



▲當中國短期通脹預期處於低位時，貨幣總量增長對居民存款的正向作用加強。

回顧現有文獻，不同經濟學派理論對貨幣總量增長與居民存款行為之間的影響存在明顯分歧。凱恩斯主義理論認為，貨幣總量增長會刺激經濟活動，從而增加居民存款；貨幣主義理論認為，貨幣總量增長會導致通脹，從而抑制居民存款。在實際經濟中，貨幣總量增長對居民存款行為的影響，可能是這兩種理論的綜合效應，取決於經濟的具體情況和央行的貨幣政策。

貨幣總量變化與居民存款

實話世經 程實
工銀國際首席經濟學家
董事總經理

實際上，大量實證研究進一步表明貨幣總量增長與居民存款存在長期性複雜的非線性關係。本文分析貨幣總量增長與居民存款行為之間的關係，探討貨幣總量增長對居民存款行為的影響。

參考歐美學者對貨幣總量增長與居民存款行為之間關係的實證研究，結合中國實際情況，發現通脹環境變化對中國貨幣總量與居民存款行為的關係是顯著的。但與歐美市場不同之處是，中國過去25年的通脹環境基本處於長期溫和水平（2001至2023年平均值為2.16%）。因此，通脹預期比實際通脹更能影響貨幣總量變化與居民存款之間的關係。

處低通脹預期 存款意欲增

具體來說，在溫和區間內，當中國短期通脹預期處於低位時，貨幣總量增長對居民存款的正向作用加強，凱恩斯主義下的貨幣效應明顯；當中國短期通脹預期處於較高水平時，貨幣總量增長對居民存款的正向作用弱化，貨幣主義效應加強。

從理論入手，研究分析貨幣總量增長與居民存款之間的關係，可以發現不同學派的理論存在共性和分歧。

凱恩斯主義理論認為，貨幣總量增長會刺激經濟活動，增加居民收入和財富，從而導致居民存款增加。凱恩斯的理論基礎源於三個方面：一是財富效應，二是收入效應，三是流動性偏好。財富效應指出，貨幣總量增長會增加居民持有的貨幣和金融資產的價值，從而增強他們的財富感，這會提高居民的消費和投資意願，從而刺激經濟活動。收入效應指出，貨幣總量增長會降低利率，從而鼓勵企業借貸和投資，這會增加就業機會和工資水平，從而提高居民收入，更高的收入會增加居民的儲蓄能力，從而導致居民存款增加。流動性偏好理論則認為，居民持有貨幣主要是出於流動性偏好，即為了滿足日常交易和應急需要，當貨幣總量增加時，居民會減少對貨幣的需求，從而釋放出更多的資金用於存款，居民儲蓄會增多。

然而貨幣主義則持有不同觀點。貨幣主義理論認為，貨幣總量增長會導致通脹，侵蝕居民存款的實際價值，從而抑制居民存款。首先，在歐文·費雪的數量論方程式下，物價水平與貨幣供應量成正比。因此，貨幣總量增長會導致物價水平上漲，即通脹。另外，從斯密和李嘉圖的實際價值理論來看，通脹會蠶蝕居民存款的實際價值，因為存款的購買力下降，這會降低居民持有存款的意願，從而抑制居民存款。當通脹不斷上升時，央行只能提高利率，更高的利率會減少居民的借貸和消費，從而降低經濟活動，這可能會導致居民收入下降，從而進一步抑制居民存款。

這兩種理論對貨幣總量增長與居



資料來源：工銀國際、Wind

民存款行為關係的解釋存在分歧。在實際經濟中，貨幣總量增長對居民存款行為的影響可能是這兩種理論的綜合作用，具體取決於經濟的具體情況和央行的貨幣政策。

美國經濟學家伯南克和艾倫·布林德研究了美國1959至1985年期間的貨幣總量增長和居民存款行為之間的關係，發現貨幣總量增長對居民存款有正向影響，但這種影響在高通脹時期較弱。這表明，凱恩斯主義效应在低通脹時期更明顯，而貨幣主義效应在高通脹時期更明顯。

美國學者弗雷德里克·S·米什金研究了17個發達國家1973至1990年期間的貨幣總量增長和居民存款行為之間的關係。他發現，貨幣總量增長對居民存款具有正向影響，但這種影響在高通脹國家較弱。這進一步支持了凱恩斯主義效應和貨幣主義效應存在互動性影響。

