

香港联系汇率与近期跨境资本流动

中银国际控股 程漫江、叶丙南、张婉

（一）香港联系汇率运行机制

香港通过货币发行局制度实施联系汇率，港币货币基础得到美元储备的十足支持，提供这些支持的美元资产由香港的外汇基金持有。香港通过联系汇率，将美元/港币汇率稳定在强方和弱方兑换保证水平之间。香港联系汇率制度自 1983 年 10 月 17 日开始实施，历经多次外部冲击的洗礼和考验，即使在 1987 年全球股灾、1992 年欧洲汇率机制危机、1998 年亚洲金融危机和 2008 年全球金融危机中也稳如磐石，成为稳定香港市场信心和金融中心地位的支柱。

联系汇率具有利率自动调节机制，可以反向调节资本流动以支持汇率稳定，是联系汇率的自动稳定器。当国际资本大规模流入时，港币汇率趋向强方兑换保证水平，金管局在强方兑换保证水平上将买入美元、沽出港币，港币流动性增加，港币利率下降，鼓励资本流出，重新恢复资本流动平衡；当国际资本大规模流出时，港币汇率趋向弱方兑换保证水平，金管局在弱方兑换保证水平上将买入港币、沽出美元，港币流动性减少，港币利率上升，吸引资本流入，重新恢复资本流动平衡。

香港政府坚决捍卫联系汇率制度的决心，是支持利率自动调节机制发挥作用的关键。香港的宏观政策以维持联系汇率稳定作为重心。金管局尽管作为最后贷款人会通过贴现窗提供隔夜流动资金，但要求银行必须以有外汇储备十足支持的外汇基金票据及债券作为抵押品，严格限制在外汇储备没有增加情况下通过流动性调节机制扩大基础货币。香港的财政政策极为审慎，以平衡预算为中期目标，并积累了庞大的财政盈余，以避免政府赤字影响联系汇率为你项。香港坐拥庞大的外汇储备，主要用于支持联系汇率稳定，2020 年上半年末香港外汇储备为 4459 亿美元，是香港基础货币水平的 2 倍。

香港具有高度外向型经济，经济活动主要依赖其自由港和国际金融中心地位，联系汇率制度是香港保持自由港和国际金融中心地位的基石，香港不会主动放弃联系汇率制度。香港经济活动主要依赖其自由港和国际金融中心地位带来的货物流、资金流和人流，进出口贸易、物流、金融、专业商业服务、商贸零售和住宿

餐饮在 2019 年 GDP 中占比分别为 15.9%、5.6%、19.6%、5.6%、3.4%和 3%，对 2009-2019 年 GDP 增长贡献率分别达到 16.5%、6.2%、30.1%、5.4%、4.5%和 2.3%。目前美元是主导性国际货币，在全球贸易和金融活动支付结算中占比超过 40%，联系汇率完全锚定美元，商品、资金和人员进出香港无需承担汇率风险，加上零关税、资本进出自由和背靠中国内地经济腹地，支撑香港成为自由港和国际金融中心。在资本自由流动条件下，汇率稳定与利率自主不可兼得，由于香港经济活动主要依托其自由港和国际金融中心地位，全球贸易和金融活动对香港经济的影响远大于香港城市内需的作用，依靠联系汇率制度保持自由港和国际金融中心地位的意义，大于拥有自主利率政策调节内需的意义。

联系汇率制度仍是香港最优货币体制选择，但任何一种货币体制都有优点与缺点，只能两害相权取其轻，同时对其缺点保持警惕，防止引发较大金融风险。联系汇率制度的主要缺点是失去自主的利率政策，不能调节资产价格和内需稳定，当全球货币宽松周期持续过长导致资本大规模流入时，港币利率在较长时期内处于低位，可能刺激金融投机、资产泡沫和内需过热；当全球货币紧缩过快导致资本大规模流出时，港币利率在短期内快速上升，可能引发金融收缩、资产价格调整和内需冷却。为应对联系汇率制度的这一缺点，香港金融体系需要建立利率风险管理机制和审慎监管制度，房地产市场需要完善逆周期调控政策，以应对利率和资产价格大幅波动。

