



港币资产，一个无奈的温柔乡

摘要

经济背靠大陆，汇率盯住美元是港币资产风韵犹存的主要原因。一方面港币资产是承接大陆过剩资金的一个池子，当国内投资机会减少的时候，香港是一个可供选择的主要资金场所；另一方面，由于香港的汇率制度和大陆的资金管制，当人民币升值预期强烈的时候，香港成为了一个热钱流入人民币资产的中转站，当人民币贬值预期强烈的时候，香港又成为了资金外流的首选场所，对于大陆投资者来说，持有港币资产是除了持有美元资产之外的另一个选择。从这个角度来看，目前港币资产的风险并不在于美联储加息，而在于美元贬值以及国内的资产走势，一旦美元开启下跌周期以及国内资产价格上行，港币资产的风险就会逐渐暴露出来。

股市方面，以套利的角度出发认为港股和 A 股的市盈率将会一致从而做多港股的行为并不明智，因为其上涨更多是资金轮动的效应，能涨多久更多是心理博弈的过程；楼市方面，目前国内楼市上涨周期已结束，这对于香港楼市是一个利好因素。尽管香港金管局跟随美联储上调了贴现窗口基本利率，但是香港同业拆借利率和楼市按揭利率并没有随之上升，相反住房按揭利率创历史新低，导致出现一个汇率升值、利率反而下降的情况，这一方面说明香港的美元流动性比较充足，另一方面也是香港实体融资需求低迷、金融市场虚假繁荣和外来资金成为炒作主力的具体体现，但这反而构成了香港楼市的主要支撑。我们认为在目前国内外汇管制严格以及美元仍处于上涨周期的情况下，香港楼市仍存在较强支撑，但一旦美元进入贬值周期，香港楼市很可能就会出现大幅下跌。

南华期货研究所

黎 敏

limin@nawaa.com

010-63151317-855

章睿哲

助理研究员

zhangruizhe@nawaa.com

010-63151317-855

港币资产，一个无奈的温柔乡

年初至今，恒生指数涨幅已超过 10%，表现强于大部分新兴市场指数，与此同时，香港中心地区写字楼和住宅的售价和租金上涨明显，目前国内资金南下扫货的欲望强烈，那么港币资产上涨的原因是什么？能够持续多久？这是本文所要探讨的内容。

一、香港经济基本面情况：加速空心化

从近年来香港各行业生产总值增长情况可以看到，金融和地产业维持高增速，制造业和批发零售业总值在持续萎缩，其他行业增长低迷，其结果是中低端工作机会减少，贫富差距增大，消费水平下降，这是香港经济一个惨痛的事实。批发零售业的持续下滑和进出口贸易的疲弱增长对于香港经济来说是最具有负面效应的变量，这一方面与近年来香港的社会局势有关，另一方面和港币盯住美元的汇率制度也有一定关系。2014 年以来港币跟随美元升值导致其对主要国家货币出现大幅升值，香港作为购物天堂和旅游目的地的吸引力在下降，这进一步加速香港零售行业的萎缩。但由于汇率制度的支撑，香港作为国际金融中心的作用再次凸显，有价证券投资净头寸持续增长，人民币长时间的疲弱表现以及国内当局陆续收紧外汇管制政策，使得大陆投资者们蓦然回首发现了港币资产的价值，大量资金流入香港推高其资产价格，同时也加剧其经济空心化的事实，这是 2016 年以来香港经济基本面的一个微妙变化，也是其最大的潜在风险。

表 1、香港各行业生产总值不变价同比

行业	2016	2015	2014	2013	2012	2011
农业、渔业、采矿及采石	-3.20	-6.80	-6.00	4.90	-3.20	0.80
制造	-0.40	-1.50	-0.40	0.10	-0.80	0.70
电力、燃气和自来水供应及废弃物管理	0.30	-2.60	0.80	-2.90	1.40	0.60
建造	2.40	5.40	13.00	4.20	8.30	18.30
进出口贸易	2.00	-0.90	1.30	1.90	0.60	6.30
批发及零售业	-6.10	-1.60	1.20	8.80	7.30	22.20
住宿及膳食服务	0.10	-1.90	2.20	3.60	1.80	8.30
运输、仓库、邮政及速递服务	3.20	3.30	2.90	4.10	0.90	7.20
资讯及通讯	3.70	4.00	3.90	4.00	2.80	2.80
金融及保险	4.80	6.10	5.30	7.70	0.80	6.50
地产	3.70	-2.30	1.20	-10.70	3.90	1.80
专业及商用服务	2.50	3.20	2.60	2.70	2.30	3.30
公共行政、社会及个人服务	2.70	2.60	2.40	2.50	2.10	1.80

