

從穩信用到穩增長 需更重視促進消費

龐溟 經濟學博士、經濟學家

9月13日，中國人民銀行公布9月份社會融資與信貸數據。8月社會融資規模為24,300億元(人民幣，下同)，高於市場一致預期的20,366.7億元，但同比仍少增5,571億元；社融存量增速為10.5%左右，相較7月的10.7%進一步回落。

支撐社融的主要因素是委託貸款和表外票據超預期。其中，8月專項金融工具加快落地尤其是政策性銀行工具加大投入，使委託貸款增加1,755億元，同比顯著多增1,578億元。另一方面，新增專項債發行前置，導致政府債券與企業債券同比少增，拖累了社融增速。

內房回暖 社融增速料有支撐

今年5月，國務院要求「抓緊完成今年專項債券發行使用任務，加快今年已下達的3.45萬億元專項債券發行使用進度，在6月底前基本發行完畢，力爭在8月底前基本使用完畢。」今年以來，中國人民銀行先後創設1,000億元再貸款投放交通物流領域、2,000億元科技創新再貸款、400億元普惠養

老再貸款、1,000億元煤炭清潔高效利用專項再貸款，並集中在下半年投放。截至8月底，已累計發行專項債券3.52萬億元，基本用完項目建設類額度，進度相比往年大大提前，專項金融工具、政策性銀行新增貸款和再貸款工具也已集中投放，使8月政府債券和企業債券同比分別少增6,693億元和3,501億元。

筆者認為，已經連續兩個月份回落的社融增速並未開啟快速下行趨勢。考慮到結構性貨幣政策工具的應用、房地產市場復甦後房地產融資需求的回暖，以及專項金融工具、政策性銀行新增貸款和再貸款工具等在未來的集中投放，未來幾個月社融增速有望受堅實支撐，呈現2019年下半年將近半年的在10.5%左右水平築底的態勢。

居民貸款弱 企業貸款強

8月貸款數據主要呈現「居民貸款弱，企業貸款強」的特點。近期高層密集表態「因城施策用足用好政策工具箱，壓實地方政府責任，保交樓、穩民生」，「允許地方『一

城一策』靈活運用信貸等政策」，「保障房地產合理融資需求，合理支持剛性和改善性住房需求」。但房地產銷售同比仍未充分反彈，拖累8月居民中長期貸款新增2,658億元，同比少增1,601億元，說明對居民中長期貸款改善和房地產行業投資增長拐點的到來仍需保持耐心。

8月企業中長期貸款增加7,353億元，同比多增2,138億元，與政策性開發性金融工具逐步落地、帶動基建投資和企業中長期貸款有關。與此同時，企業短期貸款和票據融資同比分別多增1,028億元和少增1,222億元，表明實體信貸需求逐步修復，監管繼續引導銀行優化信貸結構，壓降票據融資取得一定成效。預計支撐後續企業信貸增長的主要因素仍為基建投資及其帶動的配套融資增長。

增消費擴投資舉措能用盡用

從總量上和結構上看，8月社融和信貸數據反映了政策性銀行工具集中投放、開發項目投資加大力度的影響。但在筆者看來，政

府債券和企業債券少增已經開始拖累社會融資增長，且市場主體內生地擴張引用的意願和能力仍較弱。

日前召開的國務院專題會議也強調，「穩經濟要靠市場主體」，要在紓困保市場主體的同時，針對有效需求不足的突出矛盾，促進消費恢復成為主推動力，更大力度擴有效投資，為市場主體創造需求、提振信心，要繼續出台增消費擴投資等階段性政策舉措，能用盡用、快出快落地。

其他宏觀數據表明，CPI通脹仍屬溫和可控，對貨幣政策工具箱的相輔相成空間以及貨幣政策和財政政策、產業政策的配合空間來說是好消息。但是，考慮到在目前經濟面臨的「需求收縮、供給衝擊、預期轉弱」三重壓力中需求疲軟問題最為突出。未來政策端應重視擴大和支持社會有效需求，貨幣政策更多地要配合財政政策和產業政策，政策工具要接續發力、放大效用，着力以消費和投資拉動需求，有效彌補需求不足問題。

目前資金面供給端較為寬鬆，需求端仍較弱以及前期利率中樞下行，疊加穩增長政策

要求，貨幣政策在總量上進一步寬鬆的空間已經較為有限。應注重繼續疏通結構性工具傳導機制、切實保證前期政策落地生效，繼續呵護經濟平穩復甦和信心修復，繼續防止資金空轉脫實向虛，繼續守住不發生系統性風險底線。

