



▲以舊換新政策持續顯效，今年以來以舊換新相關商品銷售額超過1.4萬億元。

經濟觀察家

今年以來中國財政政策靠前發力，對提振內需、穩定增長提供重要支撐。不可否認，下半年外需挑戰增多，決策者明確表示「可以根據形勢變化及時推出增量儲備政策」，預計仍有較多政策工具可以彌補收入缺口，保障下半年財政支出的穩健增長。

穩經濟增長 財政政策再發力

江南曉望
張婉 彭助

2025年前五個月，廣義財政收入同比下降1.3%，降幅較2024年同期2.0%的降幅有所收窄。期內全國一般公共預算收入同比下降0.3%，2024年小幅增長1.3%；5月一般公共預算收入同比增長0.1%，較4月增速回落1.8個百分點。同時，全國政府性基金收入同比下降6.9%，2024年全年下跌12.2%；5月當月政府性基金收入同比下降8.1%，4月同比增長8.1%。無論是一般公共預算還是政府性基金預算，都存在5月收入放緩的趨勢。

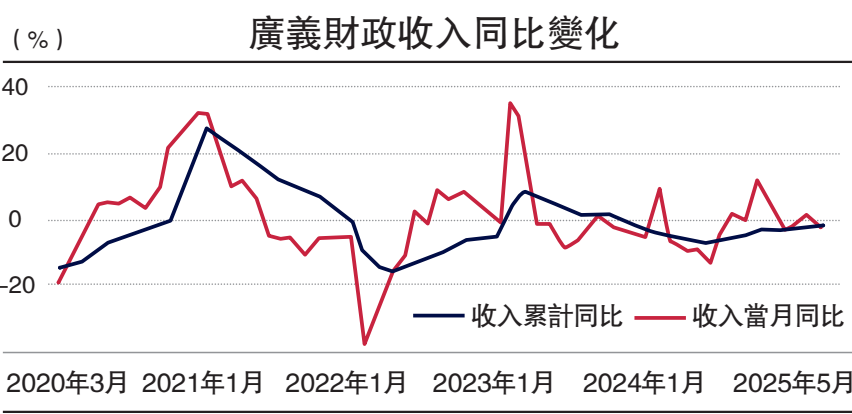
具體而言，佔一般公共預算收入80%的稅收收入在一季度同比下跌3.5%之後，4月至5月連續兩個月同比增長，5月同比增長0.6%，弱於4月1.9%的增速，前五個月同比下跌1.6%，明顯低於3.7%的全年預算增長目標。5月稅收收入放緩也與企業收入下降趨勢一致；5月規模以上工業企業營業收入增長0.8%，較上月放緩1.8個百分點，利潤同比明顯下跌9%，對上一個月增長2.9%。在經歷去年高增長後，非稅收入增速逐月放緩，5月同比下跌2.2%，前五個月非稅收入累計增長6.2%，2024年全年增長25.4%，2025年年初預算是下跌14.2%。

由於當前物價低位運行的挑戰依然突出，下半年貿易摩擦衝突影響更加明顯，一般公共預算收入增長相應承壓。如果參考2020年至2024年前五個月平均進度，2025年全年一般公共預算收入21.69萬億元（人民幣，下同），較預算缺口3000億元。在基準情景下，筆者預計2025年稅收收入和
非稅收入分別同比下降0.5%和6.7%，全國一般公共預算收入下降1.8%，低於財政預算中增長0.1%目標，形成約4000億元的收入預算缺口。

政府債券發行提速

相比一般公共預算，土地收入收縮壓力可能是實現全年廣義財政收入目標更艱巨的挑戰。地方政府的土地出讓收入佔全國政府性基金收入近80%，前五個月同比下降11.9%，2024年下跌16%。但隨着4月下旬以來，房地產市場邊際走弱，5月當月國有土地出讓收入在4月短暫增長3.9%後，同比下降14.2%；這也導致5月全國政府性基金收入在4月同比增長8.1%後轉為同比下降8.1%。全年來看，土地出讓收入復甦的難度較大，預計2025年全年政府性基金收入仍下降8%至10%左右，可能導致5000億至6000億元的收入缺口。綜合計算，全國廣義財政收入的預算總缺口預計8000億到1萬億元左右。

