◀由於中國正轉向新質生產力、高質量發展階段，需要大力投資新能源、新基建、新製造，以及「卡脖子」技術。

經濟觀察家

9月24日召開的國新辦新聞發布會上，中國人民銀行行長潘功勝宣布降準降息，同時新設兩項貨幣政策工具支持股市穩定發展。這次發布會被市場解讀為宏觀政策「大反轉」的開端，迅速扭轉了市場信心和流動性。那麼，決策層對於股市的定位是否發生改變了呢？本輪慢牛、長牛行情又能持續多久？

此外，傳統金融市場已無法滿足技術創新的融資需求。當前中國經濟正處於經歷新舊動能轉換陣痛期。如何降低陣痛、完成轉型？

高質量發展需資本市場助力

大學之道 薛清和

在工業化、城市化、房地產化、人口增長時代，政府採取以投資為導向的金融政策，打造以國有商業銀行、間接融資為核心的金融體系，以高效地集中和動員社會資本，拉高儲蓄率和投資率，進而投資基建、製造業和房地產。這是大投資、重投資、大類消費時代，也是商業銀行（高利息）的黃金時代。如今，**中國正在進入後工業化、後城市化、後房地產化和人口老齡化時代，處於新舊動能轉換時期，轉向新質生產力、高質量發展階段，需要大力投資新能源、新基建、新製造和「卡脖子」技術。**

彌補傳統銀行融資不足

在過去幾年間，由於房地產市場全面下滑和地方城投債被約束，商業銀行的信貸通道受阻，貨幣政策傳遞下降，大力資金空轉、窖藏，市場流動性明顯下降，市場價格持續下跌，舊動能精疲力盡。

政府試圖通過集中金融資源為新動能、新產業、新技術提供融資，以打造新動能。例如，人行為新技術、設備更新領域專門設立了再貸款工具，窗口指導商業銀行為新產業提供貸款，推動上市公司收購「獨角獸」等創新型企業；證監會調整了IPO（首次公開招股）政策傾向於「8+9」產業（即8大新興產業和9大未來產業）；地方政府設立的產業母基金和國有創投扮演天使投資、風險投資角色，投資一些創新性企業。

不過，上述政策的嘗試效果不佳。一方面，由於股市、債市機制不完善，股票價格下跌，創投市場出現流動性枯竭，創新型企業面臨生存挑戰；另一方面，集中金融資源的操作與科創市場化行為不匹配，國有商業銀行和國有創投企業的資本屬於安全資本，不能投入到高風險的科創資產上。近兩年，國有創投企業考核壓力增加，要求被投企業回購股份，容易陷入司法糾紛。

從根本上說，由商業銀行和國有機構主導的投資行為，與技術創新的市場規律不匹配。傳統的以商業銀行、間接融資為核心的金融市場，無法滿足技術創新的融資需求。當前中國經濟正處於經歷新舊動能轉換陣痛期。如何降低陣痛、完成轉型？

今年以來，金融政策決策部門意識到，高質量發展、發展新質生產力、新舊動能轉換需要高質量金融，即需要發展投資銀行市場、直接融資市場，依賴於流動性強的股票市場、債券市場。

人行正推動數量型調控向價格型調控改革，宣布將直接買賣國債，完善收益率曲線。這意味着債市作為基礎貨幣投放的新渠道，人行通過購債的方式將基礎貨幣注入債市，促使債市流動性增加，以緩解過去商業銀行信貸市場流動性堵塞、下降問題，最終提高貨幣政策對市場調控的力度。

同時，政府強調大力發展投資銀行，引導中長期資金入市，打通社保、保險、理財等資金入市堵點。今年以來，匯金公司、險資大規模增持股票，國有銀行股、煤炭股、電力股較大幅度上漲。在本輪政策組合中，人行首次為股票融資設立了兩項貨幣工具（互換便利、再貸款），為投資銀行（保險、基金、證券）和商業銀行提供流動性，支持股票回購、增持，以改善股票市場的流動性。

所以，政府對股市的定位正在發生變化：從過去作為國有企業脫困和融資的工具，轉變為集中動員社會資本做大央國企國有資產、投放並穩定宏觀經濟流動性的市場，以及為新質生產力（新產業、新製造、新技術）提供融資的工具。政策取向從過去的抑制轉向有限鼓勵、局部刺激。

