

证券研究报告
2025年2月6日
行业：宏观



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

如何理解积极财政？

——财政专题

分析师：张河生 SAC编号：S0870523100004

◆2020-2024年公共财政支出持续未达到预算目标

- ◆ 支出规模=赤字规模+收入规模+调入资金与使用结余；
- ◆ 赤字率仅2020年（3.6%）较高外，其他均在3.2及以下；赤字规模在2020年大幅上移至3.7万亿以上，2021-2022年试图回归，但是2023-2024年再次大幅上台阶；
- ◆ 2020、2021年收入还能分别超预算2500亿、5000亿左右；2022、2023、2024年则分别低于预算6000亿、500亿与4000亿左右；
- ◆ 调入资金及使用结余2020年大幅增加后有所回落，但均在1.5万亿以上，远高于2018年以前的数千亿水平。

◆2019年后全国政府性基金支出持续低于预算支出

- ◆ 政府性基金预算收入+调入与结余资金+特别国债+专项债+特定国有金融机构与专营机构上缴利润=政府性基金预算总收入；总收入并不是全部用于支出；
- ◆ 2019-2021年，实际收入大于预算收入，但实际总收入更少比例用于支出；
- ◆ 2022-2024年，收入不及预算，且用于支出比例下滑。

◆社保基金账户收入常年超预算目标，滚存结余持续增加

◆2025年更加积极如何体现

- ◆ 2024年新发政府债券8.95万亿，按上述假设，我们认为2025年新发政府债券在13.64-15.34万亿之间，确实较2024年大幅度增加；
- ◆ 2025年财政公共预算科目、政府性基金科目与社保基金科目三个账本总支出由2024年的不到50万亿提升到54万亿以上。

◆风险提示：特朗普上台后，中美关系或迎来较大变化；中国经济复苏不及预期；居民消费意愿提升不及预期；民营企业投资积极性有待提高。



目录

Content

- 一、公共预算支出连续5年低于预算目标
- 二、政府性基金支出连续6年低于预算目标
- 三、社保基金收入常年超预期，余额持续增加
- 四、“更加积极”如何体现？
- 五、政策效果与风险提示



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

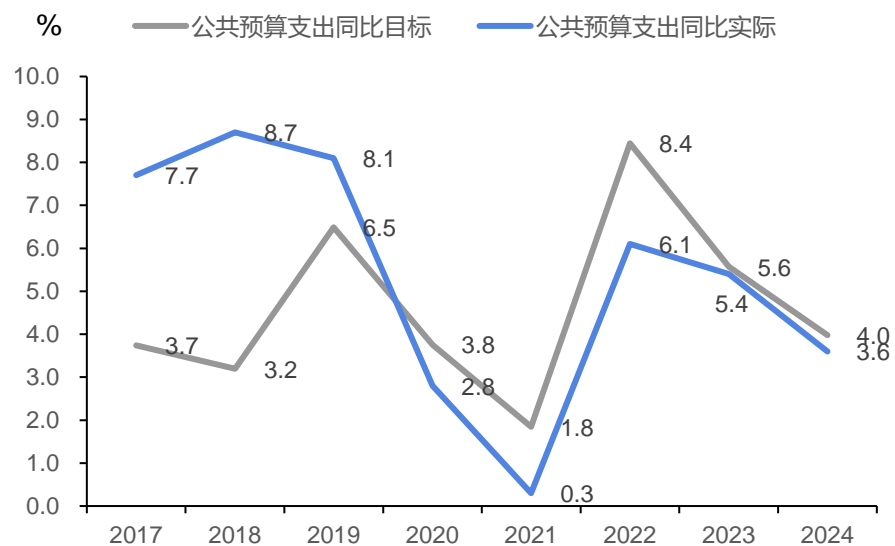
一、公共预算支出连续5年低于预算目标

1 2020-2024年公共财政支出持续未达到预算目标

◆ 2020-2024年公共财政支出均未达到预算目标

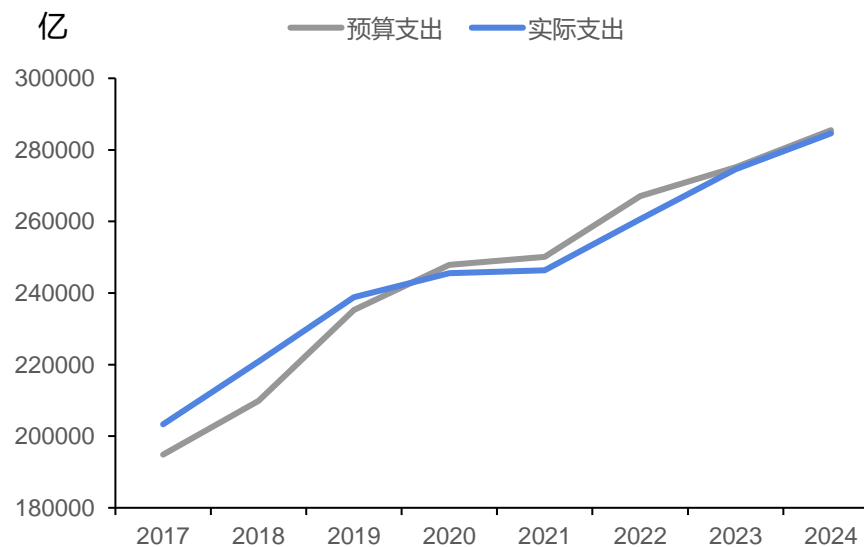
- ◆ 2020年以来，实际支出规模与增速均低于预算目标；
- ◆ 2023-2024年实际支出规模与预算支出规模差距很小；
- ◆ 支出规模=赤字规模+收入规模+调入资金与使用结余。

图 中国公共财政支出预算增速目标与实际增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 公共财政支出预算规模目标与实际规模



