

# 內地社融增速放緩 財策宜靠前發力提升質效

龐溟 經濟學博士、經濟學家

根據中國人民銀行發布的數據，2024年4月份單月內地社會融資（社融）規模減少1,987億元（人民幣，下同），同比少增1.4萬億元，單月社融自2005年10月後首次出現負增長情況，遠低於市場預期的正增長8,800億元至1萬億元的規模。

筆者認為，社融負增長背後的主要原因包括企業信貸和居民信貸擴張步伐放緩、企業未貼現匯票規模減少、政府債券和企業債券發行進度趨緩等。換言之，社融各主要分項都拖累了4月份的社融表現。但從長期看，社融規模將維持穩定增長勢頭。

## 社融維持穩定增長勢頭

信貸融資拖累社融存增量增速約0.13個百分點。4月份社融口徑人民幣貸款新增3,306億元，為2006年以來歷史同期極低水平（僅略高於2022年4月），同比少增1,125億元，反映出投向實體經濟的貸款少增。與信貸數據相勾稽，或受到金融業增加值核算優化調整、實體部門加槓桿需求偏弱、加大對資金空轉套利和手工補息的治理整頓等因素影響。但也必須看到，外幣貸款減少310億元，同比基本持平；非銀貸款、境外人民幣貸款分別新增2,607億元和1,259億元，同比分別多增473億元和633億元，回升趨勢均仍強於季節性。

與此同時，銀行承兌匯票開立總額同比增加近

4,000億元，但影子信貸規模減少4,250億元，同比多減3,310億元，主要由於表外單月未貼現的銀行承兌匯票減少4,486億元，同比縮減3,141億元，體現出表內票據衝量、表外票據融資驟降這一表外票據轉向表內的組合。

政府債與企業債發行節奏偏慢，拖累社融存增量增速約0.2個百分點。4月份政府債券融資淨減少984億元，較3月份和去年4月份分別大幅少增5,610億元和少增5,532億元，是4月份社融同比大幅多減的最主要單項拖累，背後體現出國債到期量較大、超長期特別國債尚未發行、地方專項債新增項目儲備不足發行節奏後移的接力空檔期。

此外，4月份企業信用債融資和股票融資新增規模分別低於500億元和300億元，同比分別少增2,447億元和807億元，各為2009年和2010年以來的歷史同期最低點，其平淡表現弱於高頻數據表徵。今年前四個月企業股債融資合計增加1.26萬億元，同比少增2,090億元，可以說，背後的主要原因是在防風險、化債務、強監管的政策主張下，城投新增融資困難、地產債發行承壓、A股IPO及再融資審批趨嚴等因素疊加所致。

## 多重因素影響融資規模

從上述分析中可以看出，新增社融出現負增長的原因主要是未貼現銀行承兌匯票的大幅減少和政府

債券融資的負增長，而這兩者既是技術性的，也是暫時性的。例如，未貼現銀行承兌匯票數據受季節性和行業特點影響，其波動性一直偏高，且與實體經濟的整體變化與長期趨勢之間的關聯度並不算強。

又如，在解釋政府債券融資的負增長時，不能忽視相當多的特殊因素，如去年增發國債的資金結轉至今年、國債到期總量偏高、政府債券融資進度降速、超長期國債發行仍蓄力未行等。2024年四季度增發的1萬億元國債所募集的資金大部分結轉於今年使用，使得當前資金需求較好地得到滿足、政府債券融資規模偏低。今年前四個月國債到期總額達3.15萬億元，較2023年同期多增7,278億元，其中4月單月到期額高達1.18萬億元，同比多增6,149億元。

## 片面追求規模思維須轉變

因此，前述因素導致的社融同比增速下滑和單月社融負增長，絕不能被簡單闡釋為實體經濟融資需求的下降。此外，4月末社會融資規模存量为489.93萬億元人民幣，同比增長8.3%，雖然增速比3月的8.7%進一步放緩0.4個百分點，但總體仍保持平穩增長，且增速仍明顯高於經濟增速，說明金融依然鑄定着服務實體經濟的主攻方向，找準了金融服務實體經濟的重點領域，並繼續有力有效支持

實體經濟健康發展。更為重要的是，如果要調結構、促改革、擠水分、歸本源，就要對增速放緩有更高的容忍度和接受度。中國人民銀行最新發布的一季度《貨幣政策執行報告》，強調「加大力度盤活存量金融資源，密切關注資金沉澱空轉等情況，促進提高資金使用效率」、「信貸增長已由供給約束轉化為需求約束」，要求調節好「貨幣供應總閘門」、「轉變片面追求規模的傳統思維」。

