

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：

- 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，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”。
- 二、**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。
- 三、**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。
- 四、**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。
- 五、**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

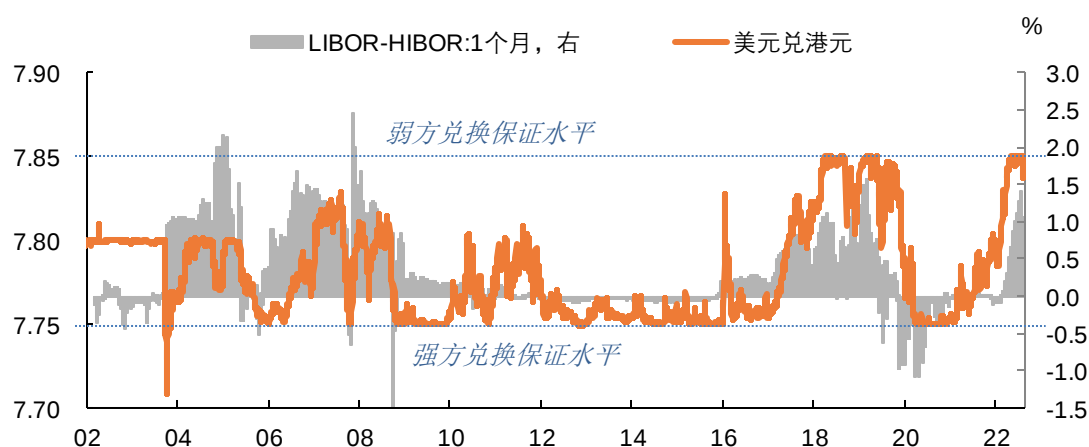


资料来源：Wind,平安证券研究所

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。

