



收入总体平稳，支出保障有力

—— 2025 年度财政数据解读

2026 年 1 月 30 日

一、2025 年财政的四条线索

一是财政逆周期调节力度显著加大。2025 年狭义赤字率为 4%，比上年提高 1 个百分点；新增政府债务规模 11.86 万亿元，比上年增加 2.9 万亿元，这两项指标均远超过去十年的均值水平（分别为 2.9% 和 5.64 万亿元）。此外，发行特别国债 5000 亿元，用于补充国有大型商业银行核心一级资本；安排 5000 亿元地方政府债务结存限额，用于补充地方政府综合财力和扩大投资。

二是以“两重、两新”为抓手着力提振内需。2025 年安排发行超长期特别国债 1.3 万亿元，持续支持“两重”“两新”，其中超过 3.6 亿人次申领消费品以旧换新补贴，带动相关商品销售额超过 2.6 万亿元，直接拉动社会消费品零售总额增长 0.6 个百分点。此外，强化政策协同促内需，首次在中央层面实施个人消费贷和服务业经营贷财政贴息政策，支持开展消费新业态、新模式和新场景试点。

三是持续加大对“投资于人”等重点领域投入。2025 年国家安排财政资金 1000 亿元用于育儿补贴，并对补贴免征个人所得税；200 亿元用于推行免费学前教育；下达基本养老保险补助资金约 1.2 万亿元，按总体 2% 涨幅提高退休人员基本养老金水平；4900 亿元用于提高居民医保和基本公共卫生服务经费；下达就业补助资金 667.4 亿元扩大社会保险补贴范围、加大失业保险稳岗返还力度。

四是化债力度进一步加大，坚持防风险与促发展并重。2025 年继续安排 2 万亿元置换存量隐性债务额度，安排 8000 亿元新增专项债券额度用于化债（实际发行额度 1.37 万亿，为预算额度的 171%）。据财政部介绍，各地置换后债务平均利息成本降低超 2.5 个百分点，极大降低了地方政府负担，增强了地方发展动能。

二、广义财政收入回落，支出增速小幅上行

2025 年，财政一、二本账合计收入增速小幅下滑至 -2.9%（2024 年 -2%），合计支出增速上行至 3.7%（前值 2.7%）。节奏上，一至三季度期间，收入与支出增速整体均保持改善上行态势，支出增速快于收入增速带动广义财政收支差增速保持上行，四季度收入与支出增速均开始放缓。一方面前年四季度基数走高是支出同比增速下滑的主要原因，另一方面新增政府债大量额度在上半年集中使用，前置发力导致后劲略显不足。高基数下非税收入大幅下滑，一本账收入小幅下行，支出增速小幅下行；二本账收入增速降幅有所收窄，专项债发行加力支撑二本账同比支出大幅上行。

三、税收增速小幅改善，土地收入同比降幅收窄

税收增速小幅改善，高基数下非税收入大幅下滑。2025 年一般公共预算收入同比下降 1.7%（预算增速 0.1%，2024 年增速 1.3%），其中税收收入增速上行至 0.8%（预算增速 3.7%，2024 年 -3.4%），收入完成进度为 97.2%，

分析师

张迪

☎: 010-8092-7737

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

吕雷

☎: 010-8092-7780

✉: lvlei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524080002

风险提示

1. 国内经济复苏不及预期风险
2. 国内政策落实不及预期风险
3. 房地产市场大幅走弱风险

高于 2024 年的 93.2%，与 2020-2024 年均值持平，其中增值税、企业所得税、消费税和个税四大税种完成进度均高于 2024 年。非税收入同比下降 11.3%（预算增速-14%，2024 年 25.4%），主要原因是 2024 年一次性安排中央单位上缴专项收益抬高了基数。

