



▲2025年至2026年將迎來高息定期存款的到期高峰，隨着定期存款繼續「活期化」，或推動資金增配權益類資產，帶動股市流動性進一步向好。

經濟觀察家

居民部門定期存款或是7、8月份「資金入市」的主力，但目前大規模的居民存款搬家或尚未開啟。未來存款資金的具體流向主要取決於風險偏好的變化，若股票市場賺錢效應繼續提升，定期存款「活期化」或推動資金增配權益類資產，帶動股市流動性進一步向好。

A股回報佳 加速存款資金入市

經濟哲思 2025年以來，非銀存款波動頻繁超季節性。截至8月底，今年以來非銀存款已有四個月超季節性新增逾1萬億元（人民幣，下同），分別是2月份超季節新增2萬億元、4月份超季節新增1.17萬億元、7月份超季節新增1.20萬億元，以及8月份超季節新增1.32萬億元，同時，非銀存款也一度由於理財資金「回表」和「出表」等季節性規律而出現少增，2025年3月和6月新增非銀存款均相比過去五年的同期均值少增。

如果將「非銀金融機構超額存款」作為「存款搬家」的一種指標，那麼從歷史看，2015年5月至2016年初迎來第一次存款「搬家」，2023年9月份之後，隨着存款利率漸次調降，存款再度迎來「搬家」高潮，由於非銀存款科目沒有進一步的細分科目，可以從銀行體系的資產負債表或信貸收支表拆解非銀存款增長的來源。

非銀金融存款出現擴張

從銀行體系的資產負債表科目出發拆解非銀存款增長的主要來源，可以發現今年7月至8月非銀存款相比過去三年同期均值增加3.03萬億元，其中居民和非金融企業超季節性貢獻1.42萬億增量、銀行體系同業業務（包括同業存單發行）擴張貢獻1.18萬億；同時沒有納入廣義貨幣統計口徑的大額可轉讓定期存單等居民和企業存款，在2025年7月至8月超季節性增加1033億元，以上合計達到2.70萬億，成為推動非銀存款增加的主要因素。

7月至8月非銀存款連續增加，居民「存款搬家」或並非主要驅動因素，銀行債券投資業務增加推動同業業務，也成為非銀存款擴張的引擎。有鑒於此，接下來，應繼續基於居民和企業存款，分析在2025年7月至8月居民和非金融企業存款「搬家」過程中，哪一類存款現在是並且未來可能繼續是潛在的流動性增長源頭。

在2025年7月至8月非銀存款超季節性增加3.03萬億元的結構中，居民和非金融企業超季節性增加1.42萬億元，若進一步拆解居民和企業的哪些存款發生變動，還需要結合其他存款性公司的資產負債表和信貸收支表做進一步拆解。

從銀行體系的資產負債表來看，在2025年7月至8月合計超季節性減少的1.42萬億存款中，居民部門存款超季節性減少1.30萬億元，成為一般性存款向非銀存款轉化的主力。銀行體系信貸收支表提供了更全面的部門存款類型分類，2025年7月至8月信貸收支表數據顯示，居民、企業和財政存款合計超季節性減少1.25萬億，若剔除財政存款則超季節性減少1.72萬

居民部門定期存款或是7、8月份「資金入市」的主力，但目前大規模的居民存款搬家或尚未開啟。未來存款資金的具體流向主要取決於風險偏好的變化，若股票市場賺錢效應繼續提升，定期存款「活期化」或推動資金增配權益類資產，帶動股市流動性進一步向好。

中國非銀金融機構超額存款持續增長



數據來源：Wind，東吳證券研究所

億，其中居民活期存款和定期存款分別超季節性減少4446億元和8426億元，而非金融企業活期存款則分別超季節性減少1219億元和3156億元。

從貢獻一般性存款向非銀存款轉化的比例上看，居民部門定期存款或是「入市」的主力，因此2025年以來存款「搬家」在很大程度上是定期存款正在「活期化」。

今年迎高息定存到期高峰

2025年至2026年將迎來高息定期存款的到期高峰、定期存款「活期化」或繼續主導一般性存款轉化為非銀存款。從2022年以來居民部門超額存款增加的變動趨勢來看，以2016年初至2019年底設置居民部門定期存款和活期存款的線性增長趨勢線。

