

如何看待社融負增長？

金融熱話 楊欣

紅塔證券宏觀研究員

2024年4月末社會融資規模存量為389.93萬億元（人民幣，下同），同比增長8.3%，較上月8.7%的增速下降了0.4個百分點。單月數據方面，4月新增社融減少1987億元。表外票據是最大的拖累項，新增4月融資減少4486億元；其次是政府債券淨融資減少984億元。

下面對各分項數據的變動進行分析。

信貸方面，票據增量現象突出，4月票據融資新增8381億元，同比多增7101億元。實體部門的信貸規模明顯減少，主要體現出實體部門加槓桿需求偏弱、手工補息被規範治理、金融業增加值核算優化調整的影響。

分類來看，居民部門貸款減少5166億元，同比少增2755億元。其中，短期和中長期貸款分別減少3518和1666億元，同比少增2263和510億元。企業部門的短期和中長期貸款規模分別減少4100億元和增加4100億元，同比少增3001億元和2569億元。

造成4月社融數據疲弱的原因包括：

首先，一季度開門紅後實體部門信貸需求偏弱。近期多地密集出放放鬆限購限售、以舊換新等政策，但是由於對收入的預期還不夠穩定，政策刺激效果微弱。4月份30大中城市商品房成交面積日均值同比下滑38.9%。此外，一季度新發放個人住房貸款利率為3.69%，較去年末大幅下降了28個基點，也已經首次低於企業貸款利率（3.73%），這也能從側面反映出零售端面臨較大的信貸投放壓力。

企業部門貸款減少一方面可能是因為當前物價低迷、企業利潤空間不大，同時部分行業存在產能過剩的預期，企業生產擴張積極性不強；另一方面可能是因為政府債券發行慢，撬動的配套融資少。

其次，監管部門對資金空轉、手工補息等現象的規範治理，以及統計局對金融業增加值的季度核算方式進行的優化調整，矯正了部分銀行盲目擴張存貸規模的行為，也抑制了部分企業借入低成本貸款資金再用於購買理財等資金套利的行為。

後續來看，隨着這些措施的深入實施，預計將進一步擠出數據中的「水分」，更真實地反映實體經濟部門的內在融資需求，以及銀行業對實體經濟的

支持力度。再次，政府債券發行節奏偏慢，對社融形成明顯拖累。4月政府債券融資減少984億元，同比少增5532億元。4月末政治局會議已指出「要及早發行並用好超長期特別國債，加快專項債發行使用進度」，財政部也即將召開超長期特別國債發行動員會，預計後續政府債券發行進度或會加快。

政府債券料加速發行

期內，廣義貨幣（M2）餘額同比增長7.2%，前值是8.3%。M2增速大幅回落主要可能是因為存款「搬家」。4月初市場利率定價自律機制發出倡議，要求銀行不得以任何形式向客戶承諾或支付突破存款利率授權上限的補息，近期多家銀行相繼下調存款利息。因此，居民就可能將銀行存款取出轉而購買理財產品，或者進行提前還貸。據媒體報道，4月以來銀行理財規模激增近2萬億元。

此外，信貸擴張步伐放緩，派生能力減弱也是原因之一。4月非金融性企業新增存款減少1.87萬億元。

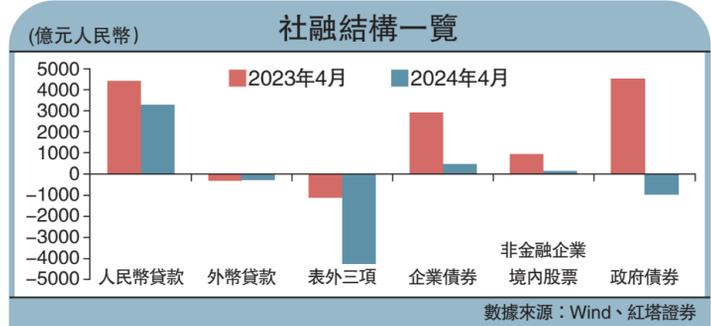
狹義貨幣（M1）餘額同比下降1.4%。一是由於總需求不足，存款主要留在居民部門，沒有進一步通過居民部門支出轉化為企業存款。4月居民和非金融性企業的存款規模的降幅基本一致。二是企業和居民的存款定期化趨勢加劇。定期和活期存款比重已由2017年的「六四開」升至目前的「七三開」。實體部門對未來預期未完全改善，風險偏好低，消費和投資需求少，資金活化需求少。

