



▲中國的貨幣總量與GDP的比值一直維持增長，說明中國的貨幣投放一直保持擴張態勢。

經濟觀察家

金融數據時效性強，置信度高，其總量
和結構變化，不僅體現貨幣向實體傳導的效果，更能用於分析經濟運行的堵點。過去幾年，在中國金融運行過程中出現了多方面的結構性分化或失衡，這些失衡現象背後提示出中國貨幣傳導與經濟運行存在明顯堵點。通過分析這些分化背後的原因，可能更有利于我們理解當前中國經濟運行的邏輯，也有助於更好的把握未來宏觀政策的走向。

從金融分化看經濟運行堵點



交銀觀察

金融運

行有五大分化及原因：

唐建偉

1、M2與通脹的分化

從M2與GDP的比值變化趨勢來看，疫情之後，為應對通脹，大部分西方國家在收緊貨幣政策，其M2相對GDP的比例都在收縮，只有中國的貨幣總量與GDP的比值從2021年之後逆勢增長，說明中國的貨幣投放一直保持擴張態勢。

根據貨幣數量公式MV=PY，假設其他變量不變，貨幣投放量(M)加大，應當轉化為物價(P)上漲。但從實際數據看，雖然我們的貨幣增速快於發達經濟體，但我們的通脹水平反而低於這些國家，說明貨幣流通速度(V)在下降，制約了貨幣傳導效果。

與此同時，在大量貨幣投放背景下，民營企業的融資成本仍然偏高。民間小額借貸公司放款利率2021年以來整體趨勢上行，截至2025年2月份上升至20%，接近2024年中20.4%的歷史高點，民營企業融資貴的壓力並沒有緩解，說明貨幣寬鬆並沒有帶來信用寬鬆的效果。

2、M2與M1的分化

中國M2–M1剪刀差在2024年1–9月持續走闊，2024年9月達到10.1%的歷史高點。由於M1是活期存款，M2包含活期和定期，所以M2–M1剪刀差走闊，意味着存款整體呈現定期化趨勢。

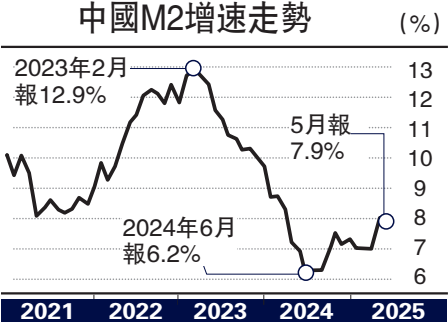
M2–M1剪刀差走闊的原因是由於大行作為服務實體經濟的主力軍，國家對其信貸增速有目標要求，疊加貸款利率下行快於存款利率，不同主體的資金最終匯集到利率最高的定期存款，形成「大行放貸、企業存款、小行買債」的空轉鏈條，推高了M2增速。2024年4月份清理手工補息後，銀行存款利率經歷多次下調，加之央行多次提示長端利率風險，多重因素下，「大銀行放貸—小銀行買債」形式的資金空轉得到緩解，表現為大行相對小行的貸款增速下降，小行相對大行的購債增速也明顯放緩。但清理空轉之後，M1同比增速在去年5月份又罕見地轉為同比負增長。M1低位運行表明資金活化度不夠。

在9·24政策轉向後，去年四季度財政存款投放明顯加快，二手房價格逐步止跌企穩，資本市場活躍度提升，均有利存款活化。M2–M1剪刀差從去年10月起迅速收窄，活期和定期存款的失衡已經得到很大緩解。但由於當前M1增速仍在低位，表明居民和企業等微觀主體信心仍然偏弱。

3、居民存款與企業存款的分化

疫情以來，中國居民存款相對企業存款在加速累積：居民存款從2021年1月的94萬億元（人民幣，下同）上升至2025年3月的160萬億元，增幅超過70%；而同期企業存款從67萬億元增加至80萬億元，僅增加了19%。企業存款同比更是在去年4月份轉為同比負增長，這在歷史上是從未出現過的。

企業存款少增，原因有三：一是疫情之後，企業盈利能力下降，部分



企業主動或被動停止經營，導致新增市場主體數量減少。二是一些企業為應對美國貿易戰，把生產轉移到境外，增加了海外投資，相應境內投資和存款肯定是減少的；三是規範手工補息之後，大量企業活期存款轉為定期或買了理財產品，整體也體現為企業存款的下降。

