

## 本期内容

>>本文仅限作者观点，点击上方视频收看！

今天聊聊最近香港的情况。

从香港的市场上看，今年第一季度香港市场上的权益的反弹实际上是非常有借鉴意义的，它可以让我们看清楚究竟发生了什么事情。而且香港的反馈仍然在继续。

去年我给大家写过一篇投资日记，其中关于香港的内容非常全，叫《香港仍处在负反馈的第一环》。那篇日记非常全也非常详细，其中我们把香港的联系汇率制度、货币机制，香港的M1、M2，银行的结余、外汇储备的增长跟港股之间的关系做了一个非常详细的梳理。

在2015年股灾以后，香港出现了一些不太一样的情况。很多人传统简单地去理解香港：资金的流入推动港币的升值，带动资产价格的上涨；资金的流出带来港币的贬值，推动港股的下跌。所以很多人会把港币当成一个观察的点，认为港币贬值触及到弱保，在消耗香港经管局的外汇储备，理论上来讲就是资金在流出香港，香港的权益市场应该是承压的。

这个话在2016年以前是对的，在2016年之后这个情况实际上是恰恰相反的，今天我们会仔

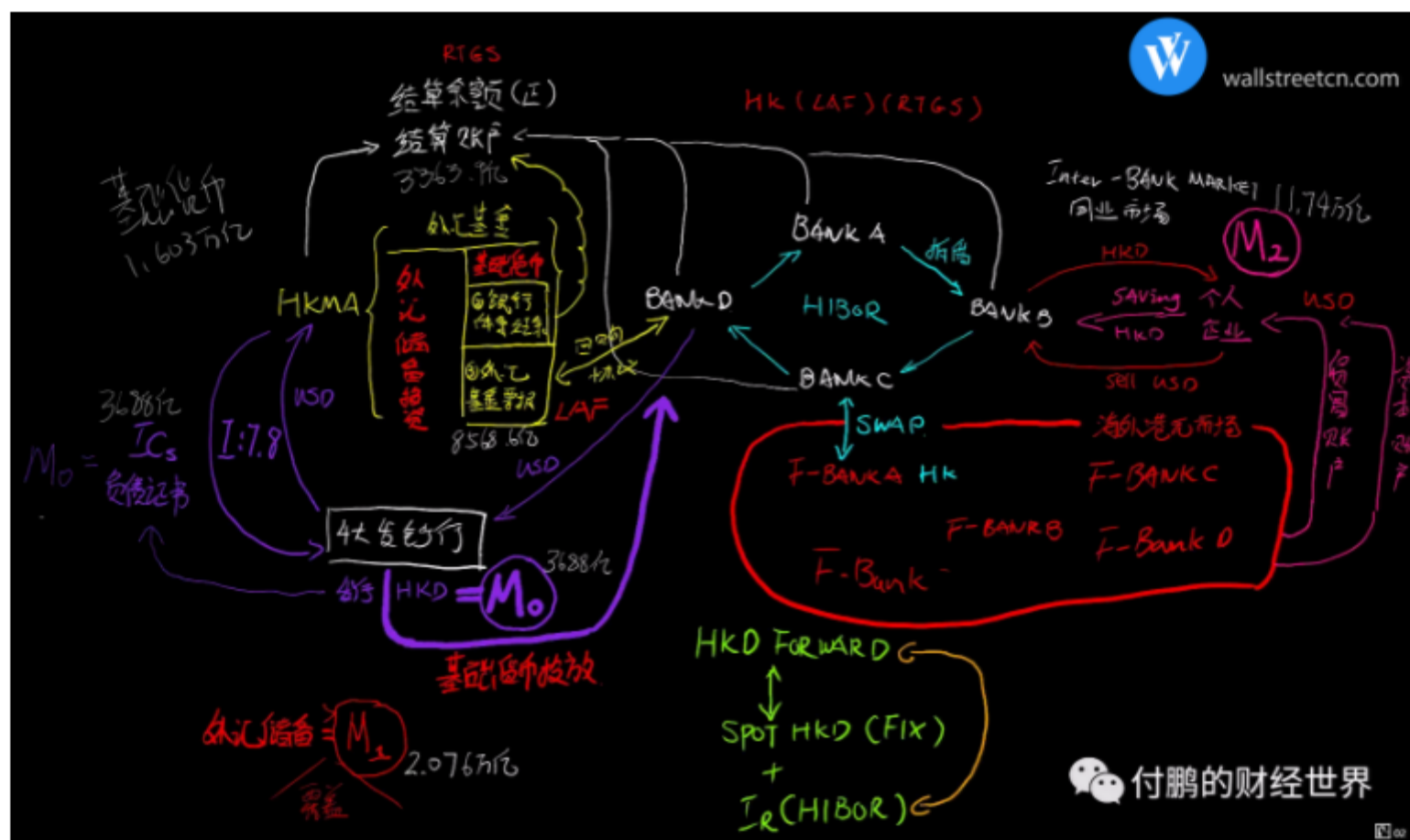
细地聊到这一点。因为这里面涉及到的是关于内生赤字，就是港币的内生赤字，香港因为有联系汇率制度的存在，传统中我们认为香港的内外两个资金理论上讲是高度关联的，资金的流进、流出也就形成了它的货币的派生。

