

香港的资本外流压力有多大？

报告摘要

近期由于香港经济数据不佳和社会事件的发酵，不少投资者担心香港的资本外流情况，甚至可能危及到联系汇率制。我们认为可以从以下几个角度来对香港的资本外流情况进行观察。

➤ 1、港币汇率

汇率是观察资本外流情况的最直接指标。截至8月28日，港币兑美元的汇率为7.8467，还没有达到弱方兑换保证水平。而在去年4-9月份、今年3-5月份，港币均曾经长期停留在弱方兑换保证，这表明目前香港的资本外流情况还处于可控制的范围内。

➤ 2、银行业存款

香港的银行业存款分为港币存款、外币存款、人民币存款，这其中只有港币存款会形成资本外流。从数据上来看，香港银行业的港币存款并没有出现明显下滑。

➤ 3、外汇储备对基础货币的覆盖率

截至7月底，香港的基础货币为1.63万亿港元，外汇储备为4485亿美元，按照7.8的汇率计算，大约为3.5万亿港元，外汇储备对基础货币的覆盖率达到2.14，处于近十年以来的最高位。但是需要注意的是，用基础货币来计算会低估资本外流的压力，因为基础货币中没有任何的借贷行为；用M2来计算会高估资本外流的压力，因为M2包含了全部的短期和长期借贷行为在内。

➤ 4、股票市场外国投资者占比

根据联交所的数据，香港股市的外国投资者占比为31.5%，持有市值大致为1.2万亿美元；内地投资者占比为8.7%，持有市值大致为0.33万亿美元。香港外汇储备为4485亿美元，尽管无法完全覆盖掉外国投资者持有股票的市值，但考虑到外国投资者投资股票时可能存在借贷行为、以及外汇储备对外国投资者持有市值的覆盖率达到历史上的最高位，金管局很大概率足够应付股票卖出导致的汇率压力。

➤ 5、裸做空的资金

这一点可以从两个角度来讨论：首先，裸做空的资金必须考虑到资金成本和汇率收益。在联系汇率制下，由于要对抗金管局的储备，大规模裸做空并不明智，既难以取得汇率上的收益，又需要承担高额的成本。当然，资金可以同时做空股市和期货，但是这需要更大的资金量。其次，1998年索罗斯做空香港时，金管局使用了大约150亿美元来稳定汇率，考虑到此后全球央行的扩表，美欧日央行资产负债表总额扩充了大约8倍左右。因此，如果再面对一次索罗斯同等级别的做空，香港金管局所需要的金额大致在1200亿美元，而目前香港金管局的外汇储备是4485亿美元，完全足够应付投机资金的压力。

因此，综合以上各点，我们得出结论：目前香港的资本外流情况并不严重，即使未来发生严重的资本外流，金管局也完全有足够的力量维护联系汇率制。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szyao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的一家独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

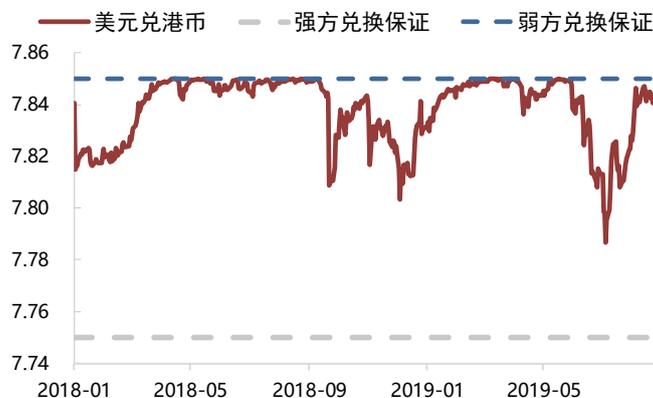
2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

