



▲從貿易數據來看，以美元計價的中國6月進出口增長分別達到36.7%和27.2%，較前一個月進一步加速。

經濟觀察家

7月15日，國家統計局公布二季度中國GDP同比增長4.3%。目前來看，油價衝擊未必是經濟增長放慢的主因，4月至5月財政支出偏弱可能有相當拖累。筆者以為若下半年財政政策能夠及時發力，2026年增速或重現2024年先抑後揚的走勢，並完成4.5%–5%的經濟增長目標。

財策料加碼 經濟穩中有進

從需求端的數據來看，雖然6月零售和投資的增長有所反彈，二季度內需增長總體弱於一季度；即使外需對經濟仍有較強支撐，也未能完全對沖內需走弱的影響。

供強需弱格局不變

從消費增長來看，6月的商品零售和服務零售同比增長分別較上個月反彈，達到0.6%和4.8%；主要由商品零售組成的社會消費品零售總額同比增長也從上個月的–0.6%反彈到1%，從環比數據來看，即使剔除去年同期的低基數效應，6月社零增長也有所改善。

事實上，限額以上企業統計中更精細的分品類數據同樣展現出6月零售有所恢復：餐飲煙酒、日用品、藥品等必需消費品繼續保持穩定增長；一般性的可選消費品同比增長有所恢復，包括服裝、化妝品、體育娛樂用品、通訊器材和辦公用品等；地產銷售相關的消費品雖然繼續保持負增長，如家具、家電、建材等，但負增長的幅度也有所收窄。

雖然6月數據有一定反彈，二季度整體服務和商品零售分別增長5.1%和0%，仍然明顯弱於一季度的5.5%和2.2%。值得關注的是，統計局住戶調查的數據顯示，二季度居民消費名義增長3.8%，較一季度的3.6%反而有所反彈，這可能說明零售增長乃至整體消費增長的疲軟可能與政府、企業的一些採購活動放緩有關。

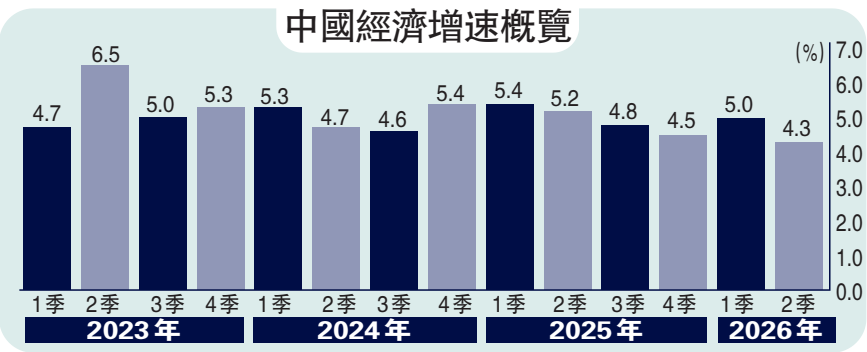
從投資端的數據來看，6月固定資產投資同比負增長也有所收窄，但是二季度不及一季度。具體而言，6月固定資產投資單月同比增長從上個月的–10.7%回升到–10%。其中製造業、基建投資同比增長分別回升到–3.2%和–10.2%，而地產開發投資的同比增長則與上個月基本持平。

然而，二季度固定資產投資整體同比增長約–9.6%，大幅低於一季度1.7%的水平，應該是二季度經濟不及預期的關鍵拖累因素之一。

從貿易數據來看，以美元計價的6月進出口增長分別達到了36.7%和27.2%，較上個月進一步加速。即使考慮整個二季度，出口增長也明顯高於一季度。實際上，二季度較高的出口增長也拉動出口交貨值（工業總產值的一部分）同比增長從一季度的7%上升到12%。

二季度第二和第三產業產出增長有所放緩。從產出端的數據來看，6月工業增加值和服務業生產指數也都從上個月的4.5%和4.4%反彈到了5.3%和4.7%。在去年同期基數偏高的情況下，工業增加值的反彈超出了市場預期。

