



▲中國資本市場正從規模擴張向功能提升轉型，着力構建與新質生產力發展相適應的現代金融體系。

經濟觀察家

2025年是中國資本市場迎來全面深化改革的關鍵之年。從頂層設計看，本輪改革

以制度創新為核心，構建「融資—投資—監管」三位一體的政策框架。

今年政府工作報告首次將「穩住樓市股市」寫進經濟社會發展總體要求。兩會期間，中國證監會主席吳清提到，未來將持續推動新「國九條」和「1+N」政策體系落地見效，以深化資本市場投融資綜合改革為牽引，加快推進新一輪資本市場改革開放，不斷築牢股市健康發展的根基。

深化金融改革 助力經濟轉型

3月份國務院辦公廳與中證監聯合發布《關於做好金融「五篇大文章」的指導意見》及配套文件。這一政策框架旨在通過制度創新與資源傾斜，推動要素向新質生產力領域集聚，形成具有全球競爭力的創新生態系統，使資本市場真正成為經濟轉型升級的「晴雨表」和「助推器」。

綜合改革怎樣搞

中央經濟工作會議與政府工作報告明確將「深化資本市場投融資綜合改革」作為主線，提出「推動中長期資金入市」與「加強戰略性力量儲備」的核心任務，標誌著中國資本市場正從規模擴張向功能提升轉型，着力構建與新質生產力發展相適應的現代金融體系。

首先是資金端改革：

1) 長期資本培育的迫切性。當前國內資本市場短期交易佔比過高（散戶交易量佔比約60%），導致市場波動率顯著高於成熟市場。《關於推動中長期資金入市的指導意見》等文件，從稅收激勵、考核機制、產品創新三方面破除制度障礙，引導社保、保險、理財等資金形成「長錢長投」的市場生態。通過稅收遞延型養老保險擴容、企業年金投資比例動態調整等工具，有望將保險資金權益類配置比例提升至15%以上，形成數萬億的增量資金池。同時社保基金穩健的長期投資業績，也能夠為市場樹立價值投資標桿。

2) 資金結構優化的溢出效應。美國「401K計劃」推動共同基金持股平均周期約5年，而A股機構投資者平均持股周期僅1年。引導「耐心資本」入市不僅能改善流動性結構，更能促進上市公司治理優化。

其次是資產端優化：

1) 發行制度差異化設計。科创板已試點「市值+研發投入」的第五套上市標準，但2023年仍有42%的申報企業因科創屬性不足被否。下一步需建立多維度的硬科技評價體系，例如引入專利價值評估模型，發明專利維持年限、產業鏈安全貢獻度、專利轉化率等指標。港交所18C章對科技公司的上市改革，在收入門檻豁免和行業聚焦方面的經驗具有參考價值。

2) 併購重組市場化改革。當前A股併購重組平均審核周期仍長達約80天，相比美股市場備案制效率存在差距。可考慮在戰略性新興產業領域試點「快速通道」機制，將審批時限壓縮至30個工作日內。同步完善中小股東異議機制，防止2015年併購泡沫重演。同時嘗試發展私募股權二級市場，目前國內S基金（私募股權二級市場）交易規模僅佔全球的3%，可通過稅收優惠引導資金參與S交易，為早期投資者提供退出通道。

再次是退市機制完善的市場化路徑。資本市場不僅要為優質公司提供成長的空間，也要及時淘汰那些無法適應市場變化的公司。通過退市機制可以促進資源的有效配置，提高資本市場的整體效率。在2023年，退市公司達到45家，創下了歷史新高，但面值退市的公司佔比高達67%。這一數據反映出，現有的財務類指標已經無法有效地識別出那些業績不佳的公司。為了改善這一狀況，我們可以借鑒納斯達克市場所採用的「市值+流動性」複合退市標準。具體來說，連續60個交易日市值低於5億元人民幣，並且日均交易額不足500萬元人民幣的公司，應當啟動退市程序。