居民部門超額活期存款方面，截至8月末的規模為1.81萬億元左右，貼近2020年以來超額活期存款的平均值1.865萬億元，表明居民部門2020年以來超額儲蓄的積累更多體現為定期存款的增長。

居民部門超額定期存款方面，截至8月末的餘額為43萬億，2025年以來累計增長6.5萬億，但7月至8月合計減少4801億元，顯示居民超額定期存款從6月末開始進入釋放期。不過，大規模的定期存款活期化或存款「搬家」高潮或尚未到來。

從非金融企業和居民部門新增定期存款的絕對規模來看，由於調降存款利率「收入效應」高於「替代效應」，存款結構持續向定期化，2022年至2023年期間是存款定期化的高峯，在2023年三季度之後定期存款增長趨緩，隨着2025年二季度再度落地「降準降息」，以及風險資產預期回報率上升，前期積累的定期存款進入活期化階段。

由於銀行體系資產負債表和信貸收支表並未披露新增定期存款的期限結構，因此需要尋找其他的替代性指標。我們參考歷史上同期外匯交易中心公布的個人和對公大額存單實際認購的期限結構，來估算2021年至2024年新增定期存款的到期時間分布，並以此來推測「定期存款活期化」的到期規模分布。

從外匯交易中心披露的大額存單實際認購規模的期限分布來看，在

2021年至2024年期間，3年期大額存單一度成為主力發行期限，凸顯出2021年貨幣政策進入「降準降息」周期之後，銀行體系對穩定性更高的長期負債的需求較強，其中，2021年至2023年3年期大額存單發行比例持續處於高位，在2022年存款利率市場化調整機制建立之年，3年期大額存單實際認購比例達到44.57%，2023年這一比例儘管下降至38.51%，但依然是長期大額存單的主力期限。

假設2021年至2024年期間居民和非金融企業部門新增定期存款的期限分布，與同期大額存單認購期限分布相符，並且在全年分布較為平滑，以此來推算，居民和企業定期存款從2025年二季度開始進入到期高峰，2021年至2024年合計增加的66.54萬億元定期存款，在2025年和2026年分別有22.28萬億元和9.4萬億元定期存款到期，單就2025年而言，三季度和四季度分別有5.24萬億元和1.66萬億元定存到期。

從超額定期存款的到期分布看，同樣假設2021年至2024年期間居民和非金融企業部門新增「超額」定期存款的期限分布，與同期大額存單認購期限分布一致，並且在全年分布較為平滑，以此來推算，居民和非金融企業「超額」定期存款從2025年二季度開始進入到期高峰，2021年至2024年合計增加有66.54萬億元定期存款，在2025年和2026年大約分別有11.08萬億元和4.05萬億元超額定期存款到期。

單就2025年而言，三季度和四季度分別有約2.13萬億和約2.81萬億超額定存到期。

結合2025年上半年超額定期存款的變化，居民和非金融企業超額定期存款從二季度開始出現「活期化」跡象，隨着2025年至2026年定期存款繼續「活期化」，一般性存款向非銀存款的轉化或主導資產配置方向，但存款資金的具體流向還取決於風險偏好的變化，若股票市場賺錢效應繼續提升，偏股型基金和混合型基金收益率相比理財產品收益率優勢繼續提升，定期存款「活期化」或推動資金增配權益類資產，帶動股市流動性進一步向好。

（作者為東吳證券首席經濟學家）

優秀企業家化壓力為團隊動力

共創共享 戈峻

在這個風雲變幻的年代，「吃老本」已經不合時宜，白手興家不易，在變革的巨浪中二次創業更難。企業家若沒有第二次創業的勇氣，就難以真正被認同是企業家，而展現這份勇氣，正是他們成功的關鍵。答案就是「挺住」，企業家必須挺住每日如山的壓力，學習與壓力共處，也就是我們常常說的「把壓力變成動力」。

