

建银国际证券 | 研究部

香港市场流动性报告 (2021年7月)

流动性指数上月大部分时间表现低迷，但7月显示温和上涨的迹象

我们的香港市场流动性指数在6月下半月走弱，随后在7月初逐渐回升。拖累指数的是港元走弱和人民币相对于美元走弱。香港银行同业拆息（HIBOR）接近于零，进一步限制了资本流入。支持流动性指数的是新兴市场资金流入和南向交易成交量的小幅改善。

过去一个月，市场流动性指标显示出好坏参半的信号，但基本上对香港市场负面。

美元走强在月内推动外汇走势。港元本月走弱，因伦敦银行同业拆息与香港银行同业拆息的息差（LIBOR-HIBOR spreads）基本上为零，其他因素如分化的经济基本面，推动美元对港元汇率的弱势。

过去一个月，人民币相对于美元走弱，但相对于一篮子货币走强。中国人民银行下调存款准备金率以及随后对货币宽松的猜测有可能成为人民币的轻微逆风。

过去一个月，新兴市场资产类别大部分表现不佳。新兴市场货币指数下滑0.8%，因美元升值推低了新兴市场货币。MSCI新兴市场趋势过去一个月上涨1.0%，但之后在7月上半个月更加显著地下跌。

6月，新型亚洲市场获得144亿美元的资金净流入，因为股票市场和债券市场都获得了净流入。疫情高峰过后，流入印度的资金有助于改善整体资金流入。

6月香港市场的日均成交量大约为1,455亿港元，环比下滑3.0%。虽然2021年年初至今的成交量大幅超过2020年，但成交势头在过去数月有所放缓。

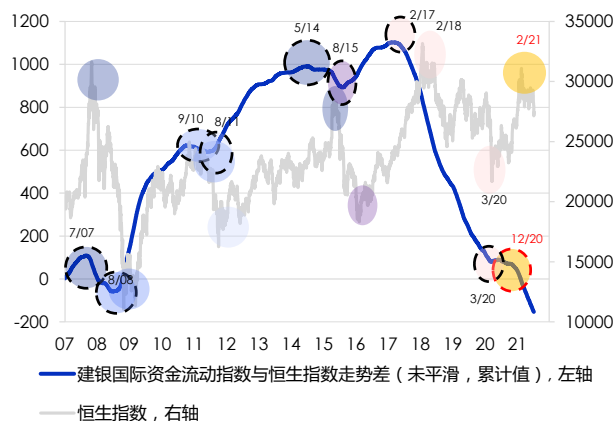
6月，南向成交再一次由2,994亿港元加速至3,510亿港元，尽管日平均南向流量小幅下滑，由176亿港元下滑至167亿港元。6月，南向流量仅获得50亿港元的净买入，为3月以来净买入最弱的一个月。过去一个月，最大外国上市香港继续出现资金净流出香港。

滞后数据确认了在上月流动性指数中看到的5月的复苏。M3货币增长由5.5%加速至7.1%，为三个月高位。贷款增速由0.2%加速至0.8%，存款总额增长由同比5.7%加速至同比7.3%。

建银国际证券香港流动性指数与恒生指数之间的累积差值继续扩大，虽然是以较慢的速度，因为这一指数与恒指之间的差值继续趋近于零。

流动性状况的下一个拐点将有可能与美国货币政策的正常化相关。如美联储主席鲍威尔在最近的证词中指出的：美联储将有可能保持其“暂时性通胀”（transitory inflation）取向，除非这在2021年下半年被证明是错误的。我们并不期待联邦公开市场委员会（FOMC）7月的会议会出现重大变动，但8月或许是值得关注的关键点。

