



▲目前A股估值和性價比仍在歷史正常水平，後續政策仍有想像空間，市場演繹將主要取決於增量資金進入情況。

哪些增量財政政策值得期待？

財經點評 張瑜

當前市場對財政政策充滿期待，但討論仍多囿於量級的「比大小」，普遍存在兩方面問題：一是缺乏時空觀，同樣量級的政策，短期急出還是長期緩出？不同的政策，互相怎麼組合？政策信息以何種方式給到市場？二是缺乏目的性，政策量級一小一大，量級小的形成純增量（如擴大投資），量級大的用於存量（如化債），前者逆周期效果可能好於後者。

較大調動地方積極性。需要明確的是，同樣聚焦化債，路線一的增量影響幅度低於二；當前看，路線一或仍優先於路線二，但不排除最終的政策是兩條路線的調和。

長期為賣地收入「抵賬」
新一輪財政改革紅利充分釋放前，仍需對沖賣地收入趨勢性下滑（2021年高點近9萬億元，2023年已降至5.8萬億元）。其中，特別國債（2024年1萬億）需要加碼：利好「兩重」（國家重大戰略實施和重點領域的國家安全能力建設）與消費（大規模設備更新和消費品以舊換新）。新增專項債也需要擴圍，納入土儲項目，或繞開具體項目、補充財力。

民生服務增量補貼
對二孩及以上家庭、失業大學生、農村老人等群體的增量補貼，值得期待。廣義補貼範圍可涵蓋托育、養老、教育、醫療、就業、住房等基本公共服務；量級上，傾向於細水長流。

短期為預算收入缺口「平賬」
從以往經驗來看，財政預算如有收入缺口（實際收入低於預算收入目標），都會有財政／準財政增量政策。今年財政收入缺口或達2.8萬億元（人民幣，下同），或者通過增發國債2至3萬億元「平賬」。具體而言，過去共三年份出現過收入缺口，下半年全都有增量政策「平賬」：如2015年缺口規模9000億元，政府創設8000億元專項建設基金；2022年缺口規模2.7萬億元，政府創設政策性開發性金融工具7399億元，新增PSL（抵押補充貸款）6300億元，盤活專項債逾5000億元；2023年缺口規模0.8萬億元，政府增發國債1萬億元，赤字率由預算的3%升至3.8%。

中期為地方債務「補賬」
今年3月份，清華大學經管學院院長白重恩在長安論壇發表的題為《新階段的中國經濟與財政政策》的演講，估算了2020-2022年疫情衝擊地方赤字規模。三年疫情，地方額外產生近7萬億元赤字。其中，中央僅彌補約1萬億元，地方仍剩餘約6萬億元的遺留赤字。中央或通過兩條路線，緩解地方財政困難：

路線一（當前化債模式的延續）：中央政府開制度綠燈，地方繼續以時間換空間：如地方政府2023年發行特殊再融資債券1.3萬億元、2023年以來發行特殊新增專項債超1萬億元（其中2024年發行超8000億），均可用於置換存量債務。未來若延續，合計可滿足約6萬億元體量。

路線二（當前化債模式的優化）：中央政府通過增發國債／特別國債約6萬億元，直接減輕地方債務還本付息負擔、並補充財力，預計能

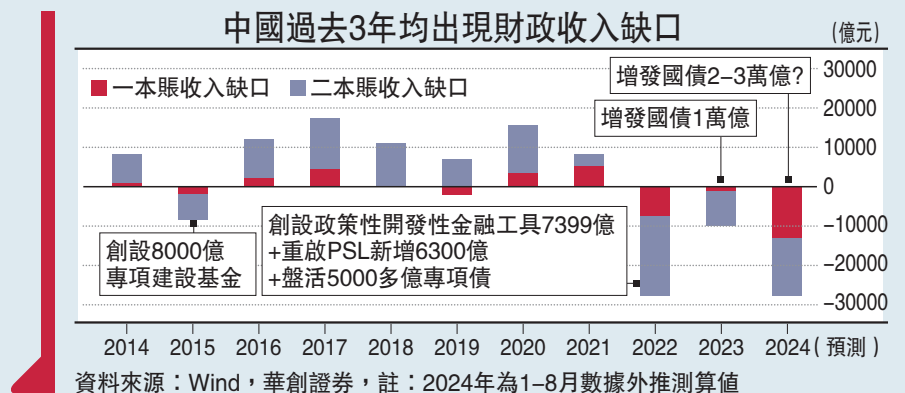
近期決策層已釋放兩個信號：一是，9月25日經國務院同意，民政部、財政部聯合部署向特困人員、孤兒等困難群眾發放一次性生活補助；二是，同日發布的《中共中央國務院關於實施就業優先戰略促進高質量充分就業的意見》提出，「健全生育保障、普惠托育、就業扶持等支持體系，構建生育友好的就業環境」。