图 1、2013 年以来发达国家货币兑港币涨跌幅

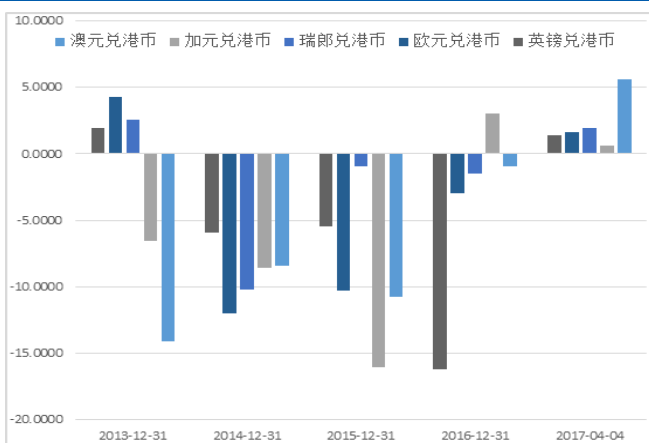


图 2、2013 年以来港币兑日元和人民币涨跌幅

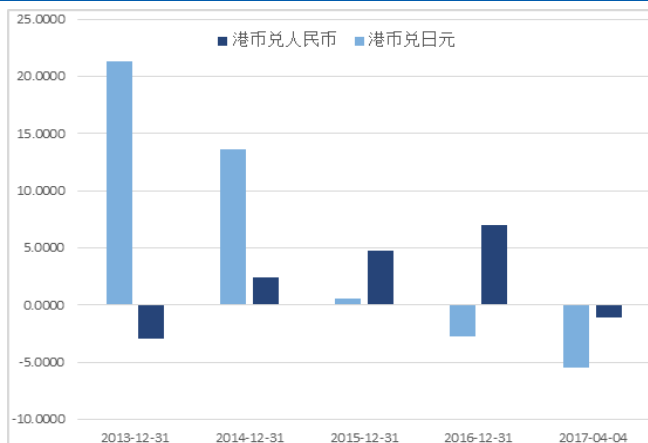
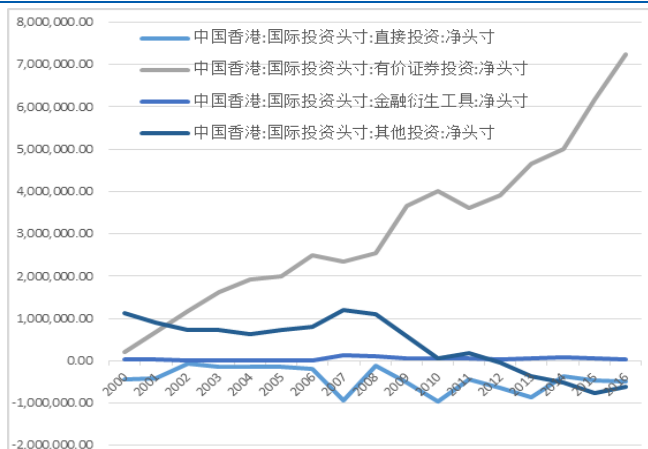


图 3、人民币兑港币走势



图 4、香港国际投资头寸情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

二、香港股市和楼市的具体分析

市盈率低并不是港股上涨的主要原因。从港股的情况来看，2017 年的表现要强于大部分新兴市场，但是恒生指数 2015 和 2016 年的表现其实很一般，分别下跌 7% 和上涨 0.4%，这意味着历史上恒生指数的表现并不强于新兴市场指数，对于港股来说，一般年份里港币盯住美元的资产保值效应并不明显。从恒生指数和上证综指的对比来看，以往 A 股的上涨都能带动港股上涨，但港股比 A 股相对抗跌，这是大陆资金青睐港股的原因之一。可以看到从沪港通开通至今，港股累计净流入资金要比 A 股多得多，同时在深港开通之前，也即 2016 年下半年开始，流入港股的资金开始放量，这是 2016 年恒生指数上涨的直观原因。

从深层原因来看，有不少分析认为港股的市盈率低是主要驱动因素，我们并不这么认为，便宜未必是好货，这应该是大部分投资者心知肚明的一件事情，港股低市盈率也不是一天两天的事情。根据港交所的研究报告，不同市场市盈率差异主要有以下原因：一是市场常态的差别，恒生指数市盈率与全球主要市场对比一直处于较低的位置；二是上市公司的行业组成不同，一般金融股占比较高的市

