

中國總體金融回顧與十五五期間貨幣政策展望

◎吳明澤／中華經濟研究院第一（中國經濟）研究所 副研究員

本文旨在分析2025年中國貨幣政策從「十四五」邁向「十五五」規劃期間的經濟與貨幣政策轉型，中國經濟正深陷幾項結構性困局：過度依賴外需導致內需失衡、房地產市場崩盤引發居民資產負債表衰退、地方政府與融資平台（LGFVs）累積龐大債務風險，以及「政治優先」導致民營企業信心低迷等制度性困境。為因應上述挑戰，中國在「十五五」期間的貨幣政策將從「數量型」向「價格型」過渡。此外，政策將捨棄傳統的大水漫灌，轉以結構性工具精準支持科技、綠色、普惠、養老及數位等「五篇大文章」，並持續推動人民幣國際化與匯率市場化改革。

關鍵詞：十五五規劃、貨幣政策轉型、資產負債表衰退

Keywords: The 15th Five-Year Plan, Monetary Policy Transformation, Balance Sheet Recession

本文旨在針對中國在「十四五」規劃收官之年（2025年）及邁向「十五五」規劃（2026-2030年）期間的經濟、金融與貨幣政策進行審視。當前中國經濟正處於從傳統高度依賴房地產與基建投資的舊模式，轉向官方所謂「高品質發展」的轉型期。然而，這一轉型過程伴隨著嚴峻的挑戰，包括長期的通縮壓力、地方債務危機以及民間信心不足等結構性困境。

2025年中國總體經濟與金融環境回顧

根據中國國家統計局數據，2025年全年國內生產總值（GDP，見表1）約為140.19兆元人民幣（以下同），按不變價格計算，比上年成長5.0%。雖然帳面上達成年度成長目標，但成長動能呈現逐季放緩的趨勢，從第一季度的5.4%一路滑落至第四季度的4.5%。放緩主要源於內需市場的持續低迷，社會消費品零售總

額僅成長 3.7%，顯著低於整體經濟增速。

在物價方面，2025 年中國亦面臨嚴峻的通縮挑戰，居民消費價格指數（CPI）全年平均為 0%（持平），而反映上游生產成本的工

業生產者出廠價格（PPI）則下降 2.6%，其中 PPI 更是自 2022 年 10 月至 2026 年 2 月連續 41 個月的下跌，顯示製造業面臨嚴重的產能過剩與獲利緊縮。

表1 2025年中國相關經濟數據

指標項目	2025年數值（人民幣）/ 成長率（%）	現況觀測與風險點
國內生產總值（GDP）	140.19兆元 / +5.0%	成長動能逐季走弱，下半年保成長壓力顯著
社會消費品零售總額	50.12兆元 / +3.7%	內需疲軟，居民消費意願處於歷史低位
固定資產投資	48.52兆元 / -3.8%	受房地產開發投資拖累，整體投資動能萎縮
民間固定資產投資	24.72兆元 -6.4%	反映民營企業對未來政策與市場環境缺乏信心
貨幣供應量（M2）	340.29兆元 +8.5%	金融投放維持擴張，但資金轉化為實體經濟動能的效率低
社會融資規模存量	442.12兆元 / +8.3%	直接融資佔比雖升，但實體貸款需求依然疲弱

資料來源：作者整理自中國國家統計局、中國人民銀行。

2025 年中國貨幣政策定調為「適度寬鬆」，中國人民銀行於 2025 年 5 月分別調降存款準備金率、7 天逆回購利率與貸款市場報價利率等¹，並確立以 7 天期逆回購利率為主要的政策利率指標。M2 貨幣供給雖然較 2024 年成長了 8.5%，但人民幣貸款即使還原地方化債影響後實際成長率仍僅約 7% 左右，顯示信貸市場存在「流動性陷阱」之隱憂²。

