



▲穩定的長線資金流入，有望推動A股結構性長牛。

經濟觀察家 去年「9·24」（人行等三部門公布金融支持經濟高質量發展措施）行情以來，A股與經濟基本面有所分化。國內價格低位運行，名義GDP增速在短暫回升後有所回落。那麼，未來A股上漲的驅動力何在？本文將從資產與資金兩個方面進行分析。

建設科技強國 A股受國際青睞

中金點睛 從發達國家的歷史經驗可知，在經濟轉型升級、增長中樞下移的過程中，穩定的盈利增速和抬升的估值中樞仍然可以保持股市長牛。G7國家在90年代後，名義和實際GDP增速分別從此前7.7%和2.8%，下降到4%和2.2%，但股市EPS（每股淨收益）增速中樞基本維持約7.3%，PE（市盈率）估值中樞從16倍抬升至20倍，年化收益從8.9%上升至9.8%。

以美國為例，在80年代後，隨着經濟進入「後工業化」時代，經濟增速中樞往下移，名義和實際GDP增速分別從7.8%和3.5%，下降到5%和2.6%。但上市公司盈利增速仍然強勁，標普500每股盈利增速仍維持在7%左右的水平，並未隨經濟增速中樞下移而下行。

更重要的是，美國經濟進入信息技術革命時期，在「低利率、低通脹、低波動」的共同作用下，標普500的PE估值中樞從80年代之前的15倍抬升至24倍，推動標普500的年化收益從7.6%上行至10.3%。

因此，經濟增長中樞下移並不意味股市盈利增速中樞下移。從歷史經驗可知，在經濟轉型升級過程中，普遍伴隨經濟增速中樞的下移。但同時，經濟成功轉型和積極推動或融入全球化使得股市結構優化，股市盈利或不會隨着經濟增速的下移而回落，且基於經濟轉型或技術進步的成長性往往會抬升股市估值中樞，最終反而推高股市回報。

經濟轉型升級，提升整體效率。在本輪金融周期上行過程中，國內資源向房地產等部門集中導致整體效率下降，勞動生產率增速並未隨着金融周期上行而改善。但隨着金融周期下行，將推動中國經濟走向高效。

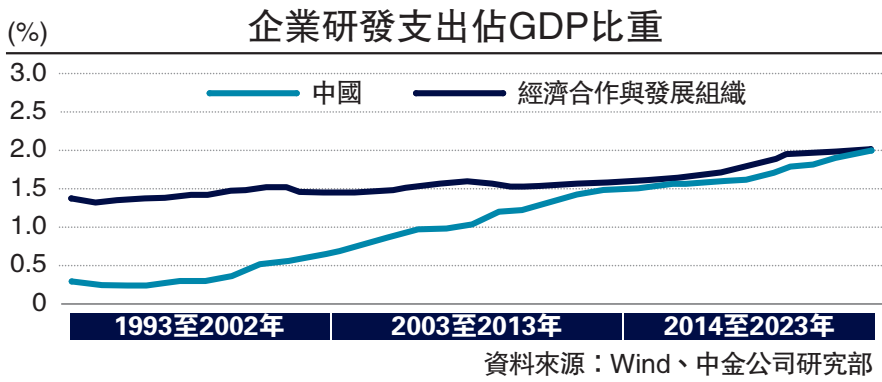
回顧21世紀以來，頭十年中國勞動年齡人口快速增長，進入世界貿易組織後出口增長較快，形成出口導向型的增長模式。第二個十年，中國城鎮化過程加速，信貸與房價互相加強推升金融周期上行。進入第三個十年，地產信貸對經濟增長的拉動減弱，科技創新對經濟增長的作用上升，經濟增長將更加追求高質量。

研發佔GDP與發達國看齊

中國正通過創新研發提升經濟複雜度。截至2023年，中國總研發支出佔GDP比重2.6%，其中企業研發支出佔GDP約為2%，基本達到OECD（經濟合作與發展組織）發達國家水平的2.7%和2%。經濟發展從規模轉向質量，以電子、電氣設備和醫藥為代表的高端製造企業數量佔全部工業企業數量的比重穩步增加，2024年佔比超過27%，帶動經濟複雜度提升。