（二）近期香港跨境资本流入明显

香港采用联系汇率制度，跨境资本流动将带来汇率压力，可能触发金管局外汇干预，导致外汇储备和银行体系流动性（总结余）变化，因此美元/港币汇率、外汇储备和银行体系总结余可以反映香港跨境资本流动情况。在联系汇率机制下，金管局承诺将美元/港币汇率稳定在 7.75（强方兑换保证水平）和 7.85（弱方兑换保证水平）之间。跨境资本流入将推动美元/港币汇率靠近 7.75，当美元/港币汇率达到 7.75 时，金管局保证以 7.75 汇价无限量沽出港币、买入美元，外汇储备和银行体系总结余上升，港币利率下降，重新吸引资本流出以自动平衡；跨境资本流出将推动美元/港币汇率靠近 7.85，当美元/港币汇率达到 7.85 时，金管局保证以 7.85 汇价无限量沽出美元、买入港币，外汇储备和银行体系总结余下降，港币利率上升，重新吸引资本流入以自动平衡。

从美元/港币汇率、外汇储备和银行体系总结余来看，近期香港出现明显的

跨境资本流入。从美元/港币汇率来看，2019年10月以来港币对美元逐步走强，显示资本流入明显。美元/港币汇率在2019年12月中旬以后降至7.8以下，2020年4月以后接近强方兑换保证水平，4月下旬达到强方兑换水平，触发金管局三次入市沽出港币、买入美元，6月再次达到强方兑换保证水平，触发金管局十次入市操作，4-6月金管局累计买入美元74亿美元，美元/港币汇率在7月以来仍接近强方兑换水平。从外汇储备和银行体系总结余来看，金管局多次入市沽出港币、买入美元，推升外汇储备和银行体系总结余，两者在2020年第2季度分别增加82.6亿美元和100亿美元，说明资本流入明显。

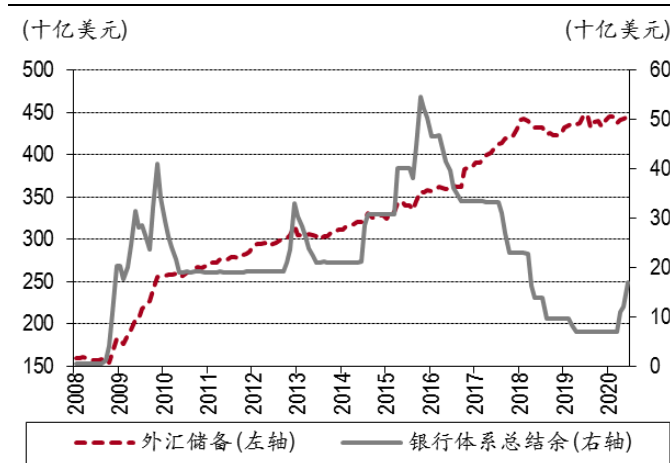
在跨境资本流入支撑下，香港股票市场近期成交活跃，港股通南下资金净流入大幅增长，IPO规模显著恢复。2020年3月以来，港股日均成交额超过1300亿港元，相比2019年全年日均成交额增长40%以上，港股通南下资金日均净买入超过30亿人民币，是2019年日均净买入额的3倍左右。香港持续巩固作为中资企业国际融资中心地位，港交所在2018年实施新的上市规则后，对内地科创企业吸引力显著上升，加上中美关系日趋紧张，掀起一轮中概股和内地企业赴港上市潮，香港市场IPO规模在2018年和2019年分别达到354亿美元和403亿美元，超过A股IPO融资额，2020年上半年尽管有疫情影响，但恢复较快，仍达到112亿美元。