但受到需求總體下行的拖累，二季度第二和第三產業增加值的增長都有所放緩，分別從一季度的4.9%和5.2%，下降到3.1%和5.1%。產出



增長下降，也導致二季度工業產能利用率下降到73.0%，是數據發布以來二季度的最低水平。

在總需求總體走弱疊加中東地緣政治危機緩解、原油價格回落的情況下，近幾個季度以來中國價格回升的勢頭在近期有所減弱。

6月PPI（生產者價格指數）環比下跌0.3%，只是由於基數效應的支撐，同比增長繼續反彈到4.1%。如果國際油價難有大幅反彈，PPI同比增長可能在三季度見頂回落。更為值得關注的是，6月CPI（居民消費價格指數）同比增長落在市場預期的下限，從上個月的1.2%回落到1%。這一回落當然受到蔬菜價格等一些短期因素的影響，也被成品油和黃金價格的下跌所拖累。

7月15日公布的6月金融數據同樣展現出實體經濟融資需求偏弱的跡象。社會融資總量存量和實體經濟獲得的人民幣貸款存量同比增速持續下降，從5月的7.7%和5.5%下滑到7.4%和5.3%。

分部門來看，政府債券餘額同比增速放緩和居民貸款餘額增速放緩對6月社融存量增速的影響較大。考慮到債務置換的影響，企業部門的表現稍好；但是在利率較低的背景下，票據融資存量同比的高增長表明企業融資餘額的增長未必來自真實需求，而是一定程度受到銀行「衡量」的影響。

從目前的情況看，高油價不見得是二季度中國經濟放緩的主要原因；4月至5月財政支出明顯下滑的影響可能較大。

受到地緣政治衝突的影響，2月底以來國際油價大幅上漲並且在整個二季度維持較高的水平。雖然高油價對於中游製造業為主的中國經濟構成負面衝擊，但是兩個方面的因素可能削弱了這一衝擊的影響。

一方面，數據表明，中國的原油進口量從二季度以後大幅下降；而國內一些中游化工產業（如化纖、化學原料和化學製品業等）的利潤增長反而大幅上升，這可能表明企業大量使用廉價的原油庫存。在這種情況下，高油價對中國經濟的負向供給衝擊的規模應該是低於預期的。

通脹預期見改善

另一方面，儘管高油價對消費構成抑制，也對部分中下游行業的利潤造成擠壓，但是漲價造成的通脹預期的改善也可能對需求構成一些支撐。數據表明，5月至6月以來，上海的二手房成交淡季不淡，保持在較好的水平；而中國13個城市（不包含上

海）二手房的成交面積環比也在二季度以來有所回升，不能完全排除通脹預期改善的影響。簡而言之，油價上漲對經濟的衝擊可能存在正負兩個方面的影響。

貨幣寬鬆空間有限

今年4月至5月，中國的一般公共預算收入增速超過6%（明顯高於年初預算報告全年公共預算收入增長2.2%），然而，支出增速不僅落後於預算要求的4.4%，甚至還出現了負增長。同時政府基金預算下的支出也大幅負增長。筆者估計4月至5月廣義財政支出與正常的預算進度的差距可能達到數千億元（人民幣，下同），對GDP增速的影響較大。實際上，居民消費增長好於社零增長、基建投資增速低迷等數據也從側面驗證了政府支出較弱對經濟的拖累作用。

7月13日召開的經濟形勢專家和企業家座談會，聽取了對當前經濟形勢和下一步經濟工作的意見建議。會議指出，「要加大逆周期調節力度，系統施策釋放內需潛力，推進新舊動能平穩接續轉換，深入做好穩就業穩企業工作。」

筆者以為，在居民部門修復資產負債表且外部貿易摩擦風險增加的情況下，貨幣政策進一步寬鬆的空間可能有限。如果能夠落實好積極的財政政策，包括推動廣義財政支出追趕預算進度、用好8000億元政策性金融工具，2026年的經濟增長節奏大概率將複製2024年的「先抑後揚」範式，並實現全年的經濟增長目標。

