

正確理解人民銀行貨幣政策

龐溟 經濟學博士、華興證券（香港）首席經濟學家兼首席策略分析師

財經評述

根據中國人民銀行的數據，1月人民幣貸款增加3.58萬億元（人民幣，下同），社會融資規模新增5.17萬億元，均創歷年同期新高且超出市場預期，顯示金融支持實體經濟力度增強，其中企業和居民中長期貸款明顯增加，而企業短期貸款和票據融資偏弱。

另一方面，廣義貨幣（M2）和社融存量分別同比增長9.4%和13%，分別比上月回落0.7個百分點和0.3個百分點，顯示貨幣政策逐漸回歸常態，貨幣和社融增速逐漸同名義經濟增速基本匹配，着重處理好恢復經濟和防範風險的關係。

緊平衡或成階段性常態

此外，人行從2月4日開始重啟和連續進行7天期和14天期逆回購操作。人行近期在公開市場對短期資金的投放從整體上看屬於縮量操作，背後的流動性調控更為靈活適度，更多地體現了貨幣政策正常化大背景下的流動性投放邊際收緊、結構性信用政策調整和廣義流動性掣點，目的是信貸投放和利率變化與經濟復甦節奏相匹配，既進一步降低實體經濟融資成本，又

努力避免套利和資源錯配問題。

考慮到對房地產融資、地方債融資和影子銀行融資的收緊，寬信用環境已經接近尾聲，緊平衡可能在一段時期內成為常態。

年頭的信貸和社融投放往往會呈現較強的季節性特徵，後續需要結合增長修復情況、社融及信貸的可持續性來綜合判斷政策的態勢。央行後續邊際退出流動性的時間窗口的具體操作值得關注。

筆者認為，人行將繼續靈活把握貨幣政策的力度、節奏、結構和重點，繼續通過中長期大規模的流動性操作來支持寬信用的結構性特徵和全年的中性信用環境，繼續堅持以適度貨幣增長支持經濟持續恢復和高質量發展，繼續在保持正常貨幣政策空間的可持續性和有力支持實體經濟的同時處理好恢復經濟和防範風險的關係。

財策料與增長節奏適配

筆者預計，2021年宏觀調控政策將繼續保持連續性、穩定性和可持續性，繼續實施積極的財政政策和穩健的貨幣政策，更加與經濟增長節奏和復甦形態相適應，保

持對經濟恢復的必要支持力度。

當前內地經濟逐漸修復，全年GDP能夠實現正增長，大規模刺激性政策托底經濟的必要性已經下降，宏觀政策的取向逐漸向防風險、穩槓桿轉移，貨幣政策已經逐漸回歸常態，預計將堅持穩健的總體取向，堅持「穩字當頭」，靈活調整、操作精準、量價合適、合理適度，流動性投放邊際收緊，逐步退出階段性寬鬆，並綜合考慮和權衡通脹、就業、匯率等貨幣政策多目標的動態均衡，健全完善現代貨幣政策框架、貨幣供應調控機制與市場化利率形成和傳導機制。

政策工具助流動性充裕

筆者認為貨幣政策將更多地通過綜合運用存款準備金率、再貸款、再貼現、MLF、公開市場操作等多種政策工具特別是數量工具來保持流動性合理充裕。針對減稅降費、穩定就業、保市場主體、保障基本民生等政策，結構性貨幣政策工具體系也將圍繞供給側結構性改革的主線，通過精準滴灌來加大對重點領域和薄弱環節的金融支持。

筆者建議，應該重點關注和確保的是廣義貨幣供應量M2和社會融資規模增速同反映潛在產出的名義國內生產總值增速基本匹配，綜合考慮名義經濟增速、潛在產出和經濟增速目標，跨越經濟周期穩住貨幣總量。也就是說：

需建多元宏觀管理指標

第一、應當同時監測與調控廣義貨幣供應量和社會融資規模增速兩個總量指標，完整、全面監測和分析整體社會融資狀況，在防範、控制化解風險的同時，繼續保持金融部門對實體經濟的資金支持，同時能和確定財政支出目標相呼應；第二、貨幣供應量和社融規模增幅所匹配的應當是名義經濟增速這一相對目標，而非絕對目標和具體數量型目標，應當在底線管理的目標前提下，建立多元化的宏觀經濟管理指標，把握好貨幣政策的時度效和相機抉擇。

