



▲展望2025年A股市場，在財政與產業政策的刺激下，資本將追逐戰略性新興科技股。

經濟觀察家

2024年可能是A股市場發展歷史上的一個重要轉折點。這一判斷主要基於宏觀政策方向的調整，以及對A股政策定位的變化。該變化推動了市場信心的修復、股票價格上漲，以及成交量的躍升。

A股2024年走勢前低後高，滬綜指累升12.26%，深成指上漲9.34%，均為2020年以來最大年度漲幅。其中行情的關鍵轉折出現在「9·24政策組合拳」推出後，市場情緒被點燃，指數迅速反彈，成交量較之前翻倍。

A股交投活躍 吸引資金進場

大學之道 薛清和

如何理解這一突如其來的變化？這關係到對2025年行情的預測。筆者認為，可以從三個角度來看：

首先，中央政府的政策取態出現轉變。最近三年，中國宏觀政策比較謹慎，貨幣與財政擴張力度不算大，着力於化解地方債務風險與房地產風險。到了去年9月，美聯儲正式進入降息周期，人民銀行降息的外部壓力減弱。

組合拳提振市場信心

9月24日，人行宣布降準降息，推動商業銀行降低存量房貸利率，新設兩項貨幣工具支持股票融資，同時促進房地產政策鬆綁。9月底，中央政治局會議提出，加大逆周期調節力度，提出房地產市場「止跌回穩」。

可以明確的是，「9·24」政策組合拳標識著中國宏觀政策階段性地轉向寬鬆，降息的步伐正在加快，財政支出的力度也在加大，扭轉了資本市場流動性下滑的趨勢，顯著提振了資本與房地產市場的信心。

其次，宏觀政策轉向支持資本市場發展，將資本市場作為人行投放流動性的第二重要渠道。傳統的流動性投放方式是商業銀行，人行將基礎貨幣投放給商業銀行，商業銀行將其轉化為資本貸給企業。但近些年，房地產、城投企業等主要借款方需求下降，商業銀行投放流動性受阻，流動性明顯下降。2024年，人行推動價格型調控改革，計劃在一級市場中購債，將基礎貨幣投放到債市。

同時，股市正成為流動性投放和激活的重要市場。「9·24」政策組合拳為股市融資首次設立兩項貨幣工具，增強投資銀行的融資能力，擴大股票市場的流動性。在兩大市場中，債市的任務是投放流動性，股市的定位是以激活流動性為主。

再次，政策正在集中和動員社會資本為科技創新融資，A股為新質生產力融資的地位將越來越突出。如今，美國AI浪潮正在加劇主要國家之間的技術競爭烈度，中國將繼續集中財政、貨幣、金融資源，動員社會資本，大規模投資關鍵技術；同時，IPO政策向關鍵技術領域傾斜。

牛市重現要經濟面配合

總結起來，當前中國經濟處於關鍵的轉型時期，側重投資、大消費、房地產、商業銀行和信貸市場時代正在遠去，決策層試圖通過新技術投資推動經濟向高質量發展方向轉型，大力發展與新技術融資、流動性投放相匹配的資本市場。因此，A股的定位正在發生改變，其在新技術融資中所扮演的角色將越來越重要。

隨着A股定位發生改變，是否意

味着2025年將迎來新一輪牛市？筆者認為，2025年A股的走勢主要看兩個方面：

一方面，股市行情要看經濟走勢。過去，A股走勢與宏觀周期還是具有相關性的，滬綜指與製造業PMI（採購經理人指數）呈正相關。沒有哪一輪牛市能夠脫離經濟基本面。僅靠貨幣注入的牛市是不穩定的，而且是危險的。那麼，2025年中國宏觀經濟將怎麼走呢？

受家庭財富收入和結構的影響，內地有效需求不足，消費率一直偏低，消費對經濟增長的推動力相對有限。近年來受政府債務、有效需求不足約束，以及私人部門投資信心的影響，投資率從過去高位持續下降。兩大增長動力基本上決定着2025年的價格指數、利率水平都將維持在較低的水平。

不過，2025年中國經濟也有兩大不容易確定的事件：1）美國政府的全面關稅計劃，何時實施、如何實施、力度多大，這對2025年中國出口、宏觀經濟及人民幣匯率的走勢影響較大。全面關稅計劃對美國出口依賴度高的行業，包括機械設備、傢俱玩具服裝等勞動密集型商品出口的衝擊大，這可能將削減相關公司的市值。