场市盈率会低于平均水平，港股里面金融股市值占比高达 43%，恒生指数金融股市值占比达 48%，而道琼斯指数、标普 500 和纳斯达克的金融股市值占比分别为 19.9%、17.49% 和 0.12%，上交所和深交所金融股市值占比为 37% 和 10%，均低于港股的金融市值占比；三是股息率较高的市场市盈率会比较低。过去五、六年间，恒指的市盈率均较上证 50 指数更高，原因与成分股的性质有关，业务及收入较稳定的传统行业派息较高但增长前景偏低，市盈率也较低，高增长的新兴公司市盈率较高但派息偏低或者不派息；四是投资者喜好，港股以机构投资者为主，A 股以散户为主，散户爱好高风险高收益的股票，这也是 A 股市盈率较高的原因之一；五是流动性溢价，2015 年上交所流动性比率高达 449%，深交所高达 521%，而港交所仅为 106%，由于交易额度和资格限制，港陆两地之间的流动性差异仍将长期存在；六是对冲套利工具的丰富程度不同，目前 A 股市场的做空工具很有限，导致单向做多容易推高股价，而港股的衍生工具较为丰富，这是港股市盈率较低的原因之一。以上六个方面的因素是港陆市盈率差异难以在短期消除的主要原因，我们认为 2016 年来恒生指数上涨的资金驱动效应更为明显，而非价值驱动。

图 5、年初以来新兴市场股市涨跌幅

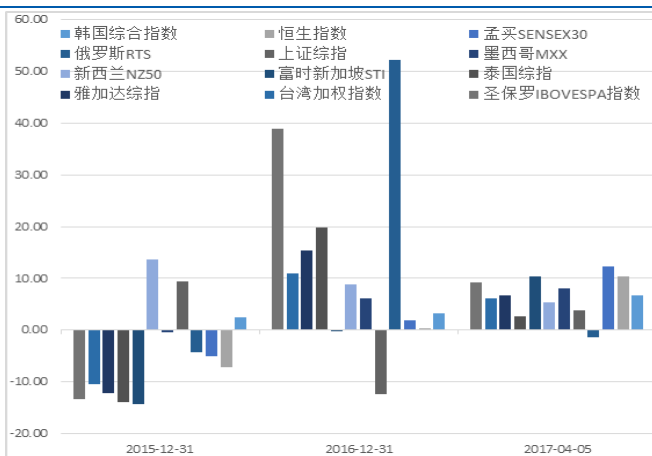


图 6、恒生指数和上证综指对比

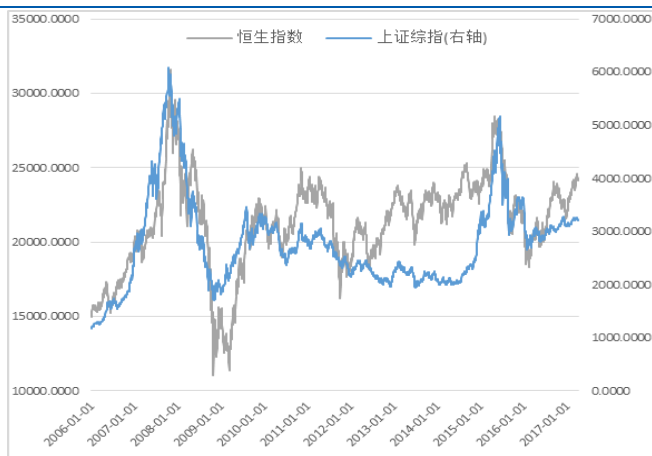


图 7、港股通和陆股通累计买入成交净额

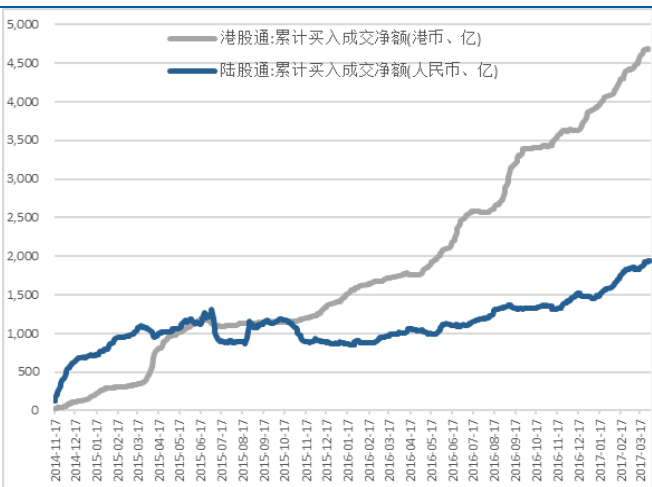


图 8、港股通和陆股通月度买入成交净额

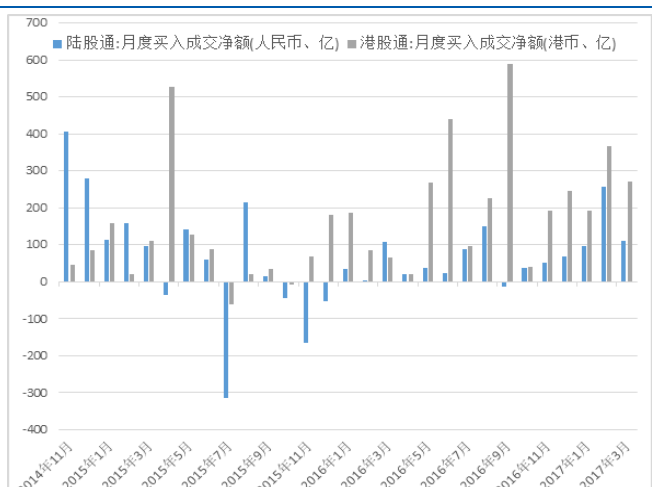


图 9、环球主要市场指数月底市盈率

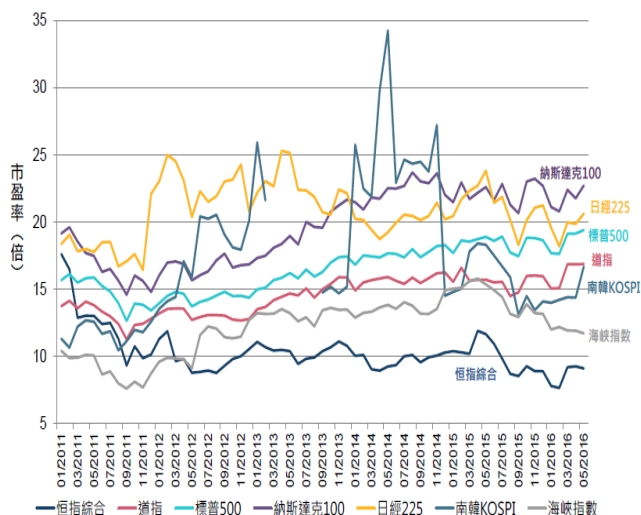
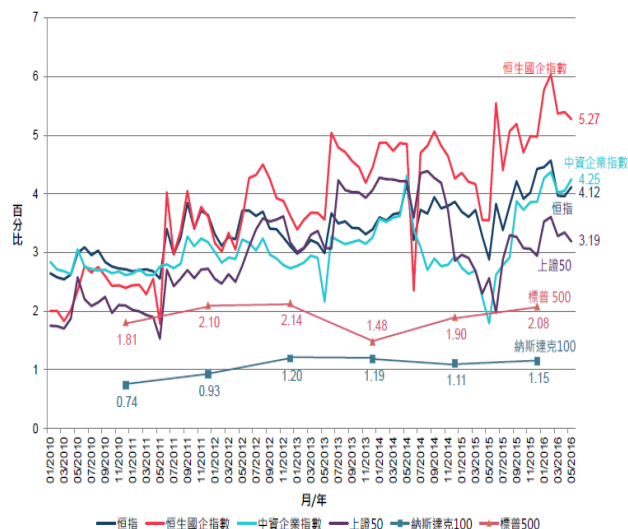


图 10、香港、上海及美国主要指数的月底股息率



资料来源：WIND 资讯 港交所 南华研究

高租金高房价下掩盖的空虚。香港楼市光鲜外表下的空虚主要体现在以下四个方面，首先是私人住宅的租金和售价齐涨，写字楼的租金创历史新高，但不同地区售价出现分化，中区、湾仔和北角的写字楼价格上涨明显，其他地区售价仍较低迷，同时零售楼宇的租金和售价均出现大幅下跌，这是香港零售业萎缩的具体体现；二是尽管写字楼租金持续上涨，但是空置率仍在上升，这反映了香港写字楼市场需求虚高的情况，中低端需求的支撑不足；三是一手楼市交易火爆且以私人住宅为主，但二手交易市场较为冷清，这与 2013 年以前香港二手楼市的火爆交易形成鲜明对比；四是尽管私人住宅租金和售价大幅上涨，但是住宅按揭贷款的增长仍然十分低迷，按揭贷款利率创历史新低，这意味着香港楼市缺乏本地购买力的支撑，以外来资金的投机炒作为主。

图 11、2016 年以来香港私人住宅租金上涨明显

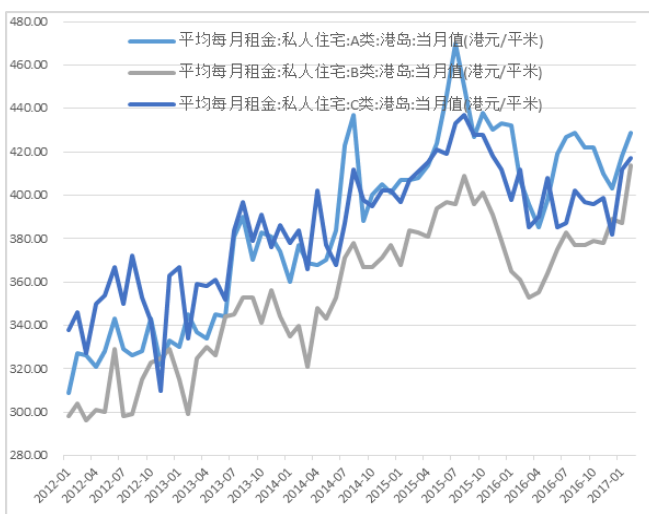


图 12、香港私人写字楼租金创历史新高

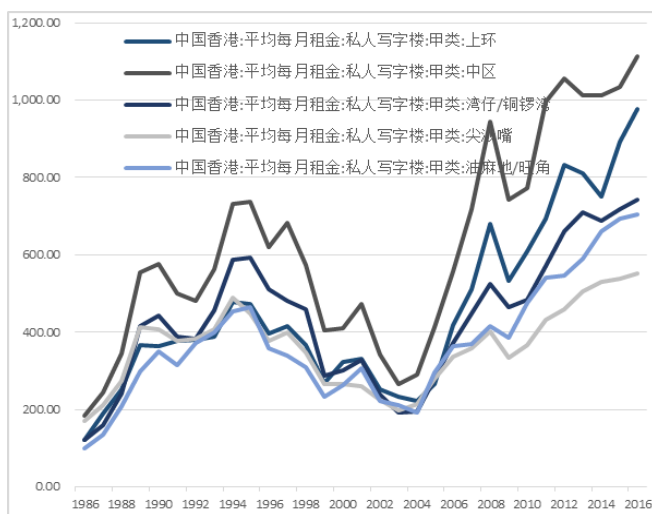


图 13、零售楼宇租金下跌明显

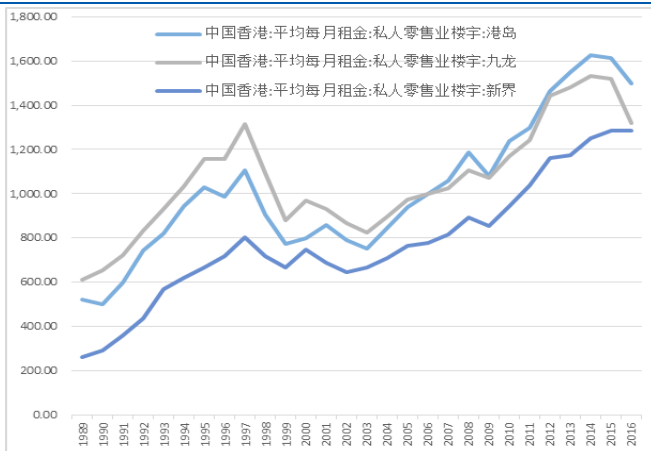


图 14、香港写字楼空置率持续上升

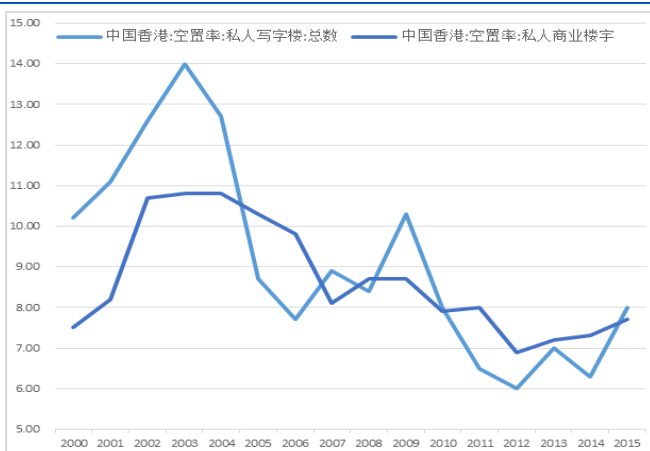


图 15、香港楼市一手和二手市场买卖情况

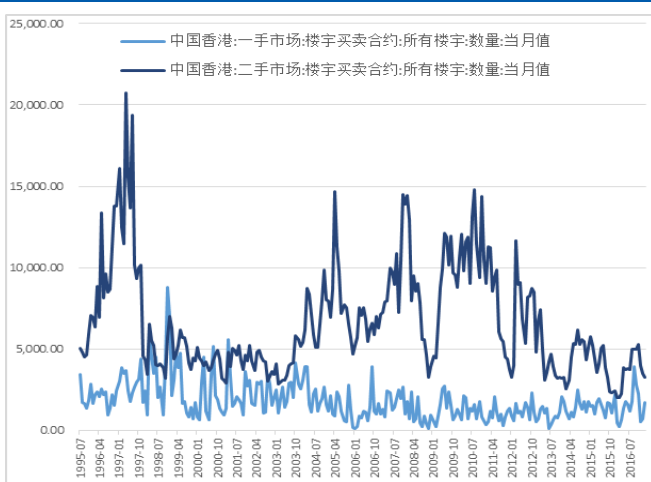
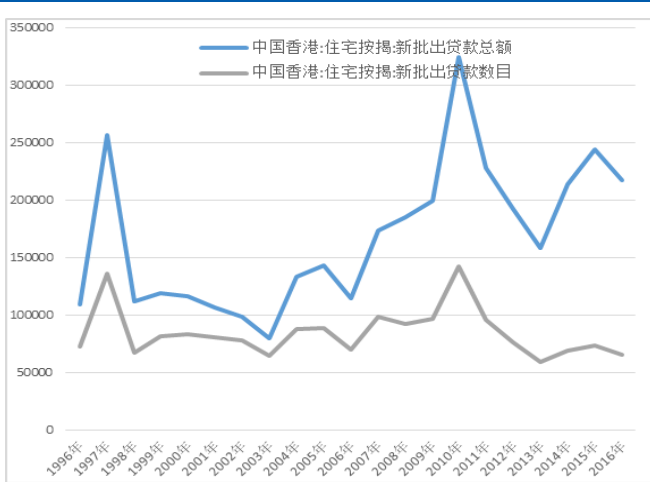


图 16、香港新批住宅按揭数量低迷



资料来源：WIND 资讯 南华研究

三、港币资产的吸引力和持续性何在？

经济背靠大陆，汇率盯住美元是港币资产风韵犹存的主要原因。香港股市和楼市之所以出现上述情况的深层原因在于，一方面港币资产是承接大陆过剩资金的一个池子，当国内投资机会减少的时候，香港是一个可供选择的主要资金场所；另一方面，由于香港的汇率制度和大陆的资金管制，当人民币升值预期强烈的时候，香港成为了一个热钱流入人民币资产的中转站，当人民币贬值预期强烈的时候，香港又成为了资金外流的首选场所，对于大陆投资者来说，持有港币资产是除了持有美元资产之外的另一个选择。从这个角度来看，目前港币资产的风险并不在于美联储加息，而在于美元贬值以及国内的资产走势，一旦美元开启下跌周期以及国内资产价格上行，港币资产的风险就会逐渐暴露出来。

股市方面，我们在上文已经讨论其上涨的主要驱动因素，以套利的角度出发认为港股和 A 股的市盈率将会一致从而做多港股的行为并不明智，因为其上涨更多是资金轮动的效应，能涨多久更多是心理博弈的过程，如果 A 股表现尚可的话港股还具备一定支撑，如果 A 股出现较大幅度的下跌，那么在高位的港股也会较

为脆弱。

楼市方面，15年底16年初香港房价的暴跌，一方面与市场对美联储加息将可能导致香港本地利率抬升有关，另一方面与国内房价新一轮暴涨也有一定关系，从香港和深圳房价同比走势可以较为明显地看出两者此消彼长的关系。而目前国内楼市上涨周期已结束，不日一线城市房价环比大概率会下跌，这对于香港楼市是一个利好因素。另一方面尽管香港金管局跟随美联储上调了贴现窗口基本利率，但是香港同业拆借利率和楼市按揭利率并没有随之上升，相反短期LIBOR和HIBOR利差持续创新高，与此同时住房按揭利率创历史新低，导致出现一个汇率升值、利率反而下降的情况，这一方面说明香港的美元流动性比较充足，另一方面也是香港实体融资需求低迷、金融市场虚假繁荣和外来资金成为炒作主力的具体体现，但这反而构成了香港楼市的主要支撑。我们认为在目前国内外汇管制严格以及美元仍处于上涨周期的情况下，香港楼市仍存在较强支撑，但一旦美元进入贬值周期，香港楼市很可能就会出现大幅下跌。

图 17、2015 年以来香港和深圳房价此消彼长关系明显

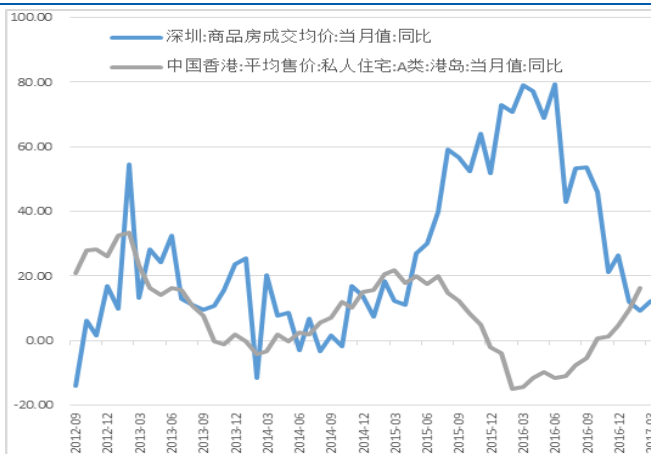


图 18、香港跟随美联储上调贴现窗基本利率

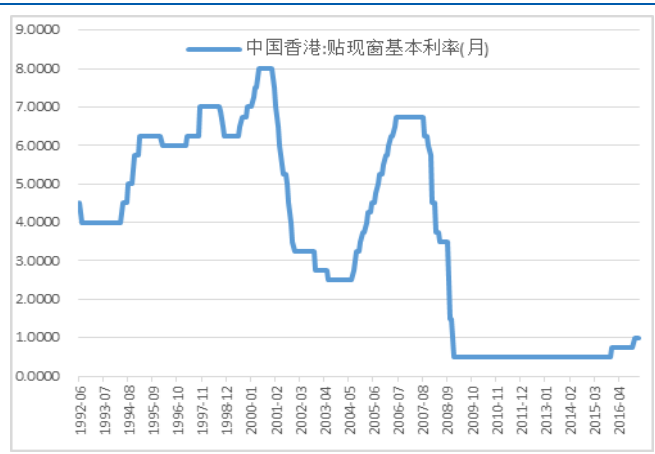


图 19、LIBOR 和 HIBOR 短端利差持续上升

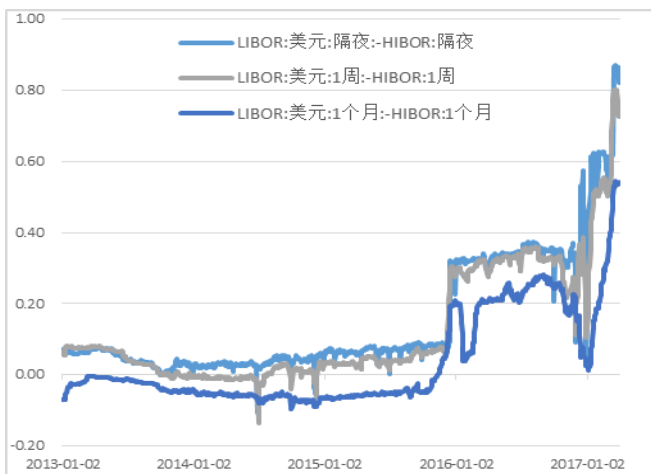
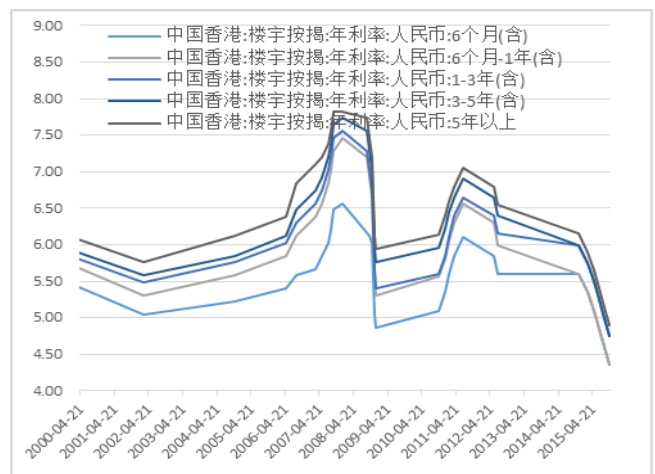


图 20、香港住房按揭利率创历史新低

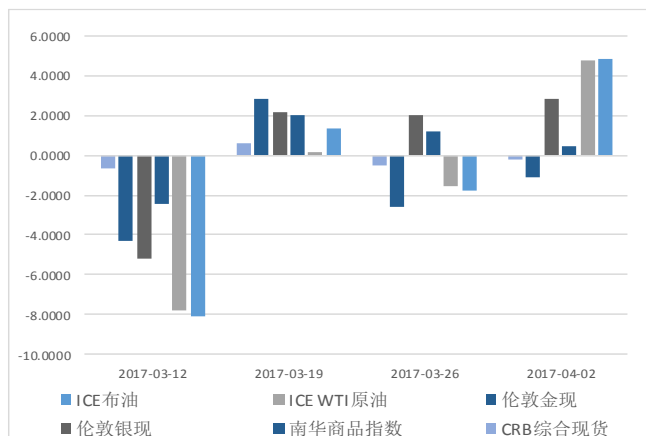


资料来源：WIND 资讯 南华研究

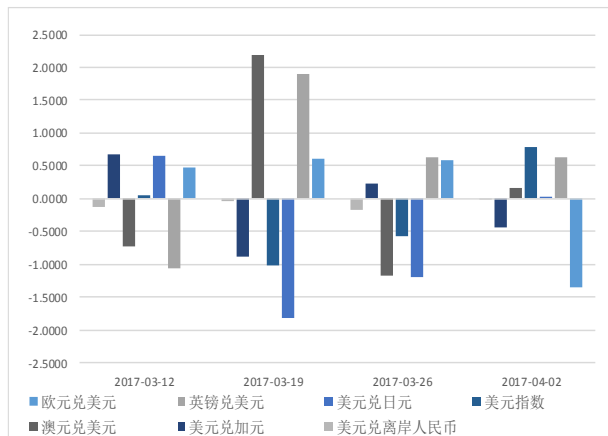
【本周全球大类资产表现】

2017年4月1日

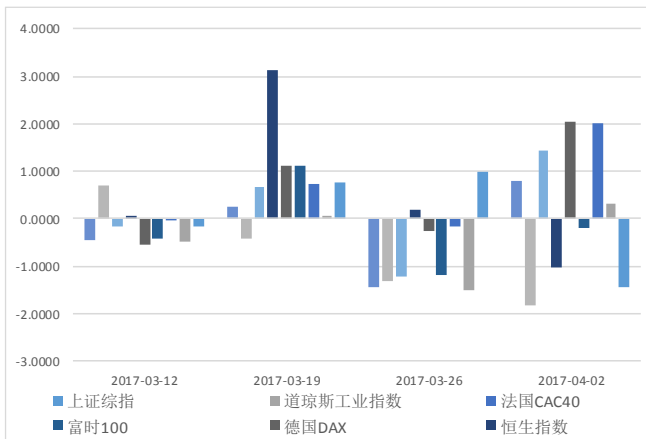
主要大宗商品涨跌幅



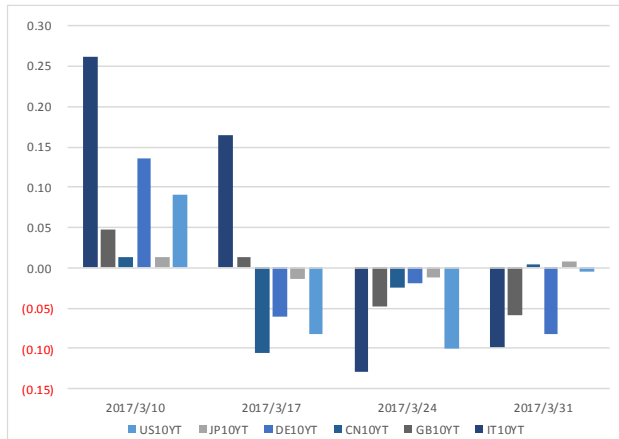
全球主要货币对涨跌幅



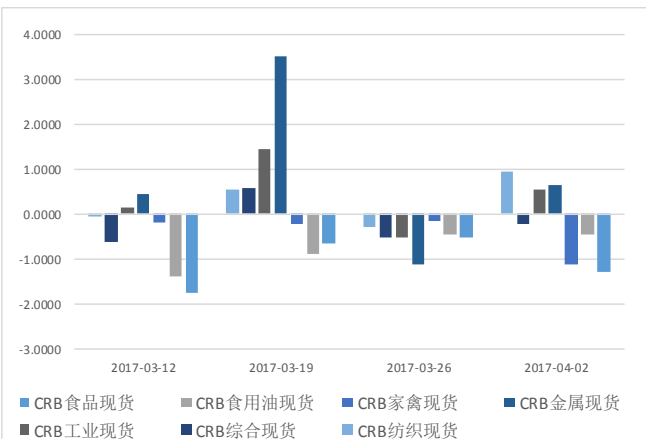
全球股指涨跌幅



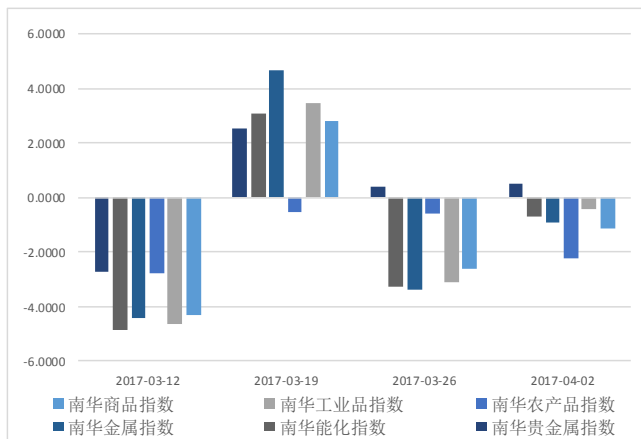
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话: 0577-89971820

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话: 0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话: 010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 201、801、804、811 室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 802
电话: 022-88371079

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话: 02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话: 021-68400692

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房
电话: 020-38809869

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话: 0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611626

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话: 0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 2501 室
电话：0351-2118001

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663855

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室
电话：0573-80703000

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二 2104-2107 室
电话：0592-2120366

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net