在收入增長不及預期的背景下，廣義財政支出增長主要來自國債和地方政府專項債的加快發行。2025年前五個月，新增政府債券4.66萬億元，較2024年同期的2.53萬億元大幅增加2.13萬億元，其中包括：新增國債2.67萬億元，同比增加1.6萬億元；新增地方政府債（包括一般債和專項債）1.98萬億元，同比增加0.53萬億



元。根據2025年新增政府債券11.86萬億元的預算測算，6月至12月的剩餘發行額度為7.2萬億元，規模較大，但較2024年同期的6.7萬億元僅多0.5萬億元，對社會融資、廣義財政支出和經濟增長的拉動力較上半年趨於下降。

2025年前五個月，政府債券融資加速主要得益於國債靠前發力；截至5月，國債發行已完成6.6萬億元全年預算的40.2%，遠高於2024年同期的24.0%及2020年至2023年同期14%平均水平。在使用上，今年擬發行4.8萬億元一般國債用來支持一般公共預算赤字；同時發行1.8萬億元特別國債，其中5000億元用來補充大型銀行資本金，8000億元用於支持「兩重」項目，5000億元用於支持「兩新」項目。在使用上，目前一般公共預算支出主要向民生相關領域傾斜：前五個月，社保與就業支出和教育支出分別同比增長9.2%和6.7%，顯著高於2024年5.6%和2%增速。

特別國債資金方面，「兩新」項目已下達特別國債資金3550億元，帶動耐用消費和設備投資大幅增長；前五個月家電、文化及辦公用品、傢具和通訊設備的零售額分別同比高增30.2%、25.7%、21.4%和27.1%，設備投資同比增長17.5%。根據發改委介紹，第三批以舊換新資金投放和第二批設備更新名單均在進行中。

相比國債發行和使用，地方政府債券，特別是地方專項債發行進度較去年改善，但發行和使用仍相對較慢。新增地方專項債的發行進度從2024年前五個月的28.9%提高至今年的37.1%，但仍低於2023年同期48%和2022年同期50%的水平。目前地方政府債券仍主要投向市政產業園區和基礎設施建設。根據地方政府債券市場報告，前四個月新增地方政府債券融資中（包括小部分地方政府一般債），26%用於市政和產業園區投資、32%用於基礎設施建設、13%用於社會事業、11%用於保障性安居工程。

增量政策值得期待

總體上看，雖然年初已放鬆了部分省份的專項債使用要求，但專項債發行或仍受制於項目不足；項目不足的情況下，近期還有部分地方調整預算範圍，擴大新增專項債使用資金至補充政府性基金財力和償還拖欠的企業欠款。下半年地方專項債的適用範圍有待進一步放鬆以加快發行步伐。受益於政府債券融資擴張靠前，

2025年前五個月，全國廣義財政支出同比增長6.6%，相比2024年增長2.7%明顯加快。分中央和地方看，前五個月，中央廣義財政支出同比增長11.7%，2024年增長5.4%；地方廣義財政支出佔全國廣義財政支出的88%，前五個月同比增長6.0%，較2024年高3.6個百分點。地方財政支出的增長加快持續推動地方政府隱性債務化解，據財政部介紹，目前已發行用於置換存量隱性債務的再融資債券1.63萬億元，完成今年2萬億元限額的81.5%，同時2025年安排的中央對地方轉移支付10.34萬億元，目前已下達9.03萬億元。

「兩本賬」分開來看，全國一般公共預算支出在2025年前五個月同比增長4.2%，較2024年增速高出0.6個百分點，完成全年預算的38.0%，進度與2023年、2024年預算進度接近但高於2020年至2022年37.6%的平均水平。全國政府性基金支出前五個月同比大增16.0%，增速較前四個月下降1.7個百分點，但遠高於2024年微增0.2%的水平。

