

## 港元阶段性贬值压力有所上升

### 主要结论：

#### 一、港元阶段性贬值压力有所上升

■ 近期，港元汇率持续走贬。直观上看，港元汇率走弱主要受美港利差扩大影响。近一个月与去年12月相比，3个月Hibor均值下降69bp至1.63%，3个月美元Libor均值下降16bp至2.62%。虽然美元Libor、港元Hibor均呈现下降趋势，但Hibor相对Libor更大幅度的下降导致美港利差扩大，3个月Libor与Hibor利差大幅上升53bp至100bp，利差扩大给港元带来持续贬值压力。受美国经济逐步走弱，以及美联储加息预期降温 and 即将结束缩表影响，美元Libor整体走弱。美国2月三年期通胀预期下降至2.8%，创2017年8月份以来新低，显示通胀预期的走弱，美联储加息预期持续降温。同时，受制于准备金规模的持续收缩对当前利率调控框架有效性的影响，美联储也将于近期公布结束缩表计划。当前美国经济呈现进一步走弱迹象。资金需求季节性趋缓，叠加大陆经济走弱、全球经济放缓，香港银行贷款增速也呈现弱势，Hibor保持低位。2019年以来，银行对资金需求季节性趋缓导致资金利率回落。3月14日公布经济数据显示大陆需求仍然呈现偏弱态势；3月7日，OECD也下调了今明两年全球增速，香港经济增速也呈现放缓趋势。往前看，导致美港利差保持高位的因素短期依然存在，港元仍存在阶段性贬值压力，下半年或逐步得到缓解。一方面，美国经济将进一步走弱。随着美联储停止加息以及结束缩表，对流动性的扰动将减小，Libor仍存在下降空间。但当前美联储降息可能性较小，制约了Libor下降的空间。另一方面，内外部经济仍面临阶段性下行压力，香港信贷需求难以大幅回升，致使资金需求总体呈现偏弱态势，香港流动性总体仍将呈现宽松态势。短期来看，Libor-Hibor利差依然将保持高位，这样的情况下，港元仍存在阶段性贬值压力。中长期来看，随着美国经济的进一步走弱，以及大陆经济的逐步企稳，信贷需求预计将逐步回升，下半年港元贬值压力将得以缓解。

#### 二、全球央行观察

- 中国央行：重点放在疏通货币政策传导机制和效果上。
- 美联储：预计3月FOMC会议不会加息，并公布停止缩表细节。预计保持联邦基金利率不变，或将对缩表具体细节作出进一步说明。11日鲍威尔表示，目前美联储没有需要迫切调整利率，将观察全球形势发展再做调整。
- 欧央行：部分官员表示欧元区核心通胀仍然受到抑制。欧洲央行执委Coeure表示，欧元区经济走弱程度超预期，但欧央行目前还没有看到经济衰退。不认为有必要重新在市场上进行资产购买。
- 日本央行：维持政策利率不变。日本央行行长黑田东彦表示，全球经济放缓影响日本出口和生产，但日本国内经济继续保持强劲，经济展望的主要情境没有改变；大多数日本央行委员认为，持续维持宽松政策是适宜的。

