



▲中國的融資結構正在轉變，當中直接融資的佔比出現顯著提升。

經濟觀察家

金融強國建設包含強大的貨幣、央行、國際金融中心、金融機構、監管體系與人才隊伍等關鍵要素，而融資結構持續優化則是貫穿其中的底層邏輯。中國間接融資總量已穩居全球首位，而直接融資依然存在較大發展空間，中國金融體系正經歷重大而深刻的結構性轉變。

經濟增長轉型 融資結構轉變

劉連濤平

2026 年 上 半 年，中國金融運行呈現「總量平穩、結構變化」的特徵。以銀行貸款為主導的間接融資步入減速提質、行業與主體明顯分化的新常態，同時債市與股市協同發力，直接融資渠道穩步拓寬。一降一升之間，社融結構此消彼長折射出金融體系服務實體經濟方式正在發生深刻轉變。

銀行信貸減速提質

在央行社會融資規模統計框架內，當前宏觀研究通常將人民幣貸款、外幣貸款、委託貸款、信託貸款，以及未貼現銀行承兌匯票這五項由金融機構提供的債權性融資歸為「間接融資」範疇。而銀行信貸又是間接融資最核心、體量最大的組成部分。

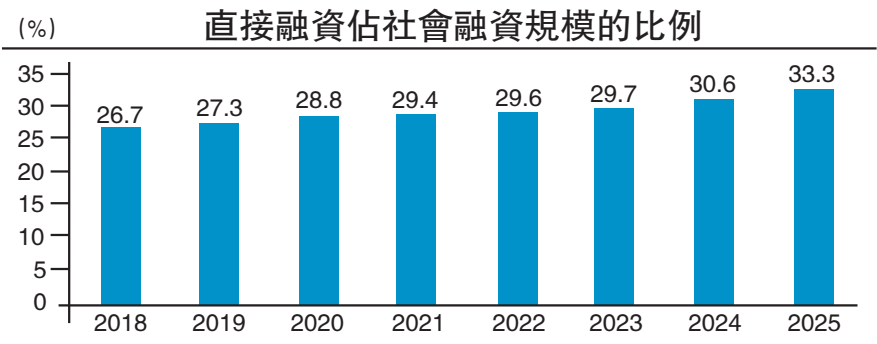
2026年上半年，傳統信貸三大支柱同步走弱。首先是基建信貸增長緩慢。二季度末基礎設施相關行業中長期貸款餘額45.19萬億元（人民幣，下同），同比增長4.8%，上半年僅增加1.53萬億元，增速已降至5%以下。國債、地方債上半年發行進度偏慢，拖累基建配套新增項目貸款增長。

其次是伴隨着房地產市場持續調整，信貸領域「去地產化」特徵不改。二季度末人民幣房地產貸款餘額50.74萬億元，同比下降4.9%，上半年淨減少1.23萬億元；其中房地產開發貸款餘額12.65萬億元，同比下降8.5%，上半年減少5402億元；個人住房貸款餘額36.29萬億元，同比下降3.8%，上半年減少7163億元。

再次是住戶端整體去槓桿。二季度末本外幣住戶貸款餘額82.91萬億元，同比下降1.3%，上半年減少3674億元；拆分看，經營性貸款餘額25.79萬億元，同比增長2.8%，上半年增加6889億元；不含個人住房貸款的消費性貸款餘額20.83萬億元，同比下降1.7%，上半年減少3400億元。居民加槓桿意願下降、消費復甦偏慢、存量房貸提前還款分流，是住戶貸款走弱的原因。

與間接融資形成對比的是，近年來直接融資需求保持較快增長，市場呈現結構分化態勢。上半年，直接融資佔社會融資比重穩步提升，融資結構持續優化，企業債券與股票融資明顯多增，與政府債券共同支撐直接融資佔比提升，支持實體經濟作用日益凸顯。但上半年部分政府債券進度遲滯，對投資和消費發展造成了一定拖累。

上半年政府債券體量大，但發行進度滯後。整體來看，政府債券淨融資6.44萬億元。其中，國債淨融資2.69萬億元，地方政府專項債淨融資3.44萬億元，共同構成債券市場淨融資的主力。不過，政府債券發行進度整體不及預期。截至6月末，全國新增專項債發行約2.07萬億元，佔全年4.4萬億元限額的47%，發行節奏上表現出「一季度前置發力、二季度顯著放緩」的特徵。發行偏慢主要源於