五篇文章如何做

科技金融。為了促進科技創新和產業升級，政府和金融機構建立了一個覆蓋科技企業整個生命周期的服務體系，並設立了專項產業基金，專注於支持半導體、生物醫藥等具有戰略意義的領域。此外，為了更好地評估科技型企業的價值，市場正在完善科技型企業的估值體系，這將有助於引導機構投資者建立長期考核機制，從而為科技企業提供更穩定和長期的資金支持。

綠色金融。綠色金融是推動可持續發展和環境保護的重要手段。為了構建一個有效的綠色金融體系，正在從「標準—產品—市場」三個方面進行三位一體的建設。首先，制定統一的信息披露標準，這將提高企業環境信息的透明度，幫助投資者做出更明智的投資決策。其次，綠色債券的發行規模正在擴大，這將為綠色項目提供更多的資金來源。最後，積極探索碳期貨等衍生品交易，有助於形成合理的碳價格，推動碳排放權的市場化交易。

普惠金融。通過多層次市場協同破解中小微企業融資難題，整合多維度數據降低信息成本，解決「首貸難」問題；知識產權質押債券等工具將緩解抵押品不足困境；區塊鏈技術實現貸款流程線上化，降低縣域金融服務邊際成本。這些舉措通過「信用下沉—工具創新—技術賦能」，構建起覆蓋城鄉的普惠金融服務網絡，促進金融資源向實體經濟薄弱環節配置。

養老金融。遵循「稅收激勵—資產配置—風險分散」的路徑，產品創新持續深化，試點養老理財跨市場配置，允許養老金投資REITs等權益類資產，實現養老資金保值與創新資本供給的匹配。這些措施旨在為個人提供更多的養老投資選擇，同時通過跨市場配置，分散風險，提高養老資金的收益。

數字金融。通過技術賦能重構市場基礎設施與監管框架，形成「技術應用—效率提升—風險防控」的動態平衡。區塊鏈存證提升審核效率，AI

投研降低信息處理成本，推動市場從「政策驅動」向「技術驅動」轉型。這些舉措通過數字技術與金融市場的深度融合，提升資源配置效率，同時構建適應金融科技發展的新型監管體系。

市場定位再細化

為了深化科创板、創業板、北交所的改革，需要在發行上市、信息披露、板塊層次等方面應進一步優化差異化安排，以促進市場資源向新產業、新業態、新技術領域集聚。例如，科创板可以針對高科技企業設置更為靈活的上市標準，創業板可以為成長型企業提供更為寬鬆的融資環境，北交所則可以成為中小企業直接融資的重要平台。

數據顯示，自新「國九條」實施一年以來，A股上市公司分紅比例提升至35%，這不僅提高了投資者的回報，也增強了市場的吸引力。同時，重大違法強制退市案例同比大幅增加，這表明資本市場質量逐步提高，資本市場環境逐步改善，投資者信心逐步增強。

未來展望

制度銜接問題。當前，中國資本市場正在經歷一場深刻的變革，註冊制改革旨在簡化企業上市流程，提高市場效率，但與之相配套的退市機制改革卻顯得相對滯後，導致了市場中存在一種不平衡現象：一方面，企業上市的門檻降低，市場活力得到激發；另一方面，退市機制不暢，使得一些業績不佳、不符合市場要求的公司仍然佔據着寶貴的市場資源。因此，未來改革的深化需要在註冊制和退市機制之間找到一個平衡點，確保市場既有活力又能保持高效和公平。

利益平衡難題。隨着中國資本市場對外開放程度的加深，越來越多的中長期資金，如社保基金、保險資金、養老金等，開始進入股市。這些資金的特点是追求穩定收益，風險偏好較低。但當前市場中存在着對短期業績的過度關注，這與中長期資金的投資理念並不相符。為了吸引和利用好這些資金，市場需要提供更多低風險投資產品，同時監管層也應引導投資者樹立正確的投資觀念，重視長期投資價值，減少對短期波動的過度反應。

