

宏观深度报告 20250305

2025 积极财政的发力点与制约点

2025 年 03 月 05 日

2025 年，国内广义、狭义赤字率预计将分别实现 10%、4% 的历史最高水平，受益于此，财政支出预计也将实现近 10% 的同比增长，创 2021 年至今最高水平。此外，考虑到城投、银行等重点领域的防风险诉求占用了部分财政资金，预期能够形成实物工作量的财政城投支出预计仍将实现 5.4% 的同比增长，虽不及 10% 的整体增速，但较上年对应值（-0.4%）明显提高。综合而言，我们既要看到预算内财政稳步扩张，也需注意金融机构与融资平台债务风险化解、清理拖欠企业账款可能带来一定拖累。

一、广义赤字率提高或将推动 2025 年财政支出同比增长近 10%

2025 年政府举债增加后，财政支出同比增速、广义赤字率预计均将接近 10%，广义赤字率或将创下近 10 年历史最高纪录。按照 2025 年国内赤字率定为 4%，发行特别国债 1.8 万亿元（含 1.3 万亿元超长期特别国债、0.5 万亿元支持国有大型商业银行补充资本）、新增专项债 4.4 万亿元测算，在各项财政收入增速、一般预算调入资金及使用结转结余同比持平的前提下，2025 年国内财政支出预计将实现 42.28 万亿元，同比增长 9.5%，明显高于上年约 2.7% 的同比增速；国内广义赤字预计将实现 13.87 万亿元，对应广义赤字率约为 9.8%，或将创下 2016 年至今的历史最高纪录。

二、受城投、银行等领域防风险诉求制约，实物财政城投支出增速或将低于财政支出增速

城投债务风险化解限制了相关国企的“加杠杆”节奏，考虑城投举债支出后，2025 年财政城投支出同比增速或不足 6%。近年来，通过地方债置换、金融机构置换等形式，城投平台债务“控增化存”持续推进，短期内相关国企的“加杠杆”节奏可能仍将受限。经测算，若发债城投有息负债增量保持 2024 年的变动趋势，预计 2025 年发债城投有息负债增量或将仅为 2.93 万亿元，同比下降 5228 亿元。受此拖累，如果定义“一般公共预算支出+政府性基金预算支出+发债城投有息负债增量”为财政城投支出，那么 2025 年预计财政城投支出同比增速为 5.9%，虽然低于同期约 9.5% 的财政支出增速，但同比提高约 2.4 个百分点。

考虑防风险诉求后，实物财政城投支出预计将为 5.4%。受房地产行业下行等因素影响，部分财政资金需被用于满足隐债清零、银行资本补充、土地收储等防风险用途，如此进一步削弱了能够贡献实物工作量的财政城投支出增速。经测算，2025 年全国实物财政城投支出或将实现 43.41 万亿元，同比增长 5.4%。虽然这一增速不及财政支出增速，但较上年对应值（-0.4%）已明显增长。

但是，考虑到政府拖欠企业账款化解工作可能提速，若部分地方债被用于化解拖欠款，则实物财政城投支出仍有被进一步削弱的可能。2024 年末，全国规模以上工业企业应收账款达 26.06 万亿元，同比增长 8.6%，规上工业企业应收账款同比增速自 2021 年以来的下降趋势首次被打破。考虑到，规上工业企业的应收账款部分可能来自政府部门，按照总书记近期在民营企业座谈会上的指示，地方政府、央企国企加快清偿拖欠账款，帮助民营企业解决“回款难”“回款慢”，是助力民营企业更好生产经营的务实举措，也有助于畅通国民经济微循环。因此，继 2024 年 Q4《关于解决拖欠企业账款问题的意见》发布，政府拖欠企业账款底数被进一步厘清后，今年政府拖欠企业账款化解工作可能提速，相关化解资金的潜在来源可能包括地方债资金、政策性贷款等。若部分地方债被用于化解拖欠款，则实物财政城投支出仍有被进一步削弱的可能。