图表 1. 美元/港币汇率与金管局沽出港币/买入美元额



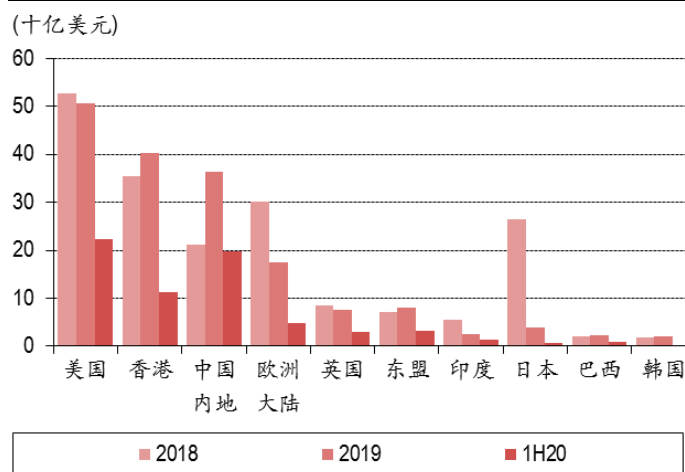
资料来源: Wind, 中银国际研究

图表 2. 香港外汇储备与银行体系总结余



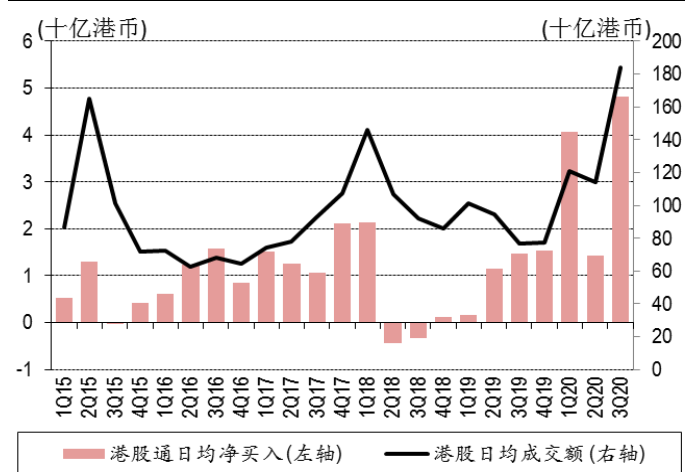
资料来源: Wind, 中银国际研究

图表 3. 主要地区交易所 IPO 规模



资料来源：安永，中银国际研究

图表 4. 港交所成交额与港股通南下净买入额



资料来源：Wind，中银国际研究

(三) 全球货币宽松和中国率先复苏助推资本流入香港市场

香港证券市场是国际投资者占比较高和以中国内地企业资产为主的离岸市场，是国际投资者投资中国内地证券资产的主要市场和进入中国内地市场的主要通道。香港市场中国际投资者占比较高，国际投资者交易占 2018 年港股代理客户交易的 42%，占港股总交易的近 30%，其中来自美国、英国、欧洲和新加坡的投资者在港股总交易中占比分别为 9%、7%、4%和 3%；国际投资者在 2018 年末香港资产及财富管理业资金来源中占 51%份额，其中来自北美洲、亚太和欧洲的占比分别为 21%、14%和 9%。香港市场上市公司以中国内地企业为主，内地企业在 2019 年末港股上市公司市值中占比超过 70%，在 2019 年港股成交额中占比超过 60%，在香港信用债融资中占比也超过 70%。

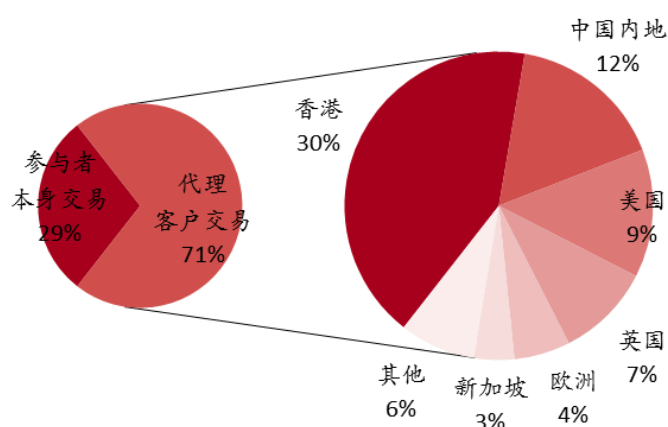
香港跨境资本流动反映跨境投资者对港币资产的需求变化，香港市场的跨境投资者以国际投资者为主，港币资产以中国内地企业资产为主，所以香港的跨境资本流动主要受美国货币政策周期和中国内地经济周期的影响。由于美元主导性国际货币地位，美国货币政策周期决定国际投资者的资金流动性和基准收益率，从而影响国际投资者对港币资产需求和香港的跨境资本流动。由于港币证券化资产以中国内地企业资产为主，中国内地经济周期决定港币证券化资产的盈利基本面，从而影响国际投资者对港币资产需求和香港的跨境资本流动。

从历史经验来看，在美联储大幅降息或扩大资产负债表之后，美元/港币汇率经常会触及强方兑换保证水平，金管局入市沽出港币、买入美元，显示国际资本大量流入香港市场；在美联储加息或收缩资产负债表之后，美元/港币汇率经

常会触及弱方兑换保证水平，金管局入市沽出美元、买入港币，显示国际资本大量流出香港市场。在中国经济平稳或改善周期中，香港金融资产对国际投资者吸引力上升，港币对美元走强；在中国经济下行周期中，香港金融资产对国际投资者吸引力下降，港币对美元走弱。

