

建银国际证券 | 研究部

香港市场流动性报告 (2024年4月)

长期底部进一步确认

过去一个月，我们的香港市场流动性指数保持正值。支持指数的是较低的恒指波幅指数（VHSI）。拖累指数的是对 SOFR 有利的 SOFR/HIBOR 息差扩大和新兴市场资金流减弱。

过去一个月，市场流动性指标大多向好。

3月，香港外汇储备减少16亿美元至4,236亿美元，但仍处于高位。与此同时，货币基础增加80亿港元至1.92万亿港元。

自1月份开始，SOFR-HIBOR 息差向有利于 SOFR 的方向移动，而港元小幅贬值，过去一个月向上方区间移动。人民币对一篮子货币升值，但对美元贬值。

资本流入持续。IMF 计算资金流入的方法显示，2月资金净流入250亿港元，为2023年6月以来的连续净流入。南向资金进一步上升。日平均南向资金继续上升，由195亿港元增至200亿港元。过去一个月，南向净流入由636亿港元跃升至873亿港元。

过去一个月，MSCI 新兴市场货币指数按月下滑1.0%，而 MSCI 新兴市场指数月按月上涨0.7%。iShares MSCI 香港 ETF 过去一个月录得净流出，恒生指数再次跑输新兴市场指数，按月下跌0.7%。

成交量出现明显回升迹象。日平均成交额按月上升7.6%，按年下滑12.2%，跌幅收窄。

滞后数据显示了喜忧参半的表现。一方面，2月M3货币增长4.1%，保持了自2022年2月以来的正增长。存款总额同比增长5.0%，延续了自2023年3月以来的正增长。

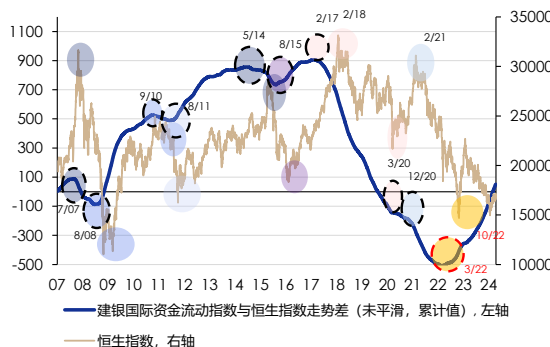
另一方面，2月贷款增长连续20个月保持负增长，同比下降5.9%，环比下降1.0%。

流动性指数与恒指的差值在上月再度回落，可视为市场复苏的先兆。

建银国际香港市场流动性指数与恒生指数的累计差值持续扩大，我们的累计差值进一步确认了恒生指数的长期底部。

在最近的港股年度业绩期，只有一半公司的年度业绩超出市场预期，表明盈利复苏缓慢。虽然指数长期底部稳固，但我们发现恒指缺乏足够的突破动力。相反，过去一个月在缺乏政策利好或盈利惊喜的情况下形成了箱型整理的走势。自去年10月以来徘徊在非常低的水平之后，由于地缘政治紧张局势升级以及美联储意外推迟降息，本月 VIX 指数飙升了34%。近期市场波动值得警惕。因此，我们坚持此前的观点，恒生指数短期内将在17,000点附近波动，如果要出现突破，进一步的政策利好加上盈利复苏将是必要的。

焦点图：我们的累计差值进一步确认恒生指数的长期底部



资料来源：彭博，CEIC，建银国际证券



赵文利

(852) 3911 8279
cliffzhao@ccbintl.com



邹炜

(852) 3911 8246
wilsonzou@ccbintl.com



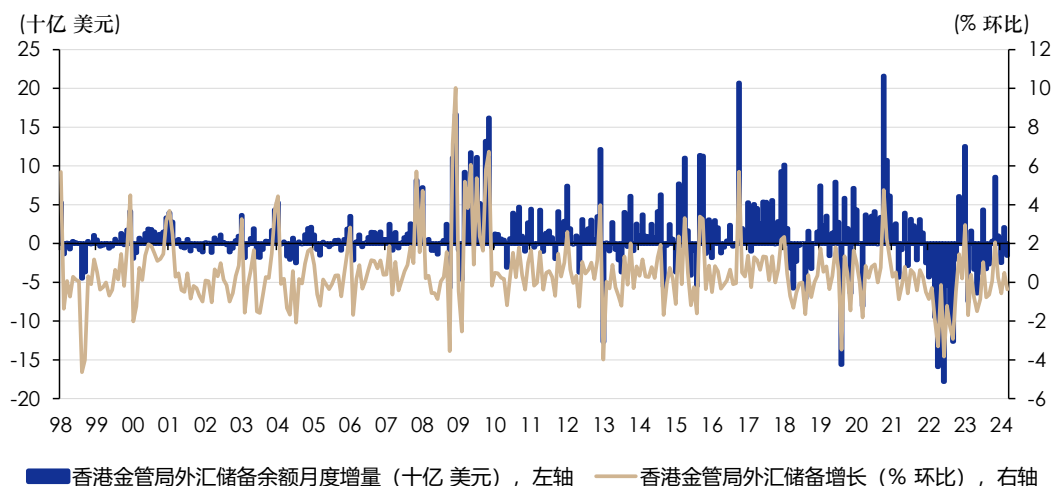
1、联系汇率制度下的主要流动性指标

外汇储备和净外汇资产

香港自1983年开始实施联系汇率制度，实质上是一种货币发行局制度。根据货币发行局制度的规定，货币基础的流量和存量都必须得到外汇储备的十足支持。

因此，外汇储备是国际资本流动最直接的指标之一。外汇储备上升显示通过贸易或投资进入香港市场资本净流入，反之相同。

图 1：3月香港外汇储备与2月相比下滑



资料来源：CEIC，建银国际证券

3月香港外汇储备减少16亿美元至4,236亿美元，仍处于近期高位

图 2：外汇储备 VS M3 货币和流通中货币



资料来源：CEIC，建银国际证券

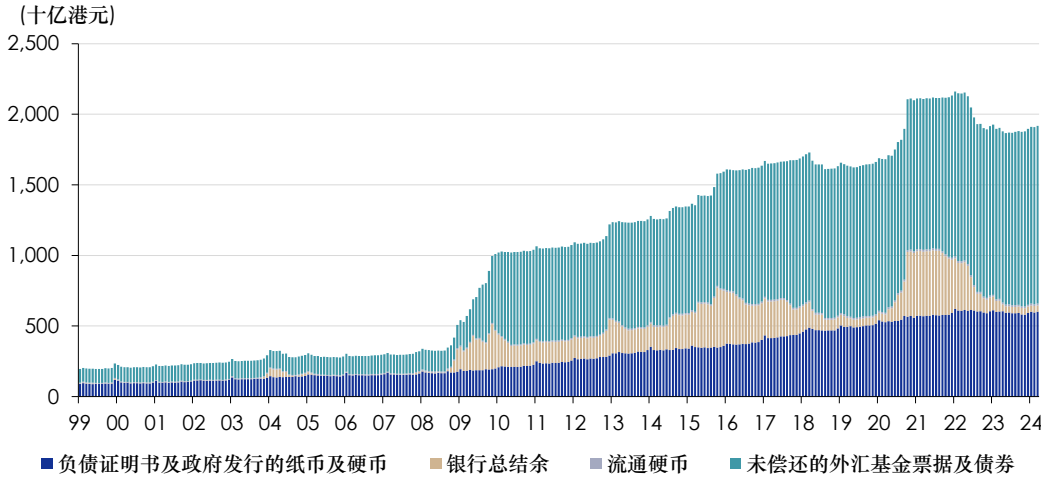
货币基础及其构成

香港的货币包括 4 个主要组成部分：外汇基金票据及债券（金管局发行的债务工具）、流通货币、收市总结余（金管局商业银行结算和准备金账户余额）及用以支持发钞行的负债证明书。

在香港的货币发行局制度下，在没有相应外汇储备的情况下，金管局不能发行新货币。因此货币基础反映了净资本流动。

图 3：3 月香港货币基础扩大

香港货币基础增加 80 亿港元至 1.92 万亿港元



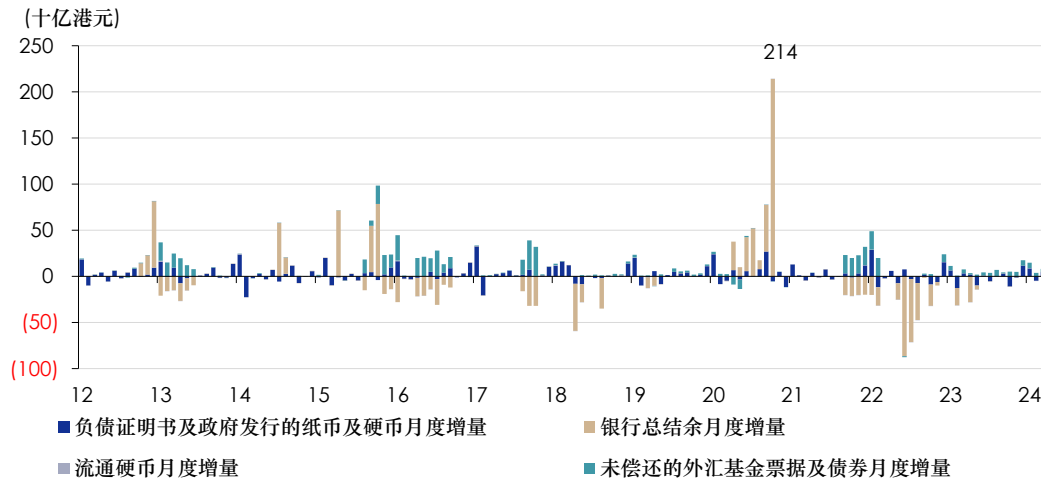
资料来源：CEIC，建银国际证券

图 4：货币基础的历史组成

	负债证明书及政府发行的纸币及硬币 (十亿港元)	银行总结余 (十亿港元)	流通硬币 (十亿港元)	未偿还的外汇基金票据及债券 (十亿港元)
2011	255.77	148.68	10.17	658.68
2012	291.68	255.85	10.25	661.37
2013	329.33	163.89	10.89	751.66
2014	342.17	239.18	11.35	753.36
2015	360.17	391.34	11.66	829.62
2016	401.81	259.59	12.25	962.41
2017	447.99	179.79	12.44	1,047.04
2018	483.85	76.40	12.85	1,059.78
2019	516.61	54.29	13.25	1,078.74
2020	559.52	457.47	13.17	1,069.15
2021	592.65	377.52	13.39	1,148.73
2022	605.58	96.25	13.40	1,200.94
2023	592.59	44.95	13.18	1,245.15
2024年3月	601.14	44.83	13.24	1258.33

资料来源：CEIC，建银国际证券

图 5: 货币基础组成按月变化



资料来源: CEIC, 建银国际证券

货币基础的增加主要是由于负债证明书的增加

2022年7月以来, 未偿还外汇基金票据和债券继续增长

货币供应

货币供应量和贷款数据对观察香港经济流动性也很重要。由于缺乏独立的货币政策, 香港的货币供应受国际信贷环境的显著影响。

图 6: 香港金管局对货币供应的定义

- M1** 居民持有的法定货币（包括纸币和硬币）与银行客户活期存款
- M2** M1 包括的项目, 加上银行客户的储蓄及定期存款, 以及由银行发行并由银行持有的可转让存款证
- M3** M2 包括的项目+加上有限牌照银行及接受存款公司的客户存款, 以及由这两类机构发行并由非银行持有的可转让存款证。

