

宏观经济深度报告

有形之手（1）：财政 ABC 之“四本账”

核心观点

本报告是“有形之手”系列研究的第一篇，聚焦财政“四本账”，系统梳理其运行框架、收支规律及内在关联。

我国财政预算体系核心可以概括为“四横五纵”。即横向的“四本账”与纵向的五级政府预算。纵向来看，实行一级政府一级预算，共五级。年度预算编制流程大体可以分为两轮，即“二上二下”。

“四本账”既相对独立又相互衔接，存在当期跨账本的调配。一般公共预算是“总枢纽”，与其他三本账常有资金往来，可接收调入资金或提供补贴；同时，四本账借助结转结余和预算稳定调节基金开展跨年度调节，保障财政运行稳定。

各账本功能明确、各有侧重。

一般公共预算是财政预算体系的核心，规模也最大，可以理解为狭义上的财政预算。收入由税收收入和非税收入两部分组成，税收是绝对的主体，占比超过八成。一般公共预算支出主要包括公共服务、民生类支出和基建类支出。目前存在“财权-事权”错配，即地方财政收入占比低但支出占比高的问题。这一形势下，中央持续加大对地方的转移支付力度。

政府性基金预算收入以国有土地使用权出让收入为主，支出专项用于特定公共事业的发展，以收定支，不列赤字。规模仅次于第一本账，支出占“四本账”比重超过 20%。第二本账是“土地财政”的主要载体，近几年土地出让收入大幅下滑，导致地方政府财力紧张。

国有资本经营预算是针对国有资本收益统筹安排收支的预算，同样不列赤字，规模相对较小。收入主要来自国有企业利润上缴及产权转让，是“股权财政”的重要组成部分；支出主要用于国有资本布局优化、国企改革等，此外有一半以上的收入用于补充其他账户。

社会保险基金预算以社保缴费和财政补贴为核心收入，专项用于支付养老、医疗等保障性支出，接受来自其他预算的补贴，但“只进不出”。随着老龄化加剧，养老金缺口逐渐扩大，后续深化国有资本划转社保基金工作，有望缓解收支压力。

风险提示：海外经济政策波动。

经济研究 · 宏观深度

证券分析师：王奕群 0755-81982462
wangyiqun1@guosen.com.cn
S0980525110002

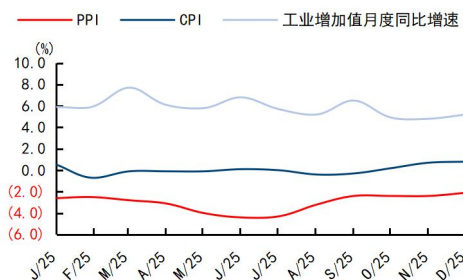
证券分析师：田地 0755-81982035
cntiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师：董德志 021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-3.80
社零总额当月同比	0.90
出口当月同比	6.60
M2	8.54

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《“反内卷”与结构突围——中国经济复盘与展望》——2026-01-30
- 《宏观经济深度报告-全球变局（2）：“广场协议”再现？》——2026-01-28
- 《宏观经济深度报告-全球变局（1）：从格陵兰看美式地缘再定价》——2026-01-24

内容目录

财政预算体系与编制	4
“四本账”的关联逻辑与调节机制	5
一般公共预算：财政体系的核心构成	7
收入端：税收为主	7
支出端：民生倾斜	9
央地关系和转移支付	10
政府性基金预算：“土地财政”的载体	12
国有资本经营预算：“股权财政”的重要组成	14
社会保险基金预算：日益扩大的平衡压力	16
风险提示	17

图表目录

图 1: 预算编制层层上报流程	4
图 2: “二上二下” 流程示意图	4
图 3: “四本账” 收入规模	5
图 4: “四本账” 支出规模	5
图 5: “四本账” 总规模占比	6
图 6: “四本账” 的勾稽关系	7
图 7: 财政收入相较于名义增长更加低迷	7
图 8: 一般公共预算收入预算与执行情况	7
图 9: 2024 年全国一般公共预算收入决算	8
图 10: 2024 年税收规模排序	9
图 11: 2024 年非税收入各项规模	9
图 12: 一般公共预算支出完成情况	9
图 13: 支出结构变化	9
图 14: 2024 年一般公共预算支出决算	10
图 15: 地方财政收入与支出占比	11
图 16: 各税种分成	11
图 17: 转移支付规模持续增加	11
图 18: 各省财政自给能力排序	11
图 19: 2024 年政府性基金收支决算	12
图 20: 土地出让收入是第二本账收入的主要构成	13
图 21: 土地财政迅速降温	14
图 22: 各省土地财政依赖度排序	14
图 23: 2024 年国有资本经营预算收支决算	14
图 24: 国有资本经营收入构成走势	15
图 25: 各行业利润上缴收入排序	15
图 26: 2024 年社会保险基金预算收支决算	16
图 27: 社保基金收入构成	17
图 28: 社保基金滚存结余持续增长	17

“十五五”时期我国迈入新旧动能转换的关键阶段，叠加外部挑战加剧，加强宏观逆周期调控，对于国民经济的稳定运行显得愈发重要。十五五规划《建议》中提到，要“加强财政、货币政策协同”，“强化逆周期和跨周期调节”。

在“供强需弱”的结构性压力下，财政政策可以直接作用于实体经济、精准拉动有效需求，具有总量和结构的双重功能。在十五五期间，财政政策势必将发挥更重要的作用。

这一背景下，我们推出“有形之手”系列研究报告。作为这个系列的首篇，本报告旨在为后续的讨论构建基础性共识。我们将从财政政策的基础框架入手，把财政“四本账”的收支特点、和关联关系进行简要梳理。