资料来源: Wind, 上海证券研究所



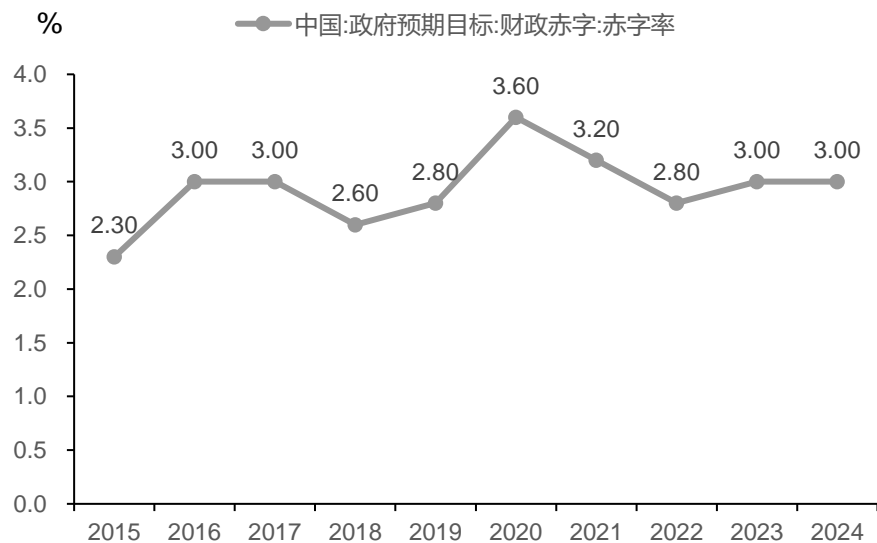
1 2020-2024年公共财政支出持续未达到预算目标

◆ 赤字规模2020年大幅增加，2021-2022年下降，2023-2024又提升

◆ 赤字率仅2020年（3.6%）较高外，其他均在3.2及以下；

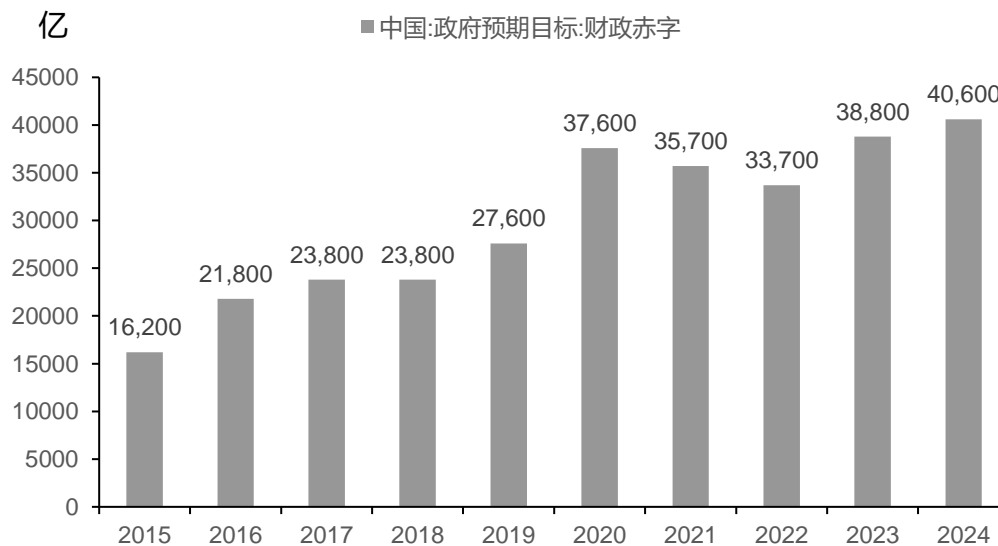
◆ 赤字规模在2020年大幅上移至3.7万亿以上，2021-2022年试图回归，但是2023-2024年再次大幅上台阶。

图 中国财政赤字率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 中国财政赤字规模



资料来源: Wind, 上海证券研究所

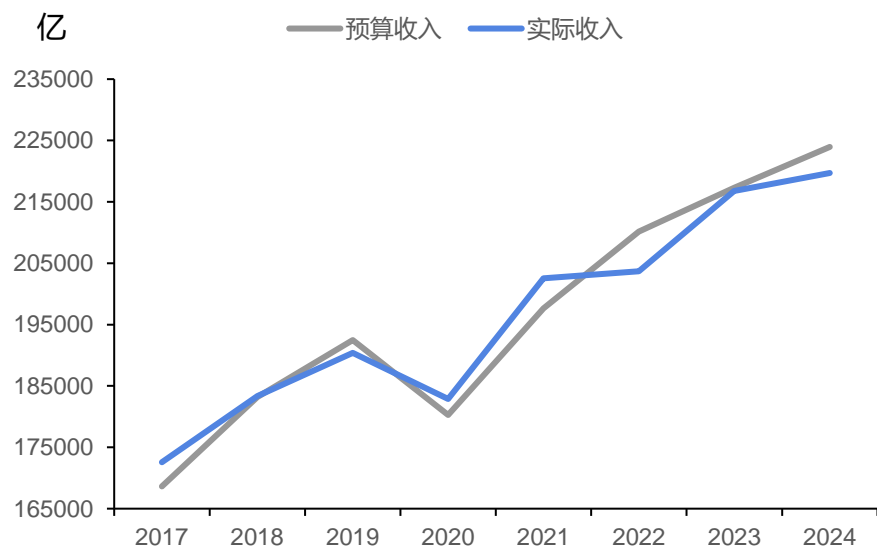


1 2020-2024年公共财政支出持续未达到预算目标

◆ 收入端2022年后持续低于预算

- ◆ 2020、2021年收入还能分别超预算2500亿、5000亿左右； 2022、2023、2024年则分别低于预算6000亿、500亿与4000亿左右；
- ◆ 调入资金及使用结余2020年大幅增加后有所回落，但均在1.5万亿以上，远高于2018年以前的数千亿水平。