资料来源: 香港金管局, 建银国际证券

图 7: M3 货币 VS 恒生指数表现

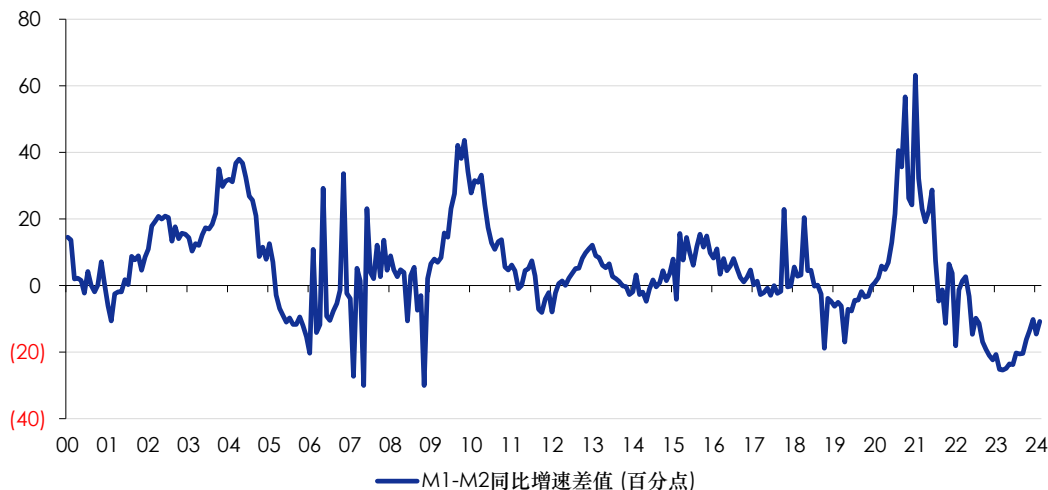


资料来源: CEIC, 建银国际证券

2月 M3 货币增速为 4.1%, 保持自 2022 年 2 月以来的正增长

考虑到 M3 货币增长与恒生指数之间的相关性, M3 货币增长的加速是一个积极的信号

图 8: 过去一个月 M1-M2 货币增速差收窄



资料来源: CEIC, 建银国际证券

2月 M1-M2 货币增速差收窄至-10.7%，因 M1 货币下滑，而 M2 货币加快

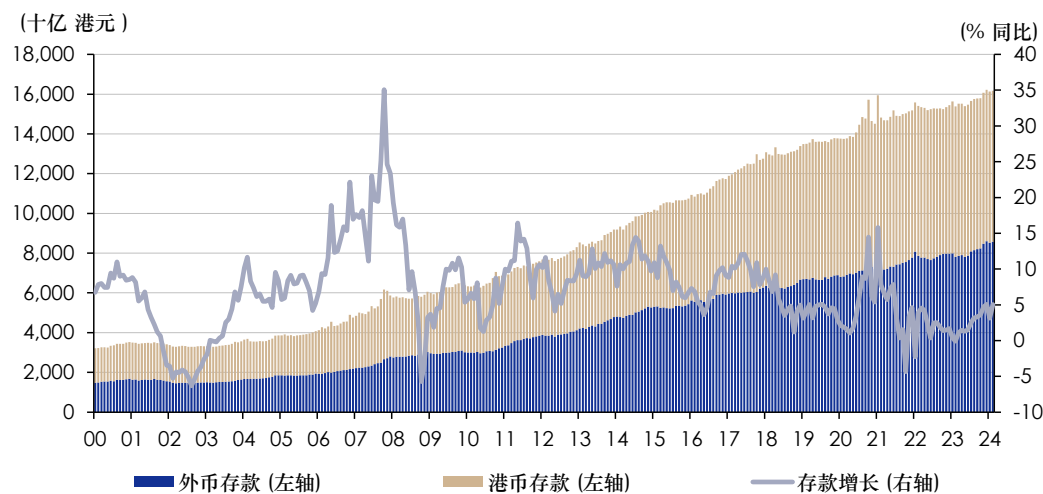
图 9: 2月贷款增速保持收缩



资料来源: CEIC, 建银国际证券

2月贷款增长连续第 20 个月维持在负增长区间，同比下滑 5.9%，环比下滑 1.0%

图 10: 2023 年 3 月以来，存款增长一直保持正值



资料来源: CEIC, 建银国际证券

外币存款增加，而港元存款按月下滑

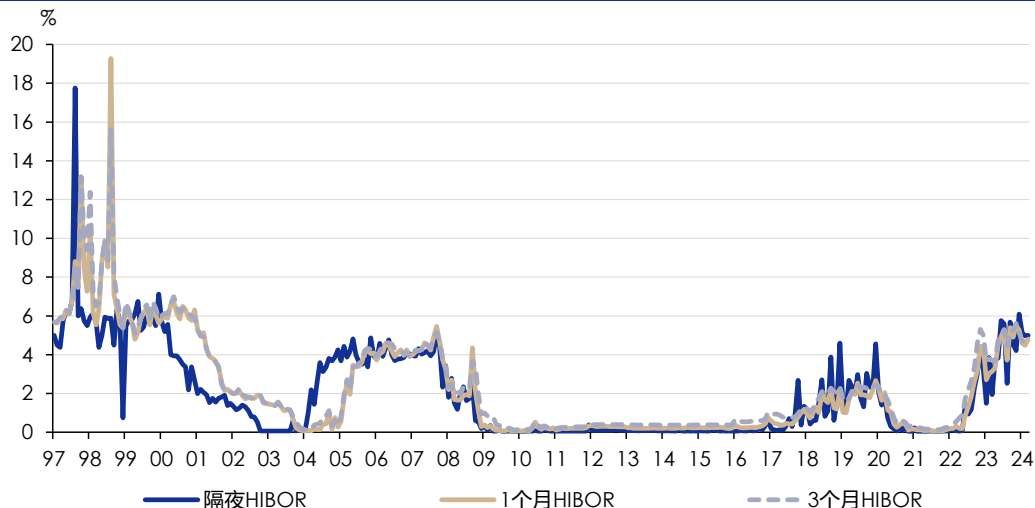
2月存款总额同比增长 5.0%，自 2023 年 3 月以来一直保持正值

2、外汇储备和利率状况

外汇和利率也是分析资本流动的重要工具。在香港市场，我们通常观察美元/港元基本面和隔夜银行同业拆借利率的变化来分析资金的流向。强港元和弱银行间同业拆息一般说明资金净流入，反之亦然。

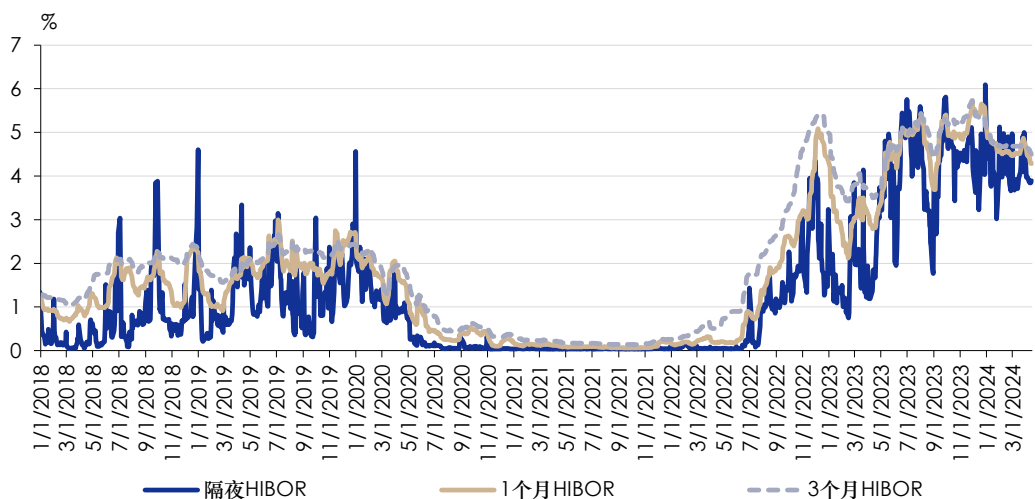
这些指标也可以用来监察更广泛的资本流动趋势，但由于可能影响汇率和银行间同业拆息的诸多外部因素（如外部干预、投机、IPO等），这些指标是不够的。另外由于美元对人民币的固定区间，当汇率在上下限之间保持稳定时，月数据中能够得到的信息是有限的。

图 11：香港银行间同业拆借利率历史水平比较



资料来源：CEIC，建银国际证券

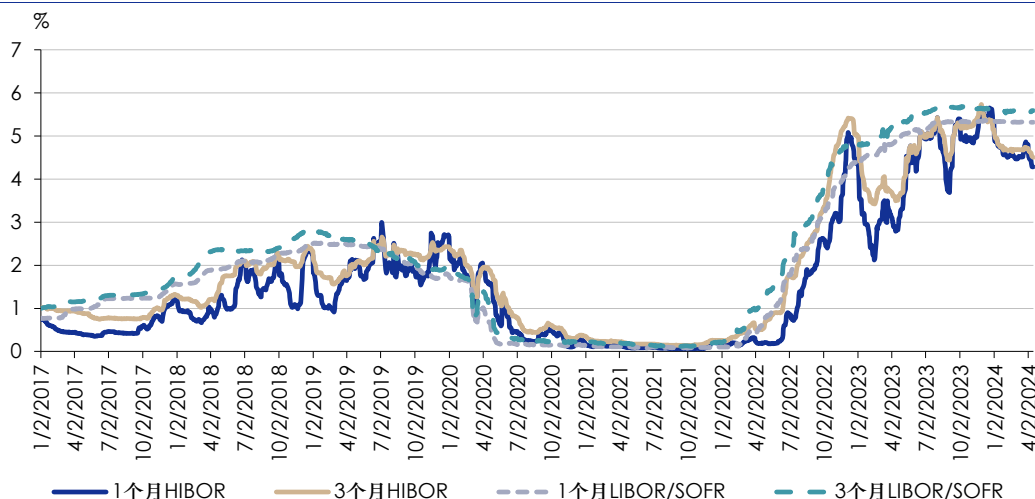
图 12：香港银行间同业拆息日度走势及动态



资料来源：CEIC，建银国际证券

过去一个月，隔夜 HIBOR 上涨，而 1 个月和 3 个月 HIBOR 下滑

图 13: 过去一个月 SOFR-HIBOR 息差扩大



资料来源: CEIC, 建银国际证券

注: LIBOR 系列自 2023 年 1 月 1 日起调整为 SOFR, 为数据更新结束做准备。

SOFR 与 HIBOR 的利差在过去一个月扩大, 1 个月和 3 个月息差分别上升至 1.03% 和 1.09%, 且 HIBOR 的跌幅大于 SOFR。

自 12 月下旬以来, 1 个月 HIBOR 持续低于 SOFR

为了消除在联系汇率制度下港元汇率可转强程度的不明朗情况, 以及理顺货币和外汇市场在货币发行局安排下的互动关系, 2005 年, 香港金融管理局宣布了三项优化联系汇率制度运作的措施。

这三项措施为:

1. 推出强方兑换保证, 金管局会在 7.75 的水平向持牌银行买入美元;
2. 将现行金管局在 7.80 水平出售美元予持牌银行的弱方兑换保证移至 7.85 的水平, 让强弱双向的兑换保证能对称地以联系汇率 7.80 为中心点运作;
3. 在强方及弱方兑换保证水平所设定的范围 (兑换范围) 内, 金管局可选择进行符合货币发行局制度运作原则的市场操作。