這意味着，大投資、重資產和商業銀行的黃金時代已經過去，以投資銀行、直接融資為主的資本市場時代正在到來。

總結來看，在後工業化、後城市化、後房地產化時代，債市將接替商業銀行成為央行投放基礎貨幣的通道，提高市場流動性，促進宏觀基本面的平穩；同時股市為新動能、新產業、新製造、新技術提供融資支持，以促進技術創新和新舊動能轉換。

「組合拳」提升市場流動性

儘管政府的金融政策在向投資銀行、直接融資市場發展，但是本輪政策組合出台並非為了打造牛市。由於人行為股票市場融資新設立的兩項貨幣工具，大大超出了市場預期，進而推動了股價短期暴漲，投資者一時間將政策的意圖曲解為「打造牛市」。

實際上，宏觀政策的目的主要是為了維護宏觀經濟的平穩增長。宏觀政策不可能為股票市場而服務，更不可能圍繞着股票市場的短期情緒而變化，只是維護宏觀經濟平穩的政策可以促進市場預期和流動性的增進，進而有助於股票市場的發展。

政府希望通過穩定、促進宏觀經濟增長，進而從根本上促進資本市場發展，形成流動性高的慢牛、長牛。那麼，當前的宏觀經濟政策能否支持這一輪行情？我們可以從三個層面判斷股票市場的走勢：

首先是市場預期和流動性好轉。中國市場上不缺錢，但缺流動性。只要把預期調動起來，流動性自然湧現，這主要是由貨幣政策負責。今次人行宣布設立兩項支持股票融資的貨幣工具，投資者立即恢復、一哄而上，市場流動性立即飆升。所以，適當的貨幣政策和預期管理可以快速改善市場預期和市場流動性。

其次是經濟基本面與企業營利持續改善。經濟基本面與企業營利持續改善是支撐本輪行情從快牛、瘋牛切為慢牛、長牛的關鍵。通常當經濟進入衰退周期，政府實施逆周期調節、人行降息、財政擴張，推動經濟基本面與企業營利的改善。

當前，財政政策有效發力、擴大支出是支撐市場信心、推動經濟復甦更為重要的力量。在上周六（12日）財政部的新聞發布會上，財政部長強調財政政策將加大逆周期調節力度，但沒有具體透露支出規模。市場最為關注的是，中央政府將通過發行多大規模的國債來支持地方政府化債。

與貨幣政策不同，財政擴張受地方債務、投資回報率下降和風險上升、央地利益博弈、官僚體系風險偏好下降等因素約束。財政支出方向還是以中央投資、地方化債為主，同時微調一部分支出到失業、貧困等家庭部門。所以，筆者預計本輪財政擴張的力度、支出結構調整、實際落地效果，可能符合機構的市場預期。

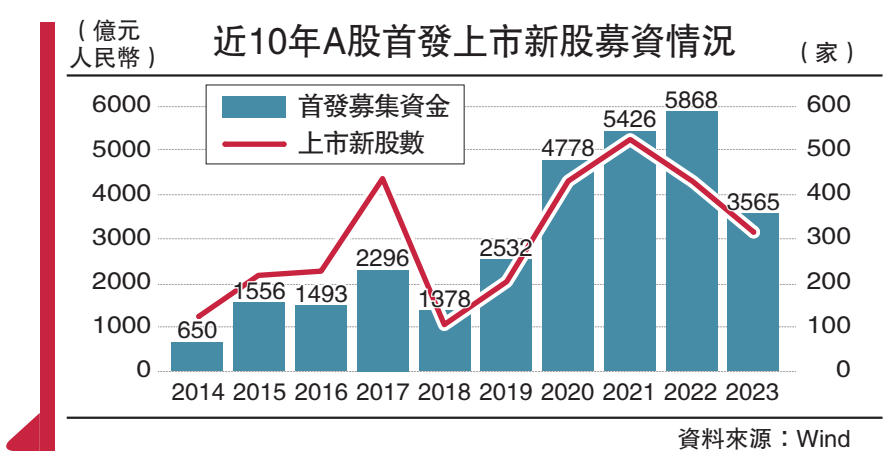
再次是企業與居民資產負債表的穩健擴張。如果私人部門的資產負債表沒能改善、增強、進而擴張，那麼宏觀經濟基本面和企業營利的短期復甦是難以為繼的。資產負債表是宏觀經濟基本面的底色，穩健強勁擴張的資產負債表是支撐慢牛、長牛、大牛的現實基礎。

