人大三次会议审查《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》。

➤ **随着两会的召开，新一年的预算报告也浮出水面。**回顾过去几年，“宽财政”的实际作用效果可能不算强，今年的核心在于“**更加积极的财政政策**”**还有哪些实招落地**。透过 2025 年财政预算案，我们可以发现不少“新鲜事”——除了“4%左右”的赤字表述打破了刚性惯例、为年中预留了调整余地，今年财政预算案的务实还体现在名义 GDP 的修正、非税收入的规范、中央发债的强化等等。

➤ **4%的赤字率可能并非终点。**2025 年政府工作报告将财政赤字率定为“4%左右”，而非精确的“4%”，这样的情况并不多见——自 2014 年以后，除了 2020 年在特殊情况下将赤字率目标设定为“3.6%以上”、随后两年赤字率目标以“左右”二字作为后缀之外，其余年份均采用刚性数值目标。**2025 年“4%左右”的弹性表述，保留了财政年中加码的可能性**，对应了蓝部长昨日在记者会上所说的“中央财政预留了充足的储备工具和政策空间”。

➤ **赤字规模扩大后，支出投向哪？科技、安全、民生是答案。**与 2024 年决算案细项财政支出占比相比，**2025 年预算案中，财政支出将更多向安全、科技、民生领域倾斜**，其中投向教育、外交与国防、科学技术的支出比例提升最为明显。相较之下，2025 年与基建相关的城乡社区、农林水、交通运输支出，其重要性都在明显弱化。

➤ **值得注意的是，今年赤字规模扩大，不仅“上修”了财政支出，同时“下修”了财政收入。**背后一大原因便是非税收入的不可持续性，财政部早在去年年底便提出“严禁征收过头税费”，**2025 年预算案中将非税收入同比增速定为-14.2%**，有意弱化它对于公共财政收入的支撑。**相较之下，2025 年对税收收入的要求还是比较高**，除了船舶吨税、车辆购置税，预算案对于其他税种的要求均是正增速。

➤ **与收入目标相似，对于名义 GDP 的定调也更务实了。**若用目标赤字率和赤字规模倒推隐含名义 GDP 增速，可以发现 **2025 年对名义 GDP 增速的估算更客观了**。将隐含名义 GDP 增速从 2024 年的 7.4%下调至 2025 年的 4.9%，同时隐含 GDP 平减指数也从 2.4%下调至-0.1%。

➤ **除了赤字债，2025 年中央整体发债比例明显抬升。**2025 年中央政府债券发行（包括普通国债与特别国债）在政府债券发行总额中的份额将进一步上升，其发债比例占 56.2%，**这也是近年来中央发债规模首次超越地方**，可见财政端逆周期调节的重任更多由中央承担。

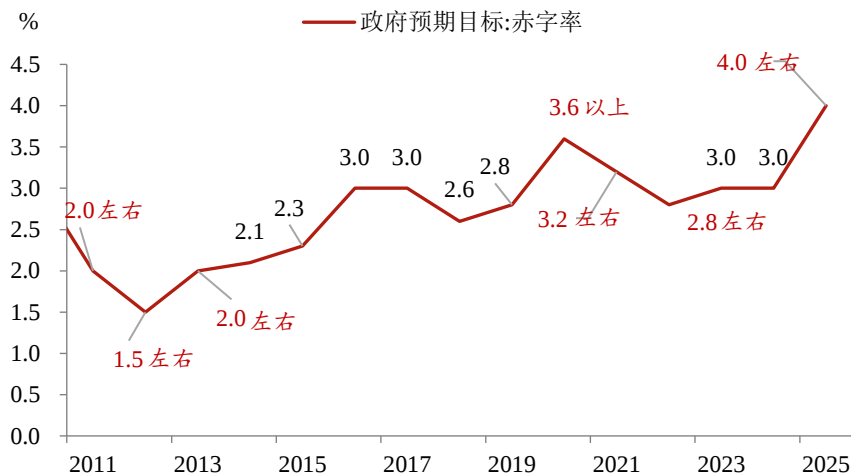
➤ **不过，政府性基金收入完成预算案目标可能有一定难度。**虽然 2025 年预算案再次下调了政府性基金的本级收入目标，但结合当前房地产市场尚未完全复苏、地方国有土地使用权出让收入仍处于负增长区间来说，2025 年政府性基金收入还面临一定压力，需要房地产政策的进一步加码助力。