第三、「基本匹配」不能解讀為完全一致、相等、釘住，應當綜合考慮基數效應、經濟恢復基礎尚不牢固和疫情不確定性的影響，通過設置必要的、合理的、科

學的、較為穩定的政策目標區間給各方提供預期，同時保持貨幣政策的彈性、韌性和靈活性。

第四、要從中長期的視角來理解「匹配」，也就是應當堅持關注經濟的長期增長趨勢，通過跨周期設計貨幣政策來保持總量的適度與平衡，支持經濟向潛在產出回歸。

「基本匹配」非完全一致

第五、在分析名義經濟增速時應參照和考慮的是「反映潛在產出的名義國內生產總值增速」，要在納入GDP平減指數影響的同時剔除短期衝擊、「基數幻覺」等造成的扭曲因素，體現逆周期調節原則，抓住機遇建立和完善多元目標、相機抉擇、多種規則的現代貨幣政策框架。

內地經濟逐步向潛在增長恢復，內生動力增強、穩中向好、長期向好的趨勢沒有改變，不會出現經濟過熱或過冷導致大幅通脹或典型通縮的情況，產出缺口較快彌合也有助於對內保持物價穩定，對外保持人民幣匯率在合理均衡水平上基本穩定，最終實現「保持貨幣幣值的穩定，並以此促進經濟增長」的貨幣政策的最終目標。

復甦有望 市場擔憂猶存

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

「大灣區青年就業計劃」締造三贏

史立德 香港中華廠商聯合會會長

美國上個月零售銷售好於預期，創7個月來最大升幅，給投資者帶來信心。恐慌指數VIX已經從去年高位85.47回落，並逐漸在20至40的相對低位運行，即使2月初曾逼近區間阻力，現在又跌至20水平附近，儘管本周已經連續上漲兩日。不過，值得留意目前還是未能回到疫情前10至20的運行區間，說明了大家對於疫情以至疫情對經濟打擊的擔憂，並未完全減退。



● 近期恐慌指數雖從高位回落，但未回到疫情前運行區間，說明市場擔憂尚未完全減退。

資料圖片

正因此，一如美聯儲會議記錄顯示，現有貨幣政策將持續一段時間，暫時看不到有需要撤回相關量化寬鬆措施的條件。寬鬆環境下，恐怕美匯指數反彈空間有限，尤其是94附近阻力不小，無法太過樂觀，儘管美匯指數近日在企穩90水平的基礎上，升穿50日線，周三更是高見91.056，最終收漲0.49%至90.951。

美匯反彈空間或有限

另一方面，市場上陸續有聲音認為，經濟有望復甦，之後便是通脹重臨云云，而相對來說，美國比歐洲較有條件如此，美債息持續走高

給資產價格帶來壓力。雖然周三10年期美債收益率先高見1.331%，最終重新回到1.3%水平之下，但相信未來仍是要關注的風險之一。

金價或下試1700支持位

如此一來，非美貨幣面對壓力。歐元隔夜跌穿10日和20日線，低見1.2023，現又將再次考驗百日線支持。英鎊周三也回吐漲幅，但並沒有撼動50日線的支持，眼看1.4一線近在眼前。

同樣面對壓力的有黃金。金價從周二開始就跌破1,800美元，隔夜更是低見1,769.6美元，上方阻力較大，現在距離去年11月低位非常接

近。後市仍要密切關注疫情發展和經濟復甦的情況，金價仍有下行空間，若跌破去年11月低位，金價甚至不排除下探1,700的支持。

白銀需求改善前景仍存

白銀倒是維持升勢，並沒有受到這幾日黃金回落的影響，並有50日線的支持。主要還是需求前景改善，給白銀帶來有力的支持，只是30美元一線仍然是短期阻力，但要突破並不是不可能。當然，投資者都在等待拜登政府的紓困計劃，對其充滿期待。

美聯儲會議記錄顯示，現有貨幣政策將持續一段時間，暫時看不到

有需要撤回相關量化寬鬆措施的條件。這些還是給黃金帶來支持。

中東局勢緊油價料續升

另一邊廂，近期受到嚴寒天氣影響，油價供應端擔憂增加，加上中東局勢緊張，油價延續升勢，紐油升至2020年1月以來最高，周三再升1.82%至61.14美元，從年初至今已經反彈了逾2.5%，周四本港時間早上更是突破62美元。供應端的影響或在短期繼續影響油價。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人及／或本人之聯繫人並無持有所述股份；本人所管理基金持有美股及港股。）