國際環境變量。近年來，由於全球經濟形勢的複雜多變，包括美國利率政策調整、國際貿易摩擦等因素，全球資產價格經歷了劇烈的波動和重構。這種波動很容易對A股市場造成影響。為了應對這一挑戰，中國資本市場需要進一步完善風險管理體系，提高市場透明度和信息傳遞效率，同時加強國際合作，共同維護全球金融市場的穩定。

(作者為外資投資基金董事總經理)

美放慢降息 有利中國出口



財富經緯 王晉勇

美聯儲亞特蘭大總裁博斯蒂克日前預計，今年美國會有兩次降息，甚至可能會更少。他判斷總體通脹是一個顛簸下行的路徑，而美聯儲的目標是在不損害勞動力市場的情況下達到這一目標。

去年中國金融界對美元降息速度預測普遍偏高，當時筆者即對此有不同看法，理由是美元升息對美國經濟帶來的好處尚未享受完，而且其國內的通脹水平雖然得到一定的抑制但仍然偏高，同時高息政策對經濟的抑制作用尚未充分體現出來。

現在看來，上述分析應該沒有錯，美聯儲確實明顯放低了對降息速度的預期。美元相對維持高利率，會對其他貨幣產生一定的虹吸效應，促使資金回流美國。當然，在中國嚴格的外匯管制制度下，對人民幣的衝擊會相對比較小，但是影響一定是存在的。美聯儲的降息措施促使人民幣對美元止跌企穩，下一步會如何演變值得關注。

特朗普當選以來，外界普遍認為其仍會延續上一任期的對外政策，繼續使用關稅等手段抑制進口，擴大美國的製造業、增加就業。特朗普經濟政策的後果必然是延緩通脹的下行，降息操作本身也會受到影響。另外，特朗普政策中對美國金融資本的打壓措施，也會影響美聯儲貨幣政策的取向。在經濟增長比較熱的時候，高利率政策是適用的，當前美國經濟雖然比較穩定，但是否會由於政策不確定性而遇冷，有待於觀察，這也是博斯蒂克所擔憂的。如果經濟出現低迷，降息的壓力就會增加。

對於中國來說，美元降息放緩會遲滯人民幣升值的速度，同時資金維持向美元區流入。但從另一個角度看，人民幣升值放緩對出口成本又有降低的作用，出口在一定程度上對沖美國提高關稅的不利影響。

今年全國兩會釋放對經濟刺激的明確信號，之前召開的民營企業家座談會很大程度上恢復了民營企業對政策的信心。特別是政府加大對科技產業發展的支持力度，有望促使一片科技企業釋放活力，帶來新的增長點。已經持續一段時間的房地產行業低迷也有望迎來底部、逐步回穩。貨幣當局目前仍然維持低利率政策，中國人行已經表示今年還將繼續降準降息，同時市場也普遍認為人民幣仍然處於降息周期之中。

低利率政策對於經濟復甦有促進作用，而且地方政府在化債的過程中急

需將舊債換成新債從而實現降低資金成本的目的。因此，人民幣降息的任務遠未完成，預計降息仍將持續。如果美元降息放緩，對人民幣形成的貶值壓力和資金流出的壓力仍然會是一個挑戰。

對於中國企業來說，人民幣降息周期下資金成本較低，是實現有效投資的良好時機，但是高回報的產業沒有之前房地產那樣規模大且門檻低，因此選擇好的投資領域變得尤其重要。對於風險投資來說，市場潛力巨大的人工智能是非常好的投資方向。由於國內資本市場長期低迷，2024年股票首次公開發行數量和融資額銳減，對於股權投資的退出十分不利，因此近幾年民間股權投資的活躍度大大降低，對於需要借助資本市場發展壯大的企業來說影響比較大。