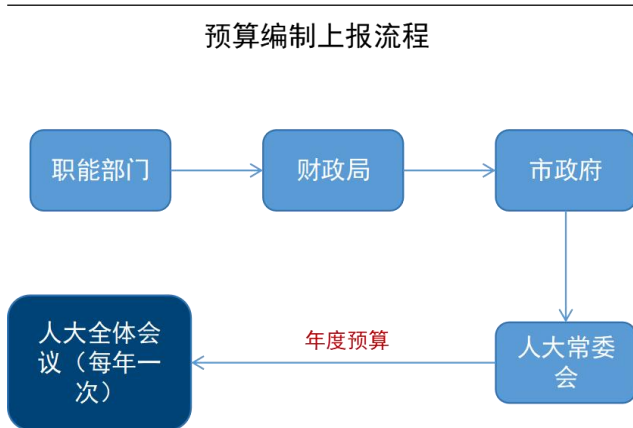
财政预算体系与编制

我国的财政预算体系可以归纳为“四横五纵”，即横向的“四本账”与纵向的**五级政府预算**。横向来看，根据《预算法》的规定，财政预算的“四本账”包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算。四本预算在保持自身独立、完整的同时，互相之间也有一定的衔接，我们放在下一部分介绍。

纵向来看，实行**一级政府一级预算，共五级**。分别是中央、省（自治区、直辖市）、设区的市（自治州）、县（自治县、不设区的市、市辖区）和乡（民族乡、镇）五级。全国预算由中央预算和地方预算组成，地方预算则由各省、自治区、直辖市的总预算组成，地方各级总预算由本级预算和汇总的下一级总预算组成。

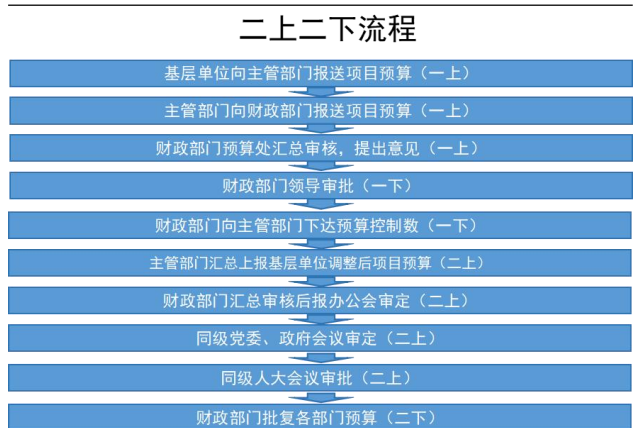
年度预算编制流程大体可以分为两轮，即“二上二下”。首先是“一上”，前一年的6-7月由基层预算单位根据自身年度计划和发展需求，编制预算建议，经主管部门逐级汇总后，统一上报至本级财政部门；“一下”环节，财政部门对各部门上报的预算建议数进行统筹平衡、审核，核定并下达各部门的预算控制数；随后是“二上”，各部门按照财政下达情况，调整本部门及所属单位的预算草案再次上报财政部门，省级预算草案年初上报财政部；最后是“二下”，财政部门汇总各部门的预算草案，编制本级政府总预算草案，经同级人民代表大会审议批准后，一般是当年的一季度，正式批复至各主管部门，各部门再逐级批复到所属基层单位，整个预算编制流程正式完成。

图1：预算编制层层上报流程



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：“二上二下”流程示意图



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

“四本账”的关联逻辑与调节机制

在深入财政“四本账”的架构前，不妨先聚焦这“四本账”间的勾稽关系。

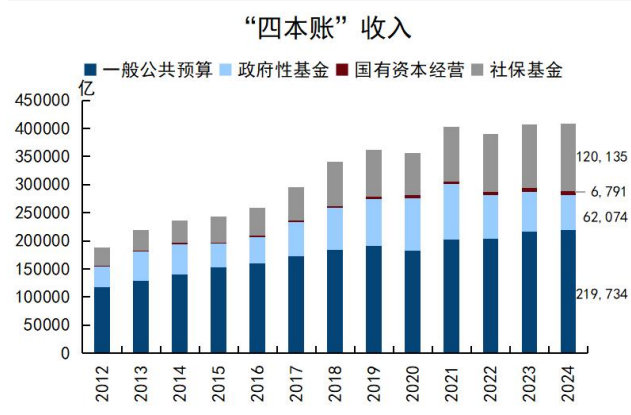
一般公共预算是财政预算体系的核心，规模也最大，可以理解为狭义上的财政预算。其收入以税收为主，支出主要用于政府日常运转、教育医疗等民生及国防等公共服务。2024年全国一般公共预算收入21.97万亿、支出28.46万亿，分别占到“四本账”收支总额的53.8%和57.5%。

政府性基金预算收入以国有土地使用权出让收入为主，支出专项用于特定公共事业的发展，专项债相关支出则有一定的回报要求。2024年第二本账收入6.21万亿、支出10.15万亿，分别占“四本账”收支的15.2%和20.5%。

国有资本经营预算规模相对较小，收入主要来自国有企业利润上缴及产权转让，支出主要用于国有资本布局优化、国企改革等，此外有一半以上的收入用于补充其他账户。2024年收入6791亿、支出3119亿，分别仅占“四本账”收支总额的1.7%和0.6%。

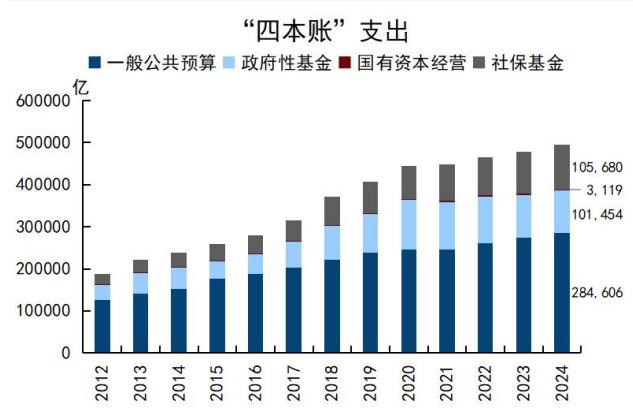
社会保险基金预算以社保缴费和财政补贴为核心收入，专项用于支付养老、医疗等兜底性保障性支出。2024年收入12.01万亿、支出10.57万亿，分别占“四本账”收支的29.4%和21.4%。