焦点图：流动性状况在目前恒指的水平仍然是逆风，转折点还没有到来



资料来源：Bloomberg，建银国际证券



赵文利

(852) 3911 8279
cliffzhao@ccbintl.com

宋林

(852) 3911 8267
lynnson@ccbintl.com

1、联系汇率制度下的主要流动性指标

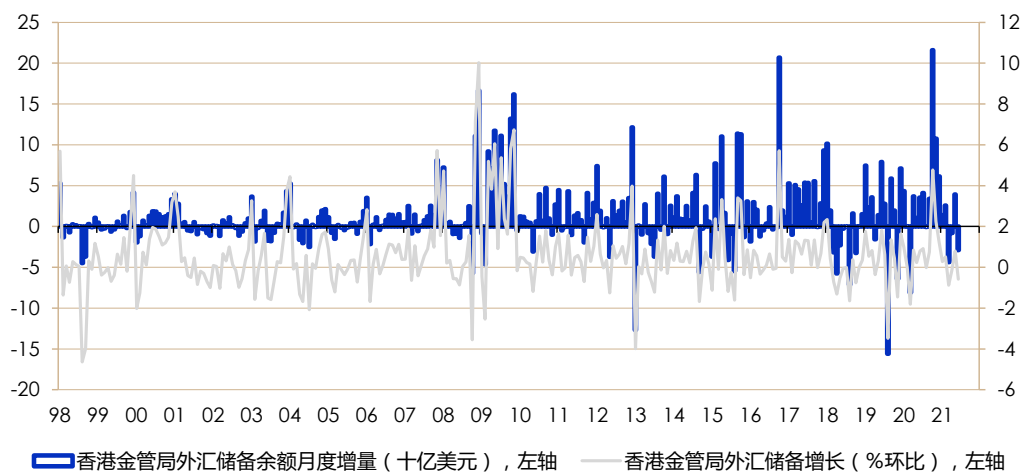
外汇储备和净外汇资产

香港自 1983 年开始实施联系汇率制度，实质上是一种货币发行局制度。根据货币发行局制度的规定，货币基础的流量和存量都必须得到外汇储备的十足支持。

因此，外汇储备是国际资本流动最直接的指标之一。外汇储备上升显示通过贸易或投资进入香港市场资本净流入，反之相同。

图 1：6 月当月香港外汇储备减少

6 月香港外汇储备减少 29 亿美元至 4,916 亿美元，在 5 月强劲表现后重回流出



资料来源：CEIC，建银国际证券

图 2：外汇储备 vs M3 货币和流通中货币



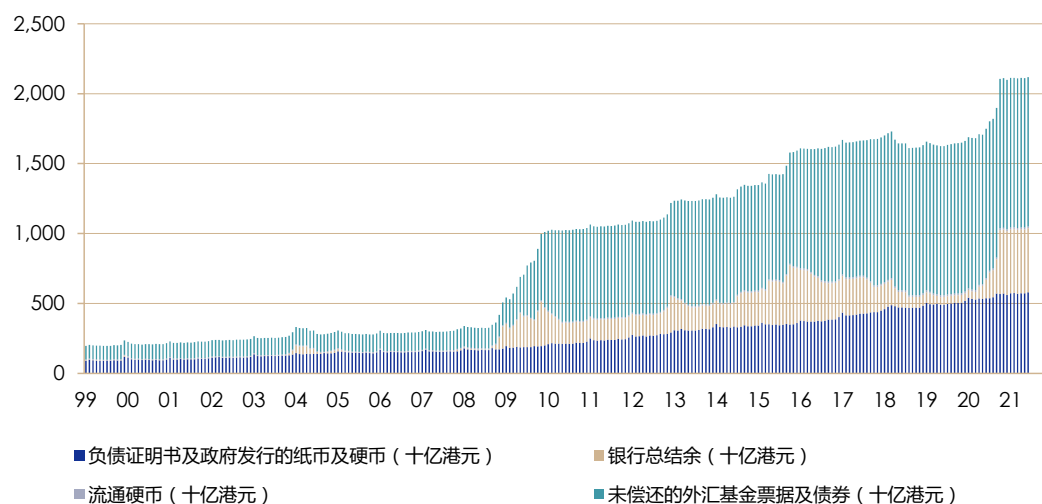
资料来源：CEIC，建银国际证券

货币基础及其构成

香港的货币包括 4 个主要组成部分：外汇基金票据及债券（金管局发行的债务工具）、流通货币、收市总结余（金管局商业银行结算和准备金账户余额）及用以支持发钞行的负债证明书。

