

从联系汇率看香港市场流动性

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

联系汇率制度下，港元长债利率跟随美元，但短期拆借利率不一定跟随美元，尤其在美联储收紧阶段，港元短端流动性波动更大。在美联储边际宽松预期背景下，港股市场存在配置机会，但需要提防情绪过热风险。

摘要：

联系汇率制度介绍：金管局在 7.75 港元兑 1 美元的强方兑换保证水平，按银行要求卖出港元；并在 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。通过兑换保证将港元兑美元控制在 7.75 到 7.85 区间内。可以看出，联系汇率即是政府入市交易，控制汇率稳定在一个小区间内。实行的基础是香港政府的高外汇储备以及低财政赤字。联系汇率制度经历了多次危机事件，在过去很好的稳定了香港市场，未来政策也有很强的延续性，不易发生变化。

联系汇率下的香港利率的传导：由于套利机制，港元的利率基本跟随美元。若港元利率低于美元，资金从港元流入美元，触发弱方兑换保证；反之亦然。但这套逻辑主要存在于长债端，短期融资中套利的影响较小，其他方面因素影响更大，港元和美元的拆借利差较大。特别是在美元加息周期下，HIBOR 隔夜利率显著低于联邦基金利率，且多有反复。

春节前港股走强的原因：春节前随着美联储边际放松预期叠加中国经济修复，港股走出一轮小牛市，最高反弹幅度超 50%。但增加本次港股反弹弹性的还有其他几方面因素：一是美元开始走弱，资金涌入香港市场博取人民币升值收益；二是中美经济周期的错配，资金看好中国经济修复涌入香港市场。**港股大幅反弹的原因在于两个错配：中美经济周期的错配（中国弱复苏，美国弱衰退），以及中美流动性的错配（中国宽货币，美国紧货币）。**

香港流动性展望：前期随着美联储“鹰”派信号提升，海外资金面收紧，香港拆借利率快速攀升，美元兑人民币走强，港股持续承压。但承压的同时也给港股带来了底部配置的机会，随着近期美联储紧预期的边际放松，港股迎来新一轮配置机会。不过从目前美国-香港拆借利差、美元兑人民币汇率的位置来看，反弹空间不大。更长期来看，若供应链压力逐步缓解，市场开始预期联储降息预期，以及全球经济共振复苏，此时港股相对其他市场并无过多机会。因此总体来看短期内若对国内经济复苏的疑虑以及对美联储的鹰派预期过强，则会带来港股 buy the dip 机会，但需要注意 sell the rip，提防情绪过热风险。

风险点：1) 超额收益不及预期；2) 交易情绪大幅转弱



资产配置团队

研究员：
姜婧
021-60812990
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

目 录

摘要:	1
一、A、H 比价: 春节前港股走强的原因.....	3
二、联系汇率下的流动性传导.....	5
(一) 联系汇率制度介绍.....	5
(二) 联系汇率对香港利率的影响.....	5
(三) 拆借利差产生的原因.....	6
三、香港市场流动性展望.....	8
(一) 硅谷银行风险释放推升美联储边际放松预期.....	8
(二) 香港市场流动性短期内有望提升.....	9
免责声明.....	10

图目录

图表 1: 恒生指数近期弹性更大.....	3
图表 2: 港股与 A 股的节奏一致但幅度不同.....	3
图表 3: 多数情况下港股的弹性偏弱 (滚动 60 日振幅).....	3
图表 4: 恒指相较沪深 300 强弱与海外流动性关联度较大.....	4
图表 5: 近期 A、H、美股表现.....	4
图表 6: 近期 H 股弹性远超 A 股、美股 (滚动 60 日振幅).....	4
图表 7: 联系汇率的兑换保证.....	5
图表 8: 自动利率调节机制.....	5
图表 9: 中国香港长债利率基本跟随美国.....	6
图表 10: 中国香港拆借利率相比美国波动更大.....	6
图表 11: 某金融企业近期 H 股振幅远超 A 股.....	7
图表 12: 本次反弹港股各行业普遍偏强.....	7
图表 13: 北向净买入额与美国-香港拆借利差高度正相关.....	7
图表 14: 恒指/沪深 300 强弱与美国-香港拆借利差节奏一致.....	8
图表 15: 近期美国-香港拆借利差.....	9