但5月廣義財政支出增速放緩明顯，同比增長4.0%，較4月回落8.9個百分點。其中，中央廣義財政支出仍保持12%左右的快速增速，主要是當月廣義地方財政支出同比增速從4月的13.1%大幅回落至5月的2.7%，反映了5月賣地收入下降和新增地方專項債同比擴張放緩的共同影響。

上半年經濟有望增逾5%

在財政支出靠前發力後，下半年廣義支出增速存在放緩的壓力，但中國經濟在上半年有望實現5%以上的較高增長，降低完成全年增長目標的難度，對財政大幅擴張的訴求下降。預計下半年會繼續落實已有的政策，包括加快地方專項債發行使用和項目建設進度，考慮適當擴大專項債投向領域和用作資本金範圍，適當增加或提前下達中央預算內投資，優化特別國債資金使用節奏，鼓勵地方盤活閒置資產等。

另一方面，考慮到年內收入仍存在缺口及下半年經濟增長勢頭存在放緩壓力，仍有必要補充新的財政資金來保障財政支出平穩增長。預計潛在的資金來源或包括：使用已安排但未使用的部分地方專項債結存限額，增加政策性金融工具的使用，以及在必要時刻考慮適當新增赤字或特別國債規模。

（作者張婉、彭助均為中銀國際分析師）

從「和中國交易」到「向中國學習」



共創共享
戈峻

上周末的夏季達沃斯論壇上，麥肯錫中國區主席倪以理說了一句讓許多國際企業深有感觸的話：「外企要向中國學習，把中國經驗引入全球管理中。」這讓我想起2023年，特斯拉上海超級工廠第200萬輛電動車下線時，馬斯克在社交媒體上的感慨：「中國供應鏈的效率與創新力，正在重新定義全球製造邏輯。」

上述言論揭開了一個關鍵轉折——當中國不再是簡單的「市場」或「工廠」，當「世界工廠」進化為「全球創新實驗室」，在華外企的戰略關鍵詞正從「Deal with China」（和中國交易）悄然轉向「Learn from China」（向中國學習）。

創新領域從跟跑到領跑

中國市場定位轉變的背後，是中國商業生態的質變。單是2024年，中國經濟總量就達到130萬億元人民幣，佔全球GDP的18%，穩居世界第二大經濟體。過去十年，中國不僅建成了全球最完整的工業體系，更在數字經濟、新能源、智能製造等領域實現了從跟跑到領跑的跨越。

杭州的「城市大腦」用算法優化交通，深圳的無人機企業重新定義物流，合肥的「量子大道」聚集着全球頂尖的量子計算團隊。這些創新不是實驗室裏的孤島，而是深度嵌入消費市場、產業鏈條的活態生態。外企若想在中國市場保持競爭力，就必須理解「中國速度」背後的底層邏輯：從「政策引導＋市場驅動」的雙輪模式，到「用戶共創＋快速迭代」的產品哲學，從「產業生態協同」的組織方式，到「技術普惠」的價值導向等等。

向中國學習的本質，是學習一種面向未來的商業思維。除了特斯拉，不少企業已經在學習的路上。聯合利華在成都設立「中國研發中心」，不再簡單複製歐美產品，而是針對中國消費者的護膚習慣開發「小包裝」、「分齡護理」等創新品類；寶馬在瀋陽建設「燈

塔工廠」，將中國的柔性生產線經驗反向輸入德國；星巴克在深圳開設「數字飛輪實驗室」，從中國的移動支付、私域運營中提煉出「全渠道會員體系」，並已在亞太地區推廣；英特爾在中國成立人工智能創新中心，與本地企業合作開發針對中國市場的AI解決方案；阿迪達斯在中國市場運用數字化營銷，通過微信小程序實現個性化定製服務，這一模式如今已輸出到歐洲和北美地區。