在香港的货币发行局制度下，在没有相应外汇储备的情况下，金管局不能发行新货币。因此货币基础反映了净资本流动。

图 3：6 月货币基础出现小幅增加



资料来源：CEIC，建银国际证券

香港货币基础增加 75 亿港元至 2.119 万亿港元，温和上涨

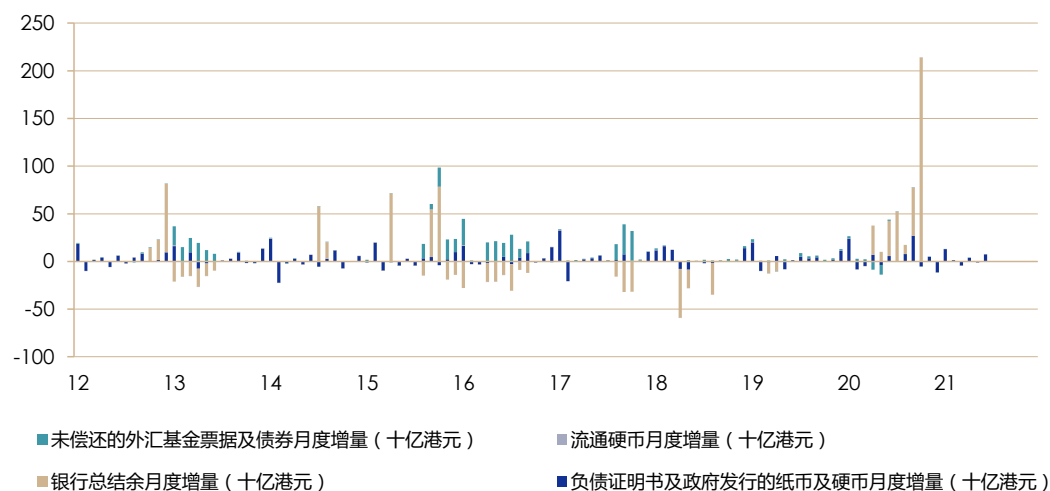
近几个月，货币基础趋于平稳，6 月的变动已经是 1 月以来最大变动

图 4：货币基础的历史组成

	Certificates of Indebtedness (HK\$b)	Aggregate Balance Before Discount Windows (HK\$b)	Coins in Circulation (HK\$b)	Outstanding Exchange Fund Bills and Notes (HK\$b)
2011	255.765	148.684	10.172	658.676
2012	291.675	255.851	10.25	661.368
2013	329.325	163.894	10.891	751.656
2014	342.165	239.183	11.345	753.363
2015	360.165	391.343	11.661	829.615
2016	401.805	259.593	12.247	962.41
2017	447.985	179.79	12.441	1047.038
2018	483.845	76.398	12.845	1059.784
2019	516.605	54.288	13.254	1078.736
2020	559.515	457.466	13.173	1069.154
Jun-21	579.345	457.459	13.221	1069.089

资料来源：CEIC，建银国际证券

图 5：货币基础组成按月变化



资料来源：CEIC，建银国际证券

货币基础的变动是由于负债证明的增加，而大多数其他类别基本保持不变

这一趋势贯穿整个 2021 年上半年；除了负债证明书，其他类别基础货币基本没有变动

货币供应

货币供应量和贷款数据对观察香港经济流动性也很重要。由于缺乏独立的货币政策，香港的货币供应受国际信贷环境的显著影响。

图 6：香港金管局对货币供应的定义

- M1** • 居民持有的法定货币（包括纸币和硬币）与银行客户活期存款
- M2** • M1 包括的项目，加上银行客户的储蓄及定期存款，以及由银行发行并由银行持有的可转让存款证
- M3** • M2 包括的项目+加上有限制牌照银行及接受存款公司的客户存款，以及由这两类机构发行并由非银行持有的可转让存款证。

