

专题报告

# 不要只看到港元强，更要看到外溢效应

2020 年 5 月 6 日

## 主要预测

| %        | 2019 | 2020E |
|----------|------|-------|
| GDP      | 6.2  | 6.1   |
| CPI      | 2.9  | 3.1   |
| PPI      | -0.3 | 0.4   |
| 社会消费品零售  | 8.0  | 8.2   |
| 工业增加值    | 5.7  | 5.2   |
| 出口       | 0.5  | 3.0   |
| 进口       | -2.8 | 4.0   |
| 固定资产投资   | 5.4  | 5.3   |
| M2       | 8.7  | 8.0   |
| 人民币贷款余额  | 12.3 | 17.2  |
| 1 年期存款利率 | 1.50 | 1.50  |
| 1 年期贷款利率 | 4.35 | 4.35  |
| 人民币汇率    | 6.90 | 6.72  |

## 最新数据（3 月）

|      |       |
|------|-------|
| 工业   | -1.1  |
| 城镇投资 | -16.1 |
| 零售额  | -15.8 |
| CPI  | 4.3   |
| PPI  | -1.5  |

资料来源：CEIC、招商证券

### 谢亚轩

xiexy@cmschina.com.cn  
S1090511030010

### 刘亚欣

liuyaxin@cmschina.com.cn  
S1090516100001

### 罗云峰

luoyunfeng@cmschina.com.cn  
S1090518110003

### 张一平

zhangyiping@cmschina.com.cn  
S1090513080007

### 高 明

gaoming3@cmschina.com.cn  
S1090518010002

### 张秋雨

zhangqiuyu@cmschina.com.cn  
S1090519010001

## 核心观点：

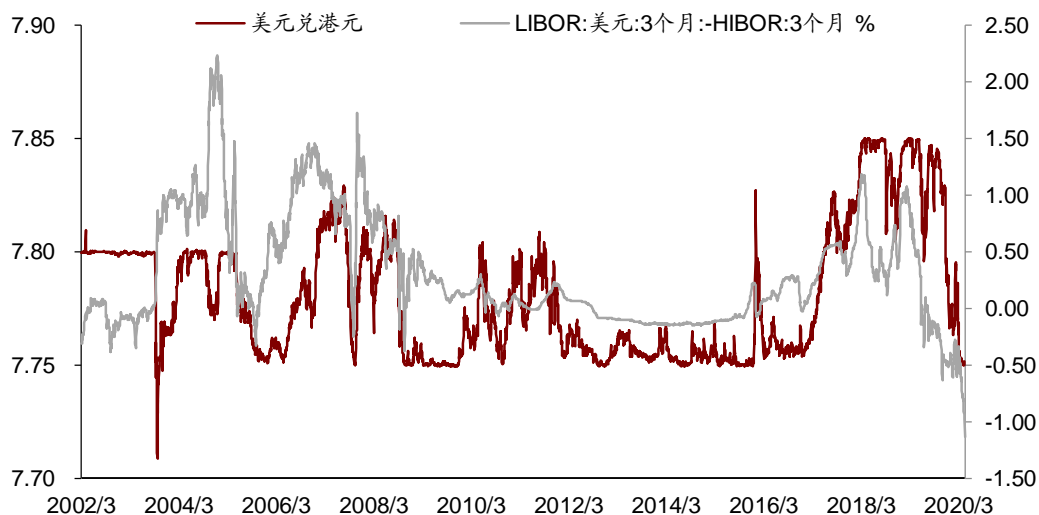
利差因素并不能完全解释本轮港元的走强。近期港元汇率多次触及强方是事实。但是，市场对于其背后的原因有不同的看法。我们认为，带动本轮港元走强的原因不仅仅是香港相对高利率所产生的利差，更重要的是美联储宽松货币政策的外溢效应。

市场存在的预期差及其投资意义。造成港元走强的究竟是本地因素还是国际因素，市场对此问题存在预期差。我们认为港元走强只是美联储宽松货币政策和全球流动性修复的表现之一。如果认同此观点，那么我们将能够看到包括中国在内的新兴经济体都将迎来一个国际资本流入时期，这个时期在美联储收紧货币政策的时候才会中止，因而具备持续性。其他条件不变，国际资本持续流入对人民币汇率，外资追捧的 A 股相关板块和中国国债均有正向的推动作用。我认为，到目前为止，市场并未就此形成一致预期。