#### 三、文献推荐

- 政策支持增长？全球金融危机以来财政和货币政策的贡献（ECB），欧元区劳动力成本与价格通胀之间的关系（ECB）

**风险提示：**贸易摩擦加剧造成全球经济增速大幅放缓；英国无协议脱欧造成全球经济不确定性的增加。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

正文如下：

### 一、港元阶段性贬值压力有所上升

**近期，港元汇率持续走弱。直观上看，港元汇率走弱主要受美港利差扩大影响。**近一个月与去年 12 月相比，3 个月 Hibor 均值下降 69bp 至 1.63%，3 个月美元 Libor 均值下降 16bp 至 2.62%。虽然美元 Libor、港元 Hibor 均呈现下降趋势，但 Hibor 相对 Libor 更大幅度的下降导致美港利差扩大，3 个月 Libor 与 Hibor 利差大幅上升 53bp 至 100bp，利差扩大给港元带来持续贬值压力。香港实行联系汇率制，联系汇率制下货币政策的主要目标是维持货币稳定，即确保港元汇价稳定，保证港元在外汇市场兑美元的汇率保持在 7.75 至 7.85 港元兑 1 美元的区间内。香港金管局通过自动利率调节机制和兑换保证承诺来维持港元汇率的稳定，若港元汇率升至 7.75 强方兑换保证汇率，香港金管局会向银行卖出港元，买入美元，进而总结余增加港元利率下降，进而港元汇率从强方兑换保证汇率水平回到 7.75 到 7.85 的兑换范围内；相反，若港元供过于求，市场汇率转弱至 7.85 港元兑 1 美元的弱方兑换保证汇率，金管局会向银行买入港元，使总结余减少及推高港元利率，港元汇率随之由弱方兑换保证汇率水平回到兑换范围内。

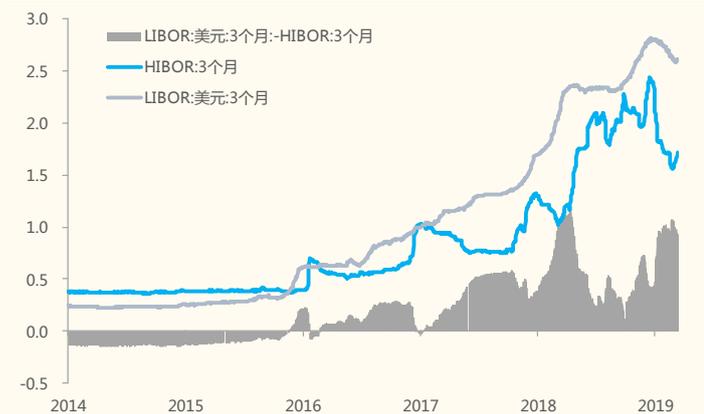
**受美国经济逐步走弱，以及美联储加息预期降温 and 即将结束缩表影响，美元 Libor 整体走弱。**近一个月与去年 12 月相比，3 个月美元 Libor 均值下降 16bp 至 2.62%。11 日，美国纽约联储发布消费者预期报告，2 月份三年期通胀预期下降至 2.8%，创 2017 年 8 月份以来新低，显示通胀预期的走弱，美联储加息预期持续降温。同时，受制于准备金规模的持续收缩对当前利率调控框架有效性的影响，美联储也将于近期公布结束缩表计划。当前美国经济呈现进一步走弱迹象。从私人消费来看，一方面，特朗普减税政策效果将逐步消退，减税增加了个人收入，同时企业所得税的下调也间接促进了居民消费。随着政府赤字的不断攀升，以减税和增加支出为代表的顺周期财政措施对于经济的提振作用预计在将开始逐步消退；另一方面，未来经济增长的不确定性，以及消费信心的走弱，私人消费也将开始走弱。私人投资方面，由于住房需求受到房价和抵押贷款利率上升的抑制，美国新建住宅销售已经开始走弱，预计私人住宅投资也将受到制约。最后，随着全球经济的逐步走弱，净出口对美国经济的拉动作用也将逐步减弱。

**资金需求季节性趋缓，叠加大陆经济走弱、全球经济放缓，香港银行贷款增速也呈现弱势，Hibor 保持低位。**近一个月与去年 12 月相比，3 个月 Hibor 均值下降 69bp 至 1.63%。去年 12 月受年末资金需求高涨影响，Hibor 利率大幅走高，年底结束后，银行对资金需求季节性趋缓导致资金利率回落。大陆经济走弱，全球经济放缓背景下，信贷需求较弱，Hibor 保持低位。14 日公布经济数据显示大陆需求仍然呈现偏弱态势，7 日 OECD 也下调了今明两年全球增速，从 3.5% 分别下调至 3.3% 和 3.4%。香港经济增速也呈现逐步放缓趋势，四季度 GDP 同比增速放缓至 1.30%。受趋弱的内外部经济形势影响，香港银行贷款增速也呈现弱势，12 月香港贷款及垫款总额同比进一步放缓至 4.26%，银行贷款增速的放缓也导致了较弱的资金需求。最后，美联储加息预期降温的情况下，海外资金开始回流香港市场，也使得资金面呈现宽松态势。