2013年至2024年的美股長牛行情，根本上是由企業和居民資產負債表持續增強所推動的。在2008年金融危機和2020年疫情爆發期間，美國政府和美聯儲大幅度加槓桿、大規模支出，企業和居民部門則大幅度降槓桿。宏觀經濟政策擴張、公共部門的支出擴大拯救和改善了私人部門的資產負債表，而企業營利的改善是推動股價持續上漲的價值基礎。

在本輪慢牛、長牛周期中，美股大型上市公司大規模回購股票。2023年以來，在回購金額前15的上市公司中，其中13家跑贏道瓊斯指數30%，8家漲幅超道瓊斯指數的兩倍。

中國企業和家庭資產負債表的改善，除了依賴於貨幣與財政政策加大逆周期調節力度，還取決於財政、稅收、金融、貨幣、銀行、國企、社保等一系列制度改革，尤其是收入分配有關的制度改革。

在後工業化、後城市化、後房地產化時代，中國想要發展資本市場、直接融資，推動經濟進入高質量發展階段，需要大力改革以國有商業銀行為核心的金融制度，加大利率、匯率和銀行市場化改革，推動股票市場全面註冊制改革和法治化建設。 **（作者為智本社社長）**



資料來源：Wind

科創成為香港經濟新引擎

創科瞭望 陳迪源

《2024年施政報告》提出了一系列推動創新科技及工業發展的措施，筆者深表支持和欣喜。仔細研讀後發現，報告在科技創新、人才培育及人工智能應用等方面的規劃意義重大，為香港長遠發展奠定了堅實基礎。

引入專家審核機制

在科技創新領域，香港展現出了極大的決心和魄力。推進第三個「InnoHK創新香港研發平台」，將進一步匯聚本地和全球的科研力量，聚焦先進製造、材料、能源及可持續發展等前沿領域。這不僅有助於加強香港的科研實力，還能促進技術轉移和產業化，提升香港在國際科技舞台上的地位。

特區政府在推動科研平台時，應更加重視鼓勵私營企業參與其中，特別是在技術應用及商業化的最後一環。透過特區政府與私營企業的合作，香港可加強技術成果的市場應用，進一步鞏固香港作為國際創新中心的地位。

設立「創科產業引導基金」及優化「創科創投基金」，顯示出特區政府對創新產業生態圈建設的重視。然而，基金的具體分配和運作機制需要更多透明度，以確保資源能有效分配至最具潛力的領域。建議可進一步引入專家審核及公眾參與的機制，確保資金使用符合市場需求，提升創科產業的實際成效。

加快基建設備部署

特區政府在新能源運輸基金的投入，無疑有助於推動新能源交通的發展。但在推進新能源的同時，基礎設施的不足仍是一個潛在問題，尤其是充電及加氫設施的建設。根據施政報告的內容，特區政府計劃推動氫燃料和電動車輛，但這些新技術需要大量基礎設施配合，而香港在土地供應和規劃上的限制可能帶來挑戰。

建議特區政府制定清晰的配套設施建設計劃，以確保新能源推廣能夠順利實施。此外，應該進一步考慮如何通過公共與私營部門的合作，加快這些設施的部署。

改善人才留港環境

人才是科技創新的關鍵，施政報告中對人才培育的重視可見一斑。不過，吸引人才只是科創發展的第一步，如何有效地留住這些人才同樣重要。建議特區政府不僅在薪酬福利方面着手，還應完善包括住房、子女教育、醫療等方面的配套政策，確保來港人才的生活質素。

香港都會大學已獲接納成為首間應用科學大學，應用科學大學聯盟今年內將成立，特區政府已撥款1億元作為聯盟的啟動資金。這將加強與各地應用科學院校的交流合作，為人才培育提供更廣闊的平台。

此外，香港教育局成立「數字教育策略發展督導委員會」，推動數字教育，更新初中科學科課程，支援教師使用人工智能教學，從教育源頭培養具有創新思維和科技能力的人才。建議特區政府可進一步促進教育界與產業界的合作，確保學生在畢業後能夠迅速融入市場，為本地產業升級提供人才支持。

