

# 首季金融數據折射出三條投資主線

●中國人民銀行上週公布今年首季金融數據。有分析指出，數據勾勒出「穩中求進」的流動性輪廓。



在實質性讓利實體，通過低息環境激發企業的內生投資動能。

關於市場高度關注的M2與M1剪刀差問題，3月末3.4個百分點的剪刀差水平，確實維持在近三年來的低位。筆者認為，M1增速回升至5.1%，反映出企業活期存款、個人活期資金以及非銀行支付機構客戶備付金的活躍度正在增強，這意味着社會資金的「沉澱」現象有所緩解，貨幣的周轉效率正在提升。總而言之，這種剪刀差的收窄是社會經濟活躍度改善的重要信號。

從投資視角來看，在當前的宏觀金融環境下，投資機會的把握應聚焦於「低利率紅利」、「結構性增長」及「跨境人民幣結算增長」等三條主線。

首先，低利率環境利好固定收益類資產的深度挖掘。注意到，3月份同業拆借與回購利率均處於1.4%以下的低位，顯示銀行間市場資金面極度充裕。在存款利率持續走低、甚至部分長端利率債收益率低位震盪的背景下，高股息的「紅利資產」依然具備極高的配置價值。這類資產具備類債屬性，能夠在大規模流動性溢出的背景下提供穩定的現金流回報。

其次，關注製造業中長期貸款流向的領域。企業中長期貸款的持續走強，預示着高端製造業、綠色金融及科技攻關項目擁有充足的底層資金支持。投資者應重點跟蹤這些獲得金融資

源傾斜的細分賽道，尤其是那些受益於「債券融資佔比提升」的優質信用主體。隨着直接融資比例的提高，具備良好債信紀錄的龍頭企業，其估值溢價將進一步顯現。

最後，跨境人民幣結算的爆發式增長蘊含戰略機會。首季經常項下及直接投資跨境人民幣結算金額合計接近7萬億元，增長態勢迅猛。這標誌着人民幣在國際貿易與投資中的地位實質性躍升。相關涉及跨境電商、離岸金融服務以及在「一帶一路」沿線有深度產能布局的企業，將顯著受益於結算效率提升與匯兌成本降低帶來的財務優化。

## 流動性趨充裕 投資良機

一言以蔽之，2026年首季的金融數據勾勒出一個「穩中求進」的流動性輪廓。雖然社融同比略有波動，但利率的下行、信貸結構的優化以及M1活躍度的回升，均指向實體經濟正在適度寬鬆的貨幣土壤中緩慢而堅定地復甦。在筆者看來，今年二季度金融數據的看點在於政府債發行的提速能否與民間投資的信心修復形成合力，從而推動貨幣流轉進一步加速。對於投資者而言，在充裕的流動性海洋中，尋找那些既能享受低息成本、又具備結構性增長動能的標的，將是今年投資致勝的關鍵。

作者為經濟學家，著有《中國韌性》。本欄逢周一刊出。



站在2026年首季的終點回望，中國人民銀行上週交出了一份總量充裕、結構穩健且成本下行的金融答卷。3月單月社融增量5.23萬億元（人民幣，下同）、新增人民幣貸款2.99萬億元的表現，不僅在量級上體現了適度寬鬆政策的延續，更在質量上折射出實體經濟融資需求的深層轉換。



宋清輝 經濟學家

縱觀首季金融運行，首要特點是「總量穩、結構優、渠道豐」。從數據上看，首季社融累計增量達14.83萬億元，雖同比略有減少，但考慮到去年同期高基數的歷史高位，確保了流動性環境的整體寬鬆。信貸結構表現出明顯的「企業強、住戶暖」特徵。具體而言，企業中長期貸款增加5.42萬億元，保持了極強的韌性，這直接對應着國家重大項目配套融資及製造業中長期投資的持續釋放；住戶中長期貸款增加4,607億元，較前兩個月的低迷狀態顯著改善，顯示房地產市場支持政策正在產生脈衝式效果，居民信心正在邊際修復。

## 低息環境正激發投資動能

與此同時，金融對實體經濟的支持力度在廣度與深度上均有所突破。一方面，信貸不再是唯一的獨角戲。首季社融增量中，人民幣貸款佔比降至60%，而企業債券淨融資高達1.05萬億元，同比多增逾5,000億元。這種融資渠道的多元化趨勢極其關鍵，債券市場的活躍有效替代了部分傳統貸款需求，使得非政府部門獲得的綜合金融支持更為全面。

