

宏观深度报告

香港联系汇率制度再考察

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号

S1060120100009

ZHANGLU150@pingan.com.cn



2022年5月以来，港元汇率频频触及弱方兑换保证。本文介绍香港联系汇率制度的运作原理，分析本次港元触及弱方兑换保证的原因，探讨其背后值得关注的根本性问题。

平安观点：

- 香港联系汇率制度的运作原理。**中国香港在1983年建立了联系汇率制度，经过1998年和2005年两次优化，形成了将港元汇率框定于7.75-7.85范围内的制度安排。可以说，香港的基础货币规模变动是稳定港币汇率的副产品，其基础货币的流量和存量都必须得到外汇储备的十足支持。在金管局的网站上，香港货币政策的唯一目标就是“保持港元汇价稳定”。
- 本次港元触发弱方兑换保证的原因。**2005年之后，港元汇率向弱方保证水平靠近都发生在美联储加息周期中。本次港元触发弱方兑换保证与2018年有很强的相似性，都是伴随着美港息差大幅走阔而发生的。从2018年的经验来看，港元在弱方保证水平运行或将至少持续到美联储结束加息，且Hibor利率将至少上升到美联储本轮加息的目标利率水平。按照目前CME利率期货反映的预期，本轮美联储加息周期中，Hibor或将上升至3.5%以上，至少还有200bp上行空间，显著超过2018-2019年加息周期中2.8%左右的高点。
- 香港联系汇率制度会否失守？**当前香港联系汇率制度失守的可能性很小。首先，从2018年经验判断，当香港银行体系总结余下降到1000亿港元以下时，会对市场利率上行产生更大助推，从而减轻港元贬值压力。其次，与1997/1998年港币保卫战时的情况对比，香港基础货币规模和M1规模远远大于当时，国际资本难以形成有效攻击。再次，香港外汇储备的规模加上内地的支持，有能力保障联系汇率制度运转。当前香港外汇储备能够为基础货币提供1.75倍的保障，香港和中国大陆的外汇储备合计占到全球的近30%。内地的支持是香港汇率稳健运行的坚强后盾。最后，香港作为中国内地金融对外开放的重要门户，其国际金融中心地位的保持，需要联系汇率制度的支持。
- 真正需要回应的问题。**一是，对香港经济的影响。本次香港市场利率上行可能引发银行最优惠贷款利率上行幅度超过25bp。今年以来香港GDP已连续两个季度同比负增，相比2018年9月香港银行上调最优惠贷款利率时的经济基本面更为疲软。二是，香港国际金融中心的地位面临来自新加坡的竞争。2017年以来，新加坡的全球资产管理规模超过了香港同口径指标。但正如总书记在庆祝香港回归祖国25周年大会上指出的，香港“背靠祖国、联通世界”，与中国内地经济金融的更紧密结合，势必给香港金融市场带来新的发展机遇。这是夯实香港国际金融中心地位的最扎实基础，也是香港联系汇率制度的最坚强保障。
- 风险提示：**疫情冲击香港经济，国际资本大规模流出，香港房地产市场动荡。

正文目录

一、	香港联系汇率制度的运作原理.....	4
二、	本次港元触发弱方兑换保证的原因.....	5
三、	本轮香港联系汇率制度会否失守?	8
四、	真正需要回应的问题.....	11

图表目录

图表 1	香港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稳定	4
图表 2	香港联系汇率制度的优化历程	5
图表 3	近期港元触发弱方兑换保证，主要与美港利差迅速扩大相联系	5
图表 4	香港金管局账户总结余的下降也有主动调结构的因素	6
图表 5	近期港元触发弱方兑换保证，银行体系总结余被快速消耗	7
图表 6	美港利差的变化，主要与二者对政策利率的反应不对称有关	7
图表 7	2018 年总结余跌穿 1000 亿港元过程中，Hibor 利率加快上行，银行启动加息	8
图表 8	1997/1998 年香港市场利率大幅蹿升，对港股造成冲击	9
图表 9	1997/1998 年国际资本在远期市场上做空港币汇率	9
图表 10	中国大陆与香港的外汇储备占全球的近 30%	10
图表 11	香港经济四大支柱：金融、外贸、地产、服务	10
图表 12	随着港美利率联动，银行贷款利率有上调压力，而这与当前香港经济基本面相悖	11
图表 13	历次香港银行贷款利率攀升都对其房地产市场造成冲击	12
图表 14	2020 年疫情以来旅游业和贸易物流业对香港经济的支撑显著下降	12
图表 15	2020 年疫情以来香港旅游业几乎停滞	13
图表 16	2020 年疫情以来香港失业率居高不下	13
图表 17	2022 年 3 月以来，香港整体出口货值的三个月平均环比出现大幅下跌	13
图表 18	2017 年以来新加坡资产管理规模超过香港	14
图表 19	香港管理资产更大比例投向本地金融市场	14
图表 20	中国香港股票市场规模大幅高于新加坡	14
图表 21	内地企业在香港股票市场上占比达到 80%左右	15
图表 22	驻港的中国公司总部数量已赶超美国	15

2022年5月以来，港元汇率频频触及弱方兑换保证。中国香港金管局遵循货币发行局制度安排，在7.85港元兑1美元的弱方兑换保证水平，按银行要求买入港元。5月以来，金管局累计从银行同业拆息市场回笼货币1726.38亿港元，使得香港基础货币相应减少，其中的总结余项目跌至1651.58亿港元，香港外汇储备也随之减少了240亿美元。这再度引发了市场对香港市场的担忧，甚至有对联系汇率制度崩溃的悲观论调。7月22日香港金融管理局总裁余伟文发表文章《重温联系汇率制度的设计及运作》，阐明“香港不需亦无意更改联汇制度”，对此论调做出回应。

