大公報
2026年1月22日 星期四

◀在基本面、制度面和資金面持續完善之下，目前A股已具備慢牛的條件。

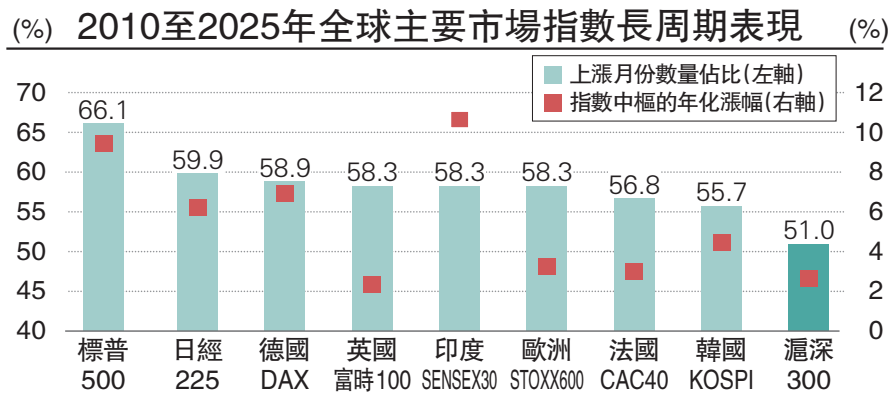
經濟觀察家

A股歷史上難以形成「慢牛」，是基本面、制度面、資金面多重因素交織的結果。但隨着宏觀範式轉變與資本市場制度改革推進，A股底層環境已從量變引發質變。在此背景下，A股「這次可能不一樣」，比以往更具備形成「有底無頂」慢牛的條件。

A股慢牛行情條件成熟

中金點睛 繆延亮

關於「慢牛」並沒有統一定義，但通常需要滿足兩個特徵：一是長周期中大部分時間都是上漲，二是上漲階段的斜率較為平緩。以滬深300和全球主要的發達市場和部分新興市場指數（美、日韓、歐洲、印度等）進行對比後：A股與全球市場相比並不在於漲幅小，而是容易急漲透支未來預期，導致上漲周期偏短且牛熊周期輪動頻繁，下文將圍繞基本面、制度面和資金面對背後原因進行解析。



熊長牛短背後成因

A股基本面呈現較強的「脈衝性」。從需求端來看，中國經濟增長更依賴資本形成，於GDP佔比長期在40%以上，顯著高於其他大型經濟體。在上市公司層面，我們估算資本密集型行業佔上市公司數量67%，佔全A指數權重的60%，在非金融企業中的利潤佔比同樣高達64%。因此，多數行業的盈利改善受庫存周期、地產周期、政策刺激或外需的階段性走強影響較大，缺乏長期需求曲線抬升或競爭格局改善的支撐，因此盈利周期有明顯的階段性與脈衝性特徵。

建築與房地產作為生產中的關鍵節點，其自身對經濟的影響，往往通過對各行業的衝擊而放大。尤其在土地財政模式下，賣地收入是地方政府收入端的主要來源。房地產景氣下，地方政府賣地增收後可加大投資。反過來2021年房地產周期下行以來，地方政府賣地收入下降，同時支出端地方政府化債力度還需加大。在「以收定支」的模式下，財政資源被雙向擠壓，形成「財政加速器」效應。

從供給端來看，市場進入退出機制並不完善，容易放大周期波動。即使某個行業出現較強的技術進步或者結構性能力改善，較高的資本開支彈性與激烈的行業競爭使利潤率和ROE（淨資本回報）難以在高位穩定，削弱了盈利改善的長期可信度。

須指出的是，地方在經濟層面進行區域競爭，對於熱點行業的信貸資源往往進行集中供給，同時傾斜大量財政、土地、人才等配套資源，降低企業進入成本；但是當行業進入下行周期時，地方政府在關停產能方面又往往考慮社會穩定因素，提高企業退出成本。這使得熱點行業往往快速從供不應求變為供需失衡，放大產能周期的波動。