图 14: 随着 SOFR-HIBOR 息差扩大, 过去一个月港元小幅贬值



资料来源: 彭博, 建银国际证券

注: LIBOR 系列自 2023 年 1 月 1 日起调整为 SOFR, 为数据更新结束做准备。

自 1 月起, SOFR - HIBOR 息差有利于 SOFR, 而港元则略有贬值, 并在过去一个月向上限区间移动。

图 15: LIBOR-HIBOR 息差与美元兑港元汇率的历史相关性一直很强



资料来源: 彭博, 建银国际证券

注: LIBOR 系列自2023年1月1日起调整为SOFR, 为数据更新结束做准备。

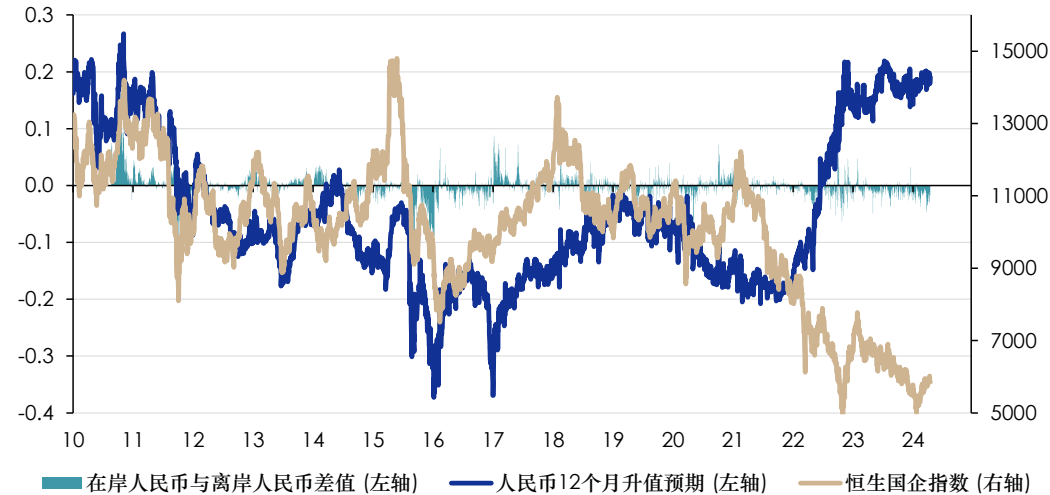
图 16: 过去一个月, 人民币对美元走弱



资料来源: 彭博, 建银国际证券

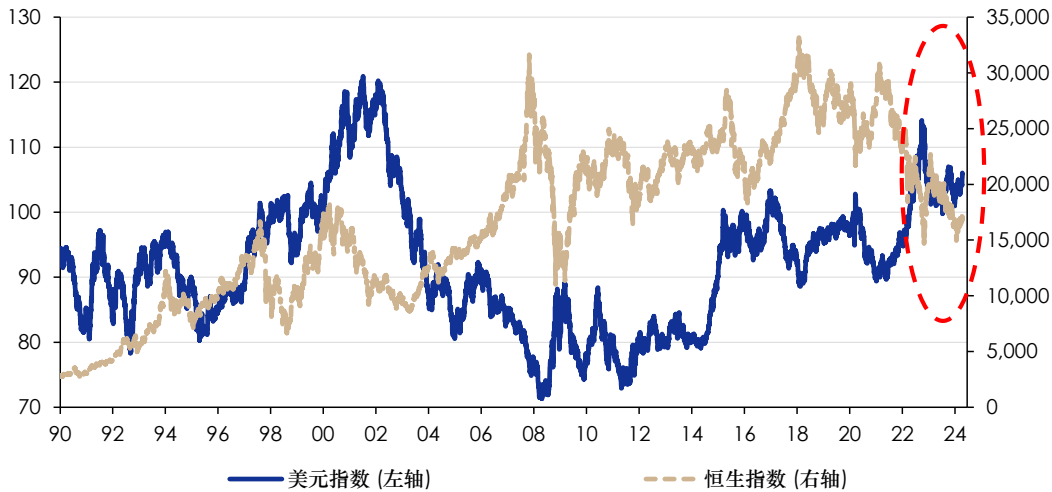
人民币对一篮子货币升值, 但对美元贬值

图 17: 过去一个月人民币 12 个月升值预期有所下滑



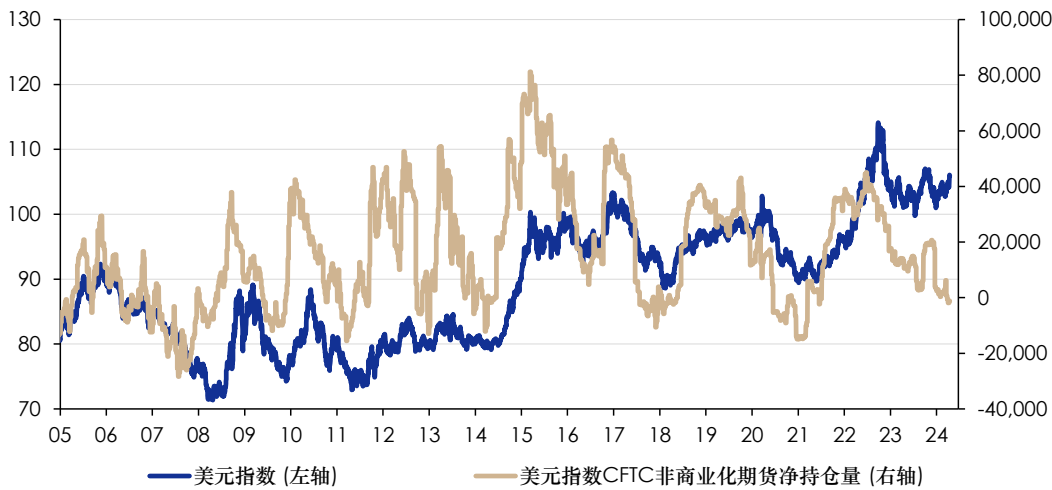
资料来源: 彭博, 建银国际证券

图 18: 历史上美元指数与恒生指数具有很强的负相关关系



资料来源: 彭博, 建银国际证券

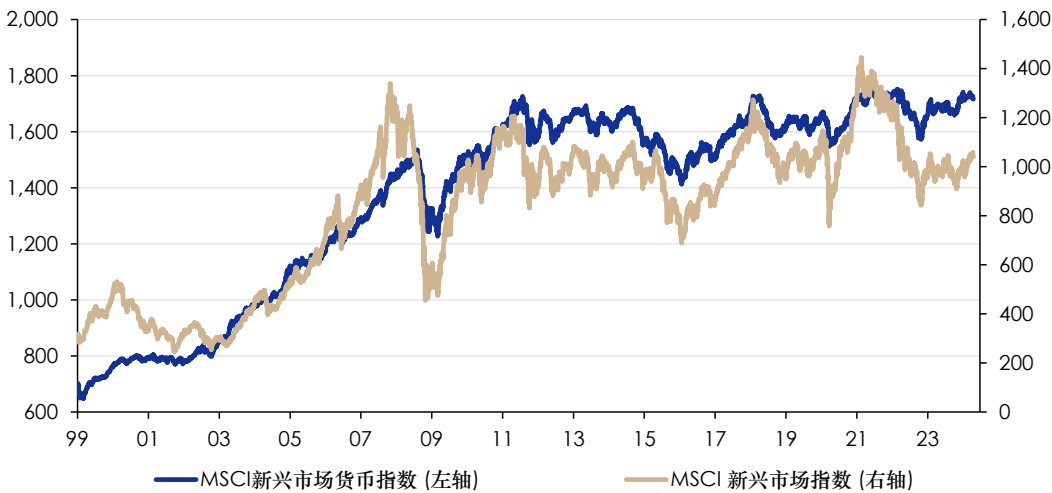
图 19: 交易员的美元指数净看涨头寸转为空头头寸



资料来源: 彭博, 建银国际证券

交易员的美元指数净看涨头寸转为空头头寸
过去一个月, 美元指数上升

图 20: MSCI 新兴市场货币指数与新兴市场指数



资料来源: 彭博, 建银国际证券

过去一个月, MSCI 新兴市场货币指数月环比下降 1.0%, 而 MSCI 新兴市场指数环比上升 0.7%

图 21: 货币政策日程表

1月-24		
日本央行货币政策会议	日本	1月23日
欧洲央行货币政策会议	欧元区	1月25日
美联储货币政策会议	美国	1月31日
2月-24		
金融政策执行报告	中国	2月8日
3月-24		
美联储主席半年度国会证词	美国	3月7日
美联储BTFP政策到期	美国	3月11日
日本央行货币政策会议	日本	3月19日
欧洲央行货币政策会议	欧元区	3月7日
美联储货币政策会议	美国	3月20日
4月-24		
欧洲央行货币政策会议	欧元区	4月11日
日本央行货币政策会议	日本	4月26日
5月-24		
美联储货币政策会议	美国	5月1日
中国人民银行第一季度货币政策执行报告	中国	待定
6月-24		
欧洲央行货币政策会议	欧元区	6月6日
美联储货币政策会议	美国	6月12日
日本央行货币政策会议	日本	6月14日
7月-24		
欧洲央行货币政策会议	欧元区	7月18日
日本央行货币政策会议	日本	7月31日
美联储货币政策会议	美国	7月31日
中国人民银行工作会议	中国	待定
8月-24		
杰克逊霍尔经济研讨会	美国	8月下旬
9月-24		
欧洲央行货币政策会议	欧元区	9月12日
美联储货币政策会议	美国	9月18日
日本央行货币政策会议	日本	9月20日
美联储主席半年度国会证词	美国	待定
10月-24		
欧洲央行货币政策会议	欧元区	10月17日
日本央行货币政策会议	日本	10月31日
11月-24		
美联储货币政策会议	美国	11月7日
12月-24		
欧洲央行货币政策会议	欧元区	12月12日
美联储货币政策会议	美国	12月18日
日本央行货币政策会议	日本	12月19日

资料来源: 建银国际证券

3、香港市场资金流动以及南下资金状况

香港缺乏一个经常更新的资本流动指标。虽然香港政府统计处会发布包括各种投资细目的国际收支数据，但这些数据通常是按季度发布的，并且有两至三个月的滞后性，限制了数据的效用。其他的商业流动性监测机构一般根据各自研究的数据进行分析，但因为投资资金只是资金总量的一小部分，这些数据可以显示流动性的基本方向，但不能显示总资金流动。

