



▲看好明年A股市場之下，預測部分指數基金、行業ETF、高股息藍籌龍頭有望獲得不錯表現。

經濟觀察家

本周召開的中央政治局會議指出，2025年要實施「更加積極的財政政策」與「適度寬鬆的貨幣政策」，這也印證了筆者此前的部分預測。現在，我們可以對2025年中國名義國內生產總值（GDP）增速與風險資產價格更加樂觀。

2024年前三季度中國GDP同比增速分別為5.3%、4.7%與4.6%，前三季度累計增長4.8%。筆者預計，2024年全年GDP增速可能為4.8%或4.9%，基本上實現了全年GDP增速5.0%左右的目標。

幣策財策發力 利好資本市場



世經明察 張明

客觀而言，中國經濟在短期增長方面的確面臨較大困難。從三駕馬車視角來看，消費對GDP增長的貢獻顯著下降，是中國經濟增長較為低迷的最重要原因。從通脹視角來看，截至2024年三季度，中國GDP平減指數已經連續六個季度負增長。從就業視角來看，在人口老齡化加快的背景下，依然面臨年輕人失業率高企的局面，說明存在顯著的負向產出缺口。從金融視角來看，截至2024年10月，狹義貨幣供應（M1）同比增速已經連續七個月負增長，且M1與廣義貨幣供應（M2）同比增速之間的差距也處於歷史性峰值。

正是在國內經濟增長面臨較大壓力的背景下，從9月底開始，黨中央、國務院已經出台了一系列擴張性政策。這些政策有力提振了微觀主體的信心，並帶動了若干高頻指標在10月份的反彈。不過，要徹底走出當前的經濟下行壓力，實現經濟增長企穩反彈、物價止跌回升，還需要擴張性政策繼續加力。這也是為何有關各界對今次中央經濟工作會議高度關注的原因。

預計進一步降準減貸息

在本次中央經濟工作會議上，將會設定明年的經濟增長目標，並根據當前經濟增長形勢與目標之間的距離，設定明年宏觀經濟政策的基調。筆者預計，2025年經濟增速目標仍會定在5.0%左右。

原因一，是確保政府在2035年實現人均GDP在2020年基礎上翻番的目標，要求該期間的GDP隱含增長率不低於4.6%（假定GDP增速等於人均GDP增速）。

原因二，是潛在經濟增速可能存在由微觀主體整體信心決定的「多重均衡」，設定一個相對較高的增長目標，有助於在目前信心與預期較為低迷背景下提振信心與預期。

原因三，是年度GDP增長目標最重要的政策指揮棒，通過設定較高的經濟增長目標，有助於促進各有關部委調動各種資源來確保經濟增長。

多年以來，中國宏觀經濟政策的基調一直是積極的財政政策與穩健的貨幣政策，而2025年的宏觀經濟政策組合轉變為積極的財政政策與適度寬鬆的貨幣政策。筆者建議將全國居民消費價格指數（CPI）設定為2%的目標，也即如果CPI同比增速沒有達到2%，貨幣政策將不會停止寬鬆。在此假定下，筆者預計2025年仍有兩次降準（非對稱式，準備金率較高的存款類金融機構每次下調50個基點）、1年期與5年期貸款市場報價利率（LPR）有望下調50個基點（分別達到2.5厘與3.0厘左右）、存量房貸



利率可能再度下調25個基點。為了降低息差收縮對商業銀行利潤的影響，商業銀行可能繼續集體下浮存款利率。

客觀來講，通過貨幣政策來刺激總需求存在多方面的限制，在這方面，擴張性財政政策更為重要。2025年的財政政策應在2024年的政策口徑上全面加力。

筆者預計，2025年中央財政赤字佔GDP比重可能上調到4.0%至4.5%，中央政府可能額外發行2至3萬億元（人民幣，下同）特別國債，用於傳統基建、與人有關的基建（教育、醫療、養老）及民生領域。地方專項債規模可能達到4.5萬億元。如此初步匡算，新增廣義財政支出力度有望達到GDP的9%至10%，這一力度將是很多年以來罕見的。