居民存款多增，也有三個因素共同推動：一是疫情導致居民消費預期轉弱，居民消費傾向下降；二是房地產市場持續調整，居民購房意願明顯下降，而此前居民買房是資金從居民存款賬戶轉換為房地產企業預售資金（體現為企業活期存款）的主要渠道；三是去年9·24之前資本市場持續調整影響了居民金融資產投資熱情，居民持續減少股票和理財產品的投資，體現為資金從銀行表外回流到表內，帶來居民存款的增長。

居民不消費，不買房和不投資帶來居民存款相對企業存款增長過多，恰恰反映了企業和居民之間內循環不暢，這會進一步壓低貨幣流通速度。

4、非銀存款與實體存款的分化

近兩年存款非銀化明顯，體現為非銀存款快速增加，而實體存款增加相對偏慢：以前證券、基金、保險、銀行理財子公司等非銀機構都是從銀行融入資金，但2024年開始非銀從銀行融入的資金同比增速由正轉負，資金從非銀向銀行「倒灌」。反映在M2結構裏，是非銀存款規模和增速同比從2023年9月開始加速增長，這一現象在2024年三季度表現得尤為明顯。

非銀存款大增，原因有二：一是從儲戶（企業和居民）視角，在低利率環境下，在可選擇的金融產品中，存款由於2024年4月清理手工補息、降存款利率之後吸引力明顯下降。居民和企業的資金尋求更高收益，流出銀行體系，流向了在近似風險水平下、回報率更高的貨基、債基和理財，造成「存款非銀化」。二是從銀行視角，也有動力吸收非銀存款。經歷清理手工補息，以及多輪存款利率下調後，企業將存款搬家至理財和貨基，銀行面臨資金短缺，被迫通過提升同業存款利率的方式從非銀機構吸收存款，緩解負債端壓力。

非銀存款多增會造成政策的兩難：一是如果不限制非銀存款擴張，可能導致銀行資金來源穩定性下降、負債成本抬升，息差收窄和金融風險上升。二是如果限制非銀存款擴張，可能讓銀行流動性面臨新挑戰。去年11月非銀存款自律新規後，銀行的非銀存款規模下降，加劇銀行融資困境，導致銀行從原來的「資產荒」演變成目前的「負債荒」。

5、大型銀行與中小銀行存款的分化

手工補息、同業存款被規範主要

衝擊大行存款。自2024年4月手工補息被規範，大行和中小銀行存款增速走勢就出現了明顯的背離，中小銀行存款增速持續提升，大行存款增速大幅回落。7月手工補息影響消除後大行存款增速有所提升，但2024年11月以來又出現了大幅下滑，主要是同業存款被規範，2024年12月和2025年1月大行非銀存款分別下降了3.2萬億元和1.1萬億元。2月非銀存款新增2.8萬億元，一方面是同業存款調整接近尾聲，另一方面是2月以來資本市場表現較好，居民存款流向非銀機構，轉換為非銀保證金存款。3月非銀存款又轉為下降1.4萬億元。

相較於大行，城農商行深耕本地，客群以縣域居民和中小企業為主，2024年被規範的手工補息以及同業存款涉及規模不大。同時，城農商行依託地緣人緣優勢，客戶黏性較強，並且價格是城農商行攬儲的重要方式，城農商行一般存款利率普遍都要高一點，因此手工補息和同業存款被規範後，涉及的部分存款從大行流向了利率更高的城農商行。

大行與中小銀行信貸投放的差異加劇二者之間存款的分化：疫情以來大行配合穩增長要求，貸款投放相對更積極，中小銀行信貸需求疲軟，主要資金運用是買債券。以前，中小行放貸給小企業和個人，小微企業或個人客戶拿了信貸資金，支出後會有一部分流向大行，相當於是一種資金回流大行的渠道。因此，目前中小企業信貸投放疲軟，也是大行存款增長放緩的因素之一。背後反映的則是中小企業和個人的信貸需求不足的問題。

啟示及政策建議

以上五個方面的結構性失衡，表明當前中國貨幣傳導存在明顯的堵點，資金淤積在金融體系內逐利沒能有效支持實體經濟，寬貨幣難以有效轉化為真正的寬信用。貨幣傳導受阻背後的原因是實體經濟預期回報率偏低，反應的是微觀經濟主體信心不足帶來的內需偏弱的問題，居民不消費不投資、企業不願意擴大再生產，導致居民和企業之間的內循環不暢，進而拖累了貨幣擴張效率和經濟增長。

在總需求偏弱(特別是內需不足)下，要暢通貨幣傳導，重點在於提振居民消費，暢通企業和居民部門的內循環，從而改善實體經濟的預期回報，避免資金在金融體系內空轉。

展望2025年，美國加徵關稅使得外需不確定因素加重，出口對中國經濟的拉動作用可能減弱。為有效應對外圍衝擊，宏觀政策必須通過加大擴大內需力度來對沖外需減弱的影響，促進經濟保持穩健運行。