加強宣傳新技術

筆者很高興看到人工智能和新興科技在金融、物流、旅遊、醫療、交通等多個領域得到廣泛應用。知識產權署轄下的商標註冊處明年將推出全新人工智能輔助圖像檢索服務，便利公眾檢索商標數據庫。香港金管局在金融領域積極推動以央行數碼貨幣（CBDC）跨境支付應用，在「多種央行數碼貨幣跨境網絡」（mBridge）上測試和探索更多與跨境貿易結算相關的技術解決方案及場景等。

在大力推廣人工智能應用的同時，我們也應注意到其可能帶來的社會挑戰，包括就業機會的流失及數字鴻溝的擴大。建議特區政府在推廣人工智能應用的同時，投入更多資源於數字素養的教育，幫助市民提升應對技術變革的能力，減少社會因技術進步而可能產生的負面影響。

低空經濟的發展是一個令人振奮的方向，特別是無人機技術的應用。但這也涉及到安全監管及社會接受度等問題。根據報告，特區政府計劃推動低空基礎設施建設及與內地合作，但未來如何平衡發展與監管仍是一個關鍵。建議特區政府在推動低空經濟的同時，加強對公眾的宣傳和教育，提高市民對新技術的接受度，並設立明確的法律及監管框架，確保低空經濟健康有序發展和得到私營企業的參與。

事實上，私營企業在推動創新和技術發展上同樣扮演着重要角色。施政報告中提到特區政府會支持私募基金的發展和推動綠色金融，但如何更好地激勵本地企業和初創公司參與到創新生態中，仍然是一個值得探討的課題。建議特區政府在政策上為企業參與提供更多激勵措施，例如稅務優惠、技術資助等，並進一步促進公共與私營企業之間的合作，共同推動創新科技發展。

總結與願景

總括來說，施政報告中的多項措施展示了香港在創新科技、人工智能及低空經濟等方面的宏大願景。展望未來，香港應當抓住全球科技快速發展的機遇，特別是在人工智能、低碳技術及智慧城市建設等領域，使創新成為香港經濟的核心驅動力，為市民帶來更多的福祉和機遇。

（作者為香港創科發展協會創會主席）

股市轉旺 樓價今季料升5%

樓市強心針 廖偉強

今年樓市可謂峰迴路轉，不斷有新變化，筆者的看法也隨之而轉向。幾個月前，我還認為今年樓市難有大作為、跌勢難止，原因是香港經濟復甦進度緩慢，消費市道疲弱，股票市場也如一潭死水。樓市更加談不上暢旺，除了3、4月間有過一輪亢奮後，二、三季度都沒有好表現，悶局難以突破，樓價也只得繼續受壓。

但所謂「山窮水盡疑無路，柳暗花明又一村」，9月下旬開始，先有美國及香港減息，之後一周更迎來了中央政府「放大招」，股市先行活躍起來；而近期樓市交投亦有明顯的回升，多個新盤都錄得理想銷情。

眾所周知，金融及地產是本港經濟的兩大支柱，所以股市和樓市疲弱，香港經濟也變得舉步維艱，更會影響整體市道。股樓資產貶值，嚴重打擊消費意欲，形成骨牌效應，零售、餐飲等行業就更加難以復原。相反，當股市、樓市開始變得活躍，市場的樂觀情緒亦頓時高漲起來，對前景的看法亦變得較為正面。今次港股受到一系列穩增長政策提振，股民憂慮減少了，就算一些沒有投資股票的人，心情也被帶動而變得輕鬆。

升勢有望延續到明年

至於樓市方面，整體行情雖然不可能如股市般大起大落，三兩日就回到以前的榮景，但之前淡靜的氣氛已明顯扭轉。大家都會覺得，樓價有足夠條件谷底反彈。因此，筆者也必須修訂一下之前對樓市較悲觀的預測，重新評估今年四季度樓市的走勢。除了對一手新盤的銷情估算會較樂觀外，二手樓市的交投量亦可望比三季度好。

整體而言，住宅市場四季度會有十分亮眼的表現，期內樓價表現亦可以擺脫弱勢，有能力回升3%至5%。雖然綜觀全年的樓價，仍然會是有所下跌，但跌幅亦因此可以大為收窄；四季度的強勢更為樓市打下堅實的基礎，令明年可以延續升市。

（作者為利嘉閣地產總裁）

◀本港股市自9月下旬開始活躍起來，導致近期多個新盤都錄得理想銷情。