近期，由于香港经济数据不佳和社会事件发酵，不少投资者担心香港的资本外流情况，甚至可能危及到联系汇率制。我们认为，可以从以下几个角度来对香港的资本外流情况进行观察，分别是：港币汇率、银行业存款、外汇储备对基础货币的覆盖率、股票市场中外国投资者占比、裸做空的资金。综合以上各点可以发现，目前香港的资本外流情况并不严重，即使未来发生更严重的资本外流，金管局也完全有足够的力量维护联系汇率制。

1、港币汇率

汇率是观察资本外流情况的最直接指标。截至8月28日，港币兑美元的汇率为7.8467，还没有达到弱方兑换保证水平。而在去年4-9月份、今年3-5月份，港币均曾经长期停留在弱方兑换保证，这表明目前香港的资本外流情况还处于可控制的范围内（图表1）。

图表 1：港币汇率还没有到达弱方兑换保证水平

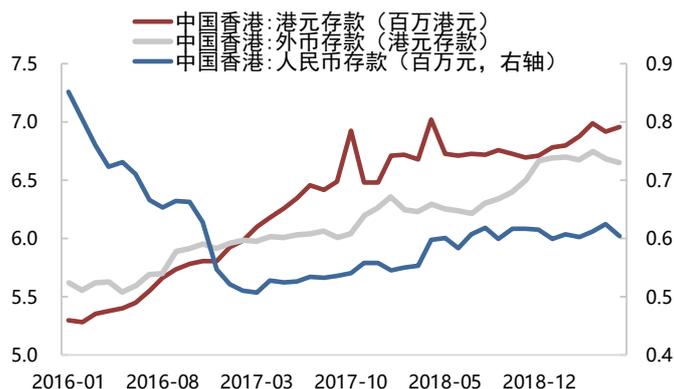


来源：Wind，莫尼塔研究

2、银行业存款

香港的银行业存款分为港币存款、外币存款、人民币存款，这其中只有港币存款会形成资本外流。这是因为，居民可以直接在香港的银行存入外币，这部分资金本身就是以外币形式存在的，大部分都是仅仅停留在银行账户中，基本不会用于香港境内的流通和支付，因此也就不会带来港币抛售和资本外流的压力。从数据上来看，香港银行业的港币存款并没有出现明显下滑（图表2）。

图表 2：香港银行业的港币存款并没有出现明显下滑



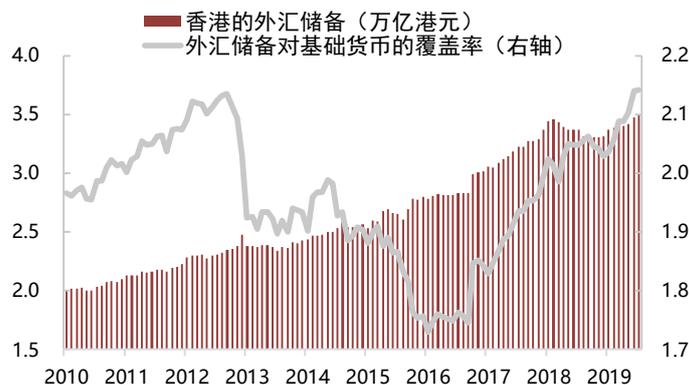
来源：Wind，莫尼塔研究

3、外汇储备对基础货币的覆盖率

截至7月底，香港的基础货币为1.63万亿港元，外汇储备为4485亿美元。按照7.8的汇率计算，大约为3.5万亿港元，外汇储备对基础货币的覆盖率达到2.14，处于近十年以来的最高位（图表3）。