貨幣政策再放寬空間有限

目前政策重點應繼續聚焦於打通從「寬貨幣」到「寬信用」的傳導鏈條，保持貨幣信貸平穩適度增長，筆者預計MLF利率在短期內將保持穩定。為激活實體貸款需求，確保市場情緒穩定、經濟修復斜率穩定，更重要的應當是通過發揮貸款市場報價利率改革效能和指導作用、建立好存款利率市場化調整機制，引導LPR逐步下行，進一步降低對實體經濟貸款利率和企業綜合融資成本。同時也可以優化和改善對銀行的考核，引導金融機構對實體經濟的貸款投放，加大各項再貸款、普惠小微貸款支持工具、碳減排支持工具等結構性貨幣政策工具的使用力度，推動信貸總量增長，優化信貸結構。

美國遏通脹不手軟 資產價無一倖免

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

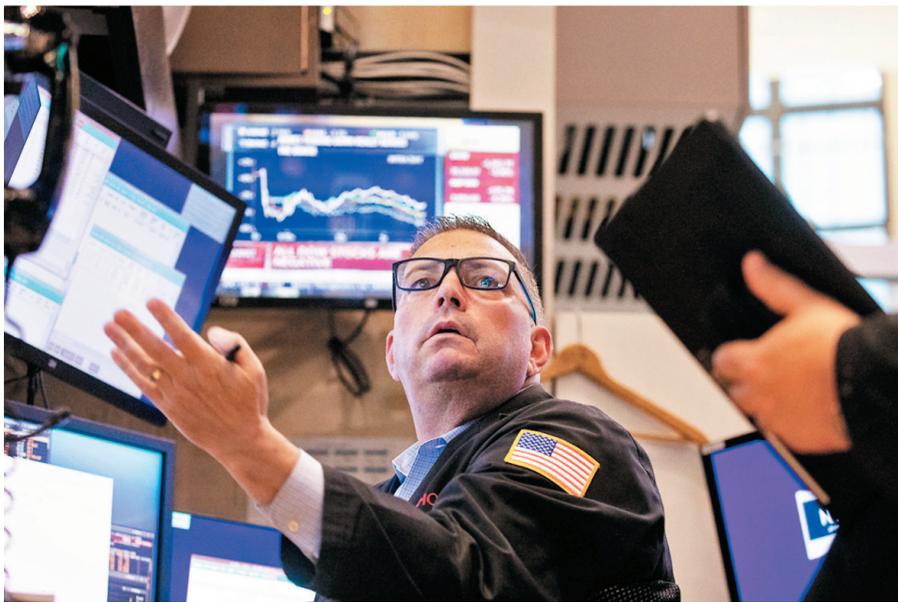
美國最新通脹數據高於外界預期，市場人士立即嘩然，對於美國聯儲局在即將召開的議事會議上，究竟應該加息多少，評估立時有很大分別。是的，原本已是加息四分之三的概率較高，半厘的概率略低，如今變成四分之三繼續是主流，但另一個可能性是加息一厘。

如此說來，外界的想法，跟一兩個月以來的有重大分別。顯然，投資者已完全接收了美聯儲主席鮑威爾的訊息，清楚得很，就是美聯儲在打擊通脹一事上絕不手軟，在所不惜。如此一來，一眾風險資產回落，債息向上，美股下挫，油金俱跌，基本上是無一倖免。加息環境下，無風險利率趨升，資產價格勢必受壓向下。一眾風險資產相繼跌價，一點不意外。

押注波幅 勝過押注資產

目前而言，可以維持一個中線的策略，押注於資產價格的波幅上升，而不是直接押注於資產價格本身。始終，加息與退市縮表等收水舉措一齊來，一定會壓抑資產價格，但過程卻不是一氣呵成，故此才有當中的波幅變化，把握好的是機會，把握不好的是風險。畢竟，此時此刻，方向並非關鍵所在，因為個別日子的升跌難料，反而是波幅好把握，因為肯定是擴大中。對於股指也好，對於其他資產類別也罷，波幅一樣趨升。

簡言之，只要美聯儲繼續大幅加息，以令外界認清，今次是重要的事，一定要認真處理，則資產減持的過程不會那麼快完成。分別只在於，有些投資者選擇快速了結，出清所有倉位，有些則逐漸減持，以配合美聯儲的真正步伐而已。



