

相关研究

《留抵退税：进展如何？》2022.06.01
《经济修复，需要多久？》2022.05.31
《储能：乘政策之风启航——“能源变革”研究系列二》2022.05.25

港币：为何贬值，趋势如何？ ——美元流动性研究系列四

投资要点：

- 5月中旬，中国香港金管局连续入市购买港币。如何理解金管局入市？中国香港跟随美联储加息，为何港币仍贬值？后续港币趋势如何？本篇专题拟对这些问题进行梳理分析。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@htsec.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@htsec.com

证书: S0850521090002

目 录

1. 稳定港币汇率，就是货币政策.....	4
2. 跟随美联储加息，港币为何仍贬值？	5
3. 港币利率为何没有加上去？	7
4. 贬值压力仍在，但不必过于担心	8

图目录

图 1	中国香港货币发行制度	4
图 2	中国香港联系汇率制度	5
图 3	美元兑港币（逆序）	5
图 4	美国联邦基金目标利率和中国香港贴现窗基本利率（%）	6
图 5	中国香港 1 季度 GDP 增速转负（剔除基数效应，%）	6
图 6	中国香港消费持续走弱（剔除基数效应，%）	6
图 7	美元兑港币汇率和市场利率利差	7
图 8	美国联邦基金利率与 LIBOR 美元利率（%）	7
图 9	中国香港贴现窗基本利率与 HIBOR 港币利率（%）	7
图 10	美联储利率走廊（%）	8
图 11	中国香港的基本利率水平远高于市场利率（%）	8
图 12	美元指数走势	9
图 13	中国香港外汇储备的保障能力	9

表目录

表 1	近期中国香港金管局的相关操作	4
-----	----------------------	---

1. 稳定港币汇率，就是货币政策

5月12日，中国香港金管局宣布在市场买入15.86亿港元，该操作是中国香港金管局近3年来首次行动。此后，又继续操作了4次，累计5次操作，共计在市场买入175.85亿港元。

表1 近期中国香港金管局的相关操作

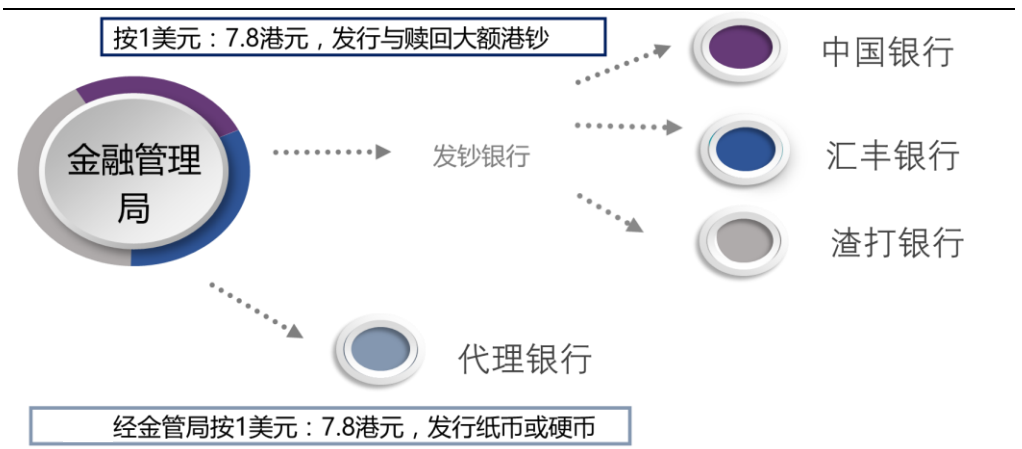
时间	内容
2022.05.16	中国香港金管局在市场买入58.88亿港元，以捍卫联系汇率制度。
2022.05.14	中国香港金管局在市场买入31.64亿港元，以捍卫联系汇率制度。
2022.05.13	中国香港金管局在市场买入28.65亿港元，以捍卫联系汇率制度。
2022.05.12	中国香港金管局在市场买入40.82亿港元，以捍卫联系汇率制度。
2022.05.12	中国香港金管局在市场买入15.86亿港元，以捍卫联系汇率制度。