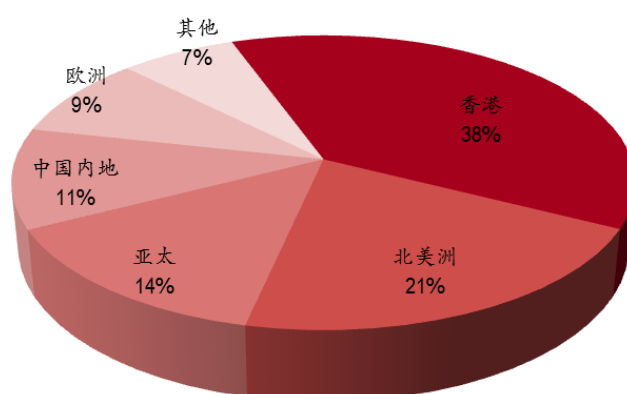
近年来，随着香港与中国内地金融市场互联互通，中国内地投资者在香港市场中占比不断提升，中国内地货币政策对香港市场跨境资本流动的影响在逐步上升。香港采用联系汇率制度，宏观政策重心是维持港币对美元汇价稳定，港币资产相比人民币资产是准美元资产，香港市场成为中国内地投资者全球化配置的首选平台，中国内地货币政策和跨境资本流动对香港市场的影响日益显著。例如2015年美国已进入缩表周期并计划启动加息，但受中国内地货币政策大幅宽松影响，内地资金大量流入香港市场，使香港 Hibor 利率接近零利率水平，香港银行体系总结余显著上升。

