

| 本期摘要

HKMA增发票据干预，收拢美元。之前我们也解释过港元贬值背后的根源，这次我们要更加关注香港的资产，因为在美国的加息动作下，这将是影响港元和港股的一个关键要素。

| 音频梗概

00:05

增发票据干预市场，其实港元和股市是同向关系

今天香港金融管理局增发了外汇基金管理票据，来收拢市场上的美元，也增强提振了港元的即期汇率，我们看到即期汇率出现了比较大幅度的升值。我们在今年的几期节目里也解释过香港股市和港元贬值之间是同相关系，而不是往前我们以为的港元贬值就是香港股市下跌。那个时候我记得我用的很重要的几个数字就是香港的远期swap的成本实际上就是反映它的远期汇率，其实你可以看到今年港元的贬值我们在之前也解释过，远期的港币是没有贬值的基础，甚至是大幅度升值预期。

01:03

港元需求不强，拆借利率水平偏低，驱动港币贬值

这个跟2015年中国发生股灾的前后情况是有非常大的差异的，当时港元起来了远期的贬值预期，资产价格崩盘，利率水平走高，伴随着港元大幅度的贬值，这实际上是典型的资本流出的情况，但并不是说所有的港元贬值都是资本流出。

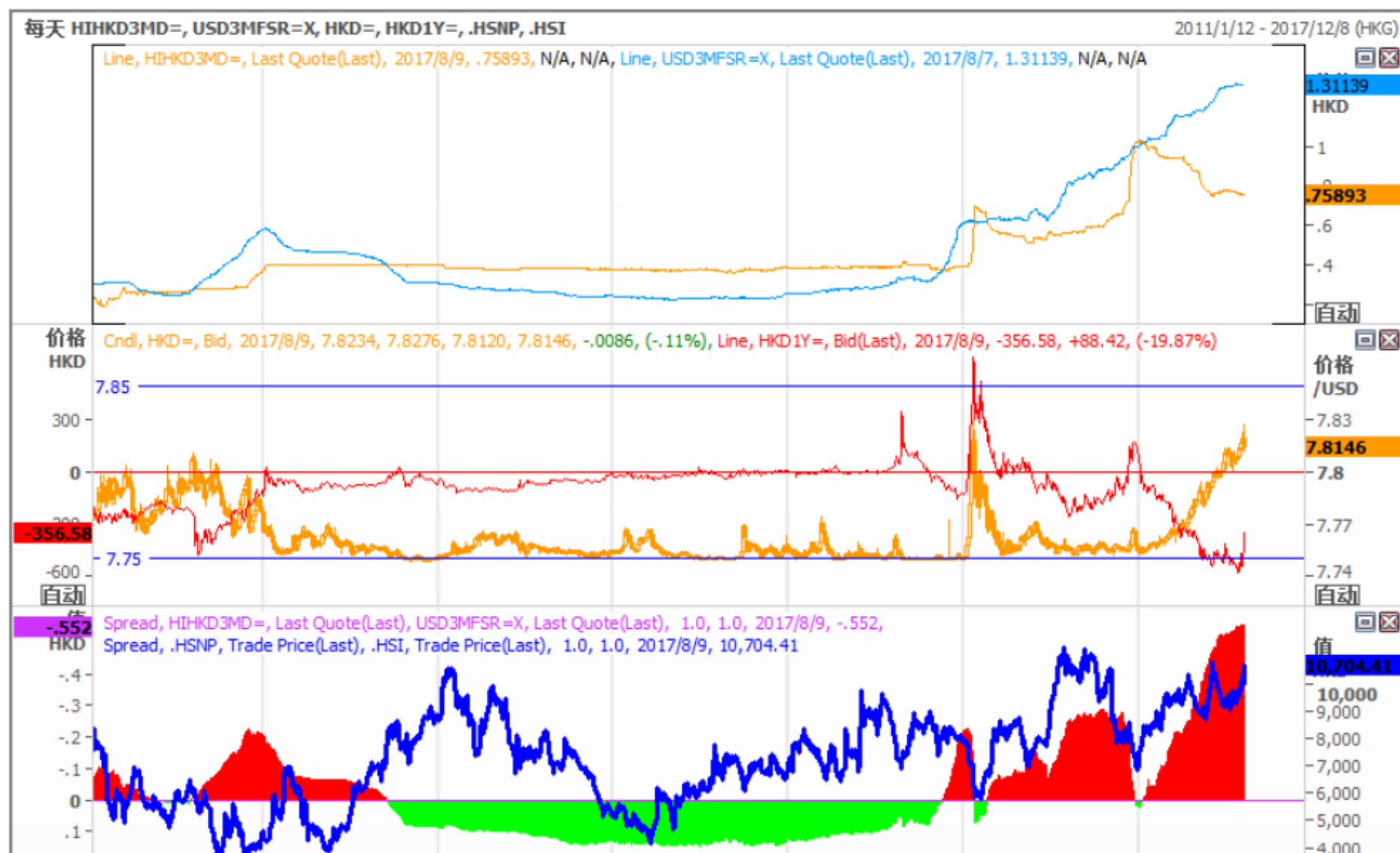
像今年的港元贬值的情况，我之前解释过了，就是因为美国的短端利率水平一直在走高。而港元决定它利率水平的说实话还是由它的需求的因素，实际上港元需求不是特别的强劲，所以导致香港的港元拆借利率水平一直比较偏低，而这种利差的驱动就形成了港元贬值的非常大的一个因素。