图3：“四本账”收入规模



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：“四本账”支出规模



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

总体来看，“四本账”规模持续扩大，但占GDP的比重有所波动。其中，总收入占GDP的比重呈下降趋势，主要源于近年土地出让收入的明显下滑及税收优惠补贴力度较大；支出端占比则相对稳定，“十四五”期间一直维持在36%-39%的区间。2024年，四本账总收入达40.9万亿元、总支出达49.5万亿元，占GDP的比重分别为30.3%和36.7%，收入与支出的缺口主要由政府债务融资填补，即国债和新增地方债，也就是我们常说的广义赤字。

图5：“四本账”总规模占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

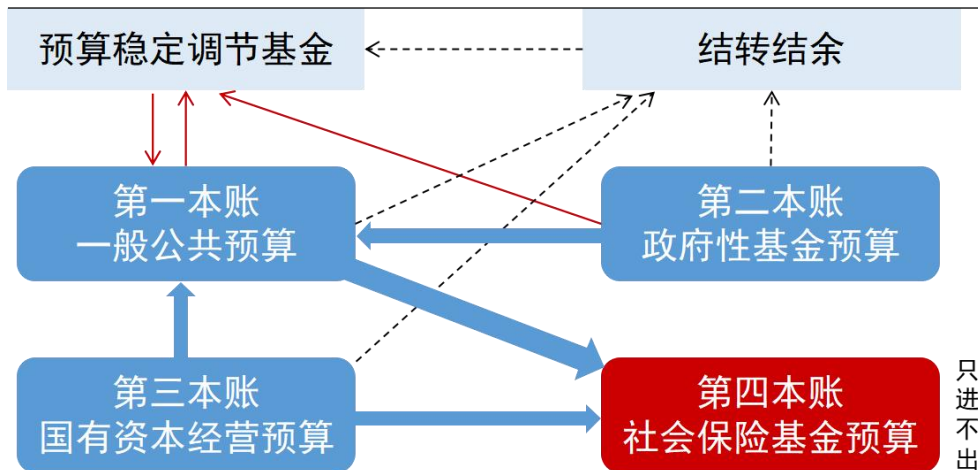
“四本账”既相对独立又相互衔接，存在当期跨账本的调配。一般公共预算是财政收支的“总枢纽”，与其他三本账存在常态化资金往来，既可以接受二、三本账的资金调入，也可以对第四本账进行补贴；政府性基金预算也会根据财力状况，调入资金统筹用于跨领域重点项目，对结转资金规模超过该项基金当年收入 30% 的部分，原则上应调入一般公共预算统筹使用；国有资本经营预算按照收支平衡原则不列赤字，每年安排资金调入一般公共预算，也可以补充社保基金预算，2024 年调出资金 3678 亿，超过本身支出额；只有社会保险基金预算专款专用、只进不出。一般公共预算需通过财政补贴予以弥补，国有资本经营预算也可以补充社保基金账户。2024 年社保基金预算收入中的财政补贴规模已超 2.6 万亿。

同时，四本账还存在跨年度调节的运作方式，一是通过结转结余科目，二是通过预算稳定调节基金。结转和结余两者并不完全相同，结转资金是指项目未完成留到下一年继续使用的资金，结余资金则是项目完成后没用完的预算资金，连续两年未用完的结转资金也会被纳入结余资金。前三本账均设有跨年结转科目。

一般公共预算和政府性基金预算涉及预算稳定调节基金的调入与调出。《预算稳定调节基金管理暂行办法》规定，一般公共预算的超收收入¹和结余资金需用于设置或补充预算稳定调节基金，政府性基金预算结转资金规模超过当年收入 30% 的部分补充预算稳定调节基金。而预算稳定调节基金，则可以反过来弥补一般公共预算出现的收支缺口，丰年调入、欠年调出，起到跨期“平滑器”的作用。第四本账社会保险基金的跨年度稳定调节，主要是通过滚存结余的方式来实现。

¹扣除用于冲减赤字的部分。

图6：“四本账”的勾稽关系



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

一般公共预算：财政体系的核心构成

在财政政策分析中，一般公共预算是核心抓手。一般公共预算收入、使用结转结余与调入资金，以及赤字之和等于一般公共预算支出。其中收入端具有顺周期特征，常被视为经济运行的直接映射；支出端则反过来成为调控经济的主要手段。两者的差值，即赤字，常被视为“逆周期”力度的核心指标。

收入端：税收为主

全国一般公共预算收入总量包括全国一般公共预算收入、使用结转结余及调入资金，以及支出大于收入的部分（财政赤字）。我们主要分析第一项，第二项²2024年为2.5万亿，第三项为4.06万亿。

图7：财政收入相较于名义增长更加低迷



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：一般公共预算收入预算与执行情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

一般公共预算收入与名义GDP增速有显著的同步性。但近年来多数时段，前者增速明显低于后者。这一现象反映出，随着经济结构转型升级，财政收入增长动能

²使用结转结余及调入资金包括调入预算稳定调节基金和二三本账预算资金，以及动用结转结余资金。

有所减弱，其典型表现为宏观税负水平持续下行。这既包括在疫情等重大外部冲击下，财政主动作为，持续减税降费减轻实体经济负担，也包括税收体系未能及时适应经济活动变化，导致税基被动下降。长期看，这将导致财政的调控潜力显著下降。基于此，稳定宏观税负已成为“十五五”时期财政领域的重要改革方向。