一、A、H 比价：春节前港股走强的原因

从 2022 年 11 月到 2023 年春节前的反弹中，港股远超 A 股，走出了较强的行情，恒生指数最低点反弹至最高点涨幅超过 50%。虽然春节后回调幅度也更大，但截止 2023 年 3 月 10 日，总体收益仍超过 A 股 15% 以上。整体弹性和表现吸引了市场关注。

图表 1： 恒生指数近期弹性更大



资料来源：Wind 中信期货研究所

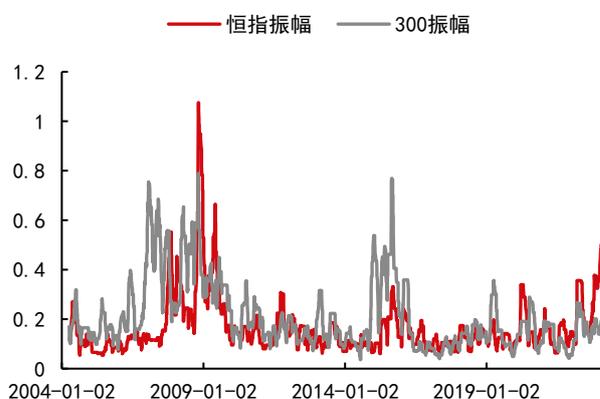
港交所作为“亚洲时区、环球市场”的交易所，连通了内地与海外，特点即上市企业依托内地，交易资金源自海外。从绝对收益的维度，港股的驱动逻辑主要来自于两方面：一是基本面跟随内地；二是资金面跟随海外。从趋势节奏上来看，港股的表现和 A 股一致，只是幅度上有差异。但与本轮表现不同的是，以往港股的弹性反而偏弱。

图表 2： 港股与 A 股的节奏一致但幅度不同



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 3： 多数情况下港股的弹性偏弱（滚动 60 日振幅）



资料来源：Wind 中信期货研究所

而从资产配置的角度，更多的是要考虑 H 股和 A 股的相对强弱。A、H 的基本面驱动差异不大，强弱主要是看海外资金面驱动。海外流动性放松阶段，恒生指数表现往往优于沪深 300。用美联储基础货币余额指标来描述海外流动性，两者过去相关性较高。但这一逻辑不能完全解释 A、H 表现的差异，例如最典型的 2020 年，在全球大放水时期港股长期横盘，直至年末才有上行。

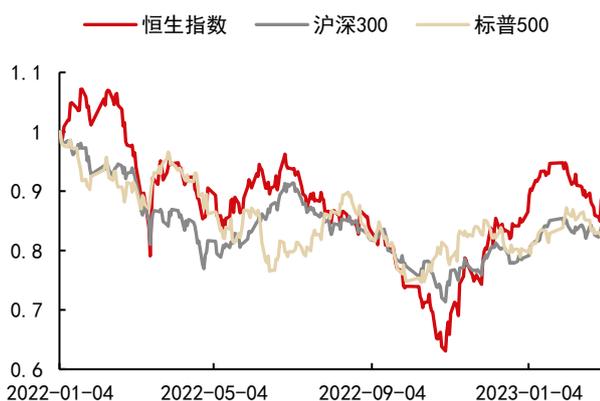
图表 4： 恒指相较沪深 300 强弱与海外流动性关联度较大



资料来源：Wind 中信期货研究所

在本轮反弹中只用海外资金面宽松来解释港股反弹的力度也较为牵强。虽然国内经济复苏和海外流动性宽松预期形成共振，但反弹幅度似乎过高，从美股表现来看本轮流动性宽松预期似乎并没有那么夸张。

图表 5： 近期 A、H、美股表现



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 6： 近期 H 股弹性远超 A 股、美股（滚动 60 日振幅）



资料来源：Wind 中信期货研究所

二、联系汇率下的流动性传导

分析以上问题的原因，在于我们认为香港市场的流动性直接跟随海外市场。但这其实是将联系汇率制度理解成了港元美元化，也忽视了很多其他因素。为了更精确的描述香港市场的流动性，我们就需要仔细探究联系汇率制度。