资料来源：Wind，中国香港经济日报，新浪财经百家号，中新经纬，海通证券研究所整理

如何理解中国香港金管局入市买入港币的操作？这其实是联系汇率制度下的常规操作。中国香港自1983年10月起实施联系汇率制度，通过严谨、稳健和透明的货币发行局制度，使港币汇率保持稳定在7.75至7.85港币兑1美元的区间内。具体来说：

联系汇率制是固定汇率制度的一种，即将汇率盯住某一种外币，按照固定比例兑换，而港币紧紧盯住的是美元。一方面，中国香港在发行港币时都有美元做“背书”。中国香港一共有汇丰银行、渣打银行和中国银行三家发钞银行，发钞银行每发行7.8港币就需要向金管局交存1美元，每回笼7.8港币都可以从金管局收回1美元。同时，金管局还可以自行发行硬币或纸币，发行时同样按照1:7.8的汇率与代理行进行兑换。

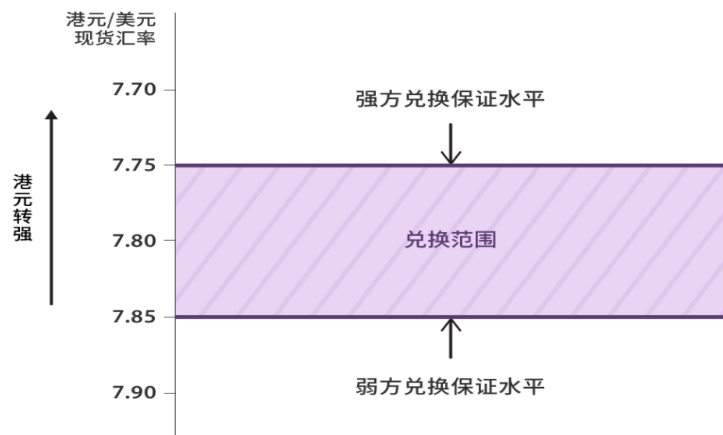
图1 中国香港货币发行制度



资料来源：中国香港金管局官网，海通证券研究所整理

另一方面，中国香港金管局承诺通过自动利率调节机制及履行兑换保证来维持港币汇率的稳定。中国香港金管局承诺在汇率达到7.75港币兑1美元的强方兑换保证水平时，向持牌银行出售港币、买入美元，使得金管局账户总结余增加及港币利率下行，从而使汇率回到目标区间；在汇率达到7.85港币兑1美元的弱方兑换保证水平时，向持牌银行出售美元、买入港币，使得金管局账户总结余减少及港币利率上行，从而使汇率回到目标区间。此外，汇率在7.75至7.85之间时，中国香港金管局也可以根据需要进行操作。