本文介绍香港联系汇率制度的运作原理，分析本次港元触及弱方兑换保证的原因，探讨其背后值得关注的根本性问题。我们认为，当前香港联系汇率制度失守的可能性很小，但本次美联储加息周期中，香港市场利率将大幅上行、并大概率带动香港金管局加息，在当前香港经济面临下行压力的背景下，其负面冲击值得警惕。中长期来看，随着新加坡资产管理规模的扩大，可能会增强对投资亚洲其他国家的资本吸引力，从而对香港的资本流动状况带来冲击，亦需施未雨绸缪之策。

一、香港联系汇率制度的运作原理

中国香港在1983年建立了联系汇率制度，将港元汇率固定为7.8港元兑1美元。根据不可能三角理论，资本自由流动、固定汇率和货币政策独立性三者不可兼得。因而联系汇率制度下，香港形成了特殊的货币发行局制度。当外资流入时，港币面临升值压力，金管局会以固定汇率出售港元、获得外汇储备，在此过程中实现了基础货币扩张，使得香港银行间利率水平下降，抑制外资流入，由此保持港元汇率稳定；而当外资流出时，金管局又会以固定汇率抛出外储、回笼港元，使得基础货币收紧、利率上升，使得外资流入放缓。可见，香港的基础货币规模变动完全是稳定港币汇率的副产品，且基础货币的流量和存量都必须得到外汇储备的十足支持，也就是放弃了货币政策的独立性。在金管局的网站上也可以看到，香港地区货币政策的唯一目标就是“保持港元汇价稳定”。

图表1 香港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稳定



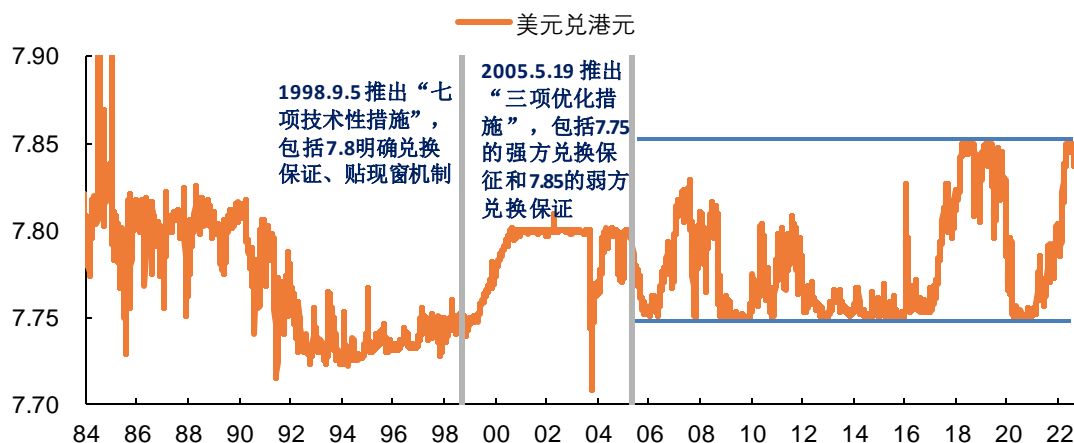
资料来源：香港金融管理局网站

1997-1998年香港金融保卫战之后，针对国际炒家在期货市场做空港币，导致市场流动性大幅收紧的问题，金管局在1998年9月5日宣布推出“七项技术性措施”优化联系汇率制度。主要包括：金管局提供明确的兑换保证，会根据持牌银行要求，在7.80的水平把银行结算账户内的港元兑换为美元；扩大货币基础的涵盖范围至包括未偿还的外汇基金票据及债券；推出贴现窗机制，以抑制过度而且会引起金融市场不稳的利率波动情况。此后，港元汇率从7.75附近逐步上升并保持在7.80水平上。

2003年，由于美元持续走低，以及市场猜测人民币升值（当时人民币汇率尚未放开波动）和香港经济强劲复苏，港币升值预期浓厚。当时金管局尚未明确承诺在港元汇率处于强势时出售港元，2003年9月美元兑港元汇率从7.8急升至7.7，金

管局为了稳定汇率，向市场大量投放港币，将香港银行间同业拆借利率（Hibor）推低到接近 0%。尽管这使得美港利差显著扩大，但直到 2004 年 4 月港元汇率才回到 7.8 的目标水平，原因是市场预期港元会跟随人民币升值。为了理顺货币状况及使利率调节机制发挥作用，金管局于 2005 年 5 月 18 日推出三项优化措施，改进联系汇率制度。内容主要是：将 7.75 设立为强方兑换保证；将弱方兑换保证由 7.80 移至 7.85；将强方与弱方兑换保证水平之间的范围定为兑换范围，金管局可以在这个范围内选择进行符合货币发行局制度运作原则的市场操作。此后，港元汇率被框定在 7.75-7.85 范围内。

图表2 香港联系汇率制度的优化历程

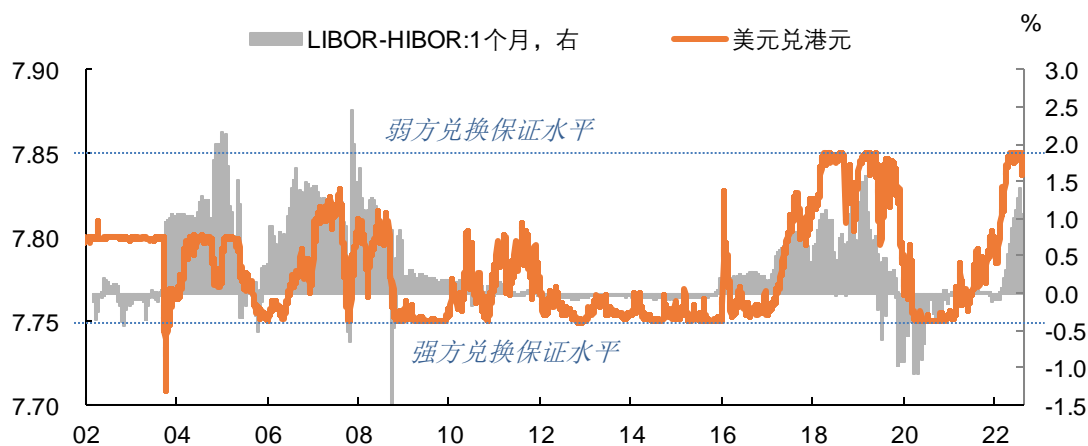


资料来源: Wind,平安证券研究所

二、 本次港元触发弱方兑换保证的原因

从联系汇率制度的运作原理出发，港元触发弱方兑换保证对应于资本外流的情形。2005 年之后，港元汇率向弱方保证水平靠近都发生在美联储加息周期中，美元兑港元汇率和美港息差有明显相关性。本次港元触发弱方兑换保证与 2018 年有很强的相似性，都是伴随着美港息差大幅走廓而发生的。