2015 年以前，一般公共预算收入经常超收，完成度超过 100%；而 2015 年后，则围绕 100%上下波动，经常出现完不成预算的情况（如 2022 年和 2024 年）。2025 年，全国一般公共预算收入 21.6 万亿，下降 1.7%，低于预算的 0.1%，完成度仅 98%。其中税收收入增长 0.8%，低于预算的 3.7%；非税收入下降 11.3%，主要是 2024 年一次性安排的中央单位上缴专项收益抬高了基数。相较 2024 年的决算数，2025 年一般公共预算收入减少超过三千亿，财政收入压力持续加大。

一般公共预算收入由税收收入和非税收入两部分组成。其中，税收收入涵盖我国现行的 19 个税种相关收入及出口退税等；非税收入则包含行政事业性收费收入、国有资源（资产）有偿使用收入、部分国有资本的经营收入等。

税收收入是一般公共预算收入的绝对主体。税收收入占一般公共预算收入的比重常被作为衡量财政收入质量的核心指标。数据显示，这一比重从 2000 年的 90%以上逐步回落至 80%左右。2024 年，我国一般公共预算收入总规模达 22.0 万亿元，其中税收收入 17.5 万亿元，占比为 80%；非税收入 4.5 万亿，占比 20%。

图9：2024 年全国一般公共预算收入决算

2024年		规模（亿）	占收入比重	占GDP比重
税收收入	合计	175007	80%	13.0%
	国内增值税	66674	30%	4.9%
	企业所得税	40898	19%	3.0%
	国内消费税	16532	8%	1.2%
	个人所得税	14522	7%	1.1%
	契税	5170	2%	0.4%
	土地增值税	4869	2%	0.4%
	房产税	4705	2%	0.3%
	其他税种...
非税收入	合计	44727	20%	3.3%
	国有资源使用	17817	8%	1.3%
	专项收入	7818	4%	0.6%
	国有资本经营收入	7413	3%	0.5%
	罚没收入	4523	2%	0.3%
	行政事业性收费	4095	2%	0.3%
其他收入	3063	1%	0.2%	
一般公共预算收入		219734	100%	16.3%
调入资金及结转结余		25459	-	1.9%

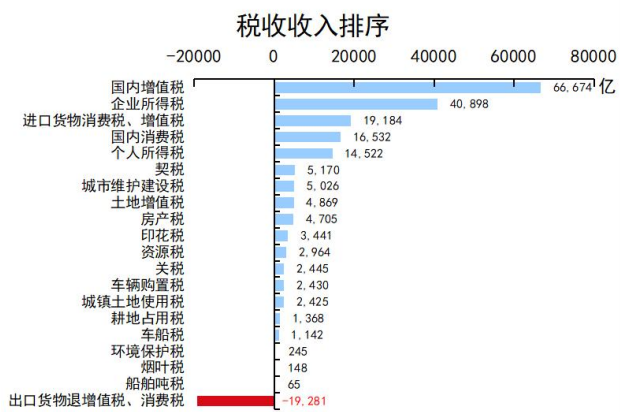
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

税收收入以增值税、消费税、企业所得税和个人所得税四大主体税种为核心。根据 2024 年各税种的决算规模，国内增值税以 6.7 万亿居首，企业所得税紧随其后，规模达 4.1 万亿，两者占到税收收入的 61%。其次是国内消费税（1.7 万亿）和个人所得税（1.5 万亿）。此外，契税、土地增值税、房产税、耕地占用税和城镇土地使用税等房地产相关税种规合计超过 1.85 万亿。出口货物退增值税、消费税（-1.9 万亿）和进口货物的消费税、增值税（1.9 万亿）基本相互抵消。

非税收入包括国有资源（资产）有偿使用收入、专项收入、国有资本经营收入、罚没收入、行政事业性收费和其他收入。国有资源（资产）有偿使用收入指政府通过出租、出让土地、矿山等资源资产获得的租金或转让费，2024 年为 1.8 万亿，

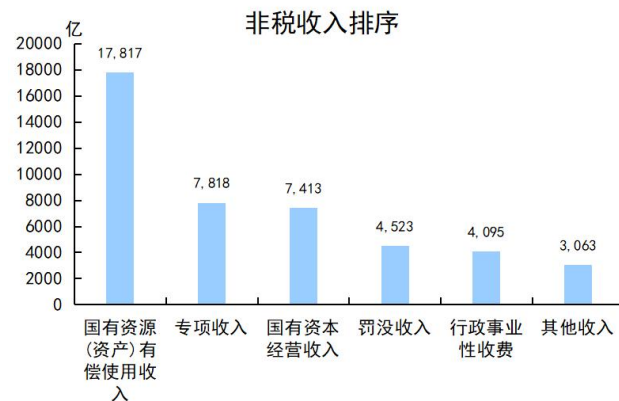
占到非税收入的四成；专项收入则是“专款专用”，例如排污费等只能用于污染治理，2024年规模为7818亿；这里的国有资本经营收入和第三本账有所区别，第一本账的主要是中央银行上缴收入和金融企业利润收入，2024年规模达7413亿；罚没收入主要来自各类执法部门的罚款、没收违法所得及赃物变卖收入，2024年规模为4523亿；行政事业性收费是政府部门或事业单位提供特定服务时收取的“工本费”，2024年为4095亿；其他收入包括捐赠等零散收入，2024年为3063亿。

图10: 2024年税收规模排序



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 2024年非税收入各项规模



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

支出端：民生倾斜

全国一般公共预算支出总量由全国一般公共预算支出和补充预算稳定调节基金组成。2024年一般公共支出规模28.5万亿，完成预算的99.7%，增长3.6%。加上补充中央预算稳定调节基金1100亿，支出总量为28.6万亿。2025年预算支出29.7万亿，增长4.4%。最近几年，随着收入端承压，支出端的完成度也有波动下行的趋势，但第一本账支出刚性较强，因此当收入不及预期时往往通过盘活资产、调入资金或追加赤字等方式完成预算。

图12: 一般公共预算支出完成情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 支出结构变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

