

2025年01月25日

# 财政：2024 三大特征，2025 三大方向

## 事件点评

### 财政数据点评（2024.12）

#### 投资要点

- ◆ **非税收入大增助力财政收入全年增速转正，消费出口向好税收此消彼长。**12月一般公共预算收入2.07万亿，同比增速飙升13.3个百分点至24.3%，非税收入集中大增是主要驱动力，并带动2024年财政收入累计同比增速上行达1.9个百分点至1.3%，年内首次转正。具体来看：一、非税收入年底集中大增，当月达到7642亿，同比增长达93.8%，对当月财政收入同比增速的贡献达到22.2个百分点，较11月提升达15.6个百分点；二、税收收入对财政收入同比增速的贡献小幅回落2.4个百分点至2.0%，出口和消费向好令相关税收此消彼长——消费补贴带动的税收类别普遍改善，增值税、企业所得税、消费税对当月财政收入同比的贡献合计达到6.3个百分点，较11月贡献继续扩大3.4个百分点；而由于出口高增带来出口退税大幅增加，进出口环节税收合计拖累当月财政收入同比5.8个百分点，较11月贡献下滑达6.1个百分点。
- ◆ **财政支出增速反弹全年目标基本完成，经常性支出保持必要强度。**财政收入上冲对财政支出形成强力支持，12月一般公共预算支出同比大幅上行5.8个百分点至9.5%的年内次高，由此带动全年支出累计同比增速上行0.8个百分点至3.6%，接近2024年全年财政支出增长目标。12月以经常性支出和消费补贴为主的教科文、社保就业、卫生健康和其他支出合计贡献了当月总支出同比增速中6.7个百分点，较11月贡献提升5.4个百分点，而与投资相关度较高的农林水、城乡社区、节能环保和交通运输大类支出峰值已过，与11月贡献基本持平。
- ◆ **土地成交有所回暖，全年土地出让金收入-16%收官于4.87万亿；专项债支出年末有所加速，力保政府性基金支出全年同比微增。**12月政府性基金收入同比大幅反弹19.8个百分点至4.9%，扭转了此前9个月的连续深度下跌，累计同比-12.2%。主要的推动力量来自土地出让金收入，12月同比大幅反弹20.3个百分点至0.7%，既显示9月底以来地产政策新一轮放松带动土地成交活跃度有所提升，也与近年来土地出让金向年底集中的趋势有关。2024年国有土地出让金收入4.87万亿，累计同比-16%，连续第三年下滑，为2021年峰值水平的55.9%。受专项债相关支出年底有所加速的带动，政府性基金预算支出12月和2024年累计同比增速分别为12.9%和0.2%，分别较11月改善6.6、2.8个百分点。考虑到2024年政府性基金债务融资扩张幅度显著（新增1万亿超长期特别国债），支出全年几乎没有增长的情况，既显示政府性基金对一般公共预算调入支持力度较大，也显示新一轮置换化债计划实施以来并未放松基建投资盈亏平衡、提升投资效率的硬性要求。
- ◆ **回顾2024年，财政三大结构性特征浮出水面，支出勉力接近目标，债务结构得到优化：**一、内需主动力相对不足拖累名义经济增速和税收，非税收入尽力高增填补缺口。二、房地产市场深度调整持续，土地出让金连续三年大幅收缩，调入一般公共预算规模仍需保障，增量基建投资盈亏平衡要求被动硬化。三、化债置换执行果决，减轻企业债务负担，但财政和经济循环改善趋势夯实仍需时间。
- ◆ **展望2025年，财政政策将进一步走向前台，预计将成为我国最主要的主动增量政策来源，三大方向较为明确：**一、出口不确定性提升，为大力提振消费夯实内需，预计自特别国债中全年安排5000亿资金用于高强度消费补贴，预计2025年超长期特别国债新增1.5-2万亿；二、名义GDP增速预计提升幅度有限，土地出让金或仍有进一步下滑趋势，财政收支缺口仍大，非税收入高增难以延续，为保障一般公共预算支出强度，预计赤字率大幅提升至3.6%-4.0%；三、化债置换不等于扩张，基建投资盈亏平衡或仍将坚持高要求，新型城建或成为结构性增长点并有望撬动增量债务融资，专项债预计扩容至4.2万亿，其中预计留出8000亿左右用于保障房收储和回收闲置土地等，有望加快推动保交付，助力房地产尽快止跌回稳。
- ◆ **风险提示：**一般公共预算支出力度小于预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002  
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