**往前看，影响美港利差保持高位的因素短期依然存在，港元仍存在阶段性贬值压力，下半年或逐步得到缓解。**一方面，美国经济将进一步走弱，随着美联储停止加息以及结束缩表，对流动性的扰动将减小，Libor 仍存在下降空间。但当

前美联储降息可能性较小，制约了 Libor 下降的空间。另一方面，内外部经济仍面临阶段性下行压力，香港信贷需求难以大幅回升，致使资金需求总体呈现偏弱态势，香港流动性总体仍将呈现宽松态势。短期来看，Libor-Hibor 利差依然将保持高位，这样的情况下，港元仍存在阶段性贬值压力。中长期来看，随着美国经济的进一步走弱，以及大陆经济的逐步企稳，信贷需求预计将逐步回升，港元贬值压力将得以缓解。总体来看，港元相对美元汇率阶段性承压，下半年或逐步得到缓解。

图表 1: Hibor 下降幅度大导致美港利差扩大 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 内外部影响下经济较弱, 贷款需求也弱 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

## 二、全球央行观察

### 1. 中国央行: 重点放在疏通货币政策传导机制和效果上

国内货币市场流动性小幅收紧。3月15日, 受税期影响货币市场流动性小幅收紧, R007、DR007、Shibor3M 分别为 2.92%、2.76%、2.80%, 较上周(3月8日)分别上升 59.36bp、46.50bp、4.40bp。本周有 200 亿逆回购到期, 3270 亿 MLF 到期。

3月14日, 人行表示, 当前深化金融供给侧结构性改革, 一定要把重点放在着力疏通货币政策传导机制和效果上, 把稳健的货币政策落到实处, 千方百计推动解决民营、小微企业金融服务不足、金融科技创新服务不足、“三农”金融服务不足等问题, 加强金融市场、支付清算、信用体系、金融科技、外汇管理等领域的金融基础设施建设, 补齐短板, 改善服务, 全面增强金融服务实体经济的能力和实际效果。进一步平衡好稳增长和防风险的关系。要注重在稳增长的基础上防风险, 强化货币政策的逆周期调节作用, 确保经济运行在合理区间, 坚持在推动高质量发展中防范化解风险。

香港货币市场流动性小幅收紧, 1周 Libor-Hibor 利差小幅回落。3月15日, Hibor 隔夜、1周、3个月较上周(3月8日)分别上升 8.41bp、9.71bp、10.55bp 至 0.68%、0.81%、1.72%, 1周 Libor-Hibor 利差小幅回落至 163bp。

## 2. 美联储：预计3月FOMC会议不会加息，并公布停止缩表细节

下周四（3月21日），美联储将公布3月货币政策决议，预计保持联邦基金利率不变，或将对缩表具体细节作出进一步说明。

3月11日，美联储主席鲍威尔表示，美国经济表现良好，但全球经济在放缓；目前美联储没有需要迫切调整利率，将观察全球形势发展再做调整。

## 3. 欧央行：部分官员表示欧元区核心通胀仍然受到抑制

欧洲央行管委、芬兰央行行长 Rehn 表示，欧元区核心通胀仍然受到抑制。

欧洲央行执委 Coeure 表示，欧元区需要结构性的财政政策，以推动经济增长。意大利面临长期性经济增长挑战，而那与欧盟无关。欧元区经济走弱程度超预期，但欧央行目前还没有看到经济衰退。不认为有必要重新在市场上进行资产购买。