按功能分，一般公共预算支出主要包括公共服务、民生类支出和基建类支出。公共服务包括一般公共服务、外交、公共安全、国防支出等，2024年这几项之和约

5.3 万亿，约占支出的 19%；民生类支出包括教育支出、卫生支出、文化旅游体育与传媒支出和社会保障及就业支出等，2024 年民生类支出 10.8 万亿，约占支出的 38%；基建类支出包括交通运输、节能环保、城乡社区事务、农林水事务支出等，2024 年合计 6.6 万亿，占支出的 23%。按照经济性质分，包括工资福利支出、商品和服务支出、资本性支出和其他支出。

图14: 2024 年一般公共预算支出决算

2024年		规模 (亿)	增速	占支出比重	占GDP比重
一般公共预算支出总额		284606	3.6%	100%	21.1%
公共服务	一般公共服务	20651	-2.8%	7.3%	1.5%
	国防	16909	7.0%	5.9%	1.3%
	公共安全	14793	-0.5%	5.2%	1.1%
民生	社会保障和就业	42137	5.7%	14.8%	3.1%
	教育	42075	2.0%	14.8%	3.1%
	医疗卫生与计划生育	20348	-9.1%	7.1%	1.5%
	文化体育与传媒	3862	-2.6%	1.4%	0.3%
基建	农林水事务	27068	12.8%	9.5%	2.0%
	城乡社区事务	21746	5.9%	7.6%	1.6%
	交通运输	12067	-1.3%	4.2%	0.9%
	节能环保	5481	-2.8%	1.9%	0.4%
其他	债务付息支出	12870	8.8%	4.5%	1.0%
	科学技术	11510	5.7%	4.0%	0.9%
	资源勘探电力信息等事务	8728	5.8%	3.1%	0.6%
	住房保障支出	8346	1.6%	2.9%	0.6%
	商业服务业等事务	2054	4.2%	0.7%	0.2%
民生类支出		108422	0.9%	38.1%	8.0%
基建类支出		66363	6.4%	23.3%	4.9%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

央地关系和转移支付

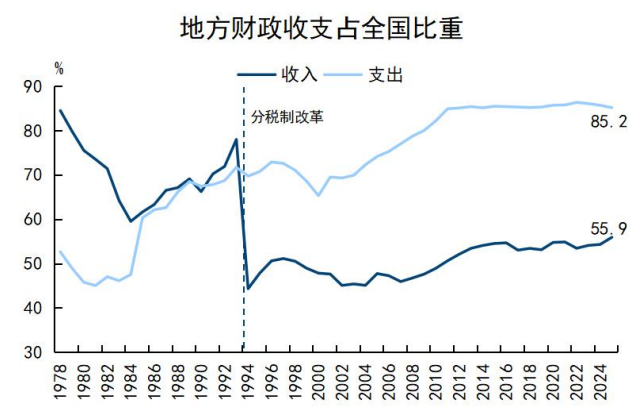
目前“财权-事权”错配，即地方财政收入占比低但支出占比高的问题，是我国财政的一大热点问题。

分税制后，地方财政收入占比显著降低。在分税制实施前，我国实行“财政包干制”，地方政府向中央上缴固定数额后，剩余收入资金可自主支配。这一体制虽能调动地方积极性，但也导致中央财政收入占全国财政收入的比例较低，最低时接近全国收入的两成，中央财力难以承担全国性公共支出。1994 年分税制改革后，地方财政收入占比迅速下降，到 2025 年约为 55.9%，相反中央财政收入占比则较改革前提升。

分税制为央地财政关系划定了清晰的收入边界。在 19 项税种中，5 项为中央税，6 项为央地共享税，8 项是地方税。共享税中，增值税央地五五分成，企业所得税与个人所得税是央地六四分成；印花税中的证券交易印花税归中央，其他印花税收收入归地方，城市维护建设税和资源税都是地方占主导的税种³。后续“健全地方税体系”将是财政改革的一大方向，典型的将归属中央的消费税进行征收环节后移并下划到地方，环节后移将有效增加地方政府财力，但地方政府对应税消费行为的鼓励可能会扭曲消费税设立初衷。

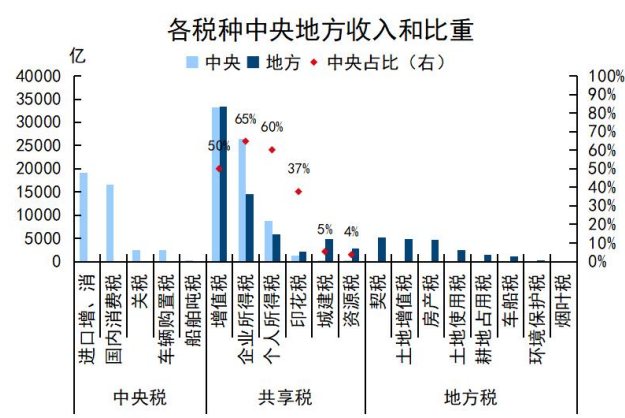
³城市维护建设税中铁道部门、各银行总行、各保险总公司集中缴纳的部分归中央，其余归地方；资源税中海洋石油企业缴纳部分归中央，其余归地方。

图15: 地方财政收入与支出占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理。注: 2025 年为预算值。

图16: 各税种分成



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理。注: 2025 年为预算值。

这一形势下，中央持续加大对地方的转移支付力度。对地方转移支付占比在中央一般公共预算支出中高居第一，2025 年达 47%。转移支付即中央将从第一本账集中的财力下达至地方，纳入地方一般公共预算管理和使用，弥补地方本级收入与支出缺口。考虑到我国中央政府杠杆率仅为 29.4%，显著低于主要经济体的美国（102.7%）、日本（200.9%）、英国（100.7%），且中央融资成本低于地方，未来转移支付力度可能进一步加大。

转移支付分为一般性转移支付和专项转移支付，其中一般性转移支付占比更高，为地方提供统筹性财力，用于保障教育、医疗、社保等基本公共服务和基层政府运转；专项转移支付则专款专用，聚焦特定公共服务项目，引导地方落实中央重大政策部署。