引領全球商業範式轉變

上述案例證明，當外企跳出「中國市場特殊論」的偏見，以開放心態解碼中國商業實踐，往往能獲得超越單一市場的戰略啟示，而更深遠的意義是這種學習正在重塑全球商業文明。

中國市場的特殊性在於，既是超大規模市場，又是「技術－產業－市場」高速迭代的最前線。在這裏，5G基站建設與工業互聯網應用同步推進，新能源汽車產銷量與充電網絡布局互為支撐，這種「應用牽引－技術攻關－產業升級」的閉環，為全球提供了「創新加速」的中國方案。外企的「學習」，本質上是在參與一場全球商業文明的對話：從「中國製造」到「中國創造」，從「市場紅利」到「創新紅利」，中國正在為世界貢獻新的商業範式。

站在全球化的十字路口，「Learn from China」並非來自中國的驕傲表述，而是國際化企業相互融合、共贏未來的必然選擇。當中國以「新發展格局」融入世界，當「雙循環」釋放更大市場潛力，外企學習中國的能力將成為其全球競爭力的又一核心指標。這不是簡單的策略調整，而是一種商業文明的進化——從單向的「輸出一接受」，到雙向的「互鑒－共生」。

正如一位跨國公司CEO所言：「今天的中國，正在教我們如何定義未來。」而這，或許就是全球化最美好的模樣。

（作者為天九企服董事長兼CEO）



▲本港六月整體物業註冊量合共錄7271宗，較五月上揚約2.9%，並創七個月新高。

多項利好疊加 港樓蓄勢待發



主樓布陣
布少明

據土地註冊處資料顯示，6月整體物業（包括一手私樓、二手住宅、一手公營房屋、工商舖、純車位及其他等）註冊量合共錄7271宗，較5月6442宗上升約12.9%，並創七個月新高。隨着6月份整體物業註冊量回升，帶動第二季宗數升至20942宗，比起一季度15906宗上升約31.7%。宗數除了創出近一年季度新高外，亦是自2021年三季度後的逾三年半次高。次季二手住宅（包括二手私人住宅及二手公營房屋）錄12362宗註冊，較首季的9020宗增加約37.1%，創四個季度新高。

拆息下行利好樓市

以上數據反映，儘管二季度經歷關稅戰的爆發，但隨着相關局勢降溫，加上近月拆息回落，以及配合財案調低細價物業印花稅的效應，均帶動二季度整體物業註冊量按季顯著上升。

近期樓市復甦的跡象顯而易見，背後離不開多項利好因素。首先，香港上半年重奪全球IPO集資額首位。據兩間國際級會計師行先後發表的報告，本港上半年集資總額達1071億元。若市場環境持續向好，全年IPO集資額有望挑戰2500億元，穩坐全球第一。這不僅反映全球投資者對香港市場的信心，亦為樓市與股市的聯動發展提供強大支撐。

其次，商務部新聞發言人昨日表示，中美倫敦經貿會談後，雙方於近期

確認了落實兩國元首6月5日通話重要共識和鞏固日內瓦經貿會談成果的具體細節。目前，雙方團隊正在加緊落實倫敦框架有關成果。中方正依法依规審批符合條件的管制物項出口許可申請。美方也採取相應行動，取消對華採取的一系列限制性措施，有關情況已向中方作了通報。

上述反映中美關稅戰可能步向終章，為香港作為國際金融中心的市場信心注入動力，間接利好樓市。

大行唱好地產前景

再者，有國際性投行亦對香港投下信心一票，最新報告對本港樓市持「樂觀」態度，指出香港樓市已顯現「觸底」跡象，並預測未來四至五年將進入「上升周期」。這一轉變不僅是樓市的正面信號，更彰顯了香港樓市穩健的實力及穩中向好的潛力。

第四，就是市況方面，雖然近期港元拆息波動，但亦有銀行繼續積極搶按揭業務。據悉最近有兩間中小型銀行將按揭現金回贈增加至最高1%，成為市場上最高回贈的銀行之一。在業界樓按取態轉趨積極下，相信有助提振買家入市信心，帶動樓市漸趨回暖。

在多重利好因素推動下，市場人士普遍對後市表示樂觀。香港作為國際金融中心的獨特地位，結合穩健的市場基礎與政策支持，樓市正蓄勢待發，預計下半年交投及價格將持續復甦，而長期向好的趨勢不變，未來可期。

（作者為美聯物業住宅部行政總裁）