



宏观研究

【粤开宏观】2025 年财政更加积极：赤字率首次达到 4%，发展优先

2025 年 03 月 05 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】政府工作报告释放的九大信号》2025-03-05

《【粤开宏观】2025 开局之变：中国经济新叙事与资产重估》2025-03-02

《【粤开宏观】贸易摩擦如何影响资本市场？——“特朗普 1.0 时期”的 A 股走势复盘及启示》2025-02-23

《【粤开宏观】2024 年中国区域经济版图：西部领跑、东部遇阻》2025-02-16

《【粤开宏观】1949-2024 年中国各省份财政收入排名变迁》2025-02-11

摘要

财政政策的基调延续了中央政治局会议、中央经济工作会议的提法，较去年《政府工作报告》财政政策基调更加积极，体现在力度更大、节奏更快、方式更多、结构更优、与市场的沟通更顺、政策间的协同性更高，将发展置于更高的位置。同时，强调要深化财税制度改革，推动零基预算改革，推动消费税改革，规范税收优惠，加强对高质量发展的财税支持；坚持在发展中化债、在化债中发展，稳妥化解地方债务风险。

2025 年积极的财政政策更加积极，赤字率首次达到“4%左右”，超过 2020 年疫情冲击时 3.6% 以上”的赤字率水平，为 2008 年本轮积极财政政策实施以来的最高水平，体现了中央推动经济回升向好的坚定决心，是符合当前经济社会发展需要的，体现出政策非常实事求是，因时因势顺势而为。赤字规模为 5.66 万亿，高于去年 1.6 万亿元；专项债拟按 4.4 万亿安排，高于去年 5000 亿元；继续发行超长期特别国债并提高规模至 1.3 万亿元，高于去年 3000 亿元；发行特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本金。赤字、专项债、超长期特别国债、特别国债合计 11.86 万亿元，超过去年赤字、专项债和超长期特别国债之和的 8.96 万亿元（增加 2.9 万亿），也超过去年赤字、专项债、特别国债和 2023 年结转到 2024 年使用的增发国债之和的 9.96 万亿元。1.3 万亿元的超长期建设国债、5000 亿元特别国债、4.4 万亿专项债就分别相当于增加赤字率 0.9、0.4 和 3.1 个百分点，如果将这三者加总，2025 年赤字率水平达到 8.4% 的水平，高于去年的 6.6%（赤字、专项债、超长期特别国债之和除以 GDP）。

积极的财政政策在当前可以发挥多重作用：一是以必要的支出力度扩大总需求，以内需提振对冲外部冲击、以内部的确定性应对外部的不确定性；二是优化供给结构，促进新质生产力发展，促进新旧动能转换；三是稳定预期，当前各方对财政政策发力期待较高，财政发挥超常规的逆周期调节能够更好稳预期；四是防范化解包括房地产和金融在内的经济社会风险，更好地支持房地产保交楼、收储等促进房地产止跌回稳。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、财政政策的力度明显增强，财政主动作为、积极担当，反映出财政理念的重大变化。	3
二、“持续加力”是保证政策稳定性连续性和稳定市场主体预期的必要，“更加给力”“更加积极”是当前有效需求不足、 物价仍偏低迷的形势决定的	3
三、赤字率达到 4%，专项债和超长期特别国债规模提高，中央加杠杆，扩大有效需求、提振市场信心、防范化解风 险。	4
四、进一步加大对地方的转移支付，兜牢基层“三保”底线，缓解区县财政压力和收支矛盾。	4
五、优化财政支出结构有利于提高财政支出的效率和效果，也是近年来一以贯之的做法，这是中国经济发展阶段转 换和进一步稳定宏观经济的要求	5
六、要充分利用化债腾出的时间窗口，构建债务管理的长效机制与深化财税体制改革	5