自4月21日起至28日，短短的7个交易日中，港元汇率已6次触及强方兑换保证，香港金管局也已六次入市干预，买入美元的同时向市场注入合计约207亿的港元流动性。最近的一次干预发生在28日，金管局当天向市场注入107亿港元，这一规模在近期干预总规模中的占比超过一半。延续这一趋势，港元的强势和国际资本的流入似乎在逐步加强，这背后的原因究竟是什么，未来将如何演绎。

**利差因素是港元走强的重要原因之一。**观察港元近期走势可见，从3月下旬起，港元汇率就已逐渐走强并维持在接近7.75的强方兑换水平。在美元指数快速上升至103的高位，全球美元流动性紧张和多个经济体出现大规模资本外流的背景下，港元仍然能够保持如此强势，这背后香港金管局的利率政策和利差因素发挥着极为重要的作用。3月15日，美联储紧急宣布降息100个基点至0-0.25%的水平，并宣布启动一项规模达7000亿美元的宽松计划。3月16日，香港金管局在第一时间宣布将基准利率下调64个基点，至0.86%，显然并未同幅度跟随美联储的降息。此后，1个月期港元Hibor与1个月期美元Libor的利差随之拉大，接近1999年以来的最高水平。香港基本利率是用作计算贴现率的基础利率。基本利率定于当前美国联邦基金利率目标区间的下限加50个基点，或隔夜及1个月香港银行同业拆息5天移动平均数的平均值，以较高者为准。当前美国联邦基金利率目标区间的下限加50个基点是0.5%，而隔夜及1个月香港银行同业拆息的5天移动平均数的平均值是0.86%，所以香港基本利率设定于0.86%。香港金管局没有完全跟随美联储的降息幅度，拉大港元和美元之间的利差，一方面有助于在金融动荡中维护香港的金融稳定；另外一方面增强了港元资产吸引力，支撑港元保持强势。

图1：美港利差回落，港元快速走强

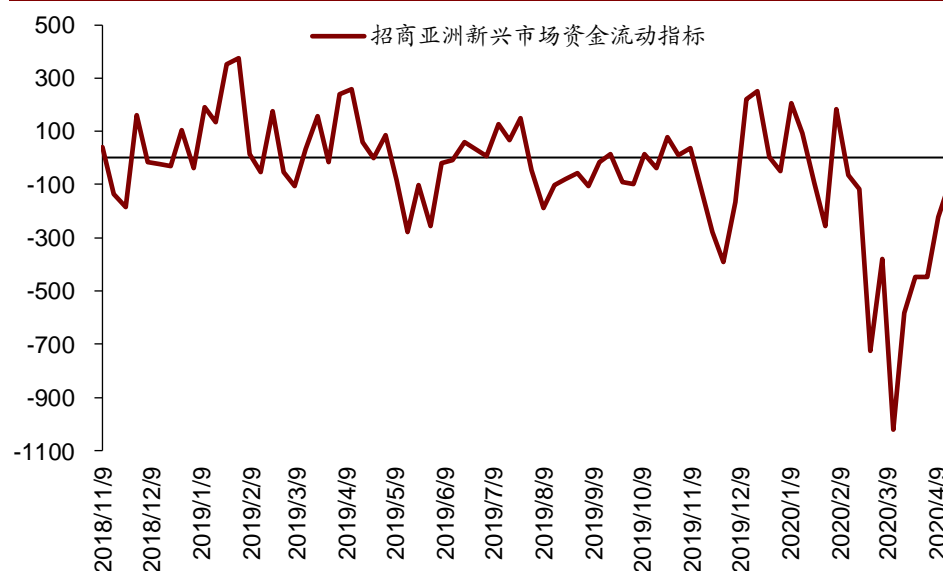


资料来源：Wind，招商证券

**但利差因素并不能完全解释本轮港元的走强。**香港金管局总裁余伟文近期也表示，除了市场套利交易之外，股票投资相关的港元需求和财政开支增加带来的港元需求都有助于推高港元汇率。但我们认为，更为关键的一点是，放宽视野可见，港元走强的同时还有以下几个现象同时出现，而这些现象显然不是美元港元利差走阔造成的，这也就意味着港元走强背后还有更多原因：一是，从汇率看，在港元走强的同时，包括人民币以及其他新兴市场货币汇率也从底部开始回升。二是，从国际资本流动来看，招商证券构建的招商亚洲新兴市场资金流动指标显示，国际资本在3月中旬到达底部后，从3月16日开始反弹，目前已连续6周回升，显示国际资本逐步流入多个亚洲新兴经济体。三

