

港币触发弱方保证的含义与影响



刘刚, CFA

SAC 执证编号: S0080512030003
SFC CE Ref: AVH867
kevin.liu@cicc.com.cn



陈南丁

SAC 执证编号: S0080121050106
SFC CE Ref: BRG967
nanding.chen@cicc.com.cn



王汉锋

SAC 执证编号: S0080513080002
SFC CE Ref: AND454
hanfeng.wang@cicc.com.cn

近期美元持续走强引发一系列连锁反应,除人民币快速走弱一度突破 6.8 外,港币也触发 7.85 弱方保证,促使香港金管局 5 月 12 日干预维持港币汇率稳定,这也是 2019 年以来的首次,引发广泛关注。针对其机制和可能影响我们分析如下。

美债利率走高和美元走强下,港币触发弱方兑换保证

美联储紧缩预期升温推动美债上行和美元走强,引发新兴市场汇率普遍承压。4 月以来,美联储引导紧缩预期走高以及美国通胀居高不下导致美债利率和美元持续走强(《当美元和美债利率同涨》),美债利率 5 月初突破 3.2%,创 2018 年底以来新高,美元指数则连续突破 2020 年 3 月疫情和 2017 年初高点,站上 104,为 2002 年以来新高。美元快速走强、叠加中美利差倒挂和疫情扰动下增长担忧增加,导致人民币和港币都明显承压,港币对美元触发 7.85 弱方兑换保证,是 2019 年 3 月以来首次,促使香港金管局(HKMA)在联系汇率机制(Linked Exchange Rate System, LERS)安排下连续买入港币卖出美元以维护汇率稳定。

实际上,2022 年初以来,随着美国金融条件收紧,Hibor-美元 Libor 利差不断收窄并于 2 月初转为倒挂,类似于近期中美利差倒挂,也带来了一定汇率和资金压力。由于外部资金流动通常会反应在香港银行体系资产负债表中,我们可以通过香港银行外币净头寸来透视其变化。数据显示,2021 年下半年至 2022 年 2 月,香港银行外币净头寸由 9680 亿港币下降至 6600 亿港币,与同期的港币汇率走弱和利差倒挂所反映的信息一致。

香港金管局入市为联系汇率机制下的正常操作

港币触及弱方兑换保证触发了金管局的连续入市干预。自 5 月 12 日起,香港金管局已经连续 4 次总计购买 175 亿港币来维持港币汇率稳定,这引发市场的一定关注。就此,我们认为有几点信息值得关注:

1) 金管局入市是联系汇率机制下的正常操作。香港的联汇制度属于货币发行局制度,自 1983 年 10 月 17 日实施,金管局透过自动利率调节机制及履行兑换保证的坚决承诺来维持港元汇率 7.75~7.85 区间的稳定。因此,当港币触及 7.85 弱方兑换保证时,金管局购入银行系统港币,导致货币基础收缩(金管局账户总结余减少),这意味银行间港币流动性收紧,推动 Hibor 抬升从而缓解汇率压力,反之亦然。2) 金管局有充足能力维护联系汇率下币值稳定。联系汇率制度是香港货币金融稳定的支柱,经历过多个经济周期仍然行之有效,金管局也提供兑换保证。目前来看,香港依然有充足能力维护联系汇率稳定。金管局 5 月 6 日最新数据显示,香港外汇储备 4,657 亿美元,是流通中货币的 6 倍,仅略低于 2000 年以来均值,占到港币广义货币供给 M3 的 44%,也处于历史均值附近。3) 回顾历史,港币走弱也是美联储加息和美国金融条件收紧时的正常情形,反之亦然。以疫情以来为例,2020 年疫情爆发后美联储实行大规模货币宽松政策,港币自 2020 年初迅速升值并多次触发强方兑换保证,香港银行系统总结余由 2020 年 4 月的 541 亿港币升至同年 11 月的 4,574 亿港币,1 月期 Hibor 于 2021 年 5 月降至 0.08% 低位。2021 年下半年以来,随着美联储收紧步伐渐行渐近,3 个月 Hibor-美元 Libor 利差不断收窄并于 2022 年 2 月倒挂,为 2018 年以来最高水平,叠加地缘局势以及 3~4 月香港与内地疫情扰动,都增加了汇率压力。