中國總體經濟與金融環境存在之問題

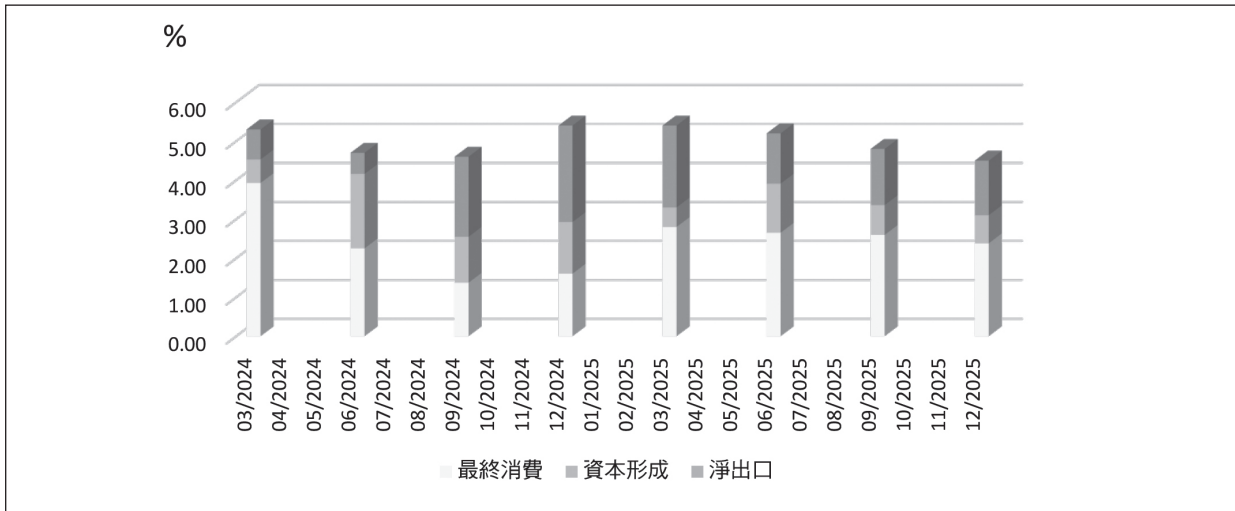
儘管官方數據顯示 2025 年成功達成成長目標，但深入分析可以發現，中國經濟正陷入一系列互鎖的結構性困境。以下針對當前最核心的四大問題進行詳細論述：

一、內需與外需的失衡

雖然在「十四五規劃」期間（2021-2025）

中國持續強調「雙循環」（以國內大循環為主體，國內國際雙循環相互促進）政策，然而現實數據顯示，經濟成長對外部需求的依賴不降反升。2025 年中國全年貿易順差接近 1.2 兆美元，創下歷史新高，淨出口對 GDP 成長的貢獻接近三分之一，這種結構對於一個擁有 14 億人口的大型經濟體而言顯然極不合理。

此種「外強內弱」的發展格局顯示內需市場的嚴重萎縮。雖然高技術製造業（如新能源車、半導體）出口強勁，但這類產業多屬資本密集而非勞動密集，難以轉化為普惠性的居民收入。且多為在其國內已經「內捲」（即過度競爭）嚴重的商品，雖然推升了貿易總量，但企業為了維持訂單不得不壓縮利潤，導致國內工資成長放緩，進而進一步抑制了民間消費能力。



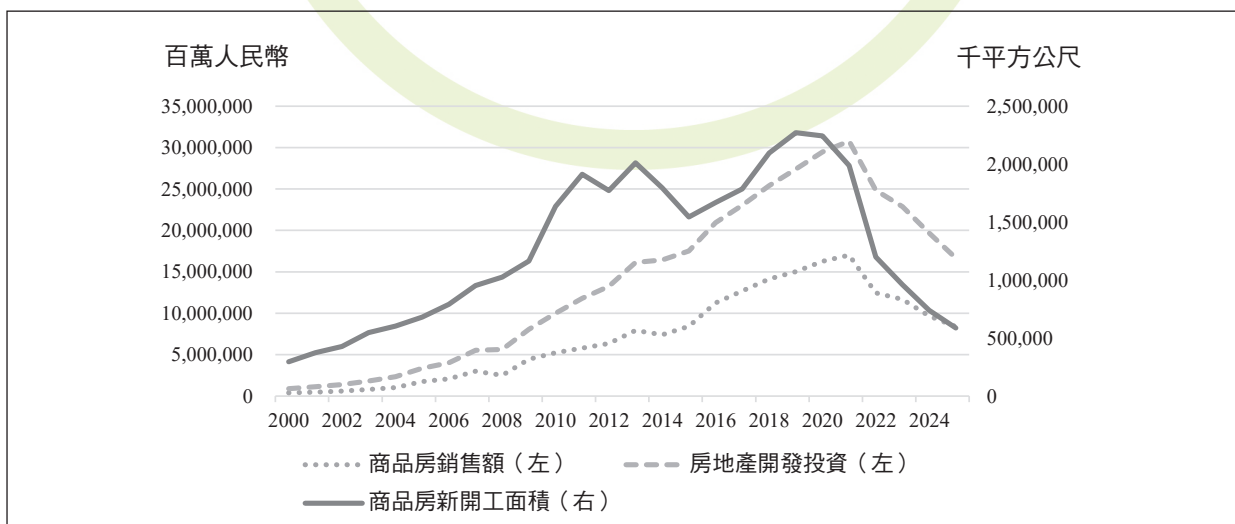
資料來源：中國國家統計局。

圖1 中國GDP之貢獻

二、房地產危機與資產負債表衰退

中國房地產市場在 2020 年的「三道紅線」政策後，已經進入嚴重的衰退。根據國家統計局數據顯示，2024 至 2025 年，全中國新房銷售面積持續下滑。2025 年銷售面積為 7.33 億平方公尺，同比下降 10%，僅為 2021 年峰值 14