是，从内地资本市场的外资流向看，2月24日至3月20日，外资大举外流，通过陆股通周均流出约250亿元。而从3月28日开始至今，外资已连续6周通过陆股通流入A股，且流入规模逐步上升。多个经济体在相同的时间段内出现汇率转强与资本流入这样相同的价值趋势，意味着在利差因素之外，还有共同的国际因素在起作用。

图 2：招商亚洲新兴市场资金流动周度指标已连续 8 周改善



资料来源：Wind，招商证券

**美联储的宽松货币政策是本轮港元走强背后的国际因素。**我们一直强调要从全球视角来分析问题，就是说分析汇率和国际资本流动等国际经济问题时应同时兼顾国内和国际两重因素。而市场流行的分析方法往往容易重视其中的一个因素，而忽视另外一个因素。以分析本轮港元走强的原因为例，流行的分析更为强调香港金管局维持相对高的基准利率以及香港股票市场融资需求等香港本地因素，但是忽视美联储政策宽松的国际因素。如果不能充分重视和分析美联储货币政策的外溢效应对于港元走强的贡献，则可能低估本轮港元走强的持续性，同样也很可能低估美联储货币政策变化对于人民币汇率以及国际资本流动的影响程度。

图 3: MSCI 新兴市场指数企稳并小幅回升

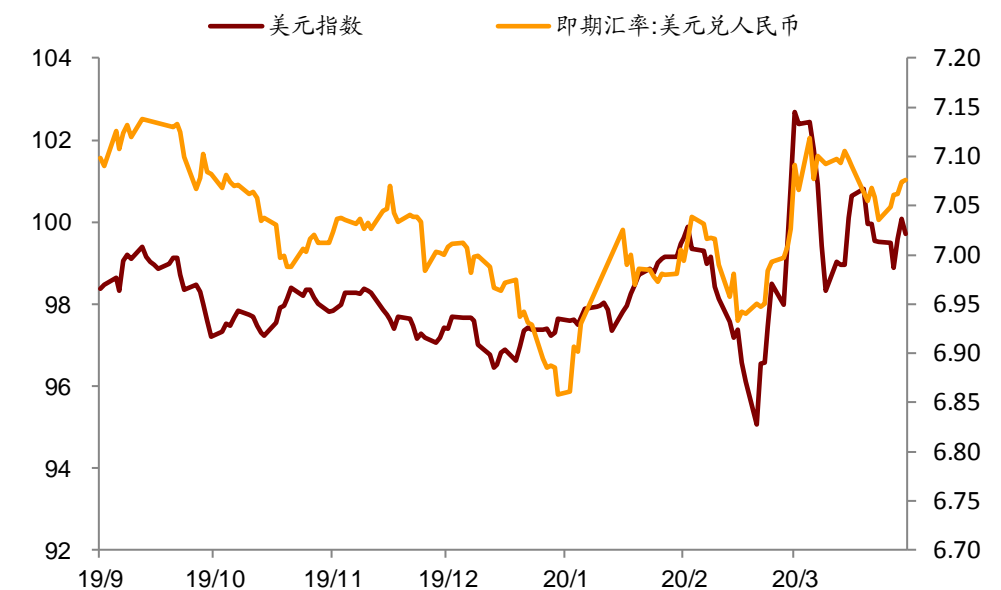


资料来源: Wind, 招商证券

全球同此凉热，美联储宽松货币政策的外溢效应将带动人民币汇率走强和国际资本流入。如果大家同意推动本轮港元走强背后的国际因素是美联储为应对经济衰退和流动性危机而采取的超宽松货币政策的话，那么“环球同此凉热”，（有兴趣可参见招商宏观 2012 年 9 月的报告《寰球同此暖凉-影响中国国际资本流动的国际因素》）其所产生的外溢效应同样会对中国大陆产生一系列的显著影响。我们认为至少应该包括以下三个方面：

