

中國經濟迎開門紅 貨幣政策將逐步回歸正常

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，雖然3月新增社融和M2等金融數據低於市場預期，但3月新增信貸（尤其是企業中長期貸款）仍強勁增長，穩定市場預期。同時，一季度經濟數據顯示，中國經濟運行穩中向好，港股市場有所反彈。回顧上周行情，恒生指數上漲0.94%，收於28,970點，國企指數上漲0.46%，收於11,028點，恒生科技指數下跌0.89%，收於8,232點，港股日均成交金額為1,419億港元，較前周下跌28.33%。行業板塊方面，上周各行業板塊漲跌互現。其中，能源業上漲5.01%，表現最好，主要是受益於國際油價上行；原材料業上漲2.14%，非必需消費業上漲1.63%，表現均好於大盤；估值較高的資訊科技業下跌0.62%，表現最不理想，主要是受市場預期、國家將加大反壟斷案件查辦力度等因素影響；金融業下跌0.15%。

內地全年GDP增速料逾8%

2021年一季度GDP同比增長18.3%，比2019年一季度增長10.3%，兩年平均增長

5%，略低於市場預期，但中國經濟增速在世界主要經濟體中名列前茅。一季度，工業生產保持較強增長態勢，服務業穩步恢復，地產投資和銷售韌性仍在，基建投資穩步回升，消費改善好於預期，外需表現仍然強勁，失業率下降，但製造業投資仍然偏弱。一季度，社會消費品零售總額同比增長33.9%，環比增長1.86%，兩年平均增長4.2%；工業增加值同比增長24.5%，環比增長2.01%，兩年平均增長6.8%；基礎設施投資同比增長29.7%，兩年平均增長2.3%，製造業投資同比增長29.8%，兩年平均下降2%，房地產開發投資同比增長25.6%，兩年平均增長7.6%；3月全國城鎮調查失業率為5.3%，比2月份下降0.2個百分點，比上年同期下降0.6個百分點。隨着新冠疫苗推廣進程加快，2021年全球經濟有望迎來V形復甦。全球經濟復甦共振下，2021年中國經濟復甦態勢將進一步鞏固，預計居民收入、信心、商業活動和社交活動將持續恢復，消費和商業投資均有進一步回升空間，出口保持快速增長。預計2021年全年GDP增速將超過8%。

3月，部分金融數據有所回落，但3月新增信貸好於市場預期，反映實體經濟融資需求較為旺盛以及房地產市場具有較大韌性。3月社會融資規模增量為3.34萬億元（人民幣，下同），同比少增1.84萬億元，主要是受非標融資的下降和債券融資的同比少增等因素影響。3月末社會融資規模存量同比增長12.3%，增速比2月低1個百分點，增速比上年同期高0.8個百分點。3月份新增人民幣貸款增加2.73萬億元，高基數下比去年同期少增1,200億元，好於市場預期。從結構看，人民幣貸款增加主要體現在居民和企業部門的中長期貸款。3月企業部門貸款增加1.6萬億元，其中中長期貸款增加1.33萬億元，同比多增3,657億元。企業中長期信貸需求強勁表明，企業經營者對未來經濟走勢比較樂觀。3月住戶貸款增加1.15萬億元，其中中長期貸款增加6,239億元，同比多增1,501億元。住戶中長期貸款上升反映了當前房地產信貸調控並沒有對居民按揭貸款構成較大的衝擊，房地產市場韌性仍在。3月M2同比增長9.4%，增速比2