■ **风险提示：**（1）测算 2025 年实物财政城投支出时所采用的部分假设可能与真实情况不符；（2）财政部披露的地方政府债务收支可能未包括特殊再融资债相关数据；（3）对加快化解政府拖欠企业账款的预期可能有偏差。

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 刘子博

执业证书：S0600524120014

liuzb@dwzq.com.cn

相关研究

《食品和油价回落或拖累 2 月 CPI 转负》

2025-03-02

《衰退担忧与关税冲击带动美债利率大跌》

2025-03-02

内容目录

1. 伴随赤字率提高，2025 年财政或将实现“双十目标”	4
2. 受城投举债受限影响，财政城投支出同比增速或不足 6%	5
3. 考虑防风险诉求后，实物财政城投支出预计将增长约 5.4%	7
4. 风险提示	10

图表目录

图 1: 2025 年赤字率、财政支出同比增速预计均将明显提升.....4

图 2: 政府性债务监管政策对国内城投融资规模具有显著影响.....6

图 3: 自 2021 年至今，受制于政策限制，国内发债城投的债务增速持续下降.....6

图 4: 2023 年、2024 年，国内分别发行 1.92 万亿元、3.39 万亿元地方债用于化债.....7

图 5: 近年发行的化债地方债呈现出“长期化”特征.....8

图 6: 2025 年 1 月政府债券净融资创历史同期最高纪录.....8

图 7: 2025 年 1 月发行的地方债约 34%被用于化债.....8

图 8: 2025 年，实物财政城投支出增速或将低于财政支出增速.....9

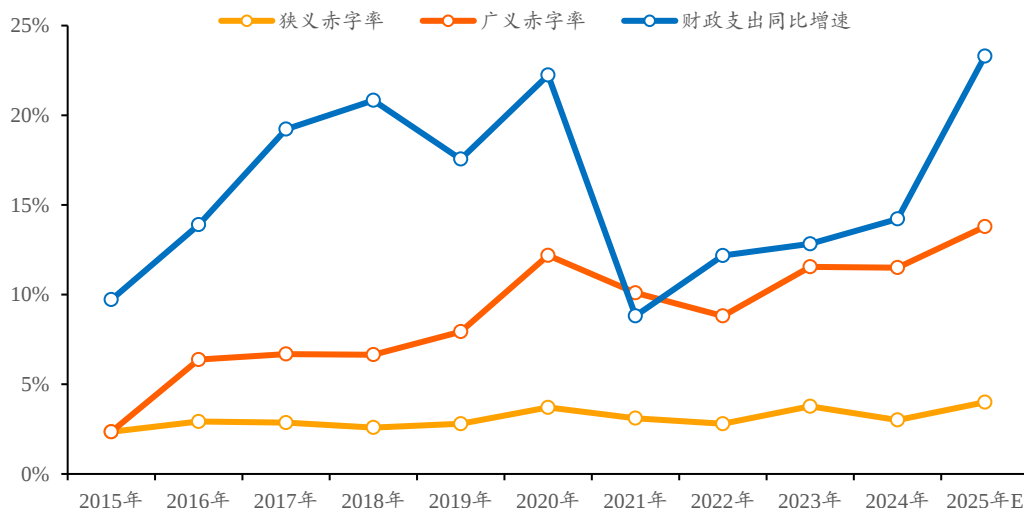
图 9: 2024 年，国内规上工业企业应收账款同比增速的下降趋势被打破.....9

表 1: 历年政府工作报告提出的经济财政目标一览.....5

1. 伴随赤字率提高，2025 年财政或将实现“双十目标”