4月份負增長的社融和M1、增速回落的M2共同揭示了三個特點。

一是資金防空轉、手工補息被禁止、金融業增加值核算優化調整的成果，即數據被擠出「水分」，這能夠更真實地反映出實體部門的內生融資需求，從而更有效地推動金融機構滿足實體部門的放款需求。

二是實體經濟部門預期偏弱，投資和消費需求不強，內生融資動能弱。

三是政府債券發行進度偏慢，城投融資偏冷，對社融形成一定拖累。從4月末，政治局會議及一季度央行貨幣政策執行報告中可看出，上述問題基本已經得到了關注。未來政府債券加快發行、存量房產處理措施落地，以及實體融資成本的進一步降低等有望撬動更多的投資和消費需求，助力經濟的進一步修復，同時也為社融增量提供助力。



若聯儲降息港或減最優惠利率



樓按明曉 張穎曠

經絡按揭轉介營運總監

聯儲國債贖回的上限將從目前的每月600億美元降低到250億美元，放慢資產負債表縮減（QT）的速度步伐的決定，將確保貨幣市場平穩過渡。筆者認為，放慢QT縮減速度屬初步減息的信號。雖然美國整體通脹情況反彈，使減息預期延後，但美聯儲早年激進加息曾引發金融問題，繼去年美國多間銀行發生倒閉事件，近期再有區域銀行（共和第一銀行Republic First Bank）宣布倒閉，估計美聯儲視乎未來通脹及勞動力市場走勢，如情況有所改變，或會提前進行減息，不排除最快於下半年開始減息。

香港方面，本港銀行同日亦宣布最優惠利率（P）維持不變，置業及供樓負擔沒有增加，對樓按市場有正面作用。美息高企下，香港銀行同業拆息（HIBOR）將繼續徘徊4厘以上高水水平，即本港銀行普遍新造按揭息率將維持於4.125厘水平。如下半年美息下跌，本港拆息或跟隨逐步回落至4厘或以下水平。

筆者認為，本港銀行會視乎拆息走勢、多項外部因素，以及自身策略而決定減息步伐，不排除美聯儲減息後本港先輕微下調最優惠利率。

美國銀行危機頻發

現時美國整體通脹仍存不少隱憂，除了最新3月份消費物價指數（CPI）連升兩個月至3.5%，另外美國就業增長超預期，油價及房價指數高企，加上俄烏、以巴等地緣政治問題，使通脹前景仍存眾多不確定性。雖然通脹數字未如預期，但鮑威爾於是次會議強調美聯儲進一步不太可能加息。相信美聯儲將繼續密切觀察市場、經濟狀況，以及通脹走向，聯儲基金利率將維持高水平一段時間。鮑威爾還表示，由6月1日開始，美

香港致力於建設亞洲及全球綠色金融中心，這一戰略目標定位於香港具有獨特的競爭優勢。



香港過去數年來深耕綠色金融，不但從制度、政策、市場機制等方面搭建比較完備的綠色金融發展框架，而且建立起廣泛的綠色金融合作，在綠色債券發行、綠色投資等領域發揮比較競爭優勢，成為亞洲乃至全球舉足輕重的綠色金融中心。

港綠色金融發展極具潛力



金融觀察 鄧宇

上海金融與發展實驗室特聘研究員

數據顯示，2022年在港發行綠色及可持續債券總額逾800億美元，按年增逾40%，發行規模佔整個亞洲市場的三分之一，是名副其實的亞洲區內綠色金融中心。

從新質生產力和高質量發展兩個維度來看，香港發展綠色經濟和綠色金融極具增長潛力，重點需要構建具有國際示範效應和地區影響力的綠色金融市場，包括在資本市場、債券市場等拓展綠色金融，同時進一步推動在港中資和外資機構深度參與綠色金融協作，充分釋放內地與香港「互聯互通」機制的多維度、多渠道作用，深化兩地綠色金融合作，進一步提升香港綠色金融的國際份額，而且也借助綠色金融發展拓展香港國際金融中心的發展空間。