經濟複雜度衡量一國生產出口商品的多樣性和普遍性，能夠生產的出口產品越多樣，能夠生產該產品的國家越少，則經濟複雜度越高。截至2023年，中國經濟複雜度排名上升至世界第16位，與美國（第15位）基本持平。

根據世界專利組織（WIPO）數



據，基於創新投入和創新產出，綜合制度、人力資本和研究、基礎設施、市場成熟度、商業成熟度、知識和技術產出、創意產出等七個領域，當前中國在全球創新指數排名升至全球第10位，超過日本、德國和法國等國家，是前10位中唯一的新興市場國家。須注意的是，中國在以人工智能（AI）和新能源為代表的前沿領域公開專利數量均為世界第一位。無論是經濟複雜度還是全球創新指數，均與人均GDP（PPP計價）有顯著的正相關關係。

新興產業積極出海

中國通過貿易和投資兩種途徑積極出海，且高技術、高成長性企業海外暴露更多。貿易方面，隨着加入WTO，中國出口貿易快速發展。特別是近年來，中國超過美國成為全世界第一大出口國，中國出口佔全世界出口的比重維持在約12%的水平。其中，以精密儀器、電子設備和化工產品為代表的高技術產品出口佔比維持在60%的高位。

對外投資方面，中國對外直接投資（ODI）在近兩年重回上升通道，商務部口徑下，ODI佔GDP比重回到1%，2024年海外直接投資資產首次超3萬億美元。2015年之前，ODI增速由以信息技術和製造業為代表的新興產業和地產建築業共同推動，但在2020年之後，新興產業ODI仍保持上行，但建築地產業持續下行。其中，2024年專精特新企業在海外資產佔比穩步上升至6.8%，首次超過全部A股6.3%的平均水平。

高技術企業仍處於從貿易出口到對外投資轉型的階段。以企業研發強度（研發費用佔總營收比重）作為企業技術實力和成長性指標，企業成長性與海外營收佔比呈顯著的正向關係。以半導體、硬件設備、醫藥生物等為代表的高技術和高成長性行業同時也是海外營收佔比較高的行業。

但相比之下，企業成長性與海外資產佔比的正相關性並不明顯，目前耐用用品消費和有色行業的海外資產佔比較高，但半導體、硬件設備、醫藥生物的海外資產佔比仍處於中低水平。未來，高技術、高成長性行業或出現從產品出口到投資出海的轉型。

以科技和出海為代表的「新經濟」在基本面和回報方面均好於傳統「老經濟」。中國高成長性行業和出海企業存在較高的重合，根據專精特新指數和出海指數行業權重，篩選重合度較高的9個行業作為「新經濟」行業代表，其餘行業為「老經濟」。

從股價來看，在2020年之前，新

老經濟行業的表現區分不大，整體走勢基本一致。但在2020年之後，「新經濟」行業整體表現明顯好於「老經濟」行業。特別是2024年「924」以來，「新經濟」行業指數平均上漲超過80%，遠超「老行業」30%的累計回報。「新經濟」的亮眼表現背後是基本面的支撐，2024年以來，「新經濟」行業盈利和估值相比「老經濟」行業均出現改善，且ROE（淨資產收益率）開始企穩回升。

穩定的資金流入，特別是長線資金，有望從資金端推動A股（結構性）長牛。除前文所述的資產端因素外，資金端因素同樣是推動股市長牛的關鍵力量，資產端因素改善有助於吸引資金入市。過去二十年來，入市資金與A股表現呈現出較明顯的同步關係，平均每年約有GDP的2%資金流入股市。

盈利基本面復甦

隨着推動中長期資金入市的指導意見和實施方案陸續出台，包括對國有保險公司經營績效全面實行三年以上的長周期考核，力爭從2025年起每年新增保費的30%用於投資A股等，未來保險資金將構成A股重要的邊際增量資金，推動A股長牛。

全球資金再平衡帶來海外增量資金。特朗普「大重置」進程下，將大概率採取財政主導和金融抑制，貨幣配合財政，美元流動性將趨勢性充裕，或將開啟美元新一輪貶值周期。弱美元周期帶動全球經濟共振修復，將對包括A股在內的新興市場權益盈利、估值和流動性均帶來提振。2021年以來，全球資金超配美股。相比之下，中國市場配置比例趨勢下降，且主動基金相比被動基金存在低配。在新的科技和地緣敘事下，疊加特朗普「大重置」推動全球資金再平衡，過去幾年來持續被低估和低估的A股資產可能重獲全球資金青睞。