項目儲備不足、化債紀律約束、全口徑政府債務長效管理機制推進等因素。

同期企業債券融資卻實現大幅增長。上半年非金融企業債券淨融資2.07萬億元，同比多增9167億元，增速大幅提升，細分領域結構分化特徵明顯：產業債發行規模持續擴容，淨融資同比實現大幅增長，資金重點流向高端製造、科創、綠色產業等實體領域；而城投債延續嚴監管下的淨償還縮量格局，市場融資結構持續向實體產業傾斜。

上半年股票市場融資活力釋放。非金融企業境內股票融資2933億元，同比多增1224億元，股權融資擴容態勢明確，資本市場服務科技創新、優質實體企業的功能持續凸顯。從資金維度來看，上半年市場流動性保持合理充裕，住戶存款同比少增3.19萬億元，非銀行業金融機構存款則同比多增2.1萬億元，儲蓄資金配置結構出現明顯調整，市場層面「存款搬家」現象有所顯現。

隨着資本市場賺錢效應逐步顯現，個人投資者、私募基金、境外機構等增量資金持續流入股市。2026年上半年，A股累計新開戶2016.13萬戶，較2025年同期增長60%；私募基金證券投資基金規模突破8萬億元，較年初增長13%；境外機構通過滬深港通等渠道增配A股意願增強，上半年北向資金累計淨流入規模較前三年顯著改善。

直融比例顯著提升

從增量看，過去新增間接融資佔比長期保持在較高水平。2020年社會融資規模增量中，對實體經濟發放的人民幣貸款增量佔社融增量比重為57.5%；人民幣貸款、外幣貸款、委託貸款、信託貸款、未貼現銀行承兌匯票五類間接融資整體增量佔比為54.1%；若按不含政府債券的窄口徑直接融資計算，企業直接融資增量合計佔比約15.4%，遠低於貸款增量佔比；而含政府債券的寬口徑直接融資增量合計佔比則為39.3%。2025年，人民幣貸款增量、間接融資增量、窄口徑直接融資、寬口徑直接融資增量佔比分別為44.7%、45.5%、8%和46.9%。

從存量看，融資結構呈現長期緩慢優化特徵。2020年末社融存量中人民幣貸款佔比60.2%，間接融資整體存量佔比為68.2%，寬口徑直接融資佔比接近29%；2025年末，受社融整體存量規模龐大、結構調整存在明顯滯後性影響，人民幣貸款存量佔比小幅升至60.7%，但伴隨表外非標融資持續壓降，間接融資整體存量佔比

穩步回落至三分之二左右，直接融資存量佔比抬升至三分之一左右。存量數據清晰表明，間接融資依託龐大基數仍是中國融資體系的核心支柱。

直融與間融之間並非簡單的替代關係。不可否認，二者存在一定競爭，如在企業階段性融資選擇中，債券發行、股權上市等直接融資工具會對銀行中長期流動資金貸款、項目固定資產貸款形成部分替代；從金融機構資產配置角度，銀行也會在信貸投放與債券投資之間根據收益率、風險權重進行動態權衡，客觀上存在資源分配的此消彼長。

直融與間融之間某種程度上也存在相互賦能、協同放大的促進關係，其中，金融機構則是實現這種促進關係的重要載體。例如，直接融資市場高度依靠銀行體系提供資金承接，政府債券、企業債券的主要認購方均為商業銀行，銀行通過配置債券為直接融資項目注入穩定資金，是債市擴容的重要基石；商業銀行依託綜合化經營方式，突破單一信貸的間接融資邊界，為企業推出投資聯動、股債貸保等一攬子金融服務，助力科創企業完成從信貸培育到股權債券資本化的全周期成長。

中國融資結構發生重大轉變並非偶然，而是經濟結構轉型升級等多重因素長期疊加、協同作用的結果。本質上是融資結構與經濟發展、產業結構、市場需求變化的適配性調整，是金融供給側結構性改革的必然成果，也是中國經濟高質量發展的客觀要求。

結合「十五五」規劃部署、2026年宏觀經濟預設目標、產業轉型升級方向與監管政策導向等分析，預計下半年融資結構將呈現間接融資提質穩固基本盤、直接融資佔比繼續抬升、股債貸協同發力、一體化綜合金融服務加快落地等演進特徵。