央行定調及解讀影響大市

值得一提，一直以來，在此多番解釋，在當今加息退市縮表的年代，復有地緣局勢不明朗，疫情影響猶在，多重因素之下，與其勉強估資產價格在某個特定時間的升跌，效果未必及得上把握資產價格波幅的升跌。事實上，兩者分別大得，尤其放在近期通脹預期的變化中，更是如此。既有經濟數據的估算與公布，又有外界的解讀，復有央行的官方定調，當中互

為因果，投資者固然要留意官方的說法，但官方何嘗不是留意投資者的反應，去作出最優反應？

值得留意，上述思維的重點是，只把握整個市場動態中最有價值博率，最可以把握的一環。同樣思維，應用在押注加息幅度，一樣可以。君不見大家爭論不停，早陣子尚在說50點子與75點子之爭，如今已經75點子與100點子之爭，重點是，事態一直發展，整個估計範圍波幅有沒有改變，取其重大變動之中，尚未明顯改變，

甚至始終穩如泰山的部分，不就相當明顯嗎？

是的，投資者隨着經濟數據忽高忽低，但央行大員不會如此作決定，反而要調節大家想法時，按上述大變中竟有不變者原則，選定75點子，作為期望管理的均衡點。

(權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

◆ 加息環境下，無風險利率趨升，資產價格勢必受壓向下。一眾風險資產相繼跌價，一點不意外。資料圖片

工展會反應熱烈 通關為經濟注活水

史立德 香港中華廠商聯合會會長

一連4日的「2022工展會購物節」於剛過去的星期一圓滿結束，總入場人次近6萬，總銷售額約6,000萬元，市民反應熱烈，亦為廠商會接下來兩大展覽活動「第9屆香港美食嘉年華」及「第56屆工展會」打下強心針，不過如果要真正復甦，只有盡快通關。

廠商會今年的「工展會購物節」是載譽歸來，汲取了去年的成功經驗和反饋，今次在規模、活動安排、產品種類、購物優惠、人流安排等方面，都盡善盡美，務求為市民提供一站式的購物娛樂體驗，讓市民能更愉快和盡情地購物。今次「工展會購物節」舉行的時間正值中秋節假期，會場內人頭湧湧，通道水洩不通。在購物節最後一日，一大早便有大批市民排隊，把握最後掃貨機會，場外更一度有近千名市民排隊等候入場。除了幫助市民掃平貨，我們亦希望可以協助參展商促銷，讓它們在疫情下緊抓本地內需商機，帶來一定程度收入，緩解經營壓力。

事實上，經過兩年多疫情的煎熬，不少企業的經營耐力已到極限。日前有連鎖餅店突然宣布全線結業，反映雖然市面似乎回復正常，市民的日常生活依舊，經濟其實仍有不少隱憂。

單靠內循環 難撐港經濟

香港地少人多，不過所謂人多，其實只有700多萬人口，絕不足夠負擔現時的經濟規模。因此，如果缺乏「外水」支持，經濟難言真正好轉。舉例說，在2018年，訪港旅客人數逾6,500萬的歷史新高，每月有500多萬遊客。反觀現時全球疫情有所紓緩，香港每月訪港旅客人數僅數萬人。要挽回有關差額，單靠內循環並不可能，唯有實現通關，才能真正做到。

落後大形勢 將失去優勢

無可否認，新一屆特區政府一直積極平衡抗疫與經濟。香港不能病死，也不能餓死，要實現兩者需要，並不容易。然而，國際大形勢是回復正常，當香港未能跟上，只會將過去幾代人辛苦經營的優勢拱手相讓。近年香港金融界的盛事香港金融科技周(FinTech Week)，雲集香港、內地與海外的監管機構、金融企業及創科公司等，吸引金融界的注目。香港在區內的競爭對手新加坡，今年特意將其金融科技節(FinTech Festival)的舉行日期，與香港FinTech Week重疊，用意明顯不過。

最後，即使由「3+4」的防疫安排，更改為「0+7」，仍然落後其他地方。期望特區政府在可行情況下，盡快恢復正常通關。

消費信心受壓 內地經濟復甦仍需時

瑞銀投資總監辦公室

近期亞洲公布的數據喜憂參半。令人欣慰的一面是，第二季總體企業獲利表現未如預期般差。中國超大型科技股的業績超預期受到市場關注，我們預計亞洲(日本除外)股票將在未來6個月取得高個位數回報。

電車及可再生能源前景仍俏

不過，中國經濟從疫情衝擊中復甦的步伐不盡如人意。嚴格的防疫措施繼續令消費者信心承壓，與此同時，房地產市場依然處於明顯的下行周期。中國政府已推出措施防範系統性風險，但政策力度還不足以提振房地產市場需求。