图2 中国香港联系汇率制度

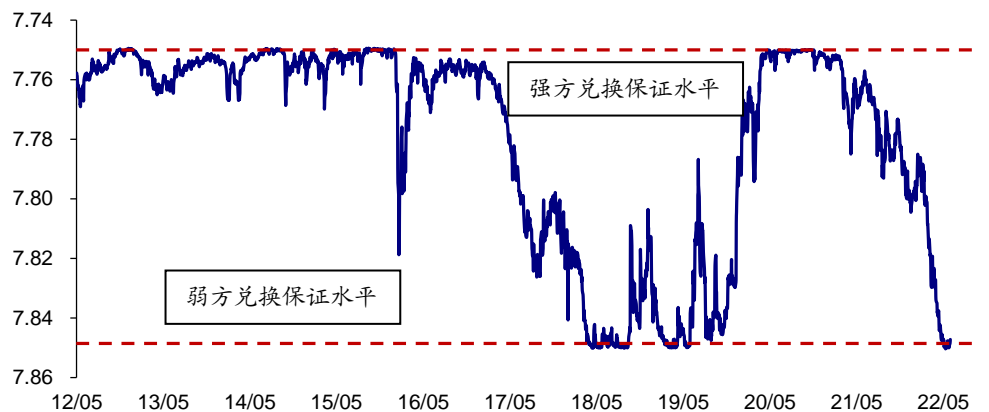


资料来源：中国香港金管局官网，海通证券研究所整理

而5月12日以来金管局连续入市，主因港币汇率达到了7.85港币兑1美元的弱方兑换保证水平。进一步来看，港币从2021年年初便开始贬值，尤其是今年以来贬值幅度更大。截至6月3日，今年以来港币兑美元贬值了0.6%，过去一年则贬值了1.1%。

所以，总结来说，在联系汇率制的框架下，中国香港的货币政策目标是维持港币汇率稳定。中国香港金管局维持汇率稳定的过程，就是执行货币政策操作的过程。金管局买入、卖出港币，都属于非常正常的货币政策操作。

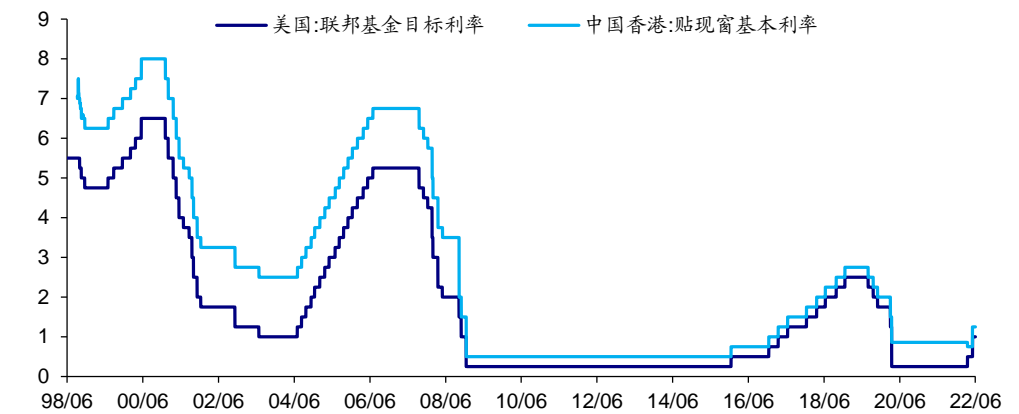
图3 美元兑港币（逆序）



资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 跟随美联储加息，港币为何仍贬值？

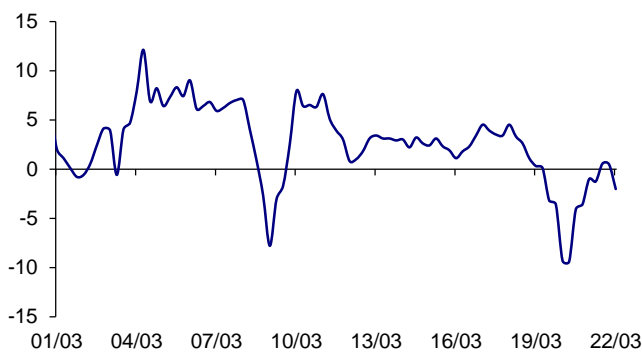
在中国香港，资本可以自由流动，经济和金融受外部因素影响较大，相对浮动汇率制度来说，采用联系汇率制度更有利于经济和金融的稳定。但这也意味着为了维持汇率的稳定，中国香港的货币政策需要被动跟随美联储而行动。即当美联储加息时，中国香港往往会面临资本流出和港币贬值的压力，需要被动跟随加息；反之，则需要被动跟随降息。在过去的20多年中，美联储每次加息或降息后，金管局几乎都会跟随行动。

图4 美国联邦基金目标利率和中国香港贴现窗基本利率 (%)