02:13

即期贬值，远期升值，美元上的套利锁定汇率

同时会形成的就是即期贬值，远期升值的状态，因为在这样的状态下，在即期港元拆借利率介入港币然后转入到高息的美元之间进行一个套利，同时在远端汇率上进行锁定，就会形成一个非常大的结果就是贬值和远端的swap一直同向的，直到远端购汇的成本和利差之间的幅度完全消失，使得套利完全没有掉，实际上在近段的介入港币的行为就会停止。

我们看到这两个利差的大幅度扩开和港元远端swap成本的大幅度升高也是有密切的关系，两者之间就是我们之前很详细地讲过的套利的行为。





03:35

资金涌入，拆借利率上行，这是怎样的一个反馈机制？

但是同样会滋生一个状态，既然远端港元没有贬值的基础，融资成本不断下降的情况下，必然会挤入到资本市场上去，在之前没有发生这个情况下，资金进入到香港股票市场，把港元推升到强方的保证金水平，这个时候实际上美国和香港的利差拉幅不是很大，如果需求一直很旺盛，港币的即期一直升值的话，那么伴随的就一定是拆借利率的上行，这就是有先有后的问题。

但现在的问题是没有拆借利率的上行，但是港元是以利差的形式推动了港元的尤其是远期汇率的变化，而这部分港元去了哪呢？当时我记得我们做第一期的时候，有一个很大的差，发现这两者

之间的利差还在扩，但是恒生指数和房地产指数之间就有一个比较大的差，这里面就面对着两个，第一，要么通过香港的港元拆借利率大幅度抬升，使得两者之间的利差收缩回来，要么就是如果还保持这么大的利差的话，就会有大量的资金去追逐香港的房地产以及香港的房地产股，最后的情况就是如果我们现在看香港房地产股反倒比恒生指数跑得更快，在加速地上行，使得恒生地产指数和恒生指数之间的差值基本上就在快速地拉开，资金在快速地追逐，尤其是在进入到2017年之后，这个趋势就非常明显。

所以现在大概可以形成这样一个脑洞的图表，2016年的下半年大量的资金拥入到香港，推升了香港的房市和股市，然后推升对港元即期的需求，这应该是稳流入，2017年看到的情况更多是在大量的介入港元，一方面进行着对美汇的套利，另外一方面，因为成本低，港元拆借利率成本基本上都快回到了2016年的水平，那么就继续地推升资产价格，这就是我们说反馈的机制。

06:50

未来重点关注香港的资产价格和拆借利率

未来的情况也就比较简单了。现在香港的金融管理局应该说通过发行外汇基金管理票据，然后收回市场上过剩的美金，通过这种形式提振了即期港元的买盘，削弱了港元的卖盘，所以我们就看到港元远期的差也快速地在今天由大幅度的提升，实际上远期的升值预期也被打消掉了，但是即期的套利盘也被金融管理局打压下来了。

未来重点关注的是对于香港的资产价格，可能重点关注的就是实际的港元拆借利率水平会不会以上行的姿态完成，如果不是，那么我们说如果美国进一步地加息，利差会进一步扩大，仍然会对港元未来的升值预期进一步地施压，但是会造成它的即期抛盘压力套利的行为就会把这个压力施加给香港金融管理局，香港金融管理局就得发行更多的票据进行一个干预，但是这个时候香港的恒生指数和房地产指数中间地产股的表现仍然会超越恒生指数的表现很多。