港币走弱和香港加息的影响? 股市相对有限,但本地地产板块或边际承压,银行相对受益

往前看,在通胀仍有粘性的环境下,美联储紧缩将是未来一段时间的强约束,短期内难以逆转,至于是否会再超预期则取决于通胀路径和供给矛盾的缓解速度。这一背景下,美元流动性收紧和金管局跟随美联储加息、Hibor 利率走高也将是大概率情形,这进而不排除仍会给港币造成一定压力,尤其是疫情缓解和稳增长有效发力吸引海外资金明显回流之前。参考 2015-2018 年美联储加息周期,香港银行总结余由 2015 年末的 4200 亿港币降至 2019 年初的 590 亿港币,同期 1 个月 Hibor 从 0.22% 上升至 2% 以上。当前总结余约为 3300 亿港币,不排除仍有回落空间(但总结余下降并不直接等于资金流出)。我们认为上述变化可能产生以下一些影响:

1) 单纯香港利率上行和港币走弱并非港股的主导因素。1985 年以来数据显示,1 月 Hibor 与恒指月度收益的相关性仅为 -7%,与恒生国企指数相关性为 11%。由于港股市场中资公司占到相当比例,因此香港自身的金融条件对于港股整体的影响并非单一主导因素,相比之下国内增长和基本面状况更为重要,以 2017 年为例,即便面临美联储加息和缩表、港币

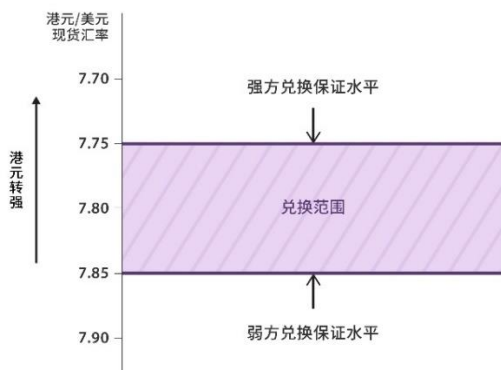
整体走弱且Hibor抬升，但海外资金依然持续流入，推动人民币走强和港股市场大涨。板块层面，由于样本较少没有确定性的一致规律，更多还是有当时基本面环境和行业中观环境决定。

2) 香港加息和利率走高或使本地地产边际承压。联系汇率机制下，金管局跟随美联储加息以及Hibor大概率继续走高，将会提升香港本地的部分融资成本，进而可能对本地房地产融资带来部分压力。据 2021 年 12 月调查显示，香港 97.2% 的新发住房抵押贷款与Hibor利率挂钩，1 个月的Hibor是住房贷款主要基准。