税收结构方面，印花税（含证券交易印花税）大幅增长，个人所得税大幅改善，生产边际改善下增值税和企业所得税增速上行，消费税和地产五税有所下行。2025 年印花税同比增长 24.1%（2024 年-9.5%），其中证券交易印花税同比增长 57.8%（2024 年-29.1%），2024 年证券交易印花税占税收收入权重 0.7%，对应拉动税收收入增速 0.4 个百分点。个人所得税累计增速 11.5%（2024 年-1.7%），一方面 2025 年金税四期全面落地，征管效能大幅提升；另一方面 2025 年 A 股成交额创历史高位带动财产性收入税收激增。2025 年工业增加值增速 5.9%（2024 年 5.8%），带动增值税收入增速回升至 3.4%（2024 年-3.8%）。工业企业利润回升带动企业所得税小幅回升至 1%（2024 年-0.5%），主要是制造业企业所得税增长带动。此外，消费税小幅回落至 2%（2024 年 2.6%），基本匹配 2025 年社零增速 3.7%（2024 年 3.5%）；地产五税增速-4.4%（2024 年增速持平）。

政府性基金收入方面，土地收入同比降幅有所收窄。2025 年政府性基金收入增速-7%（2024 年-12.2%），降幅有所收窄，或与土地市场降幅企稳有关。2025 年土地出让收入为 41518 亿元（2024 年 48699 亿元），连续第四年收入下滑，同比下降-14.7%（2024 年-16%），降幅有所收敛。根据克而瑞地产研究数据，12 月土地成交建筑面积和金额分别环比增长 190%和 153%；同比来看，二者分别下降 7%和 15%，随着年末进入传统的交易周期高点，土地成交规模同比降幅也有所收窄。

● 四、专项债发行加力支撑二本账支出大幅上行

基建支出同比转负，社保、教育和文旅支出有不同幅度改善。2025 年一本账支出增速为 1%（2024 年 3.6%），增速小幅下行。支出结构方面，基建四项合计支出增速降至-6.6%（2024 年 6.4%），其中节能环保支出增速 6.1%（2024 年-1.4%），增速显著改善；农林水事务增速-13.2%（2024 年 12.4%），城乡事务-5%（前值 5.9%），增速均大幅下滑，增速主要受新项目储备接续不足以及资金向化债领域倾斜影响有关。民生支出方面，社保同比 6.7%（2024 年 5.6%）、教育同比 3.2%（2024 年 2%）和文旅同比 2.2%（2024 年-2.5%）支出增速均有不同幅度改善。

新增专项债发行加力支撑二本账同比支出大幅上行。2025 年二本账支出增速 11.3%（2024 年 0.2%），增速大幅上行，主要受新增专项债发行加力带动。2025 年新增专项债发行规模总计 4.59 万亿元，发行总量创新高，较前年增加 5884 亿元，增幅 14.7%。

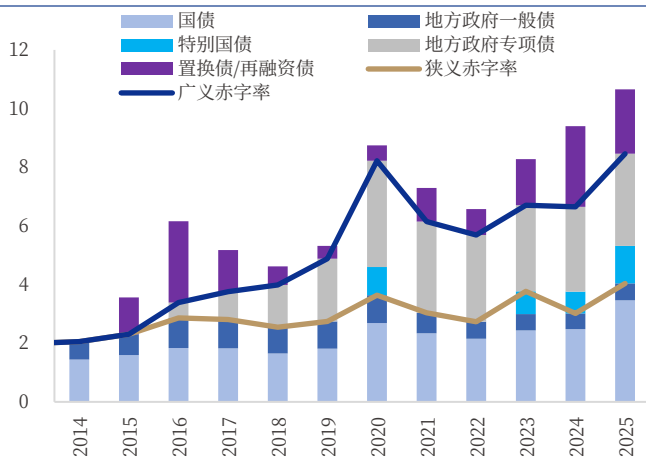
一、2025 年财政的四条线索

总体而言，2025 年实施的更加积极的财政政策，精准把握当前发展与长远布局的平衡，既为当下经济增长提供强劲支撑、扎实办好民生实事，又持续推动中国经济结构优化升级，为经济社会实现中长期可持续发展打下坚实基础。

一是财政逆周期调节力度显著加大。2025 年狭义赤字率为 4%，比上年提高 1 个百分点；新增政府债务规模 11.86 万亿元，比上年增加 2.9 万亿元，这两项指标均远超过去十年的均值水平（分别为 2.9%和 5.64 万亿元）。此外，发行特别国债 5000 亿元，用于补充国有大型商业银行核心一级资本，有力提升银行业对实体经济的支持能力。2025 年 10 月安排 5000 亿元地方政府债务结存限额，用于补充地方政府综合财力和扩大有效投资。