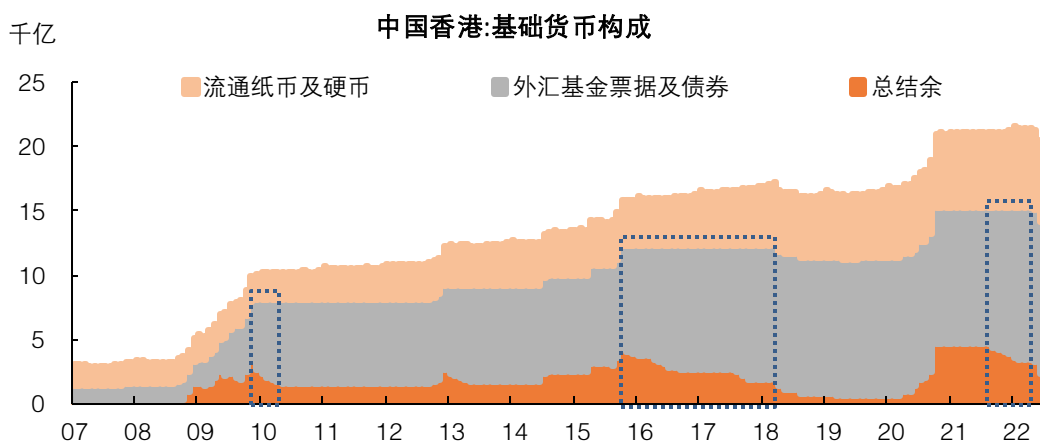
图表3 近期港元触发弱方兑换保证，主要与美港利差迅速扩大相联系



资料来源: Wind,平安证券研究所

2005年建立港币汇率兑换区间后，在2018年以前，港元从未触发过弱方兑换保证。尤其是2006-2008年间，在美联储加息导致美港息差扩大的过程中，港元兑美元汇率虽从强方保证水平移至7.8附近，但得益于这一时期美元指数持续走弱、人民币在2005年汇改后持续释放升值压力、以及彼时香港经济增长强劲（国际金融危机爆发前香港GDP同比仍达到7%），港元汇率并未向弱方保证水平靠近。相反，2006-2017年港元汇率多数时间运行在强方兑换保证水平附近，并数度触发金管局释放港币、回笼外储的操作，这一时期金管局累计释放港币1065亿港元，银行在金管局账户的总结余2015年10月开始上升达到约4244亿港元。之后，金管局以等额减少总结余的方式，增加外汇基金票据及债券的供应（即从外汇基金票据及债券特别投标的中标银行的结算账户中扣除有关款额），使得总结余下降到2018年3月的1797亿港元，但在此期间基础货币规模一直保持不变（也就是基础货币的不同组成部分之间发生的内部转移）。

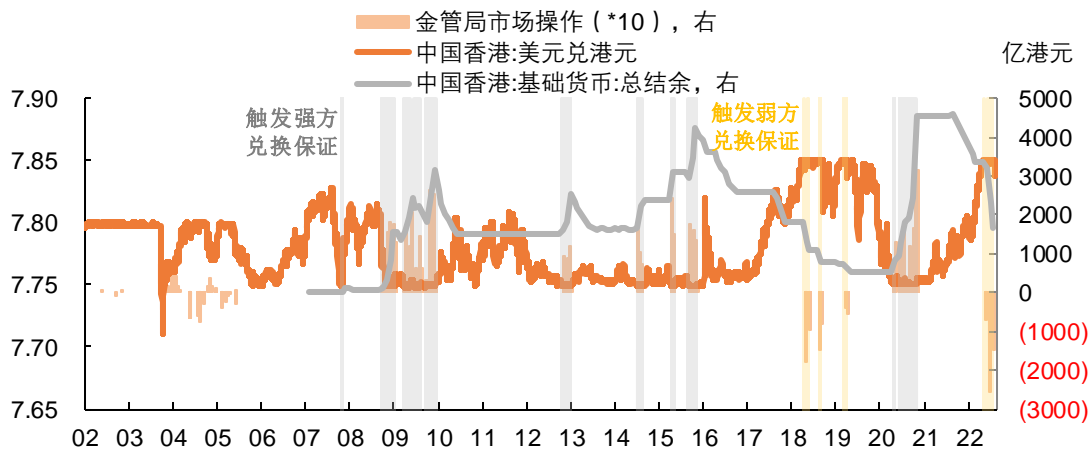
图表4 香港金管局账户总结余的下降也有主动调结构的因素



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2018年美联储加快了加息节奏，香港金管局也亦步亦趋地上调贴现窗基本利率（该政策利率仅决定了市场利率的上限，因只有当市场利率冲破这一水平时，银行才会向金管局以此利率申请流动性），但由于香港的市场利率（即同业拆借利率Hibor）上行偏慢，导致美港息差大幅走阔。2018年3月港币汇率首次贬值触及了7.85的弱方兑换保证，香港金管局开始入市干预，使得总结余到2019年4月进一步下降到544亿港元低位，并保持这一水平直到2020年3月。当时，市场对香港联系汇率制度也产生了诸多担忧，但随着2019年7月底美联储开启降息，美港利差迅速收窄、进而倒挂，牵动港币汇率离开弱方保证水平，向强方保证水平移动，到2020年4月开始触发了强方兑换保证，随着金管局入市操作，银行总结余开始快速回升。