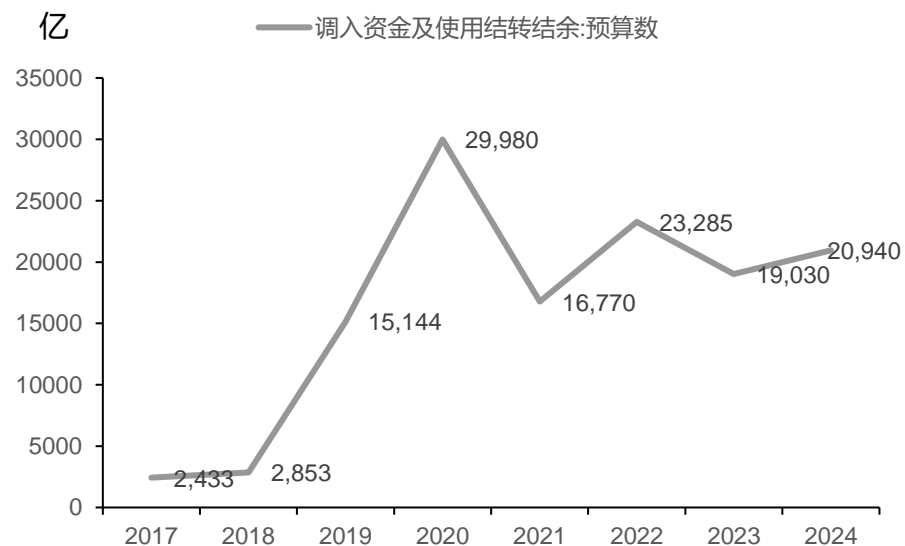
图 预算收入与实际收入



资料来源: Wind, 上海证券研究所



图 调入资金及使用结转结余:预算数

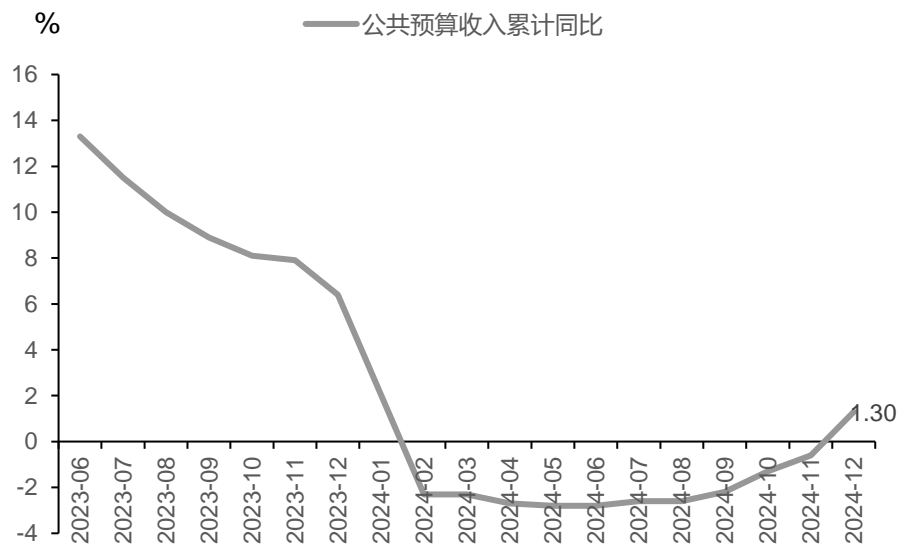


资料来源: Wind, 上海证券研究所

◆ 2024年1-12月实际情况

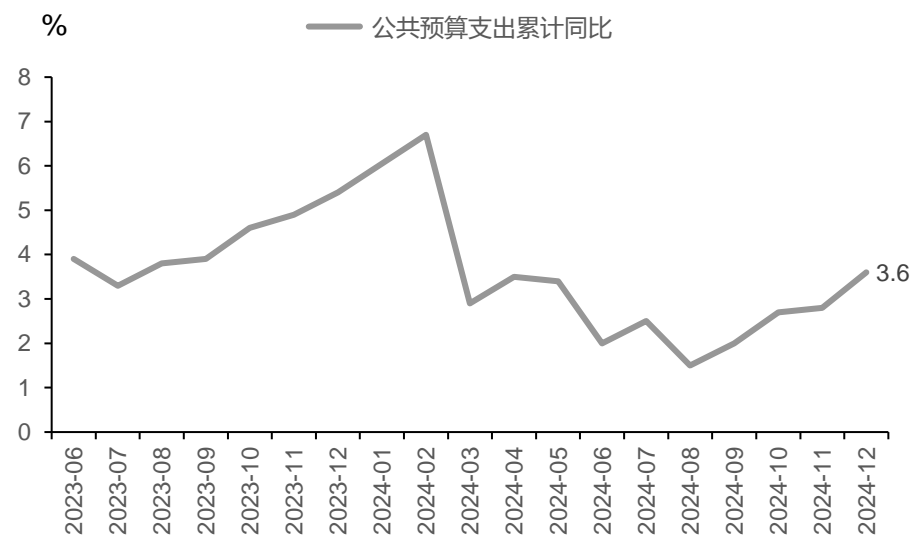
- ◆ 2024年1-12月，公共财政收入为21.97万亿，累计同比增长1.3%，低于预算的增长3.3%（22.40万亿）；
- ◆ 2024年1-12月，公共财政支出为28.46万亿，同比增长3.6%，低于预算的4.0%（28.55万亿）；
- ◆ 虽然2024年收入不及预算目标4000亿左右，但是赤字规模增加，调入资金及使用结余保持较大规模，实际支出规模得以接近预算支出规模。

图 中国公共财政收入累计同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 中国公共财政支出累计同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