2025 年财政支出同比增速、广义赤字率预计均将接近 10%，广义赤字率或将创下近 10 年历史最高纪录。2025 年 2 月 21 日，财政部部长蓝佛安在《人民日报》发文指出，今年将统筹考虑宏观调控需要，提高财政赤字率，进一步增加财政总支出规模，为经济发展注入更多动力。按照 2025 年国内赤字率为 4%，发行特别国债 1.8 万亿元（含 1.3 万亿元超长期特别国债、0.5 万亿元支持国有大型商业银行补充资本）、新增专项债 4.4 万亿元计算，在各项财政收入增速、一般预算调入资金及使用结转结余同比持平的前提下，2025 年国内财政支出（一般预算、基金预算支出之和）预计将实现 42.28 万亿元，同比增长 9.5%，明显高于上年对应 2.7% 的同比增速；国内广义赤字（狭义赤字、特别国债、新增专项债、特殊再融资债之和）预计将实现 13.87 万亿元，若 GDP 名义值同比增长 5%，则广义赤字率约为 9.8%，或将创下 2016 年至今的历史最高纪录。

图1：2025 年赤字率、财政支出同比增速预计均将明显提升



数据来源：财政部，东吴证券研究所

表1：历年政府工作报告提出的经济财政目标一览

科目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
GDP 增速目标	7.5%左右	7%左右	6.5%-7%	6.5%左右	6.5%左右	6%-6.5%	-	6%以上	5.5%左右	5%左右	5%左右
居民消费价格涨幅	3.5%左右	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右	3.5%左右	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右
城镇新增就业	1000 万人以上	1000 万人以上	1000 万人以上	1100 万人以上	1100 万人以上	1100 万人以上	900 万人以上	1100 万人以上	1100 万人以上	1200 万人左右	1200 万人以上
城镇调查失业率	-	-	-	-	5.5%以内	5.5%左右	6%左右	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右	5.5%左右
城镇登记失业率	4.6%以内	4.5%以内	4.5%以内	4.5%以内	4.5%以内	4.5%以内	5.5%左右	-	-	-	-
进出口增长	-	6%左右	回稳向好	回稳向好	稳中向好	稳中提质	促稳提质	量稳质升	保稳提质	促稳提质	-
国际收支	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡	保持基本平衡
广义货币 M2 预期增长	13%左右	12%左右	13%左右	12%左右	合理增长	与国内生产总值名义增速相匹配	增速明显高于去年	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	同名义经济增速基本匹配	同经济增长和价格水平预期目标相匹配
社会融资规模余额增长	适度增长	平稳增长									
赤字规模 (亿元)	13500	16200	21800	23800	23800	27600	37600	35700	33700	48800	40600
其中：中央 (亿元)	9500	11200	14000	15500	15500	18300	27800	27500	26500	41600	33400
其中：地方 (亿元)	4000	5000	7800	8300	8300	9300	9800	8200	7200	7200	7200