图表5 近期港元触发弱方兑换保证，银行体系总结余被快速消耗

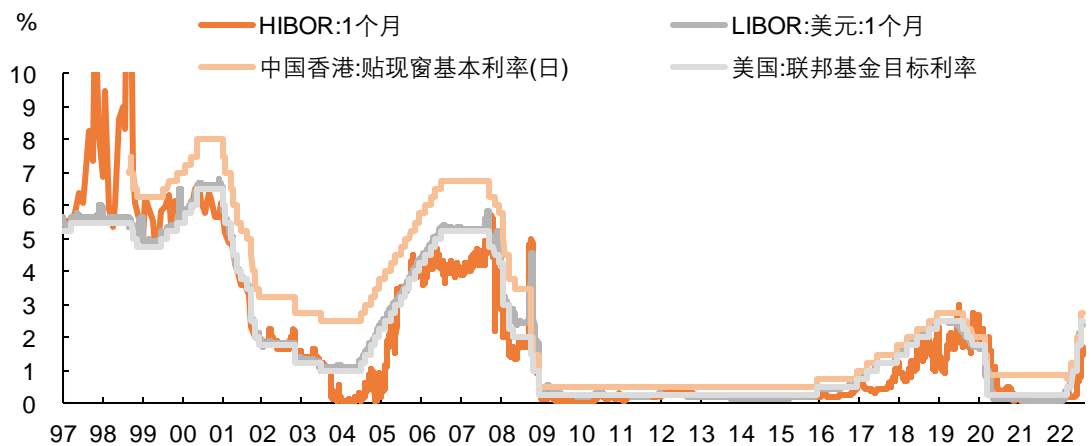


资料来源: Wind, 香港金管局, 平安证券研究所

本次港币触发弱方兑换保证，与 2018 年的原因高度相似。由于美联储快速加息，香港市场利率上行速度相对较慢，使得美港利差迅速拉大，港币汇率经过一个半月时间从强方保证水平过度到弱方保证水平。金管局开始消耗外汇储备从市场回笼港币，使得银行总结余迅速下降，市场流动性收紧，加速香港市场利率上行，但尚不足以赶上美联储加息的步伐。

从 2018 年的经验来看，港元在弱方保证水平附近运行或将至少持续到美联储结束加息，且 Hibor 利率将至少上升到美联储本轮加息的目标利率水平。按照目前 CME 利率期货反映的预期，美联储本轮加息将在今年 12 月达到 3.5% 的顶点；按照美联储 6 月点阵图的预测，2023 年利率预测中值将达到 3.8%。可见，本轮美联储加息周期中，Hibor 至少还有 200bp 左右的上行空间，显著超过 2018-2019 年加息周期中 2.8% 左右的高点，而彼时香港银行最优惠贷款利率（类似于中国的 LPR 利率，即贷款市场的基准利率，而 Hibor 是银行间市场利率）上调了 13bp，本次银行贷款利率很可能会以更大幅度上调。

图表6 美港利差的变化，主要与二者的市场利率对政策利率的反应不对称有关



资料来源: Wind, 平安证券研究所

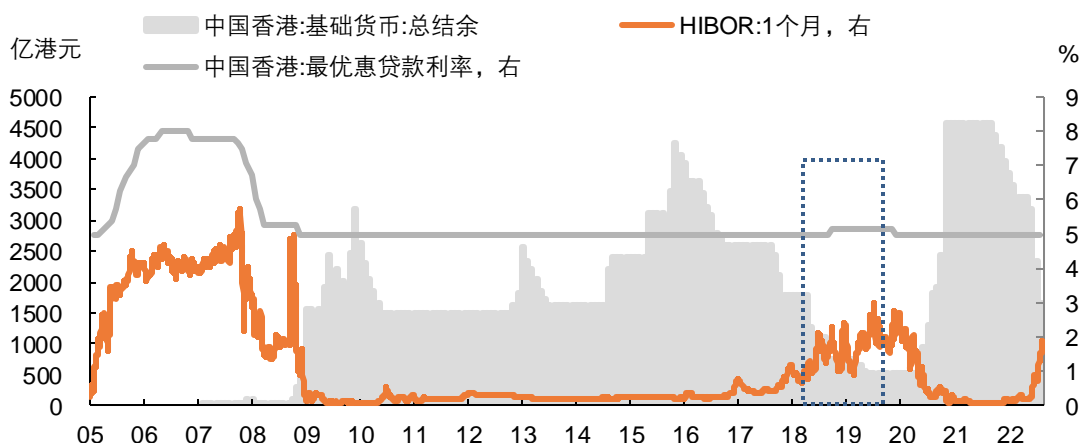
三、香港联系汇率制度会否失守？

从联系汇率制度的设计来说，由于港元基础货币的存量和流量具备完全的外汇储备保障（截至 2022 年 7 月，香港外汇储备按照 7.85 汇率折算后，是其基础货币的 1.75 倍，是香港 M1 存量的 1.1 倍），香港金管局通过不断地抛售外汇储备、回笼基础货币，有能力将市场利率提升到足够高的水平，以抑制资本外流、维护港元汇率稳定。**市场之所以担心联系汇率制度难以为继，主要在于担心这一调节机制失效：**如果市场对香港金管局维护汇率在 7.85 以内失去信心，即便香港流动性收紧、利率大幅上升，也不能阻止资本大量外流，那么就可能导致外汇储备不足以应对，引发联系汇率制度失守可能。

但当前香港联系汇率制度失守的可能性很小。这可从如下四个方面来看：

首先，从 2018 年经验判断，当香港银行体系总结余下降到 1000 亿港元以下时，会对银行间市场利率产生更大影响，并触发银行上调贷款利率。当香港市场利率与美国市场利率收敛后，港元贬值压力就会明显减轻。此外，需要明确的是，总结余并不存在所谓理论下限，当其消耗至低位后，香港金管局可以执行过去发行外汇基金票据及债券时的逆操作，腾挪基础货币的内部结构，重新拓宽金管局入市干预的空间。同时，总结余是在金管局干预外汇市场时形成和积累起来的，是香港银行在金管局的结算账户中的结余总额，其规模远远小于香港外汇储备的存量，截至 2022 年 7 月，香港折算成港元的外汇储备约为总结余的 21 倍。