我們原本預計中國經濟將在第三季開始復甦，但目前看來可能需要更長的時間。

鑑於短期內未見潛在的催化因素，我們在亞洲策略中將中國股票從看好下調至中性，並預計該市場的表現將與整個地區一致。不過，我們繼續認為中國電動車供應鏈、可再生能源營運商以及支持中國產業升級和雙循環戰略的行業存在不錯的機會。

東南亞市場外商投資強勁

另一方面，東南亞國家聯盟(東盟, ASEAN)的表現相當亮眼。各國邊境重新開放帶動旅遊業持續復甦，創投和外商投資保持強勁，而且該地區已成為供應鏈從

中國轉移的主要承接地。北亞的地緣政治緊張局勢可能進一步促使投資轉向東盟地區。

我們看好新加坡不動產投資信託(REITs)，這是由於租金收入強勁增長，同時可作為良好的通脹對沖工具。東盟的銀行則將受益於短期政策利率上升。這兩類股都是我們看好的亞洲優質收入主題。此外，東盟新經濟主題(聚焦於領先的金融科技、數據中心和部分互聯網平台)在今年也頗具韌性(僅下跌3%)，主要得益於較強的企業執行力和優異的獲利表現。

本月，我們選戰術性上調台灣地區評級至看好，並繼續維持對韓國的不好看立

場，因前者在IT周期中處於更有利的位置。此外，我們將菲律賓上調至看好，並將漲幅已高的印尼下調至中性。

在股票以外，我們關注央行政策走向背離的貨幣。具體而言，我們預計澳元和新加坡幣兌人民幣將走升。此外，我們也相對於歐元和美元看好泰銖和印度盧比。

債券方面，我們看好存續期(久期)為5年的投資級債(包括韓國A/AA級債券、部分新加坡債券和亞洲AT1/T2資本債)，並繼續避開中國房企債券。

經濟和地緣政治複雜而交互影響的情勢預計將在一段時間內持續。我們建議投資者採取精選立場，在亞洲自下而上尋求機會。

新能源舊能源並非此消彼長

李簡 華坊諮詢評估有限公司財務分析師

烈日炎炎，今年的夏天較往年更為漫長酷熱。受高溫等因素的影響，亞洲、歐洲和北美經歷了大範圍的高溫天氣和由此引發的諸多災難，如乾旱、火災等。與此同時，俄烏衝突等國際環境不穩定的影響下，傳統能源供應面臨短缺困境。在此情境下，歐洲多國計劃重啟燃煤電廠，甚至放棄此前制定的氣候目標和減排承諾。

舊資源依然是能源保障

全球資本市場上對新舊能源的態度也依然

存在分歧。中國內地的新能源指數、光伏指數等從年初至今曾出現了較大幅度下調，而煤炭行業則維持正漲幅。在美國，巴菲特旗下的伯克希爾哈撒韋公司不斷買入西方石油，並開始拋售比亞迪。不難看出，在地區衝突及各國經濟不明朗的背景中，煤炭石油等舊資源依然是全球能源的保障。

當前全球新能源發展之路還存在不少的困難。首先，新能源如光電和水電受天氣變化的影響較大，以致能源產出的穩定性難以保證。以內地四川為例，在無極端天氣的情況

下，四川水電的生產穩居全國首位，但今年受極端高溫天氣的影響，四川多個水庫蓄水量逼近死水位。蓄水量的持續下降導致四川水電發電量也大幅下降，從而出現電力緊缺問題。

儲能成本高礙新能源運營

其次，新能源的利用效率仍需要優化。即便新能源的產出大幅提高，但由於缺乏完善的電網等措施，很多能源無法完全消納，存在供給需求錯配的問題。

此外，由於儲能成本過高，以及儲能技術不夠成熟等因素，新能源的運營收益也難以獲得保證。相較而言，傳統能源擁有穩定性強、不受天氣影響及易於儲存等優勢。因此，從中短期看，傳統能源的地位無法被新能源撼動，也會給各國的能源起到安全兜底作用。

最終目標避免能源危機

不過當下全球的高溫天氣本質即為此前碳排放超標帶來的負面結果。如果各國不加以

改善，未來的生存環境也將更加惡劣。長期來看，碳減排和碳中和仍是全球追求的方向，世界也會更迅速地擁抱新能源。我們也需要認識到新能源與舊能源並非簡單的一方被另一方單方面替代的關係，而是以改善能源危機困境及確保經濟社會正常運營的目標共同協作。新能源的發展之路依舊漫漫。

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。