最後總結資產和資金兩側的A股長牛因素，進一步提升全球化和提振內需、改善宏觀基本面向將鞏固A股全面牛市。由90年代日本經驗可知，在成長性、出海和公司治理支撐下，更具成長性、全球暴露和公司治理改善更多的公司和行業將首先出現結構性牛市。全面牛市需要在上述因素之上更多內外因素共振。一方面，中國仍需積極布局全球化，抵銷經濟轉型升級過程中經濟增速中樞下滑帶來的企業盈利缺口。另一方面，從金融周期視角出發，改善整體資產負債表，經濟和盈利基本面復甦，可以促進市場從再配置效應往盈利驅動過渡。

（作者為中金公司分析師）

人民幣匯率被低估 升值行情未完



遠見卓識
王涵

今年以來人民幣兌美元匯率累積顯著漲幅，而在近期多位美聯儲官員陸續發表偏鷹派言論的背景下，市場關於美元是否即將由弱轉強，以及本輪人民幣升值是否接近尾聲的討論有所升溫。筆者認為，未來6至12個月內，人民幣較美元出現大幅升值的可能性值得關注。

特朗普本屆任期內最大的約束是其財政壓力——過去幾年高企的利率，導致美國聯邦債務的利息支出大幅增加。儘管通過加徵關稅、DOGE（政府效率部）削減開支等舉措對財政進行了「開源節流」，但特朗普政府當前仍面臨4000億美元左右的額外利息負擔。美聯儲單純減息並不能有效緩解利息支出壓力，因為短端利率的下行並不能降低長債融資成本。因此，能否迫使聯儲在減息的同时進行量化寬鬆是特朗普打開財政空間的關鍵。

美國貨幣政策亦受到金融市場裹挾，當前人工智能（AI）無論是對於美國經濟，還是對於美股市場，都已是「大而不能倒」。但在美國AI產業長期發展邏輯並不堅實的情況下，流動性對於AI敘事維繫的重要性明顯上升：一是近期聯儲官員的鷹派發言已經引發美股大波動；二是AI巨頭們已進入基礎設施建設等重度資本投入階段，資本開支佔營收比重持續攀升。若然貨幣環境收緊導致融資成本上升，可能引發AI板塊估值大幅調整，這一風險在2026年中期選舉臨近的背景下是特朗普政府難以承受的。

中國貨幣政策穩定

儘管未來不排除出現美歐經濟「比爛」，導致美匯指數自身出現波動。但整體而言，相較於美歐貨幣政策被財政、債務與金融市場穩定等多重因素裹挾的被動局面，中國貨幣政策明顯展現出更強的獨立性與戰略定力。從這個視角來看，短期內「美國貨幣政策被動鬆+中國貨幣政策主動穩」的格局不變，人民幣相對美元升值的行情可能尚未走完。

2023年以來，人民幣匯率持續弱於歷史合理水平，低估幅度或達6%。2017年之後，人民幣匯率長期處於被低估的狀態，2020年中國率先復甦一度校正了這一低估的狀態，但2023年之後人民幣被低估的狀態再次出現，並

且持續至今。對比於美匯指數的走弱程度，人民幣系統性低估幅度可能達到約6%。

此前市場對人民幣的系統性擔憂主要集中在兩個方面：一是在美國掌控全球金融體系的背景下，中美博弈加劇可能導致人民幣面臨金融制裁風險；二是外部打壓可能限制中國長期經濟增長前景。但從當前實際情況來看，上述擔憂的現實基礎已逐步瓦解。