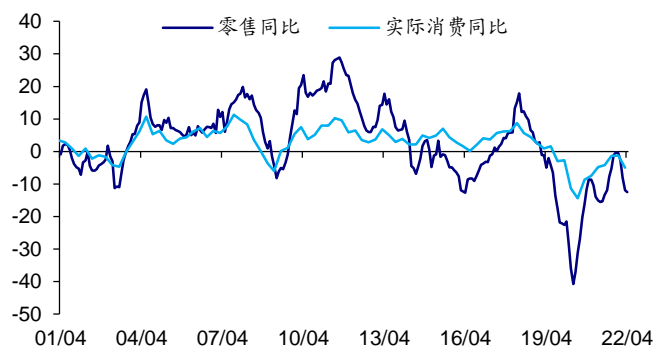
资料来源: Wind, 海通证券研究所

尽管跟随美联储加息, 港币仍贬值。今年3月美联储开启了新一轮加息周期, 在美联储2次加息后中国香港均在同一时间加息相同幅度, 中国香港贴现窗基本利率也上调至1.25%。但是今年以来港币兑美元仍在持续贬值, 5月一度突破7.85, 直到金管局持续买入港币后, 才回到目标区间。

港币贬值主因一: 经济基本面有所走弱。中国香港的经济、资金流动和内地的相关性是比较高的。从去年以来, 内地经济基本面从高位逐步回落, 今年以来又受到疫情影响, 短期受到冲击较大。从中国香港自身经济来看, 剔除基数影响后, 1季度中国香港实际GDP增速转负, 为去年2季度以来首次。尤其是占经济总量超6成的消费较为疲弱, 剔除基数效应后, 消费同比跌幅持续扩大。截至4月, 失业率也上行至5.4%, 为2021年6月以来新高。

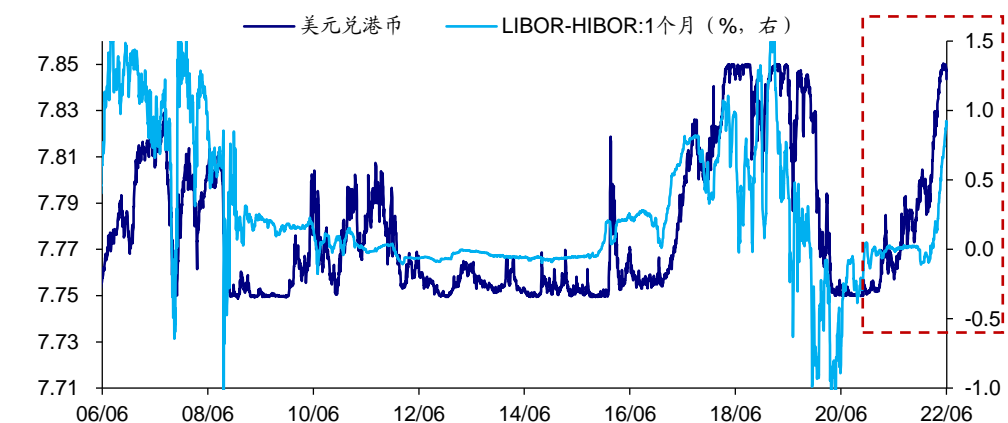
图5 中国香港1季度GDP增速转负 (剔除基数效应, %)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 中国香港消费持续走弱 (剔除基数效应, %)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

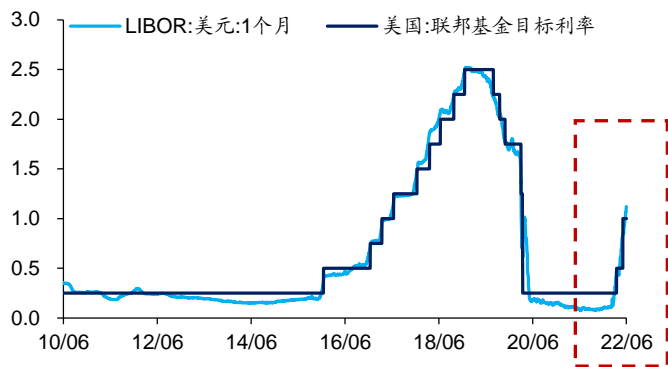
港币贬值主因二: 美元加息周期下, 港币和美元利差扩大。从历史数据来看, 美元兑港币的汇率走势与二者利差高度相关。这其实也很容易理解, 由于资本可以自由流动, 当美元利率相比港币利率走高时, 资本可以通过借入港币兑换成美元来实现套利, 促使港币贬值压力加大; 反之, 则可能促使港币升值。今年以来, 在美元加息周期背景下, 1月期LIBOR美元利率持续上行, 与1月期HIBOR港币利率之间的差距从0BP附近, 不断扩大至当前接近90BP。这也是港币兑美元持续贬值的关键原因。