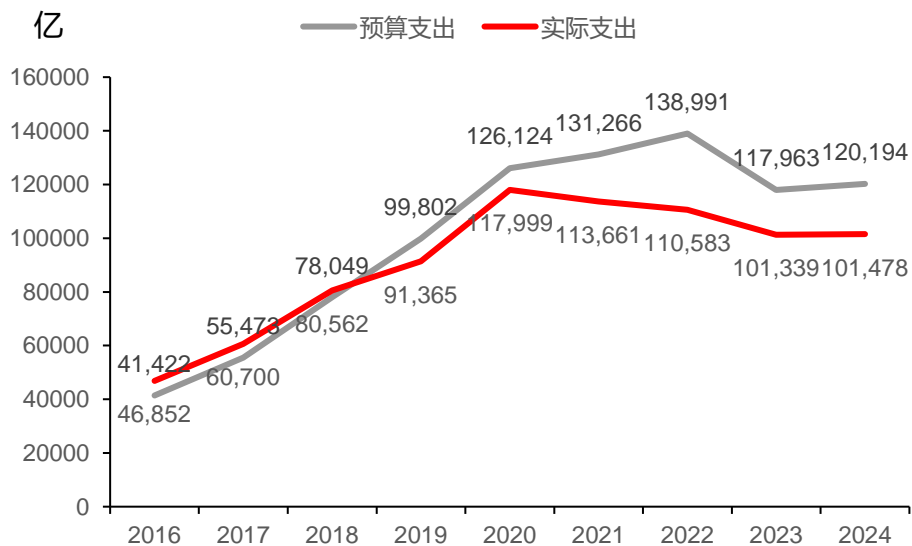
二、政府性基金支出连续6年低于预算目标

1 2019年后全国政府性基金支出持续低于预算支出

◆ 2019年后全国政府性基金支出持续低于预算支出

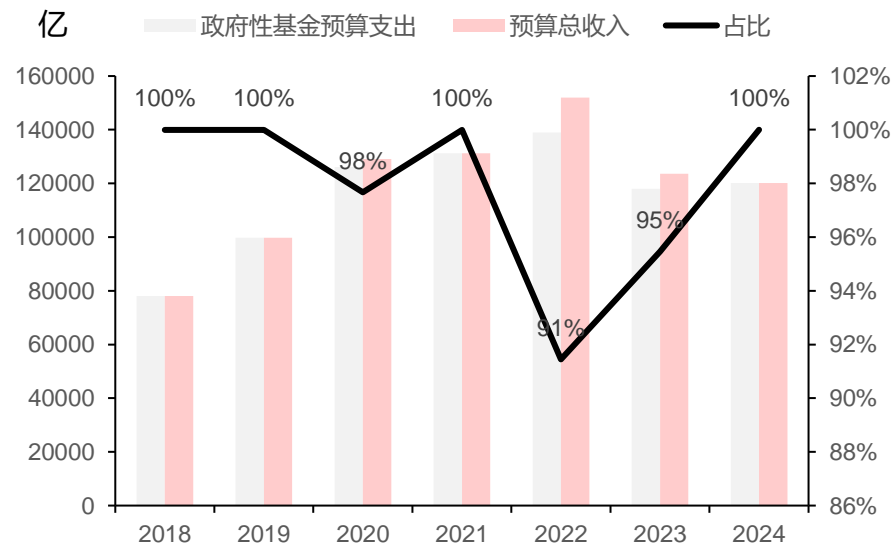
- ◆ 政府性基金预算收入+调入与结余资金+特别国债+专项债+特定国有金融机构与专营机构上缴利润=政府性基金预算总收入；
- ◆ 总收入并不是全部用于支出。

图 中国政府性基金预算支出与实际支出



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 中国政府性基金预算支出占预算总收入比重



资料来源: Wind, 上海证券研究所

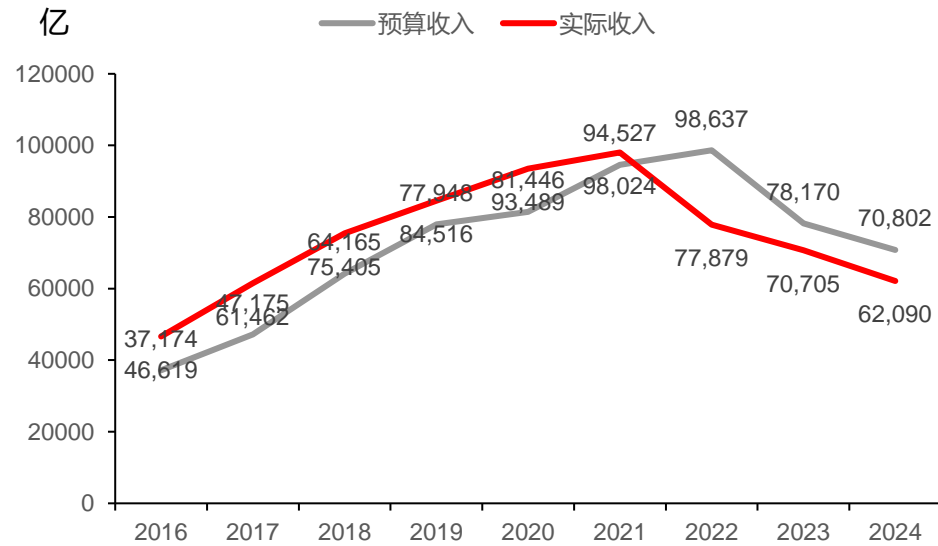


1 2019年后全国政府性基金支出持续低于预算支出

◆ 原因

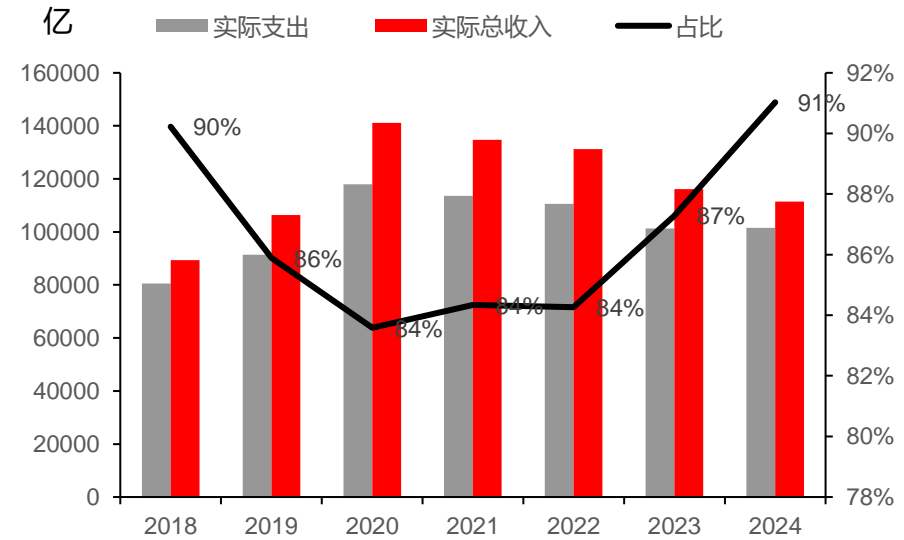
- ◆ 2019-2021年，实际收入大于预算收入，但实际总收入更少比例用于支出；
- ◆ 2022-2024年，实际收入不及预算，且占实际支出的比例下滑。