资料来源：香港金管局，建银国际证券

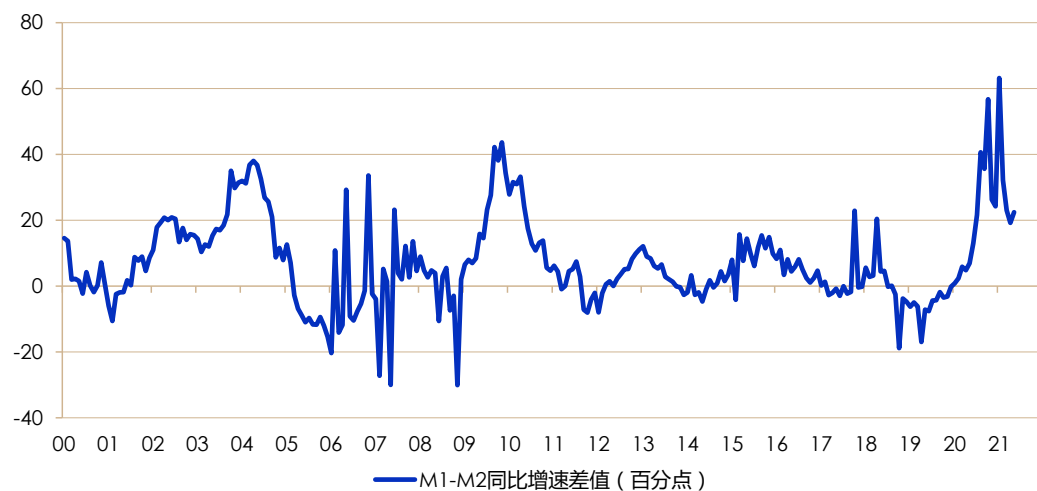
图 7：M3 货币增长相对于恒生指数表现



资料来源：CEIC，建银国际证券

M3 货币增长由 5.5% 加速至 7.1%，为 3 个月高位

图 8: M1-M2 货币增速差月内反弹, 因 M1 和 M2 货币均增加



资料来源: CEIC, 建银国际证券

5 月 M1-M2 货币增速差小幅反弹, 从 19.2% 上升至 22.5%, 因 M1 货币 29.6% 的增速超过 M2 货币的 7.1%

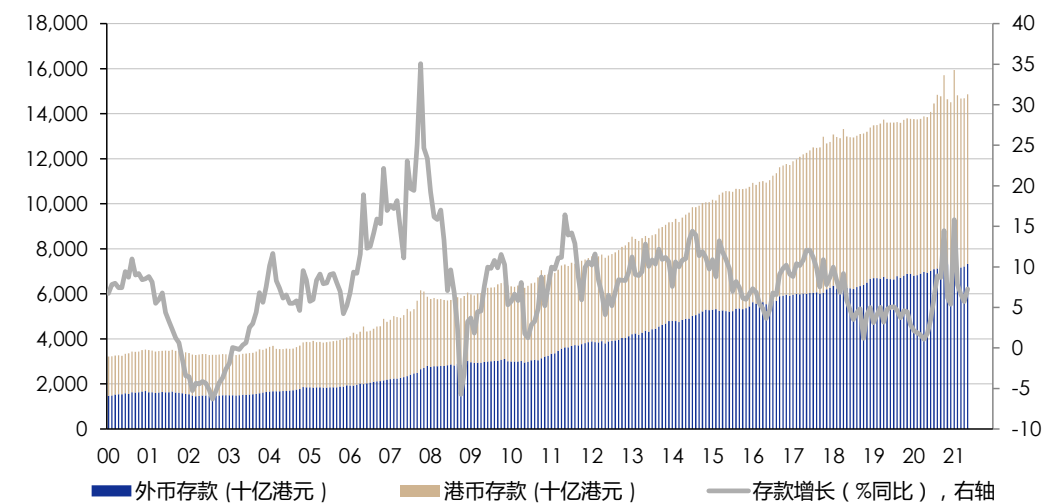
图 9: 5 月贷款增速小幅反弹但仍然保持低迷



资料来源: CEIC, 建银国际证券

5 月贷款增速小幅反弹但仍然保持低迷