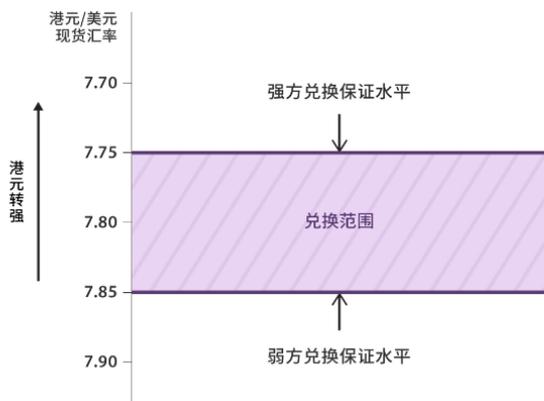
（一）联系汇率制度介绍

联系汇率的运作方式为：金管局在 7.75 港元兑 1 美元的强方兑换保证水平，按银行要求卖出港元；并在 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。通过兑换保证将港元兑美元控制在 7.75 到 7.85 区间内。

可以看出，联系汇率即是政府入市交易，控制汇率稳定在一个小区间内。实行的基础是香港政府的高外汇储备以及低财政赤字。联系汇率制度经历了多次危机事件，在过去很好的稳定了香港市场，未来政策也有很强的延续性，不易发生变化。

而一般海外流动性向香港传导的机制即为：当美元流动性泛滥时，美元弱、港元强，金管局通过出售港元维持汇率水平，造成香港货币基础扩张，港元流动性提升；反之美元流动性收紧，带动港元流动性收紧。这也是香港流动性跟随海外的原因。

图表 7：联系汇率的兑换保证



资料来源：香港金融管理局 中信期货研究所

图表 8：自动利率调节机制



资料来源：香港金融管理局 中信期货研究所

（二）联系汇率对香港利率的影响

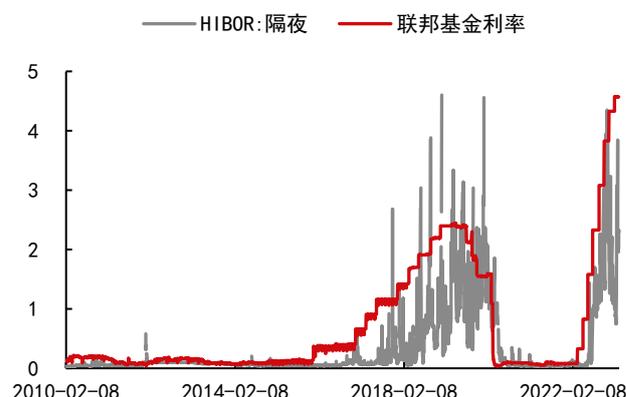
从利率端来看，由于套利机制，港元的利率也基本跟随美元。若港元利率低于美元，资金从港元流入美元，触发弱方兑换保证；反之亦然。但这套利逻辑主要存在于长债端，短期融资中套利的影响较小，其他方面因素影响更大，港元和美元的拆借利差较大。因此，在长周期下，由于联系汇率的关系，香港市场流动性总体上跟随美国；但是中短周期下，香港市场的流动性不一定跟随美国。特别是在美元加息周期下，HIBOR 隔夜利率显著低于联邦基金利率，且多有反复。

图表 9： 中国香港长债利率基本跟随美国



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表 10： 中国香港拆借利率相比美国波动更大



资料来源: Wind 中信期货研究所

（三）拆借利差产生的原因

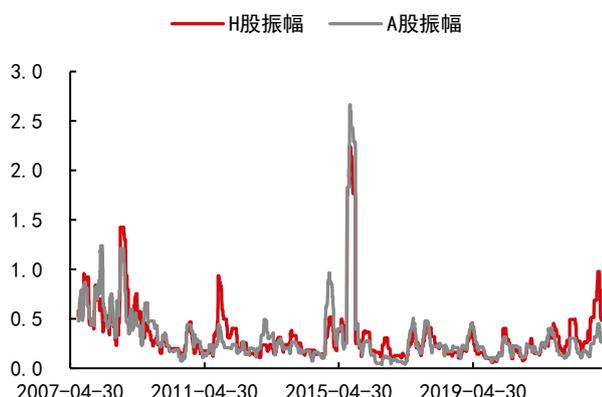
在强美元阶段，也就是美联储收紧流动性的环境下，美国-香港拆借利差走扩，这证明短线资金是从美元流向港元，而港元此时却是走弱的。造成这一现象的原因在于三点：一是美元利率计入了通胀预期，和港元有一定差异；二是港元市场体量小，美联储边际放松预期在港元市场反馈更明显；三是人民币的影响，强美元背景下，人民币贬值，资金涌入香港市场博取人民币反弹收益。