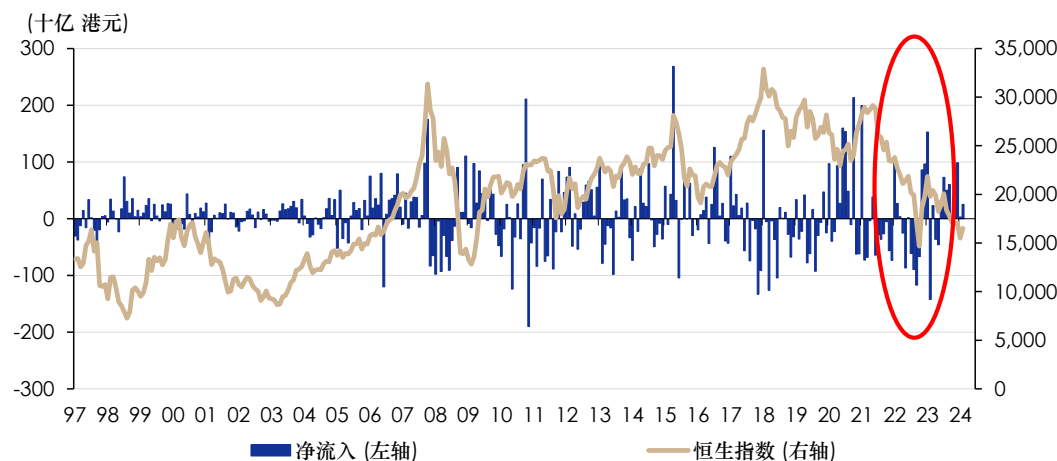
国际货币基金组织提供了一个衡量资本流动的先进方法。由于货币发行制度，香港政府只能在有资本流入的情况下发行新货币。因此，货币供应量的变化反映了银行贷款和资本流入两大因素，或者以以下公式形式反映：

$$\Delta \text{港元 M3 货币} = \Delta \text{港元贷款} + \text{资金净流入}$$

强劲的资金流动推动了早期牛市，但最近几个月的这一势头有所放缓。

我们可以用这一方法得到与香港政府统计处数据相比更及时的数据：

图 22：资本流动通常与恒生指数的表现密切相关

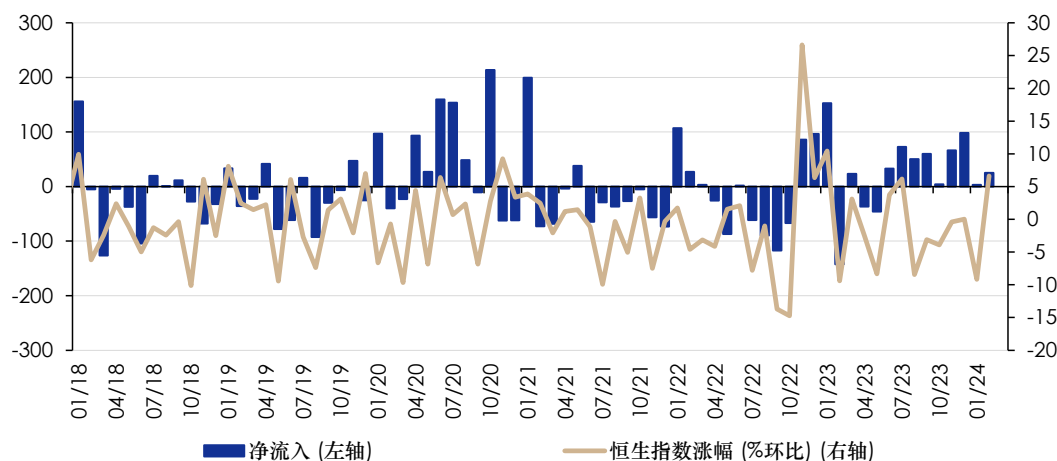


资料来源：CEIC，建银国际证券

IMF 计算资本流动的方法显示，2月有250亿港元的净流入，为2023年6月以来的连续净流入。

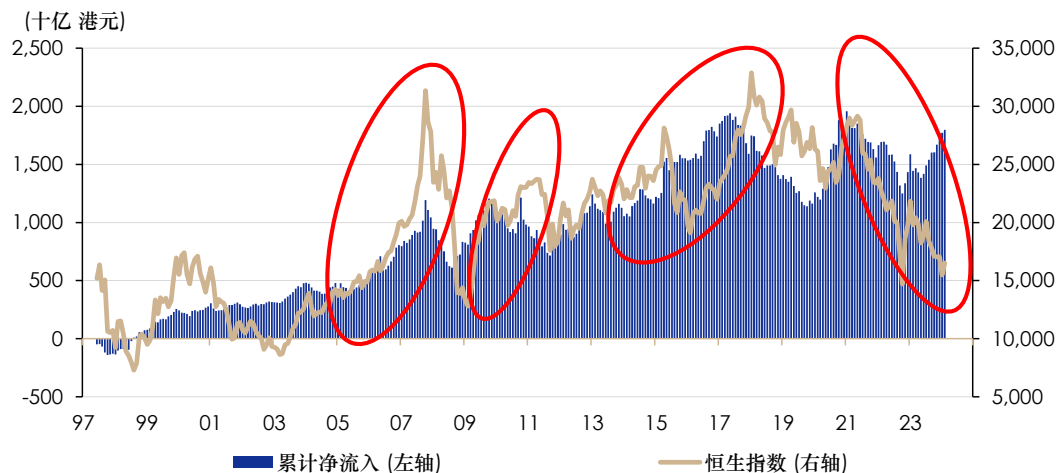
这一趋势可能在下月继续

图 23：2月，随着恒生指数反弹，资本继续流入



资料来源：CEIC，建银国际证券

图 24: 累积资金流 VS 恒生指数

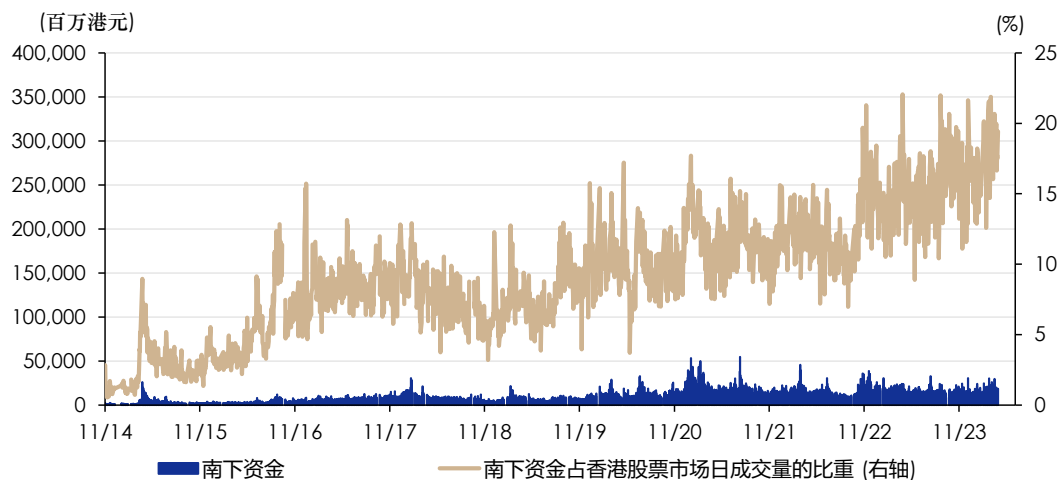


资料来源: CEIC, 建银国际证券

南下资金

2014年11月以来，香港股市的另一主要资金来源是沪港通和深港通。虽然安排之初，由于海外投资者期望进入A股市场，北向交易量更大。实际上2016年初以来，北上流量大于南下流量。