➤ **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. 美国政策跟踪：政府裁员如何影响美国就业？ -2025/03/06
2. 2025 年政府工作报告点评：政府工作报告：哪些新变化？ -2025/03/05
3. 美国政策点评：特朗普关税措施升级的 5 个问题 -2025/03/04
4. 美国财政研究专题：美国财政分析框架指南 -2025/03/04
5. 美国政策前瞻：“新套路”：如果墨西哥也对中国加关税？ -2025/03/03

图1：2025 年将财政赤字率目标定为“4%左右”



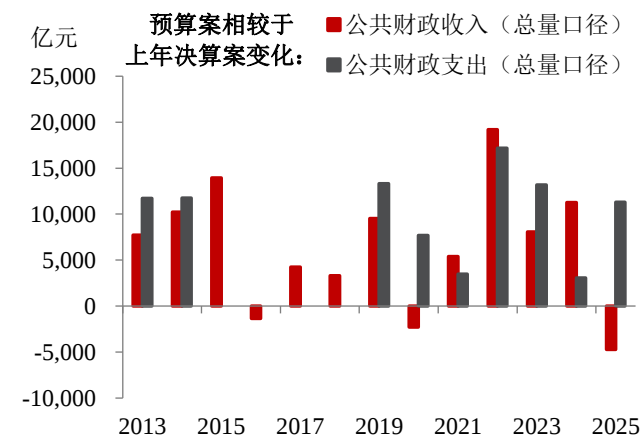
资料来源：iFind、历年政府工作报告，民生证券研究院

图2：2025 年财政支出往哪“加力”？：科技、安全、民生是答案



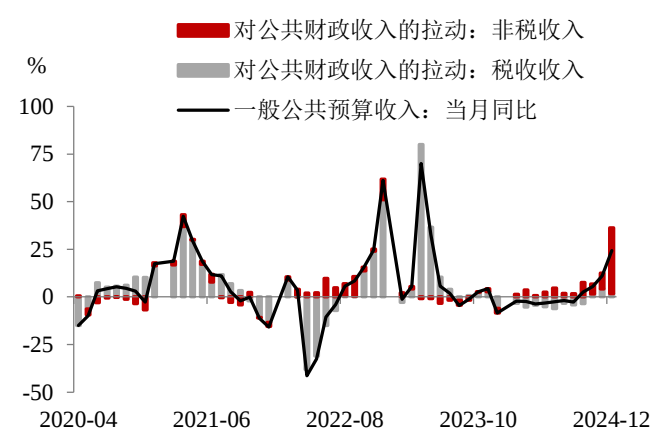
资料来源：历年财政预算案与决算案，民生证券研究院

图3：2025 年预算案“上修”公共财政支出的同时，“下修”公共财政收入



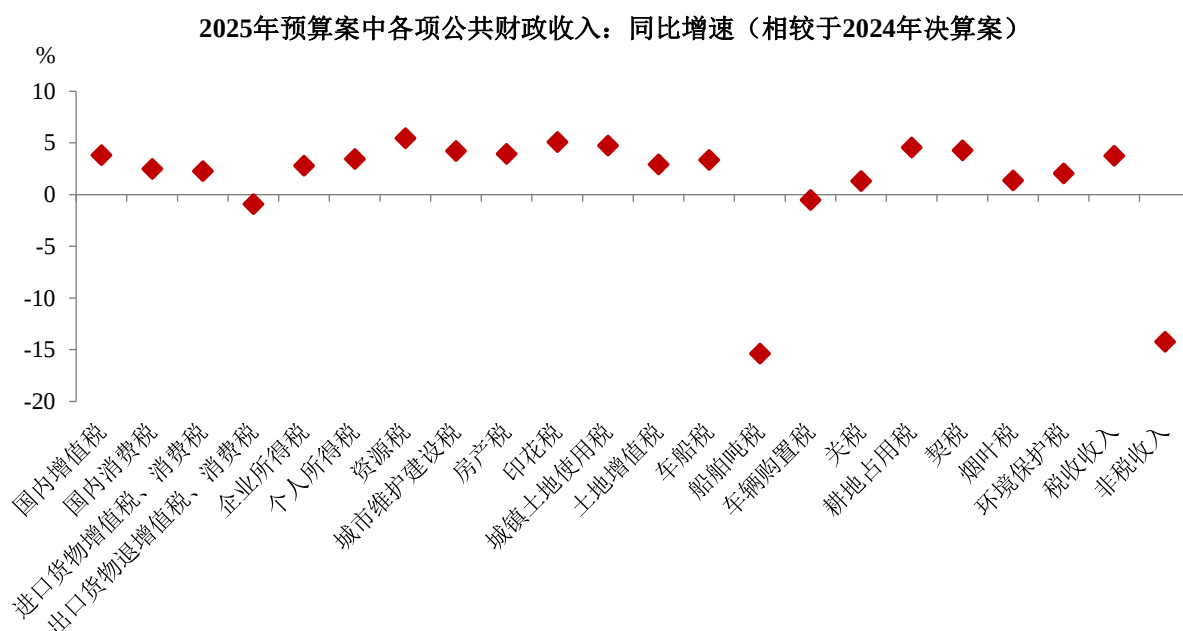
资料来源：历年财政预算案与决算案，民生证券研究院

图4：2024 年公共财政收入主要受到非税收入的拉动



资料来源：iFind，民生证券研究院

图5：2025 年公共财政收入的下修主要系非税收入影响