月低0.7個百分點。

港股投資者情緒趨謹慎

未來幾個月，隨着經濟復甦的成效更加均衡和全面，主要金融數據增速可能會繼續放緩，貨幣政策將逐步回歸正常，但也不具備大幅收緊條件，因地方政府、部分國企和中小企業財務壓力仍較大，信用違約風險仍需防範和化解，局部失業風險依然存在，地緣政治的走向還存在較大不確定性。上周，國務院公布了《關於進一步深化預算管理制度改革的意見》，要求對地方融資平台公司進行清理規範，對失去清償能力的要依法實施破產重組或清算，釋放出防範化解地方政府隱性債務風險的積極信號。近期，地緣政治風險發酵導致市場避險情緒有所上升，人民幣匯率有所波動。如果大國博弈持續加劇，或將觸發全球金融系統脆弱性，導致高槓桿、高估值的全球資本市場劇烈波動。筆者認為，為支持實體經濟融資，防範化解金融風險和應對地緣政治挑戰，需要保持貨幣供應量和社會融資規模合理增長。建議關

注近期將召開的政治局會議。

近期，歐美股市表現強勁，但A股及港股表現相對落後，主要反映了市場對於中美經濟增長差異縮小、內地貨幣政策變化以及地緣政治風險上升等預期。經濟增長方面，目前市場預測2021年美國GDP增長率將超過6%，與中國經濟增速的差距正在縮小。貨幣政策方面，美聯儲不斷向市場釋放明確的鴿派信號：通脹短暫回升不會改變其寬鬆貨幣政策立場；內地的貨幣政策將逐步回歸正常。在地緣政治風險持續發酵的背景之下，香港市場投資者的情緒趨於謹慎，市場風險偏好有所下行，但歐美市場投資者並沒有太多擔憂。近期人民幣匯率變化，在一定程度上也反映了市場對中美經濟表現以及中美政策不確定性的預期調整。過去16年人民幣匯率變動歷史表明，當人民幣（預期）較大波動時，恒生指數大概率會大幅度漲跌。

（本文有刪節）

（本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。）

經濟復甦可期 風險胃納增加

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

“ 疫情擔憂回落，投資者把目光聚焦在經濟復甦的進程上。美國經濟數據強勁，近期公布包括零售銷售和就業等方面，反映經濟不斷改善。投資者信心也正在增加，市場情緒明顯好轉，恐慌指數VIX已經跌回以前的運行區間，連續下跌四周，現在有機會下試15水平。美國股市向好，尤其是科技股，經過之前調整後，現在轉為表現強勁，成為大市的領頭羊，投資者對其興趣重燃，本周要關注科技藍籌股業績表現。

的確，美匯指數和美債息率方面，進入4月開始，便不斷由近期高位回落。美匯指數連續下跌五日，已經回落兩周，考驗50日線，創下四周低位，短線或還有調整，但90水平支持有力。十年期美國國債息率連續下跌兩周，運行至1.6%水平下方。但即使是數據樂觀，央行還是不鬆口，美聯儲等主要央行繼續維持現有的寬鬆政策。

澳元紐元動能增強

匯市方面，受惠風險胃納回升，澳元連續上漲兩周。澳元在離開圍繞百日線震盪之後，動能增加，現在升至50日線，短線阻力在0.8水平，如果有更多經濟數據顯示修復強勁，澳元突破的機會不低。紐元也同樣增強動能，連漲三周，升1.55%。紐央行選擇按兵不動，紐元經過3月調整後，現在嘗試回到之前的升勢。歐元已經反彈兩周，重上50日線，疫情擔憂舒緩，周內關注歐央行

會議，很大機會無甚新意。隨着美匯指數連續回落，給商品行情帶來支持。紐油原本圍繞60美元上落，作出一番調整，但上周開始，終於跳出了現有的窄幅區間，尤其是上周三，上行動能明顯增加，連續上漲四日後，上周五回落0.52%至63.13美元，最終漲幅也有6.42%，不過，65美元是短線的阻力。近期公布的經濟數據樂觀，需求端擔憂緩和，但想要進一步突破，還需新的利好刺激。銅價亦連漲兩周，銅鋁開始只是圍繞9,000美元窄幅震盪，調整空間還是有限，能夠守住50日線，周一一度連漲三日，周五回吐部分漲幅，仍錄得連漲兩周，上周升3.19%。升勢不至於破壞，但要站上一萬美元關口，現在動能是不足夠的，需求前景還要確認。