图表 5. 2018 年港股现货交易投资者结构



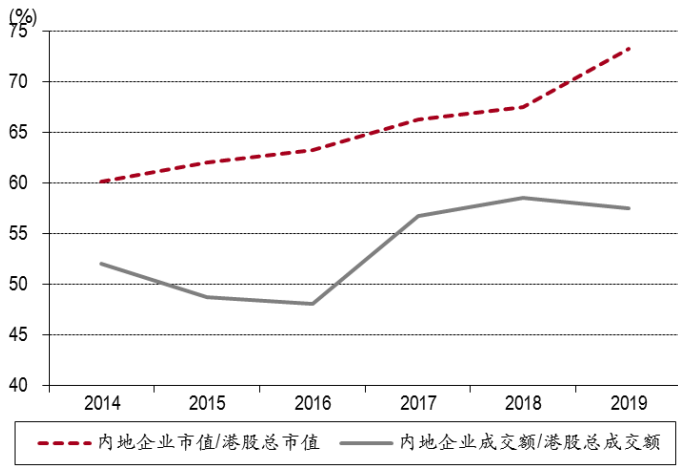
资料来源：港交所，中银国际研究

图表 6. 2018 年末香港资产及财富管理资金来源结构



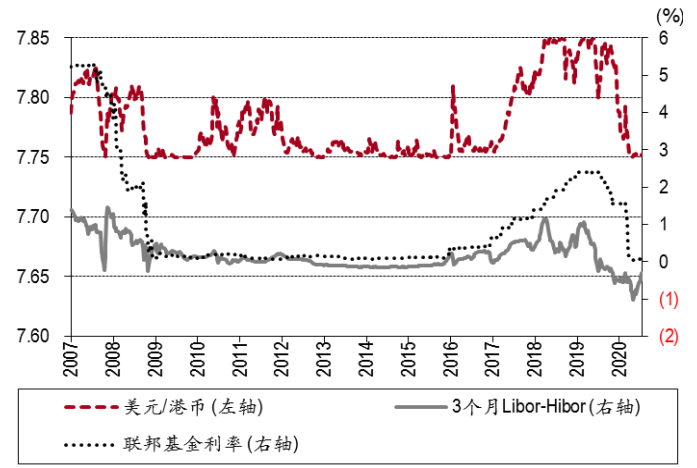
资料来源：香港证监会，中银国际研究

图表 7. 中国内地企业在港股市值和成交中占比



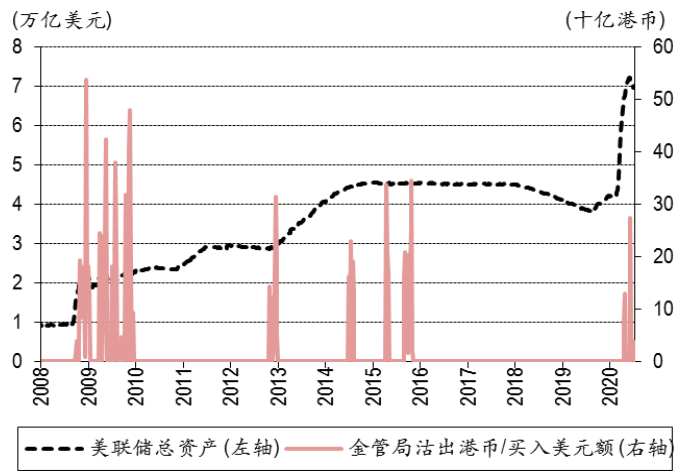
资料来源: Wind, 中银国际研究

图表 8. 美国货币政策周期中的美元-港币汇率和利差



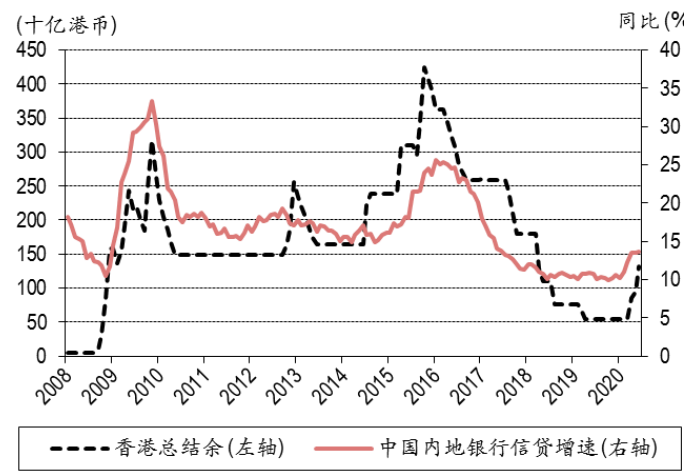
资料来源: Wind, 中银国际研究

图表 9. 美联储资产扩张与金管局沽出港币/买入美元额



资料来源: Wind, 中银国际研究

图表 10. 中国内地信贷扩张与香港银行体系总结余



资料来源: Wind, 中银国际研究

2020 年 3 月以来跨境资本流入香港市场，主要由以下四个因素驱动：

(1) **全球货币政策超级宽松。**全球疫情大爆发后，主要国家推出史无前例的宽松政策，G20 国家 2 月以来宣布的财政刺激规模已超过 GDP 的 10%，美联储实施零利率和无上限量化宽松，美欧日三大央行总资产在四个月内累计增长超过 5 万亿美元，中国内地上半年社会融资规模比去年同期高出 43%并创历史新高，全球新增流动性大量流入金融市场包括香港市场，推动股票、商品、新兴市场货币等风险资产价格大幅反弹。

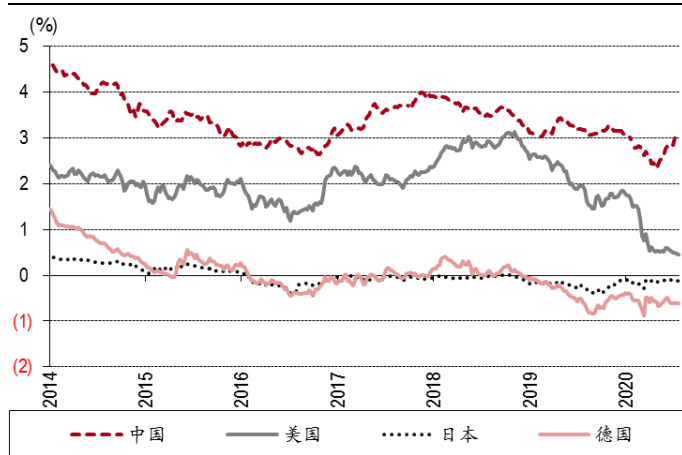
(2) **中国内地率先控制疫情并进入复苏。**中国在快速控制疫情后，率先进入经济复苏，GDP 在第一季度同比下降 6.8%后第二季度转为增长 3.2%，下半年料将进一步回升，全年预计增长 2.5%，中国有望成为 2020 年全球唯一实现正增

长的大型经济体。中国内地经济复苏支撑香港金融资产基本面逐步改善，中国与其他大型经济体的利差显著扩大。

(3) 香港证券市场具有低估值优势。2020年3月末恒生指数PE为9.3倍，显著低于新加坡海峡指数、沪深300指数、英国富时100指数、法国CAC指数、标普500指数和印度NIFTY指数的PE水平，恒生指数3月末PE倍数相比2009-2019年历史均值折价率也显著低于以上指数的估值折价率；2020年3月末恒生指数股利收益率达到4.4%，高于2009-2019年历史均值3.5%。由于发达国家实施零利率甚至负利率，香港债券市场尤其是信用债的收益率也具有较大吸引力。