如果貨幣政策與財政政策能夠達到上述力度，那麼2025年GDP增速有望呈現前低後高態勢，全年GDP增速有望達到4.7%至5.0%，GDP縮減指數有望從2024年的-0.8%上升至2025年的0.5%左右，也即與2024年相比，2025年的名義GDP增速有望上升1個百分點。從三駕馬車具體走勢來看，居民消費增速、固定資產投資增速有望回升至5.0%上下，出口增速在2025年下半年可能顯著下滑，淨出口對經濟增長的貢獻明顯減弱。

在此情景下，2025年人民幣兌美元匯率有望圍繞7.2至7.3的中樞水平做寬幅度波動，上限可能在7.0，下限可能在7.5。人民幣有效匯率也有望在當前水平上大致保持穩定。

建議全面放開樓市限購

本次中央經濟工作會議除了會討論經濟增長之外，也會討論防範化解系統性金融風險。

在地方債方面，12萬億元的化債方案有望部分減輕地方政府的還本付息壓力，這在一定程度上有助於緩解地方政府、金融機構與民營企業之間的三角債問題，有助於地方政府將更多資金用於本地經濟社會發展上來，但中西部地區與東北地區的地方債壓力將依然存在。未來要全面解決地方政府債務問題，仍需要中央政府適當加槓桿，也需要金融機構承擔部分化債成本（主要通過債務重組方式）。

在房地產方面，10月17日出台的「四個取消、四個降低、兩個新增」舉措已經導致房地產市場出現止跌回穩的跡象，但可能仍需加力。當前中國房地產市場最核心的兩個問題：一是一線城市核心地區房價仍在下滑，二是頭部民營開發商面臨流動性與資不抵債雙重衝擊。為解決第一個問題，筆者建議北京、上海與深圳效仿廣州，一次性全面取消限購限貸限售。為緩解第二個問題，建議省級地方政府加大對頭部民營開發商的幫扶力度。

如果上述兩個政策得以落實，那麼北（京）上（海）廣（州）深（圳）核心地區的二手房價格有望在2025年止跌，甚至略有回升。二線城市二手房價格有望止跌。部分頭部民營開發商的流動性危機與資不抵債危機有望得到緩解。房地產市場爆發系統性風險的概率有望顯著下降。

長線資金料加碼入市

在股市方面，2025年地方社保基金、保險資管等長期投資者入市力度有望加大。不排除未來建立中國式平準基金的可能性。中國證監會將繼續完善上市公司治理機制與股市相關制度，上市公司的退市數量有望顯著上升。在2025年，滬綜指有望在3200點至4000點區間內波動，部分指數基金、行業ETF、高股息藍籌龍頭有望獲得不錯的表現。

在債市方面，中國10年期國債收益率有望圍繞1.8厘至2.0厘的中樞水平呈現雙向波動。一方面，相對較為疲弱的經濟基本面，使得10年期國債收益率不會顯著上行。另一方面，如果明年中國股票市場表現較好，考慮到之前的機構投資者普遍超配債券、低配股票，那麼投資者增持股票、減持債券的交易操作，會讓10年期國債收益率面臨反彈壓力。

總而言之，如果我們設定5.0%的經濟增長目標，貨幣財政政策包括足夠的刺激力度，進一步加大防範化解系統性金融風險的政策力度，那麼2025年中國名義GDP增速就能夠實現企穩反彈，股市與人民幣匯率的表現就值得期待。

（作者為中國社會科學院金融研究所副所長）

環球經濟未明朗 警惕金融風險



實話世經 程寬

「不識廬山真面目，只緣身在此山中。」過去幾年，全球經濟受到多重衝擊，身處亂局之中使得我們難以抓住問題本質。展望2025年，全球經濟系統進入「暖開機」的臨界點，為我們辨別問題、梳理脈絡留出了時間，也為政策轉向釋放了空間。

