



▲中國6月份稅收收入按年增10.8%，其中企業所得稅增長大幅加快至29.7%。

經濟觀察家

今年上半年，中國財政整體運行平穩、收入支出缺口收窄。其中，財政收入穩步增長，主體稅種大多增長強勁；財政支出規模進一步擴大，向民生領域和國家重大戰略任務傾斜；政府性基金預算繼續承壓。得益於收入端恢復加快，財政收支缺口收窄、平衡壓力有所緩解。

國家財政收入增 存量政策充足

今年下半年存量政策空間充足，全口徑下廣義財政空間還有超7萬億元（人民幣，下同），其中赤字、專項債、超長期特別國債、注資特別國債額度分別剩餘3.66萬億元、2.33萬億元、7280億元和3000億元，財政部門將加快擇機推出增量政策。

公共預算收入支出增速加快

一般公共預算方面，收入增長加快。6月份，得益於稅收收入增幅顯著提高，全國一般公共預算收入按年增長8.7%，比5月加快2.1個百分點；收入進度佔比為9.3%，高於過去3年同期平均值8.7%。

其中，稅收收入按年增10.8%，比5月加快4個百分點；非稅收入小幅增長，按年增速比5月回落2.7個百分點至2.9%。

主體稅種表現分化。企業所得稅按年增長29.7%，比5月加快26.4個百分點，原因是工業服務業持續增長和企業盈利能力改善；個人所得稅保持較快增長態勢，按年增速達17%，比5月加快4.6個百分點，與資本市場活躍、部分行業增收、稅務機關持續加強高收入人員納稅引導規範有關；由於外貿進出口活躍，關稅按年增速由-11.8%升至3.1%，進口環節稅由7.2%升至18.7%；印花稅保持高增，按年大幅增長96.4%，反映資本市場交易活躍。不過，國內增值稅按年增長4.9%，比5月回落3個百分點，主因是傳統行業及下游消費品製造業承壓；消費稅按年下降5.3%，跌幅相比5月擴大3.3個百分點，反映成品油、汽車等消費仍然偏弱；房地產相關稅收按年下降12.3%，降幅比5月擴大9.7個百分點，房地產市場繼續震盪尋底。

支出顯著提速。6月份，全國一般公共預算支出增速由5月下降1.6%轉為增長4%，原因是地方支出提速趨進度，從-4.4%上升至3.5%，而中央支出增速有所放緩，從11.3%降至6.8%；支出進度佔比為9.8%，略低於過去3年同期平均值10%。

從支出結構看，向民生領域和國家重大戰略任務傾斜。民生方面，支出按年增長9%，比5月加快7.4個百分點，其中教育、文化旅遊體育與傳媒、社會保障和就業支出增速分別比5月加快5.9、18.7、11.8個百分點至5.4%、-1.1%、13.2%，而衛生健康支出增速則有所放緩；科學技術方面，支出按年增長2.6%，比5月回落10.3個百分點；基建方面，整體支出按年下降1.8%，降幅相比5月收窄10.3個百分點，其中節能環保、城鄉社區、農林水、交通運輸支出增速均有所加快。

政府基金預算方面，收入持續下滑。6月份，全國政府基金預算收入按年下降31.1%，跌幅相比於5月份擴大10.9個百分點，其中國有土地使用權出讓收入降幅比5月份擴大6.4

個百分點至-42.1%，土地市場延續縮量提質的態勢；收入進度佔比為4.7%，低於過去3年同期平均值5.7%。

政府基金預算支出跌幅擴大。支出增速放緩。收入承壓情況下，6月政府基金預算支出按年下降43.7%，降幅比5月擴大32.2個百分點；支出進度佔比為6.7%，低於過去3年同期平均值8.5%。

今年上半年財政收入呈現恢復性增長。今年1至6月累計，全國一般公共預算收入按年增長4.7%，高於全年2.2%的增速目標；收入進度佔比為54.8%，高於過去3年同期平均值53.1%。其中，稅收收入按年增長5.3%，高於非稅收入3個百分點，是財政增收的核心支撐。