尤其是本轮反弹内，中美周期的错配（中国弱复苏、美国弱衰退），叠加美联储边际放松的预期，为人民币反弹带来了强驱动力。

除了博取人民币升值收益因素外，看好中国基本面复苏，通过港股投资中国，也是资金涌入香港市场的原因之一。境外投资中国市场可以通过陆股通、QFII 等渠道直接投资 A 股，或购买港股，后者要更为方便。本轮反弹中，关注到某些 A、H 同时上市的企业反弹幅度显著高于 A 股；同时恒生国企指数涨幅超过恒生指数，都反映出资金看好中国基本面复苏，看好中国股票市场。

综合因素的作用下，本轮美国-香港拆借利差达到高位。另外，我们用北向资金净买额和香港市场的资金面比较，发现在海外流动性收紧的环境下，两者高度正相关。

图表 11：某金融企业近期 H 股振幅远超 A 股



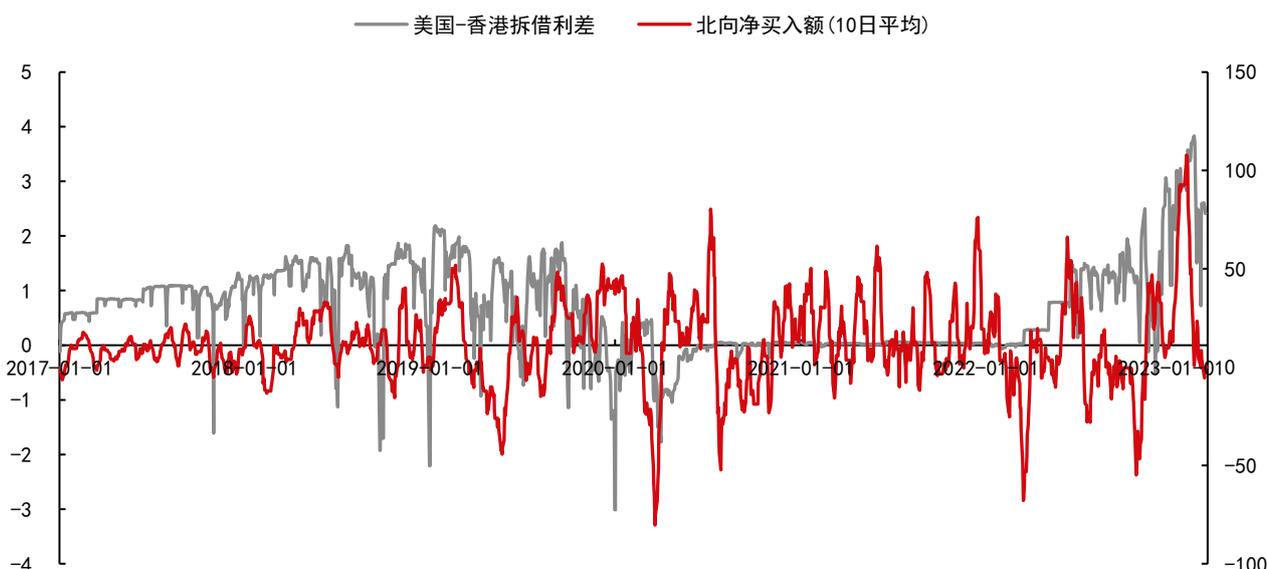
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表 12：本次反弹港股各行业普遍偏强