所以说香港以前的模型其实相当简单，就是美元资金流进，派生港币，然后涌向资产。那么香港实际上就两个资产，一个是这个房子，另外一个就是股市，这是香港很核心的两个资产。在这个池子中间，再派生出通过通道对于A股的影响，这就是现在需要加进去了。



这个机制是大家以前对香港的简单解释，但事实上它要非常的细，这一点对香港来讲是没

错的。关于香港的资本市场，我一直跟大家说，首先第一点就是要看水，也就是钱多钱少，直接影响着对于资产价格的影响。有的时候会出现一些背离，而这些背离的迹象实际上在2014年、2015年以后是非常明显的，产生了跟资金总量的一个变动。



之前我在之前日记里跟大家解释过，我用的比较多的实际上很简单，我就看你的货币派生，我用的比较多的是像M2的同比增速，以及香港最大的权重，香港最大的权重现在是腾讯，之前不考虑腾讯时候是汇丰银行。

所以你不难看到，实际上股价非常的简单。应该说过去的20年你会发现，水来了，港股涨，水退了，港股跌。涨的过程中，M2的同比增速和汇丰银行基本上是高度关联的，恒生指数跟它之前也是高度关联的，可以说在中国股灾发生之前，这件事情其实没有太大的一个差异性。所以说香港的资产价格一直遵循的就是这个逻辑，钱多钱少的一个过程。