图 10：5 月香港银行存款增加



资料来源：CEIC，建银国际证券

5 月港元及外币存款均录得增长

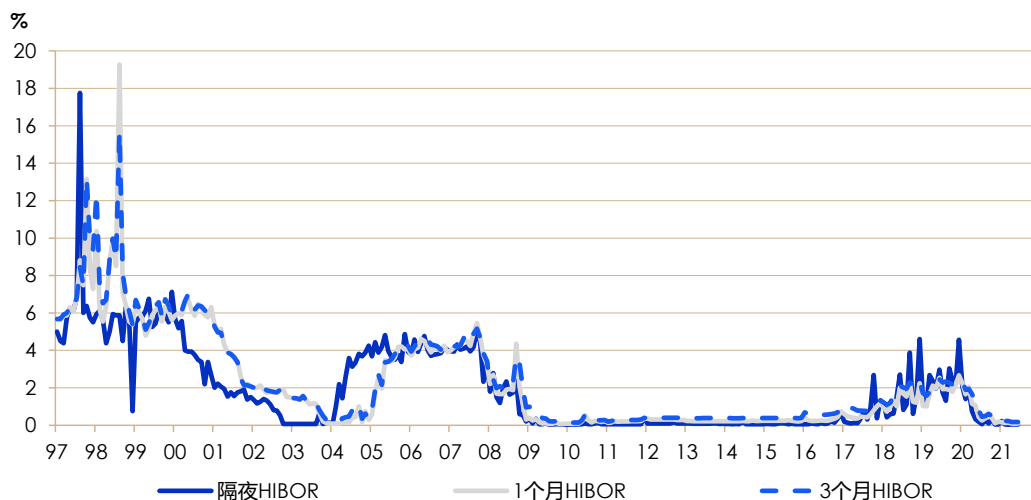
5 月存款总额增速从同比 5.7% 加速至同比 7.3%

2、外汇储备和利率状况

外汇和利率也是分析资本流动的重要工具。在香港市场，我们通常观察美元/港元基本面和隔夜银行同业拆借利率的变化来分析资金的流向。强港元和弱银行间同业拆息一般说明资金净流入，反之亦然。

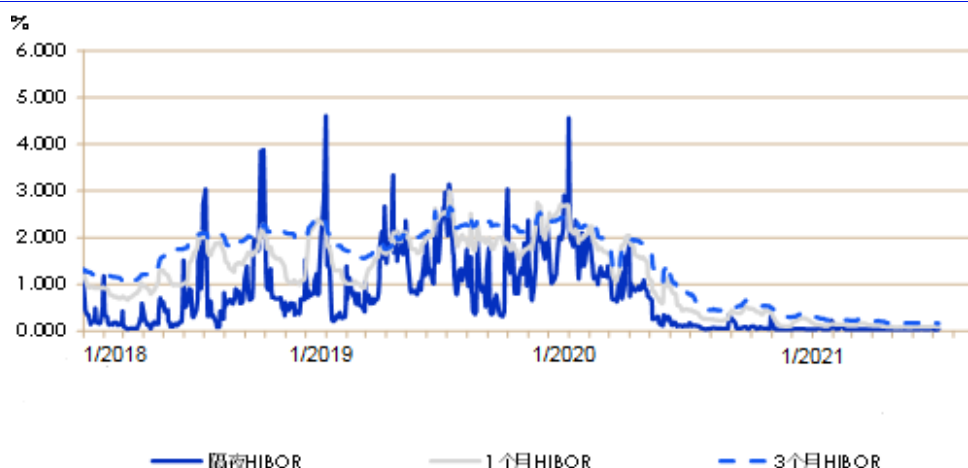
这些指标也可以用来监察更广泛的资本流动趋势，但由于可能影响汇率和银行间同业拆息的诸多外部因素（如外部干预、投机、IPO 等），这些指标是不够的。另外由于美元对人民币的固定区间，当汇率在上下限之间保持稳定时，月数据中能够得到的信息是有限的。