图 中国政府性基金预算收入及其实际收入



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 中国政府性基金实际总收入及其用于支出部分



资料来源: Wind, 上海证券研究所

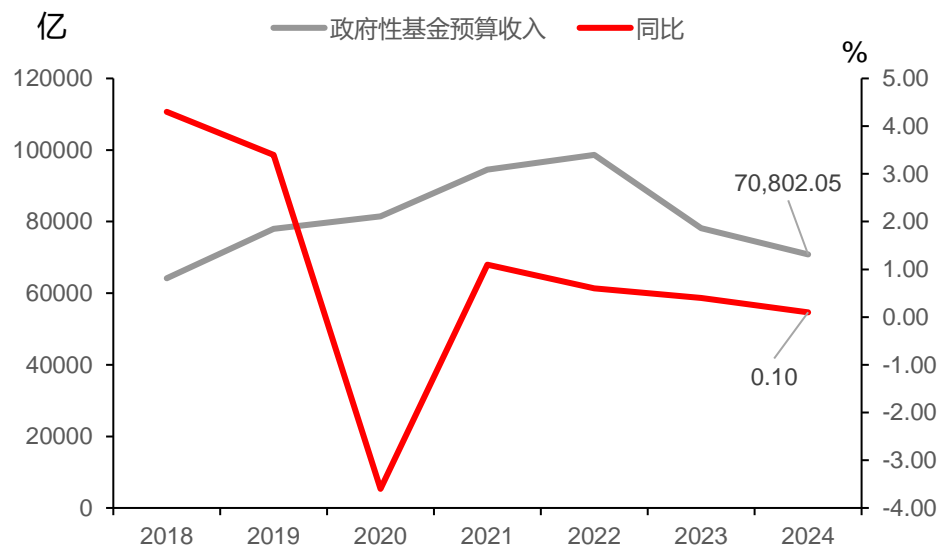


2 2024年政府性基金支出距离预算目标有差距

◆ 政府性基金预算支出2024年同比增速大幅提升

- ◆ 2024年全国政府性基金预算收入70802.05亿元，增长0.1%；
- ◆ 加上上年结转收入391.87亿元、超长期特别国债收入10000亿元、地方政府专项债务收入39000亿元，收入总量为120193.92亿元；2024年全国政府性基金预算支出120193.92亿元，增长18.6%。

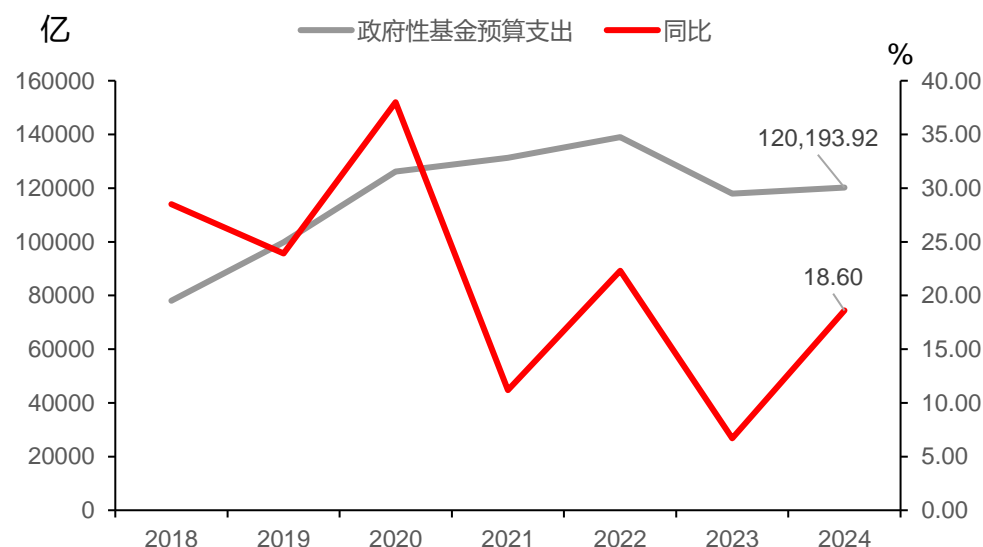
图 中国政府性基金预算收入及其同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所