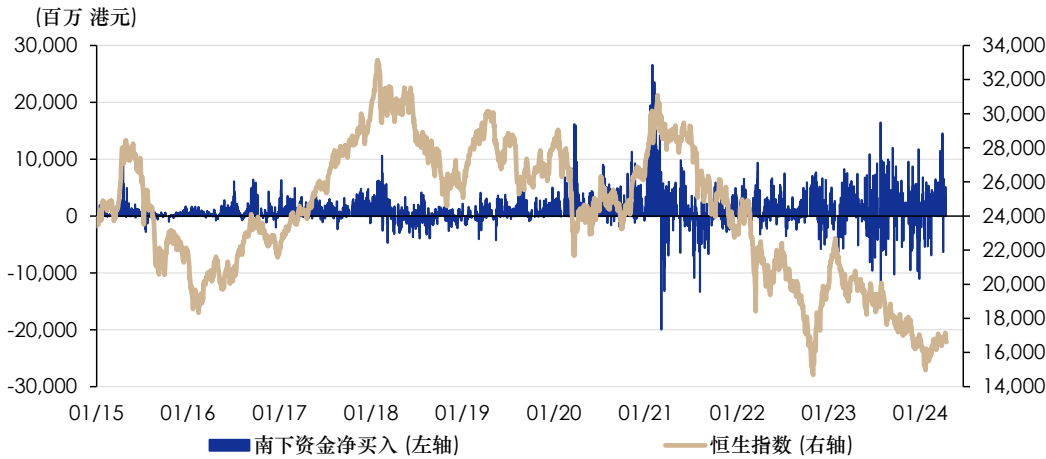
图 25: 过去一个月日均南向资金继续上升



资料来源: CEIC, 建银国际证券

过去一个月，南向资金由 3,709 亿港元下跌至 3,597 亿港元
日平均南向资金继续增加，由 195 亿港元增至 200 亿港元

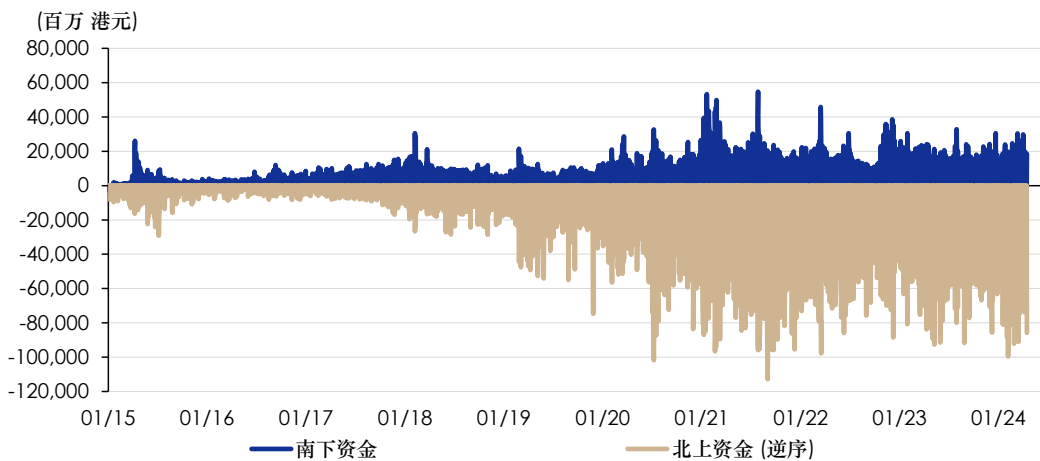
图 26: 过去一个月南向净买入大幅上升



数据来源: CEIC, 建银国际证券

过去一个月，南向净流入从 636 亿港元跃升至 873 亿港元

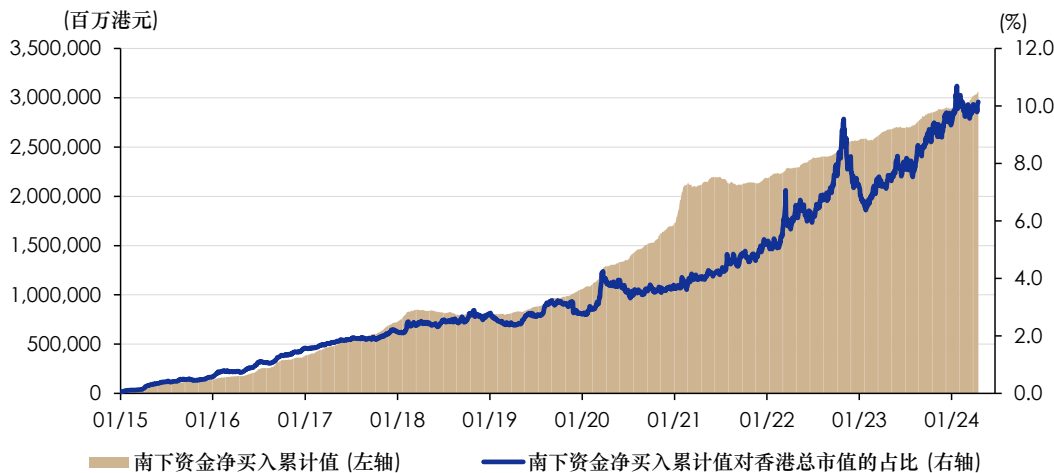
图 27: 过去一个月南向和北向资金均小幅下滑



资料来源: CEIC, 建银国际证券

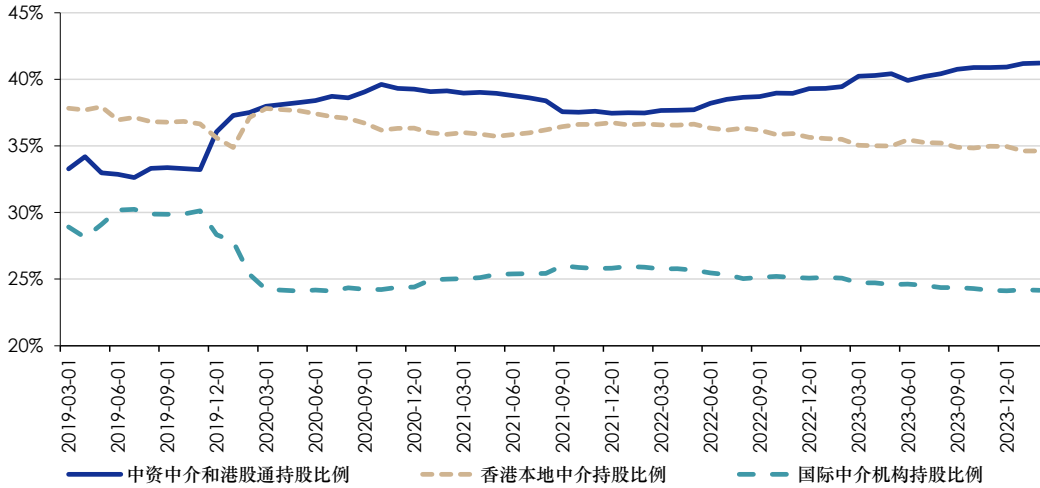
过去一个月，南下资金下滑至 3,597 亿港元，而北上资金下滑至 12,570 亿港元

图 28: 过去一个月，南向持股占总市值的比例稳定在 10%左右



资料来源: CEIC, 建银国际证券

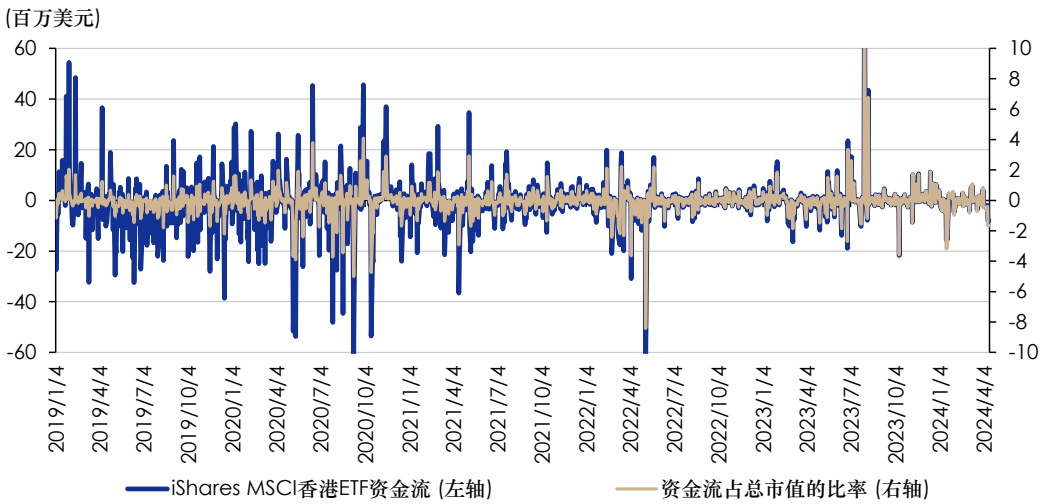
图 29: 不同地区中介持股数量比例



“港股通”及中资券商持股比例过去一个月持续上升

资料来源: Wind, 建银国际证券

图 30: 过去一个月 ISHARES MSCI 香港 ETF 录得资金净流出



资料来源: CEIC, 建银国际证券

4、 投资基金销售及赎回情况

图 31: 香港投资基金净投资



资料来源: 香港基金管理局, CEIC, 建银国际证券

港投资基金公会公布的每月销售和赎回数据有几个月的滞后

图 32: 香港各类投资基金销售和赎回状况

Fund Asset Class	Sector Taxonomy	Monthly Gross Sales	Monthly Total	YTD Gross Sales	% of YTD Total	Monthly Gross Redemptions	Monthly Total	YTD Gross Redemptions	% of YTD Total	Monthly Net Sales	Monthly Total	YTD Net Sales	% of YTD Total
Bond	Asset-backed Securities	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Bond	Bonds Asia Pacific	39.9 M	0.7%	95.2 M	0.7%	184.5 M	4.3%	540.2 M	5.0%	-144.6 M	-10.4%	-445.0 M	-15.4%
Bond	Bonds Convertible	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Bond	Bonds Corporate Global	63.6 M	1.1%	187.3 M	1.4%	25.5 M	0.6%	71.5 M	0.7%	38.0 M	2.7%	115.8 M	4.0%
Bond	Bonds Corporate Regional	0.3 M	0.0%	0.4 M	0.0%	0.1 M	0.0%	0.6 M	0.0%	0.2 M	0.0%	-0.2 M	0.0%
Bond	Bonds Emerging Markets	33.5 M	0.6%	114.7 M	0.8%	39.1 M	0.9%	116.8 M	1.1%	-5.5 M	-0.4%	-2.1 M	-0.1%
Bond	Bonds Europe	21.5 M	0.4%	79.6 M	0.6%	20.3 M	0.5%	42.4 M	0.4%	1.1 M	0.1%	37.2 M	1.3%
Bond	Bonds Global	1079.4 M	18.9%	2600.4 M	18.9%	297.4 M	6.9%	847.2 M	7.8%	782.1 M	56.2%	1753.2 M	60.6%
Bond	Bonds High Yield Asia Pacific	67.9 M	1.2%	122.8 M	0.9%	80.9 M	1.9%	185.4 M	1.7%	-13.0 M	-0.9%	-62.6 M	-2.2%
Bond	Bonds High Yield Europe	4.6 M	0.1%	10.1 M	0.1%	3.2 M	0.1%	16.6 M	0.2%	1.4 M	0.1%	-6.5 M	-0.2%
Bond	Bonds High Yield Global	329.4 M	5.8%	943.0 M	6.1%	246.8 M	5.7%	941.0 M	5.0%	82.6 M	5.9%	302.0 M	10.4%
Bond	Bonds High Yield North America	45.5 M	0.8%	108.5 M	0.8%	51.0 M	1.2%	124.4 M	1.1%	-5.5 M	-0.4%	-15.9 M	-0.5%
Bond	Bonds Inflation Linked	2.0 M	0.0%	2.3 M	0.0%	0.3 M	0.0%	0.8 M	0.0%	1.9 M	0.1%	1.5 M	0.1%
Bond	Bonds North America	918.2 M	16.1%	2610.3 M	18.9%	330.9 M	7.6%	910.6 M	8.4%	587.3 M	42.2%	1699.8 M	58.7%
Bond	Target Maturity	0.0 M	0.0%	0.0 M	0.0%	10.9 M	0.3%	11.3 M	0.1%	-10.9 M	-0.8%	-11.3 M	-0.4%
Bond	Sub Total	2605.8 M	45.6%	6774.5 M	49.2%	1290.9 M	29.8%	3408.8 M	31.3%	1314.9 M	94.5%	3365.7 M	116.3%
Commodity	Commodities	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Commodity	Sub Total	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Equity	Equities Alternative	0.4 M	0.0%	4.3 M	0.0%	1.2 M	0.0%	1.8 M	0.0%	-0.8 M	-0.1%	2.4 M	0.1%
Equity	Equities Asia Pacific	152.1 M	2.7%	397.0 M	2.9%	200.7 M	4.6%	464.5 M	4.3%	-48.6 M	-3.5%	-67.6 M	-2.3%
Equity	Equities China	32.0 M	0.6%	69.1 M	0.5%	68.2 M	1.6%	196.9 M	1.8%	-36.1 M	-2.6%	-127.8 M	-4.4%
Equity	Equities Emerging Markets	9.8 M	0.2%	26.0 M	0.2%	18.1 M	0.4%	40.5 M	0.4%	-8.3 M	-0.6%	-14.5 M	-0.5%
Equity	Equities Europe	20.9 M	0.4%	58.1 M	0.4%	32.6 M	0.8%	102.0 M	0.9%	-11.7 M	-0.8%	-43.9 M	-1.5%
Equity	Equities Global	487.4 M	8.5%	1097.1 M	8.0%	466.7 M	10.8%	1079.4 M	9.9%	20.7 M	1.5%	17.7 M	0.6%
Equity	Equities Greater China	19.3 M	0.3%	100.1 M	0.7%	54.4 M	1.3%	190.8 M	1.8%	-35.1 M	-2.5%	-90.7 M	-3.1%
Equity	Equities Hong Kong	34.8 M	0.6%	76.0 M	0.6%	48.2 M	1.1%	123.6 M	1.1%	-13.4 M	-1.0%	-47.6 M	-1.6%
Equity	Equities Japan	82.2 M	1.4%	178.6 M	1.3%	52.4 M	1.2%	101.9 M	0.9%	29.8 M	2.1%	76.7 M	2.6%
Equity	Equities North America	113.1 M	2.0%	248.6 M	1.8%	118.3 M	2.7%	273.2 M	2.5%	-5.2 M	-0.4%	-24.6 M	-0.9%
Equity	Equities Sectors & Themes Asia Pacific	15.8 M	0.3%	40.4 M	0.3%	24.1 M	0.6%	64.9 M	0.6%	-8.3 M	-0.6%	-24.6 M	-0.8%
Equity	Equities Sectors & Themes ex-Asia Pacific	271.3 M	4.7%	507.7 M	3.7%	268.1 M	6.2%	683.8 M	6.3%	3.2 M	0.2%	-176.1 M	-6.1%
Equity	Sub Total	1239.3 M	21.7%	2803.0 M	20.3%	1352.9 M	31.3%	3323.4 M	30.5%	-113.7 M	-8.2%	-520.4 M	-18.0%
Mixed Assets	Mixed Assets Asia Pacific	40.3 M	0.7%	128.1 M	0.9%	172.2 M	4.0%	454.3 M	4.2%	-131.9 M	-9.5%	-326.3 M	-11.3%
Mixed Assets	Mixed Assets Emerging Markets	2.2 M	0.0%	17.5 M	0.1%	6.6 M	0.2%	26.7 M	0.2%	-4.4 M	-0.3%	-9.2 M	-0.3%
Mixed Assets	Mixed Assets Europe	2.4 M	0.0%	4.8 M	0.0%	2.4 M	0.1%	7.8 M	0.1%	0.0 M	0.0%	-3.1 M	-0.1%
Mixed Assets	Mixed Assets Global	341.5 M	6.0%	814.9 M	5.9%	380.0 M	8.8%	917.0 M	8.4%	-36.5 M	-2.8%	-102.1 M	-3.5%
Mixed Assets	Mixed Assets North America	867.5 M	15.2%	1897.0 M	13.8%	799.6 M	18.5%	1924.0 M	16.8%	67.9 M	4.9%	62.0 M	2.2%
Mixed Assets	Sub Total	1254.0 M	21.9%	2862.2 M	20.8%	1360.8 M	31.5%	3239.9 M	29.8%	-106.8 M	-7.7%	-377.6 M	-13.0%
Money Market	Money Market	510.8 M	8.9%	1115.8 M	8.1%	287.7 M	6.7%	767.7 M	7.1%	223.1 M	16.0%	348.1 M	12.0%
Money Market	Sub Total	510.8 M	8.9%	1115.8 M	8.1%	287.7 M	6.7%	767.7 M	7.1%	223.1 M	16.0%	348.1 M	12.0%
Undefined	Undefined	108.0 M	1.9%	225.6 M	1.6%	33.9 M	0.8%	147.0 M	1.4%	74.1 M	5.3%	78.5 M	2.7%
Grand Total		5717.9 M	100.0%	13781.1 M	100.0%	4326.3 M	100.0%	10886.8 M	100.0%	1391.6 M	100.0%	2894.3 M	100.0%