数据来源：中央政府网，东吴证券研究所

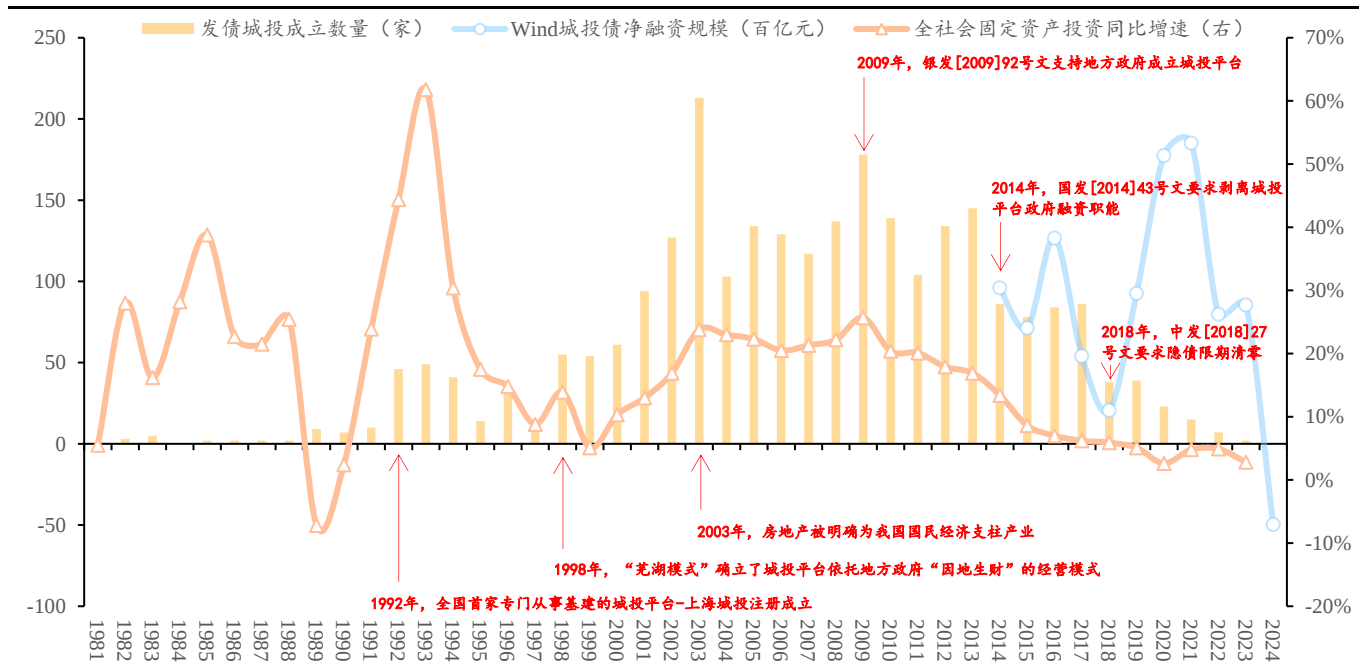
2. 受城投举债受限影响，财政城投支出同比增速或不足 6%

城投债务风险化解限制了相关国企的“加杠杆”节奏，2025 年“表外财政”可能仍将收缩。从历史上看，城投平台在资金、人事等方面受到地方政府的较多干预，承担了较多地方政府主导的项目投资、土地整理、招商引资配套等职能，在某种意义上已成为类似“表外财政”的存在。自 2020 年以来，受土地出让市场趋冷影响，城投平台通过完善基建以做高住宅用地价值进而平衡公益性项目建设投入的逻辑面临较多挑战，城投平台存量债务风险的化解已迫在眉睫。近年来，通过地方债置换、金融机构置换等形式，城投平台债务“控增化存”持续推进，短期内相关国企的“加杠杆”节奏可能仍将受限。

经测算，若发债城投有息负债增量保持 2024 年的变动趋势，预计 2025 年发债城投有息负债增量或将为 2.93 万亿元，同比下降 5228 亿元。如果定义“一般公共预算支出