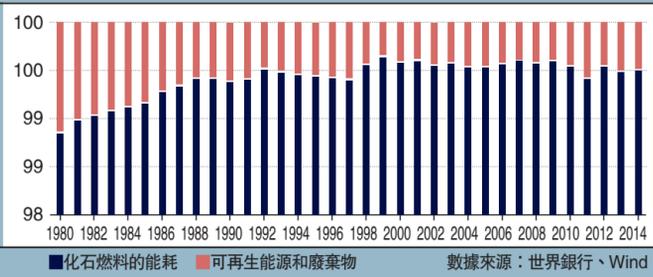
香港實現碳中和目標，主要聚焦在發電、交通運輸、廢棄物三大領域，其中發電和交通運輸佔比超過80%。近年來，特區政府加大綠色投入，不斷提高政府綠色債券計劃規模，滿足綠色轉型投資需求。香港2018-19年度財政預算公布推出政府綠色債券計劃的規模為1000億港元，2021-22年度財政預算將綠色債券計劃的借款上限提升一倍至2000億港元。2024年最新《財政預算案》重點提到「邁向綠色未來」的總方針，將政府綠色債券計劃及基建債券計劃借款上限設為5000億港元。2023年8月底發布的《綠色債券報告2023》顯示，特區政府至今已發行合共接近220億美元等值的政府綠色債券。數據顯示，2014年碳排放達到峰值後，香港碳排放量總體呈下降趨勢。2022年香港的人均排放量為4.55噸，低於十年前的約6.2噸。

特區政府大力支持淨零排放金融轉型，香港金融監管機構深化合作，完善綠色金融監管框架，共同致力於推進香港綠色金融中心建設。2020年5月，香港證監會（SFC）、香港金管局（HKMA）等共同設立綠色和可持續金融跨機構督導小組，同期成立綠色和可持續金融中心。2021年香港發布綠色和可持續金融資助計劃，構建綠色金融生態圈。至今通過該計劃成功資助債券發行人和借款人在香港發行合共超過340筆綠色和可持續債務工具，總額達1000億美元。數據顯示，截至2023年底，SFC已授權的ESG基金超過200隻，管理總資產超過1600億美元，同比分別增加24%和20%。過去三年，香港每年平均發行的綠色和可持續債券規模超過600億美元。

現實與挑戰

香港致力於建設亞洲及全球綠色金融中心，這一戰略目標定位於香港具有獨特的競爭優勢。從兩個維度來看：其一，香港的金融市場更加開放和活躍，在港的中外資金融機構眾多，私募投資、資產管理及資本市場發展成熟；其二，香港是連接中國和世界的重要窗口。年初以來，中國人

香港化石燃料與可再生能源能耗佔比



民銀行、中國證監會等連續發布多項「互聯互通」政策，為深化兩地金融合作、擴大對外金融開放創造了便利。2024年1月，中國人民銀行和香港金管局推出六項政策舉措，涉及金融市場互聯互通、跨境資金便利化以及深化金融合作等多個方面。4月，中國證監會發布五項資本市場對港合作措施，拓展優化滙深港通機制，共同促進兩地資本市場協同發展。

香港的金融服務業發達，國際金融中心地位持續鞏固和提升。數據顯示，2021年香港的銀行業約200間認可機構，包括全球首100大銀行中約3/4；亞洲區安排國際債券發行規模2070億美元，連續六年成為全球安排亞洲區國際債券發行最具規模的中心。同時，香港也是全球最龐大的離岸人民幣資金池，而且中國約三分之二的對內及對外投資，都經由香港進行。隨着中國綠色投資加快增長，可持續與綠色金融發展需求將擴大，香港既有條件、也有動力擔負國際國內循環的關鍵角色。