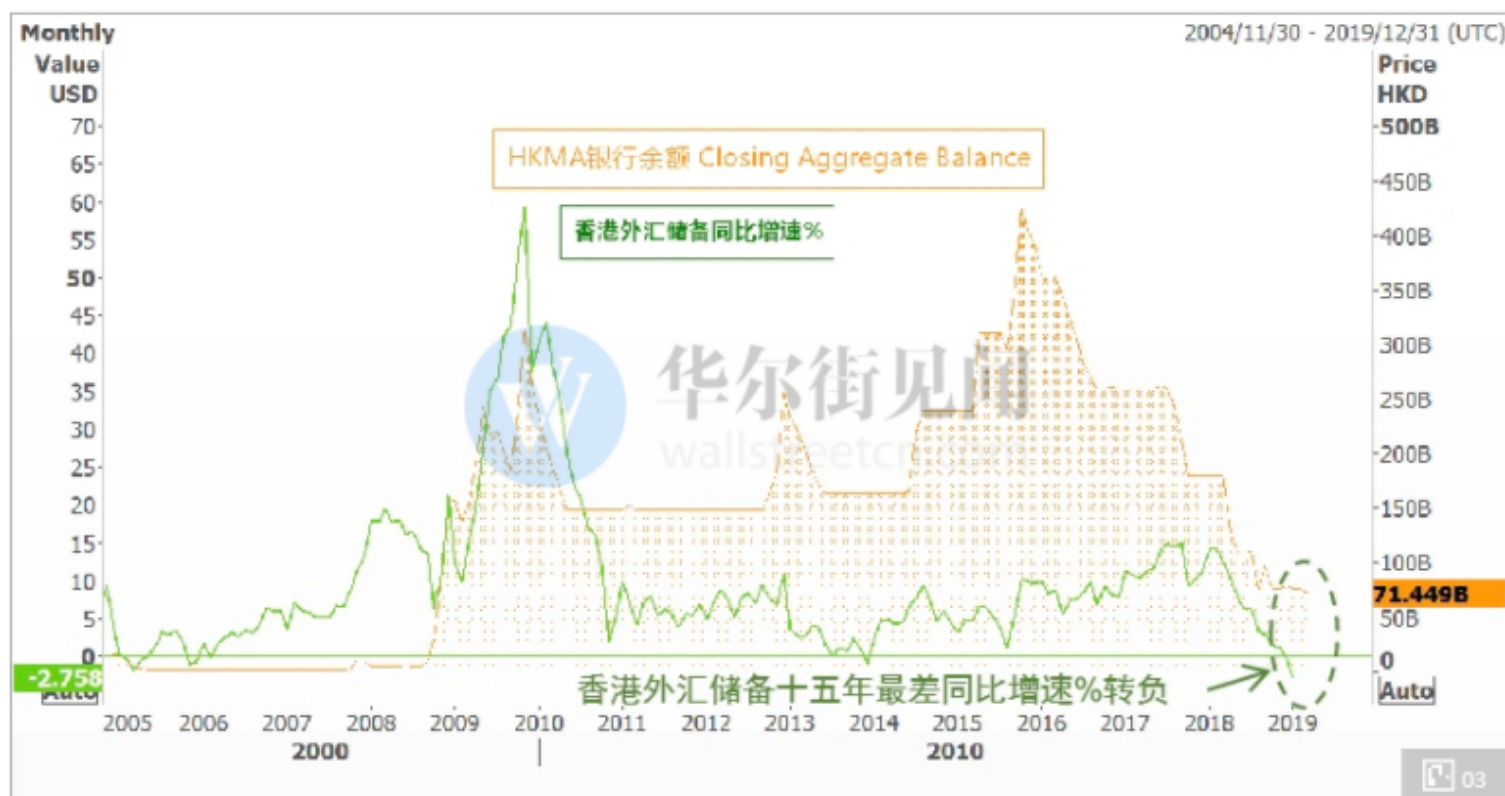
但是我之前在那篇长日记中间解释过，第一次比较明显的一个背离是2014年、2015年的状态，当时其实是涉及到另外一条通道，也就是“北水”，北水南下对于股市的支撑。如果我们把外来再拆分一下，拆成美元和北水，那么在这第一次背离中间出现的就是美元和货币派生是在减少的，但是北水在推升资产价格。

当时大家印象最深的就是国内的股市已经喊出6000点不是梦，1万点刚起步了，当时大家对于港股的态度就是港股低估。事实上那个时候并不是真正意义上的港股低估，从美元的这条货币派生线上去看，M2的增速大幅度的放缓，汇丰银行的股价和恒生指数背离，北水继续推升，这实际上是犯了一个非常大的一个错误。

之后错误修正以后，也随着国内2015年股灾泡沫bubble崩掉，权重进行了一个回归。这就是一直到了2018年，其实整个都是随着资金的变动在发生变化，M2的同比攀升起来，在2016年、2017年的恒生指数算是我们认为是真正意义上的水，增量来自于美元，香港的外



汇储备相对应的也差不多。



但是一个大的问题是在于现在这种状态，2015年股灾以后，香港的市场另外一个比较明显的，是过程中美国开始加息了，美国开始加息了以后，就涉及到一个内部派生M2之后内部港元拆借的问题。而且在2016年之后，香港还出现一个大问题，就是它把可以吸纳水的池子关掉了一块，它把房子这块关掉了，所以香港现在的房地产市场已经不再去承担吸收水的功能。所以说港币实际上是过剩的。