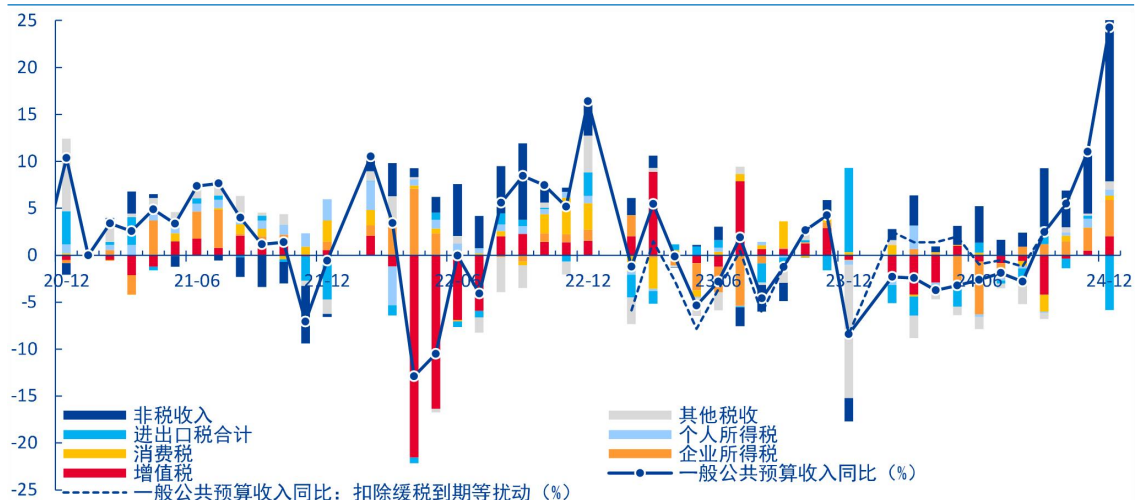
周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

#### 相关报告

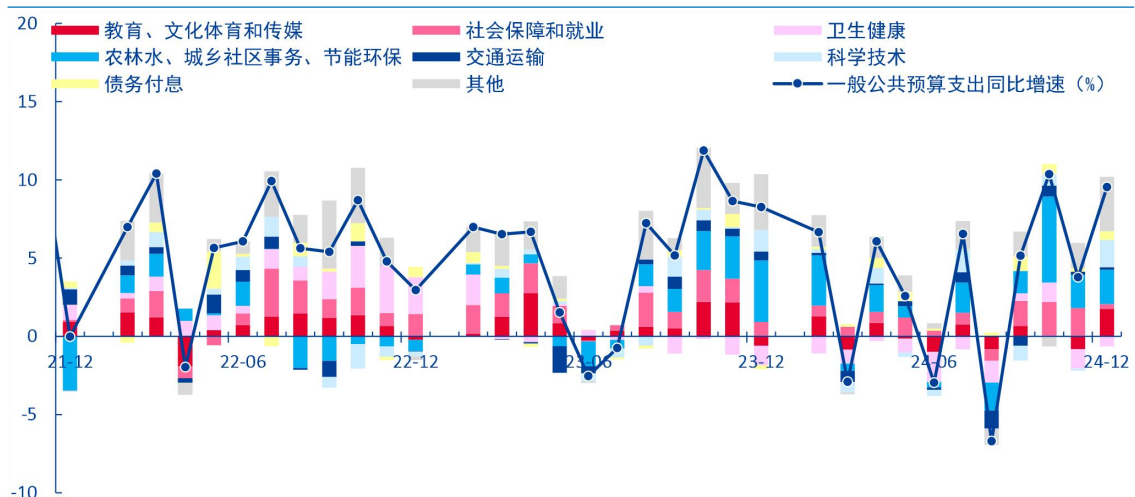
关税疑云之下，人民币升值会否持续？——  
 华金宏观·双循环周报（第92期）2025.1.24  
 24Q4 经济增长回升，净出口和补贴刺激消费或为两大动能——经济数据点评  
 （24Q4/12月）暨双循环周报（第91期）  
 2025.1.17  
 美核心CPI：回落原因是暂时的，薪资推升是强化的——美国CPI点评（2024.12）  
 2025.1.16  
 置换坚决压制长贷，利率走低短融提前——  
 金融数据速评（2024.12）2025.1.14  
 欧盟关税趋缓与“抢跑效应”共同推升出口——国际贸易数据点评（2024.12）  
 2025.1.13