此外，10月8日國務院總理李強主持召開的「經濟形勢專家和企業家座談會」上，位列首位發言的財政專家羅志恆，曾於9月29日撰文《財力接力五大舉措》中，包括「對部分特定群體發放補貼」。

結合10月8日出席座談會的專家意見，除了上文提及的增發國債、擴大專項債使用範圍、對部分特定群體發放補貼、優化化債舉措以外，還提到兩大基金（房地產穩定基金和股市平準基金）及改革舉措的貫徹落實（關注三中全會提到的消費稅、增值稅、地方附加稅、個稅等稅制改革加速推進）。

（作者為華創證券首席宏觀分析師）

▲學者建議中央政府通過增發國債，直接減輕地方債務負擔。



資料來源：Wind，華創證券，註：2024年為1-8月數據外推測算值

樓市轉旺 順勢出招提振信心

主樓布陣 布少明

自從本港銀行跟隨聯儲局減息，再加上中央政府「組合拳」出招力促樓市股市，利好本港整體投資氣氛，樓市交投回暖，一手銷情更是頻頻報捷，資金豐厚的大手客入市「掃貨」。消息指有「西餅客」斥資約8200萬一連兩日連掃將軍澳新盤共15伙；亦有另一「西餅客」以3700萬連購7伙啟德新盤投資之用，可見樓市交投正漸入佳境。

才來港首要解決的一定是住屋問題，所以若然政府希望吸引人才來港發展，以較全面的配套幫助外來人士融入香港及落地生根至關重要。

雖然樓市正步入「穩定恢復期」，但由於本港一手庫存仍然高企，故此樓價仍未完全擺脫下調壓力。有見及此，筆者希望特區政府即將公布的施政報告出台樓市刺激措施，繼而帶動經濟進一步復甦。

本文將提出更多振興樓市建議供政府參考。首先，可考慮停止賣地一年，讓市場慢慢消化一手存貨。就目前的情況來看，並非不可能。發展局日前公布，本財政年度三季度（10至12月）賣地計劃，單計住宅官地，只有一幅大圍地皮，僅提供約360伙。若以本年度首三季賣地計劃合計，只提供約6470伙私人住宅單位，佔全年供應目標1.32萬伙近一半。筆者期望政府可以繼續紮實賣地或進一步放緩賣地步伐，透過減少供應提振樓市。

倡住宅納投資移民計劃
事實上，近期社會各界已相繼出謀獻策，香港地產建設商會亦倡議放寬「新資本投資者入境計劃」投資門檻，容許購買住宅物業納入投資計劃。筆者個人相當贊成此意見，而且正如早前專欄所述，應在3000萬元的投資移民金額中，容許有約1000萬元可以購買住宅物業，主要原因是各類人

其次，希望調低置業釐印費，全線減0.5%，不但可減輕市民上車的負擔，有助刺激本地買家入市，亦可吸引更多外來資金投入本港樓市。個人亦建議，政府容許買家於繳付買賣合約釐印費時，可按個人需要申請延後支付，例如延期至簽約時才支付；藉此增加買家調配個人資金的彈性，料此舉同樣有助帶動樓市表現。（作者為美聯物業住宅部行政總裁）

經濟觀察家

筆者曾以A股量價數據、資金流向與結構、同其他資產價格比等三個層面構建出市場情緒指數。在一年多的跟蹤過程中發現，該指數與實際市場走勢貼合度較高，在市場情緒轉換時可以起到快速提示作用。本文嘗試從這三個角度，分析本輪上漲演繹到了何種階段。