图表目录

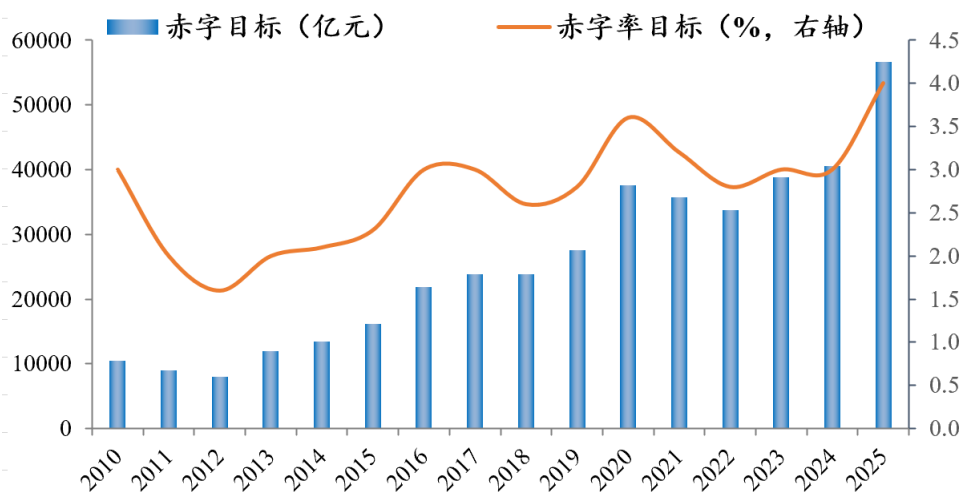
图表 1： 历年财政赤字率及赤字规模	3
--------------------------	---



一、财政政策的力度明显增强，财政主动作为、积极担当，反映出财政理念的重大变化。

一是将发展放在更重要的位置，以更大力度的政策推动经济更快增长，充分认识到财政可持续的基础是经济可持续。事实上中国的公有制经济性质、低利率环境和较低的政府债务尤其是中央债务水平完全能够支持更高的赤字率水平。二是逐步从平衡财政转向功能财政，从注重财政短期平衡转向经济社会中长期稳定发展，更好地发挥财政服务高质量发展的重要作用。三是打破赤字率 3% 的约束，宏观调控方式更加灵活，因时因势优化创新宏观调控，更加实事求是。过去国际上长期把赤字率 3% 作为财政纪律的警戒线，但实际上 3% 作为警戒线缺乏理论和实践，欧美早已打破，约束财政纪律的是完善的财政管理制度和严格的问责制度；对于我国，3% 赤字率仅仅是一般公共预算口径的赤字率，专项债、超长期国债、特别国债等发挥了重要的逆周期调节功能，仅根据狭义口径来判断财政积极程度与现实已不相符，而且控制赤字率在 3% 可能导致“控赤字、扩专项债、隐性债务扩张”。

图表1：历年财政赤字率及赤字规模



资料来源：《政府工作报告》、粤开证券研究院

二、“持续加力”是保证政策稳定性连续性和稳定市场主体预期的必要，“更加给力”“更加积极”是当前有效需求不足、物价仍偏低迷的形势决定的

“加力”并“保持必要的支出强度”是今年经济形势的需要，是顺应经济形势和经济工作目标的顺势而为。当前我国宏观经济总体回升向好，科技突破和文化突围使得中国经济开启乐观叙事和资产价格重估阶段，但经济恢复基础仍有待进一步巩固增强。一是一线城市房价初步止跌回稳，但全国房价“止跌回稳”以及从房价传导至房地产投资的稳定仍然任重道远，房地产企业的信用风险仍未有效化解。二是“抢出口”短期支持经济，但美国对华加征关税的负面冲击或于二季度显现。三是服务消费仍待提振，消费品以旧换新政策短期提振了商品消费，但持续性有待继续观察。四是物价水平低位运行，PPI 同比连续 28 个月为负，影响企业利润、财政收入和居民收入增长。