金價上漲空間或有限

相比之下，雖然金價上漲兩周，但似乎升幅相當有限，只是貴金屬繼續



● 美國股市向好，尤其是科技股經過之前調整後，現在表現強勁，成為大市的領頭羊。

反彈的勢頭存在。是的，金價表現疲弱，直到4月才開始有所反彈，現在連續上漲兩周，或多或少是美元和美債息的下跌給金價帶來支持。現貨金已經重新站上50日線，突破了之前的窄幅波動，上周五更是高見1,783.9美元，現在開始向1,800美元上攻。但是仍要密切留意經濟修復情況，投資者對於任何央行政策變動的訊息都很敏感，如果比預期更早收水，金價必然面對壓力。短線金價或能再反彈，但上漲空間或有限。其他貴金屬方面，白銀或有進一步上行，畢竟白銀跟隨黃金反彈，同樣上漲兩周，上周五一度升穿50日線，但始終

陷於區間上落。期待工業需求修復下，白銀可以能夠進一步走高，甚至突破30美元的阻力。鎊金在三日連跌後，又反彈三日，重回1,200美元水平，但結束兩周連陽，上周僅收跌0.05%。圍繞1,200美元上落的鎊金不至於跌破上行趨勢，但1,300美元是短線阻力。鉑金在圍繞2,600美元震盪後，上行動能增加，上周漲幅擴大至5.26%，收在2,774.7美元，突破2,800美元應該不難，更多漲幅可期。

（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。）

內地消費仍有待進一步釋放

艾西亞 法國外貿銀行全球市場研究亞太區首席經濟學家

2021年，內地經濟增長以強勢開局，首季GDP同比增速高達18.3%。這一數字受到去年較低的基數效應加持。因此，儘管經濟增速傲人，市場更加關心的是這一數字的背後（尤其是剔除基數效應之後），究竟反映了怎樣的信息？

要回答這一問題，可以觀測內地的GDP環比增速。經過季節調整之後，2021年首季相較2020年第四季度的GDP增長率為0.6%，而疫情之前（2017至2019年）經季節性調整後的第一季度平均增長約在1.8%至1.9%之間。所以，今年首季的環比增速其實是偏低的。環

比增長放緩的其中一個原因可能是春節前部分地區疫情小規模爆發，政府施加了一定的限制措施。不過，過度解讀環比數字可能也不合適，畢竟其背後可能還有其他因素的影響。但是，這至少表明，內地經濟快速復甦的過程中，仍存在一定的不確定性。從目前來看，內地的商業情緒依舊樂觀，過去三個月製造業和非製造業PMI都保持在50以上，3月更是出現了明顯提升。

消費傾向尚未完全恢復

內需方面，年初至一季度的零售消

費同比大幅增加33.9%。如果仔細分析月度環比變化（即排除去年基數效應的影響），可見受局部的疫情爆發以及防控措施收緊的影響，1月份的零售消費有所下降，但是隨着政府有效遏制新冠病毒蔓延，零售消費的狀況明顯好轉，2月和3月零售額環比增長分別恢復至1.45%和1.75%。儘管消費的整體趨勢向好，但就居民的消費傾向而言，尚未恢復至疫情前的水平。2021年一季度，內地居民的家庭平均消費傾向為61.4%，而在2019年一季度則是65.2%。這也意味着，內地的消費增長仍然有待進一步釋

放潛力。與零售消費相比，固定資產投資過去三個月的環比增速較為穩定，從1月份的1.15%上升至3月的1.51%。截至首季末，固定資產投資同比增長25.6%。從分產業的角度來看，從年初到首季末，製造業投資同比增速為29.8%，這與過去三個月內生產者價格攀升是吻合的。房地產投資在首季末同比增長為25.6%，雖然略低於製造業投資，但考慮到房地產投資去年的基數效應相對較小，仍不失為內地經濟強勁恢復的支柱之一。（節錄）