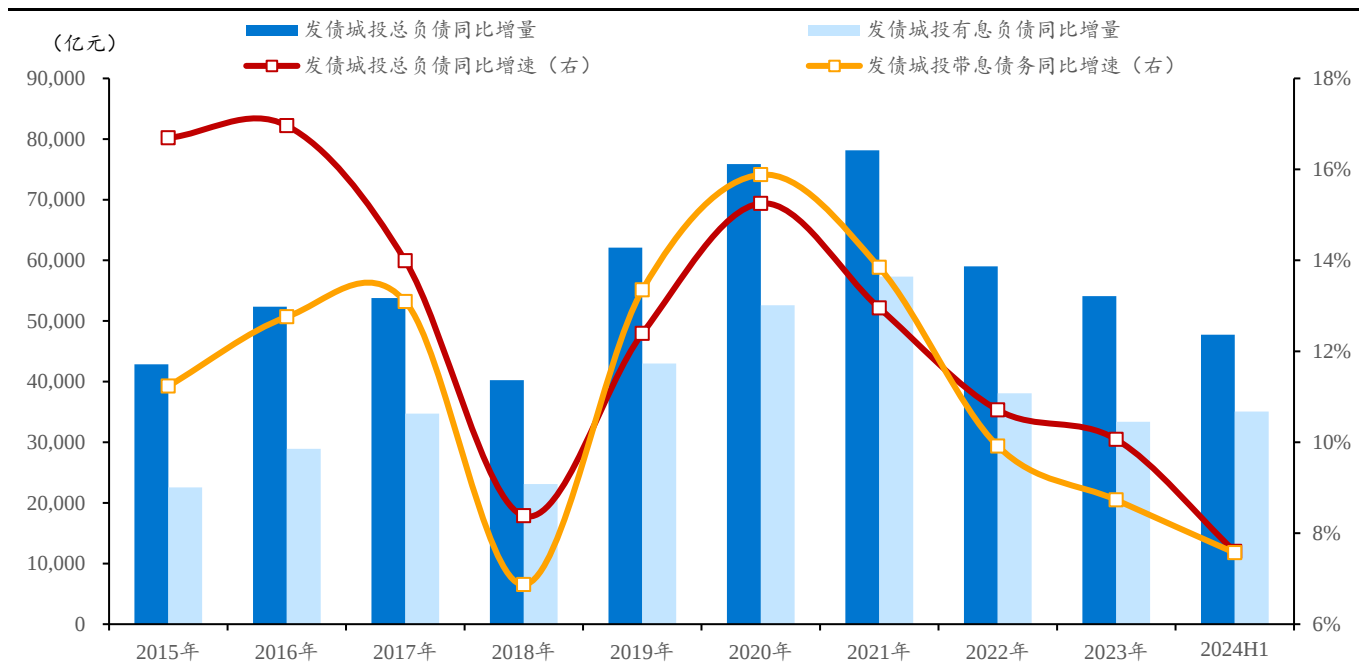
+政府性基金预算支出+发债城投有息负债增量”为财政城投支出，那么 2025 年预计财政城投支出同比增速约为 5.9%，虽然低于同期财政支出增速（9.5%），但同比已明显提高约 2.4 个百分点。

图2：政府性债务监管政策对国内城投融资规模具有显著影响



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：自 2021 年至今，受制于政策限制，国内发债城投的债务增速持续下降