在筆者看來，在強調結構與效能、提高質量與效率、淡化規模與增長的背景下，不可忽視單月金融數據波動性有所提升的可能，但社會融資、貨幣信貸和金融業增加值的增長將更實，資金循環周轉和金融服務的效率將更高，盤活金融資源和抵禦金融風險的能力將更強。

## 發行超長期國債助社融增長

4月底的中央政治局會議提出「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」，財政部也已明確將於5月17日啟動發行2024年首次安排的超長期特別國債，期限分為20年、30年、50年三種。筆者預計，伴隨着超長期特別國債的發行啟動、政府債發行的放量提速，以及積極的財政政策靠前發力提升質效、穩健的貨幣政策靈活適度精準有效、宏觀政策加強協同配合，將對未來社融增速形成有力、有效、穩定的支撐。

# 通脹漸放緩 減息概率增

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

本周有大量經濟數據公布。本來，數據公布是例行公事，不應引起太大關注，但要留意的是，同樣的事情，放在不同年代，不同的時代背景，自然有不同效果。

比方說，目前美聯儲為首的歐美央行，在過去兩年力壓通脹之後，都希望靜觀其變，看看在接近甚至已經達到充分收緊下，央行盡量不額外給予貨幣政策收緊，能否成功控制通脹預期，讓通脹逐步回落至中長期目標2%這一水平。

對於去年下半年來說，大體上是取得成效的，只是今年初開始，又有一點反覆。如此這般，當然不是十分順利，而局方成員亦得承認，最終要令央行官員有信心被說服，通脹出現持續回落趨勢，而不用額外干預，需時可能比原定設想為長。

## 盡量避免「持續用藥」

但這又不等於通脹控制不了，情況就如生病了發燒，要服藥退燒，但也不只是服用退燒藥，還要看病情，有些人要服食抗生素，有些人三幾天便自行痊癒。顯然，當前的情況有些反覆，但總不能永無止境地不斷服食退燒藥，而事實上，不斷服藥下，即使體溫不高，也不等於正常。

如今央行官員的取態，說白了，就是上述如同平常人處理發燒一樣，最關鍵的用藥療程，例如抗生素部分已經完成，只剩下一些控制病徵的，就要容許身體自行重新適應和痊癒，而不是時刻用藥（加息），人為地製造正常體溫（通脹水平）。

早前不少人擔心重新需要加息，但央行明言此可能性甚低，其理亦在此。正因如此，



◆美聯儲主席鮑威爾明言加息是不太可能，這一點對投資者來說並不意外，並已經進一步解讀成為指向減息概率上升。短期而言，風險資產向上應是大方向所在。資料圖片

如今的數據有着比其他時期更為重要的意義，因為它們標誌着央行能否成功為經濟「退燒」。

## 美國CPI與PPI不一致

無論如何，本周二，美國公布生產物價指數（PPI），當中不論如何分而析之，整體也好，核心也好，扣除不同的組成部分，結論都是類似的高於預期。

不過，投資者不為所動，一點也不心急，觀乎當晚美國市場的各種資產價格，大體上是整固徘徊格局，靜候更多數據特別是本周三公布的消費物價指數，才是重點。

最終皇天不負有心人，投資者和央行官員等出個好消息，就是數據普遍低於外界估計，換言之，與PPI所指的通脹升溫，固然不一致。如此一來，投資者傾向信賴CPI的結論，畢竟，稍後亦可以PCE作為參考，打

個折扣，不無道理，一樣可以收效。

## 短期有利風險資產向上

如此一來，難怪早前美聯儲主席鮑威爾明言加息是不太可能，相比之下，只是維持現行利率在較高水平較長時間，這一點對投資者來說，一點不意外，並且已經進一步解讀成為指向減息概率上升了，尤其早前連串經濟增長放緩，以至失業增加的趨勢出現，有此解讀不足為奇。

果如是，短期而言，來自地緣政治不明朗的因素未有升溫，則風險資產向上，包括股價升，金價升，債息跌，美匯跌，油價跌，應是大方向所在。

（權益披露：本人為證監會持牌人士，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。）

# 太古坊獲LEED「金獎」對業界的啟示



李婉茵  
高力香港研究部主管

自2004年聯合國全球契約（The United Nations Global Compact, UNGC）首次提出「環境、可持續性及管治」（ESG）的概念，ESG近年備受世界各地政府及企業關注，漸漸融入生活每個範疇。近日獲取LEED（Leadership in Energy and Environmental Design，即能源與環境設計領導認證）社區金級認證的太古集團，出色的可持續發展表現，作為先行者，值得業界及特區政府未來規