億平方公尺的一半左右。2025 年房屋銷售額僅為 8.39 兆，較去年的 9.68 兆衰退 13.24%，已連續 4 年負成長，不及 2021 年高峰期的一半。房地產開發投資亦持續處於衰退的情況，2025 年僅為 8.28 兆，較去年減少 17.44%，與 2021 年高峰期相較僅為其六成左右。



資料來源：中國國家統計局。

圖2 中國房地產相關數據

由於中國家庭約 70% 的財富與房地產掛鉤，房市崩潰造成「負面財富效應」。房價的持續走低直接導致居民資產負債表縮水，迫使家庭轉向「預防性儲蓄」，抑制了許多非必要的消費支出。此外，土地出讓收入的枯竭使地方政府財政陷入窘境，過去依賴「土地財政」支撐的基建與公共服務體系正難以為繼，形成經濟活動的進一步收縮。

三、地方政府債務與金融體系的風險

中國地方政府債務問題，是過去二十多年投資驅動型經濟模式的重要副產品。根據中國財政部公布的預算報告，截至 2025 年底，中央國債餘額為 41.23 兆元、地方政府債務餘額為 54.82 兆元，合計約 96.05 兆元³，2026 年截至 5 月 13 日地方政府發債規模已超過 4 兆元⁴。更嚴重的是所謂的「隱性債務」，即未納入官方政府債務統計、但市場普遍認為具有政府擔保或救助預期的債務，主要是地方政府融資平台（Local Government Financing Vehicles, LGFVs）的債務，它被認為是中國金融體系最大的「灰犀牛」。

2025 年政府雖然實施了規模達 3.1 兆元⁵的「一攬子化債」方案，旨在透過發行政府債券置換存量隱性債務。但這在本質上只是債務的展期與利息成本的降低，並未從根本上解決債務本金的償付來源。

在化債過程中，商業銀行承擔了巨大的成本與風險，由於大量高收益的 LGFV 債權被轉換為低利率的政府債券，將導致銀行淨

息差（NIM）持續縮小，導致銀行的獲利能力下降，對於資源與抗風險能力較弱的中小銀行而言，這無異於雪上加霜。

四、制度性困境

如前所述，中國在經濟規劃上存在明顯的「經濟成長困境」。政策資源高度向「供給端」傾斜，投入巨大資金於科技自立自強與基礎設施建設，卻對於提升「需求端」一如改善所得分配、建立健全社會安全網一缺乏有力手段。

此外，「政治優先於經濟」的導向削弱了民營企業的信心。2025 年民間固定資產投資成長率為 -6.4%，低於固定資產投資成長率 -3.8%，顯示民營企業家在強化國家安全觀與各類合規監管的壓力下，普遍採取「收縮戰略」⁶。這種對民營經濟的「國進民退」疑慮，使得市場最活躍的部分陷入停滯，導致全要素生產率（TFP）的提昇面臨天花板。

「十五五期間」貨幣政策趨勢

進入「十五五」規劃（2026-2030 年）時期，是中國經濟轉型路徑的關鍵抉擇。這五年不僅是邁向 2035 年基本實現現代化目標的承前啟後點，也是解決「十四五」遺留問題、應對外部地緣政治劇烈變動的戰略時期。

一、貨幣政策中間目標調整

首先是貨幣政策中間目標的改變，過去



中國一直以貨幣供給量（M2）與社會融資規模等數量指標，作為貨幣政策工具的中間目標。然中國人行行長潘功勝已明確表示，未來將進一步理順利率傳導路徑。7天期逆回購利率（7-day Reverse Repo Rate）已被正式確立為核心政策利率指標，旨在通過引導該利率影響貸款市場報價利率（Loan Prime Rate）與國債收益率曲線。顯示中國已經開始轉變為利用利率等價格變數做為貨幣政策的中間目標，與許多先進國家的貨幣政策目標趨勢相近。

就貨幣理論而言，以利率作為貨幣政策的目標，較貨幣供給更貼近實體經濟，因為其能透過引導利率的變動直接影響消費與投資行為，政策訊號引導預期的效果更為明顯。且隨著金融創新（如電子支付、數位貨幣等）越來越深化，貨幣供給與貨幣政策目標（如GDP、通膨）之相關性已大幅下降。

二、調控框架與工具轉型

另外，在「十五五」期間，次級市場國債買賣將會與中期借貸便利（Medium-term Lending Facility）、逆回購與存款準備金率搭配成結構性調控貨幣基數的主要工具⁷，且重要性將會提高，減輕對頻繁降準的依賴，使貨幣政策從「數量型」向「價格型」加速過渡。