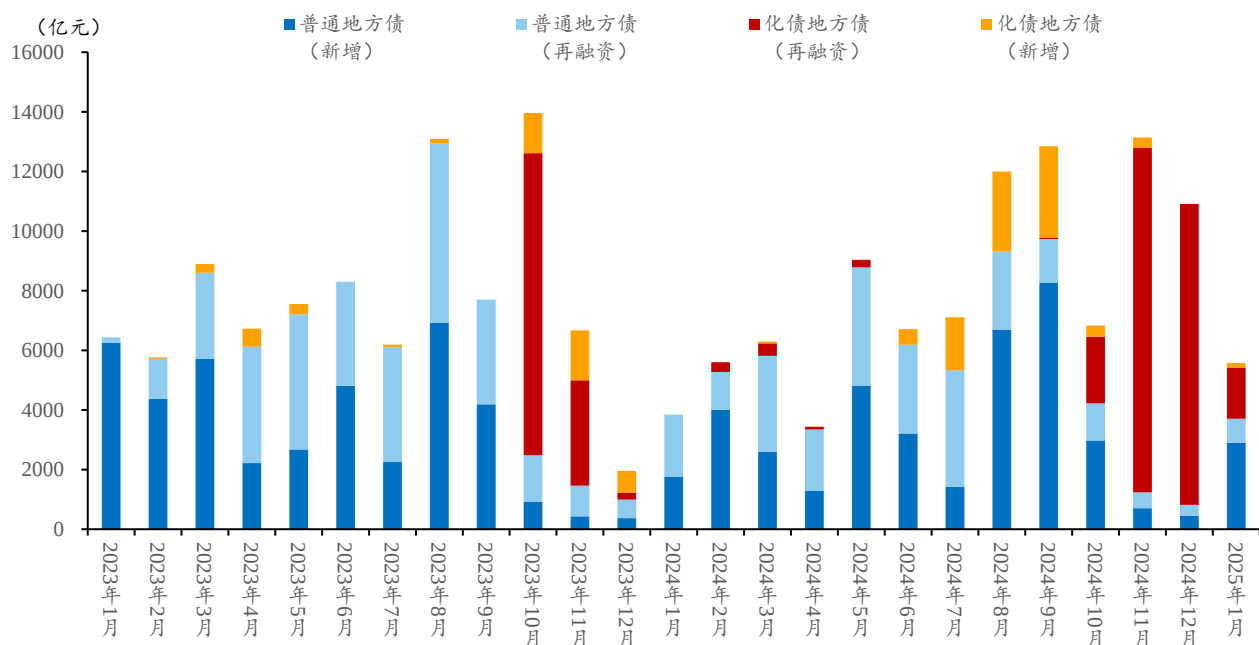


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 考虑防风险诉求后，实物财政城投支出预计将增长约 5.4%

受房地产行业下行等因素影响，部分财政资金需被用于满足隐债清零、银行资本补充、土地收储等防风险用途，如此或将削弱预期能够贡献实物工作量的财政城投支出增速。一方面，为支持融资平台债务化解、加快清零隐性债务，财政部 2024 年安排 8000 亿元新增专项债券用于补充地方政府性基金预算财力，支持各地用于符合条件的存量政府投资项目；安排 4000 亿元地方政府债券结存限额，用于支持地方化解存量政府投资项目债务和消化政府拖欠企业账款；安排 20000 亿元新增地方政府债务限额置换存量隐性债务。自 2025 年至 2026 年，财政部还将分别安排 20000 亿元新增地方政府债务限额置换存量隐性债务、8000 亿元新增地方政府专项债券用于补充政府性基金财力、协助化债。