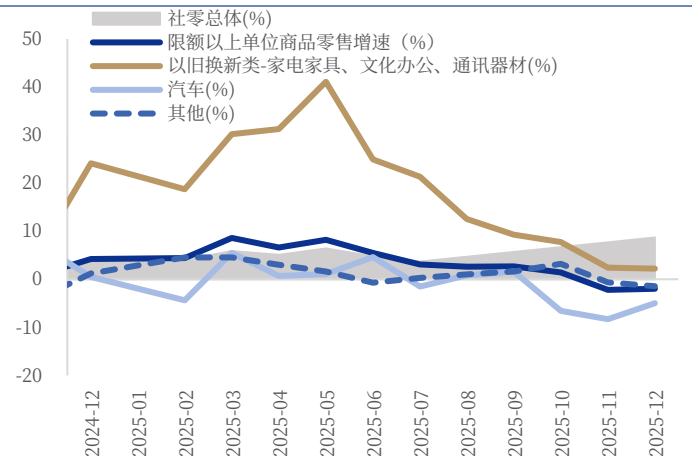
二是以“两重、两新”为抓手着力提振内需。2025 年安排发行超长期特别国债 1.3 万亿元，持续支持“两重”“两新”，其中超过 3.6 亿人次申领消费品以旧换新补贴，带动相关商品销售额超过 2.6 万亿元，直接拉动社会消费品零售总额增长 0.6 个百分点。此外，强化政策协同促内需，首次在中央层面实施个人消费贷和服务业经营贷财政贴息政策，支持开展消费新业态、新模式和新场景试点。调整优化免税店和游客离境退税政策，鼓励和扩大相关消费。

图1：狭义与广义赤字率（%）



资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图2：以旧换新政策覆盖零售增速远超总体

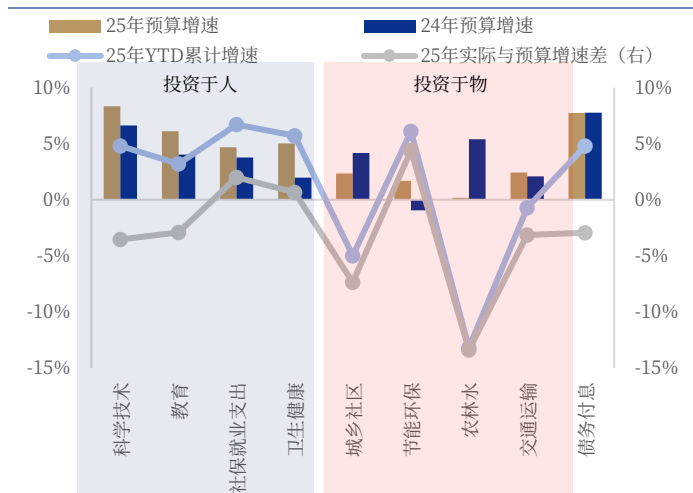


资料来源：Wind、中国银河证券研究院

三是持续加大对“投资于人”等重点领域投入。2025 年国家安排财政资金 1000 亿元用于育儿补贴，并对补贴免征个人所得税；200 亿元用于推行免费学前教育；下达基本养老保险补助资金约 1.2 万亿元，按总体 2% 涨幅提高退休人员基本养老金水平；4900 亿元用于提高居民医保和基本公共卫生服务经费；下达就业补助资金 667.4 亿元扩大社会保险补贴范围、加大失业保险稳岗返还力度。财政将更多资金资源用于民生保障等方面，投入持续增加和给力。