所以说我们看到了一个非常奇葩的现象，就是如果看总的池子的话，水是减少的，所以说

水的总的池子是减少的，在恒生指数在27000点以上，我们看到的都是一个不太明显的迹象，就是资金在减少。

但是香港的股市却在大幅度波动，这个和资金不太吻合。我们从香港的银行结余外汇储备增速、M2增速可以看到，我们把这条线结合起来——如果想专业的理解的话，需要去看我那篇很长的日记中的第一幅图，就是整个香港资金的形成的路径，它的货币形成的路径，水的形成路径。

我们现在大概简单的跟大家讲，就是说外边的水少了，但是如果你看港元拆借利率，你会发现比较有意思，港元拆解利率在美国加息的路径中间在2016年以后，非常明显的就是港币拆借利率和美金的拆借利率会出现非常大的一个劈叉，这中间有个非常大的利差。





大家可以看到，每一次都出现这样利差扩大、抬升港元拆借，利差扩大、抬升港元拆借，其实它跟美元的Libor之间不能够形成较大的利差，这个利差的差值是有一个极值的，这个极值就是港币，因为它是联系汇率制度，所以就牵扯到港币，牵扯到香港金管局的操作。

从这个角度上来看，跟权益市场相关，总水在减少，但是从Hibor的拆借市场上去看，港币又存在着阶段性的一个过剩，这实际上是跟池子有关系。我在之前也解释过，港币出现过剩的迹象，但是总的池子在减少，所以应该考虑的是2016年以后实际上是一个存量的市场，并不是一个增量市场，不像之前大部分时间的香港，我们考虑问题都是增量，资金来、港币升值，资金走、港币贬值，这都是一个增量的概念。实际上从这儿之后我们要考虑存量的港币的变动。这个逻辑中间其实就把联系汇率制度的压力体现出来了，于是乎就看到了一个非常有意思现象，就下面这张图。

我们可以看到两边拆借利率扩大，简单来讲扩大的时候就意味着Hibor，港币拆借利率非常的低，实际上就是港币过剩以后港元非常的便宜。那便宜的钱汇往哪去？就一个地方了。形成这样便宜钱恰恰是因为少了一个池子，那这个钱就会往另外一个池子去，也就是股市，那这个钱会往哪去？会形成南水北上。

实际上如果再叠加一个在香港离岸人民币的拆借的话可能会更清楚。所以说很多人在想香港南水北上的潜在推动，A股这个钱到底是为什么来？很简单，因为它便宜，因为它足够的便宜。