疫情及RTC技術造就Clubhouse竄起

羅珏瑜 華坊諮詢評估執行董事

去年五月，一個名不見經傳的社交軟體Clubhouse悄然在Apple AppStore上架，在其官網還未準備好時，已悄然完成了1,200萬美元的A輪融資，縱然當時只有5,000個用戶，旋即躋身市值達1億美元的獨角獸行列，每個用戶的價值達2萬美元。（facebook每個用戶價值約293美元，Snap每個用戶價值約86美元，Twitter每個用戶的價值約為74美元。）

當時，Clubhouse的早期用戶風投界的名人Josh Felsler說過：「此公司要麼在七月關門大吉，要麼成為社交媒體中的巨擘。」

就在Clubhouse誕生後，一場世紀疫情讓其聲名大噪，一些早期用戶每天的使用時間更長達8至12小時。究竟Clubhouse是啥？這是一個支援語音的社交平台，與線上收聽或收看的直播、串流的程式不同，該平台的使用者可在軟體內開設用於公開或私密的「房間」裏，透過語音聊天，沒有文字，沒有影像，是少數（甚至可能是唯一）用戶不需要透過屏幕來操作的社交平台，參加者可以在房間按主題暢所欲言，而「房間」內設三種權限，分別為決定誰來發言的主持人、參與對話的嘉賓和可以通

過「舉手」申請發言權的聽眾。

疫情催旺RTC需求

這平台有兩大特色：第一是暫時只發布了蘋果的IOS版（不過據報很快就會開始開發Android的應用程式）；其二是該軟體是採用邀請註冊制，註冊使用者最開始擁有兩個邀請名額，後來增至五個邀請名額，與2004年的Gmail和2011年正式上線的知乎很類似。截至2020年12月，Clubhouse的用戶已有60萬註冊用戶，更於今年一月，Andreessen Horowitz以十億美元的估值入股後而名聲大振。

Clubhouse屬社交媒體中「網絡實時通訊」（Real-Time Communications，RTC）類別，即透過視頻或音頻於網絡提供低延遲、高清流暢而又安全互動、實時的通訊服務，由於疫情關係，不少行業都需要透過RTC技術，將線下的業務搬到線上，因而締造大量RTC技術需求。

此技術在軟體開發界仍是藍海狀態，因疫情加速其應用層面，如教育、營銷等重視溝通模式的行業，相信亦是這技術令Clubhouse受到廣泛投資者青睞的原因。（節錄）

內地經濟強韌 牛年股市續吸睛

甘卓亨 施羅德投資亞洲（日本除外）股票產品管理主管

國將在2021年錄得9%的經濟增長。由於刺激經濟措施效果滯後，加上2020年第一季度經濟急速下滑讓用作對比的基數處於低位，因此今年第一季度有可能較去年同期錄得高至15%至20%的增長。展望將來，施羅德投資的經濟分析團隊預料中國經濟增長將在2022年轉趨約5.5%的較正常水平。

金融市場一直在都密切注視這股經濟動力：據MSCI中國指數計算，中國股票市場2020年錄得近30%的增長，而2021年至今的升幅亦已超過15%（資料來源：截至2021年2月9日之Refinitiv數據）。

現時，內地股票市場在環球投資者的持倉比例當中仍然處於較低水平，加上估值相對其他國際市場而言較為合理，該市場或可在2021年內吸引更多資金流入。隨着國際投資者在該市場作長線部署的意慾日漸濃厚，內地A股市場應可持續吸引市場的目光。

電商板塊長線可關注

投資者進取地買入一眾「封城贏家」，當中包括電子商貿、線上遊戲、保健、雲計算及科技等行業。由於疫情加快了消費模式的變化，這些行業的盈利得以從中受惠。

從行業角度來看，我們相信上述能夠從內地長遠增長趨勢中受惠的板塊將繼續跑贏大市。由於在家工作的情況於2021年內仍將持續，相信科技硬件將是其中一個可以受惠的行業。

上述趨勢正在帶動科技硬件（包括網絡）方面的需求，但供應方面卻未見明顯的增長。我們相信，供求落差意味着這個行業的邊際利潤前景應該不俗。

至於其他行業方面，我們認為包括工業自動化、電動汽車及元件，以及供應鏈本地化在內的行業應有望在國際貿易摩擦的大環境下看高一線。

不過，全球經濟在疫苗進展順利的情况下將迎來更廣泛的復甦，並有望對現時估值仍較增長行業為低的周期性行業起到提振作用。隨着接種疫苗計劃逐步推進，世界各地的新冠病毒確證數字將有所回落，並為貿易回復正常打下強心針，相信將可為上述行業提供上升動力。

（節錄）

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。