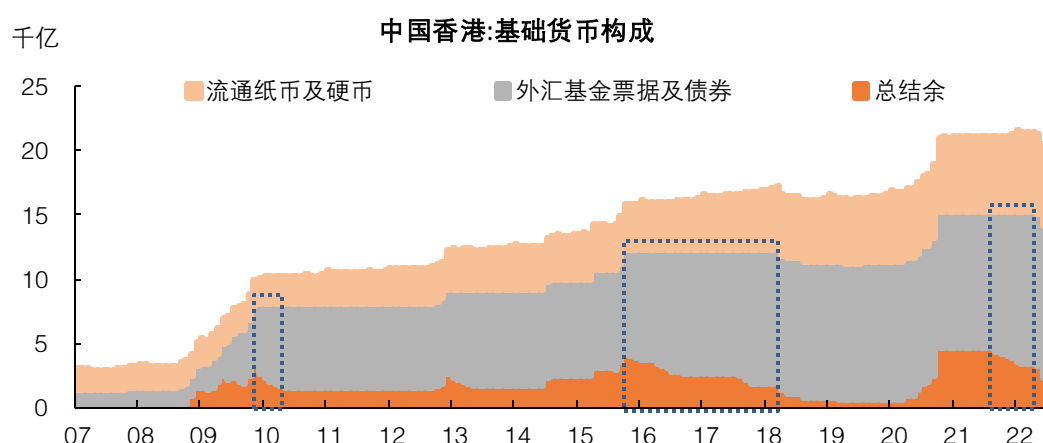
图表3 近期港元触发弱方兑换保证，主要与美港利差迅速扩大相联系



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）。

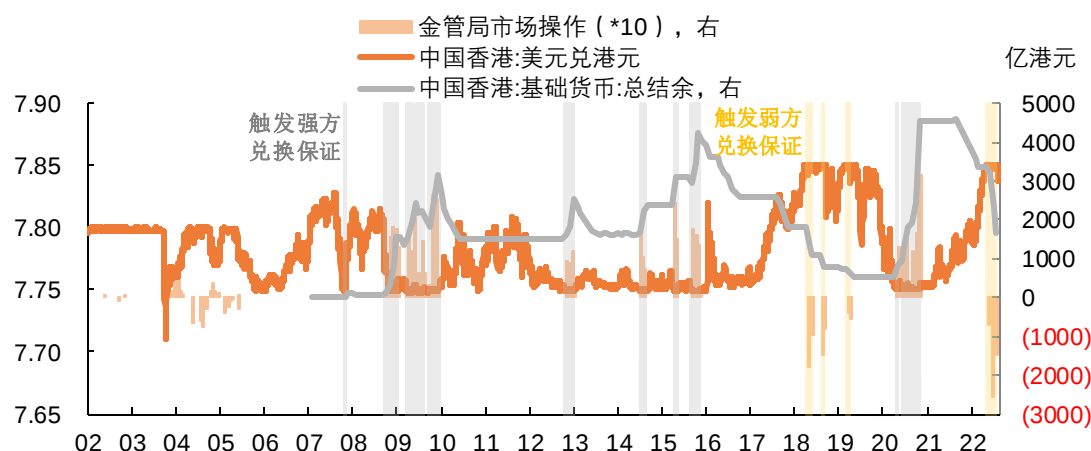
图表4 香港金管局账户总结余的下降也有主动调结构的因素



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

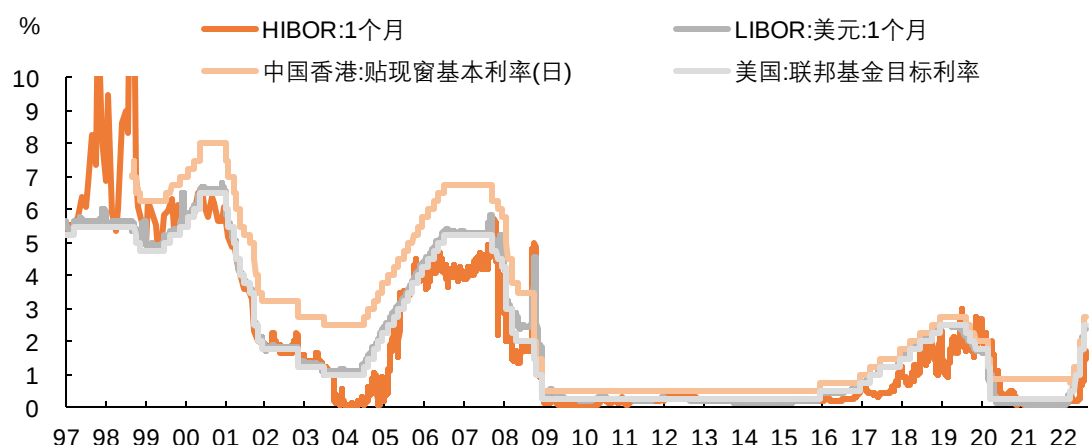


资料来源: Wind, 香港金管局, 平安证券研究所

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

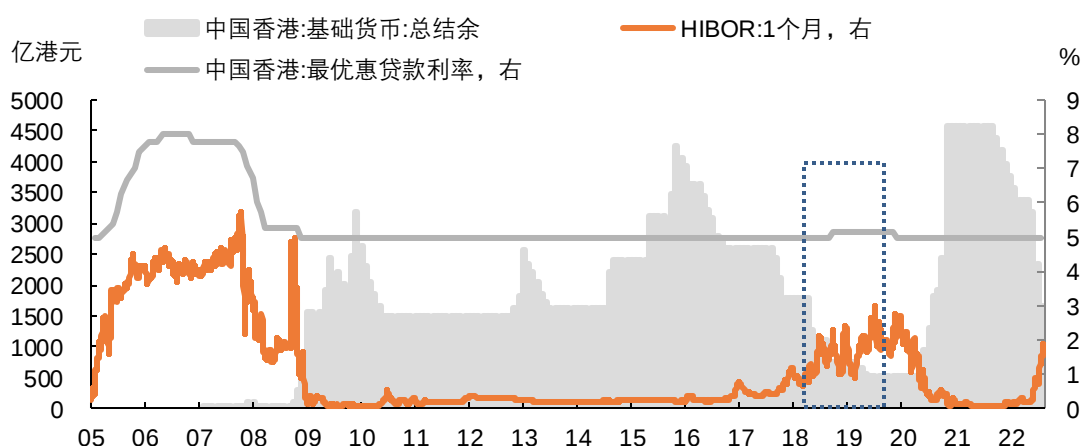
三、香港联系汇率制度会否失守？

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

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_45520