實際上，2024年中國的出口增速回升，而房地產部門的低迷也已經被市場所充分確認，在一季度經濟出現「開門紅」之後，二、三季度主要經濟指標下滑背後的重要原因之一也是財政支出偏弱。

值得借鑒的是，2024年9月下旬以後，多個部委召開記者招待會，宣布了包括12萬億元債務置換、降低房地產首付比例和存量房貸利率等一系列經濟刺激政策，最終推動經濟在四季度明顯反彈，並成功實現了5%的經濟增長目標。

從目前的情況來看，解決好財政支出偏弱背後的本性問題，包括在嚴控金融風險和地方隱性債務的強監管約束下，滿足「收益率能夠覆蓋成本、合規且沒有違規舉債風險」的項目供給不足等，可能同樣是刺激政策能否起到效果的關鍵。

（作者沈建光為京東集團首席經濟學家，樊磊為京東經濟發展研究院總監）

暢通經濟循環 提升居民消費率



市場解碼
徐奇淵

2025年中國居民消費率為40%，與一些國家相比差距明顯。怎麼看中國居民消費率問題？國內外有不少討論，也存在一些認識誤區。分析中國居民消費率問題，不能簡單就數字論數字、就消費談消費。

從全球範圍看，中國居民消費率偏低的一個直接原因是價格差異。據統計，中國基礎民生服務價格遠低於美國等發達國家，2021年中國教育、衛生、居住服務等價格僅相當於美國的54.2%、30.7%、32.2%，居民消費支出在統計意義上被明顯壓低了。這種差異與發展階段有關，也與公共服務供給模式和價格形成機制有關。

美國等發達國家的醫療、高等教育、居住服務市場化程度較高，同時人工、保險、土地等低成本往往推高市場價格。而中國義務教育、基本醫療、保障性住房、水電氣等領域的公共屬性較強，通過財政投入、政府定價和普惠供給，降低了居民獲得基本民生服務的貨幣化成本。還有，高鐵網絡覆蓋全國、移動支付深度普及、社會治安持續向好等公共服務和社會治理成效，極大增進了民生福祉，無法在居民消費統計中得到充分度量。

說到底，中國以系統性制度安排將發展成果更均衡地惠及全體人民，是堅持以人民為中心的發展思想在改善民生方面的具體體現，沒有在統計數據上得到充分反映。不少低收入國家的居民消費率雖高，生活水平卻明顯偏低，恰是反證。

居民消費率不直接反映生活水平，那它究竟揭示了什麼？在國民經濟核算中，消費率反映的是消費和投資、淨出口之間的結構性關係，是觀察一國發展階段、需求結構和經濟循環特徵的重要指標，在一定程度上體現着經濟發展模式的特徵。

回望改革開放後經濟高速增長時期，中國依託高儲蓄、高投資，以加入世界貿易組織為契機，在較短時間實現了工業化、城鎮化的跨越式發展。這一時期，投資與出口持續快速增長，即便居民消費水平不斷提高、總量持續擴大，居民消費率仍不可避免地被壓低。譬如，1978年至2025年，中國居民消費支出增長了318倍，而資本形成總額增長高達394倍，導致居民消費率一度從1981年53.3%的歷史高位回落至2010年34.9%的低點。

由此看，中國居民消費率偏低，正是趕超型發展模式內在特徵的深刻反映，是特定條件下資源優化配置的必然結果，具有歷史合理性。

然而，歷史合理並不等於長期合理。隨着中國經濟轉向高質量發展階段，過去支撐大規模投資和大量出口的內外部條件正在發生深刻變化。傳統基礎設施和工業領域的投資邊際回報下降，依靠高投資率維持增長的空間明顯收窄。全球經濟增速放緩、貿易保護主義抬頭、地緣政治風險加劇，出口增長面臨更多不確定性。

增長模式加快轉型

更深層次，中國經濟規模持續擴大，必然帶來經濟結構的規律性轉換，必須從主要靠投資和出口拉動轉向內需主導、消費拉動。當前居民消費率偏低，已不再是特定階段的「合意結果」，而是發展模式與發展階段之間的「錯配信號」。傳統增長邏輯的支撐條件正在弱化，新的發展模式亟待建立，必須更加重視消費的基礎性作用，為經濟健康發展提供相對穩定、更可持續的需求支撐。