图 1：一般公共预算收入同比增速及贡献结构（%）



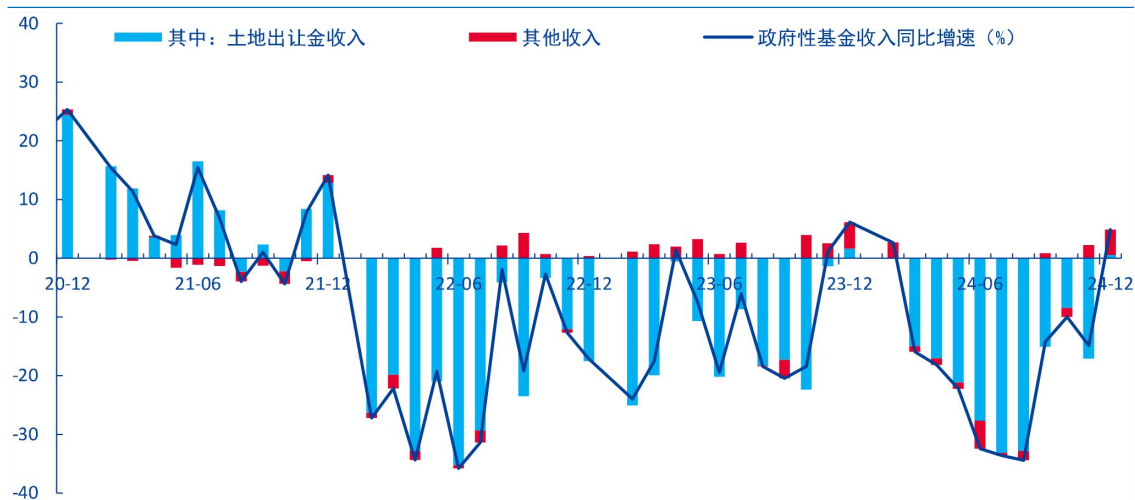
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年、2022 年 4-6 月、10-12 月，2023 年 4-6 月为两年平均增速

图 2：一般公共预算支出同比增速及贡献结构（%）



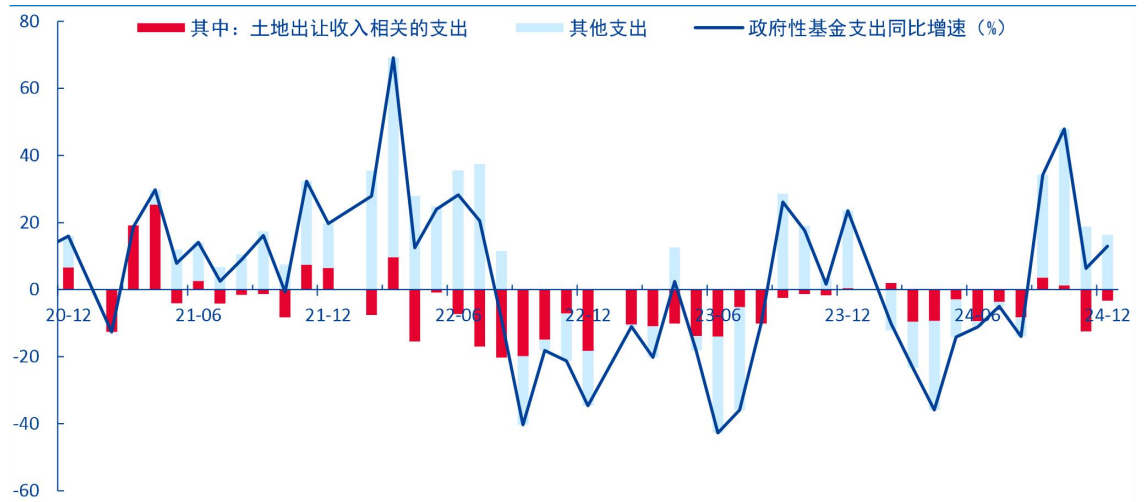
资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年、2022 年 4-6 月、10-12 月，2023 年 4-6 月为两年平均增速

图 3：政府性基金收入同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 4：政府性基金支出同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)