短期來看，全球經濟面臨三大挑戰：

一是地緣政治風險。地區衝突、貿易保護主義及國際關係的緊張局勢仍對全球貿易、投資和經濟增長產生不利影響。在地緣政治局勢持續緊張的情況下，商品價格的新一輪飆升可能會進一步擾亂全球通脹水準，阻礙中央銀行放鬆貨幣政策，從而對財政政策和金融穩定構成重大挑戰。

二是全球金融脆弱性。超過預期或不及預期的經濟政策均可能會引發金融市場的劇烈波動，進一步收緊全球金融條件，對投資和增長造成壓力。值得關注的是，當前金融市場波動率與地緣政治風險的分化正在加劇，資產價格可能並未合理反映戰爭和貿易爭端的潛在影響，這種脫節使得短期內的劇烈衝擊更有可能發生。

三是主權債務壓力。隨着全球利率水準的上升和經濟增長的放緩，部分經濟體面臨較大主權債務壓力。債務國需要重組財政結構，重建財政緩衝，以確保公共債務走上可持續的道路。如果這些經濟體的債務問題得不到妥善解決，可能反過來影響其債務償還能力，進一步導致全球金融市場動盪。

長期而言，全球經濟仍面臨結構性問題，包括人口老齡化帶來的勞動力短缺、氣候變化和環境問題帶來的極端天氣和災害事件，競爭措施導致全球經濟效率降低以及全球供應鏈的脆弱性等。

短期的挑戰與長期的結構性難題亟待宏觀政策的有效安排，而全球經濟系統的重塑則為靈活的宏觀政策調控釋放了更多的空間，但「暖開機」後的全球經濟環境也給經驗型政策制定帶來了不確定性。

一個關鍵的問題是，「暖開機」前經驗的可參照性。以美國聯儲局貨幣政策為例，新供給衝擊後的中性利率已經走高，「菲利浦斯凹陷區間」內美聯儲政策制定面臨兩難境地。較慢的降息速度給予美聯儲足夠的時間逐步評估中性利率是否確實上升，但行動過慢可能

會危及勞動力市場。

雖然以更快的速度下調政策利率有助於緩解長期高利率政策受限的經濟環境，但如果中性利率實際上已升至疫情前的水準以上，則可能導致降息幅度過大，帶來金融系統不穩定性。一方面，嚴謹清晰的貨幣政策規則能更好地穩定長期市場預期。當經濟變化發生時，美聯儲可以參照規則逐步做出反應並預留充足的時間評估經濟的真實狀況及其決策的可能影響。另一方面，相機抉擇則要求美聯儲在經濟出現轉折點時進行相對快速的調整。

做好市場溝通及預期管理

在2025年的「暖開機」過程中，經驗主義的決策方法可能不再完全適用，快速變化的內外部環境需要指向明確、落點精準、發力適度的宏觀政策。具體而言，2025年的政策搭配將呈現四大特徵：

首先，良好的市場溝通與預期管理。政策的有效實施離不開清晰且一致的市場溝通，合理引導公眾和投資者的預期能夠有效減少不必要的市場波動，維持市場信心。

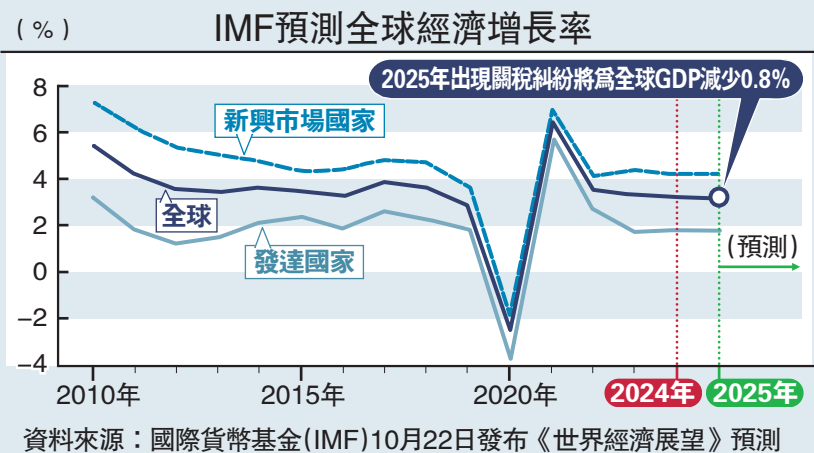
其次，廣泛的經濟資料驅動。政策制定者將依賴更加全面和精細的經濟資料來指導政策方向，確保決策的科學性和精準性。及時的資料監測將使政策反應更為迅速和有效，以應對各種可能出現的經濟變化。