財政支出規模進一步擴大。今年1至6月累計，全國一般公共預算支出14.33萬億元，比去年同期增加2058億元，按年增長1.5%，低於全年4.4%的增速目標；支出進度佔比為47.8%，略低於過去3年同期平均值48%，因第一季度前置發力後，第二季度支出節奏有所放緩。

政府基金預算則持續承壓。今年1至6月累計，全國政府基金預算收入按年降21.6%，低於全年0.6%的增速目標，收入進度佔比為26.2%，低於過去3年同期平均值29.8%；全國政府基金預算支出按年降16.4%，低於全年5.1%的增速目標，支出進度佔比為32.6%，低於過去3年同期平均值34.9%。

得益於收入端恢復加快，財政收支缺口收窄、平衡壓力有所緩解。今年1至6月累計，全國一般公共預算收支差額22282億元，相較於去年同期的25705億元，雖然絕對規模上仍處於「支出大於收入」的狀態，但缺口收窄3423億元；廣義財政收支差額為45743億元，比去年同期收窄6793億元。

展望下半年，存量政策空間充足，財政部門將加快落實落細，着力提高資金效益和政策效果。從預算內看，全口徑下廣義財政空間還有超過7萬億元，其中赤字、專項債、超長期特別國債、注資特別國債額度分別剩餘3.66萬億元、2.33萬億元、7280億元和3000億元。從預算外看，今年新型政策性金融工具總額為8000億元，比去年增加3000億元，上半年主要處於項目謀劃和儲備階

段，相關資金將集中在下半年投放，預計可撬動11萬億元左右的基建投資規模。

下半年財政政策加力穩增長。同時，擇機推出增量政策。其一，中國經濟向好基礎仍需鞏固。第二季度GDP按年增長4.3%，較第一季度的5%放緩，跌破全年目標區間下沿。從生產端看，第一、第三產業增速僅小幅放緩，但第二產業增速明顯走弱，成為主要拖累。從需求端來看，外需仍然保持較強韌性，但內需壓力較大，尤其是固定資產投資降幅仍在加深。其二，外部不確定性仍大。中東停火前景高度脆弱，大概率維持「邊打邊談、局部違約、間歇升級」的僵持狀態，全面持久停火短期內難以實現，加之俄烏衝突未見緩和、東亞地緣緊張發酵多點並發，全球能源與航運體系面臨連鎖衝擊；全球貨幣政策呈現出結構性偏緊與鷹派轉向的趨勢，或引發全球流動性邊際收緊。其三，上半年財政收支缺口收窄，為下半年發力提供基礎。

增量政策工具箱中，盤活地方債結存限額推出的概率最高。一方面，盤活有空間。截至2025年末，地方債餘額54.82萬億元，限額57.99萬億元，扣除2萬億元化債專用，還有1.17萬億元盤活空間。另一方面，近年來多次使用。2022年盤活5000億元，重點支持在建項目；2024年盤活4000億元，用於化解存量政府投資項目債務和消化政府拖欠企業賬款；2025年盤活5000億元，3000億元用於化債，其餘用於補充綜合財力及支持經濟大省符合條件的項目建設。

除此之外，可能的增量政策還有，一是財政貼息與補貼工具擴容，針對特定困難行業或重點群體實施定向貼息或補貼；二是超長期特別國債擴容，在既定1.3萬億元基礎上追加發行額度，用於支持「兩新」（大規模設備更新和消費品以舊換新）「兩重」（國家重大戰略實施和重點領域安全能力建設）；三是準財政工具加碼，擴大政策性金融工具規模，作為對沖有效需求不足的補充手段；四是提前下達明年部分地方債額度。除2021年以外，近幾年財政部都會向地方提前下達次年部分新增地方債額度，從而加快地方債發行使用進度，盡早形成實物工作量，助力經濟平穩開局。

（作者為民生銀行首席經濟學家）

優化貨幣政策 暢通傳導機制



王一鸣 市場脈搏

中國經濟進入高質量發展階段後，經濟增長模式從數量擴張轉向質量提升，貨幣信貸增長的約束條件也隨之由供給端轉向需求端，流動性環境從相對短缺轉為相對寬鬆。在這一背景下，數量調控的影響力大幅下降，價格調控的重要性持續上升，中國貨幣政策框架發生明顯變化。