另一方面，融資成本的「真金白銀」下行是不爭的事實。3月企業貸款利率降至3.1%左右，同比下降25個基點，這意味着金融機構正

# 美元波動下的貨幣政策外溢機制

## 宏觀分析

工銀國際首席經濟學家 程實

「一葉落而知天下秋。」在全球化金融體系中，主要經濟體貨幣政策通過多重渠道跨境傳導，對金融穩定產生深遠影響。傳統理論側重利率差異與貿易競爭力兩條路徑，但前者難以解釋風險偏好主導的資本流動，後者在美元主導的貿易格局中作用減弱。有研究指出，美元匯率本身構成獨立的「美元渠道」，其波動不僅反映利率變化，更折射全球風險偏好與融資環境的調整。美元升值往往推高企業融資利率，尤其對高風險融資更為敏感，並通過資產價格與信用條件的聯動放大緊縮效應。

該渠道既強化主要央行對美聯儲政策的外部約束，也放大其對國內金融條件的影響，並通過資本流動與風險溢價傳導，強化全球金融周期的波動性與非對稱性。在跨境資本高度流動的背景下，美元匯率變化往往成為連接各國金融環境的重要樞紐。因此，貨幣政策制定不僅需關注利率與通脹目標，也需統籌美元匯率變化帶來的跨境溢效。

傳統貨幣政策跨境溢效理論的局限性。在全球化背景下，貨幣政策通過利率差異與貿易競爭力實現跨境傳導。利率渠道以抑制利率平價為基礎，認為資本流向高利率經濟體。貿易

渠道則通過匯率變化影響進出口價格與規模。然而，這兩類機制的解釋力正在下降。一方面，利率雖能解釋資本流向，卻難以刻畫其規模與波動，實際配置更受風險偏好驅動。風險偏好好上升時資金追逐收益資產，避險情緒升溫時則回流安全資產，導致資本流動呈現出更強的順周期特徵。另一方面，在美元主導的貿易體系中，大宗商品與多數跨境交易以美元計價，本幣匯率變動難以及時傳導至貿易價格，使匯率對進出口數量的影響弱化，價格機制傳導鏈條被部分鈍化。此外，全球價值鏈分工加深也削弱了單一匯率調整對貿易結構的影響。因此，僅依賴傳統兩大渠道，難以全面解釋現實中的跨境溢效機制。

美元升值推高美國企業融資成本。美元作為全球風險偏好的核心變量，其波動對融資條件具有獨立影響。相關研究以美國槓桿貸款市場為樣本發現，美元升值會顯著推高企業融資利率，即便控制利率與股市因素，該效應仍然存在。具體來看，美元每升值1%，貸款利率普遍上升，且風險越高的融資對美元波動越敏感，高風險貸款利率上升幅度明顯更大，顯示風險溢價在其中發揮關鍵作用。同時，不同用途貸款的反應存在差異，併購等新增融資對美元變化更為敏感，而再融資影響較小，這表明美元渠道主要通過影響新增資金配置發揮作用，而

非既有融資循環。此外，多種穩健性檢驗均顯示，該機制具有一致性，說明美元不僅是跨境傳導工具，也在放大美國自身貨幣政策的緊縮效應。這種由匯率驅動的融資成本變化，使得美元成為連接貨幣政策與信用周期的重要中介變量。

## 美匯變化放大政策風險

美元渠道對全球貨幣政策的塑造與風險周期的強化。從全球視角看，美元渠道既是政策傳導媒介，也是風險放大機制。一方面，其他主要央行的政策通過影響美元匯率，間接作用於美國金融條件，從而對美聯儲形成一定外部約束，使其政策獨立性在邊際上受到影響。另一方面，美元作為風險錨，其波動會在融資條件與風險情緒之間形成自我強化循環：美元走強時，全球流動性收緊、風險偏好下降，融資壓力上升，並對新興市場形成外溢衝擊。美元走弱時，流動性改善、資本回流風險資產，但也可積累通脹與資產泡沫風險。總體而言，美元渠道強化了全球金融周期的順周期性與非對稱性，無論強勢還是弱勢美元，均會通過不同路徑加大政策權衡難度。這意味着，各主要央行在制定政策時，需要在貨幣目標與外溢影響之間進行更精細的平衡，並在宏觀審慎層面加強協調以應對潛在風險。

# 外圍局勢波動 A股港股續現強韌

## 基金投資

光大證券 國際

光大證券國際產品及策略研究部

日期：2026年4月20日

2026年第一季度，內地及香港股市在外圍波動加劇的背景下仍展現出相對韌性。港股方面，恒生指數在市場一度受美伊戰事升溫、油價波動及風險偏好轉弱影響下，整體跌幅控制得相對有限，反映資金對香港市場的防守屬性仍有一定認同。A股則在政策預期、內需修復與科技板塊帶動下近期企穩4,000點整數關口，成為季度內最具標誌性的市場事件之一。