图表7 2018年总结余跌穿1000亿港元过程中，Hibor利率加快上行，银行启动加息



资料来源：Wind,平安证券研究所

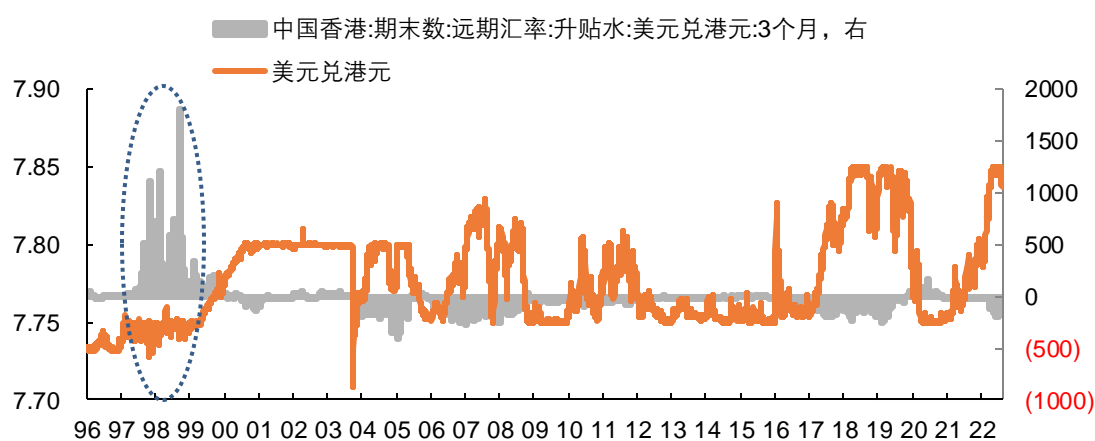
其次，与 1997/1998 年港币保卫战的情况对比，2022 年 6 月香港 M1 货币供应量是 1997 年 6 月的 14.6 倍，是 2022 年二季度香港名义 GDP 的 490 倍，远高于 1997 年二季度的 66.7 倍。1997/1998 年国际资本狙击香港资本市场的方式是，在 3 个月和 6 个月远期市场上大举做空港元（而当前和 2018 年美元兑港元的远期汇率一样均为贴水，并无做空港币的迹象），引发市场恐慌并跟随抛售港元。此时香港金管局为稳定港币汇率，会回笼港元、收紧银根，从而导致市场利率大幅攀升。1997 年 10 月和 1998 年 8 月两次狙击战中，香港 1 个月 HIBOR 利率的月度均值分别飙升至 12% 和 19%，市场利率大幅攀升触发香港股市大幅下跌。而国际资本同时做空港股，企图从“双线作战”中获利。这实际上是对香港联系汇率制度的攻击：如果香港坚守联系汇率制度，则市场利率飙升，可以从股市下跌中获利；如果联系汇率制度失守，则可以从港币汇率大幅贬值中获利。当时，香港金管局通过强力干预汇率和股票市场而顶住了压力。当前，香港基础货币规模远远大于 1997/1998 年，这就给国际资本哄抬香港市场利率带来了很高的门槛。如果其资金体量不足以大幅抬升香港市场利率水平，那么也就不会对联系汇率制度构成强大威胁。

图表8 1997/1998年香港市场利率大幅蹿升，对港股造成冲击



资料来源: Wind,平安证券研究所

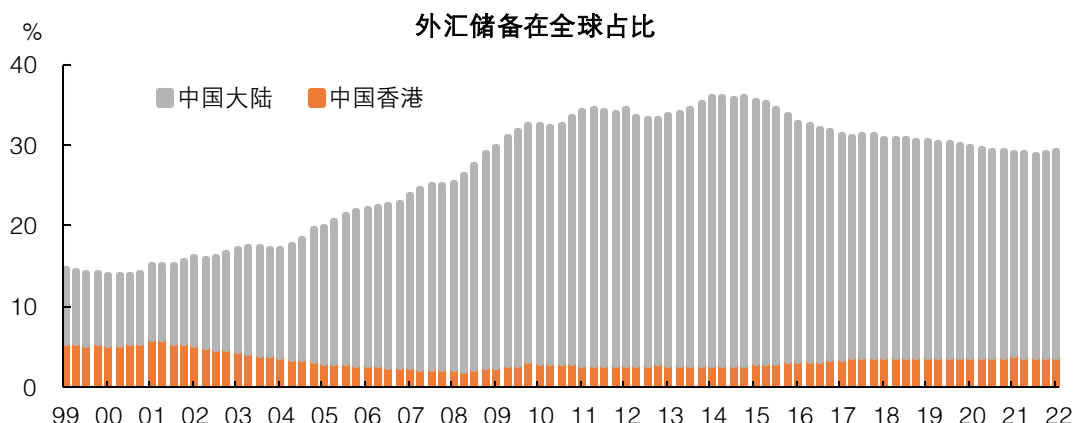
图表9 1997/1998年国际资本在远期市场上做空港币汇率



资料来源: Wind,平安证券研究所

再次，香港外汇储备的规模加上内地的支持，有能力保障联系汇率制度运转。当前，香港外汇储备能够为基础货币提供 1.75 倍的完全保障，对 M1 存量的覆盖也可达到 1.1 倍。截至 2022 年一季度，香港自身外汇储备占到全球外汇储备总量的 3.84%，虽不及 1997 年作为全球第三大外汇储备持有地的（1997 年底，香港的外汇储备为 928 亿美元，仅次于日本和中国内地），但此后中国大陆的外汇储备规模大幅增长，2022 年一季度大陆外汇储备占到全球的 25.4%，二者相加占比接近 30%。中国内地的支持是香港汇率稳健运行的坚强后盾。