这里有一个问题需要特别注意，即为为什么用基础货币，而不用M2来度量覆盖率？基础货币与M2的区别在于货币乘数，来源于居民部门和企业部门的借贷行为。举个例子，投资者可以贷款10年期港币，并将这部分港币换成美元，10年后回到香港还贷款。这种情形确实会形成资本外流压力，若有不错的投资去向投资者可以获得利率上的收益；但是，如果投资者只贷款1个月港币，那这时候把这部分港币换成美元是没有意义的：因为香港银行对贷款流向有比较严格的审查，短期内难以在国外找到合适的投资去向和利率收益，同时汇率上也难以取得收益，还需要承担换汇的成本和利息支出。因此在借贷行为中，只有长期贷款有外流的动力，短期贷款外流的动力并不强。也就是说，用基础货币来计算会低估资本外流的压力，因为基础货币中没有任何的借贷行为；用M2来计算会高估资本外流的压力，因为M2包含了全部的短期和长期借贷行为在内。

图表 3：香港外汇储备对基础货币的覆盖率处于近十年以来的最高位



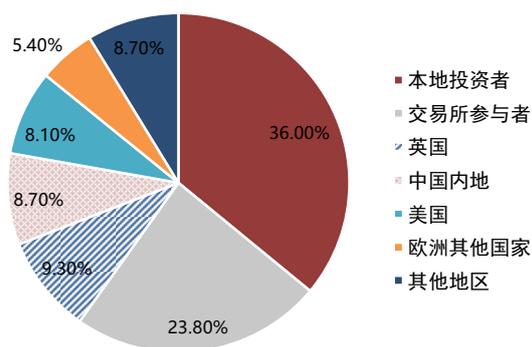
来源：Wind，莫尼塔研究

4、股票市场中外国投资者占比

根据香港联交所数据，香港股市中的外国投资者占比为31.5%，持有市值大致为1.2万亿美元；内地投资者占比为8.7%，持有市值大致为0.33万亿美元（图表4）。

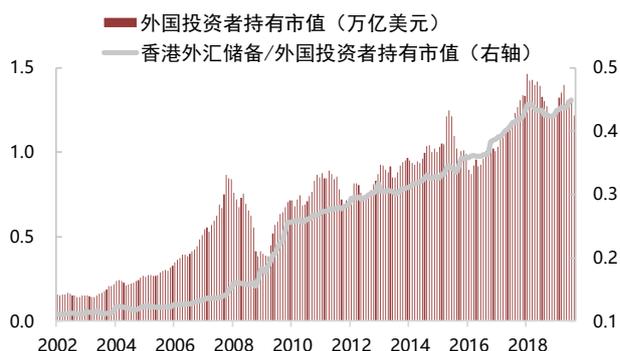
香港外汇储备为4485亿美元，尽管无法完全覆盖掉外国投资者持有股票的市值，但考虑到外国投资者投资股票时可能存在借贷行为、以及外汇储备对外国投资者持有市值的覆盖率达到历史上的最高位，香港金管局很大概率足够应付外国投资者抛售股票导致的汇率压力（图表5）。

图表 4：香港股票市场的投资者结构



来源：联交所，莫尼塔研究

图表 5：外储对国外投资者持有市值覆盖达到最高



来源：Wind，莫尼塔研究

5、裸做空的资金

以上四点均为实实在在存在于香港境内的资金，那么会不会存在裸做空的投机资金，类似于1998年索罗斯做空香港？我们认为可以从两个角度来讨论：

首先，裸做空的资金必须考虑到资金成本和汇率收益。在联系汇率制下，由于要对抗金管局的储备，大规模裸做空并不明智，既难以取得汇率上的收益，又需要承担高额的成本。当然，资金可以同时做空股市和期货，但是这需要更大的资金量。其次，1998年索罗斯做空香港时，金管局使用了大约150亿美元来稳定汇率，考虑到此后全球央行的扩表，美欧日央行资产负债表总额扩充了大约8倍左右。因此，如果再面对一次索罗斯同等级别的做空，香港金管局所需要的金额大致在1200亿美元，而目前香港金管局的外汇储备是4485亿美元，完全足够应付投机资金的压力。

综合以上各点，我们得出结论：目前香港的资本外流情况并不严重，即使未来发生更严重的资本外流，金管局也完全有足够的维护联系汇率制。

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_10430

