



▲中央上週出超預期寬鬆政策後，A股市場轉趨暢旺，不單成交量大增，指數亦屢創新高。

經濟觀察家

上週出台的超預期寬鬆政策顯著改變了市場預期，有效降低對中國經濟中長期增長前景的憂慮。在此影響下，滬綜指累計上漲12.8%，創2008年12月以來的最大單周漲幅；恒生指數大漲13%，創出近20年來的最大單周漲幅。

宏觀預測一定要基於某種對宏觀政策反應函數的假設。也就是說，必須得知道宏觀政策會如何隨經濟形勢的變化而調整，才能預期經濟在宏觀政策調控下會有何種走勢。

組合拳為市場注入新動能



馮高望遠
中銀國際證券總裁助理
首席經濟學家

上週的寬鬆政策的出台，在兩個重要的方面改變了市場對中國政策反應函數的預期。首先，寬鬆政策強化了政策會守住經濟增長底線的預期。在此之前，不少人認為宏觀政策似乎對經濟增長下行壓力的反應不及時，穩增長政策推出的力度也不太夠，這也讓外界對於宏觀政策守住增長底線的決心和能力產生了懷疑。而9月26日的中央政治局會議表明，決策層高度關注經濟下行壓力，並對經濟增長放緩的狀況並不滿意。

其次，寬鬆政策也改變了政策反應函數的預期。在相當長的時間裏，穩增長政策的推出像是在「擠牙膏」，總是在經濟下行壓力之下被倒逼出來。從國內外的經驗來看，哪怕是同樣的政策內容，「震懾策略」（釋放超預期政策）也會有較佳效果。顯然，上週的寬鬆政策不是「擠牙膏」，而是多項政策集中推出，讓市場驚訝。這樣的政策釋放方式顯然會更加有效。

創新工具改變股市邏輯

需要注意的是，宏觀政策反應函數改變的效果，估計很難在今年的經濟數據中體現。當前只剩下一個季度在實體經濟中體現寬鬆政策的效果，而且馬上也要入冬，北方地區的投資活動也會受到季節影響。所以，上週寬鬆政策的釋放很難明顯改變今年經濟增速的預測，但不能就此忽視政策對於資本市場的影響。決定資本市場表現的，不僅是當前的經濟形勢，還有對更長期經濟走勢的預期。就算今年GDP（國內生產總值）增速預測沒有太大變化，資本市場也應該明顯走強。

今次人民銀行創設的「證券基金保險互換便利」和「股票回購增持再貸款」兩個結構性貨幣政策工具，在一定程度上改變了A股市場運行的邏輯。在中國社會融資總量中，股票融資佔比一直很低。2016至2023年，中國非金融企業境內股票融資佔社會融資總量的比重只有3%，而在2024年前8個月，這個比重更進一步下降到0.7%。由於股票融資量很低，所以股市的漲跌對宏觀經濟的影響不大。但反過來，宏觀經濟的變化則對股市有明顯影響。

在上週之前，A股市場因為經濟增長的下滑，對中長期經濟前景預期的弱化，已經處在一個反常偏弱的狀態。在流動性充裕的金融市場中，A股市場卻因為預期偏弱而資金外流，反而成為了資金「海洋」中的一個流動性反常偏弱的「孤島」。

一個有力的證據是，今年滬綜指與國內信用利差的背離（見圖）。理論上，股票指數與信用債券的信用利差均反映了金融市場投資者對風險資產的偏好。當投資者更偏好風險資產的時候，一方面會傾向於更多購買債券市場中的信用債券，從而壓縮信用利差；另一方面也會更多購買股票，從而推升股票指數。但今年來看，中國信用利差已經在「資產荒」的作用下，壓縮到了近10年來的新低，表明



投資者在大規模購買風險偏高的信用債，但同期滬綜指卻明顯下滑，反映資金從股市的流出。

在此背景下，人行新設的兩個結構性貨幣政策工具，就像將流動性導入A股的兩條渠道，本身會給股市帶來流動性供給，並且還會帶動市場資金向A股流動。要知道，中央銀行擁有無限的名義貨幣的創造能力，人行今次對於支持股市的堅決表態，給了市場極大的想像空間。