图 11：香港银行同业拆息历史水平比较



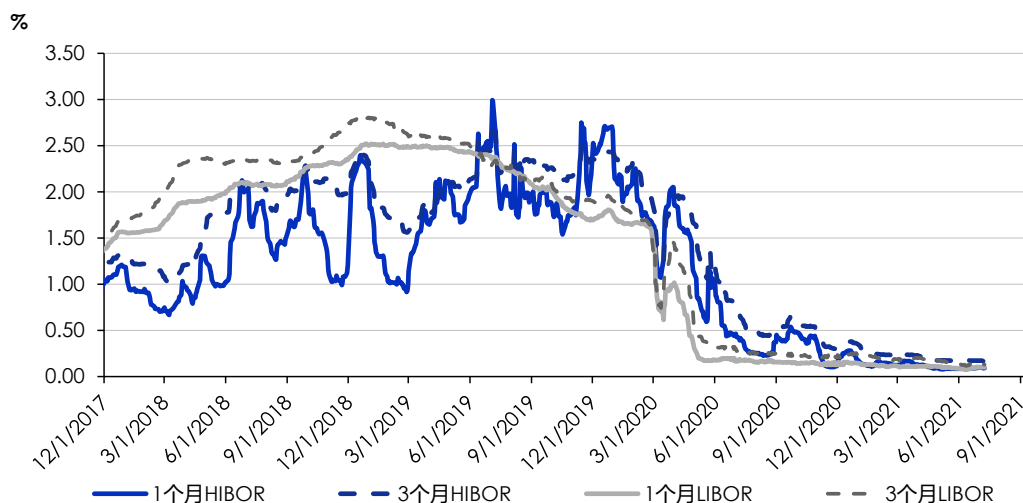
资料来源：CEIC，建银国际证券

图 12: 香港银行间同业拆息历史走势



资料来源: CEIC, 建银国际证券

图 13: LIBOR-HIBOR 息差保持接近于零



资料来源: CEIC, 建银国际证券

为了消除在联系汇率制度下港元汇率可转强程度的不明朗情况, 以及理顺货币和外汇市场在货币发行局安排下的互动关系, 2005 年, 香港金融管理局宣布了三项优化联系汇率制度运作的措施。

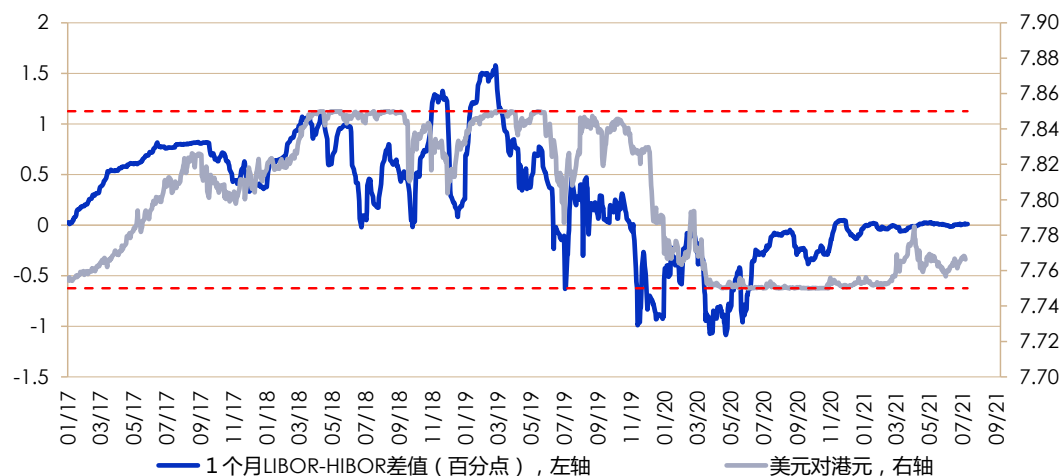
这三项措施为:

- 1) 推出强方兑换保证, 金管局会在 7.75 的水平向持牌银行买入美元;
- 2) 将现行金管局在 7.80 水平出售美元予持牌银行的弱方兑换保证移至 7.85 的水平, 让强弱双向的兑换保证能对称地以联系汇率 7.80 为中心点运作;
- 3) 在强方及弱方兑换保证水平所设定的范围 (兑换范围) 内, 金管局可选择进行符合货币发行局制度运作原则的市场操作。

过去一个月 1 个月 HIBOR 平均小幅上升, 而 3 个月 HIBOR 又一个月保持不变

过去一个月, LIBOR-HIBOR 息差微乎其微; 到 7 月中旬, 1 个月 LIBOR 略微走高, 而 3 个月 HIBOR 也略微走高

图 14：过去一个月港元走弱因强势美元推动资金流回美国



资料来源：彭博，建银国际证券

图 15：LIBOR-HIBOR 息差与美元兑港元汇率的历史相关性一直很强



资料来源：彭博，建银国际证券

港元本月走弱，因 LIBOR-HIBOR 息差基本为零，其他因素如基本面分化等推动美元兑港元走弱

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_22294