图 中国政府性基金支出预算

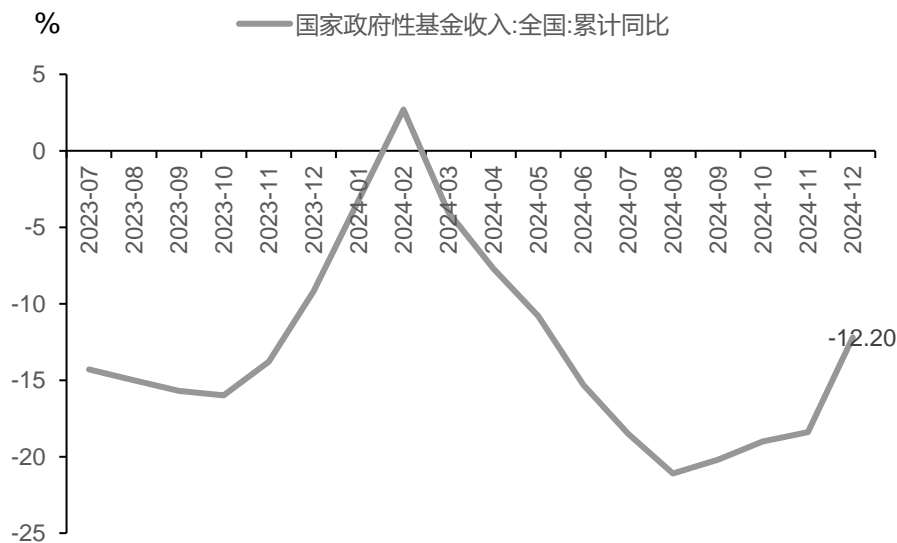


资料来源: Wind, 上海证券研究所

◆1-12月实际情况

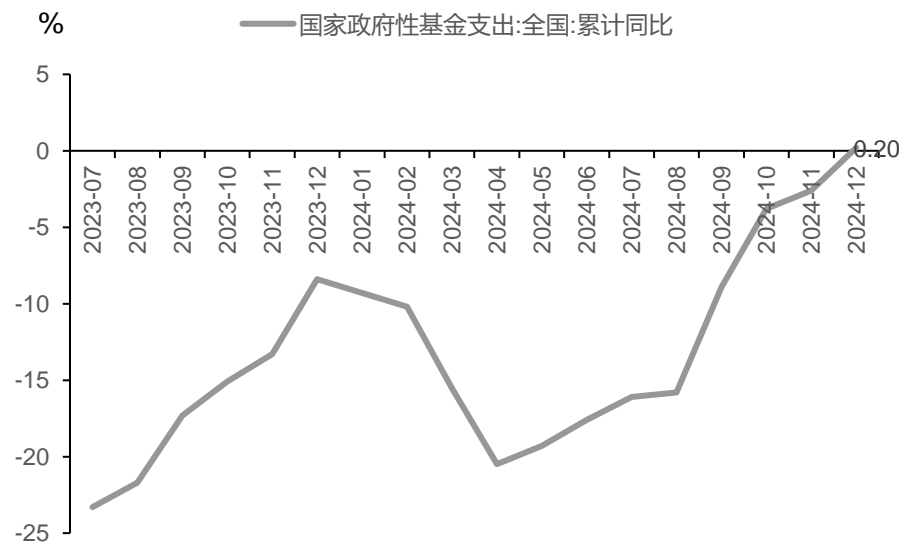
- ◆ 2024年1-12月，政府性基金收入为6.21万亿，累计同比下降12.2%，低于全年预算的增长0.1%（7.08万亿）；
- ◆ 2024年1-12月，政府性基金支出为10.15万亿，累计同比增长0.2%，低于全年预算的增长18.6%（12.02万亿）；
- ◆ 政府性基金支出增速提升明显可能是专项债与特别国债加速发行与使用导致。

图 全国政府性基金收入累计同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 全国政府性基金支出累计同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

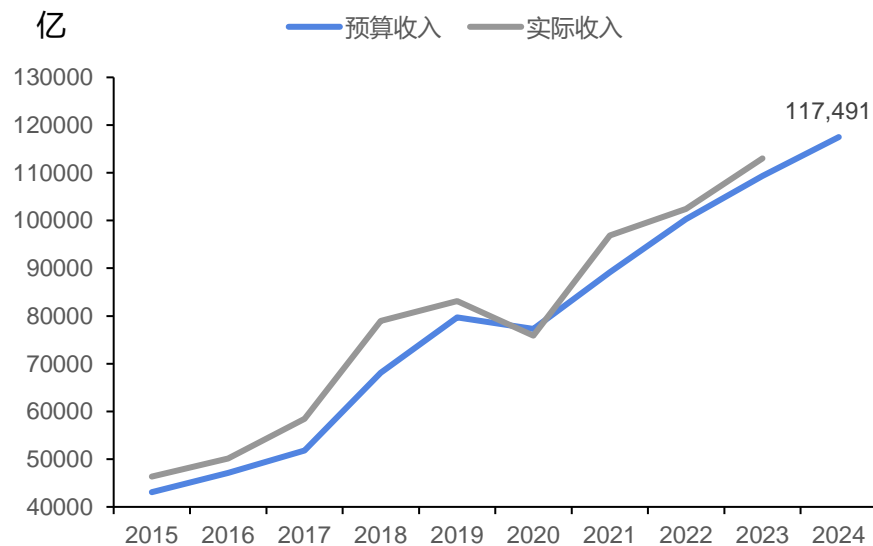
三、社保基金收入常年超预算目标，余额持续增加

1 社保基金账户收入常年超预算目标，滚存结余持续增加

◆ 社保基金实际收入常年超预算目标，支出与预算互有胜负

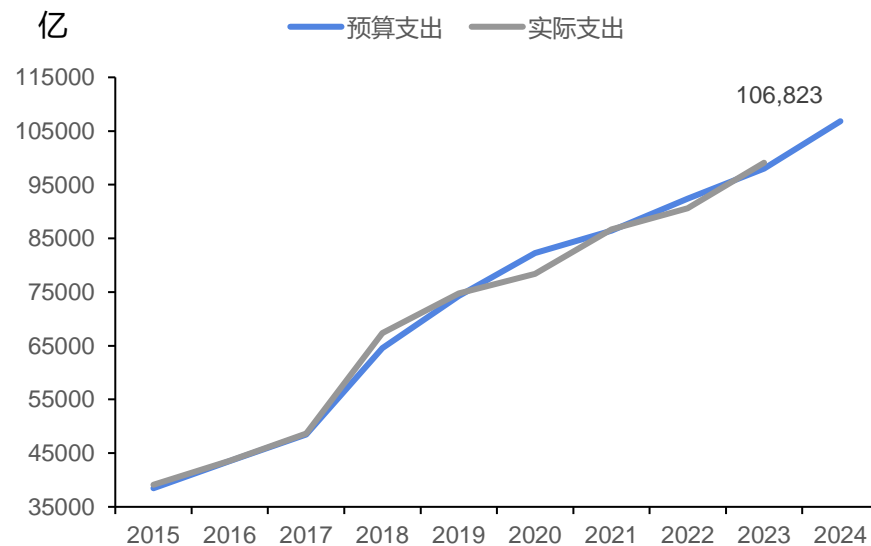
- ◆ 除2020年疫情外，其余年份实际收入大于预算收入；
- ◆ 实际支出与预算支出互有胜负。