美政局混亂 經濟或衰退

自去年「924行情」以來，中國資本市場有了積極的轉變，信心正在得到恢復。近期DeepSeek取得的成功對於中國科技產業和資本市場又有一個非常正面的情緒影響。

在美元降息放緩的背景下，中國政府應當充分利用這一積極因素，降低出口產品成本。特朗普政府各種「退群」也為中國企業尋求與歐洲等區域的合作減少了障礙，同時要為企業尤其是民營企業抓住新興產業發展機遇，迅速實現新舊動能轉換創造良好契機。

在積極的財政政策下，要充分利用好赤字的上調。筆者建議財政當局不僅應從增加財政支出的角度去發行國債，更要發揮短期國債在金融市場上的積極作用，增加一年內短期國債的發行，為貨幣市場提供更加可靠的交易工具。

在各種不確定因素下，不排除美國經濟走向低迷，如果特朗普和馬斯克的政策不能順利落地，美國政局發生動盪，可能會拖累美國經濟。到時候，美聯儲可能又會加速降息以刺激經濟。人民幣的壓力會迅速放鬆，這樣的話，中國經濟的復甦速度可能會更快一些。

在一系列政策措施的作用下，中國經濟有望在三到五年擺脫對房地產行業的依賴，地方政府實現財政的健康運行，債務回歸合理水平。在良好的經濟環境下，必然會有更多的企業成長起來，政府對於民營經濟的支持在中國企業家的勤勞智慧加持下，一定會為中國經濟帶來良好的前景。

(作者為華發投控首席經濟學家)

離岸人民幣近年走勢

(美元/人民幣)



換一個角度看樓市炒家



樓市強心針 廖偉強

在香港，每當提起「炒家」，總讓人聯想到是樓價飆升的罪魁禍首，甚至被視為投機取利、毫無社會責任的象徵。但其實從市場運作角度看，炒家又是否真如一般人想像般負面？

筆者早於八十年代投身地產業，回顧當時的樓市，政策寬鬆、交易自由，於是很多投機者也應運而生，有些甚至是全職炒賣。當樓市交投熾熱，樓價拾級而上的時候，很多人都期望可以短時間獲利，所以炒家活躍於市場也是在所難免。正如股市高漲的時候，入市買股票的人，很多都不是長線投資、買股票收息的人，所以不可能將樓價急升的原因，全都歸咎於這班炒家身上。

別以為炒家只是盲目投機的賭徒，其實他們對市場看得十分通透。以目前的樓市為例，即使「樓市辣招」已經放寬逾一年，但炒家入市數量依然有限，更遑論左右樓價。炒家們深知當前經濟環境，就算低位買入，也難以短期高沽獲利，因此不少人選擇按兵不動。炒家對市場的觸覺，的確比起很多人都來得敏銳。

筆者接觸過的許多炒家都極為專業。他們每天早上翻閱報章，緊貼地產新聞，與代理保持密切聯繫，甚至與同行聚會交流心得。他們對市場動態和價格走勢的了解，往往比一般市民更深入；他們熟悉物業特點，掌握最新行情，甚至毋須親臨現場，就能迅速決定

買入有升值潛力的物業。

參與度越高 市場流動性亦增

炒家雖然是市場中的專業套利者，做買賣很多時都與自身的居住需要沒有關係，但他們的參與也的確提升了市場的流動性；在業主急於套現或市場交易停滯時，他們充當了「即時承接者」，增加市場成交。

說到底，炒家對樓市的影響力，其實遠不如土地供應、利率變化等因素。他們在市場中也只是小眾，不可能耗盡市場貨源或囤積居奇，更不足以成為樓價的操控者。炒家只是依市場趨勢作出投資判斷，在樓市中的「順勢而為」的一群圖利者。

畢竟，樓價的走勢是由市場的供求所決定，所以當樓價能夠回升，炒家開始入市時，大家也不用介意一小部分人能短線獲利。

(作者為利嘉閣地產總裁)



▲炒家對樓市的影響力，其實遠不如土地供應、利率變化等因素。