3) 更高的利率环境可能提振本地银行股的利润空间。香港本地银行板块可能相对受益于利率抬升和利差走阔，但最终表现仍取决于宏观经济与市场环境。



图表 1：联系汇率制度示意图（来自金管局）



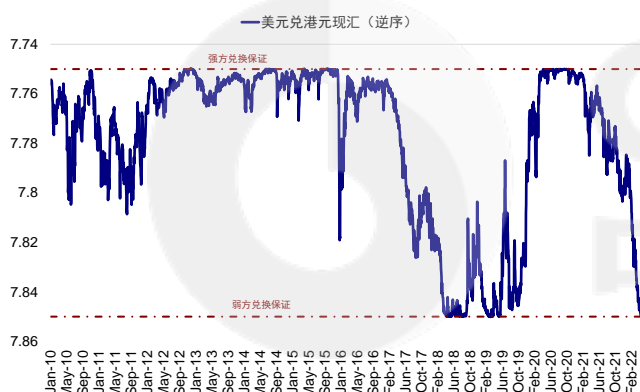
资料来源：香港金管局，中金公司研究部

图表 2：强方和弱方保证的操作示意图（来自金管局）



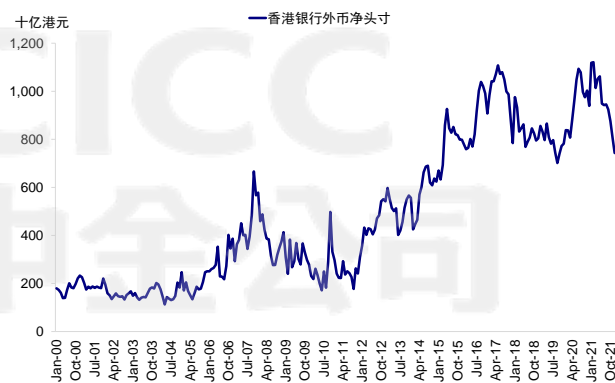
资料来源：香港金管局，中金公司研究部

图表 3：港币汇率近期触发弱方兑换保证



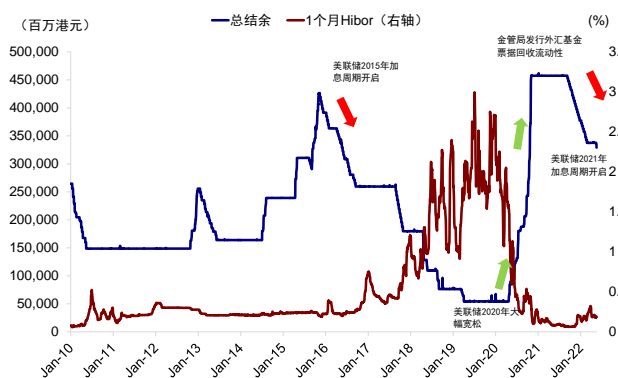
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 4：2021 年下半年以来香港银行外币净头寸下滑近 3000 亿港元