第一，中間目標從數量型向價格型轉變。過去，貨幣政策將廣義貨幣（M2）和社會融資規模等數量型目標與經濟增長目標掛鉤。當前存量社融、M2和貸款餘額規模已經很大，加之房地產和融資平台的貸款需求收縮，新增信貸往往需要先填補存量債務收縮的缺口才能實現正增長，單純追求數量擴張的難度愈來愈大。因此，貨幣政策正逐步淡化數量型目標，強化價格型目標。

第二，利率傳導機制發生重大變化。人民銀行已明確將7天期逆回購利率作為主要政策利率，標誌着以價格型調控為主導、以利率為核心的貨幣政策框架逐步形成。但目前仍面臨短端利率向長端利率傳導節奏不一致、市場預期不穩定，以及貸款市場報價利率（LPR）等機制有待進一步完善的問題。

第三，國債買賣成為基礎貨幣投放的新渠道。公開市場國債買賣的引入，實際上構建了一種全新的基礎貨幣投放機制。這標誌着基礎貨幣投放渠道從早期的外匯佔款被動投放，到中期借貸便利（MLF）等公開市場操作工具投放，進一步拓展至國債買賣渠道。

第四，結構性貨幣政策工具使用明顯增多。貨幣政策是總量政策，但中國經濟運行仍面臨深層結構性問題，單靠總量政策難以有效應對結構性矛盾。近年來，結構性貨幣政策工具的使用頻率和規模有所上升。目前，結構性貨幣政策工具餘額在人民銀行資產負債表規模的佔比大體維持在15%左右，在未來仍有必要保持一定規模，但要把握合理適度、有進有退。

第五，預期管理得到加強。現代貨幣政策的重要特徵之一是央行能夠把政策考慮與市場主體及時進行較為透明、清晰的溝通。近年來，貨幣政策愈來愈注重與市場主體進行常態化、機制化的溝通，通過引導市場預期來強化政策傳導的有效性。

中國貨幣政策框架持續優化，但新框架在運行過程中仍面臨新的問題。

第一，短端利率向長端利率的傳導尚不順暢。短端利率與長端利率的變動不同步，有可能釋放出不同信號，造成市場誤讀，甚至帶來套利行為，利率由短及長的傳導機制有待進一步完善。

第二，利率走廊仍然過寬。目前的利率走廊以超額準備金利率為下限、以常備借貸便利（SLF）利率為上限，兩者之間約有2個百分點的彈性區間。過

寬的利率走廊容易使政策利率信號不夠明確，不利於提升預期管理的有效性。

第三，商業銀行仍然存在規模擴張情結。低息放貸、高息攬儲、手工補息等現象仍有發生，阻礙利率傳導機制的有效運行，銀行的內部約束機制有待強化。

第四，信貸投放受到融資需求下降的制約。在宏觀融資需求降低下，「寬貨幣」難以轉化為「寬信用」，即貨幣供給未能充分轉化為實體經濟的投資和消費需求，造成部分資金在金融體系內空轉。

第五，財政政策與貨幣政策的協同有待加強。當前財政政策已深度嵌入基礎貨幣投放過程。隨着政府債券發行規模持續擴大，其對市場流動性的影響日益顯著，財政政策與貨幣政策的協同問題日益迫切。

建財策幣策協同機制

進一步暢通貨幣政策傳導機制，建議從以下幾方面着手：

第一，進一步推進利率市場化改革。既要完善政策利率體系，也要健全市場利率的形成機制。在政策利率層面，應疏通短端利率向長端利率的傳導路徑，理順LPR的定價機制；在國債收益率曲線層面，應持續改善基準利率曲線的代表性與完整性，為市場主體的利率定價提供更為堅實的參考基礎。

第二，適度收窄利率走廊寬度。通過壓縮上下限之間的區間，減少政策信號的模糊性，引導市場形成更加穩定和明確的利率預期，從而提升價格型調控工具的實際效果。

第三，完善銀行業監管機制。引導商業銀行逐步從規模擴張模式向質量導向模式轉變，強化中小金融機構的內部風控約束，糾正低息放貸、高息攬儲等不規範行為，切實提升金融資源的配置效率與貨幣政策傳導的暢通程度。