2）針對全面關稅計劃，中國政府將實施多大力度的宏觀政策予以對沖，及其政策的效果。2024年底召開的中央政治局會議進一步給2025年的政策定調：「加強超常規逆周期調節」，「適度寬鬆的貨幣政策」，「更加積極的財政政策」，「穩住樓市股市」。2025年，財政與貨幣政策組合的寬鬆力度可謂前所未有，但宏觀政策尤其是財政支出所產生的效果是不容易確定的。

另一方面，結構性機會看宏觀經濟政策。筆者預計，2025年宏觀經濟政策為股市提供的流動性，將支撐A股的成交量。這將是專業投資者的機會。

對於專業投資者來說，成交量是關鍵指標。只要普通股民入場，市場交易量增加或維持2024年四季度的水平，專業投資者就可能從中獲利。加上財政刺激，尤其是對新興產業的支持，將推動熱點切換、資金入場，將持續湧現結構性機會。專業投資者更能夠把握量價變動、板塊輪動的機會，而普通股民不具備這樣的能力。對普通股民來說，盲目追逐熱點與板塊是一種風險操作。

因此，交易量是2025年A股最核心的指標，而不是價格。專業投資者需要更多地關注財政、貨幣與產業政策對新產業的支持，深度調研新興產業及其公司，以提前布局、抓住結構性機會。

（作者為智本社社長）

人行以貨幣政策穩定資本市場



吳曉求

在2024年9月24日之前，由於中國資本市場表現

平平，並未引起太多關注。然而，2024年9月24日之後，全球開始逐漸聚焦中國資本市場。這一變化的原因在於，中國政府正在考慮採取何種政策來應對經濟下行的壓力。中國經濟下行趨勢較為明顯，面臨諸多困難，其中消費需求不足和投資下降問題尤為突出。為此，中國政府決定要維護存量財富的穩定，力求使其止跌回穩、進而回升，因為存量財富的狀況嚴重制約了居民部門的消費擴張。政府已經針對居民部門存量財富中佔比高達60%的房地產市場，採取了有效措施，力求實現市場的止跌回穩。

在中國居民部門的存量財富中，證券化金融市場和金融資產佔據較大比例，其中證券化金融市場的規模相對較大，且這部分市場流動性良好。為了讓存量財富止跌回升，這成為了推動中國經濟有效擴張的重要措施之一。在此背景下，財政部、人行、金融監管總局和中國證監會都採取了一系列舉措，以維護房地產和金融市場的穩定。

中國人行的貨幣政策目標正在發生顯著變化。過去，貨幣政策的單一目標是維護存款類金融機構的穩定，而現在則開始關注資本市場資產價格的變化。也就是說，維護銀行和資本市場等存款類金融機構的穩定，已經變成了人行的雙重目標。這是中國人行政策目標的一個重要變化。

向現代化央行功能發展

當然，人行的貨幣政策目標仍然包括維護人民幣幣值的穩定、促進就業和經濟增長。但未來，維護市場穩定也將成為央行非常關心的目標之一。

在這個大背景下，中國人行創設了結構性貨幣政策工具。人行的貨幣政策工具體系比較完整，既包括公開市場業務操作、利率調整、存款準備金率制度，也包括中央銀行再貸款等。特別是人行還創設了一系列的借貸便利和互換便利，這些都是人行為了應對新形勢而創設的貨幣政策工具。

這個結構性的貨幣政策工具主要關注小微企業、高科技企業和資本市場發展。2024年9月24日創設的互換便利，主要是為了穩定中國的資本市場。在此背景下，中國市場開始慢慢回升，因此世界都開始關注中國市場。

貨幣政策的調整意味着中國人行功能發生了很大的變化，將從一個傳統央行慢慢變成現代央行，也就是更關心金融市場，特別是資本市場的穩定和發展。中國資本市場的生態環境也會發生根本性的變化，其中最重要的是人行在關注這個市場。從這個意義上說，筆者認為未來中國的資本市場會有很好的發展空間。