Beckett等學者研究了英國貨幣總量增長和居民存款行為之間的關係，發現貨幣總量增長對居民存款具有正向影響，但這種影響在央行實施通脹目標制後減弱。這表明，中央銀行的貨幣政策可以調節貨幣總量增長對居民存款行為的影響。我們基於Beckett等學者的方法論，採用了中國2002至2024年1月居民存款和貨幣總量數據進行非線性分析，研究發現2002年後，貨幣總量增長與居民存款總額之間存在弱正相關關係。這表明貨幣總量增長可能對居民存款行為產生一定積極影響。

2002至2007年是中國經濟高速增長階段，中國貨幣總量增速配合固定資產投資規模加速提升，帶動經濟活動擴張，最終提升居民可支配收入。然而，在2008至2024年，隨着中國經歷2008年金融危機和人口老齡化拐點，經濟增長模式和結構開始轉型，貨幣總量增長對居民存款的正向作用趨勢性弱化。這說明以投資為主導的經濟增長模式出現邊際效用遞減，投資效率降低使得資金轉化到居民部門的邊際增速放緩，居民存款增速邊際放緩。

此外，需要特別注意的是，歐美國通脹環境對貨幣總量和居民存款之間關係的影響非常顯著。類似地，通脹環境變化對中國貨幣總量與居民存款行為關係的影響是顯著的。但不同之處是中國過去25年（除2008年金融危機和2020年疫情衝擊）的通脹環境基本處於長期溫和水平（2001至2023年平均值為2.16%，區間長期保持在

1%至3%之間）。因此，我們認為，影響中國貨幣總量與居民存款行為關係的是通脹預期的狀態。

具體來說，當中國短期通脹預期處於低位時，貨幣總量增長對居民存款的正向作用加強，凱恩斯主義下的貨幣效應明顯（例如2008至2009年中國通脹一度跌破負值區間，2008年年底隨着大規模貨幣刺激政策出台，使得居民存款在2009年首兩季大幅提升）；當中國短期通脹預期處於較高水平時，貨幣總量增長對居民存款的正向作用弱化，貨幣主義效應加強。

研究貨幣總量對居民存款的影響，不能盯着居民存款的存量來看。僅從居民存款的存量來看，中國相比較其他國家的儲蓄都是很高的。我們建議應當更多圍繞居民存款的收入端來看，如何有效引導新增貨幣量支持最終居民可支配增長，促進居民儲蓄邊際增加是長期需要關注的問題。在進一步搞大水漫灌不可取的前提下，如何優化存量貨幣和新增貨幣的流動速度可能是需要關注的重點之一。

適度降利率 刺激企業信貸

要提升貨幣流動速度，可從兩個方面深入探索：一是減少交易成本，積極推動數字經濟創新發展，通過人工智能技術在貨幣清算、支付和儲蓄的應用，降低支付系統和金融交易成本，可以鼓勵人們更頻繁地使用貨幣進行交易，從而提高貨幣流通速度。

二是改善營商環境，簡化商業流程、降低稅收負擔等措施可以改善企業的投資和生產效率，從而增加對貨幣的邊際需求，提高貨幣流通速度。從周期性來看，圍繞擴大內需、優化結構、提振信心、防範化解風險，延續優化一批階段性適度寬鬆政策，從而支持貨幣總量增長對居民存款行為形成積極效應。

首先是要保持適度的貨幣總量增長。低通脹環境為持續適度的貨幣總量增長提供更多空間，有助支持居民可支配收入增長的提振。其次，人民銀行應密切關注通脹預期變化，以通脹預期為錨，優化階段性的政策組合有助於增強居民對本幣的信心，促進居民存款。此外，兩會報告中提到貨幣政策要靈活適度、精準有效。實施靈活的利率政策可以影響居民的儲蓄和消費行為，從而影響居民存款。在低通脹預期環境下，適度降低利率，配合積極財政，有助於企業信貸擴張能力進一步恢復，最終提升居民部門存款。

大共享平台助傳統企業轉型升級

共創共享 戈峻
天九共享集團
CEO

全國兩會早前在北京圓滿結束，在是次兩會上，以改革推動高質量發展的一系列舉措引人注目，與會的人大代表及政協委員，亦紛紛為當下國家發展和經濟形勢出謀劃策。而針對民營經濟發展中遇到的困難和挑戰，無論是國家政策或代表建言，都不乏大共享的精神在其中。

加快發展新質生產力，是今年政府工作報告中的首務；企業的創新升級，則是推動新質生產力的一大力量。習近平總書記亦一直十分重視加強科技創新和產業創新深度融合，事實上，科技創新是產業創新的決定性前提和關鍵性支撐，而產業創新是科技創新成果轉移轉化的落腳點，兩者缺一不可；兩會期間，習近平總書記在出席政協聯組會上，也特別強調創新和產業的關係：「過去研究和生產是『兩張皮』，現在科研成果轉化率比過去高得多了，特別是企業自身直接研發形成成果轉化，院校和企業形成共同體，這樣的趨勢、方向是對的，要快馬加鞭，把激勵、促進政策進一步抓好。」