A股制度面上長期存在「重融資，輕投資」問題。股市為大量優質的公司創造了上市機會，並助力企業融資成長壯大，但是融資規模相較於市場體量偏高。外部對比來看，A股在2023年之前的年均IPO和再融資規模與美股水平接近。內部對比上，2022年之前的多數時間，A股的分紅金額低於IPO和再融資規模。資金面上，IPO募資的大部分資金來自二級市場投資者，再融資也有部分資金來自二級市場，若自由流通盤獲得的分紅明顯低於募資規模，將佔用二級市場可投資資金。

在高度市場化且融資便利的成熟市場中，企業通常偏好在市場情緒高和估值高的階段募資，買家更積極，且發行同等數量股份可以募集更多資金；反之市場低迷階段，企業融資需求也將自發下降。A股市場融資與市場表現順周期特徵同樣明顯，但歷史上市場高位和低位階段的融資規模都不低，IPO的高溢價以及限售期滿後的解禁，進一步放大了市場波動。

A股資金面上的交易型資金佔比較高。首先，儘管A股機構化程度在過去持續提升，但我們估算個人投資者佔自由流通市值比重多數時間仍超50%。在量化投資尚未盛行的早期，上交所統計顯示2017年之前，個人投資者佔A股交易量80%以上。由於個人投資者更容易出現「羊群效應」，這種投資者結構加大了市場波動。其次，公募基金等機構投資者歷史上對規模擴張較為重視，常出現順周期擴張資產管理規模。而且基金管理者也受困於短期考核，導致行為短期化，集中超配熱門賽道，對市場起到助漲作用，反之當賽道景氣度下行時，「抱團」瓦解又起到助跌作用。

中長期資金佔比較低，缺少「壓艙石」。中長期資金缺少統一口徑，通常指社保基金、保險資金、年金基金的狹窄口徑，但實際上外資、指數基金中也有大量的中長期資金。據2023年8月中國證監會數據，A股中長期資金持股佔比不足6%，遠低於境外成熟市場普遍超過20%的水平。

市場環境出現質變

國際貨幣秩序重構是本輪A股牛市的核心驅動力。2024年9月以來，A股在此前一片悲觀聲音中走出震盪上行的牛市，背後原因之一就是美元資產安全性本身出問題，中國經濟強大韌性，以及AI革命之下中國創新敘事反轉也至關重要。尤其是2025年中美談判反映中國綜合國力的提升，進一步動搖美元霸權和強化新秩序，驅動全球資金再配置以及中國資產重估。此外，低利率環境，居民旺盛的資產配置需求，國家隊穩市機制也是有利於市場的環境。

我們看好A股牛市繼續進行，問題在於這是前所未有的「慢牛」還是重複歷史的「快牛」？我們認為，基本面、制度面和資金面環境在過去不斷量變的過程中發生較多質變，當前A股可能比歷史任何時候更具備慢牛的條件。

基本面上，中國自2017年進入金融周期下半場以來，房地產在信貸投放結構和經濟結構的佔比均明顯下降。我們認為儘管轉型帶來陣痛，房企和金融機構的尾部風險增加，但決策層通過財政與貨幣協同的政策組合逆周期調節，穩住系統性風險不發生，並逐步建立面向消費的宏觀調控體系。這有望改變過去企業和居民大幅加槓桿的經濟發展模式，降低宏觀周期波動的頻率和幅度。

在中國規模經濟優勢的基礎上，國家對現代化產業體系和新質生產力的支持下，新質生產力逐漸成為經濟的新驅動力。2025年中國創新敘事反轉，「DeepSeek時刻」不再局限於AI領域，也在文化、創新藥、航空航天等領域相繼出現，在芯片等「卡脖子」領域也堅定不移支持國產化，並取得積極進展。股市內部行業結構已經在深刻反映這些變化，新經濟行業中長期成長性好、與宏觀經濟周期關聯度低、行業周期不同步，有助於降低股市順周期同步性，為市場持續提供景氣投資機會。

制度面上，2023年下半年推出活躍資本市場「一攬子」政策舉措，2023年底召開中央金融工作會議，與2024年新「國九條」推出，成為股票市場改革的重要政策指引。我們認為有部分舉措正在改善A股過去的投融資和資金面失衡的局面。