筆者建議下半年制度配套與風險防控同步跟進，融資結構調整應在防風險前提下穩步推進。充分考量市場承受能力，不以盲目拔高直融佔比為目標，統籌發展與安全。將投資者利益保護落到實處，完善債券違約處置、上市公司退市、中小投資者保護機制，壓實市場主體責任；從嚴管控地方政府隱性債務、房企債務風險、資本市場槓桿風險，守住不發生系統性金融風險底線，確保下半年社融規模合理增長、精準投向實體、風險有效可控，為新質生產力培育與經濟回升向好提供適配的融資支撐。

（作者連平為中國首席經濟學家論壇理事長、國際金融研究院院長；劉濤為中國首席經濟學家論壇國際金融研究院資深研究員）

利率正常化 日低息紅利減退

陳歡

日本曾經是一個「不太會變」的社會：商品價格長期穩定，工資增長緩慢，企業即使坐擁現金，也傾向於保守經營。便利店食品多年少有加價，企業僱員工資按年資緩慢上升，公司擁有充足現金，卻不願積極投資。

今天，這種「不變」正從日常生活開始鬆動。從雞蛋、餐飲到日用品，漲價已不再是偶發事件。據日本總務省數據顯示，扣除生鮮食品的全國核心消費者物價指數在2024年和2025年分別上升2.5%和3.1%；進入2026年後，升幅有所回落，5月按年上升1.4%。這組數據透露兩重信息：日本大致擺脫長期通縮，但通脹能否穩定在2%以上仍有待觀察。

單看物價，還不足以證明日本經濟已經改變。真正的關鍵是工資。據經團聯（日本經濟團體聯合會）對主要大型企業春季勞資談判的最終統計顯示，2024年和2025年月例工資加薪率分別達到5.58%和5.39%，連續兩年超過5%，為1990年、1991年以來首次再次出現這一情況。工資上升，居民才更有能力承受價格調整；企業具備定價能力，才更有意願增加設備、研發和自動化投資。

近期筆者在日本與三井住友、三菱及高盛的專家交流時，三家機構雖然分別從宏觀經濟、股票及房地產市場切入，卻都談到同一個現象：日本企業正在重新計算增長、資本成本與資產回報之間的關係。

據日本央行2026年6月短觀調查顯示，受訪大型企業預計2026財年固定資產投資（包括土地購置費用）將增長11.5%；大型製造業及非製造業景氣判斷指數分別為22和37。東京證券交易所自2023年起要求上市企業更重視資本成本和股價，截至2026年2月底，93%的東證Prime企業（東證最高級別市場上市公司）已披露相關行動或討論進展，其中包括仍處於研究階段的企業。

這意味着，過去習慣囤積現金的日本企業，開始重新思考資金應該放在哪裏：是增加研發和設備投資、改善股東回報，還是退出長期低效的業務？這種資本配置方式的改變，比單純的股價上升更值得關注。

眼下全球人工智能（AI）資本開支上升。與美國相比，日本缺乏大模型企業，但其掌握了不少AI產業無法繞開的「賣鏟」環節。數據顯示，Tokyo Electron在光刻膠塗布顯影設備領域佔

約89%；Ajinomoto Fine-Techno在FCBGA封裝基板用層間絕緣材料領域佔約98%。模型和應用可能快速更替，但半導體材料、製造設備、精密零部件、機器人及電力系統，仍是產業擴張的底層條件。

海外資金已經開始重新評估日本。東京證券交易所年度股權分布調查顯示，外國投資者按市值計算的持股比例，已由2024年度的32.4%升至2025年度的34.7%，創調查以來新高。

外資加倉 不等於價格上漲

對香港及亞洲投資者而言，日本的變化不只是單一市場的估值調整，也是全球資金在高利率環境下重新尋找現金流、治理改善與產業鏈韌性的縮影。不過，外國投資者持股比例上升，並不意味着所有日本資產都會普遍上漲。隨着利率逐步正常化，投資者將更重視盈利質量、現金流及企業能否真正提升資本效率。

房地產市場最能說明這種轉變。高盛專家認為，日本擁有較深的交易流動性，同時仍有大量經營效率有待提升的存量資產。數據顯示，2025年第三季末，東京都心五區甲級寫字樓空置率降至0.9%，平均租金達到每坪每月37042日圓，按年上升7.5%。人工及建材成本增加，亦對新增供應形成制約。

供應受限和租金上升，固然改善了部分優質資產的基本面，但利率正常化也會推高融資成本，令單純依靠槓桿和資產增值的模式愈來愈難。未來房地產市場的表現，將更取決於買入價格、改造能力、租賃管理和退出節奏，而非低利率年代的融資紅利。