资料来源: 基金公司, 建银国际证券

2月, 债券基金出现净流入, 主要集中于北美和全球债券基金

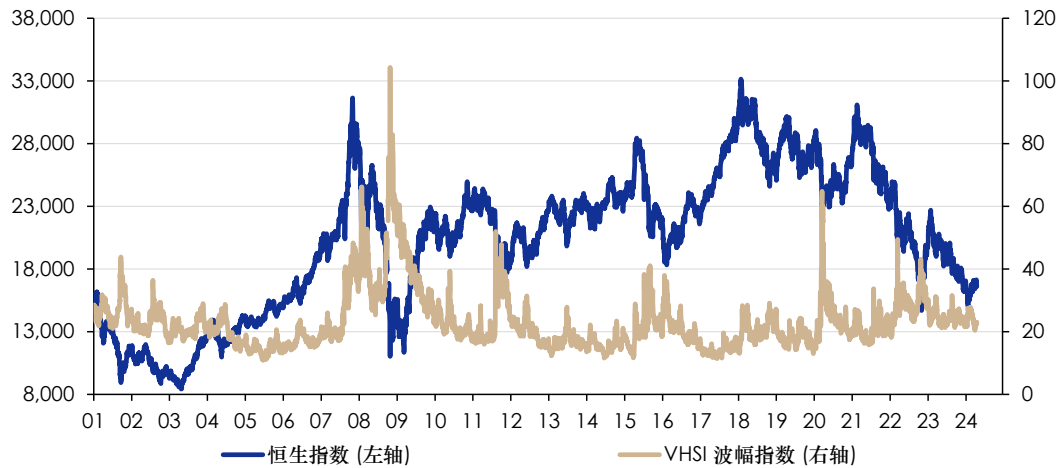
相比之下, 股票和混合资产基金继续出现资金流出

在香港注册的基金再次出现净流出

5、市场波动性和成交量

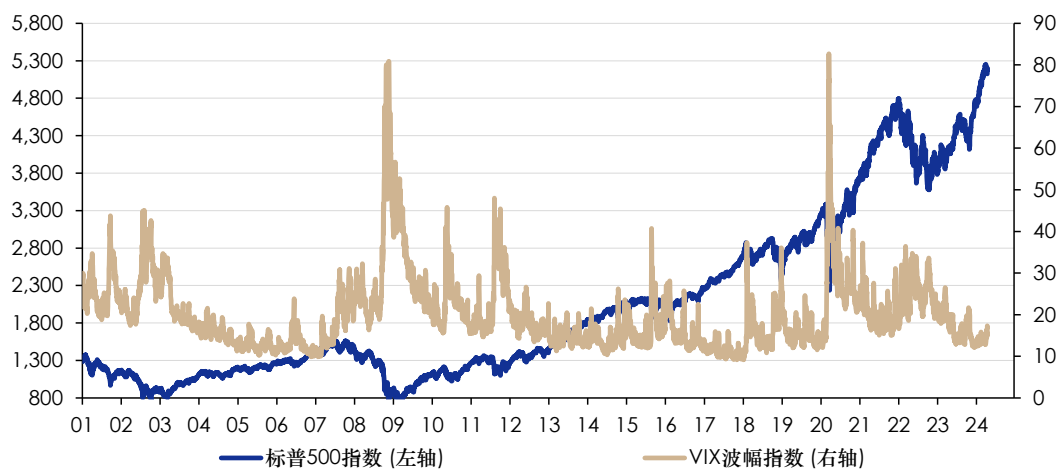
这一节，我们回顾一些市场波动和动量的指标。我们主要使用恒指波幅指数（VHSI）、芝加哥期权交易所市场波动指数（VIX）和新兴市场波动指数来观察市场的波动性。成交活跃度方面，我们观察股市成交量和恒生指数与其125日移动平均的对比。

