

港元汇率持续承压，预计六月随美加息

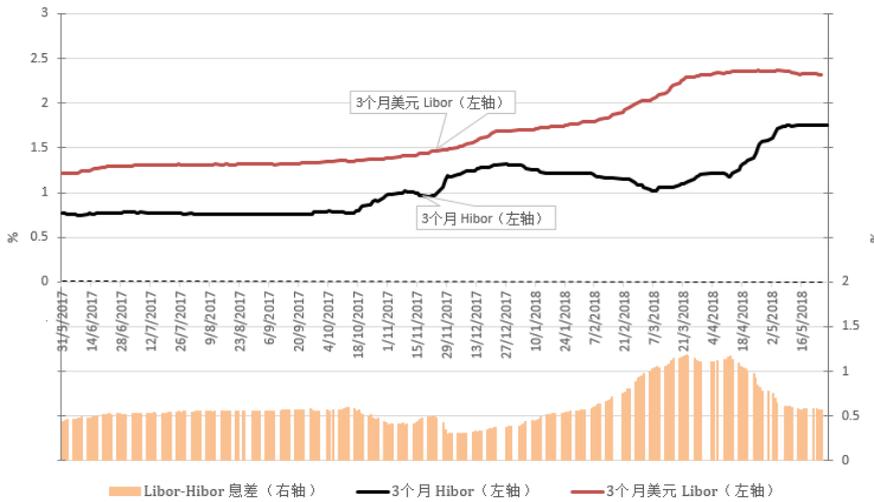
- ❖ **港美息差拉阔催生套利，港元于弱方兑换保证水平附近徘徊。**近期我们持续关注由于港美息差引起的港汇转弱问题。港美息差于3月和4月曾走阔超过1厘，之后有所回落，但仍存在60个基点左右息差；美元走强、美债收益率攀升加剧港元流出。近两个月来港元汇率一直徘徊于7.85附近并多次触发弱方兑换保证，使得金管局密集入市干预，累计买入超过700亿港元。根据金管局的监察，除了息差催生的自然套利空间以外，并没有大规模沽空港元或大量预期港元大幅贬值的投机盘。
- ❖ **银行体系结余相对缩小，但无需过度担心流动性。**金管局近期的干预使银行系统总结余由4月初的1797亿缩减至五月底的1094亿，消耗接近四成。尽管银行体系结余似乎减少较快，但不必过于担心会消耗殆尽，主要原因在于：一是金管局最初的干预需要在短时间内买入较多港元，而后则伴随多次小幅干预；二是香港加息之后资金流出港元的规模会减小。
- ❖ **外汇基金票据及债券亦可视为流动性保障。**银行体系总结余虽然消耗较快，但也只占香港货币基础的约6%（5月末数据计算），除此之外货币基础还包括了负债证明书（为纸币提供支持）、政府发行的流通纸币、以及已经发行的外汇基金票据及债券（金管局代政府发行）。今年4月末香港货币基础1.67万亿港元，是1998年末（1870亿）的9倍和2008年末（5070亿）的3.3倍，拥有足够储备，其中银行拥有的外汇基金票据和债券规模在1.05万亿以上，银行如有需要也可以利用这些票据和债券获得流动港元。
- ❖ **目前外流资金远小于量化宽松时期流入规模。**08年危机后各主要国家为恢复经济推行量化宽松政策，释放了大量流动性，约一万亿港元的庞大规模资金流入香港。近期息差导致资金流出属正常调整，且约500亿的外流资金也只占流入资金的很小部分。即香港市场的资金依然相对充裕。
- ❖ **我们预计香港从6月开始将跟随美国加息。**美国自2015年12月开始本轮加息，香港由于流动性充裕并未紧随。近期香港金管局为了应对港汇走弱不得不入市干预，而这种干预不能长期持续，唯有香港适当加息缩减套利空间。我们预判在6月13-14日美联储加息之后，香港将紧随加息，上调商业银行最优惠利率（现时最优惠利率为5.25%或5%）。6月加息后港汇走弱趋势将有所缓解，但套利空间仍在。我们预计美联储全年加息三次，在9月以及明年的加息过后香港都将跟随。加息过程也将利于金管局实现利率正常化。目前，银行同业拆息（Hibor）已经向上调整，对定期存款的争夺也在香港银行间展开。
- ❖ **对港股：加息利好银行股。**过去12个月Hibor累计上升接近1厘，本地主要龙头银行拆息收入提升。提高商业银行最优惠利率（P）后会提升银行净利息收入，利好银行股。另外，充足流动性也可以保证今年港股众多首次上市项目的融资需求。
- ❖ **对房地产：购房按揭还款额将提升，对市场影响有限。**Hibor的上升使得“H按”息率升高，但并未扭转楼市升势，房价已从16年开始连升超过24个月，累计涨幅超过30%。最优惠利率上升之后购房按揭还款额将有所增加：香港平均每笔按揭贷款额为406万港元，平均还款期限为320个月，假设最优惠利率提升25个基点，则每笔贷款每月供款额增加500港元左右。尽管房贷还款边际提升，但香港经济基本面稳健，需求仍然强劲，加息对房地产市场影响有限。