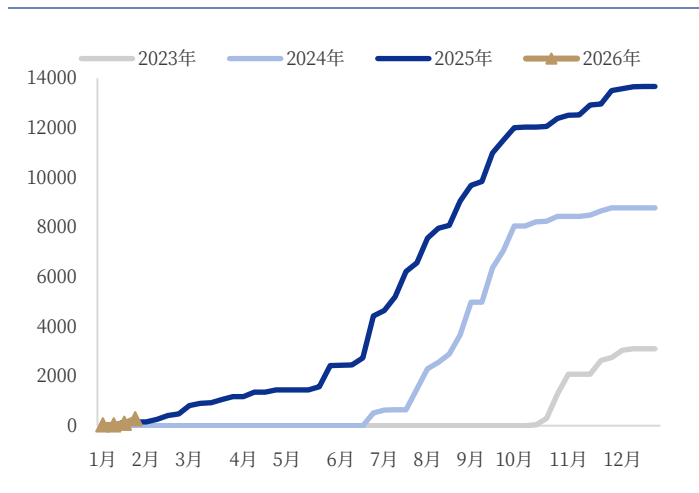
四是化债力度进一步加大，坚持防风险与促发展并重。2025 年继续安排 2 万亿元置换存量隐性债务额度，安排 8000 亿元新增专项债券额度用于化债（实际发行额度 1.37 万亿，为预算额度的 171%）。据财政部介绍，各地置换后债务平均利息成本降低超 2.5 个百分点，极大降低了地方政府负担，增强了地方发展动能。

图3: 财政支出同比增速 (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图4: 特殊新增专项债发行量 (亿元)

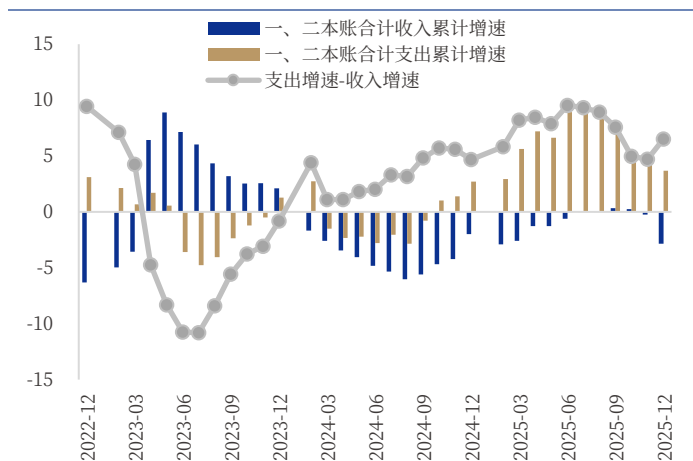


资料来源: 企业预警通、中国银河证券研究院

二、广义财政收入回落，支出增速小幅上行

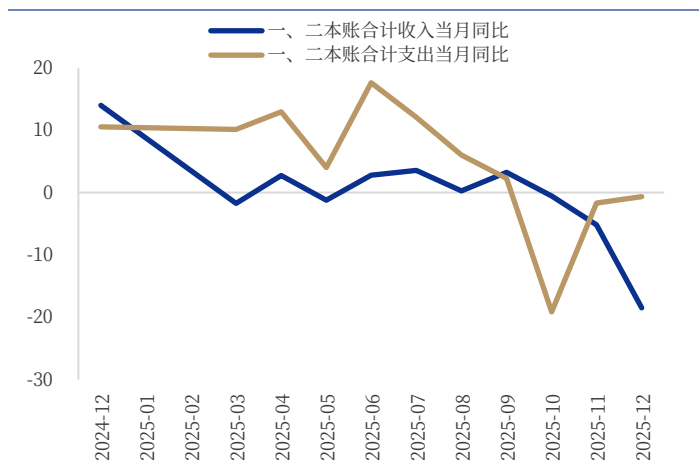
2025年，财政一、二本账合计收入增速小幅下滑至-2.9%（2024年-2%），合计支出增速上行至3.7%（前值2.7%）。节奏上，一至三季度期间，收入与支出增速整体均保持改善上行态势，支出增速快于收入增速带动广义财政收支差增速保持上行，四季度收入与支出增速均开始放缓。一方面前年四季度基数走高是支出同比增速下滑的主要原因，另一方面新增政府债大量额度在上半年集中使用，前置发力导致后劲略显不足。高基数下非税收入大幅下滑，一本账收入小幅下行，支出增速小幅下行；二本账收入增速降幅有所收窄，专项债发行加力支撑二本账同比支出大幅上行。

图5: 一、二本账合计收支累计同比增速 (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图6: 广义收支当月同比增速 (%)