首先，市場此前的核心擔憂在於：若美國將金融制裁手段施加於中國，將對中國跨境結算構成「斷鏈」威脅。但近年來出現了兩大關鍵變化。一是美國對俄羅斯金融制裁的戰略性失敗，反而成為人民幣國際化的催化劑。2024年3月，人民幣在俄羅斯交易所和場外外匯市場佔比已分別高達53%和39.6%。二是，獨立於「SWIFT（環球銀行金融電信協會）+CHIPS（紐約清算所銀行同業支付系統）」體系的人民幣跨境支付網絡正在形成，這就是具有里程碑意義的技術突破是「多邊央行數字貨幣橋」（m-CBDC Bridge）項目。它依託區塊鏈技術實現了跨境支付的實時清算，在底層架構上完成了對SWIFT報文的替代。

美國實力今非昔比

其次，市場對於中美力量對比認知的重構，會逐步向貨幣傳導。特朗普再次上台一年以來的施政實踐，讓市場逐步認識到美國硬實力已今非昔比，這一變化已開始影響其對外軟實力。而相較於對美國硬實力衰落的認知，全球對於美元的配置顯然仍在高位。這符合歷史規律——根據新馬克思主義學者伊曼紐爾·沃勒斯坦的理論，國家興衰通常遵循「工業優勢→商業優勢→金融主導」的路徑，金融與貨幣領域的變化往往滯後於硬實力的變遷。

此外，特朗普「小院高牆」的政策可能也會加速上述進程。貨幣的本質是「以幣易貨」，而特朗普推行的「小院高牆」政策試圖切割美元與全球最大商品供應國的聯繫，更動搖了美元「作為交易媒介」的根本功能。

從這個長期視角來看，過去幾年人民幣的系統性低估狀態缺乏持續基礎，未來有望會逐步修正，人民幣較美元出現較大幅度升值的可能性值得市場關注。

（作者為興業證券首席經濟學家）

信心回升 樓價租金齊漲



樓市智庫
陳永傑

不經不覺，2025年已經來到尾聲。隨着撤辣及減息周期展開，住宅物業買賣急速回暖，樓價亦重新走向上升軌道。新盤銷售現場重現人潮，排隊入票的景象久違地再度出現，市民的入市信心明顯回升。

根據差餉物業估價署最新公布的數據，今年10月私人住宅樓價指數錄得294.3點，按月上升0.41%，並連升5個月；今年首10個月累計升1.7%。對比去年同期則下跌近7%，今年的反彈走勢相當明顯。由於官方數據具時滯性，參考每周更新的中原城市領先指數（CCL），指數已重回143點水平，今年已累升超過4%，反映市場表現比官方數據更為強勁。

隨着減息釋放購買力、買家觀望情緒消散，樓市氣氛正在穩步回暖。筆者預期2025年全年CCL有望錄得約5%升幅，扭轉過去3年頹勢，亦是自2021年後首次出現樓價及租金呈雙軌上升，正式結束「價跌租升」的時代。

在發展商積極推盤帶動下，新盤交投持續熾熱。一手市場已連續10個月錄得逾1000宗成交，今年首11個月累計錄得逾1.88萬宗，較2024年全年的1.58萬宗高出近兩成，更打破2019年1.87萬宗的舊紀錄，創下2013年一

手新例實施以來的新高。

另據中原地產住宅部統計，經過發展商一年努力去庫存後，一手貨尾量已連續6個月低於2萬伙，截至11月底更跌穿1.9萬伙，低見1.88萬伙，較年初高位逾2.28萬伙減近4000伙。

購買力亦遍及二手市場。今年首11個月，二手私人住宅市場錄得3.357萬宗買賣登記，涉及註冊金額2465億元，按年分別上升6.6%與7.4%，成交宗數更創4年新高，反映一、二手市場全面回暖。

明年樓價料跑贏租金

除樓價外，預料來年租金升勢亦會延續，形成近年罕見的「租價齊漲」局面。但樓價升幅有望跑贏租金，主要因現時住宅價格較2021年高峰仍累跌逾兩成，具追落後條件。尤其是租金已連升11個月，且連續兩個月創歷史新高，而樓價仍遠低於頂峰。

在減息環境下，「供樓平過租」持續吸引租客轉為買家，加上撤辣後內地客來港買樓的投資比例大幅增加。多重利好因素下，CCL於明年首季更有機會上試150點。如果多了人買樓，部分市民不願再捱貴租，租務需求可能因此回落，來年租金升幅或因此放緩。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



▲今年一手市場熾熱，新盤已連續十個月錄得逾千宗成交。