三、赤字率达到 4%，专项债和超长期特别国债规模提高，中央加杠杆，扩大有效需求、提振市场信心、防范化解风险。

其一，狭义赤字率突破了 3%，首次达到 4%，赤字率的提高有特殊意义，可实现三重功效。1）赤字率和赤字规模的明显提高，有利于扩大支出力度，强化财政的逆周期调节能力，更好地防风险、惠民生、稳增长。2）赤字率与其他财政工具不同，公众对赤字率及其变化的关注度非常高，赤字率更能传递政策意图，具有较强的政策信号意义；提高赤字率释放中央稳经济的坚定决心，有利于稳定社会预期、提振市场信心。3）赤字规模中仍是中央赤字为主，通过转移支付的形式能够更好地保障基层财力稳定，增加地方财力的可支配程度，有利于地方做好“三保”工作。赤字规模中中央赤字为 4.86 万亿元，中央赤字占比为 85.9%，属于近年来最高水平，体现中央加杠杆；考虑到 1 万亿超长期特别国债，中央加杠杆程度更高，优化了债务结构。

其二，专项债额度进一步提高，规模的提高和管理机制的完善将协同发挥稳定经济增长、弥补短板、促进房地产止跌回稳、置换隐性债务、畅通经济循环等多重作用。1）专项债投向领域采用负面清单以及下放审核权限，拓展了可选的项目范围、减少了申报审核时间，能够尽快地让专项债资金形成实物工作量，发挥稳定经济增长的作用。2）专项债投向市政建设、新能源、新基建领域，发挥补短板的作用。3）专项债可用于盘活闲置土地与收购商品房用作保障性住房，这将进一步促进房地产市场供需平衡、增加房地产企业的现金流降低债务风险。4）提高的规模中仍有 8000 亿元可用于置换隐性债务，实现隐性债务显性化，进一步降低地方债务风险。5）明确专项债资金还可以用于消化地方政府拖欠企业账款等，增加企业现金流和抗风险能力，减少上下游间的三角债问题，畅通经济循环。

其三，超长期特别国债规模进一步提高，不仅力度加大，而且对“两重”“两新”的支持范围扩围，除了继续形成大量的优质基础设施优化供给结构外，还将有力地促进设备更新向高端化智能化绿色化转型、促进消费。超长期特别国债形成了优质资产，更重要的是避免了地方加杠杆导致的风险，为地方财政腾出了空间。

其四，发行特别国债补偿商业银行资本金，既有利于降低商业银行风险，又提高了商业银行落实降准降息进一步支持实体经济的能力。

四、进一步加大对地方的转移支付，兜牢基层“三保”底线，缓解区县财政压力和收支矛盾。

报告在面临的风险挑战中提出了“一些地方基层财政困难”，同时在政策取向中提出“中央财政加大对地方一般性转移支付力度，向困难地区和欠发达地区倾斜。严格落实分级保障责任，筑牢兜实基层‘三保’底线”。近年来受房地产调整转型、物价低迷、减税降费等影响，宏观税负下行，但同时债务付息支出、三保支出的刚性增强，财政收支紧平衡持续。而基层“三保”直接面向企业和居民，关系到市场主体的满意度和获得感。因此，中央持续加大对地方转移支付，并要求省对市县加大转移支付力度。

考虑地方财政实际情况，今年中央对地方转移支付安排 10.34 万亿元，剔除 2023 年增发国债结转至 2024 年资金因素后，同口径增长 8.4%。中央近年来持续加大对地方的转移支付，连续第三年超过 10 万亿规模，这有利于缓解地方财政压力，让地方政府有更大的财力去支持科技创新、民生改善和营商环境优化，推动经济发展。



五、优化财政支出结构有利于提高财政支出的效率和效果，也是近年来一以贯之的做法，这是中国经济发展阶段转换和进一步稳定宏观经济的要求

报告提出“优化财政支出结构，更加注重惠民生、促消费、增后劲，提高资金使用效益”，与“适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准”相互呼应。近年来，我国持续优化财政支出结构，主要体现为从建设财政逐步转向建设与民生并重、民生支出占比持续提高，这不仅是发展阶段变化的要求，也是满足人民美好生活需要的要求，还是经济进一步发展的要求。伴随我国经济发展水平逐步提高、城镇化进程进入后半段以及人口老龄化进程加快，居民的需求从生存型消费逐步进入到发展型消费，尤其是医疗教育养老需求上升，财政取之于民用之于民，必然也要提高相关支出比重。2024 年一般公共预算中用于医疗、教育、社保就业、住房保障支出占比为 39.7%，较 2013 年上升 4.4 个百分点。同时，当前消费不足的重要原因是居民消费意愿不足，源于医疗等后顾之忧，因此从推动经济结构从投资转向消费以及稳定宏观经济的角度，也有必要优化财政支出结构。