香港發展綠色金融面臨的主要難點包括：

內部方面：1）綠色產業支撐不足。香港的經濟產業結構相對單一，以貿易和金融為主，涵蓋零售、餐飲和物流等，這些行業雖有減排需求和脫碳任務，但能否完全支撐更加龐大的綠色戰略，還有待觀察。2）能源轉型偏慢。香港的能源幾乎全部依賴外部市場，內地的電力供應佔有較大的份額，未來如何推進香港本地的減排，首要解決能源的安全和穩定供應，其次應考慮清潔能源替代，但在交通運輸、航運和航空領域，化石燃料的綠色升級和清潔能源的替代進程偏慢，新能源汽車的覆蓋率也相對較低。世界銀行統計，2014年香港地區化石燃料的能耗佔比高達93.17%，而可再生能源和廢棄物的能耗佔比僅不到0.5%。

外部方面：1）外部環境制約綠色投資。短期內香港的外向型經濟模式很難扭轉，而外部環境的發展態勢充滿不確定性，大國博弈和地緣政治等因素仍在持續發酵，全球財政和貨幣政策調整預期也不明朗，香港想進一步推進綠色金融中心建設既面臨外部政策環境的不確定性。美歐日發達國家「保護主義」的傾向愈發突出，除了傳統的綠色壁壘外，發達國家在綠色科技出口、碳關稅等設置諸多障礙，而且密集推動「脫鉤斷鏈」，依託「友岸外包」、「近岸外包」等政策實施貿易和科技替代。歐美國家的可再生資源項目進展緩慢甚至停滯，歐美國家反ESG浪潮興起，或嚴重打

擊可持續發展和ESG投資行業的信心，或將給香港綠色金融發展帶來阻力。

展望與建議

香港作為在亞洲較早推進綠色金融發展的國際金融中心，引領綠色金融創新，公共部門、監管機構和金融市場緊密協調，持續更新完善ESG信息披露、綠色債券發行機制，擴大綠色及可持續發展掛鉤貸款（SLL）規模。由於全球政經形勢變化，全球氣候行動雖有加速，但存在日益突出的分化趨勢，美歐日發達國家不同程度地實施「脫鉤斷鏈」政策，不僅在綠色貿易、綠色技術等設置障礙，而且掀起反ESG浪潮，削弱可持續與綠色金融發展信心。

積極的一面在於香港的外匯儲備仍比較厚實。截至2024年3月31日，香港特別行政區的財政儲備為7346億港元。中長期來看，建成國際綠色金融中心需要持續的綠色投資，但也不能忽視風險和收益的平衡，有賴於探索建立基於「公共財政預算（包括政府資助）+金融市場+私人投資」相互協同的綠色投資融資平台。

面對美聯儲降息預期降溫的現實挑戰，預計香港高利率環境仍將維持較長時間，綠色資管、綠色債券及綠色貸款能否實現比較穩定的中長期回報並不確定性，而這也直接關係到綠色金融的增長潛力。

筆者建議，香港特區政府可從三個方面着手應對：

其一，更新修訂香港資本市場上市規則，鼓勵和支持綠色企業赴港上市，廣泛吸引中東、東南亞、拉美等地區綠色投資，加快培育在港中小型綠色科技企業，提高標桿綠色企業（包括新能源、綠色科技）的流動性和估值水平，提升港股綠色資產流動性。

其二，推進綠色資管和綠色基金，釋放香港資產管理規模優勢，優化綠色及可持續發展掛鉤的基金組合，引導投資者擴大綠色資產持有比重，增加外匯基金投資掛鉤可持續和綠色發展的債券、股票等權重，提高綠色指數中長期回報，增強香港金融市場的綠色「含金量」。

其三，從監管激勵、政策扶持、財稅減免及其他配套政策層面給予一定傾斜，證券、銀行等監管機構、公共部門密切配合，擴大綠色和可持續金融資助規模和範圍，細化綠色金融發展指引，支持和引導在港商業銀行、投資銀行、保險資管等提升綠色投資比重，構建可持續與綠色金融發展生態圈。（本文僅代表個人觀點）