當然，日本的轉型不會是線性的。通脹回落、能源進口依賴、日圓波動、利率上升，以及全球AI投資放緩，都可能打亂市場節奏。但在日本生活得愈久，筆者愈能體會：一個長期不變的社會一旦開始改變，影響往往不只體現在一兩個季度的數據上。

過去談日本，關鍵詞是「穩定但缺乏增長」；今天再看日本，穩定仍在，但資金、工資、企業和資產價格都開始流動。「失去的三十年」是否真正結束，仍需時間驗證。可以確定的是，那個我們熟悉的「不變的日本」，已經開始改變。

（作者為橄欖樹資產管理（香港）有限公司副總經理）
（註：本文為宏觀經濟分析，不構成任何投資建議或產品推薦。投資有風險，讀者應結合自身情況獨立判斷）

加快樓市轉流 完善置業階梯

汪敦敬

很多人忽略了樓市分配社會利益的重要性。所謂「不患寡而患不均」，利益分配的不均勻會引來社會的深層次矛盾。為何本文討論樓市轉流的標題是經濟學？今天樓市仍然是最重要的內循環系統，但面對國際經濟形勢，香港必須要以逆周期措施應對，房屋政策難免偏向管制、放緩了成交轉流，現在應該是安排逐步恢復的時候。

有關樓市流轉的機制是什麼？筆者想分享一些觀點，希望可以拋磚引玉：

一、樓市是透過置業各階梯的成交轉流量而分配社會利益的。轉流量愈大，社會能分配的利益就愈多。成交轉流愈平均分配各置業階梯，利益分配得就愈均勻。相反，成交轉流若不平均分配，就會造成不合理的財富差距和貧富懸殊。

二、樓市不應該過分倚賴一手樓供應，二手住宅的轉流成交，譬如樓換樓，也要同等重視，一二手樓要共利相生，不應衝突相剋。事實上，一手樓的優勢是全新、康樂設施、苑苑設計和意境，二手樓的優勢是價格便宜與間隔實用。當然在地點上，一二手樓同樣都有獨一無二的特性。如果政府對一手樓因地皮收入而有所傾斜，成交上就會同時傾斜向發展商，社會利益分配就不平均，最後會是政府、小市民、也包括發展商的共輸局。

三、樓市成交轉流究竟流轉了社會哪一部分的財富？是時候我們要弄清楚消耗不同部分的財富對市民甚至社會的影響。

筆者用一個最簡淺的比喻，一個人的財富可以簡單分為：錢包裏的錢；銀行戶口裏的資金；資產蘊藏的購買

力。用哪一部分的錢有分別嗎？絕對有分別！如果單用在銀行的資金去買樓，不單會消耗買家的現金，還有可能轉移普羅大眾市民手上的現金，向財團發展商匯集。不要以為筆者想譴責地產霸權，實際上最後發展商同樣是輸家。因為銀行存款並不是最大的利益價值，最大利益價值其實是以自住單位樓換樓。行使房地產的蘊藏購買力，賣出供滿的自住單位去換取人生新階段的新住屋需要。這樣消耗流動資金較少，卻能產生更強的購買力。

換樓鏈條未見活躍

筆者認為，香港房屋政策近年忽略了樓換樓，樓市辣招也遲了撤招，令市場成交量和轉流率也下跌。就算樓市傾斜於一手樓，正因為二手出售比一手難得多，最強的資產購買力動用不多，故用家樓換樓成交量大不如實施「樓市辣招」前，發展商其實都是輸家。所以，樓市運作應該以樓換樓為主導。在筆者看來，整體二手私樓轉流率可由谷底2.5%增加至6%，二手成交量亦由谷底約3.2萬宗增加至近8萬宗水平。

本文只是拋磚引玉，希望大家可以討論出市場運作的有利法度和具體方法。筆者認為，既然房地產分配社會利益是透過置業階梯的成交轉流去進行，我們只要弄清楚置業階梯的主流情況是否正常健康，然後再對症下藥，那轉流欠佳有什麼症、又有什麼藥？

筆者認為轉流欠佳，其實都是心病。當人們對前景有信心和清楚的時候，需求就會自然甦醒和起動。中央已經給予足夠的方向，香港特區政府亦在不斷進步中，港人上下要同心努力實現認知實力的凝聚。共勉！

（作者為祥益地產總裁）