增加派息添吸引力

近年來，政策層面持續推動上市公司分紅，2024年新「國九條」在強化上市公司現金分紅的監管中，提出「對多年未分紅或分紅比例偏低的公司，限制大股東減持、實施風險警示」、「加大對分紅優質公司的激勵力度」，「增強分紅穩定性、持續性和可預期性」。同時上市公司本身也具備加大分紅力度的條件，穩定的自由現金流是企業分紅的最重要基礎。

截至2025年第三季度，非金融（剔除地產和建築）的自由現金流／所有者權益升至5.2%的歷史最高水平。當前滬深300指數股息率約為2.65%，相比十年期國債收益率超出約0.8個百分點，在「資產荒」背景下，A股對中長期資金有吸引力。

資金面上，中長期資金入市機制逐步建立。一方面是政策推動，2025年初六部門聯合發布《關於推動中長期資金入市工作的實施方案》，其中明確要求2025年起每年新增保費的30%用於投資A股，經營績效全面實行三年以上的長周期考核。另一方面，資產荒帶來的利差損，導致保險公司的固定收益資產難以覆蓋長期負債成本，保險資金不得不增加對於高分紅股票的配置。政策效果在2025年立竿見影，截至2025年第三季，保險持有股票及證券投資基金規模增長至5.6萬億元（人民幣，下同），較2024年底增加1.5萬億元。我們預計居民儲蓄通過保險資金入市的機制仍處於加速過程中。

（作者為中金公司首席策略分析師）

出口競爭力增強 人民幣升值影響微

經濟哲思 蘆哲

儘管人民幣匯率延續升值的態勢，但考慮到中國與歐美主要經濟體的通脹差，人民幣實際有效匯率仍處於較低水平。根據國際清算銀行的統計數據，截至2025年11月，人民幣實際有效匯率錄得約88.6%，較年初的91.9%小幅貶值，較2022年3月的高點回落16.7%，而同期美元和歐元實際有效匯率分別升6.5%和5.7%。這意味着去年以來，趨於下降的人民幣實際有效匯率，讓商品出口更有競爭優勢，價格因素成為2025年中國出口韌性的重要支撐。

與此同時，中國人民銀行在匯率管理上的日益精細，也削弱了人民幣匯率波動對於出口的影響。通過逆周期因子、外匯存款準備金率等工具，人行避免了匯率出現短期劇烈波動，給出口企業留出了調整報價和鎖定匯率的窗口期。人行在2026年工作會議上的政策目標明確指向「保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定，防範匯率超調風險」，這意味着政策的核心目標是維穩而非促升值，同日召開的全國外匯管理工作會議也強調要築牢外匯市場「防波堤」、「防浪堤」，通過強化宏觀審慎管理與預期管理，維護外匯市場穩健運行，這些政策確定性進一步降低了匯率劇烈波動對出口企業帶來的風險。

從出口企業盈利的角度來看，在中國產業結構不斷升級的背景下，中國出口產品的競爭力不斷增強，匯率升值對出口的影響已經明顯弱化，結合對於進口方面的利好，匯率升值對於企業盈利整體或起到促進作用。

一方面，從進口的角度來看，匯率升值意味着人民幣在國際貿易市場上的購買力增強，有利於降低中國大宗商品和高端設備等主要進口品的進口成本。儘管在部分「卡脖子」領域中國仍有一定的進口依賴，在人民幣升值時可能會受到海外價格上漲的影響，但隨着近幾年國產替代的不斷推進，這種影響也會逐步走弱。

另一方面，從出口的角度來看，匯率升值意味着中國出口商品以外幣計價的價格上升，會削弱其出口競爭力，進而對企業利潤增長造成負面影響，這種現象在2018年中美貿易摩擦前中國大部分出口導向型行業中均有體現。

而在2018年中美貿易摩擦後，美國的關稅壓力倒逼中國轉向創新驅動和科技自強，中國製造業產業結構進一步升級，高端設備、新能源汽車等在內的技術密集型出口產品競爭力顯著提升，即使出口產品價格因匯率升值而喪失了部分價格優勢，海外企業也會因難以在短期內找到替代供應商而不得不從中國進行相關產品的進口，即「技術壁壘」正逐步取代「價格優勢」成為中國出口商品的主要競爭力。