图 33: 过去一个月 VHSI 指数基本保持稳定



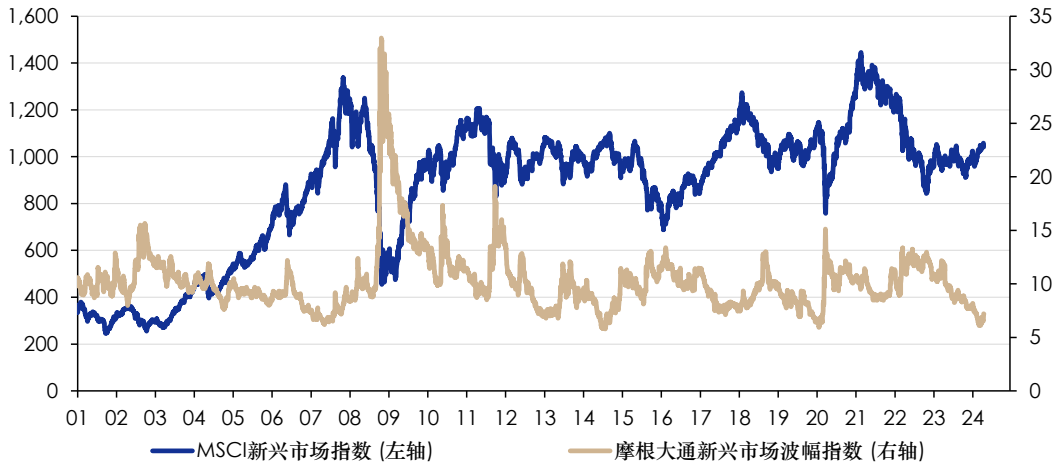
资料来源：彭博，建银国际证券

图 34: VIX 指数在过去一个月大幅上升



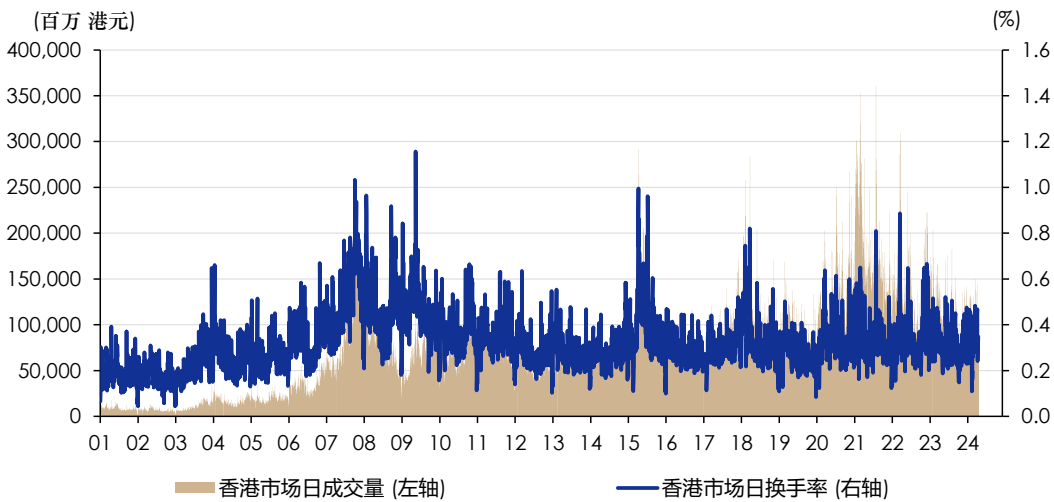
资料来源：彭博，建银国际证券

图 35: 过去一个月，新兴市场波动性指数上升了 17%



资料来源: 彭博, 建银国际证券

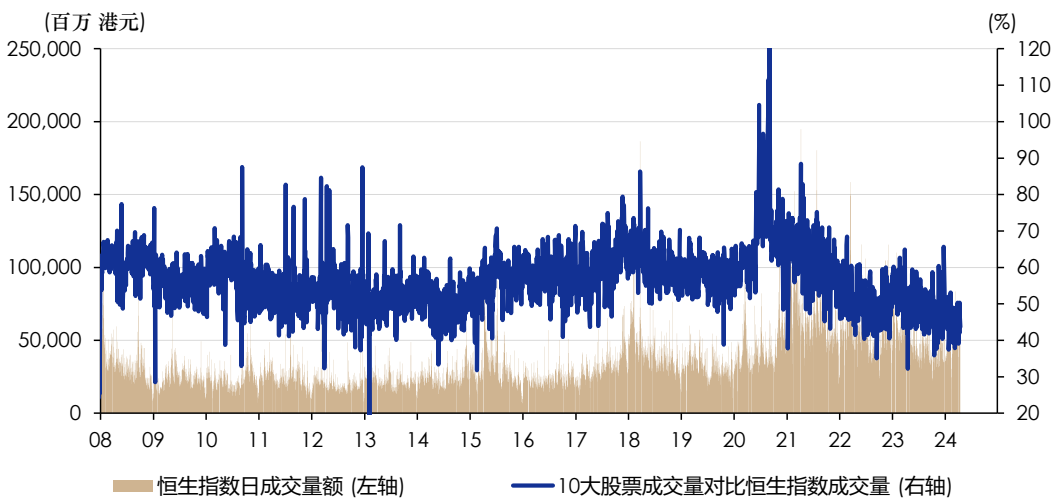
图 36: 过去一个月，香港市场日均成交额环比反弹，同比保持收缩



资料来源: 彭博, 建银国际证券

过去一个月，日均成交额约为 1,067 亿港元，按月环比上升 7.6%，但同比下降 12.2%

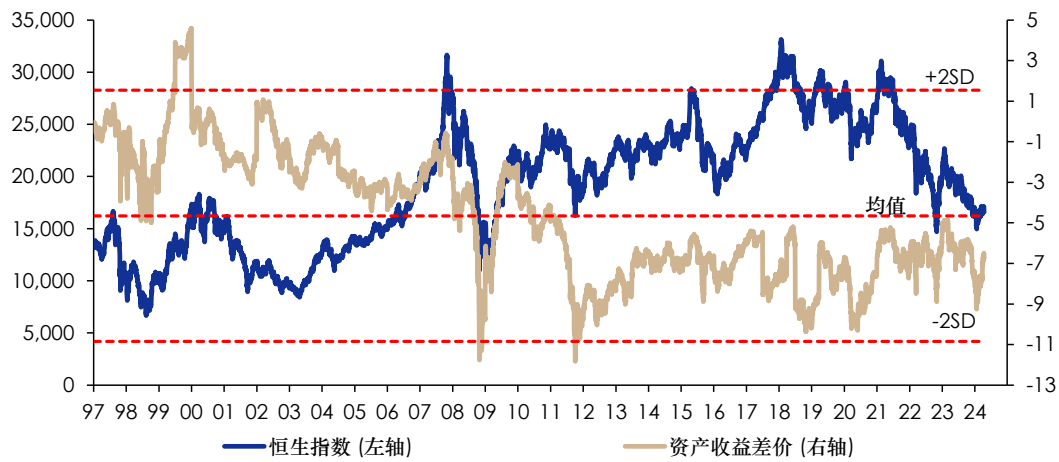
图 37: 3月最大成交个股占日总成交额的比例下降



资料来源: 彭博, 建银国际证券

前 10 大成交股份占 3 月总成交额的 44.5%，低于 2 月的 44.9%

图 38: 过去一个月收益率差收窄

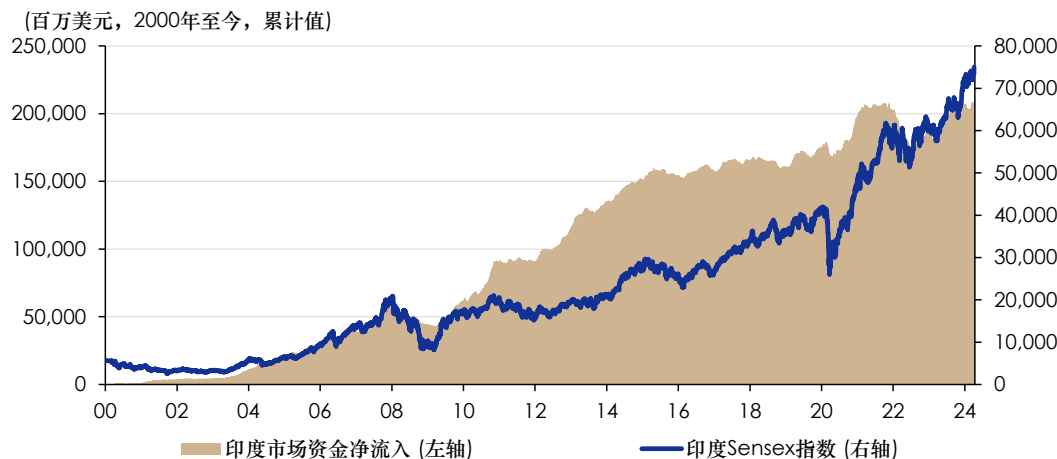


资料来源: 彭博, 建银国际证券

6、亚洲新兴市场资金流动状况

新兴市场的资金流动数据为分析地区性资金流动提供了一个宏观图景。由于香港市场流动性与亚洲其他新兴市场的高度相关性，这些市场的高频数据对分析香港市场流动性也很有用。

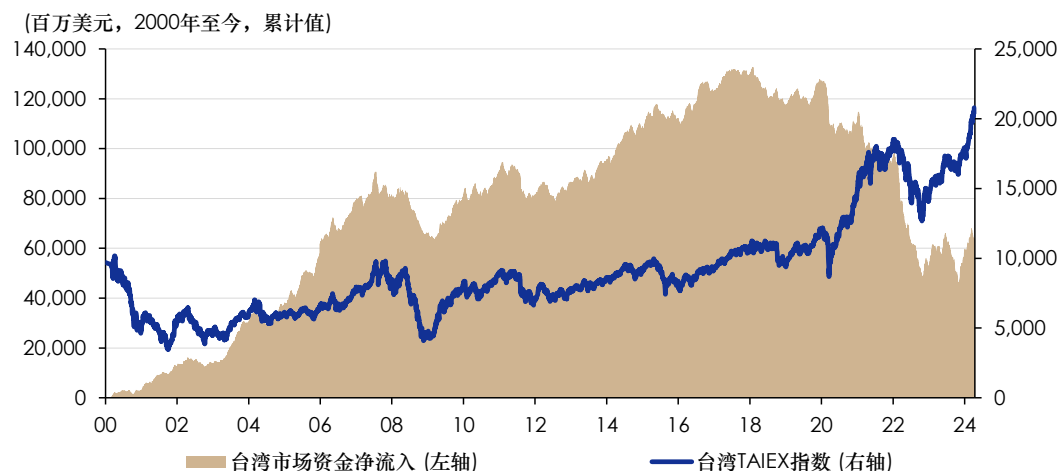
图 39: 过去一个月，印度录得资金净流入



资料来源: 彭博, 建银国际证券

印度今年至今资金净流入 26 亿美元

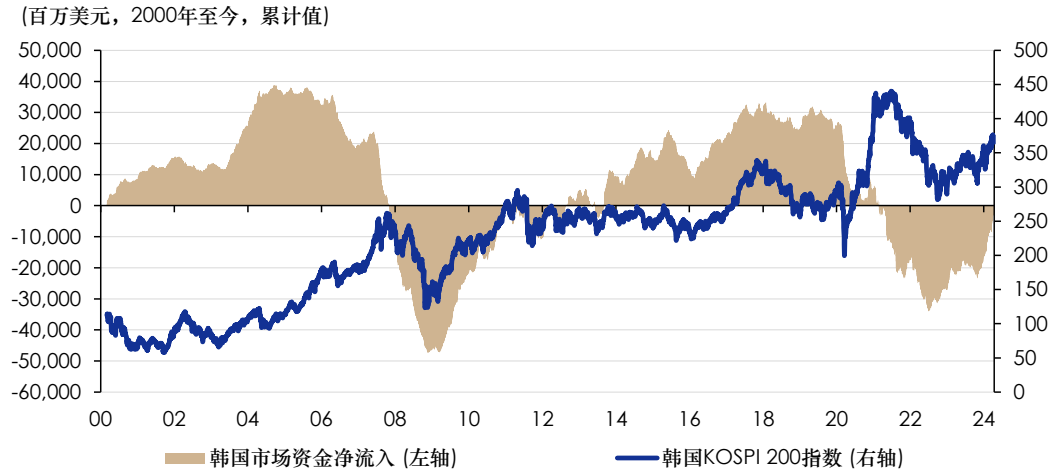
图 40: 台湾年初至今资金流入



资料来源: 彭博, 建银国际证券

台湾今年至今资金净流入 41 亿美元

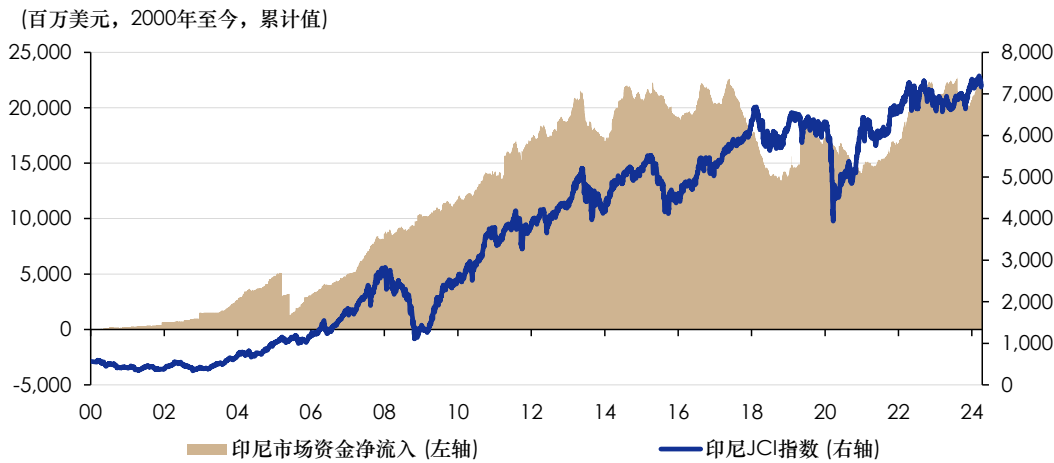
图 41: 过去一个月韩国资金净流入



资料来源: 彭博, 建银国际证券

韩国今年至今资金净流入 141 亿美元

图 42: 印度尼西亚过去一个月出现少量资金净流出



资料来源: 彭博, 建银国际证券

印度尼西亚今年至今资金净流出 11 亿美元

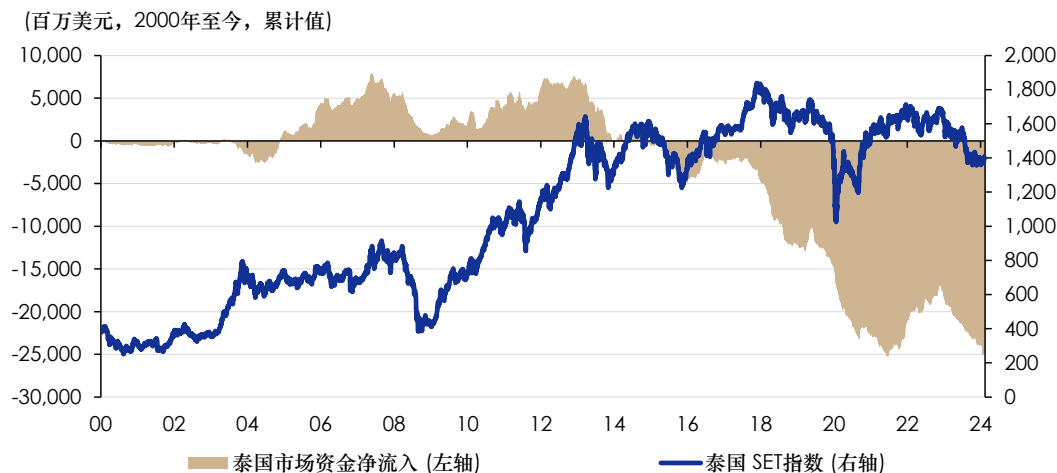
图 43: 过去一个月马来西亚资金小幅净流出



资料来源: 彭博, 建银国际证券

马来西亚今年至今资金净流出 3 亿美元

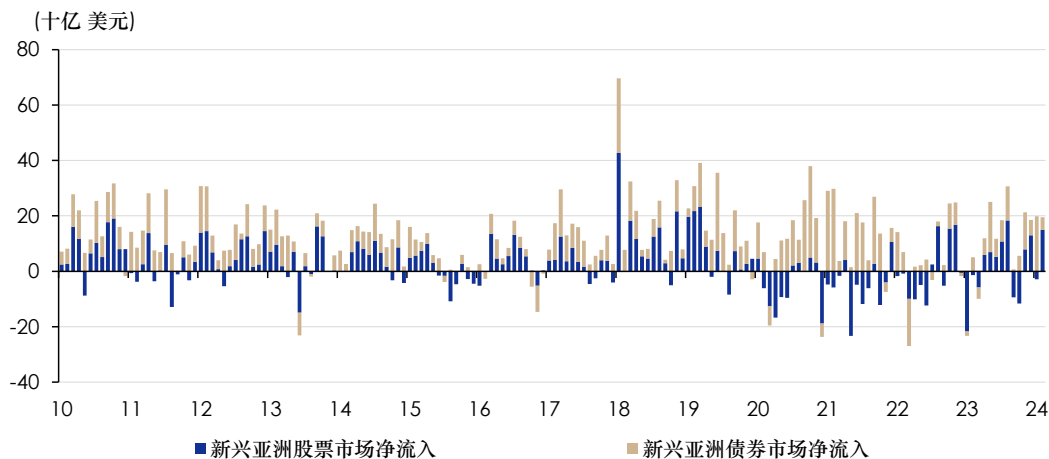
图 44: 过去一个月, 泰国资金净流出继续



资料来源: 彭博, 建银国际证券

泰国今年至今资金净流出 17 亿美元

图 45: 亚洲新兴市场资金流动情况



资料来源: IIF, 建银国际证券

2 月, 亚洲新兴市场股票和债券资金净流入强劲。

自我们上次发布报告以来没有数据更新

7、建银国际香港市场资金流动性指数

以上各节所述的指标可以在不同程度上分析香港市场的流动性，但每个指标都有其局限性。比如日数据可能有巨大的“噪音”，而月数据一般有明显的滞后性。一些基于调查问卷的资金流动数据，也会受到样本局限，并由于收集、汇总和发布需时而略微滞后，限制了单一指标的预测价值。