行业涨跌幅	最小值	均值	最大值
金融业	13%	51%	104%
资讯科技业	12%	65%	102%
电讯业	20%	20%	20%
医疗保健业	17%	58%	100%
能源业	21%	31%	40%
非必需性消费业	22%	67%	123%
地产建筑业	16%	42%	61%
综合企业	28%	30%	32%
公用事业	10%	33%	59%
必需性消费业	12%	35%	51%
工业	71%	71%	71%

资料来源：Wind 恒生指数公司 中信期货研究所

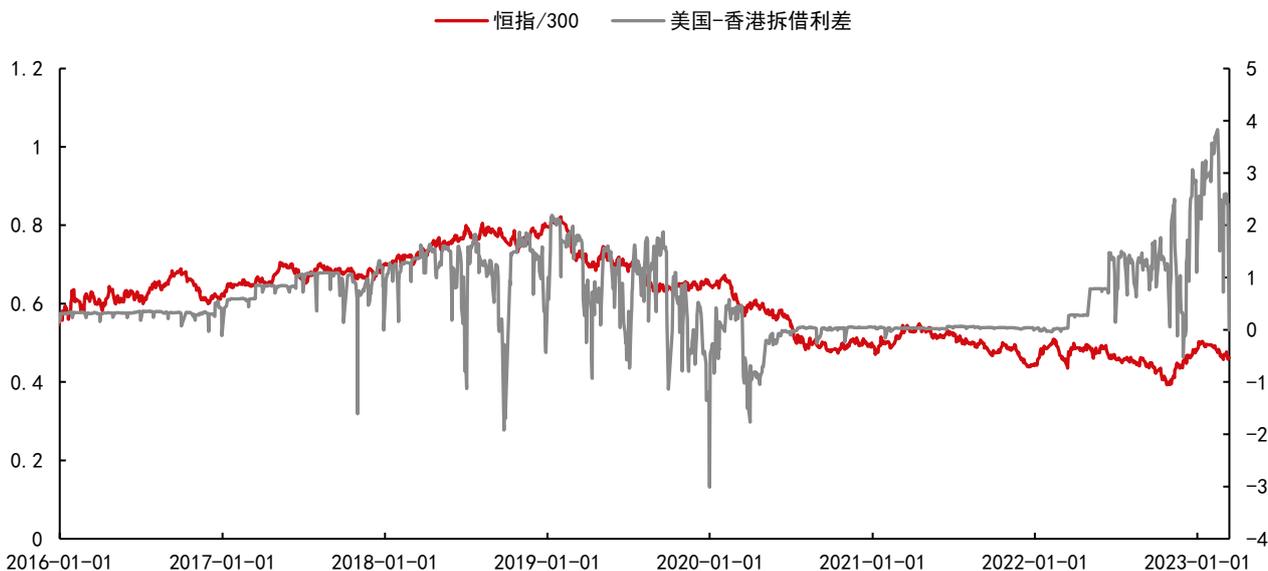
图表 13：北向净买入额与美国-香港拆借利差高度正相关



资料来源：Wind 中信期货研究所

而春节后，美联储边际收紧预期再起；而国内经济复苏预期计价过多，情绪也有所回落。香港市场流动性快速收紧，尤其是拆借市场利率过低，迅速反弹，回调幅度也较大。回溯发现恒生指数比沪深 300 的强弱和美港拆借利差节奏一致。

图表 14：恒指/沪深 300 强弱与美国-香港拆借利差节奏一致



资料来源：Wind 中信期货研究所

因此总体来看，香港市场的流动性并不是完全跟随海外。并且我们更需要关注的是各个市场间的相对流动性，这可能会带来一些资金配置转移的机会。在海外维持宽松的阶段，港股并无太大吸引力，这类时间反而不用太关注港股。但在海外紧缩的阶段，人民币贬值，尤其是本轮中还叠加了中美周期的错位，中国资产吸引力上升，资金流入香港。

三、香港市场流动性展望

（一）硅谷银行风险释放推升美联储边际放松预期

硅谷银行事件的原因：（1）SVB 客户集中在科技和生物行业的初创公司，当联储加息缩表将导致其融资补偿，选择取出存款融资，这导致 SVB 存款下降；（2）疫情期间由于找不到合适放贷渠道，SVB 放了 1080 亿美金在资产组合，主要为 5 年期以上的国债和住房抵押支持债券（MBS），美联储持续升息缩表导致持有债券收益大幅下跌；（3）银行实际贷款利率仍低，很多储户选择提取存款转存在货币基金获得高利率收益，导致存款进一步流出。