欧洲央行执委 Praet 表示，欧央行最新货币政策决定意在维持必要的宽松，从而实现央行的政策目标；负利率是维持通胀稳定目标的有力工具。

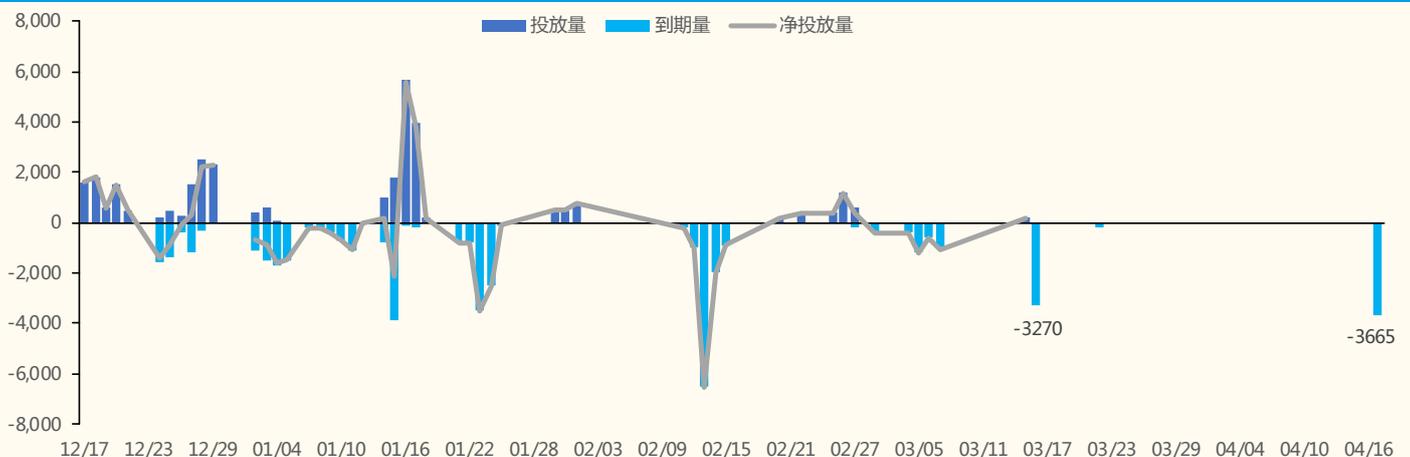
欧洲央行监管部门高级官员 Angeloni 表示，前瞻性指标表明欧元区经济出现放缓，相关信号预示经济前景非常不确定；各国央行已经为英国无协议脱欧做好准备。

## 4. 日本央行：维持政策利率不变

3月15日，日本央行货币政策会议维持政策利率不变（-0.1%），维持收益率曲线控制不变（10年期国债收益率目标在0附近）。日本央行表示，日本经济温和扩张，但出口和工业生产受到海外市场放缓影响。

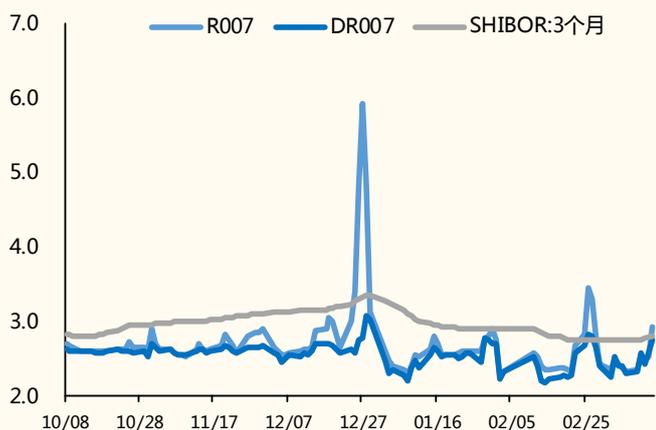
日本央行行长黑田东彦表示，全球经济放缓影响日本出口和生产，但日本国内经济继续保持强劲，经济展望的主要情境没有改变；大多数日本央行委员认为，持续维持宽松政策是适宜的；房地产市场没有出现泡沫经济时期的整体过热迹象；看好今年下半年中国和欧洲经济的复苏。