在人行流動性與A股市場對接的新形勢下，流動性可能對A股運行有更大影響力。這與過去「A股市場是經濟運行的結果」的邏輯有較大差別。當實體經濟對A股走勢的約束力下降之後，股指上揚就更加容易。不過，寬鬆政策在穩定短期經濟增長方面，應該還不會很快有那麼明顯的效果。一方面，正如前文所述，目前已經臨近四季度，中國北部地區也即將入冬，寬鬆政策效果沒有那麼容易在今年的經濟數據上體現出來。而更加重要的另一方面是，財政政策的寬鬆細節還未公布。而就穩定經濟增長而言，當前財政政策的寬鬆比貨幣政策寬鬆更重要。因此，財政政策會寬鬆到什麼程度，尤其是中央政府會增發多大規模的債券，是接下來政策的關鍵觀察點。

財政擴張值得期待

年初以來，中國實體經濟的融資需求已經明顯喪失利率敏感性。一方面，利率已經降低到近十幾年的新低。另一方面，實體經濟融資需求並未相應擴張。這與過去幾輪周期中，社會融資增幅隨利率下行而擴大的走勢形成了鮮明反差。這表明，當前中國從金融市場到實體經濟的融資傳導已經阻滯。這種情況下，貨幣政策的寬鬆雖然能夠增加金融市場的流動性，卻很難帶動實體經濟需求的擴張。當前穩定經濟增長更需要的是，在實體經濟中找到逆周期加槓桿增加支出（借錢支出）的經濟主體。

當前，地產行業深陷銷售和房價的下行壓力中。在9月26日的中央政治局會議上，明確要求「要促進房地產市場止跌回穩」，同時也要求「對商品房建設要嚴控增量」。而居民部門在此次寬鬆政策出台後，有多強加槓桿的意願也需要觀察。此外，地方政府當前也面臨較強的「化債」約束，融資受限。這樣一來，中央政府恐怕是當前實體經濟中唯一有能力逆周期大規模加槓桿的經濟主體，因而自然也是穩定經濟增長的不二選擇。

當前這一輪政策放鬆要能夠在實體經濟產生明顯效果，需要中央財政

較大幅度地增加發債和支出規模。在9月26日的中央政治局會議上，也要求「要發行使用好超長期特別國債和地方政府專項債，更好發揮政府投資帶動作用」，釋放財政擴張的預期。

當前寬鬆政策究竟在多大程度上能夠帶動實體經濟增長的企鵝，還需要觀察接下來財政寬鬆的力度。財政的寬鬆力度也將決定接下來國內利率的走勢：如果財政寬鬆力度較大，則經濟向好，利率上升。反過來，若財政寬鬆力度不足，則經濟弱勢局面還將延續，利率下行趨勢也難逆轉。

綜上所述，上週超預期的寬鬆政策會比較明顯地提振資本市場的情緒，但是否能夠帶動實體經濟增長企鵝，還需要觀察接下來財政政策的走勢。考慮到人行新設結構性貨幣政策工具會給A股市場帶來的流動性，股市可以在一定程度上脫離實體經濟的狀況而上漲，出於兩方面原因，這種上漲具有一定持續性的。

首先，前期A股下跌除了因為短期經濟增長走弱之外，還很大程度上是由於宏觀政策反應函數預期紊亂。而決策層已經明顯重塑了這種預期，改善了各方對中長期經濟增長前景的信心，自然應該在股指中表現出來。其次，作為各方都關注的價格指標，A股是較為重要的預期風向標。股市下跌容易加大悲觀預期，甚至形成悲觀預期自我實現的惡性循環。考慮到這樣的風險，中央政府採取措施將股市穩住也有合理性。

但在經歷過2015年股市泡沫破滅帶來的「股災」之後，股市資產價格泡沫會是金融監管者着力預防的風險。所以在此次寬鬆政策帶動A股大漲滯後，監管者一定會有意識地控制股市流動性，避免資產價格泡沫擴大。