劃作借鑑。

太古集團旗下的太古坊，近日獲得環境設計先鋒評級（LEED）授予社區認證的金級評級，成為香港首個獲頒是次認證的物業項目。LEED為全球最具代表性的綠色建築評估系統，由美國綠建築協會於1998年制定，旨在鼓勵永續性建築的發展以及實踐，是次的社區認證，不單止是針對特定建築作為評估，更是大範圍的發展規劃及多用途建築，包括公共空間、商業、服務式住宅及配套设施等，進行綜合性的評估，足見項目規模及複雜程度。

## 首個獲頒認證香港物業

太古坊屬於港島東區的大型綜合發展項目，獲「LEED v4.1 城市與社區：既有社區」認證系統肯定，評級報告認為其規劃、綠色空間和保育範疇、交通運輸以及通達度方面均表現出色。項目主要由10幢甲級寫字樓組成，由高層空中走廊貫穿，方便超過35,000名在內的通勤人士穿梭來回及連接公共交通與配套。

營運方面，其運用創新科技包括大數據分析、人工智能及雲端電腦計算等，發掘更多節能途徑。抽樣41萬平方呎的租戶範圍作調查，其節能策略分別達成節省10%的能源消耗量、節約22%用水量及36%的零廢轉換率。

## ESG高規格認證助融資

從是次的成功案例，其實更值得業界作為借鑑，除了在企業社會責任及發展可持續性角度，作出重要貢獻以外，獲得ESG高規格認證的項目，更有利於房地產投資者在項目融資以及租賃上帶來實質好處，例如各大銀行均有對綠建項目提供更優惠融資利率的「綠色貸款」、香港主要的能源供應商，例如中電，有提供更新或使用節能設備的資助計劃；而租賃方面，特別是跨國企業的優質租戶，物業的ESG標準更是租用的其中一個關鍵決定因素。

## 「北都」項目規劃可借鑒

另一方面，太古坊的發展規劃，融入了片區發展模式的概念，正正與較早前發展局針對「北部都會區」發展希望引入的重要規劃概念，故是次成功經驗，亦適宜參考，特區政府並可就國際級的ESG標準納入招標的考慮範圍，從而接軌國際標準，達成吸引高增值及科技產業的最終目標。

# 內地赴港個人遊擴容 市道迎新氣象

廖偉強 利嘉閣地產總裁

曾幾何時，香港人期待復常通關，令疫後經濟可以重新出發；但通關內地的「平靚正」消費及服務質素，對香港商家構成了不小的競爭，不少零售、消費或相關的業界人士對此頗有微詞，有人甚至乘機拋出混淆視聽的「玩完論」。

事實上，大家在互聯網上，很容易接觸到各項消費資訊及市場狀況，加上內地與香港的運輸及交通配套措施非常便利，縮短了兩地的距離，更容易往返，香港人自然會嘗試走上內地開闊眼界，湊湊熱鬧，形成這股北上熱潮愈來愈盛。

內地與香港交通上的便利，其實是雙向的。香港人容易北上時，內地人到香港一遊亦同樣十分方便快捷。內地早前延長了持商務簽證赴港的人士在港逗留期限至

14天，又擴展人才簽證的適用範圍至北京和上海；而日前更宣布新增多8個港澳個人遊城市。

## 個人遊擴容利港樓市

其實，中央擴大個人遊計劃，彰顯內地人南來對提振香港經濟的威力。開放更多個人遊城市，必定會吸引更多內地人來港，以及內地人來港的逗留時間比以往長，對香港的旅遊、零售消費等有利，零售消費市道亦重新見到希望。

此外，當內地人打算來港投資房地產時，亦可以有更多時間考察和作買賣決定，所以有興趣來了解甚至入市的內地人自然亦多了，這亦有利於樓市交投。

內地對香港的便利政策，部分香港人因

不了解，片面地以為單純是在削弱香港的競爭力，其實凡事都有兩面，當香港人懂得運用資源及作出轉變，這政策反而可以加強香港人的「搵食指數」。

## 主動求變迎接新機遇

無可否認的是，內地人力資源及資金等都雄厚，所以，如果能加以利用，就可以幫助香港的發展，問題只在於港商是否願意跟上人家的步伐，以及趕得上變化。老是抱怨「市道唔掂」的人，根本難有寸進。

相反，如果懂得如何借助內地的人力資源、平價產品，以及智能化經營等各項優勢以及新機遇，運用在香港業務上，就可以衝破困難，迎來市道復甦的新氣象。



◆內地開放更多個人遊城市，必定會吸引更多內地遊客來港，香港的零售消費市道亦重新見到希望。資料圖片