08:33

如果香港跟随美国加息，那逻辑线就清晰了

这就是因为它的短端利率水平如果一直是这样压着的话，那么压到什么程度呢，压到最后选择就像16年底，17年的情况一样，升值的压力、资本流入的压力太大，对于港元的实际需求最终把利率水平推升，如果香港跟随者美国也进一步地加息，这个时候可以其实理解成跟着美国再来一次加息的话，那实际上这个跌幅可能就会非常大，所以这个逻辑线非常的清晰。

09:19

恒生指数杀跌还是走高，这是一个信号

从2016年的情况表现来看就非常清晰，随着15年股灾，资产价格下来以后，港元的实际拆借利率水平仍然比较低，让资金涌入香港加大对港元的需求，港元强保持着这个水平，大量地涌入到资产价格。

那它这个变盘的对点是什么，比如说香港的房地产指数在2016年四季度出现过比较大幅度的杀跌，这个幅度实际上对应的数据就是远期汇率的起来，远期汇率从升值转成了贬值的状态，其实当美联储加息以后，港元拆借利率水平突然间跳涨以后，这一下实际上贬值的预期一出来，对当时的恒生地产有一个比较大的杀跌的行为。

现在我们大可以按照当时的行为去推，现在如果恒生地产继续走高，那么我们看到第一个信号已经跳出来了，港元的远端swap升值预期开始削弱了，但是目前仍然还有356，这个幅度远比当时的情况要高。

密切留意美联储加息，香港的拆借利率与之相关

我们可以静静的等，这个过程中资产价格应该还会继续上行，那么我们等它大概回到200的时候，我们就要密切地注意了，实际上就相当于远端的升值预期已经开始消退，如果这个时候发现港元的拆借利率是小幅度的上行了，那么要密切留意未来美联储的加息行动，如果年底还要再来一次加息或缩表的话，那么这个大概就跟去年的节奏会比较相似，就是香港的拆借利率水平再来一次上行。

当时港元是从强方维持着流入，贬值的预期不大，但是现在利差如果快速收缩，资产价格又开始下调的话，那其实取决于香港的港元汇率大概在未来的一段时间内能不能升值多少，如果港元汇率升值幅度仍然很小，香港政府花了比较大的力气在维持的话，这种情况一旦出现，不排除港元还会往上垂直触及到弱方襁褓，就有可能是年底的情况了。

制作人按：为了大家能更全面学习到付总在投资上更为系统的逻辑，今后每一次更新都会整理一份相关内容的时间轴供大家参考

【052】“跷跷板效应”：弱势港元与强势港股正在发生什么？（2017-05-16）：港元这段时间持续贬值，港股虽然表现强势但各种指数之间存在分化，地产指数的涨幅远远落后于恒指，这个劈叉要跟利差联系到一起。

【045】这次真的不一样！解密港币贬值背后根源（2017-04-28）：这次是结构性问题，炒房热与政府的调控，港币流动性在充裕的情况下挤压房贷造成银行面临资产荒。

【031】港股在逐步A股化？10年间重大影响点（港股周07）（2017-03-31）：现在港股也好，恒指也好，不完全的代表香港，很大程度代表内地。

【030】普通投资者入港股必须知道的潜规则（港股周06）（2017-03-30）：如果普通投资者南下的话，需要注意这个层面，但如果通过深港通进来的话，就有一个问题，还是重申50亿门槛.....

【029】港股里的不透明信息也这么多！（港股周05）（2017-03-30）：深港通50亿门槛，做出来的？香港市场财报规则和国内很不一样，北水跑到香港炒股的投机历史值得深思。

【028】港股里“龙头就是龙头，其他就是其他”的分化（港股周04）（2017-03-28）：从汽车板

块看港股的分化逻辑，从美图看中概股的两种评价机制。

【026】为什么说A股的炒作思路放在港股是不利的（港股周03）（2017-03-27）：A股思路用在港股上，并不是非常有利，港股蓝筹机构定价，而A股中机制的限制造成单项反馈。

【025】巨幅波动之下，说说大家对港股的一些误解（港股周02）（2017-03-26）：为什么说美图的巨震不是因为机构做空？爆炒流通股抬高名义市值？大家对国家配售的理解存在误区。

【024】北水南下，只是看上去很美（港股周01）（2017-03-25）：港股想说爱你不容易，南下的资金对于香港市场有多少了解？一些机构都不熟悉，个人投资者就更别说了。

-end-