先和大家分享一個關於壓力的思考，史丹福大學的健康心理學家凱莉·麥克尼格（Kelly McGonigal）早前舉行一場演講，她的觀點可以說是顛覆我對壓力的傳統認知。這位學者曾經花十年時間去告訴人們壓力有害健康，後來一項追蹤3萬名成年人、長達8年的研究讓她改變看法。

凱莉最新研究發現，真正決定壓力是否有害的不是壓力本身，而是我們看待壓力的方式，那些承受巨大壓力，但不認為壓力有害的人，死亡風險反而是最低。研究得出的核心觀點是：當一個人選擇用積極的心態看待壓力時，壓力甚至可能成為成長的催化劑。這個觀點確實令人眼前一亮，通常多數人都會把壓力視為敵人，想方設法逃避它、消除它，結果往往是身心俱疲。但凱莉的研究告訴大家，或許我們都用錯方法，心跳加速不一定是恐慌的信號，而是身體為我們注入能量；呼吸急促不是焦慮的徵狀，也可以是大腦要獲取更多氧氣，讓我們變得更加專注和敏銳。

更有趣的是，科學研究還表明，壓力狀態下人體會分泌一種叫催產素的激素，它會激發我們和他人連接以尋求支援的本能，這說明壓力從生理機制的設計上來說，並不是讓我們獨自去承受，而是一個信號提醒我們去靠近最信任的夥伴，分享困境，凝聚團隊。

這一點實在令人感觸極深，民營企業家可以說是與壓力終身相伴的群體，每天要面對市場的風雲變幻，激烈的競爭，還有團隊管理等重重挑戰，焦慮和壓力是家常便飯，但一個習慣於把壓力藏在心裏的孤膽英雄，往往是最先

被壓垮的，而一個懂得把壓力轉化為團隊連接動力的領導者，就能夠帶領組織穿越風暴，行穩致遠。

前段時間民營企業界接連發生一些讓大家都扼腕嘆息的事情。其實不少企業家面對二次創業時，會發現今天的挑戰和過往不太一樣，會要求我們在具備勇氣的同時，還要摻着一份「壯士斷腕」的決絕。所以決定了二次創業就要做好準備，想清楚如果失敗了會怎麼樣，更重要的是不要放棄！不要氣餒！不要沮喪！不要怨天尤人！要相信自己一定可以東山再起。所謂創業者的勇氣，就是面對失敗的壓力時那份態度。

集結資源 激發集體智慧

俗話說得好，「事業誠可貴，生命價更高；留得青山在，不怕沒柴燒」，人是最寶貴的財富，民營企業家被稱作是「最堅強的物種」，最關鍵就是「堅強」二字。成功的企業家最大的特點，就是擁有一顆強大心臟，能夠挺得住所有壓力。

日常中我們都無法選擇是否面臨壓力，但我們完全可以選擇如何和壓力共處，商海搏殺總會高峰低谷。勝不妄喜，敗不惶餒。當感到壓力山大的時候，我們既要有強大精神，亦要有樂觀心態，可以試着告訴自己，有壓力就是證明自己正在做的是一件非常重要的事情。與其獨自硬扛，不如把壓力看作一個信號，身體的反應意味着正全力以赴地幫助我們，告訴我們需要去連接別人、激發集體智慧，這也是為什麼企業需要上平台，因為平台最大的價值，就是讓大家資訊共用，資源分享，抱團發展，共贏未來，是企業家之間的連結。

平台越大能帶給你的能量也就越大。創業者依託平台，可以獲得資源、資訊、人脈、應用場景，提升抗風險能力，降低創新和創業的成本，而傳統企業可以通過和創新企業合作，走上二次創業的增長曲線。所以，有壓力是很理所當然，學會集結身邊資源，駕馭壓力，而不是被壓力控制，這不也是一種頂級的領導魅力嗎？