另一方面，2024 年 10 月，财政部公开提出“将发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本”。此外，2024 年 11 月，运用专项债券资金收回收购存量闲置土地的相关工作安排逐步公开，专项债券可被用于优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的住宅用地和商服用地。如果从财政城投支出中扣除上述用于置换隐债、补充银行资本、收回收购土地的财政资金，那么剩余部分即预期能够贡献实物工作量的财政资金可被称为“实物财政城投支出”。经测算，2025 年全国实物财政城投支出或将实现 43.41 万亿元，同比增长 5.4%，虽然增速水平并不及财政支出增速，但较上年对应值（-0.4%）已明显增长。

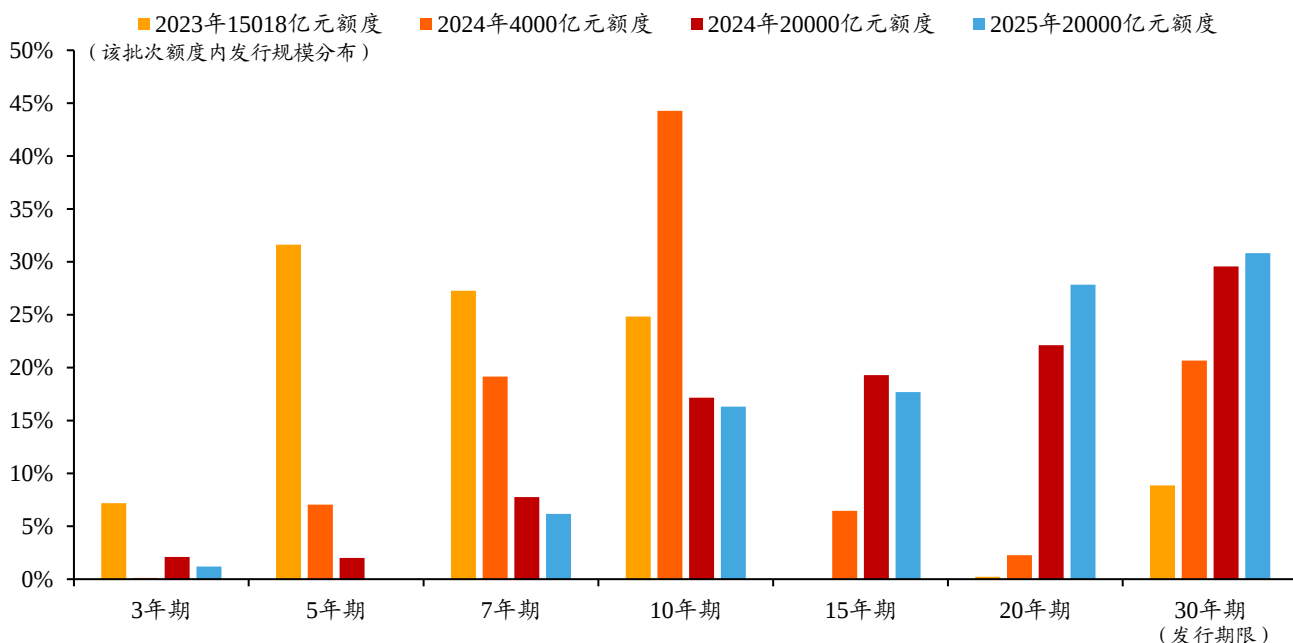
图4：2023 年、2024 年，国内分别发行 1.92 万亿元、3.39 万亿元地方债用于化债