资料来源：历年财政预算案与决算案，民生证券研究院

注：出口货物退增值税、消费税本身为负值概念。

图6：2025 年下调了隐含名义 GDP 增速



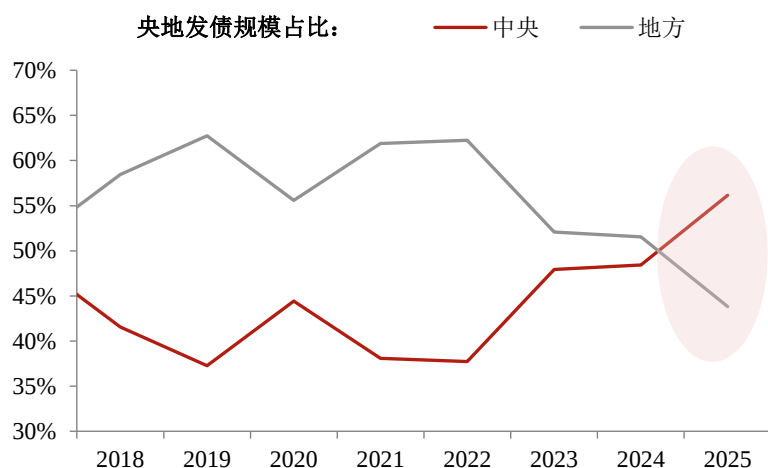
资料来源：Wind、历年财政预算案与决算案，民生证券研究院

图7：2025 年隐含 GDP 平减指数更“务实”



资料来源：Wind、历年财政预算案与决算案，民生证券研究院

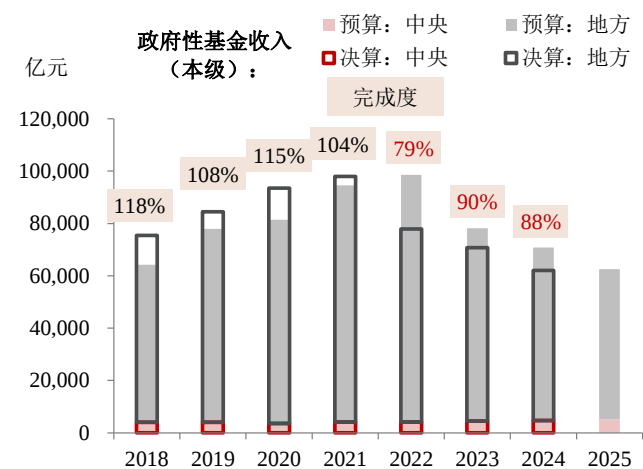
图8：2025 年中央发债比例明显抬升



资料来源：历年财政预算案与决算案，民生证券研究院

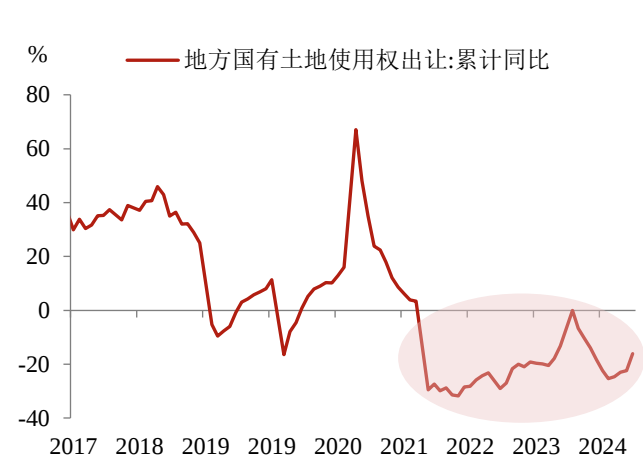
注：除了2025年是使用预算案数据之外，其余年份均使用决算案数据。

图9：2024 年政府性基金本级收入完成度为 88%



资料来源：历年财政预算案与决算案，民生证券研究院

图10：地方土地使用权出让收入还处于负增长区间



资料来源：iFind，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：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

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