可以看到，在2018年中美貿易摩擦以來，技術密集型行業的企業利潤增速受匯率影響逐步減弱，在2025年以來人民幣匯率持續升值的背景下，紡服和傢具製造等勞動密集型行業的利潤增速持續回落，而計算機電子通信設備製造業和汽車製造業等技術密集型行業的利潤增速持續回暖。疊加中國出口結構從勞動密集型產品為主轉向技術密集型產品為主的趨勢，匯率升值對中國企業利潤的整體影響亦在邊際減弱。

品牌溢價大幅提升

此外，隨着中國品牌在海外市場的地位不斷提升，中國出口也正從「賣產品」轉向「賣品牌」，品牌溢價賦予了企業更強的定價權。對於擁有品牌認知度的產品，消費者對於價格波動的敏感度也會偏低。

從貿易結算的角度來看，隨着人民幣在國際貿易中結算比例的不斷提升，出口對於匯率波動的敏感度在逐步走弱。根據最新公布的《人民幣國際化報告》，2024年中國貨物貿易人民幣跨境收付金額合計約12.4萬億元（人民幣，下同），同比增長15.9%，遠高於中國進出口總值的增速5%，佔中國同期貨物貿易本外幣跨境收付金額的比例為27.2%，較2023年上升2.4個百分點，而在2025年上半年，該比例進一步提升至28.1%，反映出人民幣在國際貿易結算中的接受度不斷提升。

從地區分布來看，在與「一帶一路」沿線國家、東盟和非洲等地區的貿易結算中，人民幣結算比例明顯提升，與中國近些年出口多元化的目的地具有較高的一致性。在2020至2023年對「一帶一路」沿線國家的貿易結算中，人民幣結算規模年均複合增速高達40.4%，在2024年對東盟和非洲地區貿易結算中，人民幣結算規模增速分別錄得21.8%和35.9%，遠高於同期對東盟和非洲進出口總額的增速9%和6.1%，而同期對歐洲貿易結算中人民幣結算規模增速僅有0.5%，以上數據表明在與中國貿易關係不斷深化的新興市場經濟體中，人民幣結算的比例正加速提升。在此背景下，中國貨物出口對於匯率波動的敏感性也在逐步降低。

（作者為東吳證券首席經濟學家）

▲隨着人民幣在國際貿易中結算比例不斷提升，出口對於匯率波動的敏感度逐步降低。

樓市進新周期 入市勝算高

樓市強心針 廖偉強

2026年對香港樓市而言，是一個承先啟後的重要年份。去年樓市由低位反彈，今年則接上經濟增速，加上息口回落、資金尋找出路、海外人才來港、留學生增加等因素，令市場氣氛明顯改善。準買家普遍認為今年是樓市的「上行之年」，入市者的勝算亦比過去幾年大得多。

本港樓市多年來都是周期性地運行，差不多每20年就是一個周期；而從歷史中所見，每個周期由低位至高位計算，樓價有機會上升數倍或以上。筆者統計了一些歷史數據，在1981至2000年的20年間，樓價的最高點相比最低點升約9倍；至於由2001至2020年期間，樓價的高低位亦相差近6倍。這兩個周期都累積了可觀升幅，如果置業者有足耐心和財力，持貨達兩個周期，賺幅更可能足夠子孫無憂。

始終會有一些置業者，因為過去的恐懼而錯失良機。筆者記得2003年沙士谷底前後，有客戶在低位入市、眼光準確，但因樓市初段升幅不大，加上曾經歷1997至2003年的「寒冬」，心中仍有陰影，不敢相信樓價會再升數倍，於是選擇在早期沽貨離場。其後樓市十多年升浪，他們只能望而興嘆。這些例子提醒我們，過去的經驗往往會影響未來的判斷。

樓價止跌回升 長線看俏

筆者認為，2026年將會是另一個20年周期的起點。對於在2021年高位入市的買家而言，物業至今仍然處於虧損狀態，2025年較高位累積跌幅約三成。然而，隨着樓價逐步回升，虧損幅度將會慢慢收窄。

至於在去年或今年入市的買家，則有機會在未來20年間見證樓價「翻幾番」。只要在合理價格入市，長線的樓市回報往往不會令人失望。

（作者為利嘉閣地產總裁）

◀本港經濟增長理想，加上息口回落，資金尋找出路之下，今年樓市表現持續看好。