图表 3：近几个月中国央行公开市场资金净投放概览（亿元）



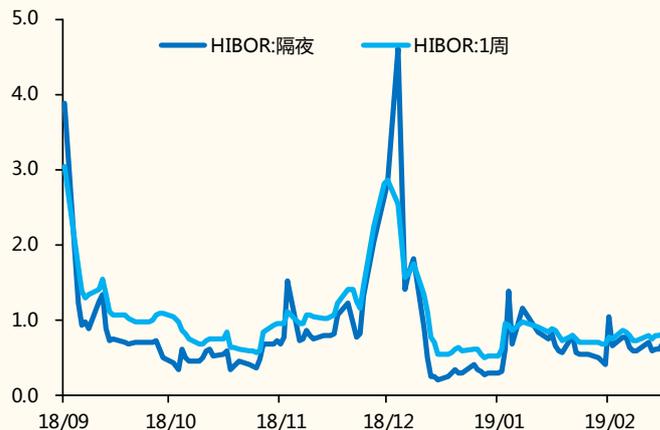
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4: 国内货币市场流动性小幅收紧 (%)



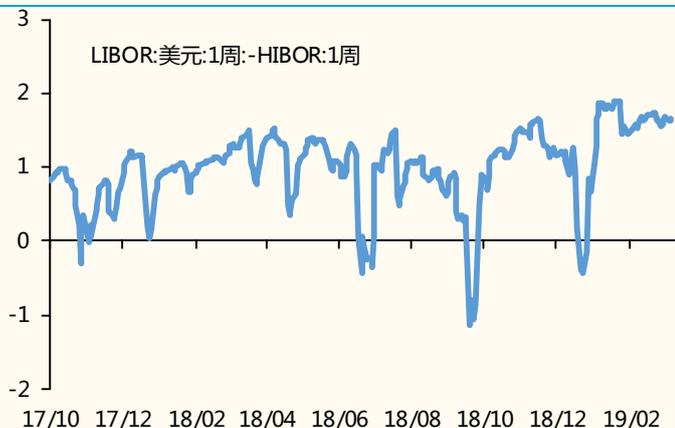
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 香港货币市场流动性小幅收紧 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: Libor-Hibor 利差小幅回落 (%)



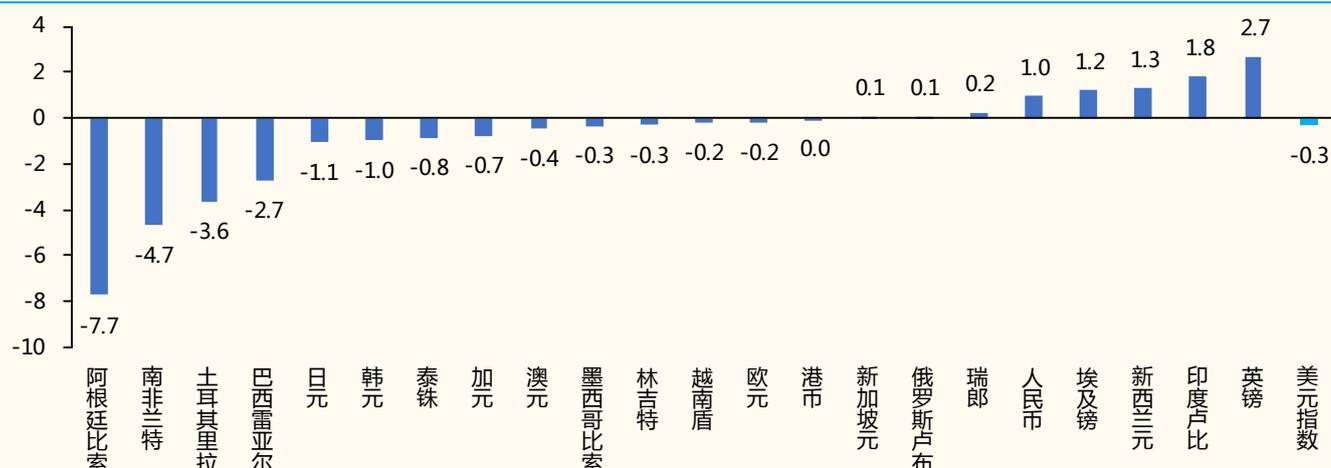
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 联邦基金利率期货显示美联储加息概率很低