貨幣政策仍應保持流動性充裕，適時降準降息，緩解銀行負債端壓力同時降低實體經濟綜合融資成本。財政政策重點是「投資於人」，通過修復居民資產負債表來穩定其預期，提升邊際消費傾向。同時還要穩住樓市和股市，提振市場信心，提升貨幣交易活躍度和貨幣流通速度。

（作者為交通銀行金融研究中心首席研究員，文章只代表作者個人觀點，與所在單位無關）

成思危與中國金融發展



張繼中

6月11日，我們迎來了原中國全國人大常委會副委員長、國際金融論壇（IFF）創始主席、中國風險投資之父、著名經濟學家和社會活動家成思危先生誕辰90周年。轉眼間，先生離開我們已經10年了，但他在中國經濟與金融領域所做出的巨大貢獻，如同璀璨星辰，照亮了後人前行的道路，也深深鐫刻在每一位國際金融論壇成員的心中。

誕辰銘記：成思危先生與IFF的創立征程
回首往昔，那是中國經濟面臨重重困難與挑戰的時期，時值「非典」肆虐，人民幣匯率遭受嚴重打壓，金融市場亟待開放與創新，急需與國際接軌以尋求更廣闊的發展空間。在此關鍵時刻，在時任國家領導人的大力支持下，成思危先生與諸多創始成員挺身而出，以卓越的戰略眼光和非凡的勇氣，開創新局。他率領我們及諸多同仁積極奔走，與聯合國、世界銀行、國際貨幣基金組織（IMF）以及G20國家重要代表們反覆溝通協商，共同謀劃構建一個能夠促進國際金融交流與合作的重要平台，而這個偉大的構想最終化為了現實，國際金融論壇（IFF）應運而生。

成思危先生對於IFF創立的付出，絕非只是提出一個理念和倡議這般簡單。他憑藉深厚的經濟金融知識底蘊、豐富的國際交往經驗，以及極具感染力的個人魅力，向各方詳細闡述了IFF成立的必要性與可行性。他向聯合國秘書長強調了加強國際金融對話與合作對於全球經濟穩定發展的重要意義；向世界銀行主要負責人闡述了中國金融市場的巨大潛力，以及其在全球金融體系中日益重要的地位；與IMF總裁及專家們深入探討了國際金融監管、貨幣體系改革等問題，指出IFF可以為這些問題的解決提供一個全新的交流途徑。

他還與G20國家的領導人們反覆商討，在全球經濟治理的背景下，如何通過IFF這一平台凝聚各國智慧，形成應對全球性金融挑戰的合力。那些日子裏，他帶領我們與各位同仁不知疲倦地穿梭於各國之間，召開一場又一場的會議，克服了諸多文化差異、利益分歧等困難，最終使各方達成了共識，共同開啟了IFF這一國際金融合作篇章。

領航十二載：成思危先生與IFF的成長及中國金融突破
作為國際金融論壇（IFF）創始主席，在成思危先生領導的12年間，IFF發展成為國際知名的金融外交及戰略智庫平台。他以IFF主席身份，多次代表中國出訪世界各國，與各界政要、財經領袖、金融界的專家學者溝通交流，讓世界更多地了解中國，為中國金融外交盡心盡力。在推動中國金融市場國際化的征程中，先生更是扮演了不可替代的角色。

資金湧港 超豪宅市道旺



主樓布陣
布少明

隨着中美貿易談判進展順利，關稅戰緊張局勢有所緩和，加上本港股市逐步回穩，以及銀行同業拆息回落，多重利好因素有效提振樓市氣氛。一手物業市場表現亮眼，豪宅交投亦顯著回升，市場熱度持續升溫。

根據美聯物業業研究中心綜合《一手住宅物業銷售資訊網》數據及市場消息，5月份逾5000萬元的一手豪宅成交量攀升至約40宗，較4月份大升近74%，創半年新高。踏入6月，豪宅新盤承接力持續強勁，僅11日內已錄得14宗逾5000萬元的一手成交。連同今年4月及5月數據，第二季至今（截至6月11日）共錄得77宗豪宅成交，較首季的64宗增長約20%，顯示市場需求穩健。

超級豪宅市場尤為火熱，第二季更錄得多宗「億元」大刁，凸顯市場強勁購買力，當中包括堤外一間院墅以約10億元成交，山頂Mount Nicholson第二期頂層特色單位以約6.09億元售出，以及傳媒報道指某家族辦公室董事斥資1.53億元購入貝沙灣單號洋房，充分反映豪宅市場「有價有市」。