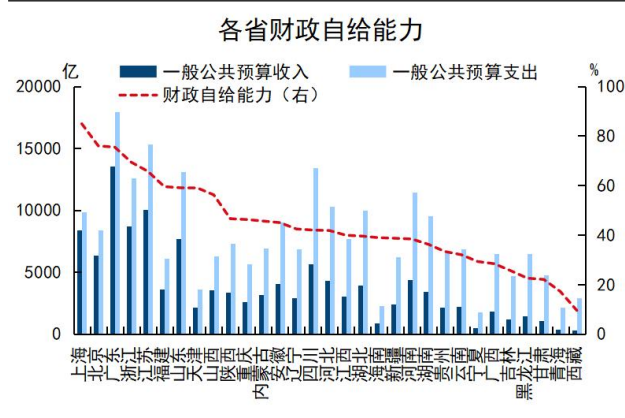
转移支付资金重点向中西部欠发达地区倾斜，逐步缩小区域间财力差距，保障各地公共服务的均等化。通常将一个地区财政收入占财政支出的比重作为其财政的自给能力，自给能力越低的地方越需要转移支付资金的支持。欠发达地区的财政自给能力较低，如 2024 年，西藏、青海和甘肃这一比例分别为 9.5%、17.1%和 22.0%。

图17: 转移支付规模持续增加



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理。注: 2025 年为预算值。

图18: 各省财政自给能力排序



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理。注: 2025 年为预算值。

政府性基金预算：“土地财政”的载体

政府性基金预算是仅次于第一本账的重要组成部分，支出占比超过 20%。政府性基金预算是对依照法律、行政法规的规定在一定期限内向特定对象征收、收取或者以其他方式筹集的资金，专项用于特定公共事业发展的收支预算。政府性基金预算根据基金项目收入情况和实际支出需要，按基金项目编制，特征是以收定支，不列赤字。收支结构清晰，基本每项收入都有对应支出。

图19：2024 年政府性基金收支决算

收入项目	决算 (亿)	增速 (%)	支出项目	决算 (亿)	增速 (%)
一、农网还贷资金收入	307	10.5	一、农网还贷资金支出	296	1.3
二、铁路建设基金收入	587	-3.1	二、铁路建设基金支出	590	-8.3
三、民航发展基金收入	402	20.6	三、民航发展基金支出	349	21.4
四、海南省高等级公路车辆通行附加费收入	27	2.9	四、海南省高等级公路车辆通行附加费安排的支出	145	69.5
五、旅游发展基金收入	11	114.8	五、旅游发展基金支出	5	209.2
六、国家电影事业发展专项资金收入	20	98.3	六、国家电影事业发展专项资金安排的支出	17	52.8
七、国有土地使用权出让金收入	47742	-15.7	七、国有土地使用权出让金收入安排的支出	50407	-7.9
八、国有土地收益基金收入	900	-30.2	八、国有土地收益基金安排的支出	558	-32.9
九、农业土地开发资金收入	60	-14.6	九、农业土地开发资金安排的支出	22	-24.6
十、中央水库移民扶持基金收入	383	8.1	十、中央水库移民扶持基金支出	305	-9.3
十一、中央特别国债经营基金财务收入	454	0.4	十一、中央特别国债经营基金财务支出	454	0
十二、彩票公益金收入	1601	5.4	十二、彩票公益金安排的支出	1235	26
十三、城市基础设施配套费收入	1430	-15.4	十三、城市基础设施配套费安排的支出	1077	-8.3
十四、地方水库移民扶持基金收入	66	14.2	十四、地方水库移民扶持基金支出	35	0.3
十五、国家重大水利工程建设基金收入	181	6.1	十五、国家重大水利工程建设基金安排的支出	131	-5.2
十六、车辆通行费收入	413	-34.4	十六、车辆通行费安排的支出	1230	-35.5
十七、核电站乏燃料处理处置基金收入	70	8.7	十七、核电站乏燃料处理处置基金支出	3	-68
十八、可再生能源电价附加收入	1190	6.8	十八、可再生能源电价附加收入安排的支出	1144	-57.5
十九、船舶油污损害赔偿基金收入	2	-4	十九、船舶油污损害赔偿基金支出	0	142.9
二十、彩票发行和销售机构业务费收入	239	5.2	二十、彩票发行和销售机构业务费安排的支出	177	11.5
廿一、污水处理费收入	832	7.9	廿一、污水处理费安排的支出	798	5
廿二、抗疫特别国债财务基金收入	272		廿二、抗疫特别国债财务基金支出	272	
廿三、耕地保护考核奖惩基金收入	47		廿三、耕地保护考核奖惩基金支出	6	
廿四、超长期特别国债财务基金收入	54		廿四、超长期特别国债支出	5580	
廿五、其他政府性基金收入	1546	-17.5	廿五、超长期特别国债财务基金支出	54	
廿六、专项债务对应项目专项收入	3236	43.7	廿六、其他政府性基金支出	36563	3.3
全国政府性基金收入	62074	-12.2	全国政府性基金支出	101454	0.2
超长期特别国债收入	10000		政府性基金预算调出资金	150	
地方政府专项债务收入	39000		收入大于支出	9862	
上年结转收入	392				

资料来源：财政预决算平台、国信证券经济研究所整理

政府性基金预算收入总量由四部分构成：政府性基金收入、特别国债收入、专项债收入和上年结转收入。其中，政府性基金收入主要包括各类基金收费、国有土地使用权出让收入及专项债对应项目收入等，其中国有土地使用权出让收入是最主要来源，也就是常说的卖地收入，2024年达4.8万亿，占比77%。2025年全国政府性基金预算收入5.8万亿，其中土地出让收入4.2万亿，占比下降到72%。此外，专项债纳入地方政府性基金预算管理，募集资金全部用于有收益的公益性项目，本息由项目对应收入偿还；特别国债也纳入收入总量，专项支持“两重”“两新”项目及实体经济发展。两者收入均按年初两会确定的政府债计划额度执行，2024年分别为1万亿和3.9万亿，2025年为1.8万亿和4.4万亿，预计2026年将分别增至2.0万亿和4.6万亿。