图表10 中国大陆与香港的外汇储备占全球的近30%

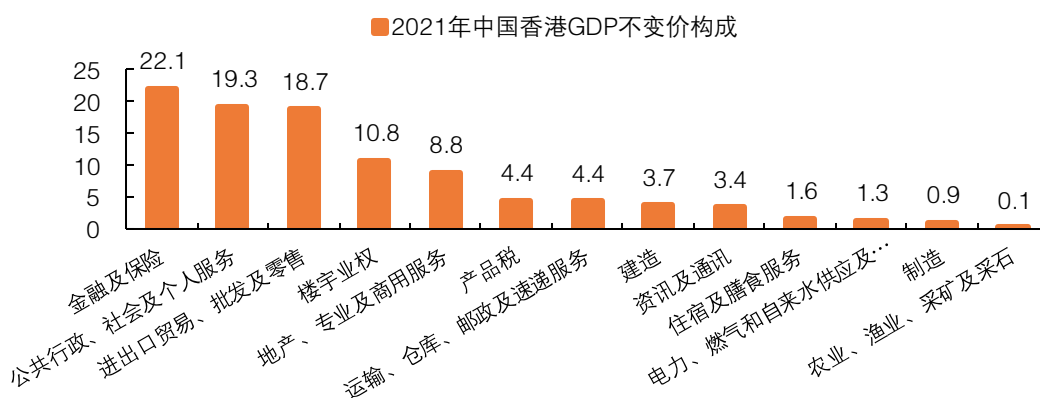


资料来源: Wind,平安证券研究所

最后，香港作为中国内地金融对外开放的重要门户，其国际金融中心地位的保持需要联系汇率制度的支持。香港是全球排名第三的国际金融中心（前两位是纽约和伦敦）¹，是全球最大的离岸人民币市场。金融业对于香港经济举足轻重，2021年香港不变价GDP中金融及保险业的占比达到22.1%。香港也是中国对外开放的重要门户：2017年以来，连接内地与香港债券、股票、衍生品市场互联互通的制度安排相继推出。²目前国际投资者持有的A股有超过2/3是通过股票通投资，内地在岸债券的买卖也有超过1/2是通过债券通进行，中国的跨境股票和债券融资中，约有2/3是通过香港实现的。

香港以其与普通法系更紧密接轨的法院和独立监管机构，成为联系中国内地与全球金融体系的一根纽带。而使得港元与美元画上“约等号”的联系汇率制度（确保了港元和美元完全可互换），对于香港的国际金融中心地位提供了关键支持。根据《经济学人》的统计，最新数据显示，香港97%的外汇交易、58%的跨境贷款和其它银行工具、43%的跨境衍生品和37%的存款，都以美元计价。因此，要保持住香港的国际金融中心地位，就必须维护联系汇率制度的运作。

图表11 香港经济四大支柱：金融、外贸、地产、服务



资料来源: Wind,平安证券研究所

¹ 根据英国 Z/Yen 集团与中国（深圳）综合开发研究院今年3月在深圳和伦敦联合发布的第31期“全球金融中心指数”报告，本期排名前十依次为纽约、伦敦、香港、上海、洛杉矶、新加坡、旧金山、北京、东京、深圳。

² 香港金管局总裁余伟文在接受《中国银行保险报》香港回归25周年专访中给出的数字。

四、真正需要回应的问题

关于本次港币触发弱方兑换保证，真正需要关注的是两个问题：

一是，对香港经济的影响。随着香港银行总结余接近 1000 亿港元敏感水平，香港银行间市场利率和银行贷款利率将面临更大上行压力。本次美联储加息的终点可能在 3.5% 甚至更高（2022 年末大概率达到 3.5%），显著高于 2018 年美联储加息的幅度，那么意味着本次香港银行间拆借利率 Hibor 还有至少 170bp 的上行空间（从 8 月 22 日的 1.8% 上升到 3.5%）。按照 2018 年 Hibor 上行约 1.5 个百分点对应银行最优惠贷款利率上调一次 13bp，本次 Hibor 至少上行 3 个百分点以上（从美联储加息前的 0.25% 左右升至 3.5%），可能会引发银行最优惠贷款利率上行幅度超过 25bp。

图表 12 随着港美利率联动，银行贷款利率有上调压力，而这与当前香港经济基本面相悖



资料来源: Wind, 平安证券研究所

而当前香港经济面临较大下行压力，今年以来香港 GDP 已连续两个季度同比负增，相比 2018 年 9 月香港银行上调贷款利率时的基本面更为疲软，当时香港 GDP 同比增速在 2.6%，在加息之后出现了连续下挫和转负。今年 2 月以来香港失业率再度上升，截至 6 月为 4.7%，远高于 2018 年 3 月-2019 年 7 月维持的 2.8%。可见，本次如果香港银行贷款利率相比上次更大幅度攀升，对香港经济的负面冲击或将更明显。体现在：

1) 房地产（包括楼宇业权）是香港经济的重要支柱，其在 2021 年香港实际 GDP 中占比达到 19.6%。历史上，每一次银行加息都会造成香港房价同比由正转负，即便 2018 年只加息一次，也并不例外。而今年 2 月以来，香港私人住宅售价指数已连续五个月同比负增。