近期，資金持續湧入香港，銀行業已現「水浸」跡象。根據金管局最新數據，截至今年4月底，本港銀行存款總額突破18萬億元，按年增長逾9%，連續15個月錄得升幅。配合低拆息環境及樓市利好因素，資金加速流入物業

他提交的《關於盡快發展我國風險投資事業的提案》，開啟了中國風險投資事業的新篇章，被譽為「中國風險投資之父」。他提出採取「三步走」的辦法建立二板市場，提出要逐步向創業板過渡，促進了中國創業板正式上市。

他深知，中國金融市場的開放發展是中國經濟融入全球經濟體系的必然之路，是提升中國經濟國際競爭力的關鍵所在。因此，在IFF創建之後，他積極利用這一平台，為提升中國金融國際影響力、擴大中國金融話語權，推動中國金融開放發展、促進國際金融交流與合作傾注了大量心血。

薪火永續：成思危精神引領下的IFF使命與未來

我長期作為其助手、學生和IFF創始秘書長，深感榮幸能夠追隨成思危先生的足跡，為IFF的發展繼續奮鬥。先生不僅是我學業、事業的引路人，更是我人生道路上的燈塔。我還清晰地記得，在IFF創始初期階段，我們面臨着資金短缺、資源匱乏、國際知名度不高，甚至被歪曲理解等諸多問題。是成思危先生一次次地給予我鼓勵與指導，他常對我說：「做國際金融工作，就像在大海中航行，難免會遇到風浪，但只要我們堅定信念，朝着既定目標前進，就一定能到達成功的彼岸。」在他的鼓勵下，我們和團隊及諸多同仁，憑藉着頑強的毅力、耐力和願力精神，歷時20餘載，克服了無數困難，遭受了無數打擊和挫折，終使IFF不斷發展壯大，成為享譽世界的全球金融「F20（Finance 20）」。

時值百年未有之大變局，舊有的秩序正在崩離析、支離破碎，新的秩序和未來尚在陣痛之中艱難萌芽。伴隨數智化時代的快速迭變，在全球經濟碎片化加劇的當下，一個可持續穩定的未來日益重要，如何重塑未來，構建更具開放、包容、穩定的全球經濟與金融體系，促進新經濟、新金融、新生態全面可持續發展，將成為我們必須深入思考的關鍵。IFF歷經20餘年風雨，已成為重建全球多邊對話通道，推進更具包容性、更廣泛的全球交流合作與研究，促進全球經濟復甦和可持續發展的重要平台。這也是我們繼承成公遺志，堅守這份責任和承諾的重要使命。

成思危先生雖已遠行，但他的精神與思想，將永遠激勵着我們前行。在這個特殊的紀念日，我們紀念成思危先生，不僅是緬懷他對中國金融事業和IFF發展所做出的巨大貢獻，更是傳承他的精神力量，讓我們腳步更加堅定地邁向未來。

十二載，共創艱辛，金精不朽築壇城；廿春秋，言傳身教，融通天下傳燈人。

（作者為國際金融論壇（IFF）創始秘書長）（www.iff.org.cn）

市場，估計豪宅及超級豪宅板塊尤為受惠。

內聯外通 吸引家辦落戶

上述談及家族辦公室的矚目入市個案，日前有外資大行發表有關家族辦公室的報告及預測，指出香港憑藉法治、醫療、教育及稅制四大優勢，對全球家族辦公室具強大吸引力。香港資本市場近期轉趨活躍，例如寧德時代（03750）來港集資逾410億元，成為今年全球最大規模IPO，吸引包括家族辦公室在內的全球資金積極參與。隨着港股IPO市場持續升溫，預料將吸引更多家族辦公室資金青睞。

此外，香港背靠祖國，而且與大灣區其他城市聯繫密切，作為內地與全球交流的橋樑，其獨特優勢進一步增加對資金的吸引力。根據財庫局今年3月底公布的數據，過去3年逾2700間家族辦公室接連落戶香港，其中超過一半由資產超過5000萬美元的高淨值人士成立，配合財庫局表明未來將持續優化基金及家族辦公室的稅務優惠，預料將掀起家族辦公室湧港熱潮，帶動住宅、寫字樓及其他物業需求。

總括而言，香港豪宅市場在多重利好因素推動下，展現強勁活力。隨着資金持續流入、家族辦公室加速進駐，以及本港獨特的國際金融中心地位，豪宅市場及整體樓市不僅「有價有市」，相信亦有望持續穩中向好的局面。

（作者為美聯物業住宅部行政總裁）