政府性基金支出端主要包括三部分：政府性基金支出、调出资金，以及收入大于支出的部分。支出项目与收入项目基本对应，其中规模最大的仍是国有土地出让金收入安排的支出，2024年达5.0万亿，接近政府性基金总支出的一半，主要是土地出让之前进行“三通一平”以及拆迁补偿等前置的支出；其次是其他政府性基金支出（3.7万亿）和特别国债支出（5580亿），其中其他政府性基金支出主要包含专项债形成的支出。综合来看，支出端有大量的资金用于基建投资相关的支出，因此第二本账的支出端对稳经济也至关重要。

第二本账的收支主要集中在地方。2024年全国政府性基金收入6.2万亿，其中地方本级收入5.7万亿，占比92%；支出端10.1万亿中，地方支出接近9.7万亿，占比高达95%。

图20: 土地出让收入是第二本账收入的主要构成



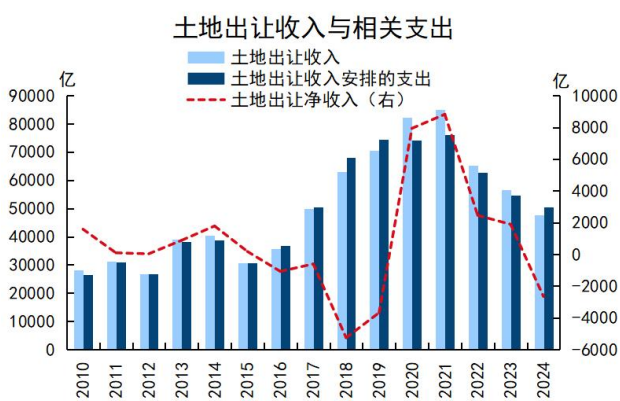
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

第二本账是“土地财政”的主要载体。所谓“土地财政”，即地方政府通过土地出让和融资，拉动地价并获得可用财力，为城市化和工业化提供资金支持的发展模式。地方政府先是低价出让工业用地招商引资，带动人口聚集和商业需求，进而推高商住用地价格，再通过商住用地获取高额土地出让金，将其投入基础设施建设，改善投资环境，吸引企业投资和人口流入。除直接出让外，土地也是重要的抵押物，地方融资平台以此获取银行贷款或发行债券，开发商依赖土地抵押融资进行房地产开发，居民通过房贷购房，形成“土地—金融—房地产”的循环，

推动土地、房屋价格的提高和经济的繁荣，但也积累了较大的债务风险。

近几年土地出让收入大幅下滑，导致地方政府财力紧张。2021 年土地出让收入曾逼近 8.5 万亿，随后受房地产市场深度调整影响快速回落，2025 年仅剩不到 4.2 万亿，部分经济大省下滑较为严重。一般将土地出让收入占广义财政收入（一般公共预算收入+政府性基金收入）的比重称为土地财政依赖度，依赖度越高的地区，受土地财政降温影响越明显。一些土地财政规模大、依赖度又高的省份，如江苏、四川、浙江和山东等，投资增速下滑的较为明显，也压制了全国的固定资产投资。2025 年基建投资增速-1.5%，是 2004 年有数据至今的首次负增长。

图21：土地财政迅速降温



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图22：各省土地财政依赖度排序



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国有资本经营预算：“股权财政”的重要组成

国有资本经营预算是针对国有资本收益统筹安排收支的预算，按收支平衡原则编制，同样不列赤字，还会安排资金调入一般公共预算。

图23：2024 年国有资本经营预算收支决算

收入端	决算 (亿)	支出端	决算 (亿)
国有资本经营收入	6791.49	国有资本经营支出	3119.31
利润收入	4392.32	历史遗留问题及改革成本	183.17
股利股息收入	597.29	国有企业资本金注入	1804.75
产权转让收入	818.7	国有企业政策性补贴	796.6
清算收入	12.49	其他支出	334.79
其他收入	970.69	调出	3678.05
上年结转	107.35	结转下年	101.48
合计	6898.84	合计	6898.84

资料来源：财政预决算平台、国信证券经济研究所整理

第三本账出现时间较晚，且在持续的改革中。1994-2007 年实行国有企业的“缴税留利”，2007 年试行国有资本经营预算制度。2010 年才首次纳入全国人大审议程序，十八届三中全会提出上缴比例到 2020 年，国有资本收益上缴公共财政比例提高到 30%。2024 年 1 月，《国务院关于进一步完善国有资本经营预算制度的意见》发布，提出优化支出结构、加强支出管理、推进预算绩效管理，明确“国有

企业应纳尽纳”，扩大覆盖范围。

国有资本经营预算规模相对较小，收入主要来源于国企利润上缴⁴和股息分红，是“股权财政”的重要组成部分。所谓“股权财政”，指政府以国有资本所有者身份，通过持有和运营企业股权获取财政收入的模式，是在“土地财政”逐渐降温的背景下，地方财政收入转型的重要方向。国有资本经营预算收入端主要由利润收入、股利股息收入、产权转让收入、清算收入和其他收入五部分构成。2024年，第三本账收入6791亿，其中利润收入4392亿，占当年收入的65%。对不同行业、类型的国企，实行分类分档的利润上缴比例，比如烟草企业上缴比例25%、资源型企业20%、军工企业等10%，烟草、石油和电力等行业的利润上缴规模居于前列。其余收入构成中，国有控股、参股企业的股息红利收入597亿，国有产权转让收入819亿，企业清算收入12亿，其他收入971亿。