在產業配置上，鋁產業值得關注。鋁具備輕量化、導電性及加工便利等優勢，尤其在新能源車、電網升級、AI基建及部分高端製造供應鍊中，應用場景持續擴大。伴隨全球供應鍊重組與節能減排要求提升，鋁材不再只是周期性原材料，而是部分高附加值製造鏈的基礎投入品。若銅價高企，市場亦可能在部分應用上提高鋁替代比例，為鋁相關企業帶來結構性機會。不過，鋁板塊仍受能源價格、冶煉成本及

供應循環影響，投資上宜偏向具成本控制能力及產品升級能力的企業。

## 宜關注產業鏈投資機遇

比起單純追逐金屬價格，銅、光纖電線組件、數字電線產品及銅線產品更值得從產業鏈角度理解。資料中心、AI伺服器、半導體擴產與電網升級，正推動電線電纜需求重新加速，裸銅線與電力用電線電纜仍是產業主力，並與銅價和下游資本開支形成高度聯動。另一方面，光纖與高階傳輸產品需求上升，反映高速數據傳輸正持續取代傳統架構，特別是在資料中心互聯與算力擴張場景中更為明顯。數字電線產品與銅線產品投資機會，核心在於其是否能切入高規格、高可靠度及高頻傳輸應用，而不只是傳統低毛利的通用型產品。

若從策略角度部署，鋁與線材板塊更適合作為景氣修復和科技基建的結核型主題。其中，受惠於AI基建、雲端數據中心、電網投資及工業升級的企業，往往比純原材料企

業更具估值彈性。對於偏好中小型成長股的投資者，這類板塊亦較容易出現業績放大與估值重評的雙重催化。但由於相關板塊周期性較強，持倉仍應配合技術位、資金流與盈利預測變化作動態管理。

## 中小盤基金助捕捉增長

在基金配置方面，Fullgoal中國中小盤成長基金屬於值得留意的工具型產品。該基金獲晨星五星評級，專注布局於香港、美國及中國內地上市的中小市值成長股。基金投資範疇深度覆蓋「新經濟」賽道，截至2026年2月底，基金的前五大行業分布為材料（32.3%）、醫療（13.9%）、資訊科技（12.6%）、工業（12.4%）、非必需消費品（11.5%），有效捕捉中國產業轉型與結構性增長的紅利，利用中小盤股的高彈性特質，在市場上升周期中爭取超越業績基準的超額回報，是優化中長線資產配置、追求資本增值的專業投資工具。

本版文章為作者之個人意見，不代表本報立場。

# A股流動性今年三大趨勢

## 投資透視

瑞銀證券中國股票策略分析師 孟磊

近期市場波動比較大，主要是受到海外地緣政治風險的變化影響。我們沒有能力預測全球的地緣政治局勢變化，所以我們更希望把我們的分析專注於所謂的基本面和流動性。從具體流動性來看，我們認為今年現三大趨勢：

第一，是居民理財搬家。我們金融組的估算會有55萬億元（人民幣，下同）到60萬億元居民存款到期。大致來說，我們認為非常多的存款不一定會直接進入股票市場，因為投資者風險偏好不一樣，很多投資者不能承擔虧損的。這個角度來說，更可能的方式是通過間接的渠道，比如購買保險產品、「固收+」、混合型理財產品。保險公司按照監管的要求，國有企業保險、大型保險公司需要把30%的新增保費投資股票市場。而「固收+」、理財產品分別都有一小部分的錢會投資於權益市場，所以更多的居民理財搬家通過間接的渠道方式進入股票市場，我們認為這是非常緩慢而逐步的過程，不太可能錢到了立馬把所有的錢投進股票市場，這個風險偏好一夜之間的轉化，是不可能的，這是非常緩慢、間接的。

第二，我們注意到ETF的規模在大規模地擴張。我們看到的是在2024年、2025年的情況，寬基的ETF非常明顯地提高。2024年、2025年以後，到了今年我們觀測到的是主題和行業的ETF的規模提高很多，主題和行業的ETF，和公募基金的主動產品發生了非常明顯的變化。去年的主動基金份額，下跌了超過10%，這部分錢還留在股票市場，投資者選擇了被動化的ETF進行投資，可能是科技、出海相關的等等一系列的ETF。這會推動和ETF有關的行業龍頭公司會明顯跑贏市場，而這情況非常明顯。

第三，私募基金的發行最近依然是比較活躍的。中國基金業協會的資料，從2024年「9·24」行情以後每個月私募新註冊資料在不停地提高，到今年2月份已經單月註冊了非常高的水平，已經有特別明顯的超過500億元的單月註冊水平。

## 支持作用非常明顯

總結來說，無論跟歷史相比還是跟別的国家相比，中國A股的股權風險溢價仍遠遠沒有達到應有的水平，今年有望是盈利和估值雙輪驅動的市場環境變化。加上幾大類流動性有非常明顯的支持作用。所以這是為什麼我們對現在的市場在回到地緣政治風險前的水平後，依然會維持樂觀態度的看法。（摘錄）