优化支出结构的另一个方面是加大对科技创新的支持。近年来财政对于科技创新的支持力度明显加大，也取得了非常好的成效，中国研发强度持续提高，近期持续涌现的人工智能、人形机器人领域的重大突破甚至改写了宏观经济叙事，大幅提振了社会预期和市场信心。报告提出“以科技创新引领新质生产力发展”，预算安排对此做了重点保障，这有利于推动中国经济增长转向科技驱动，有利于优化供给结构、实现更高水平的供需循环、以高质量供给创造需求，有利于维护产业链供应链的稳定性维护国家经济安全。

六、要充分利用化债腾出的时间窗口，构建债务管理的长效机制与深化财税体制改革

报告部署了“开展中央部门零基预算改革试点，支持地方深化零基预算改革，在支出标准、绩效评价等关键制度上积极创新。加快推进部分品目消费税征收环节后移并下划地方，增加地方自主财力。规范税收优惠政策。积极探索建立激励机制，促进地方在高质量发展中培育财源。严控财政供养人员规模。”主要侧重零基预算改革、消费税改革、转移支付改革，这是落实三中全会关于财税体制改革的要求。

零基预算改革方面，零基预算在中国的实践最早可以追溯到 20 世纪 80 年代末。实施真正意义上的零基预算是提高财政使用效率、避免财政资源浪费的有效途径。经过长期实践，零基预算的概念已被基层财政工作人员广泛接受。2021 年 3 月，国务院发布的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》中提到，“积极运用零基预算理念，打破支出固化僵化格局，合理确定支出预算规模”。截至 2024 年末，大多数省级政府已宣布实施零基预算改革。但是，目前在国家层面缺乏零基预算编制框架和细化零基预算改革实施情况的评估，下阶段要建立健全与零基预算相关的配套制度（例如项目库、预算绩效评价及反馈机制等）。在财政紧平衡背景下继续深化零基预算改革，有利于进一步提高财政资金使用效率、促进积极财政政策提质增效。**消费税改革方面**，三中全会已经明确征收环节后并稳步下划给地方政府，此次进一步明确先从部分品目入手，意在增加地方财力，也是本轮财税体制改革的主要发力点。**规范税收优惠**，既能服务于全国统一大市场的建设，避免各地违规的“税收洼地”和税收逐底竞争，又能稳定宏观税负，维护国家财政可持续性和财政安全。**建立同高质量发展相适应的转移支付激励约束制度**，在发挥转移支付区域均衡发展和基本公共服务均等化侧重公平职能的同时，嵌入效率因素，避免“鞭打快牛”，鼓励经济大省多发展多创收提高其积极性。



从未来进一步深化财税体制改革看，此轮改革短期要增加地方自主财力，但是从根本上看改革的核心是上移事权和支出责任至中央政府，避免地方政府承担过多的支出责任，从而减少隐性债务的举债动机。三十年前的分税制改革解决了收入端中央财政收入占比过低、中央宏观调控能力不足的问题，但主要矛盾和历史因素导致未能解决事权划分问题。当前财力端的问题仍很重要、亟需解决，要积极推动增加地方自主财力，“上移事权和支出责任”是治本之策。比如，养老保险、环境保护、食品药品监督管理等事权可以上移给中央政府来承担。

从构建债务管理长效机制上，有必要在四本经常性预算之外，研究建立债务预算和资本预算，与政府资产负债表和综合财务报告衔接。当前我国政府债务管理主要是余额和限额管理，尚未编制涵盖规模、结构、还本付息计划、投向等更详细的债务预算，债务约束力不足，有必要建立起债务预算和资本预算。资本预算即针对政府固定资产投资等能够形成公共固定资产的财政支出活动编制的预算；债务预算是对政府债务规模、结构、还本付息计划等进行详细规划的预算，是现行债务限额管理的升级版。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com