首先，美元指数有可能走弱，人民币汇率有望摆脱 3 月以来的弱势。我们在此前的分析中认为，美元指数在 3 月中旬达到 103 的高位，其背后的主要原因是全球美元荒导致大量套息交易被迫解除，抛出欧元和日元来兑换为美元。可以预期，随美联储缓解美元流动性紧张的政策措施起效，美元指数将出现回落。从参考篮子货币汇率的角度看，美元弱，人民币有望相应走强。同时，美联储宽松货币政策带来的国际资本流入有助于增加中国外汇市场的外汇供应，改善外汇供求状况，同样对人民币汇率产生支撑作用，推动人民币汇率由弱势转强。

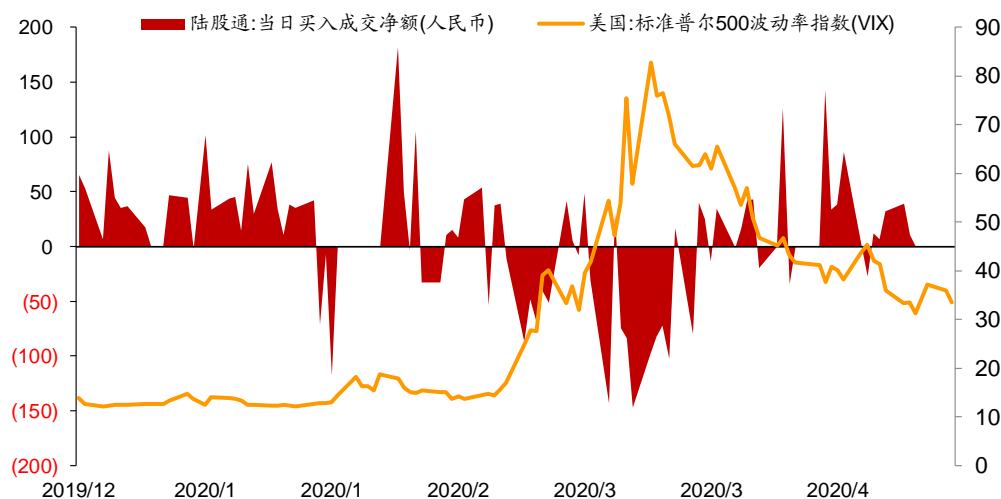
图 4: 美元指数走弱将使人民币走强



资料来源: Wind, 招商证券

其次, 中国资本市场由国际资本流出转为资本流入。2020 年 3 月在全球美元流动性最紧张的时候, 中国的股票市场和债券市场也同样出现了国际资本大举外流的情况。我们在此前的分析中指出, 国际资本从中国资本市场短期撤离并非是因为中国资产的吸引力下降, 而更大程度是因为“后院起火”, 资金需要流回来源国以救急, 缓解流动性紧张的局面。如果美联储的货币政策有效缓解全球美元流动性紧张的局面, 那么这部分撤离的国际资本会回流。从高频的陆股通数据看, 从 3 月的第四周开始至 4 月底, 国际资本已连续 6 周持续流入, 国际资本外流的趋势已经得到逆转。

图 5: 国际资本已连续 6 周持续流入 A 股



资料来源: Wind, 招商证券

第三, 本轮国际资本流入将具备一定的持续性。鉴于新冠疫情仍然在全球蔓延, 其对全球经济特别是美国经济的冲击程度和影响时间仍不能准确估算, 这决定在 2020 年内, 美联储都将难以退出宽松货币政策。这也就意味着, 本轮由美联储宽松货币政策推动的国际资本流入包括中国在内的新兴经济体的趋势可能才刚刚开始, 在未来的数个季度仍将持续。



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**谢亚轩：**南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（执行董事），负责宏观经济研究。2013 年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014 年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015 年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016 年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。

**罗云峰：**南开大学经济学学士、硕士、博士，中共中央党校政治学博士后。现任招商证券研发中心联席首席宏观分析师（董事）。先后就职于国家发展改革委系统、申银万国证券研究所和安信证券研究所，政、学、商三界逾 10 年宏观固收研究经验。专注于盈利债务周期模型下的全球大类资产配置研究。

**张一平：**南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商研究发展中心宏观经济分析师（副总裁），主要从事宏观经济研究。

**刘亚欣：**美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

**林 澍：**中山大学金融学博士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

**高 明：**中国人民大学国民经济学博士，招商证券应用经济学博士后，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

**张秋雨：**南开大学经济学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。