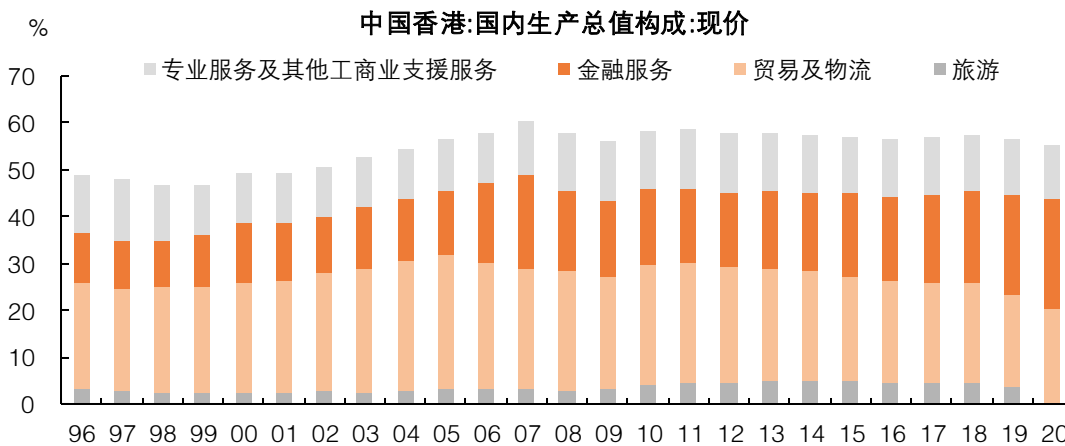
图表13 历次银行贷款利率攀升都对香港房地产市场造成冲击



资料来源: Wind,平安证券研究所

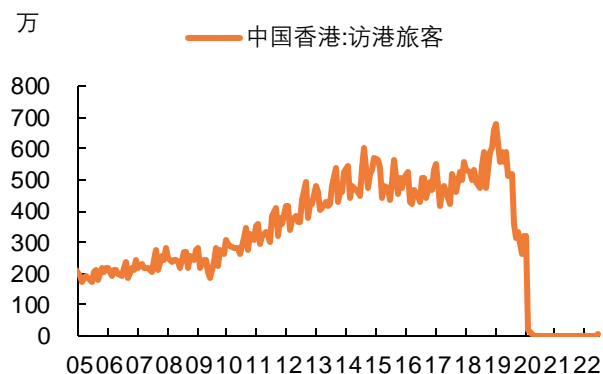
2) 香港作为高度开放的口岸城市, 进出口贸易及物流、旅游业在香港经济中同样占据重要地位。而本轮新冠疫情对香港的人流、物流形成阻碍。访港旅客人数从 2019 年 1 月最高 678 万人降至 2020 年 4 月以来的月均不足 1 万人, 2020 年香港旅游业在 GDP 中的占比较 2019 年大幅下降了 3.4 个百分点。2022 年 3 月以来, 香港出口贸易也呈现出较大下行压力, 其整体出口货值的三个月平均季调环比连续大幅负增, 为 2008 年之后的最大环比跌幅。而 2020 年贸易及物流业在香港 GDP 中的占比达到 19.8%, 由此导致的香港经济下行压力不容小觑。

图表14 2020 年疫情以来旅游业和贸易物流业对香港经济的支撑显著下降



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表15 2020年疫情以来香港旅游业几乎停滞



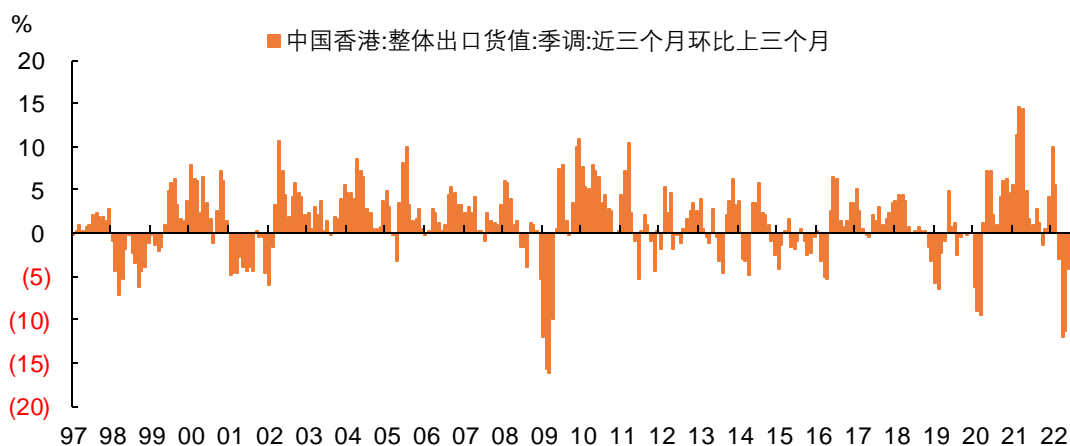
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表16 2020年疫情以来香港失业率居高不下



资料来源: Wind,平安证券研究所

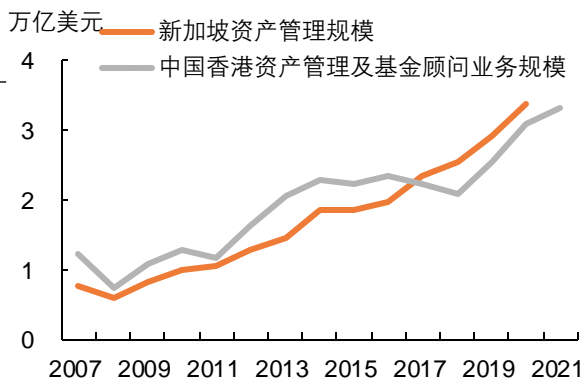
图表17 2022年3月以来,香港整体出口货值的三个月平均环比出现大幅下跌



资料来源: Wind,平安证券研究所

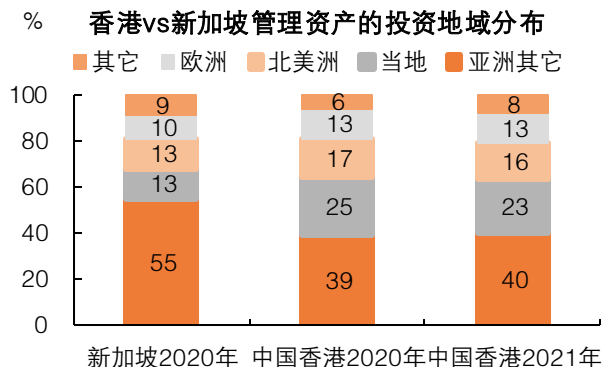
二是,香港国际金融中心的地位面临来自新加坡的竞争。新加坡也是全球领先的国际金融中心。2017年以来,新加坡的全球资产管理规模超过了香港同口径指标:截至2020年,新加坡资产管理规模达到3.4万亿美元,而同期香港的资产管理及基金顾问业务规模为3.1万亿美元。同时,香港资产管理业务的本地投资占比较高(2020年占25%,显著高于新加坡的13%)。这在很大程度上得益于香港规模更大、与中国内地紧密相连的股票市场。2020年香港上市公司总市值达到6.1万亿美元,是其GDP的17.8倍;而新加坡上市公司总市值为6526亿美元,只有香港的1/10,是其GDP的1.89倍。