硅谷银行的长短债错配在市场中处于极端状态，不能作为代表。同时结合硅谷银行的体量和美国金融系统风险承受能力来看，危机扩大的可能性不大。随着危机的平稳度过，近期市场对美联储过“鹰”的预期也得到纠偏，本次风险的释放带来了新一轮的配置机会。

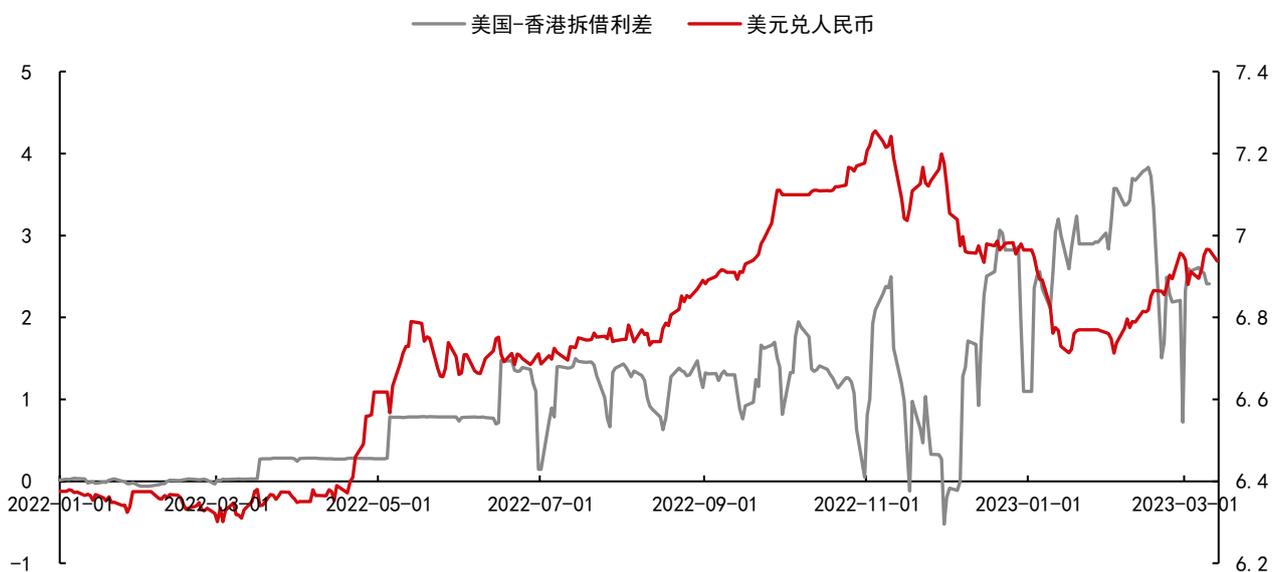
考虑到美联储长期的目标其实是在通胀和美国衰退之间达到平衡，本次事件反映出美国金融系统在高利率下的不稳定性，可能促使美联储提高对通胀的容忍度。虽然降息仍难期待，但最终利率存在下降的可能，美联储长期紧的预期得到边际放松。

(二) 香港市场流动性短期内有望提升

前期随着美联储“鹰”派信号提升，海外资金面收紧，香港拆借利率快速攀升，美元兑人民币走强，港股持续承压。但承压的同时也给港股带来了底部配置的机会，随着近期美联储紧预期的边际放松，港股迎来新一轮配置机会。不过从目前美国-香港拆借利差、美元兑人民币汇率的位置来看，反弹空间不大。

更长期来看，若供应链压力逐步缓解，市场开始预期联储降息预期，以及全球经济共振复苏，此时港股相对其他市场并无过多机会。因此总体来看短期内若对国内经济复苏的疑虑以及对美联储的鹰派预期过强，则会带来港股 buy the dip 机会，但需要注意 sell the rip，提防情绪过热风险。

图表 15：近期美国-香港拆借利差



资料来源：Wind 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826。