今年在市場壓力之下，A股市場股票融資規模顯著下降。今年前8個月，中國非金融企業境內股票融資總量只有1576億元（人民幣，下同）。而在2021、2022和2023年的前8個月，股票融資總量分別為7370億元、7717億元和6417億元。相比前3年的同期水平。今年前8個月股票融資規模大幅收縮。在流動性改善之後，股市融資規模勢必會在監管者的引導下逐步放大。如此，可一方面將股市資金導入實體經濟，更好發揮股市支持實體經濟增長之功效，另一方面也可以降低股市資金堆積的程度，減輕出現資產價格泡沫的風險。

未來的A股市場中，有可能出現監管者基於對資金流入（通過結構性貨幣政策工具）與流出（股市融資）的調控，而對股指進行「區間管理」的局面。

「智方便」開啟香港智慧民政



創科瞭望
陳迪源
香港創科發展協會主席

隨著數碼化浪潮的推進，全球各國政府紛紛邁向智慧化管理，致力提升公共服務的效率和質量。香港作為國際化大都會及全球領先的智慧城市，一直積極推動智慧政府與智慧民政的建設。其中，「智方便」（iAM Smart）平台的推出，標誌着香港在智慧城市建設道路上的重要一步。

智慧政府指的是，政府運用大數據、人工智能、物聯網等先進技術，優化內部流程，提高行政效率，提供高質量的公共服務。例如，電子政務、自動化行政流程、數字化決策支持系統等，都屬於智慧政府的範疇。而智慧民政則側重於市民與政府之間的互動，強調以市民為中心，通過科技手段改善公共服務的體驗，其中包括提升市民在交通、醫療、教育、社會福利等領域辦理手續的便利性。

在數碼時代，市民對智慧民政的期望愈來愈高。大家都希望能夠隨時隨地辦理各種民生服務，而無需在不同政府部門之間來回切換應用程式。目前的情況是，不同的政府部門都有自家的應用程式，市民需要熟悉多個系統，增加了操作負擔和學習成本。未來的智慧民政應該整合所有部門的服務，統一在一個平台上操作，減少重複登錄和資料填寫的麻煩，真正實現一站式的公共服務體驗。

為了實現這一目標，全球不少國家地區都有成功經驗。例如，愛沙尼亞推行了電子身份系統（e-ID），市民使用一個身份便可訪問所有政府服務，包括投票、繳稅、查詢醫療紀錄等，大幅提升了政府運作效率。新加坡的「智慧國家2030」計劃，利用數據和科技提升市民生活品質，推出了「SingPass」系統，提供一站式的數碼身份驗證和公共服務接入。內地也積極推進「數字政府」建設，許多城市已經實現「一網通辦」，市民可以在一個平台上辦理各類政府服務，提高了行政效率。

香港的「智方便」平台正是朝着這個方向發展的。自2020年推出以來，「智方便」已經整合了超過420項政府和商業機構的服務。市民可以透過該平台，申請和續期護照，無需親自前往辦事處；線上申報稅務，節省了時間和精力；查詢醫療紀錄、預約公共醫療服務；續期車輛牌照等，所有這些都可以透過「智方便」在網上完成，大大提升了使用便利性。

然而，目前各政府部門應用程式

分散的問題仍然存在。要全面使用政府提供的數碼服務，市民可能需要安裝多個不同的應用程式，這不僅增加了手機的存儲負擔，還造成了學習和操作上的困難。因此，整合跨部門的應用，進一步擴展「智方便」的功能，將是未來的重要發展方向。

在此背景下，可考慮借鑒微信小程序的模式，為「智方便」的發展提供新的思路。小程序的開發成本相對較低，開發周期短，無需用戶下載安裝，使用方便。透過採用小程序的技術架構，「智方便」能夠讓各政府部門和商業機構以較低的成本，快速開發並上線應用，實現服務的無縫整合。同時，市民在使用時也能獲得一致的用戶界面和體驗，降低了學習門檻。