图表18 2017年以来新加坡资产管理规模超过香港



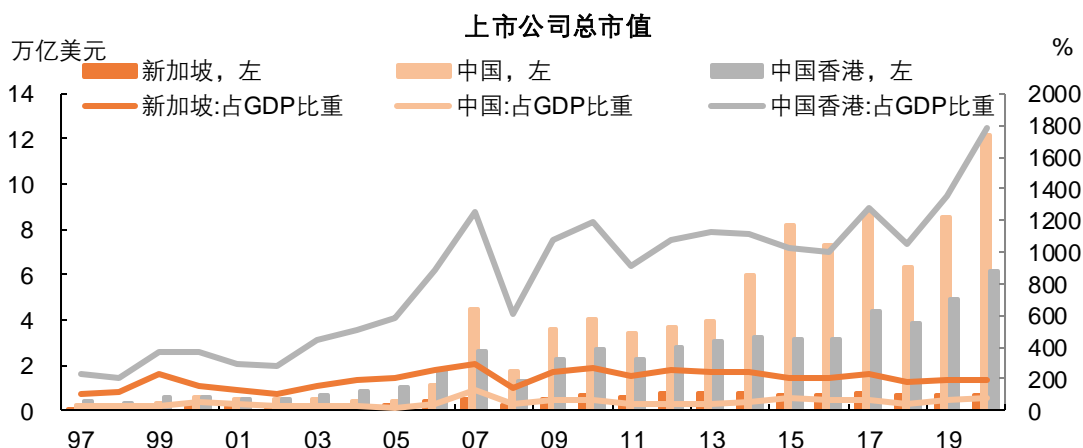
资料来源：香港证券及期货事务监察委员会,新加坡金融监管局,平安证券研究所

图表19 香港管理资产更大比例投向本地金融市场



资料来源：香港证券及期货事务监察委员会,新加坡金融监管局,平安证券研究所

图表20 中国香港股票市场规模大幅高于新加坡

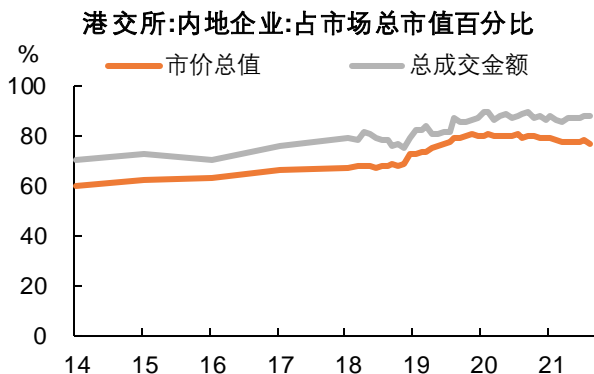


资料来源：Wind,平安证券研究所

香港大规模的股票市场主要背靠于中国内地。2021年港交所上市的中国内地企业总市值占到总体的79%，总成交金额占到总体的88%。2018年，港交所推出《新兴及创新产业公司上市制度》改革，首次允许未有收入的生物科技公司、采用不同投票权架构（“同股不同权”）的高增长创新产业公司、寻求在港交所第二上市之合格发行人在港上市，由此带来了港股IPO的新爆发。阿里巴巴、京东、网易、百度等头部信息技术公司纷纷回港上市，小米、美团、快手等新经济头部公司也相继赴港上市。美国国会表决通过的《外国公司问责法案》，更强化了这一趋势。

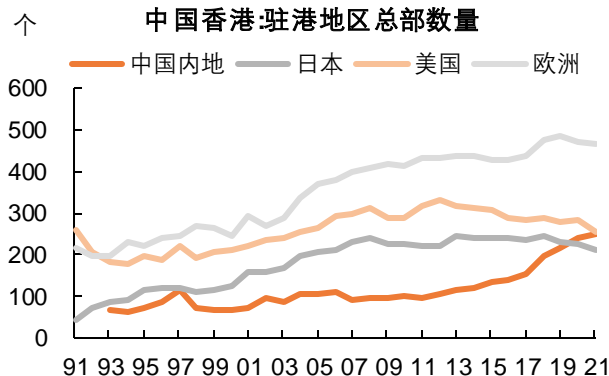
香港与中国内地的紧密联系还体现在驻港公司总部的增长上。2012年以来，驻香港的中国公司总部数量快速增长，从2011年的97个增长到2021年的252个。但驻港的美国公司总部数量在2012年见顶333个后，到2021年下降到了254个；2019年以来，日本的驻港公司总部数量也呈现出了下降势头。

图表21 内地企业在香港股票市场上占比达到80%左右



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表22 驻港的中国公司总部数量已赶超美国



资料来源: Wind,平安证券研究所

随着新加坡资产管理规模的扩大,对于希望投资于其它亚洲国家的国际资本来说,未来有可能会向新加坡转移的趋势。这种分流效应可能减缓外资流入,对港元汇率造成中长期的影响。但正如总书记在庆祝香港回归祖国 25 周年大会上指出的,香港“背靠祖国、联通世界”,与中国内地经济金融的更紧密结合,势必给香港金融市场带来新的发展机遇。香港在高水平开放、高质量监管等方面不断扩大优势,与祖国大陆在经济金融互联互通上不断深入拓展,是夯实香港国际金融中心地位的最扎实基础,也是香港联系汇率制度的最坚强保障。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033