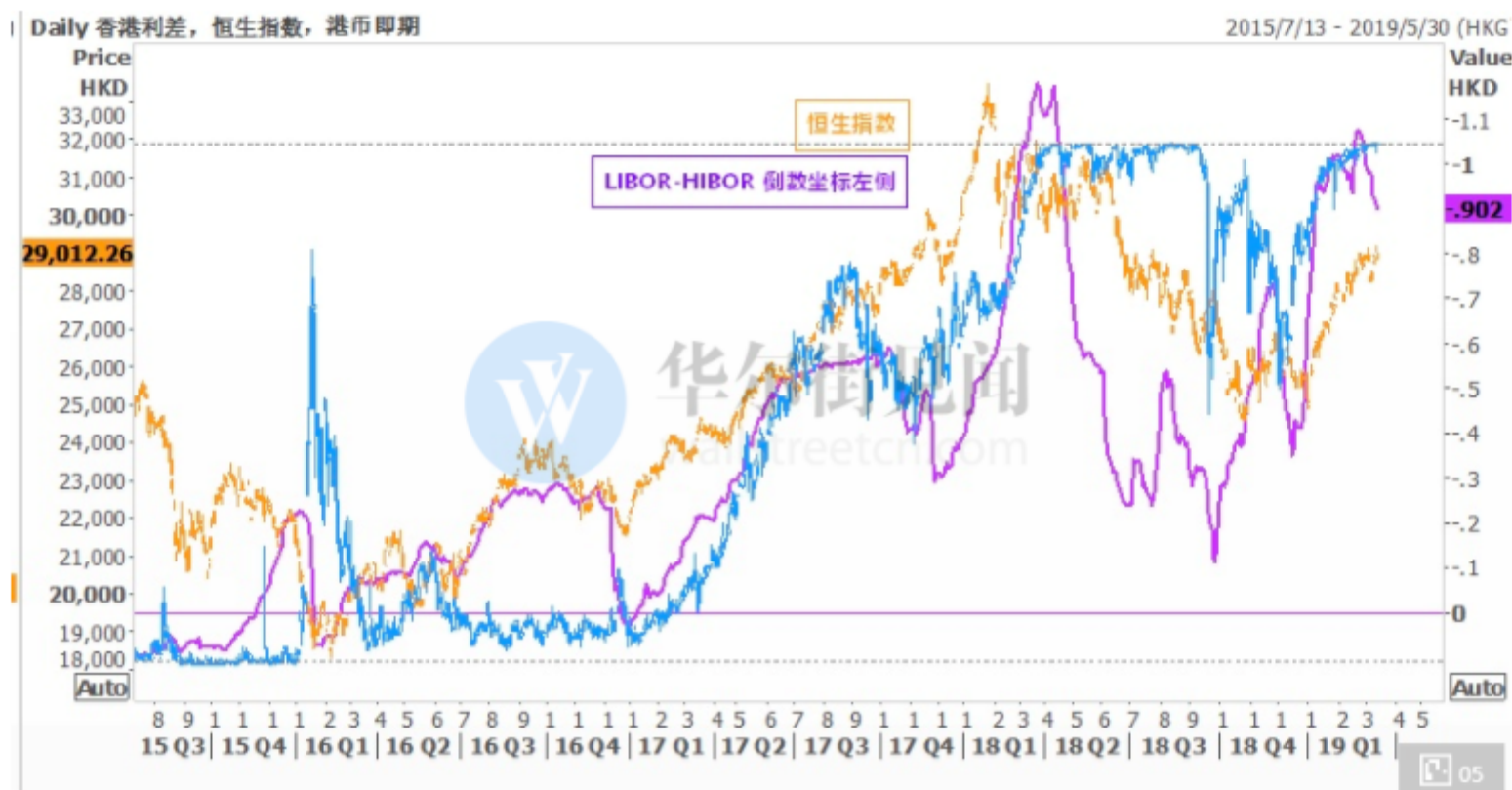
香港市场在2016年以后就出现了我们看到的比较明显的这样一个迹象，这个迹象带来的压力大部分体现在港股恒生指数29000这个水平之后，香港金管局的压力就非常的大了。我们可以发现利差和恒生指数之间似乎有一个非常奇特的关联：利差扩、恒指涨，利差收、恒指跌，利差扩、恒指涨，利差收、恒指调一下，然后达到极值，非常明显的一个关系。

这个过程中，达到极值的时候都是港币的弱保，贬值的压力。为什么会出现这种极值呢？很简单，因为两边的利差不能够拉得足够大，拉得太大会促使这边的水加速的流出，本身增量已经没有了情况下，如果利差足够大的话，就会拆借港币转成美金，这个过程中实际上就牵制了它的利差。只要美国这边是保持加息，或者哪怕保持利率不变，足够大的利差下就会形成流出，流出的过程中对应的就是香港金管局会在弱保水平下去支持港币，这个过程中就会加速消耗外汇储备。所以说你会发现，现在香港的外汇储备增速已经是15年里最差的，同比增速已经是负的，就是香港金管局的家底在不断地往外耗，水没有增，还不断地在往外出。