嚴格保護用戶隱私

未來，「智方便」有望在多個方面實現拓展和升級。首先，筆者期望平台將會接入更多的政府和商業服務，涵蓋教育、社會福利、文化娛樂等領域，滿足市民多樣化的需求。其次，預期跨境服務的連接將成為重點發展方向。透過與內地政府服務系統的對接，市民在大灣區乃至全國範圍內，能夠享受到便捷的政府服務，為跨境出行和商業活動提供方便。再次，平台有望向更多私營機構開放，促進創新應用的開發，豐富平台的生態系統。

當然，在數碼化的同時，安全與隱私保護仍是市民關注的焦點。據筆者了解，「智方便」採用了多層級的安全技術，包括生物識別驗證（如面容識別、指紋）、NFC（近場通訊）技術，以及具法律效力的數碼簽署等，確保用戶的個人資料得到嚴格保護。未來平台將繼續與網絡安全專家合作，引入更先進的安全技術，如區塊鏈和零知識證明，進一步提升數據保護水平。

「智方便」在香港智慧城市的建設中扮演著重要角色，也應該與更多其他智慧應用協同合作，打造全方位的智慧生活。例如，與公共交通系統對接，實現一站式的交通支付和出行規劃；連接社區服務，增強市民的社區參與感；提供環境資訊，幫助市民更好地規劃生活和出行；為旅客提供便利的城市指南和電子支付服務，提升旅遊體驗。

展望未來，隨著「智方便」功能的不斷擴展，香港將朝着更智慧、更高效、更宜居的城市邁進，為市民帶來全新的智慧生活體驗。透過這些舉措，香港不僅能夠提升政府服務的效率和透明度，增強市民對政府的信任和參與感，還能推動城市的可持續發展，成為全球智慧城市的典範。

股市大漲創造財富效應



樓市新態
汪敦敬
祥益地產總裁

9月24日中央出招多項措施支持經濟發展，包括降準減息，隨即牽起了香港股市連續五日的大牛市。恒生指數周一（9月30日）升至21133.68點，對比9月11日收市升逾4000點，預計市值共增加逾6萬億元，無疑於向全港股民派錢。增加財富的厚度足以令不少財困的公司和生意人可透過賣出股票以求存，給面臨經濟考驗的人一個「生口位」。

我們可以看到全港的住宅按揭貸款大概2萬億元，而全港的貸款逾9萬億元，股票的財富增長足以救濟到香港經濟。

股票升值更加拯救了大部分需要補倉的人士，筆者近年見到很多商人在商業信貸上需要補倉，不少人其實不是借貸比率過高，只是在補倉這種制度之下未能滿足「以銀行最新估價的三成左右借貸水平」。被要求補倉的人士很難在低迷市道找到第二間銀行借貸，於是很多資深的投資者遇上補倉潮，往往只好賣出質素高的投資品，而又因為市道欠佳，優質不夠高的投資品難以找到買家。如果資本市場因正面因素回升的話，的確幫到很多人解決眼前的困難。

站在國際經濟競爭角度來說，港

股置於死地而後生，中央政府大力在股票上作出良性推動，長遠對經濟發展是非常之有利的。今次股市急升亦告訴我們一個事實，就是有理由相信未來的樓市回升速度亦會比以前的經驗快得多。

樓市緊接獲益

成交價只是購買力在市場上活動的結果，如果我們的低成交價是因為購買力大量消失所引致的話，跌了的價格的而且確難以復原。但相反，如果購買力並沒有大量消失，隨着市場情緒轉佳，而有關價格也會相對容易回復。

筆者認為，今次中央政府已經為市場製造了轉勢，有關的轉勢將會由股票開始；第二波就會是樓市，尤其是樓花；第三波就是旺二手樓市；第四波就是第三、四線屋苑或者較冷門的投資產品。

當市場出現較活躍的財富效應活動，不同投資產品市場就會互相「灌溉」，如股票獲利之後部分購買力會轉投去樓市作投資，有關自由經濟的力量就會正式起動，購買力活躍後只要仍然在理性水平，有關市場就會健康，直至到過分活躍之後衍生的泡沫（包括炒賣），市場亦會有再自我調整的時候，樓市相信會逐步脫離現在的困境了。香港，明天會更好。



▲隨着買家對樓市恢復信心，近日不少新盤售樓處都出現長長的人龍。