图7 美元兑港币汇率和市场利率利差


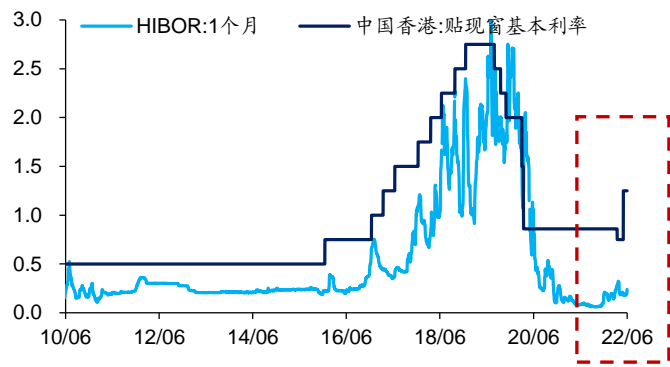
资料来源：Wind，海通证券研究所

美、港利差扩大的关键原因在于美国持续加息后，美元的市场利率同步上行了，但港币的市场利率却仍在低位徘徊。2020年疫情冲击后，全球主要经济体均实行了较为宽松的货币政策，导致全球流动性泛滥，大量的资金流入也推动了中国香港基础货币规模的攀升。截至4月，中国香港银行总结余规模为3000多亿港元（此前一度高达4500多亿港元），较2020年初增加了6倍多。流动性宽松的大环境使得HIBOR利率一直处于较低水平。

在美国开启加息周期后，市场的美元利率基本跟随美联储政策利率持续上升，截至6月1日，今年美联储累计加息了75BP，1年期LIBOR美元利率从0.1%的历史低位来到了1.1%。不过，市场的港币利率并没有跟随政策利率同步上行。今年中国香港跟随美联储同步加息了75BP，但1年期HIBOR港币利率仍在0.2%附近低位徘徊。这就导致了近期美、港利差的持续扩大。

图8 美国联邦基金利率与LIBOR美元利率（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 中国香港贴现窗基本利率与HIBOR港币利率（%）


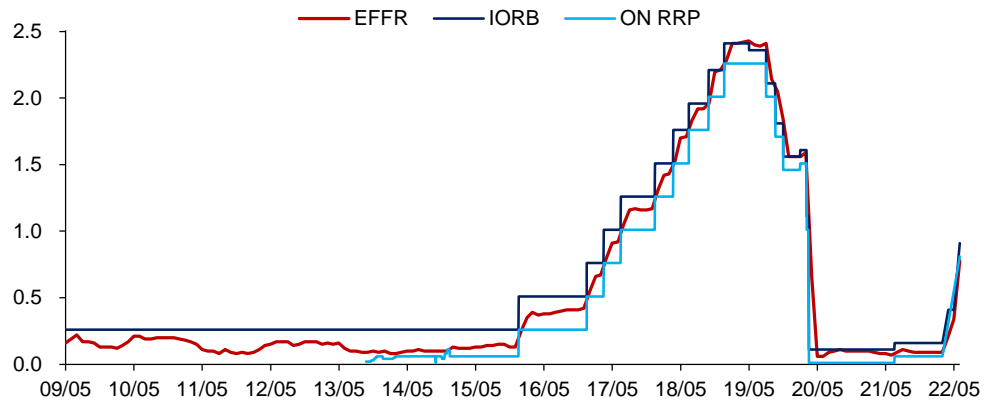
资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 港币利率为何没有加上去？