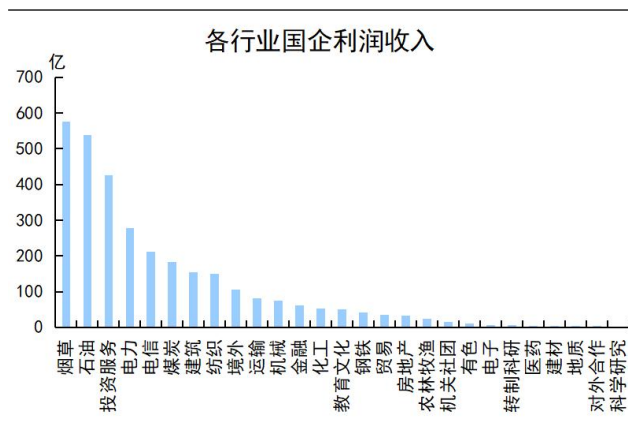
支出大部分用来调入第一本账。支出端主要包括第二本账本身的支出、调出资金和结转下年三个部分。其中本身的支出主要包括国有企业资本金注入、国有企业政策性补贴，以及解决国有企业历史遗留问题的支出等。在2025年预算中，国有资本经营预算收入6328亿，同比下降6.7%；支出2823亿，向一般公共预算调入资金3559亿，即大部分资金（收入的56%）用于补充一般公共预算。

图24：国有资本经营收入构成走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图25：各行业利润上缴收入排序



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

⁴第一本账非税收入中的国有资本经营收入，主要来自金融企业，包括央行，而第三本账则主要来自实体类企业。

社会保险基金预算：日益扩大的平衡压力

社会保险基金预算⁵是对社会保险缴款、一般公共预算安排和其他方式筹集的资金，专项用于社会保险的收支预算。第四本账按照统筹层次和社会保险项目分别编制，做到收支平衡。根据规定，社会保险基金预算可由一般公共预算、国有资本经营预算等进行补助，但不能用于平衡其余三本账，即资金只进不出。

图26: 2024年社会保险基金预算收支决算

项目	收入 (亿)	占比	支出 (亿)	占比
企业职工基本养老保险	56953	47.4%	49934	47.2%
城乡居民基本养老保险	7293	6.1%	5283	5.0%
机关事业单位基本养老保险	17688	14.7%	17590	16.6%
职工基本医疗保险	23726	19.7%	19081	18.1%
城乡居民基本医疗保险	11189	9.3%	10660	10.1%
工伤保险	1313	1.1%	1290	1.2%
失业保险	1973	1.6%	1842	1.7%
合计	120135	100.0%	105680	100.0%
其中:保险费缴费	88263	73.5%	103194	97.6%
财政补贴	26279	21.9%	待遇支出	
利息收入	2232	1.9%		
委托投资收益	939	0.8%		

资料来源：财政预决算平台、国信证券经济研究所整理

社会保险基金预算包括企业职工基本养老保险、失业保险、城镇职工医保、工伤保险、生育保险、城镇居民社会养老保险、新农保、城镇居民医保和新农合等不同类型的社会保险基金。其中养老保险是第四本账的大头。2024年企业职工基本养老保险支出接近5万亿，城镇职工基本医疗保险支出1.9万亿，机关事业单位基本养老保险支出1.8万亿，居民基本医疗保险支出为1.1万亿，城乡居民养老保险支出5283亿，失业保险支出为1842亿，工伤保险支出1290亿，其中三类养老保险支出占到第四本账支出的近七成。

随着老龄化加剧，养老金缺口逐渐扩大，财政补贴的必要性持续增加。根据社科院编制的《中国养老金精算白皮书2025-2060》，预计到2036年我国城镇职工基本养老保险收不抵支，累计结余开始减少，到2044年结余枯竭。这一数字相较于此前预测有所延后，一方面延迟退休等政策稳步实施，另一方面财政补贴的力度也在持续加大。目前社保账户必须依赖财政补贴才能实现结余。2024年度第四本账的财政补贴规模达2.6万亿，结余近1.5万亿，滚存结余达到14.5万亿。2025年预算收入约12.4万亿、支出约11.3万亿，预计结余1.1万亿。

从后续改革方向来看，深化国有资本划转社保基金工作，有望缓解收支压力。根据2017年的《关于印发划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》，明确规定国有资本划转比例统一为企业国有股权的10%。实践中形成了一套承接机制，

⁵区分社会保险基金预算和社会保障基金，后者由中央财政预算拨款、国有资本划转、基金投资收益和国务院批准的其他方式筹集的资金构成。

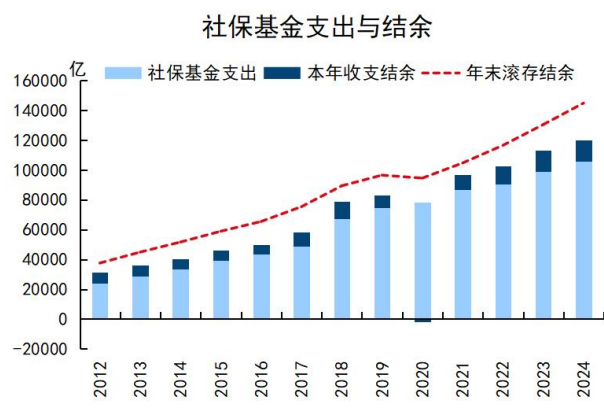
划转后的国有资本，中央层面统一划归全国社保基金理事会管理运营，地方层面则多通过成立国有独资公司专门负责统筹管理。截至 2025 年 9 月，中央层面已划转充实社保基金的国有资本及相关现金收益合计达 2.26 万亿元。地方层面的国有资本划转工作由各省（区、市）分别组织推进，受区域发展差异等因素影响，不同省市的实施进度与划转规模存在较为明显的差距。“十五五”规划建议明确提出“继续划转国有资本充实社保基金”，后续推进过程中，一方面将着力激活已划转国有资本的存量资产收益，提升资金使用效能；另一方面，有望进一步提高国有资本划转比例。

图27: 社保基金收入构成



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图28: 社保基金滚存结余持续增长



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

海外经济政策的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032