三、結構性工具與「五篇大文章」

另外，貨幣政策將不再是「大水漫灌」，而是透過精準的定向工具支持國家戰略，包

括深化科技、綠色、普惠、養老、數位五大金融領域⁸。

在科技領域，預計「十五五」期間，中國人行將設立或擴大「科技創新再貸款」規模，重點支持半導體、量子運算、人工智慧（AI）等領域。在綠色領域，人行將節能降碳改造、綠色升級、能源綠色低碳轉型等項目納入「碳減排支持工具」範圍，每年操作上限設定為8,000億元。

在普惠領域，設立1兆元民營企業專項再貸款，重點支持中小微企業和鄉村振興領域。在養老領域，人行亦擴大養老專項再貸款的支持領域，涵蓋服務消費與普惠養老設施建設，推動個人養老金制度全面落實，豐富商業養老保險、養老理財及養老目標基金等產品。最後，在數位金融，將穩妥推進數位人民幣研發與應用場景擴展，特別是在跨境支付與政府撥款領域。

四、匯率與國際化

持續推動人民幣國際化，優先推動經常項目自由化，而非單純管理匯率升貶值。目標是增加全球對人民幣的需求，使其在吸收外部衝擊中發揮更大作用。其次要改革匯率形成機制，預計在「十五五」期間進一步放寬人民幣匯率波動區間，推動人民幣向更市場化的方向發展⁹。

結語

綜合上述分析，中國經濟在邁入

「十五五」規劃的關鍵轉型期，正處於舊動能衰退、新動能尚未完全接續的陣痛階段，面臨極其複雜的內部結構性阻礙。

首先，在實體經濟面，房地產市場的持續萎縮不僅造成地方政府「土地財政」枯竭，更引發居民的資產負債表衰退與消費降級。同時，龐大的地方政府隱性債務雖透過官方的「一攬子化債」方案進行展期，卻將風險與成本轉嫁至商業銀行體系，未能從根本上解決償債本源的問題。此外，國家政策長期過度傾斜於供給端，加上嚴格監管導致「國進民退」的疑慮加深，使得民間固定資產投資大幅衰退，內外需嚴重失衡，進一步加劇了國內市場的產能過剩與通縮壓力。

面對「流動性陷阱」的隱憂，中國人民銀行在貨幣政策上出現了重大的調整。未來五年，貨幣政策將不再依賴貨幣供給量（M2），而是將目標轉向價格型指標，以7天期逆回購利率來引導市場，使政策訊號更貼近實體經濟。同時，次級市場國債買賣將成為調控貨幣基數的重要工具，並透過定向再貸款等結構性工具，精準扶植科技、綠色、普惠等重點領域，取代過去全面性的貨幣寬鬆。在對外方面，則持續推進人民幣國際化與放寬匯率波動區間。

然而，單靠貨幣政策工具的創新與利率市場化改革，難以完全扭轉內需疲弱與民間信心不足的劣勢。中國政府必須正視其制度性盲區，在推動產業升級的同時，積極改善

所得分配以提振內需，並重塑友善且穩定的市場環境以恢復民營企業信心，才能在未來的變局中實現真正的高品質發展。

附注

1. 中國人民銀行（2026）。2025年第四季度中國貨幣政策執行報告。中國人民銀行貨幣政策分析小組。https://finance.sina.com.cn/money/bank/bank_yhfg/2026-02-10/doc-inhmitaa4484672.shtml
2. 人民幣貸款成長率為6.4%，但因地方政府透過發行債券置換銀行貸款（化債），使得貸款餘額受到下行壓力。還原此影響後，真實信貸成長約為7%-7.5%。
3. 中國財政部《2026》，關於2025年中央和地方預算執行情況與2026年中央和地方預算草案的報告。https://npcobserver.com/wp-content/uploads/2026/03/2026-MOF-Report_NON-FINAL_ZH.pdf
4. 工商時報（2026.5.15）。陸地方債今年發行突破人民幣4兆。<http://ctee.com.tw/news/20260515700143-430803>
5. 羅志恒、方堃、牛琴（2026）。從地方預算報告看2025年化債進展，粵開證券研究報告。
6. 吳佳勳（2024）。中共推動編制「十五五」規劃前瞻。大陸及兩岸情勢簡報，頁11-18。
7. 姚進、勾明揚（2026）。支持性貨幣政策助力穩增長。人民網。<http://finance.people.com.cn/BIG5/n1/2026/0323/c1004-40686886.html>
8. 吳明澤（2025）。中國金融的「五篇大文章」解析。經濟前瞻，220期，頁65-69。
9. Union Bancaire Privée (2024). China's Renminbi Internationalisation: The Next Phase of Current Account Reforms. <https://www.ubp.com/en/news-insights/newsroom/china-s-renminbi-internationalisation-the-next-phase-of-current-account-reforms#:~:text=The%20objective%20is%20to%20increase%20global%20demand%20for%20the%20RMB%2C>