再次，靈活的貨幣政策。雖然短期內通脹壓力有所緩解，但中期的供需再平衡仍可能引發價格波動。各國央行將保持對經濟環境的敏銳監測，通過靈活調整利率等貨幣政策工具，在控制通脹和支持經濟增長之間尋求最佳平衡，以應對不確定的經濟前景。

最後，精準的財政政策。財政政策將聚焦於解決經濟復甦中的不均衡問題，尤其是在刺激內需和增強經濟韌性方面。政府支出將集中於關鍵領域，例如基礎設施、技術創新和社會福利，確保經濟增長的包容性和持續性。

長期來看，面對全球經濟環境中的諸多不確定性，政策制定者仍需在風險管理方面保持高度警惕，重點關注金融穩定，防範潛在的系統性風險，以確保經濟運行的平穩與可持續性，同時布局長期結構性改革，以優化供需結構提升經濟的長期潛力，解決深層次的結構問題，為經濟的可持續發展奠定基礎。

（作者為工銀國際首席經濟學家、董事總經理）



人才落戶 推升港樓增量需求



樓市強心針 廖偉強

近年不論是本港經濟轉型，抑或是中美兩國競爭、地緣政治等外圍因素，都為香港帶來了不同的變數。經濟方面，香港受全球經濟放緩、新冠疫情，以及產業轉型等的衝擊；而在政治方面，香港因為發展都是背靠祖國，所以被美國為首的西方國家打壓，這些都令香港目前的處境充滿挑戰。

香港要擺脫困難而繼續發展，就少不了人才。香港作為國際金融中心，一直以來都吸引世界各地的人才來尋找機會；而特區政府近年的輸入人才計劃，是一項重要政策，不單是經濟的層面，而是對整個社會都有好處。輸入人才可以有助香港經濟增長，提升本地企業的競爭力；而高端人才落戶香港，帶來新技術、知識和創意，有助推動本港經濟的多元化發展，尤其是高科技、金融、醫療及創意產業等，引入外來人才，可以令這些行業加速發展，同時吸引更多外國資金來投資。

輸入人才的另一個重要目標，就是滿足勞動力的需求。香港和很多發達城市一樣，面對人口老化及出生率下降的問題；加上近年出現的移民潮，令勞動力減少。輸入人才計劃有效填補本地勞動市場的空缺，尤其是需要專業技能

的工種，例如醫療專業、科研領域，以及工程技術等，都需要大量專業人才；輸入外來人才正好解決未及培育人手問題，確保相關的產業能繼續發展。同時這些移居香港的專業人士，亦有助培育本地人才，通過知識同經驗分享，提升本地員工的專業能力。

租金回報可觀 吸引投資者

外來人才亦對香港社會帶來好處。香港是一個多元及包容性強的社會，外來人才帶來不同背景及生活習慣的交流，創造出一個更具活力的城市氛圍。當不同文化背景的人一起共事或者生活，自然會彼此取長補短，建立更和諧的社會。

對於地產市場而言，大量人才落戶香港，帶來持續的新動力，絕對是正面的影響。雖然這些人才來港發展，初期要適應新的生活，未必會在短期內買樓，但當逐漸適應香港的新生活時，下一步就會考慮置業。

由於外來人才逐漸成為租務市場的一大客源，令投資者亦開始注意到當中的吸引力。樓價已下跌至低水平，相反租金長升長有，收租的回報率變得十分吸引。對於現時仍有實力的投資者，物業必定會再次成為他們投資的選項之一。（作者為利嘉閣地產總裁）