成亚曼, 博士

电话: (852) 3900 0868

邮件: angelacheng@cmbi.com.hk

图 1: 港美息差冲高后暂时回落，仍有约 60 个基点左右息差



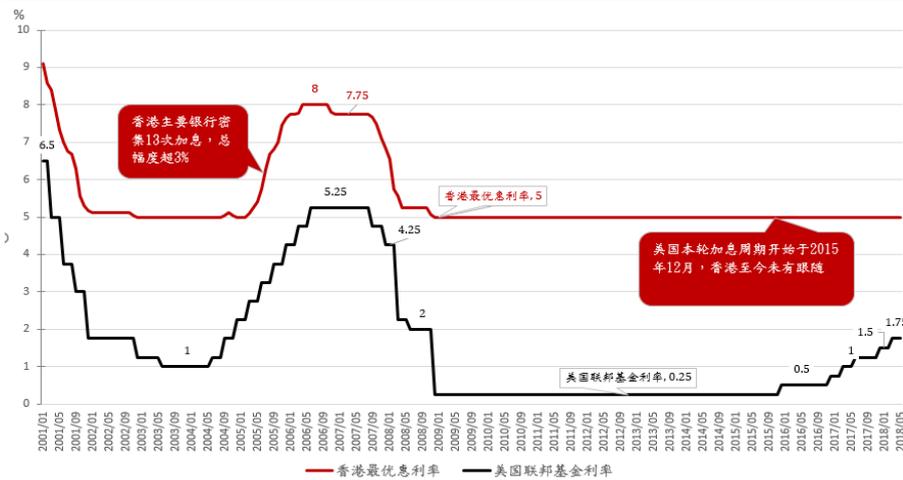
资料来源：彭博、招银国际研究

图 2: 近期美元走强伴随港汇走弱，美元指数升上 94



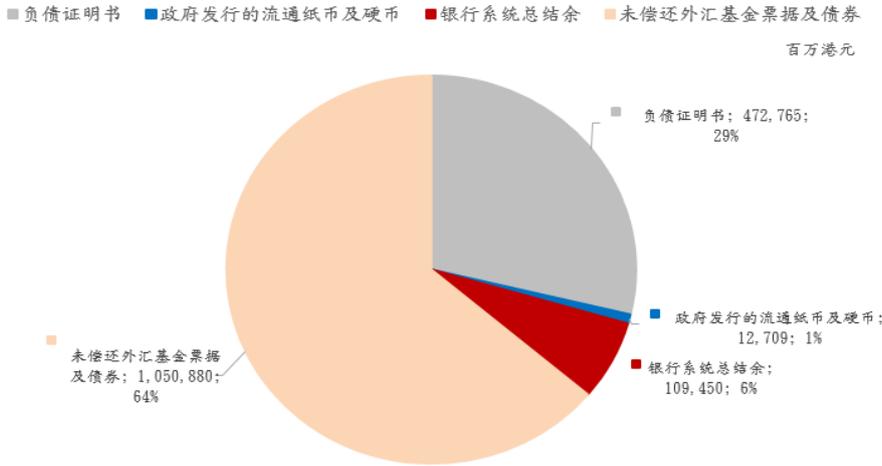
资料来源：彭博、招银国际研究

图 3: 香港迄今未有跟随美国本轮加息



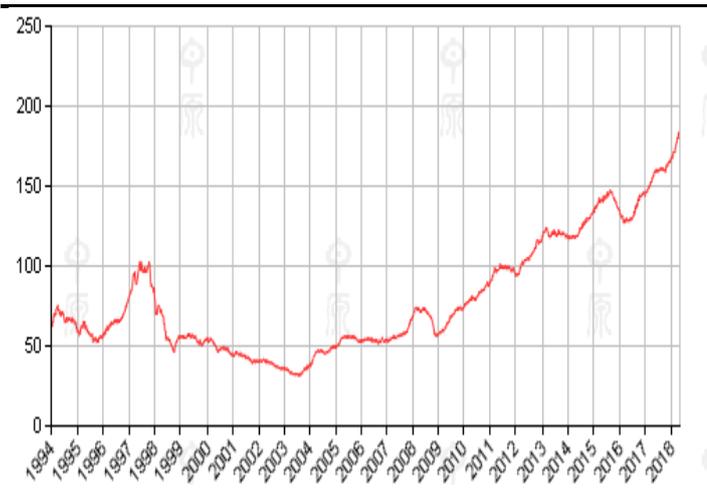
资料来源：彭博、香港政府、招银国际研究

图 4:香港基础货币构成，银行外汇基金票据和债券占比超六成



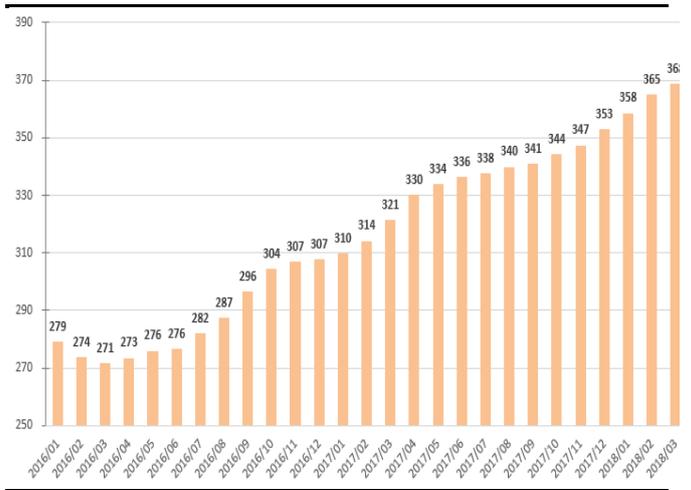
资料来源：香港金管局、招银国际研究（2018年5月28日数据）

图 5: 房价变化（中原城市领先指数）



资料来源：中原、招银国际研究

图 6: 近两年私人住宅价格连升（差饷物业估价署价格指数）



资料来源：香港政府、招银国际研究

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入 : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
 持有 : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
 卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
 未评级 : 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。