美联储加息后，美元利率瞬间提升，而中国香港加息后，港币利率仍在低位徘徊，为何出现这种状况呢？我们认为，这本质上与美、港货币政策体系的差异有关。

我们在专题报告《美联储的加息、缩表，是如何操作的？——美元流动性研究系列二》中指出，金融危机前，美联储主要通过稀缺准备金体系来实现政策目标；金融危机后，美联储主要通过利率走廊来实现政策目标。所谓利率走廊，即设置好利率的上限和下限，通过调节利率的上下限来实现目标利率。当前美联储设置的利率上限为准备金余额利率（IORB），即美联储向银行体系支付的准备金利息；利率下限为隔夜逆回购利率（ON RRP），即美联储向货币市场基金等非银金融机构支付的抵押逆回购利息。

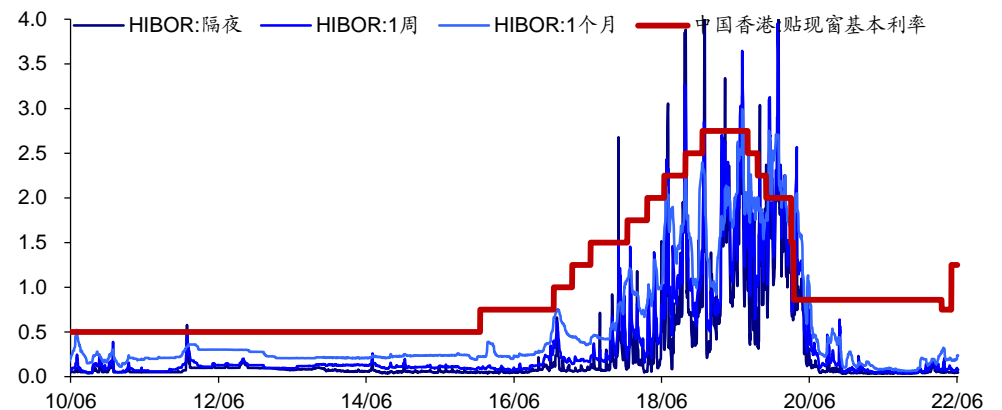
无套利原则决定了市场利率会随着美联储设定的这一区间迅速调整。这是因为如果市场利率低于 ON RRP 利率，非银金融机构可以按照市场利率借入资金，然后将资金通过隔夜逆回购操作拆借给美联储，从而实现套利，最终将促使市场利率回到目标区间。因而在利率走廊体系下，美联储对市场利率有较强的控制力。

图10 美联储利率走廊 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所，注：2021年6月起 IORR 和 IOER 统一修订为 IORB（准备金余额利率）。

而中国香港的基准利率是贴现窗利率，对市场利率的影响则相对有限。所谓贴现窗利率，即银行向中国香港金管局借钱的贷款利率，贴现窗最主要的作用是在银行间资金紧张时为金融机构提供流动性支持。但如果市场上的流动性较为充裕时，市场利率通常低于贴现窗利率，金融机构便可以从市场去借“便宜”钱，而不需要向金管局借“高价”钱。

贴现窗利率可以说是市场利率的上限，在加息的时候，仅仅调整利率上限是不够的。因而无论金管局如何操作，对短期市场利率的影响都相对有限。截至6月2日，金管局贴现窗利率为 1.25%，而市场短期利率普遍在 0.3% 以下。

图11 中国香港的基本利率水平远高于市场利率 (%)