綜合來看，目前為止的牛市特徵表現為量價快速上行，更多由政策出台後、因市場預期A股將上行而帶來的相對靈活的資金推動，增量資金仍有進入空間，股票估值和性價比仍在歷史正常水平，在政策細則尚未出台、上漲邏輯未被證偽的情況下，本輪行情難言見頂。

政策續來 A股上行態勢未變

高瞻遠矚 高瑞東

在政策、數據的空窗期，價格波動更多是交易行為，現階段股指回調一方面由於前期上漲過快，另一方面也可能是部分投資者在持續虧損轉為盈利後選擇獲利了結，預計A股市場下行空間有限。

量價視角：交易情緒高漲

在量價視角中，筆者選擇了四個細分指標來觀測市場情緒，分別是衡量交易熱情的換手率、反映價格結構的強勢股佔比、反映交易結構的龍頭股成交額佔比，以及反映市場動能強弱的創新高個股佔比。

從2024年9月24日起，A股換手率快速放大，Wind全A流動市值換手率在六個交易日內上行3.41個百分點，從9月30日開始突破3%，節後第一個交易日換手率達到4.3%，如此快的換手率放大速度歷史罕見。

從絕對水平看，2006年至今，僅在2006年牛市、2008年牛年和2015年牛市中，單日換手率水平超過3%。一方面反映出本輪市場情緒高漲，另一方面也說明隨着科技發展，信息傳播渠道增加，傳播速度變快，情緒發酵時間縮短，市場交易信息的速度也在加快。

從價格結構看，超越過去一年均價的個股數量佔比已升至歷史高位。我們使用全市場超過250日均線的個股數量佔比，來反映市場股票價格走勢一致性程度，當期市場中突破過去一年均價的個股數量佔比不斷上升，說明市場趨於樂觀並且動能向上。

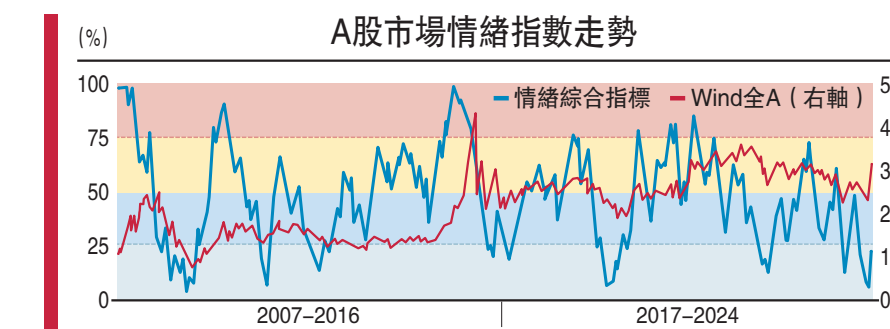
截至2024年10月8日，市場中有78.6%的股票價格高於過去一年的平均值，該比例接近2019年與2020年高點時的水平，未及2007年、2009年和2014年高點時的水平，尚未形成反轉信號。

從交易結構看，龍頭股成交集中度仍處於相對低位，市場結構性特徵偏弱。筆者計算每日市場中漲幅前20%的個股成交額佔市場總成交額的比重，來反映市場交易中龍頭股票與非頭部收益股票的交易熱情強弱，近期龍頭股成交額佔比仍處於相對低位，本輪行情以普漲開始，結構性特徵偏弱。

從市場動能看，當前創新高個股佔比絕對值升至高位。筆者使用每日市場突破250日新高的個股佔比衡量市場動能，該指標對牛市敏感，通常情況下指標在20%以下波動，只有大量資金流入、市場情緒振奮時，才能推動股價大面積突破近一年高點。截至2024年10月8日，28.6%的個股價格創下過去一年的最高水平。

資金視角：仍有增量空間

除了量價指標可以直接反映市場



資料來源：Wind，光大證券研究所，數據更新至2024年10月8日，Wind全A淨值曲線基期為2007年1月18日

情緒外，資金流向與結構也可以從不同維度反映市場情緒。在資金視角中，筆者選擇了四個指標來觀察市場情緒變化，包括代表槓桿資金的融資餘額、代表公募資金的開放式基金股票倉位、以及反映資金結構的融資買入額佔比、反映市場需求的新成立偏股型基金份額。