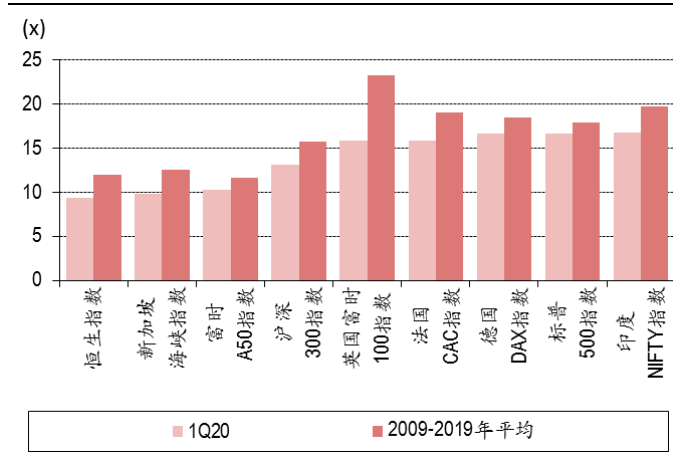
(4) 优质中概股和内地科创企业赴港上市。由于港交所修订上市规则和中美冲突不断升级，更多优质中概股和内地科创企业选择赴香港上市，吸引国际资本和中国内地资金流入香港市场。据港交所统计，2020年上半年香港市场IPO数量59家，合计募资875亿港元，其中互联网、科技、医疗等科创企业在IPO募资额中占比超过90%，两家大型优质中概股在港股IPO募资额中占比达到62%。优质中概股和内地科创企业赴港上市，是提升香港市场对国际和内地投资者吸引力的重要因素。

图表 10. 中国与主要经济体 7 年国债利率



资料来源: Wind, 中银国际研究

图表 11. 主要股指在 1Q20 和 2009-2019 年 PE 倍数



资料来源: Wind, 中银国际研究

(四) 未来可能引发香港资本流出的风险因素

跨境资本流动波动较大，对地缘政治、经济冲击和市场风险都比较敏感，未来香港面临三个主要风险因素，可能引发跨境资本流动发生逆转。

(1) 美国国内政治风险。美国疫情迟迟得不到控制，经济衰退和大规模失业导致社会矛盾激化，大选政治周期进一步加剧政治冲突和社会对立，美国党派

和阶层的利益冲突已达到非常严重程度，政策协调十分困难，应对疫情和衰退的力量变得虚弱，经济复苏进程可能低于预期，打击全球市场信心，甚至引发经济危机，导致国际资本从风险资产包括从香港市场流出。

(2) 中美冲突加剧。美国大选政治周期和中美疫情巨大反差加剧了中美冲突。中美面对疫情采取两种应对策略，中国较快控制住疫情，经济率先进入复苏，但美国疫情迟迟得不到控制，经济大幅衰退，社会矛盾激化，政治冲突和社会对立严重，对华强硬成为美国政府维持公信力和党派合作的重要手段，美国在香港、台湾、新疆、南海等中国主权和核心利益问题上不断挑战中方底线。在中国实施《香港国安法》之后，美国出台《香港自治法案》，威胁制裁某些中国人士和相关金融机构。中美冲突加剧可能引发香港市场剧烈波动，导致跨境资本短期流出香港市场。

(3) 全球宽松货币政策退出。全球货币政策此轮宽松史无前例，进一步宽松的空间非常有限。随着宽松政策对资产泡沫、宏观杠杆和贫富差距的负面效应开始显现，各国央行不同程度面临两难困境。中国率先释放出政策逐步微调信号，货币市场流动性边际上有所收紧，美联储也在讨论一些应急政策的淡出问题。一旦全球宽松货币政策退出方向确立，市场预期即会做出反应，短期内可能引发资本流出香港。但全球货币政策易松难紧，在政治冲突和社会矛盾难以解决情况下，货币政策可能被迫在较长一段时期内处于应对危机的最前线。

尽管以上因素可能引发资本流出风险，但香港联系汇率料将保持平稳。一方面，联系汇率制度具有利率自动调节机制，可以发挥自动稳定器作用，另一方面，在未来一段时期内中国经济仍将领先全球复苏，全球货币政策仍处于宽松状态，对港币资产形成较大支撑。