# 紐元續走高 上探0.60美元關口

## 金匯出擊

英皇金融集團 黃楚淇

美元上周一度回挫，主要曾傳出伊朗決定在以色列與黎巴嫩停火期間全面開放霍爾木茲海峽供商船通行的消息，令市場對中東局勢後續發展持樂觀看法，亦令市場對通脹升溫憂慮減輕。根據CME FedWatch工具，市場暫認為今年無加息可能，且預計美聯儲到2026年底維持利率不變的概率約為52%。同時，風險資金回流市場，紐元兌美元亦隨之回穩。

對於霍爾木茲海峽事態隨後現反覆發展，筆者估計中東局勢短期內仍將主導市場。據報美伊可能於本月初將舉行新一輪談判，若停火延期或達成永久停火協議，風險資金或將持續入市；反之，若雙方談判無進展且美國總統特朗普拒絕延長停火，美元或許又再受避險需求所支撐。

紐元兌美元走勢，技術圖表所見，RSI及隨機指數持上行，而匯價已初步擺脫了近月來下跌趨勢，不過，短線也要觀望100天平均線0.5850美元水平能否得以企穩，即可望短期紐元兌美元仍有力續為上行。較大支撐預料在0.5780美元及0.57美元，其後則看0.5630美元及0.5580美元水平。較大阻力位料為0.60美元及0.6080美元，下一級參考去年7月1日高位0.6122美元以至0.62美元水平。

美元兌加元自上月以來多番探試1.3950至1.40加元關口，但在未有明確破位下，近日呈逐步回落，以至RSI及隨機指數均見自超買區域回落，5天平均線下破10天平均線形成淡淡交叉，預示着匯價短線有繼續下跌的傾向。較近支持先留意1.3650加元及1.3570加元，關鍵支撐指向1.35加元及1.3380加元。阻力位先會回看1.3790加元及1.39加元水平，關鍵仍會是1.3950至1.40加元區間，其後阻力估計為1.4140加元水平。

## 申請酒牌續期公告 NOOK BAR AND LOUNGE

現特通告：SHIREESH, Prem其地址為香港中環雲咸街79號夏利里拉行4樓，現向酒牌局申請位於香港中環雲咸街79號夏利里拉行4樓NOOK BAR AND LOUNGE的酒牌續期，其附加批註為酒吧。凡反對是項申請者，請於此公告刊登之日起十四天內，將已簽署及申明理由之反對書，寄交香港灣仔軒尼詩道225號路克道市政大廈8樓酒牌局秘書處。

日期：2026年4月20日

## NOTICE ON APPLICATION FOR RENEWAL OF LIQUOR LICENCE NOOK BAR AND LOUNGE

Notice is hereby given that SHIREESH, Prem of 4/F, Harileila House, No. 79 Wyndham Street, Central, Hong Kong is applying to the Liquor Licensing Board for renewal of the Liquor Licence in respect of NOOK BAR AND LOUNGE situated at 4/F, Harileila House, No. 79 Wyndham Street, Central, Hong Kong with endorsement of bar. Any person having any objection to this application should send a signed written objection, stating the grounds therefor, to the Secretary, Liquor Licensing Board, 8th Floor, Lockhart Road Municipal Services Building, 225 Hennessy Road, Wanchai, Hong Kong within 14 days from the date of this notice.

Date: 20th April 2026

## 申請酒牌轉讓及續期公告 N & L

現特通告：范運梅其地址為新界大埔仁興街29號華興樓地下，現向酒牌局申請位於新界大埔仁興街29號華興樓地下N & L的酒牌轉讓給盧銳源，其地址為新界大埔仁興街29號華興樓地下及續期。凡反對是項申請者，請於此公告刊登之日起十四天內，將已簽署及申明理由之反對書，寄交新界大埔鄉事會街8號大埔綜合大樓4樓酒牌局秘書處。

日期：2026年4月20日

## NOTICE ON APPLICATION FOR TRANSFER AND RENEWAL OF LIQUOR LICENCE N & L

Notice is hereby given that FAN YUNMEI of G/F, WAH HING BUILDING, 29 YAN HING STREET, TAI PO, NEW TERRITORIES is applying to the Liquor Licensing Board for transfer and renewal of the Liquor Licence in respect of N & L situated at G/F, WAH HING BUILDING, 29 YAN HING STREET, TAI PO, NEW TERRITORIES to LO YUI YUEN of G/F, WAH HING BUILDING, 29 YAN HING STREET, TAI PO, NEW TERRITORIES. Any person having any objection to this application should send a signed written objection, stating the grounds therefor, to the Secretary, Liquor Licensing Board, 4th Floor, Tai Po Complex, No. 8 Heung Sze Wui Street, Tai Po, New Territories within 14 days from the date of this notice.

Date: 20th April 2026