第四，大力發展直接融資市場。當前直接融資比重與中國經濟轉型升級的內在需求仍不完全匹配。隨着科技創新和產業創新成為經濟增長的主引擎，金融循環正從過去「房地產—土地—金融」的傳統模式向「科技—產業—金融」的新模式加速轉變。經濟信貸依賴度下降，直接融資的重要性不斷上升。間接融資佔比過高，不利貨幣政策效率的提升。因此，發展股權類投資等直接融資工具，是新循環模式下必然選擇。

第五，建立財政政策與貨幣政策協同機制。隨着政府債券發行規模持續擴大，貨幣政策與財政政策的相互影響日益加深。應探索建立制度性協調機制，明確財政操作對流動性的影響路徑與反饋機制，促進兩者在宏觀調控目標層面形成有機整合與協同發力，共同服務於穩增長、防風險的經濟大局。

（作者為中國國際經濟交流中心副理事長）

家辦持續進駐 豪宅需求強勁



馬泰陽 樓市新態

近年一手庫存居高不下，然而，隨着特區政府與發展商積極「去庫存」，市場供求關係穩步向健康平衡的軌道邁進。美聯物業研究中心綜合屋宇署資料顯示，5月份私人住宅落成量按月大減59.7%至809伙，今年首5個月累計落成量僅4382伙，較去年同期新低，反映新增供應有所放緩。

在整體落成量低迷下，高端豪宅市場的供應短缺尤為嚴峻。今年首5個月，實用面積約1722方呎或以上的E類大單位落成量僅11伙，佔總落成量的0.25%。即使對照差估署今年全年預測的126伙目標，目前進度亦不足一成。值得注意的是，差估署預測2026年E類單位落成量將進一步跌至104伙，屆時將創1972年有紀錄以來54年的歷史新低。

然而，與匱乏的供應相比，高端買賣市場卻展現驚人的吸納力。今年上半年E類大單位錄得194宗一手成交，直接衝破全年預測落成的126伙。回顧去年，此類單位全年一手成交達311宗，亦高出同年165伙落成量近九成，反映豪宅市場已連續2年呈現強烈的「超額吸納」。

豪宅與大單位的供不應求已非短期現象，似乎正慢慢演變成結構性新趨勢。在高淨值人口及家族辦公室持續進駐下，高端資產配置的需求極為強勁。正因如此，特區政府趁市況回暖積極推地，無疑有助穩定中長期供應，促進樓

市更健康發展。

高端買賣市場受捧的同時，各方人才到港亦改寫本港租賃生態。隨着「留學香港」品牌效應展現，在早前國際高等教育機構公布的「2027QS世界大學排名」中，本港4所大學躋身世界50強，吸引龐大非本地生赴港升學。

留學生租賃增 租金屢破頂

綜合市場數據，全港逾30間大專院校現有約26.8萬名學生，其中約8.84萬名非本地生。然而，全港院校宿位僅約5萬個。假設當中半數宿位分配予非本地生，實際可用宿位僅約2.5萬個，意味着平均約3.5名非本地生需角逐1個宿位，龐大供求缺口迫使大批學生轉投私人市場。

受學生租務剛需爆發帶動，美聯「租金走勢圖」6月份平均呎租歷史性衝破40元大關，連續6個月破頂。敏銳的商業巨頭亦嗅到龐大商機，市傳近期有大型內地電商豪擲逾10億元購入灣仔及油麻地酒店，冀改建成學生宿舍應市。商業巨頭的跨界布局，為本港租賃潛力提供強力佐證。

從高端買賣市場的超額吸納，內地企業踴躍落戶、到租賃市場的「月月破頂」，均全方位展現出本港房地產市場的剛需及韌性。展望未來，隨着高才、專才與非本地生源滾滾到港，這股強勁的租務剛需將逐步轉化為未來的買賣動力，為本港樓市健康發展注入新動能。

（作者為美聯集團行政總裁暨美聯物業執行董事）