（作者為天九企服董事長兼CEO）

港樓市進入復甦軌道

樓市強心針 廖偉強

九月份樓市氣氛繼續熱鬧，經過上週施政報告優化投資移民計劃，以及隨後美國及香港兩地相繼減息後，樓市見底回升的立論變得更加穩固。筆者近期與不同行業界別的朋友交流，雖然對樓價回升的速度仍有分歧，但幾乎一致認同樓市已擺脫上半年低迷，正逐步邁向全面復甦軌道。這種看法並非空穴來風，而是建立在以下一連串利好因素之上。

一、股市帶動財富效應：

恒指近期創下四年新高，資本市場表現強勁，財富效應明顯。股市與樓市向來互為影響，當股市向好，投資者信心自然提升，資金流向地產市場的意欲亦隨之增強。不少投資者在資產增值後，傾向尋求穩定回報的配置，房地產自然是當中的熱選。

二、香港人才匯聚，吸引力提升：

香港在《2025年世界人才排名》中躍升至全球第4位，成為亞洲之冠，為歷來最高排名。此一成績反映本地吸引人才方面具備優勢，無論是教育制度、生活質素或營商環境均見改善。人才流入不但有助推動經濟發展，亦間接支撐住宅需求，尤其是中高端物業板塊。

三、樓市數據持續向好：

差估署樓價指數已連升四個月，筆者公司所屬集團的樓價指數，上週更升穿年初的高位；而更值得留意的是，據報道，近兩個月錄得32宗物業在購入不足兩年內錄得雙位數升幅，反映市場承接力充足，部分有實力的買家已開始作出部署。

四、營商環境改善：

8月份標普全球香港特區採購經理指數（PMI）升至50.7，為今年以來最佳水平，顯示企業活動回暖。政府統計處公布的中小企業業務狀況亦略有改善，反映整體經濟氣氛正逐步好轉。企業信心回升，有助支撐商業物業的租賃及投資需求。

五、創新能力獲國際肯定：

在《2025年全球創新指數》中，「深圳—香港—廣州」創新集群首次超越「東京—橫濱」，躍居全球第一。此成績不僅提升本地科技形象，亦有助吸引高增值產業落戶，進一步支撐寫字樓及工業物業的長遠價值。創科企業的進駐，亦為地產市場注入新動力。

六、旅遊零售漸回暖：

今年首八個月訪港旅客超過3300萬人次，按年升12%。單是8月已錄得515萬人次，按年升幅達16%。客流上升不但提振零售餐飲市道，亦間接帶動商舖租賃及投資意欲。部分核心區商舖空置率已見回落，反映市場逐步回暖。

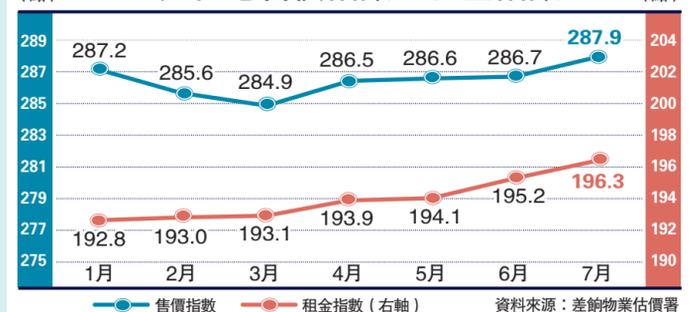
七、利率持續下行

利率高企是過去幾年困擾樓市的一大元兇，但隨着今年泊港資金增加，以及美國在本月開始新一輪減息周期，可以預期利率向下將是未來一段時間的走勢。低息環境重臨，必定會增強置業者的入市意欲。

上述這些因素將在樓市形成複式效應，投資氣氛持續升溫，資金部署步伐亦會加快。雖然部分置業者仍因為過去樓價大幅回落而有所顧忌，但若以長線的角度來看，不論是自用還是投資增值，現時都是部署的適當時機。

（作者為利嘉閣地產總裁）

私人住宅售價指數及租金指數



資料來源：差餉物業估價署