资料来源：香港金管局，中金公司研究部

图表 5：金管局连续 4 次购买 175 亿港元维持汇率



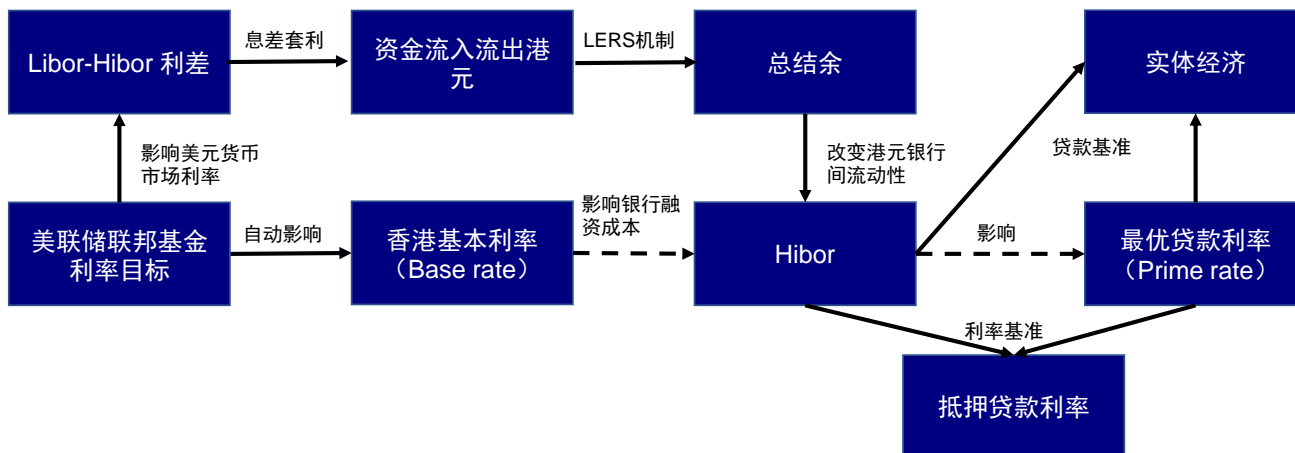
资料来源：Bloomberg，香港金管局，中金公司研究部

图表 6：香港外汇储备 4,657 亿美元，是流通中货币的 6 倍；占到港币广义货币供给 M3 的 44%



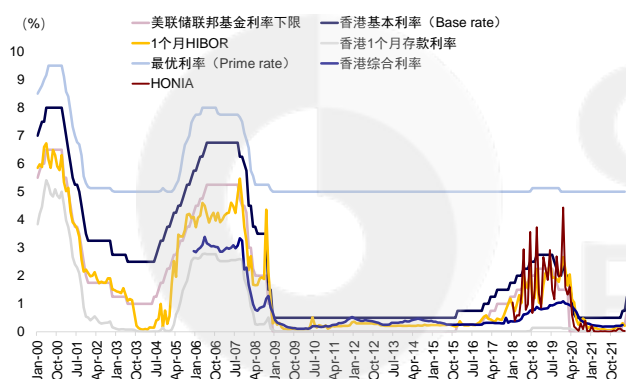
资料来源：Haver，香港金管局，中金公司研究部

图表 7：香港利率传导机制



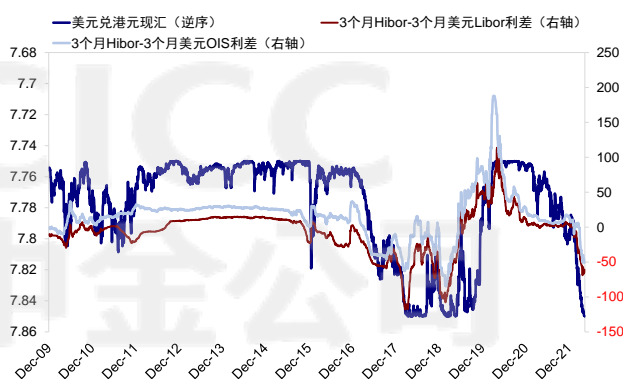
资料来源：香港金管局，中金公司研究部

图表 8：美联储加息周期开启，香港利率面临上行压力



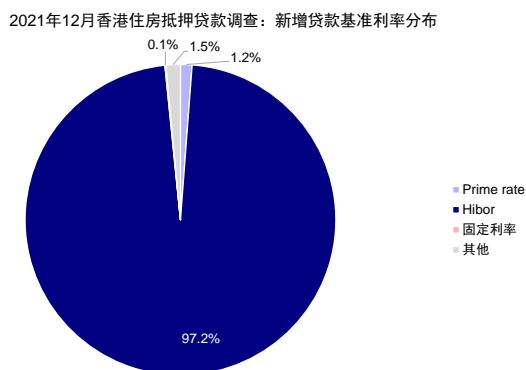
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 9：近期港美利差走扩推动资金外流



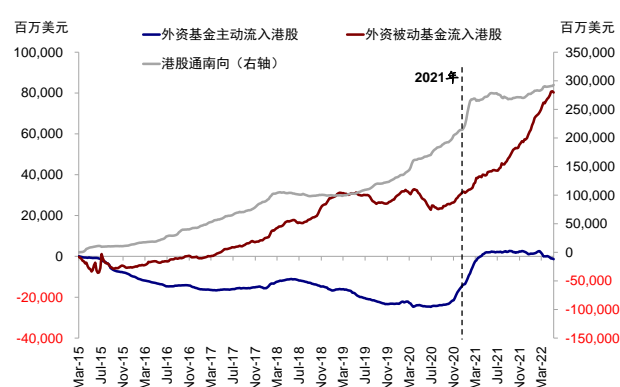
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 10：超 9 成新增住房抵押贷款利率与 Hibor 挂钩