在參加江蘇代表團審議時，習近平總書記也強調：「要牢牢把握高質量發展這個首要任務，因地制宜發展新質生產力」，這番說話也是提醒各地部門在布局新質生產力時應當因地制宜、分類指導，防止一哄而上，放棄傳統產業，在發展新質生產力時，要處理好新興產業、未來產業與傳統產業的關係。

共享資源 抱團發展

這兩次表述的內裏含意，正是大共享平台一直堅持為企業所服務的精神：賦能企業共享資源，抱團發展，讓初創企業的創新技術不停留在PPT，也讓傳統企業更便捷實現轉型升級。

事實上，近年民企在發展路上面對不少痛點、難點，為鞏固經濟回升向好態勢，促進民營經濟發展壯大，相關支持政策密集出台，為民企發展提供強大助力，例如去年全國新增減稅降費及退稅緩費總規模超過2.2萬億元人民幣，其中逾七成是為民企減負。

在一連串措施下，中國中小企業協會的數據顯示，2023年中國中小企業發展指數上升1.1點，扭轉了連續兩年指數下降局面。此外，國家信息中心統計，反映企業信心的宏觀經濟感受指數，1月份為98.8點，較去年12月上升0.3點，春節後首周（2月18日至24日）技術創新型企業經營活力指數日均值較去年同期增加14.7%、工業園區生產熱度指數亦按年增長14.4%。

這些先行指數固然預示着企業的生產經營活力正快速恢復中，不過當中仍然有些痛點有待解決。全國政協委員、奇安信集團董事長齊向東在調研中發現，一些民企在調整結構、改變發展方式、加大科技創新投入上遇到困難，制約了發展；亦有一些企業過於依賴單一業務，遇到轉型難題；還有一些企業過於看重短期利益，在技術創新方面投入少，導致核心競爭力的缺失。經濟學者、萬博新經濟研究院院長滕泰也指出，創新是中國經濟轉型升級的主要推動力，但創新體系下的投資回報關係遠比傳統增長模式的為複雜，這對民企來說有難度。

在加快發展新質生產力的國策大環境下，「舊模式不可走，新路徑看不清」，或許會是不少民企面臨的現實難題，令人欣喜是，我們看到在政府工作報告，國家激發各類經營主體活力的決心，包括重申完善落實「兩個毫不動搖」體制機制，為各類所有制企業創造公平競爭、競相發展的良好環境；全面落實促進民營經濟發展壯大的意見及配套舉措，進一步解決市場准入、要素獲取、公平執法、權益保護等方面存在的突出問題；更提出要弘揚優秀企業家精神，積極支持企業家專注創新發展、敢幹敢闖敢投、踏踏實實把企業辦好。

降低科技創新投入難度

大共享平台的初心精神，可說與政府工作報告的要求不謀而合。企業在平台賦能下不再是單打獨鬥，大大降低科技創新投入的難度，有效攻克轉型難題，加強核心競爭力。

更進一步的說，由大共享平台推動的企業抱團式發展，不僅僅是彼此間的資源共享、創新共贏，還盛載了各式優秀企業家的理念思維，是企業家精神的共融。

新盤熾熱 首季交投料4000宗

樓語縱橫 楊永健
世紀21 Q動力
總經理

「西餅客」（大手買入的豪客）重現，新盤熾熱氣氛未見減退，特別是今、明兩年是一手樓落成高峰期，發展商手頭上仍有不少貨尾及未展開售的新盤待沽，競爭激烈下，發展商繼續以「超筍震撼價」登場。

新盤定價吸引，攻勢一浪接一浪下，相信未來仍會有不少「西餅客」入市，熾熱浪潮持續。截至目前為止，今年首季新盤銷售已重上3200伙水平，復活節假期前仍有大量新盤登場，料今年首季一手樓銷售可挑戰4000伙的高位。

樓價吸引 主打鐵路盤

相信大家亦明白，目前不少新盤的定價均較高峰期回落兩至三成，個別地區的減幅更近四成，一年幾前絕大部分市區新盤每方呎定價達2萬元或以上，個別更挑戰2.5萬元水平，當時新界區新盤呎價亦達1.5萬元以上。經過一年多的調整，目前不少市區新盤呎價已回落至1.5萬至1.7萬元的吸引水平。換言之，現時買家可以昔日新盤的呎價購入市區盤，「超筍震撼價」自然吸引不少買家以至投資者入市。



◀樓市全面撤辣後，新盤市況升溫，成交大增。