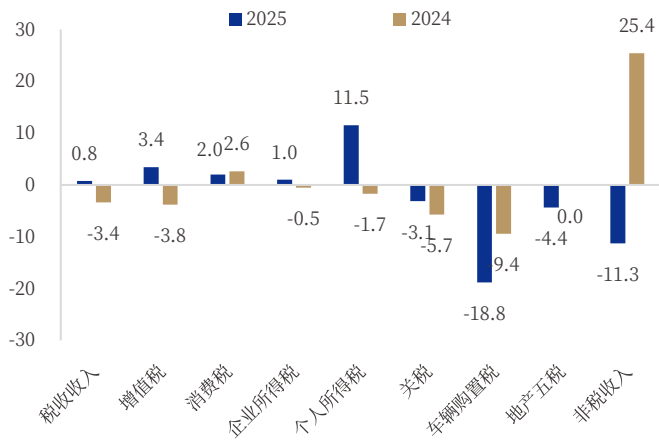
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

三、税收增速小幅改善，土地收入同比降幅收窄

税收增速小幅改善，高基数下非税收入大幅下滑。2025年一般公共预算收入同比下降1.7%（预算增速0.1%，2024年增速1.3%），其中税收收入增速上行至0.8%（预算增速3.7%，2024年-3.4%），收入完成进度为97.2%，高于2024年的93.2%，与2020-2024年均值持平，其中增值税、企业所得税、消费税和个税四大税种完成进度均高于2024年。非税收入同比下降11.3%

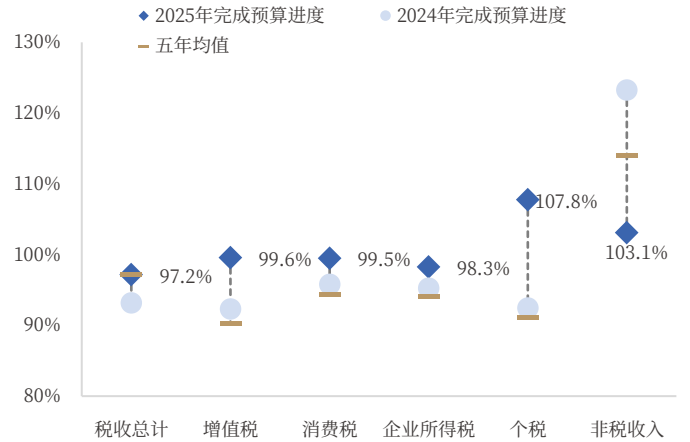
(预算增速-14%，2024 年 25.4%)，主要原因是 2024 年一次性安排中央单位上缴专项收益抬高了基数。