為資本市場提供潛在流動性

就中國而言，資本市場發展有兩點非常重要：1、提升上市公司淨債率，這意味着重大的改變。目前上市公司結構相對傳統且落後，如何讓高科技企業成為上市公司的主體，應是下一階段改革的重要目標。2、必須要為中國資本市場提供潛在的流動性。人行這次貨幣政策目標調整和工具創設，主要是為中國資本市場未來發展提供潛在的流動性做準備，這就是中國金融市場、資本市場，特別是央行功能發生的變化。

未來將會採取哪些政策來維持宏觀經濟的穩定，並阻止房地產和資本市場下跌？首先，自2024年9月24日以來，中國已經採取了一系列的政策維持經濟的穩定。第一是通過市場機制以及有效的政策讓消費有所擴張；第二，通過制度和法治的手段增強投資者信心，讓資本能夠穩定下來；第三是優化削減地方債務規模。過去因為增長速度太快，中國的地方債務擴張太快，規模也比較大，嚴重制約了中國的經濟增長。因此中國財政部經過全國人大常委會批准，新增了6萬億地方債限額，加上之前的4萬億，總共是10萬億來優化置換地方債務，特別是隱性債務。有關房地產的政策實際上已經到位了，主要是降低首付和大幅度降低居民購買房子的利息支出。房地產政策調整的主要目的是讓市場止跌企穩。當然，房地產市場不可能回到以前那個時代，過去房地產價格的快速增長給中國經濟帶來沉重的負擔，要以此為教訓，讓房地產市場企穩是中國政府一個重要的政策目標，而不是讓它回到過去的年代。

然而，資本市場的目標是止跌回升，這和房地產的政策指向是不一樣的。中國的資本市場有其底線，人行創設了基於資本市場的結構性貨幣政策工具，最重要的包括互換便利和人行的再貸款，這是在中國人行貨幣政策歷史上從來沒有過的政策。從2024年9月24日人行就開始採取有效的工具影響資本市場，使得人行的功能開始向美聯儲靠近，不僅關心實體經濟、就業、經濟增長、CPI，也關心資產價格的變化，以維持中國金融體系的穩定。中國金融體系的穩定主要由兩部分組成，一是存款的金融機構的穩定，二是資本市場的穩定，這構成了中國雙重穩定的一個標誌。未來這些政策的趨向不會改變，且會根據形勢的變化不斷實施一系列新措施來穩定中國經濟。

（本文由中國人民大學原副校長、國家金融研究院院長吳曉求為2024年11月22日國際金融論壇（IFF）第21屆全球年會「全球金融市場發展與展望」議程演講改寫而成，並授權本專欄發布）

www.iff.org.cn

恢復一簽多行 港樓市再起動

樓市智庫 陳永傑

各界對新的一年樓市看法比較樂觀，筆者認為，中央政府再送大禮，重推「一簽多行」重磅政策，將大力推動本港經濟，樓市有望再次起飛，市民置業可以致富。

深圳居民赴港「一簽多行」政策恢復，超過1800萬深圳居民可申請，政策對香港經濟及樓市帶來正面幫助。

2007年本港零售額低於2500億元，「一簽多行」推出後，零售額連升六年，2015年增至逾4700億元，升逾九成。樓市亦受惠，價量齊升，中原城市領先指數CCL由2007年底66.98點，升至2015年最高146.92點，升幅一倍；其間一、二手市場百花齊放，私人住宅買賣金額高達24.77萬億元。

受息口高企、新冠疫情、中美關係緊張等因素影響，近年本港樓市瀰漫觀望情緒，二手樓價跌足三年，累跌逾

兩成，是自2002年、2022年最長樓價跌浪。2022及2023年表現最差，呈「價量齊跌」，無論成交量及樓價均下挫。2024年開始好一點，轉為「價跌量升」，雖然樓價仍跌逾6%，但整體物業買賣登記錄得逾6.6萬宗，按年升超過一成，創三年新高。

市場普遍預測2025年二手樓價升幅約5%。但筆者覺得可以更樂觀，除了撤辣效應持續，2025年樓市將有三大利好因素，包括息口回落、積極政策及經濟改善，加上中央再送大禮，恢復「一簽多行」勢進一步帶旺經濟，樓市可望進入順風期，全年樓價升幅約一成，尤為看好豪宅表現，料升15%，中小型單位則升10%。可留意的是，目前CCL不足140點，比15年前「一簽多行」推出後樓價最高點低，2025年樓價可望「追落後」。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）

中原城市領先指數CCL