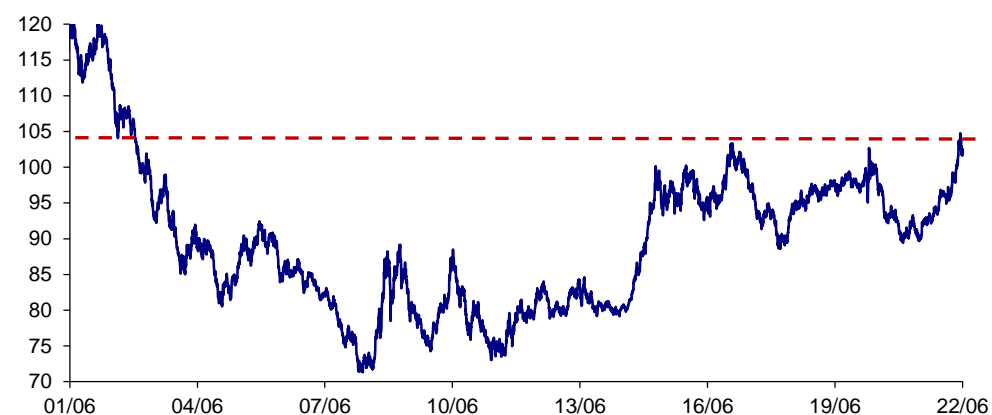
资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 贬值压力仍在，但不必过于担心

往前看，港币仍有贬值压力，但金管局不断回收港币、稳定汇率的过程，本身就是正常的货币政策操作，不必过度解读或者过度悲观。

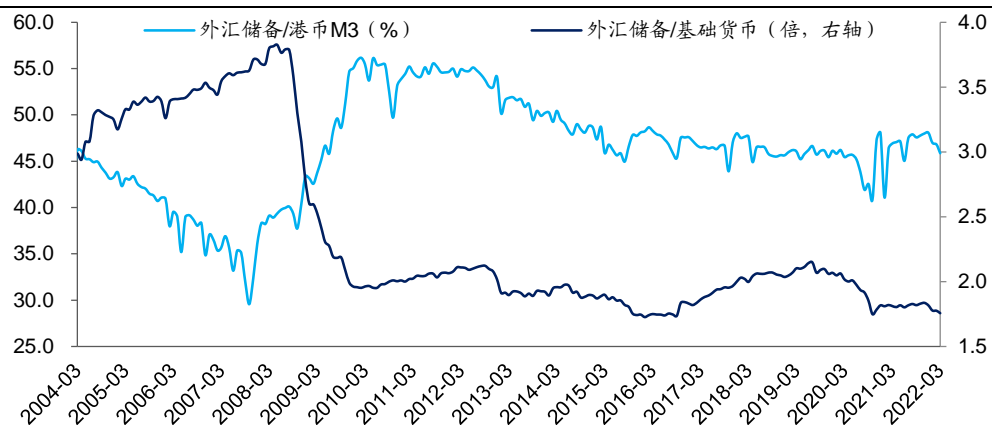
考虑到美国当前处于加息周期中，而美国通胀压力依然较大，美联储仍需收紧货币政策。截至6月3日，CME 跟踪数据显示，市场预期美联储全年加息 11 次的概率回升至 7 成以上，其中 6 月和 7 月分别加息 50BP，9 月加息 50BP 的概率也超 7 成。加之，

欧洲经济已经陷入滞胀状态，欧洲和日本的货币政策又仍在持续宽松中，我们认为，美元仍可能维持强势。而在美元强势背景下，港币仍有贬值压力。

图12 美元指数走势


资料来源：Wind，海通证券研究所

另一方面，中国香港金管局目前也有能力维持汇率稳定。在联系汇率制度下，一旦港币再度贬值至弱方兑换保证水平，中国香港金管局将继续向银行买入港币、投放美元，来维持汇率的稳定。根据中国香港金管局最新公布数据，截至4月，官方外汇储备资产为4657亿美元，仍在历史高位，相当于中国香港流通货币约6倍多，也相当于港币供应量M3的44%。足够多的外汇储备，就是港币汇率稳定的重要保障。

图13 中国香港外汇储备的保障能力


资料来源：Wind，海通证券研究所

信息披露 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。