资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 11：南向资金近期维持流入，但外资小幅流出



资料来源：万得资讯，EPFR，中金公司研究部

图表 12：1985 年至今香港利率与资产表现的相关性矩阵

相关系数	隔夜Hibor	1 月期Hibor	HONIA	香港1月期存款利率	香港银行最优利率	香港基本利率	美联储联邦基金利率下限	恒生指数	恒生综指	恒生国企指数	香港房价指数
隔夜Hibor	1.00	0.95	0.99	0.84	0.83	0.93	0.93	0.09	0.10	0.17	-0.06
1 月期Hibor		1.00	0.89	0.94	0.91	0.88	0.90	-0.07	0.04	0.11	-0.28
HONIA			1.00	0.62	0.50	0.79	0.74	0.10	0.06	0.12	-0.16
香港1月期存款利率				1.00	0.98	0.87	0.88	0.03	0.13	0.18	-0.24
香港银行最优利率					1.00	0.91	0.88	0.05	0.13	0.19	-0.19
香港基本利率						1.00	0.99	0.04	0.07	0.15	-0.16
美联储联邦基金利率下限							1.00	0.05	0.08	0.15	-0.15

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部
注：月度计算，指数表现采用月度收益率

图表 13：港币贬值阶段 MSCI 中国行业指数表现

年化收益		MSCI 中国指数	可选消费	通信服务	金融	地产	医疗保健	信息技术	工业	必需消费	原材料	公共事业	能源
港币贬值阶段													
May-06	Aug-07	47.6%	36.5%	57.9%	57.9%	-	-29.8%	-0.1%	65.5%	49.2%	57.1%	54.3%	22.6%
Dec-09	Jun-10	-25.0%	-27.7%	-3.3%	-31.2%	-	-3.9%	-10.7%	-30.1%	-11.0%	-46.2%	-27.8%	-21.5%
Nov-10	Aug-11	-26.9%	-27.1%	-9.3%	-35.0%	-	-44.6%	-8.8%	-49.5%	-17.1%	-19.7%	-23.4%	-17.2%
Jan-17	Apr-18	39.3%	43.4%	-8.1%	26.6%	81.6%	55.0%	62.7%	8.1%	42.3%	42.8%	20.7%	16.7%
Oct-20	May-22	-24.3%	-38.4%	-24.9%	-8.4%	-29.0%	-26.9%	-23.4%	1.1%	-13.3%	4.8%	7.7%	32.5%
港元靠近弱方兑换保证阶段													
Apr-18	Sep-18	-38.8%	-55.8%	3.5%	-43.4%	-52.0%	-39.7%	-39.7%	-32.9%	-34.8%	-48.6%	-9.9%	7.2%
Feb-19	May-19	-23.2%	-23.6%	-31.9%	-19.5%	4.0%	5.9%	-25.0%	-31.5%	39.5%	-30.3%	-26.9%	-37.6%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 14：港币贬值阶段香港本地股表现

年化收益			本地金融			本地地产		
起始	结束	恒生指数	汇丰控股	恒生银行	东亚银行	长江实业	新鸿基地产	新世界发展
港元贬值阶段								
May-06	Aug-07	20.4%	0.3%	12.9%	22.3%	-	2.2%	16.6%
Dec-09	Jun-10	-25.8%	-42.7%	-23.3%	-30.4%	-	-25.9%	-49.2%
Nov-10	Aug-11	-25.2%	-24.7%	-5.4%	-23.7%	-	-34.5%	-50.5%
Jan-17	Apr-18	27.3%	14.1%	20.8%	1.6%	24.2%	17.1%	21.6%
Oct-20	May-22	-10.9%	28.8%	7.8%	-12.7%	28.1%	-0.9%	-14.4%
港元靠近弱方兑换保证阶段								
Apr-18	Sep-18	-31.3%	-25.5%	21.5%	-22.0%	-35.0%	-27.8%	-31.8%
Feb-19	May-19	-12.4%	-7.1%	29.4%	-42.5%	-35.4%	-6.2%	-21.1%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣

北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号
平安金融中心 72 层
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号
丸の内二重橋ビル 2 1 階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560