流出的前提是利差，而利差的前提是港元拆借大幅度地低于香港市场上的美元拆借，这就



形成了过剩的港币，这些过剩的港币会推升资产价格，所以你们就会看到右下角这张非常奇怪的相关性的图：



在2016年之后，港币贬值，金管局消耗外汇储备，港股上涨，港股作为资产端来讲，它的上涨是来自于便宜的港币负债。那么香港金管局如果不想自己大幅度的承压的话，下一步就要把利差抹回来，所以但凡出现港币拆借利率水平往上抬，就会出现利差的收缩，这个过程中港元贬值的压力就会削减，甚至港币会出现小幅升值。但是港币升值，香港金管局的压力被缓解掉，实际上是源自于港元拆借利率的抬升，而港元拆借利率作为资产的负债

端来讲，港币的收紧就会导致资产价格的下跌，所以利差收缩的时候是以港元拆借利率抬升为代价的情况下，港股会呈现承压状态。

那么未来的港股大概会是什么情况？现在又回到了29000这样的一个关键水平上，利差已经扩到不能再扩了，港币继续处在弱保，香港金管局继续的在消耗，外汇储备继续下降，银行结余继续下降，M2增速没有抬升起来，直接跟外水相关的恒生指数并没有出现反弹。那么你大概可以想象，美国美联储会以在一二季度降息来弥补香港的利差吗？如果是这样的话，那么这个收缩并不一定会带来港股的下跌，因为增量资金会进来。

反之，如果美国只是在未来的一两个季度保持货币政策观察期的话，那么结局就应该是港元拆借利率水平往上抬，这个过程中会带来恒生指数的下降，所以要观察的实际上很简单了：美联储的货币政策快还是港元拆借利率水平快。如果是港元拆借利率水平快的话，大概会出现的就是港元拆借利率水平的抬升，缓解港币贬值的压力和香港金管局的压力，甚至有可能看到港币小幅度的升值的过程中带来的港股的下跌。当然了如果港元拆借利率抬升，离岸人民币的拆借利率水平如果变动的話，对应的曾经南水北上的资金也会发生对于资产配置的调整。

这大概就是整个香港市场中应该密切留意的情況。把它和之前那篇日记结合在一起，再去看看香港，整个完整的体系应该都已经了解了，谢谢大家。

—— END ——

[\(戳\) 不错哟! 我要订阅《付鹏说》](#)



# 《付鹏说》~见识社区~



付鹏的财经世界

“交易桌前看天下，付鹏说来评财经”~感谢大家订阅《付鹏说》语音，听我聊聊一些有意思的事情，发散思维评说财经，欢迎大家在社区里多多交流。



华尔街见闻

wallstreetcn.com

06





### 时隔半年香港金管局再入市！ 港元为何屡困危局？

2019-03-09 18:53



### 誓言“攒钱买楼”！天价租金重压，香港证监会无奈逃离中环

2019-02-25 13:48



### 深圳正式超越香港，成粤港澳大湾区第一城

2019-02-28 10:59



### 媒体乌龙：“香港金管局买入15.1亿港元”为系统误发

2019-03-12 06:42



### 首次超越香港！深圳GDP跻身亚洲前五

2019-02-27 14:47

## 写评论

请发表您的评论



表情

发布评论

## 1 条评论



桃太郎

9小时前

会不会再来一波北水南下。

👍 0    ↩ 回复

## 联系我们

广告投放

意见反馈

信息安全举报

## 关注我们

微博@华尔街见闻

邮件订阅

RSS订阅

## 加入我们

招聘专页

## 评论自律



从其他方式使用本网站的内容。

评论前请阅读网站“[跟帖评论自律管理承诺书](#)” 举报电话: 021-65963809

儿童色情信息举报亦可联系: [contact@wallstreetcn.com](mailto:contact@wallstreetcn.com)

华尔街见闻不良信息举报电话: 18521730658

[违法和不良信息举报受理和处置管理办法](#)

界面新闻 | 证券之星 | 全景财经 | 观察者网 | 中国经济网 | 猎聘网 | 华夏时报 | 陆家嘴金融网 | 英为财经Investing.com | 黄金头条 |

信息科技有限公司 wallstreetcn.com 沪ICP备13019121号 增值电信业务经营许可证沪B2-20180399