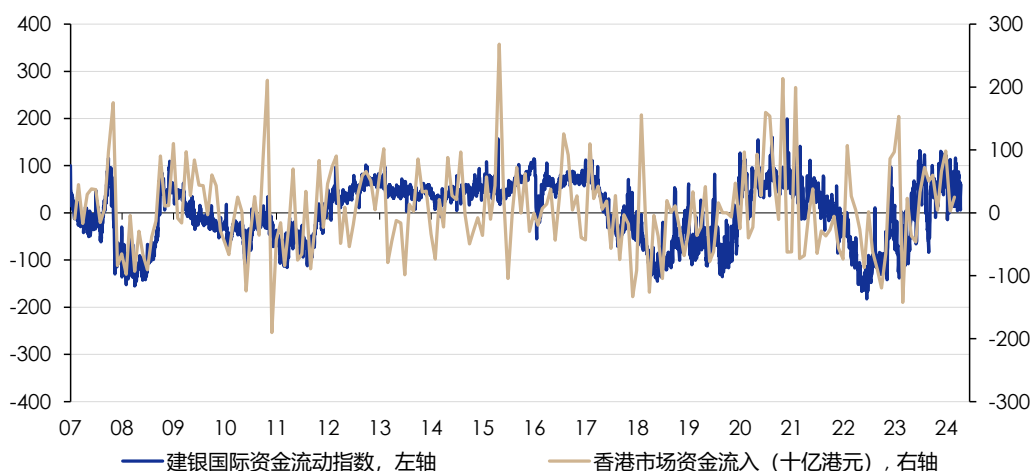
因此我们综合各指标，设计了一个指标帮助追踪香港市场的资金流动状况。

我们指数的组成反映了影响香港市场流动性的各个因素，它们包括：

- 利率变化 (LIBOR-HIBOR 息差)
- 汇率变化 (人民币 12 个月升值预期、美元对港元汇率、美元指数)
- 市场波动 (芝加哥期权交易所市场波动指数、恒生指数波幅指数)
- 风险溢价 (收益率差)
- 港股通南下资金净流入
- 其他新兴市场资金流动性 (印度、韩国)

我们将每个类别 (均值=0, 方差=1) 标准化, 对资本流动性数据 (数据来自 IMF 算法+三次样条插值 (Cubic Spline Interpolation) 进行多元回归, 获得指数动态权重的系数。我们使用一个月的滞后数据。

图 46: 建银国际市场流动性指数相对于累计资金流动预测



资料来源：彭博，建银国际证券

IMF 的方法为预测月资金流动提供了一个准确路径，但其数据的延迟性导致预测性有限

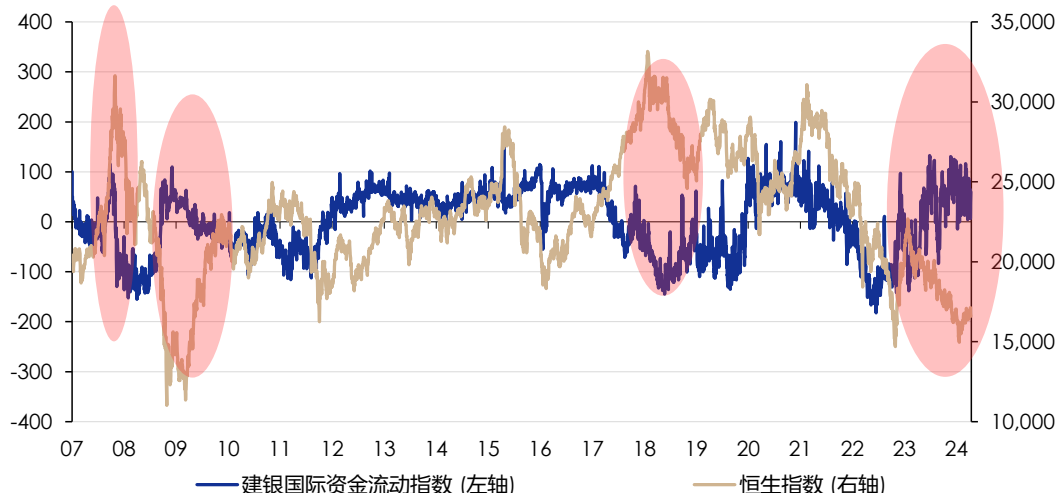
建银国际证券香港市场流动性指数遵循了类似的趋势，虽然由于外围数据，波动性更高

我们的香港市场流动性指数自上次发布以来保持稳定

支持指数的因素是较低的波动性

拖累指数的因素包括对 SOFR 有利的 SOFR/HIBOR 息差扩大，新兴市场资金流动的减弱，以及指数回报率下降

图 47: 建银国际香港流动性指数相对于恒生指数



资料来源: 彭博, 建银国际证券

建银国际香港市场流动性指数历来与恒生指数密切相关

每当息差扩阔至极端的水平, 指数便会收窄

恒生指数在过去一个月保持稳定

图 48: 建银国际香港市场流动性指数与恒生指数之间差值在过去一个月有所收窄

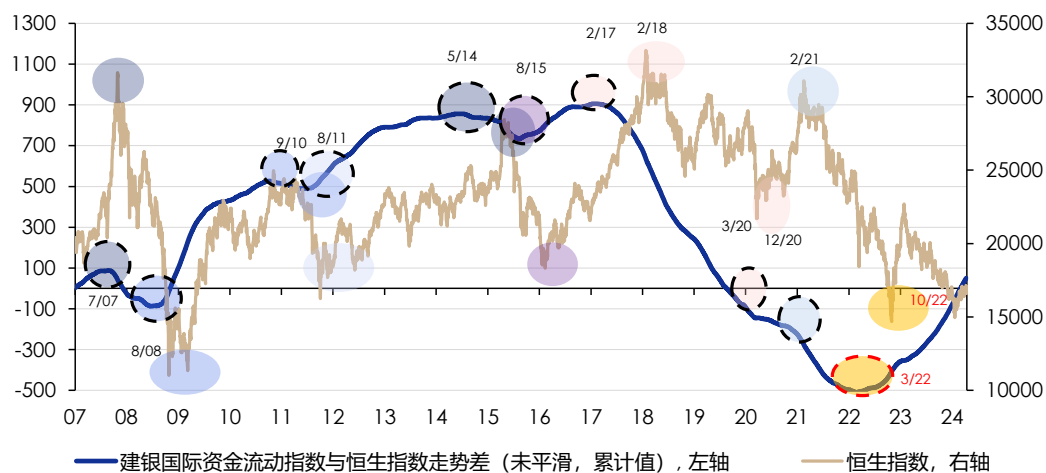


资料来源: 彭博, 建银国际证券

由于流动性指数跌幅大于恒指, 流动性指数与恒指之间的差值再次缩小

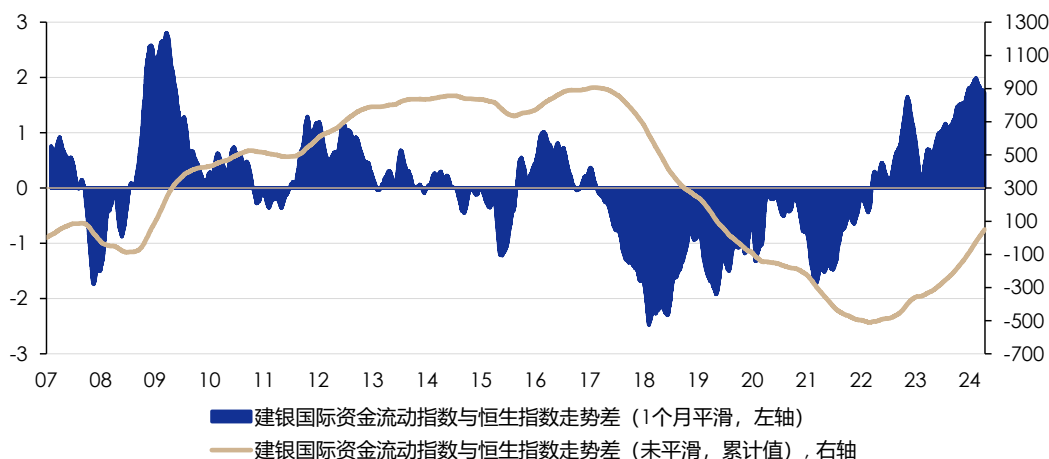
然而, 这一差值仍相当接近 2008 年最后一次出现的 2 个标准偏差的水平, 当时该差值被证明是市场反弹的前兆

图 49: 建银国际香港流动性指数与恒指累计差值是市场转向的领先指标



资料来源: 彭博, 建银国际证券

图 50: 过去一个月, 差值收窄



资料来源: 彭博, 建银国际证券

历史上流动性指数跟踪恒生指数的转折点, 但滞后并不固定

对拐点的判断应该基于良好的基本面分析及对政策催化剂的认识;

建银国际香港市场流动性指数与恒生指数之间的累积差值持续扩大

目前的流动性状况对恒生指数仍有支撑作用

我们的累积价差进一步证实了恒指的长期底部。

目前流动性状况对恒生指数仍有支撑作用

分析师证明:

本文作者谨此声明: (i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关; 及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本文发行日期之前的 30 个日历内曾买卖或交易过本文所提述的股票, 或在本文发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明:

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际 (控股) 有限公司 (「建银国际控股」) 和中国建设银行股份有限公司 (「建行」) 全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得, 但建银国际证券有限公司, 其关联公司及/或附属公司 (统称「建银国际证券」) 不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。当中的意见及预测为我们于本文日的判断, 并可更改, 而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告, 但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版, 大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的, 且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保, 或认为该等预测、预期或估值, 或基本假设将实现。投资涉及风险, 过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见, 因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途, 在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性 (或相关投资) 做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失 (不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的) 概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素, 并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动; (ii) 过去表现不反应未来业绩; (iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的 (至少 12 个月), 且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下, 未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧; (iv) 未来回报不受保证, 且本金可能受到损失; 以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是, 本文仅覆盖此处特定的证券或公司, 且不会延伸至此外的衍生工具, 该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响, 且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险, 并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确, 而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上, 建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核, 且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责, 亦不作任何陈述或保证 (不论明示或默示)。除非特别声明, 本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行, 且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值, 且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释, 且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外, 禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断, 并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问, 应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源 (如有) 的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的, 且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任, 且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前, 用户须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比, 建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致, 但建银国际证券有防止选择性披露的程序, 并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有潜在的利益冲突的程序, 亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是, 收件人亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来, 包括投行业务或直接投资业务, 或不时自行及/或代表其客户持有该等证券 (或在任何相关的投资中) 的权益 (和/或迟后增加或处置)。因此, 投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突, 而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外, 本文所载信息可能与建银国际证券关联人士, 或中国建设银行的其它成员, 或建银国际控股集团发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块, 仅为建银国际的机构和专业客户所提供, 本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文, 您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前, 您应确认建银国际证券根据有关法例和条例向您提供有关投资的研究资料, 且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士, 但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士 (根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法 (修订)》的定义), 如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易, 则此类交易仅限转交, 且仅应通过建银国际海外 (美国) 公司进行。除非根据适用法律, 本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大, 及中国境内的公众人士 (就本文而言, 不包括香港、澳门及台湾)。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士, 建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径, 如电子邮件分发, 那该途径并非保证安全或无误, 因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、

迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发: 本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2024。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097