FOMC 会议时间	联邦基金利率		
	200-225	225-250	250-275
2019/3/20	1.30%	98.70%	0.00%
2019/5/1	2.30%	97.70%	0.00%
2019/6/19	8.60%	91.20%	0.00%
2019/7/31	10.30%	89.30%	0.00%
2019/9/18	15.80%	83.10%	0.00%
2019/10/30	17.20%	81.40%	0.00%
2019/12/11	22.90%	74.20%	0.00%
2020/1/29	28.60%	65.90%	0.00%

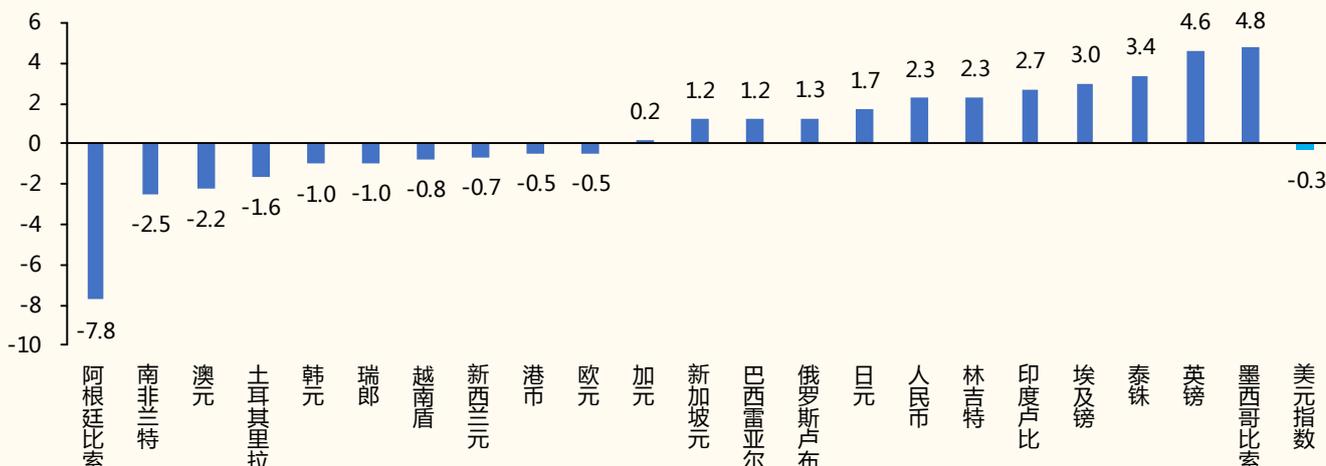
来源: CME, 国金证券研究所

图表 8: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



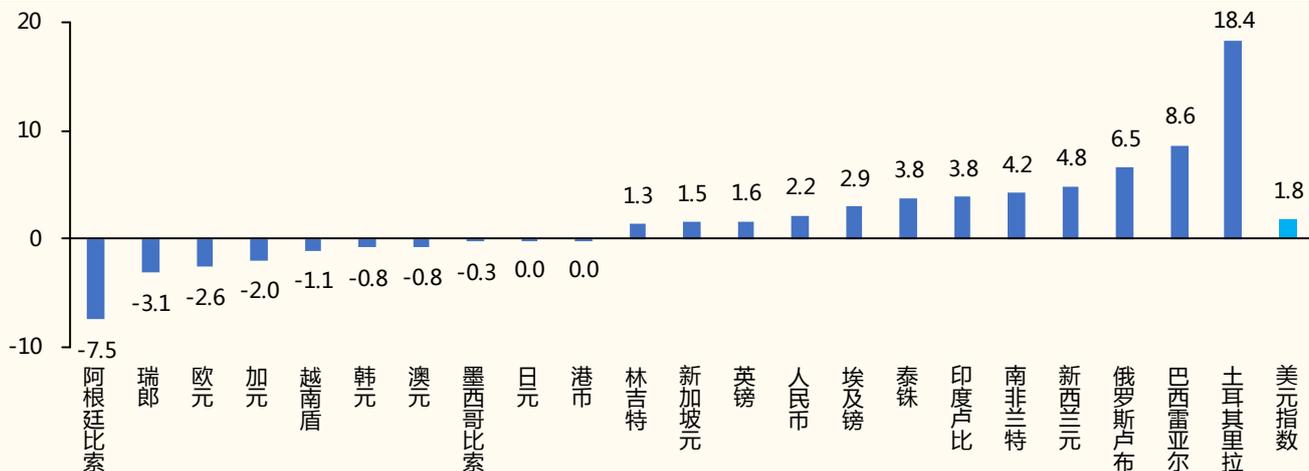
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9：近三个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：近半年主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：上周中国央行公开市场操作表述

日期	上周中国央行公开市场操作表述
3月15日	以利率招标方式开展了200亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%
3月14日	受税期等因素影响，银行体系流动性总量有所下降但仍处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。
3月13日	受税期等因素影响，银行体系流动性总量有所下降但仍处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。
3月12日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。
3月11日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。

来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 12：上周美联储官员关于货币政策的言论

日期	美联储官员	投票权	上周讲话要点

3月11日	美联储主席鲍威尔	永久	美国经济表现良好，但全球经济在放缓。 目前美联储没有感到需要迫切调整利率，将观察全球形势发展再做调整。
-------	----------	----	--