图 社保基金预算收入与实际收入



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 社保基金预算支出与实际支出



资料来源: Wind, 上海证券研究所

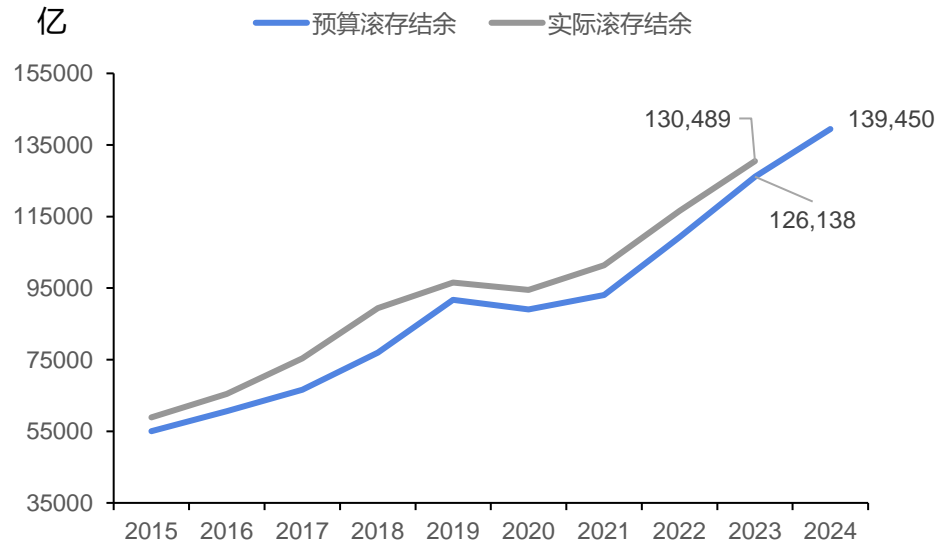


1 社保基金账户收入常年超预算目标，滚存结余持续增加

◆ 社保基金滚存结余超预算目标，持续增加

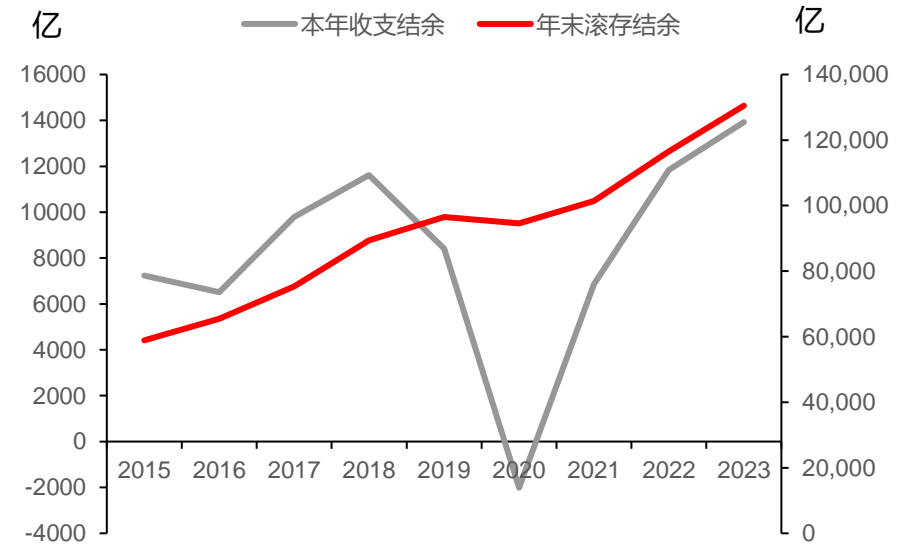
◆ 除2020年外，社保基金账户滚存结余逐年增加，且大于预算目标。

图 社保基金预算收入与实际收入



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 社保基金当年收支以及滚存结余



资料来源: Wind, 上海证券研究所





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

四、“更加积极”如何体现？

1 历年都是积极财政政策

◆ 历年都是积极财政政策

- ◆ 2025，要实施更加积极的财政政策，持续用力、更加给力，打好政策“组合拳”；
- ◆ 2024，积极的财政政策要适度加力、提质增效；
- ◆ 2023，积极的财政政策要加力提效，年初财政赤字率按 3% 安排，年中因灾害等情况，四季度经批准提高到 3.8% 左右；
- ◆ 2021-2022，积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续等；
- ◆ 2020，积极的财政政策要更加积极有为，大力提质增效，加大逆周期调节力度，增加政府投资，发行抗疫特别国债，减税降费等。



◆2025年要实施更加积极的财政政策，持续用力、更加给力，打好政策“组合拳”

- ◆ 一是提高财政赤字率，加大支出强度、加快支出进度；
- ◆ 二是安排更大规模政府债券，为稳增长、调结构提供更多支撑；
- ◆ 三是大力优化支出结构、强化精准投放，更加注重惠民生、促消费、增后劲；
- ◆ 四是持续用力防范化解重点领域风险，促进财政平稳运行、可持续发展；
- ◆ 五是进一步增加对地方转移支付，增强地方财力，兜牢基层“三保”底线。



◆ 安排更大规模政府债券

- ◆ 假设2025年名义GDP同比增速为4.6%；
- ◆ 2025年赤字率若提升至3.5%，赤字规模4.94万亿；若提升至4.0%，赤字规模5.64万亿；
- ◆ 我们认为2025年新发专项债规模大概率提高至6.7万亿以上，扩大使用用途，提高专项债用作资本金的比例；
- ◆ 我们认为2025年继续新发行特别国债，且规模有可能提升至2-3万亿，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设；
- ◆ 2024年新发政府债券8.95万亿，按上述假设，我们认为2025年新发政府债券在13.64-15.34万亿之间，确实较2024年大幅度增加。



