

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：

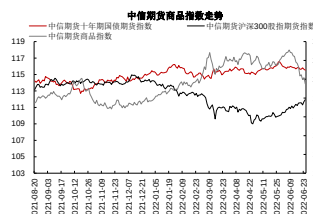
联系汇率制度介绍：金管局在 7.75 港元兑 1 美元的强方兑换保证水平，按银行要求卖出港元；并在 7.85 港元兑 1 美元的弱方兑换保证水平，按银行要求买入港元。通过兑换保证将港元兑美元控制在 7.75 到 7.85 区间内。可以看出，联系汇率即是政府入市交易，控制汇率稳定在一个小区间内。实行的基础是香港政府的高外汇储备以及低财政赤字。联系汇率制度经历了多次危机事件，在过去很好的稳定了香港市场，未来政策也有很强的延续性，不易发生变化。

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

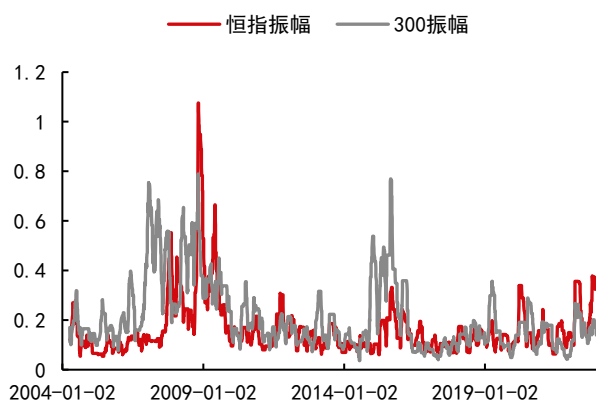
港交所作为“亚洲时区、环球市场”的交易所，连通了内地与海外，特点即上市企业依托内地，交易资金源自海外。从绝对收益的维度，港股的驱动逻辑主要来自于两方面：一是基本面跟随内地；二是资金面跟随海外。从趋势节奏上来看，港股的表现和 A 股一致，只是幅度上有差异。但与本轮表现不同的是，以往港股的弹性反而偏弱。

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

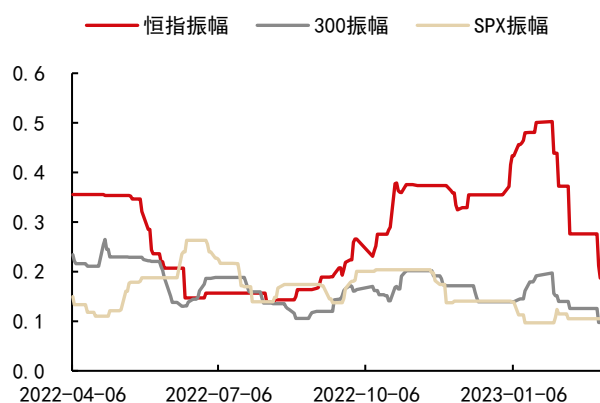
在本轮反弹中只用海外资金面宽松来解释港股反弹的力度也较为牵强。虽然国内经济复苏和海外流动性宽松预期形成共振，但反弹幅度似乎过高，从美股表现来看本轮流动性宽松预期似乎并没有那么夸张。

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。

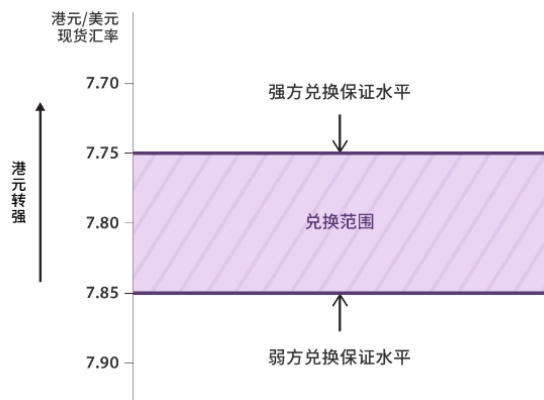
（一）联系汇率制度介绍

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

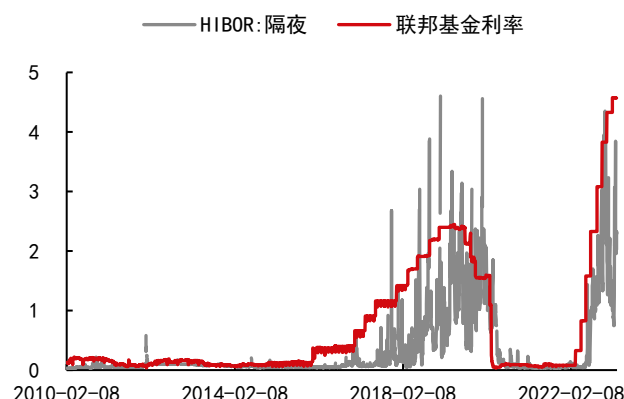
从利率端来看，由于套利机制，港元的利率也基本跟随美元。若港元利率低于美元，资金从港元流入美元，触发弱方兑换保证；反之亦然。但这套利逻辑主要存在于长债端，短期融资中套利的影响较小，其他方面因素影响更大，港元和美元的拆借利差较大。因此，在长周期下，由于联系汇率的关系，香港市场流动性总体上跟随美国；但是中短周期下，香港市场的流动性不一定跟随美国。特别是在美元加息周期下，HIBOR 隔夜利率显著低于联邦基金利率，且多有反复。

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

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_53343