数据来源：中国债券信息网，Wind，东吴证券研究所

注：本图统计的“化债地方债”不仅包括特殊再融资债，还包括未披露“一案两书”的新增专项债、支持中小银行发展专项债。

图5: 近年发行的化债地方债呈现出“长期化”特征



数据来源：中国债券信息网，Wind，东吴证券研究所

注：“2025年20000亿元额度期限分布”仅统计截至2025年2月22日已实际安排发行的部分。

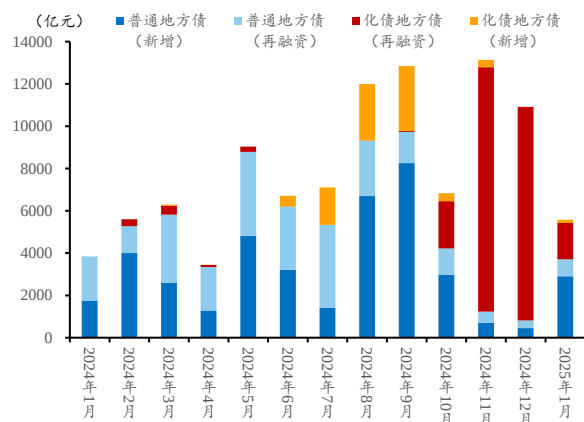
图6: 2025年1月政府债券净融资创历史同期最高纪录



数据来源：Wind，东吴证券研究所

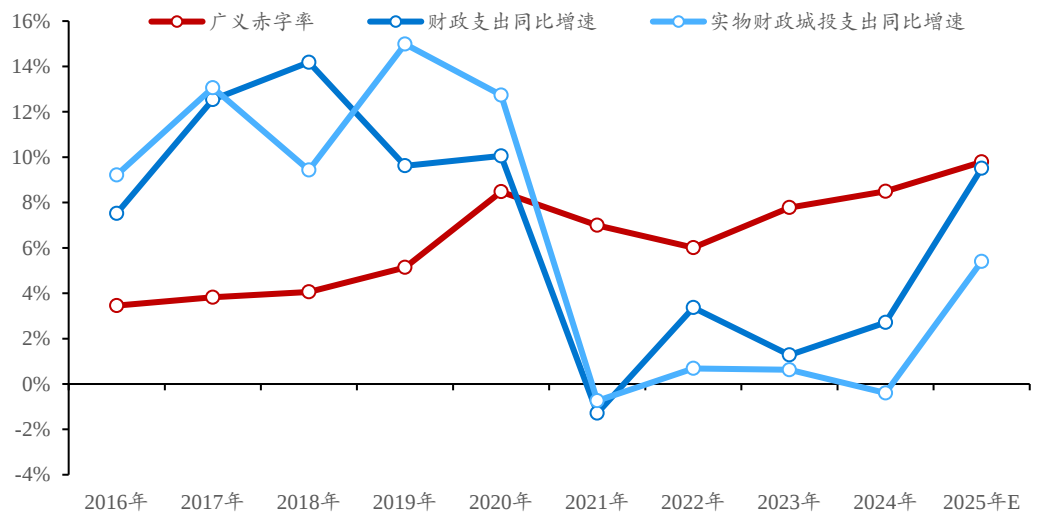
注：仅统计2025年新《预算法》实施以来的数据。

图7: 2025年1月发行的地方债约34%被用于化债



数据来源：中国债券信息网，Wind，东吴证券研究所

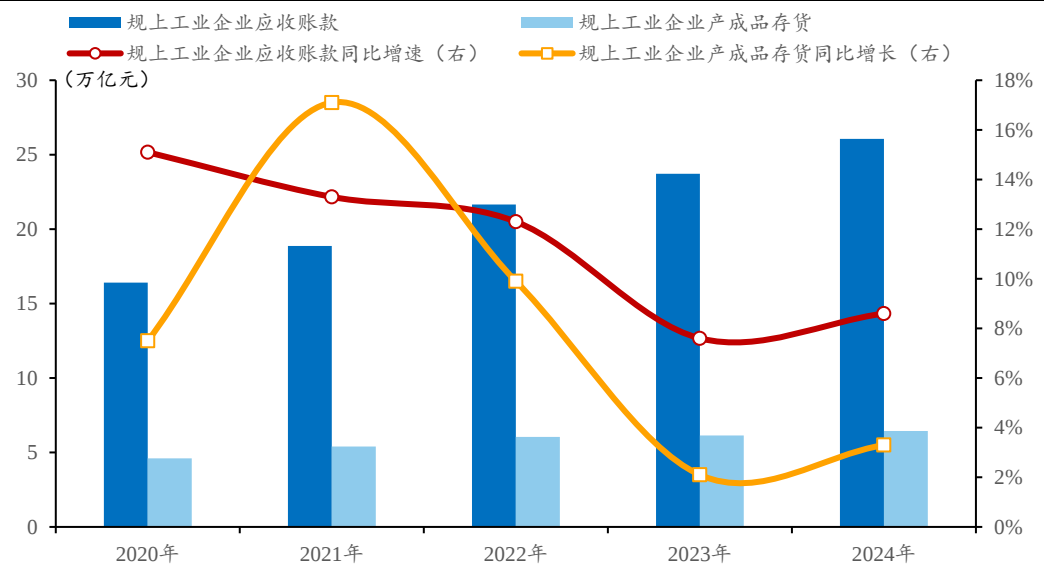
图8：2025 年，实物财政城投支出增速或将低于财政支出增速



数据来源：财政部，东吴证券研究所

但是，考虑到政府拖欠企业账款化解工作可能提速，若部分地方债被用于化解拖欠款，则实物财政城投支出仍有被进一步削弱的可能。2024 年末，全国规模以上工业企业应收账款达 26.06 万亿元，同比增长 8.6%，规上工业企业应收账款同比增速自 2021 年以来的下降趋势首次被打破。考虑到，规上工业企业的应收账款部分可能来自政府部门，按照总书记近期在民营企业座谈会上的指示，地方政府、央企国企加快清偿拖欠账款，帮助民营企业解决“回款难”“回款慢”，是助力民营企业更好生产经营的务实举措，也有助于畅通国民经济微循环。因此，继 2024 年 Q4《关于解决拖欠企业账款问题的意见》发布，政府拖欠企业账款的底数被进一步厘清后，今年政府拖欠企业账款化解工作可能提速，相关化解资金的潜在来源可能包括地方债资金、政策性贷款等。若部分地方债被用于化解拖欠款，则实物财政城投支出仍有进一步被削弱的可能。

图9：2024 年，国内规上工业企业应收账款同比增速的下降趋势被打破



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

4. 风险提示

- (1) 测算 2025 年实物财政城投支出时所采用的部分假设可能与真实情况不符;
- (2) 财政部披露的地方政府债务收支可能未包括特殊再融资债相关数据;
- (3) 对加快化解政府拖欠企业账款的预期可能有偏差。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>