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 13：上周欧央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	上周讲话要点
3月15日	欧洲央行管委、芬兰央行行长Rehn	欧元区核心通胀仍然受到抑制
3月15日	欧洲央行管委兼意大利央行行长Visco	意大利债务仍然居高，意大利银行业对本国政府债券的购买力度超过其他国家的同业。那些具备财政回旋余地的国家必需对财政空间加以利用。
3月15日	欧洲央行管委兼法国央行行长Villeroy	欧央行政策立场将取决于经济数据。
3月14日	欧洲央行执委Coeure	欧元区需要结构性的财政政策，以推动经济增长。 意大利面临长期性经济增长挑战，而那与欧盟无关。
3月13日	欧洲央行监管部门高级官员Angeloni	前瞻性指标表明欧元区经济出现放缓，相关信号预示经济前景非常不确定。 各国央行已经为英国无协议脱欧做好准备。
3月13日	欧洲央行执委Praet	欧央行最新货币政策决定意在维持必要的宽松，从而实现央行的政策目标。 负利率是维持通胀稳定目标的有力工具。
3月11日	欧洲央行执委Coeure	欧元区经济疲软程度超预期，但欧央行目前还没有看到经济衰退。 不认为有必要重新在市场上进行资产购买。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 14：上周日本央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	上周讲话要点
3月15日	日本央行行长黑田东彦	全球经济放缓影响日本出口和生产。 大多数日本央行委员认为，持续维持宽松政策是适宜的。 房地产市场没有出现泡沫经济时期的整体过热迹象。
3月12日	日本央行副行长雨宫正佳	有关退出宽松的讨论，应该在通胀目标即将实现时开始。 密切关注消费税上调带来的影响。 如果要进一步宽松日本央行有多种政策工具，调整利率、资产购买等都在选项当中。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 15：上周其他国家央行官员关于货币政策的言论

国家	日期	央行官员	上周讲话要点
英国	3月11日	英国央行货币政策委员会成员Haskel	未来英国和欧盟的贸易关系有很大不确定性，可能造成英国企业投资低迷。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_13656](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13656)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn