

港元匯率持續承壓，預計六月隨美加息

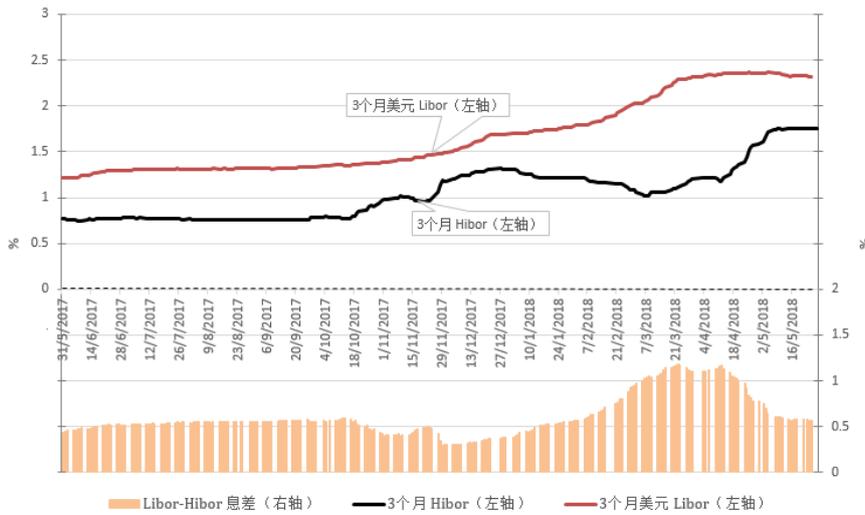
- ❖ **港美息差拉闊催生套利，港元于弱方兌換保證水準附近徘徊。**近期我們持續關注由於港美息差引起的港匯轉弱問題。港美息差於3月和4月曾走闊超過1厘，之後有所回落，但仍存在60個基點左右息差；美元走強、美債收益率攀升加劇港元流出。近兩個月來港元匯率一直徘徊於7.85附近並多次觸發弱方兌換保證，使得金管局密集入市干預，累計買入超過700億港元。根據金管局的監察，除了息差催生的自然套利空間以外，並沒有大規模沽空港元或大量預期港元大幅貶值的投機盤。
- ❖ **銀行體系結餘相對縮小，但無需過度擔心流動性。**金管局近期的干預使銀行系統總結餘由4月初的1797億縮減至五月底的1094億，消耗接近四成。儘管銀行體系結餘似乎減少較快，但不必過於擔心會消耗殆盡，主要原因在於：一是金管局最初的干預需要在短時間內買入較多港元，而後則伴隨多次小幅干預；二是香港加息之後資金流出港元的規模會減小。
- ❖ **外匯基金票據及債券亦可視為流動性保障。**銀行體系總結餘雖然消耗較快，但也只占香港貨幣基礎的約6%（5月末資料計算），除此之外貨幣基礎還包括了負債證明書（為紙幣提供支持）、政府發行的流通紙幣、以及已經發行的外匯基金票據及債券（金管局代政府發行）。今年4月末香港貨幣基礎1.67萬億港元，是1998年末（1870億）的9倍和2008年末（5070億）的3.3倍，擁有足夠儲備，其中銀行擁有的外匯基金票據和債券規模在1.05萬億以上，銀行如有需要也可以利用這些票據和債券獲得流動港元。
- ❖ **目前外流資金遠小於量化寬鬆時期流入規模。**08年危機後各主要國家為恢復經濟推行量化寬鬆政策，釋放了大量流動性，約一萬億港元的龐大規模資金流入香港。近期息差導致資金流出屬正常調整，且約500億的外流資金也只占流入資金的很小部分。即香港市場的資金依然相對充裕。
- ❖ **我們預計香港從6月開始將跟隨美國加息。**美國自2015年12月開始本輪加息，香港由於流動性充裕並未緊隨。近期香港金管局為了應對港匯走弱不得不入市干預，而這種干預不能長期持續，唯有香港適當加息縮減套利空間。我們預判在6月13-14日美聯儲加息之後，香港將緊隨加息，上調商業銀行最優惠利率（現時最優惠利率為5.25%或5%）。6月加息後港匯走弱趨勢將有所緩解，但套利空間仍在。我們預計美聯儲全年加息三次，在9月以及明年的加息過後香港都將跟隨。加息過程也將利於金管局實現利率正常化。目前，銀行同業拆息（Hibor）已經向上調整，對定期存款的爭奪也在香港銀行間展開。
- ❖ **對港股：加息利好銀行股。**過去12個月Hibor累計上升接近1厘，本地主要龍頭銀行拆息收入提升。提高商業銀行最優惠利率（P）後會提升銀行淨利息收入，利好銀行股。另外，充足流動性也可以保證今年港股眾多首次上市項目的融資需求。
- ❖ **對房地產：購房按揭還款額將提升，對市場影響有限。**Hibor的上升使得“H按”息率升高，但並未扭轉樓市升勢，房價已從16年開始連升超過24個月，累計漲幅超過30%。最優惠利率上升之後購房按揭還款額將有所增加：香港平均每筆按揭貸款額為406萬港元，平均還款期限為320個月，假設最優惠利率提升25個基點，則每筆貸款每月供款額增加500港元左右。儘管房貸還款邊際提升，但香港經濟基本面穩健，需求仍然強勁，加息對房地產市場影響有限。

成亞曼, 博士

電話: (852) 3900 0868

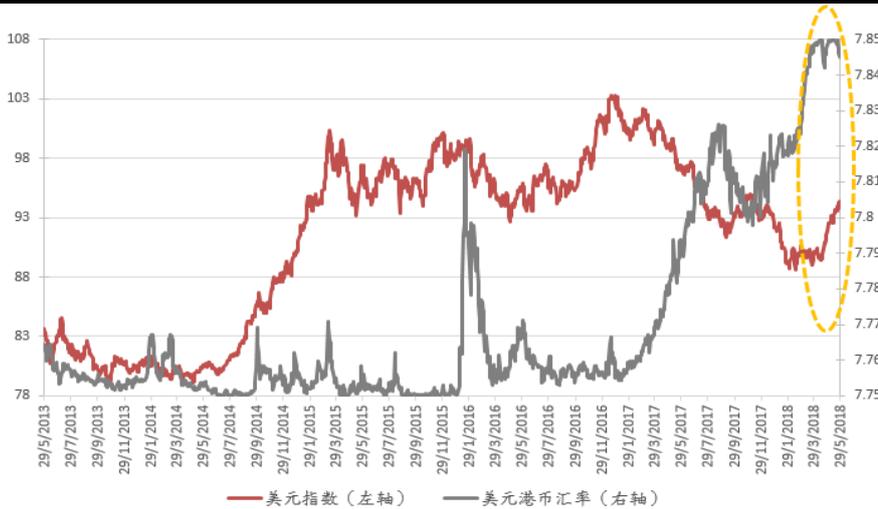
郵件: angelacheng@cmbi.com.hk

圖 1: 港美息差沖高後暫時回落，仍有約 60 個基點左右息差



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 2: 近期美元走強伴隨港匯走弱，美元指數升上 94



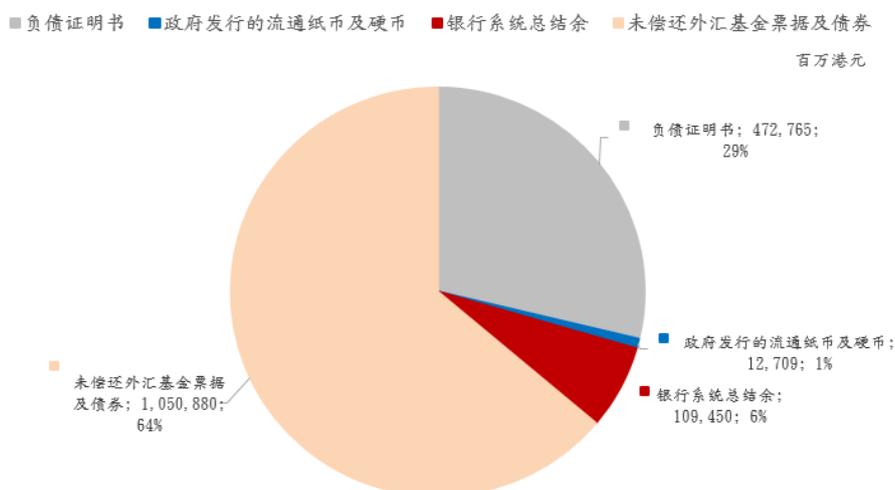
資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 3: 香港迄今未有跟隨美國本輪加息



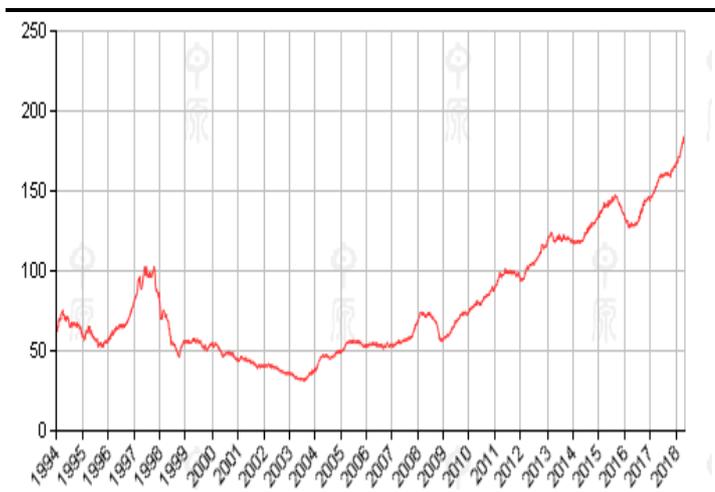
資料來源：彭博、香港政府、招銀國際研究

圖 4:香港基礎貨幣構成，其中銀行外匯基金票據和債券占比超六成



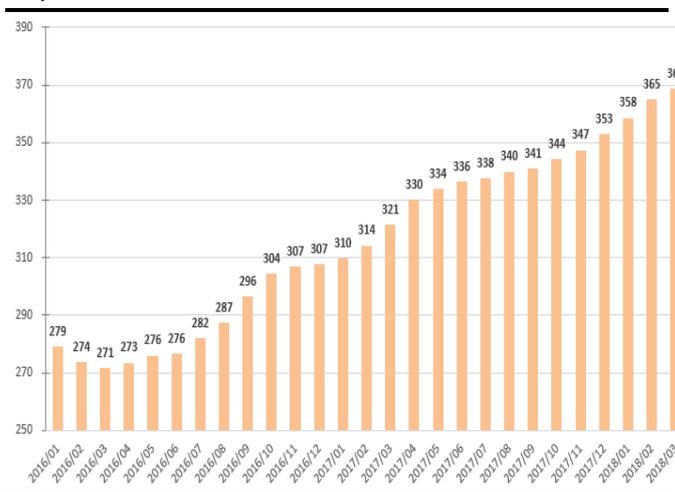
資料來源：香港金管局、招銀國際研究（2018年5月28日資料）

圖 5:房價變化（中原城市領先指數）



資料來源：中原、招銀國際研究

圖 6:近兩年私人住宅價格連升（差餉物業估價署價格指數）



資料來源：香港政府、招銀國際研究

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。