◆ 2025年财政总支出由2024年的不到50万亿提升到54万亿以上

- ◆ 2024年公共预算科目、政府性基金科目与社保基金科目三个账本预算支出51.25万亿，实际支出49.29万亿；
- ◆ 由于赤字规模可能大幅提升，假设公共财政收入预算同比增长2%，2025年公共财政支出达到 $22.41+4.94$ （5.64）+2.00（2万亿调入与结余）= 29.35 （30.05）万亿；
- ◆ 我们认为2025年政府性基金收入预算与2024年实际政府性实际基金收入相当，我们假设为5.7万亿，考虑特别国债与专项债金额，2025年政府性基金支出将达到 $5.7+2.0$ （3.0）+6.7= 14.40 （15.40）万亿；
- ◆ 假设2024年社保基金实际收入等于预算收入，2025年社保基金预算收入同比增长4%，且收入中只有90%支出，2025年社保基金支出将达到11.00万亿；
- ◆ 三者合计54.75-56.45万亿。



◆ 特别国债构成

◆ 两重金额扩大，两新范围扩大；

◆ 专项债构成

◆ 使用用途扩围，用作资本金比例提升；

◆ 使用用途分类中其他类大多数是在8-10月份发行，我们认为主要用于收购存量商品房以及收储土地。

图 特别国债2025年发行结构预估（亿）

	2025	2024	
两重	8000	7000	持续支持
两新	5000	3000	加大范围、大幅增加
生育补贴	2000	0	特定人群补贴落地
大行注资	10000	0	
总计	25000	10000	

图 2024年专项债使用用途分类

分类	发行额(亿)
其他	18,786.89
交通基础设施	8,036.47
市政和产业园区基础设施	6,768.20
棚户区改造	2,210.57
民生服务	2,209.46
生态保护	806.42
农林水利	488.32
乡村振兴	239.70
冷链物流设施	173.72
城镇老旧小区改造	121.74
中小银行发展	60.20
文化旅游	56.62
能源	51.28
新型基础设施	22.73

资料来源：Wind，上海证券研究所

资料来源：Wind，上海证券研究所



◆ 设备更新扩围电子信息、安全生产、设施农业等

- ◆ 增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模；
- ◆ 继续支持工业、用能设备、能源电力、交通运输、物流、环境基础设施、教育、文旅、医疗、老旧电梯等，扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域；
- ◆ 加力实施设备更新贷款贴息，在中央财政贴息1.5个百分点基础上，国家发展改革委安排超长期特别国债资金进行额外贴息；
- ◆ 扩围支持老旧营运货车和农业机械报废更新
 - ◆ 将老旧营运货车报废更新补贴范围扩大至国四及以下排放标准营运货车；
 - ◆ 将水稻抛秧机、采棉机、田间作业检测终端、植保无人机、粮食干燥机（烘干机）、色选机、磨粉机纳入报废更新补贴范围；
- ◆ 提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准，更新车龄8年及以上的城市公交车和超出质保期的动力电池，平均每辆车补贴额由6万元提高至8万元。



◆ 消费品以旧换新扩围小家电以及消费电子

- ◆ 继续向地方直接安排超长期特别国债资金，用于支持消费品以旧换新；
- ◆ 扩大汽车报废更新支持范围；将符合条件的国四排放标准燃油乘用车纳入可申请报废更新补贴的旧车范围
- ◆ 加力支持家电产品以旧换新，继续支持冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机**等8类**家电产品以旧换新，将微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲**等4类**家电产品纳入补贴范围；
- ◆ 实施手机等数码产品购新补贴，对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环**等3类**数码产品（单件销售价格不超过**6000元**），按产品销售价格的**15%**给予补贴；
- ◆ 积极支持家装消费品换新，加大对个人消费者在开展旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造过程中购置所用物品和材料的补贴力度；
- ◆ 加快推进电动自行车以旧换新。



◆ 加力支持“两重”建设

- ◆ 2024年提前下达今年约1000亿元项目清单；据发改委，近期将再下达一批项目清单，推动尽快形成实物工作量；
- ◆ 一是政策支持力度更大，不仅在资金上通过超长期特别国债等方式提供保障，还将加强财政和货币金融工具的协同配合；
- ◆ 二是政策支持范围更大，支持更多跨区域、跨流域的重大标志性工程、区域间交通基础设施互通建设，如全国大中型灌区、大中型引调水工程、重点都市圈城际铁路建设等项目；
- ◆ 三是注重资金的使用效益，投放更加精准，确保“两重”项目建设能够真正发挥其拉动社会投资的作用；
- ◆ 四是注重“硬投资”与“软建设”相结合，此举将更加有助于实现经济社会的全面协调发展，更好满足人民群众对美好生活的向往。



◆ 扩大专项债券投向领域和用作项目资本金范围

◆ 实行专项债券投向领域“负面清单”管理；

- ◆ 鼓励安排专项债券支持前瞻性、战略性新兴产业，但仅限用于基础设施建设；专项债券不得投向一般竞争性产业领域；
- ◆ 允许专项债券用于土地储备，支持城市政府回收符合条件的闲置存量土地，有需求的地区也可用于新增土地储备；允许专项债券支持城市政府收购存量商品房用作保障性住房；
- ◆ 专项债券依法不得用于经常性支出，严禁用于发放工资、养老金及支付单位运行经费、债务利息等；

◆ 扩大专项债券用作项目资本金范围；

- ◆ 在专项债券用作项目资本金范围方面实行“正面清单”管理；新兴产业基础设施，算力设备及辅助设备基础设施，传统基础设施安全性、智能化改造，以及卫生健康、养老托育、省级产业园区基础设施等；
- ◆ 提高专项债券用作项目资本金的比例，以省份为单位，可用作项目资本金的专项债券规模上限由该省份用于项目建设专项债券规模的25%提高至30%。





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

五、政策效果与风险提示

◆ 对经济作用

- ◆ 我们认为财政政策对制造业投资、基建投资、部分消费行业有促进作用，但是整体消费仍取决于居民收入与就业预期的改善，能否大幅提升有待观察；
- ◆ 我们认为出口链受美国加征关税的实际落地情况有待观察，我们相对乐观；
- ◆ 我们认为专项债资金收购存量商品房的政策具有一定作用，但是收入、就业预期以及房价不涨预期下，居民企业部门可能不会大幅跟随。



- ◆ 特朗普上台后，中美关系或迎来较大变化；
- ◆ 中国经济复苏不及预期；
- ◆ 居民消费意愿提升不及预期；
- ◆ 民营企业投资积极性有待提高。



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