從槓桿資金看，融資餘額與融資買入額快速上行，融資買入佔比上升至歷史高位。通過融資資金的邊際變化情況可以觀察槓桿資金的變化趨勢，而融資買入額佔市場成交額比重，則可以反映槓桿資金與市場整體資金的一致性水平。當融資買入額佔比較高時，反映槓桿資金有更強的成交傾向。

截至2024年10月8日，滬深兩市融資餘額1.5381萬億元（人民幣，下同），從20日移動平均與100日移動平均的差值看，為近一年的30%分位數，融資餘額快速上行，但距離歷史高位仍有一定距離；融資買入額佔市場成交額比重升至11.9%，已經接近歷史高位。

從公募資金看，Wind估算的開放式基金股票投資比例大幅上行，但未及前高。該指標既反映市場資金變動情況，同時又是基金經理擇時結果的體現，該指標和市場走勢一致性程度並不高。截至2024年10月8日，Wind估算的開放式基金股票倉位為72.82%，距離年內高點仍有距離。

從增量資金看，本輪上漲行情發酵時間較短，新成立偏股型基金份額尚未明顯變化。該指標可以衡量市場對偏股型基金的需求強弱，當投資者對股市預期轉向積極樂觀時，對偏股型基金的需求上升，並且考慮到基金業績等因素，基金公司也偏向在預期未來行情向上時發售新基金。因此，該指標可以間接反映市場對股市的樂觀程度。新成立基金份額雖然是市場的滯後指標，但也是維持牛市行情的增量資金的重要來源。

比價視角：股票估值較高

不同資產的相對價格，也可以在某種程度上折射市場對資產的偏好水平，這裏筆者選擇了三個細分指標，包括衡量股債性價比的股權溢價率、體現股債輪動的股債收益差、反映投

資者未來預期的股債期貨升貼水。

從股權溢價率看，當前股市性價比有所回落。股權風險溢價反映市場對股債之間的偏好程度，股權風險溢價上升時，反映更多資金流向債券，股市估值水平下降，市場對股票的偏好程度降低。整體上看，股權溢價率與市場價格呈反向關係，因此計算「1-股權溢價率」並納入綜合情緒指數中。

上述指標也是效果比較明顯的反轉指標，股權溢價率接近或超過0.045的2019年1月、2024年2月和2024年9月，都對應後續股市的大幅反彈。2024年9月14日，股權溢價率升至歷史高點0.0473，隨着股市大漲，股權溢價率快速下行，截至2024年10月8日，股權溢價率下降至0.0296。

從股債收益差看，近幾個交易日權益市場表現強勢，債券市場相對偏弱，股債收益差快速上行。筆者使用Wind全A與中證全債指數20日收益率之差，來衡量一段時間內股票資產與債券資產的收益回報差額，並計算60日平均以平滑指標。近幾個交易日權益市場表現強勢，債券市場相對偏弱，股債收益差快速上行，截至2024年10月8日，股債20個交易日的收益差為33.2個百分點。

從股債期貨升貼水看，近期滬深300期貨由貼水轉為升水。筆者使用滬深300期貨活躍合約收盤價相對滬深300收盤價的上漲與下跌幅度，來衡量投資者對指數未來的樂觀程度，升水幅度擴大或貼水幅度縮小時，反映市場對指數未來走勢邊際轉暖。截至2024年10月8日，升貼水幅度為0.12%，由此持續貼水轉為升水。

展望未來，本輪上漲由政策點燃，從已經推出的政策力度及相關表態看，後續政策仍有想像空間。政策點燃市場後，後續市場演繹將主要取決於增量資金進入情況，包括從其他市場進入的增量資金，以及從其他類別資產轉移的增量資金，需要持續觀察。最終仍要看政策效果顯現後基本數據情況，在基本數據出爐前，上漲邏輯無法證偽，若基本數據切實好轉，尤其是內需偏弱的問題好轉，預計市場上行空間將超出預期。（作者為光大證券首席經濟學家）