图7: 主要税收收入和非税收入累计增速 (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

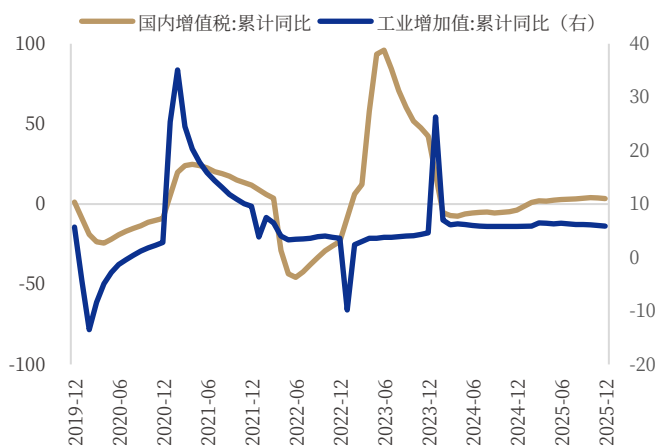
图8: 财政税收及主要分项收入完成预算进度



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

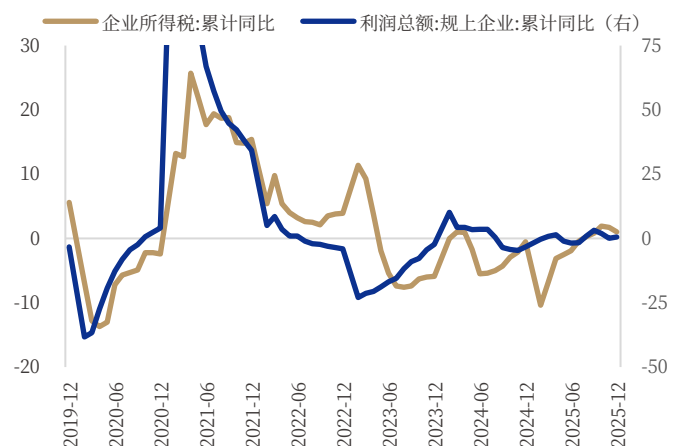
税收结构方面，印花税（含证券交易印花税）大幅增长，个人所得税大幅改善，生产边际改善下增值税和企业所得税增速上行，消费税和地产五税有所下行。2025 年印花税同比增长 24.1%（2024 年-9.5%），其中证券交易印花税同比增长 57.8%（2024 年-29.1%），2024 年证券交易印花税占税收收入权重 0.7%，对应拉动税收收入增速 0.4 个百分点。个人所得税累计增速 11.5%（2024 年-1.7%），一方面 2025 年金税四期全面落地，征管效能大幅提升；另一方面 2025 年 A 股成交额创历史高位带动财产性收入税收激增。2025 年工业增加值增速 5.9%（2024 年 5.8%），带动增值税收入增速回升至 3.4%（2024 年-3.8%）。工业企业利润回升带动企业所得税小幅回升至 1%（2024 年-0.5%），主要是制造业企业所得税增长带动。此外，消费税小幅回落至 2%（2024 年 2.6%），基本匹配 2025 年社零增速 3.7%（2024 年 3.5%）；地产五税增速-4.4%（2024 年增速持平）。

图9: 增值税和工业增加值增速 (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图10: 企业所得税和工业企业利润增速 (%)

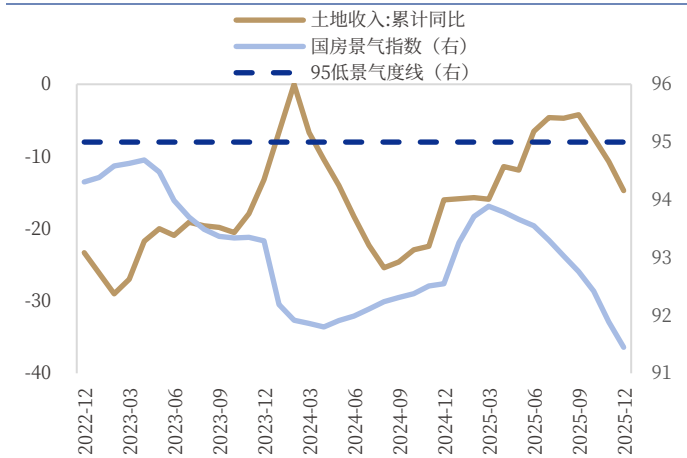


资料来源: Wind、中国银河证券研究院

政府性基金收入方面，土地收入同比降幅有所收窄。2025 年政府性基金收入增速-7%（2024 年-12.2%），降幅有所收窄，或与土地市场降幅企稳有关。2025 年土地出让收入为 41518 亿元（2024 年 48699 亿元），连续第四年收入下滑，同比下降-14.7%（2024 年-16%），降幅有所收敛。根据克而瑞地产研究数据，12 月土地成交建筑面积和金额分别环比增长 190%和 153%；同比

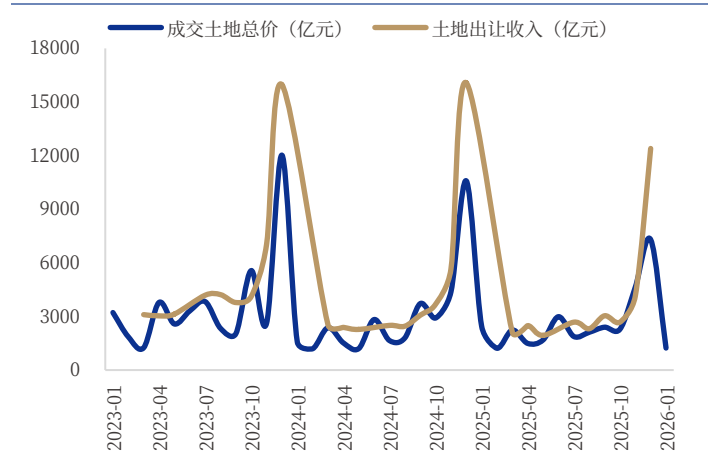
来看，二者分别下降 7%和 15%，随着年末进入传统的交易周期高点，土地成交规模同比降幅也有所收窄。