綠色轉型下加強環境風險管理的建議

陳林龍 香港中國金融協會副主席、中國光大銀行香港分行行長

近年，氣候變化問題備受國際金融市場關注，綠色發展已漸成社會共識，中外金融機構亦響應號召，以環境、社會和治理（ESG）宏觀理念為基礎，推動金融機構從內部政策、戰略規劃、業務發展、自身營運、科技系統等方面實行綠色轉型。而國家於去年公布「十四五」規劃，進一步勾勒出「十四五」時期生態環境保護工作的路線圖，更於今年全國兩會上提出爭取2030年及2060年前分別實現「碳达峰」及「碳中和」（「30/60目標」），進一步厚植綠色金融發展的肥沃土壤。但需要留意的是，在綠色經濟發展過程中，氣候相關風險對銀行等金融機構的影響愈趨明顯，意味着業務發展的重點領域將面臨調整；金融機構需與時俱進加強氣候環境風險管理，並持續提升自身應對氣候變化問

題的能力，樹立負責任的金融機構形象。建議監管機構及金融機構可從以下五方面着手加強環境風險管理：

（一）探索完善統一的綠色金融標準

建議監管機構一方面圍繞「碳达峰」和「碳中和」目標，根據實際情況，制定統一的、具一定前瞻性的綠色金融標準，包括綠色金融的界定及分類、綠色信貸標準、綠色產業目錄等，為金融機構推動綠色金融發展、實施有效環境風險管控提供基礎和依據；另一方面積極加強綠色金融國際交流合作，推動建立國際統一標準，爭取實現全球生態文明。

（二）將環境風險管理納入銀行風險管理體系

建議監管機構加大頂層設計，出於統一的環境風險管理指導意見，明確環境風險的定義、覆蓋行業範圍、關鍵指標系數

等，並訂立有關環境風險分析、訊息披露、緩解措施等監管要求，幫助銀行建立全面風險管理體系，將環境風險管理要求納入內部管理政策流程，通過風險識別、審慎評估、動態監控等方式，有效管理相關風險。

（三）重視環境風險管理中的資本分配問題

銀行在管理環境風險時，需重點關注可能導致的損失，以及如何有效緩解有關風險的問題，並提前合理分配資本。建議銀行根據審慎風險管理原則，額外撥出一部分資本，以覆蓋因環境風險影響而產生的損失。初期可考慮採用「系數法」，即在銀行的整體風險敞口中，設定一個比例來確定其對應的資本金。該系數可根據銀行環境風險管理的水平和成效進行調整，管理較好的銀行

可適當降低有關比例。

（四）善用政府力量提升環境風險管理水平

銀行可借助政府支持實現有效管理「轉型風險」所衍生的環境風險：一是利用中央銀行的再貸款政策，對綠色信貸、綠色債券、綠色基金、綠色產業投資等，給予一定的傾斜；二是實行「獎優罰劣」，即適當降低綠色資產的風險權重，並提高褐色資產的風險權重；三是通過出台特別的財政稅收政策給予金融機構一些支持，如對銀行提供稅務減免等政策優惠。

（五）建立大數據管理的環境氣候訊息平台

目前大部分國家都沒有對企業或金融機構提出披露氣候環境相關數據的強制性要求，故此建議金融監管機構牽頭推動建立一個開放式的環境氣候風險相關數據訊息平台，為環境風險管理提供更準確有效的

指導。通過氣候環境相關訊息共享、「碳交易」的推廣，逐步構建有利於推進「碳中和」目標，並提升環境風險約束的社會環境。

構建科學完善的環境風險管理體系，是一個長期的、持續的、宏觀與微觀結合的系統工程，需要社會各方積極配合，充分調動所有市場參與者的能力和資源，並與國際研究和實踐進程充分接軌，從戰略、政策、標準、規劃等方面共同發力，通過加強和推進環境風險管理能力，從而更好的推廣和踐行綠色金融，實現金融機構的ESG目標，助力國家「30/60目標」早日實現。

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。