因此，現階段提升中國居民消費率，關鍵在於推動需求結構優化和經濟循環暢通，加快形成內需主導、消費拉動、內生增長的新發展模式，而不在於通過「直升機撒錢」等短期刺激政策抬指標，更不能簡化為硬性考核任務。居民消費率的變動，取決於居民消費支出增速和國內生產總值增速的相對關係。若投資、外貿等擴張較快，使國內生產總值增速快於居民消費支出，居民消費率就會下降，反之就會上升。不可能為了提高居民消費率而去抑制投資和外貿活動，重在推動投資、外貿與消費形成更高水平的良性循環。

推動居民消費率合理提升，必須依託暢通高效的國民經濟循環。投資帶動就業，就業形成收入，收入轉化為消費，消費反過來為投資提供價值實現，環環相扣、缺一不可。但現實中，這個過程並不能夠自動實現，還存在不少卡點堵點。比如，投資未能充分轉化為居民就業和收入。一些地區圍繞相似產業和項目進行同質化競爭，一些企業更多依靠壓低成本、價格等方式來維持競爭力，居民的工資性收入和經營性收入增長受限。

總之，提升居民消費率是一場深刻的經濟治理變革，是一項牽動經濟結構、分配格局、市場機制等的系統性工程。我們必須保持歷史耐心和戰略定力，從國民經濟循環全局出發，以改革暢通循環，以結構拓展空間，以制度穩定預期，打通制約消費各環節的卡點堵點，更好發揮消費的基礎性作用，為高質量發展注入持久而強勁的內生動力。

（作者為中國社科院世界經濟與政治研究所研究員）

信心增強 新盤屢現大手客



樓市新態
陳永傑

近年新盤市場頻現大手「掃貨兵團」，成為發展商火速去貨的一大催化劑。以2026年上半年為例，一手盤多達653組大手客掃入近1800伙，不僅較去年同期急飆1.4倍，與政府撤辣前的2023年下半年相比，更激增逾30倍，創下歷史新高。

政府全面撤辣後，加上美國踏入減息周期，市場資金成本下降，投資需求逐步釋放；加上股市帶來的財富效應，大幅增強投資者入市信心，市場普遍認為樓價已見底回升。在多項利好因素帶動下，今年上半年新盤銷情理想，不少項目更頻現「全層式掃貨」或連購多伙的情況，大手客再度成為市場焦點。

發展商亦因應市場變化調整銷售策略，透過優先揀樓、長成交期、建築期付款及額外折扣等優惠吸引大手買家，加快去貨，並營造聲勢。



▲下半年有近萬伙全新盤部署推售，大手客相信會繼續活躍，成為主要購買力。

中原地产數據顯示，今年上半年653組大手客共購入1794伙，涉及58個樓盤，不僅較去年同期購入734伙大增逾倍，涉資更已超越去年全年的162億元。同期全港一手私人住宅買賣登記錄12457宗，大手客購樓量佔整體約14%，即平均每7宗成交便有1宗來自大手客。以總涉資173億元計算，每組大手客平均豪擲約2663萬元入市，平均每組購入約2.7伙。

大手客掃貨亦集中於市場熱賣新盤。上半年共有5個焦點項目錄得逾百伙大手客承接，其中西沙SIERRA SEA以447伙高踞榜首，佔整體掃貨量約四分之一。

看重收租回報水平

資金集中於少數焦點新盤，反映投資者除了重視樓價外，亦看重發展商品牌效應與市區地段優勢，傾向選擇方便出租、租務需求強及流通性高的項目，以兼顧收租回報與未來升值潛力。

下半年仍有近萬伙全新盤部署推售，若息口維持低水平、股市持續向好，大手客相信會繼續活躍，並成為不少新盤的主要購買力。若投資資金持續流入，發展商未來推盤時，除了吸納用家外，如何吸引大手客入市，相信將成為銷售策略的重要一環。

（作者為中原地产亞太區副主席兼住宅部總裁）