图11: 土地收入和国房景气度水平 (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图12: 2025 年 12 月土地收入同比降幅有所收窄



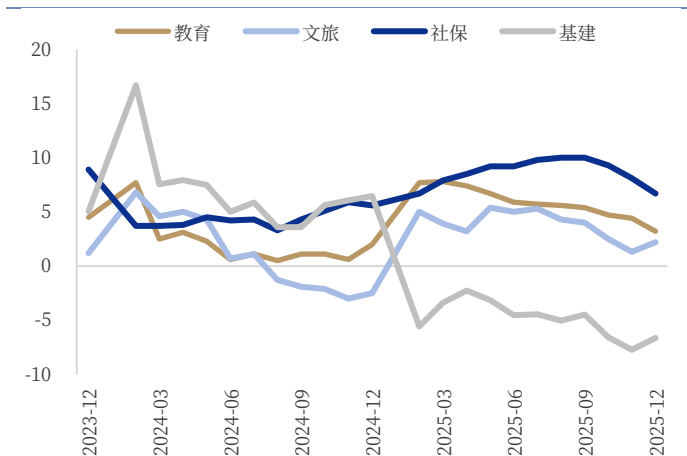
资料来源: Wind、中国银河证券研究院

四、专项债发行加力支撑二本账支出大幅上行

基建支出同比转负，社保、教育和文旅支出有不同幅度改善。2025 年一本账支出增速为 1% (2024 年 3.6%)，增速小幅下行。支出结构方面，基建四项合计支出增速降至-6.6% (2024 年 6.4%)，其中节能环保支出增速 6.1% (2024 年-1.4%)，增速显著改善；农林水事务增速-13.2% (2024 年 12.4%)，城乡事务-5% (前值 5.9%)，增速均大幅下滑，增速主要受新项目储备接续不足以及资金向化债领域倾斜影响有关。民生支出方面，社保同比 6.7% (2024 年 5.6%)、教育同比 3.2% (2024 年 2%) 和文旅同比 2.2% (2024 年-2.5%) 支出增速均有不同幅度改善。

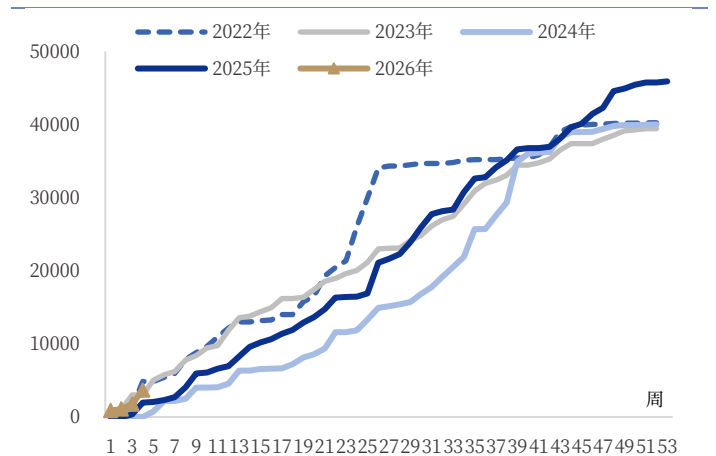
新增专项债发行加力支撑二本账同比支出大幅上行。2025 年二本账支出增速 11.3% (2024 年 0.2%)，增速大幅上行，主要受新增专项债发行加力带动。2025 年新增专项债发行规模总计 4.59 万亿元，发行总量创新高，较前年增加 5884 亿元，增幅 14.7%。

图13: 一般公共预算支出累计同比增速 (%)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

图14: 2025 年专项债发行规模创新高 (亿元)



资料来源: Wind、中国银河证券研究院

风险提示

1. 国内经济复苏不及预期风险
2. 国内政策落实不及预期风险
3. 房地产市场大幅走弱的风险。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪，首席宏观分析师。吕雷，宏观分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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。银河证券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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn