

中国宏观周报

沪港通如何影响资本流动？

过去几周，尤其在8月中旬深港通宣布获批之后，沪港通南向资金明显增加。同时，9月中国外汇储备降幅扩大，资本流出有所加剧¹。沪港通南向资金会消耗外储或使人民币承压吗？如果会，机制如何？

虽然沪港通对投资者来说是一个“闭环”，但本质上仍是跨市场资本流动的通道。根据设计，投资者投入沪港通的资金将被锁定在证券市场，不能用于其他目的。卖出证券所得资金不能留存对方市场，而须回到其原始账户。投资者只能通过本地交易所和结算所参与对方市场，由中国证券登记结算有限责任公司（即中证登）和香港中央结算有限公司作为彼此的特别结算参与方，各自代表其本地投资者对跨境交易进行结算。

因此，虽由结算所处理，沪港通资金流动依然会涉及货币汇兑。投资者用本地货币通过沪港通投资对方市场，而中证登和香港中央结算公司负责换汇与资金划拨。与此安排不同的是，在QDII/QFII机制下，QDII/QFII机构需自行完成资金兑换。此外，沪港通的一个重要安排是：所有人民币与港币间的兑换业务在香港离岸市场进行。因此，南向投资的结算需要中证登在香港市场卖出人民币并买入港币，这理论上会使离岸人民币汇率承压。在套利活动和（或）预期趋同的影响下，离岸人民币贬值将拖累在岸人民币汇率。如果央行想抵消这一汇率影响，就必须卖出外汇来支持人民币。从这个角度看，沪港通南向资金与传统的资本流出并没什么差别——同样会导致汇率贬值或外储下降，或兼而有之。

在实践中，沪港通南向资金对人民币汇率或外汇储备的影响相对有限：

- ▶ **相对中国外储和离岸人民币交易量，南向资金规模不算大。**9月，沪港通南向资金流出507亿元（约合76亿美元），是该机制推出以来的单月最高（图表1），相当于当月中国外储降幅的40.4%（图表2）。但自沪港通推出以来，人民币向港币净流出累计1,500亿元（约合223亿美元），今年以来累计1,251亿元（约合186亿美元），均未达到中国外储的1%（图表3）。国际清算银行的调查数据显示，2016年4月离岸人民币即期、远期、期货和期权合计日均交易量达5,001亿元。南向资金额外带来的日均32亿元人民币（9月均值）对离岸人民币汇率的影响相对较小。
- ▶ **单向资金流出不会一直持续。**沪港通下资本净流出受制于港股的估值，尤其是AH价差的变化。近期港股反弹，两地上市股票价差已经有所收窄。而且港股是市场化发行体制，主要由机构投资者定价；股价如果过高会面临各种市场机制的制约。此外，南向资金过去似乎随人民币贬值预期增加而增加——或是对后者的一个反应（图表4）。虽然美元走强可能会使人民币承压，但我们认为，中国应该而且也会避免人民币在4季度及明年出现大幅贬值。更重要地，占香港市场很大部分的中国相关股票并非对冲人民币汇率风险的有效工具。简之，市场力量会在某一时点逆转单向的资金流动。

此外，现在的南向资金意味着未来的人民币需求。在沪港通的闭环机制下，卖出港股所得资金须重新换回人民币。内地投资者在境内市场的平均持股期仅为100天左右（今年至9月底）。从这点看，沪港通资金对人民币汇率或中国外储的影响是暂时的。

总之，沪港通资金流出值得关注，但我们认为其外汇影响基本可控。

联系人

余向荣

SAC 执证编号: S0080115020007
SFC CE Ref: BFA907
xiangrong.yu@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

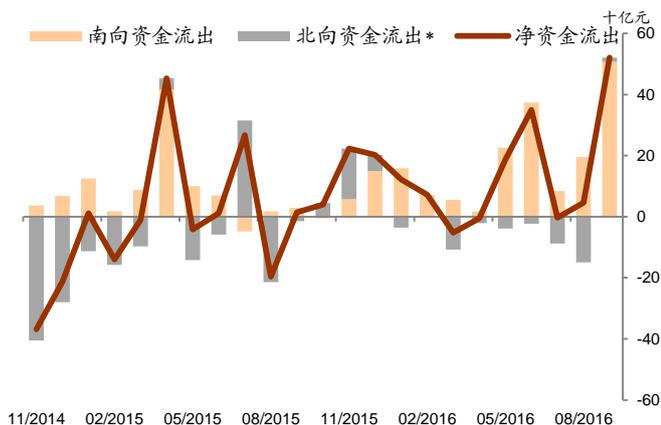
近期研究报告

- 宏观经济 | 低基数与食品价格带动 CPI 回升, PPI 转正 (2016.10.14)
- 宏观经济 | 出口增速大幅下滑, 短期因素有一定干扰 (2016.10.13)
- 宏观经济 | 9月 FOMC 会议纪要: 加息临近, 谨防冲击 (2016.10.13)
- 宏观经济 | 地产降温对宏观经济影响几何? (2016.10.11)
- 宏观经济 | 2016年10月3日~9日: 调控政策推出, 地产成交应声而落 (2016.10.11)
- 宏观经济 | 中国对外贸易结构新变化 (2016.10.10)

¹ 请参见我们2016年10月7日发布的中国央行观察《外汇储备降幅扩大》。

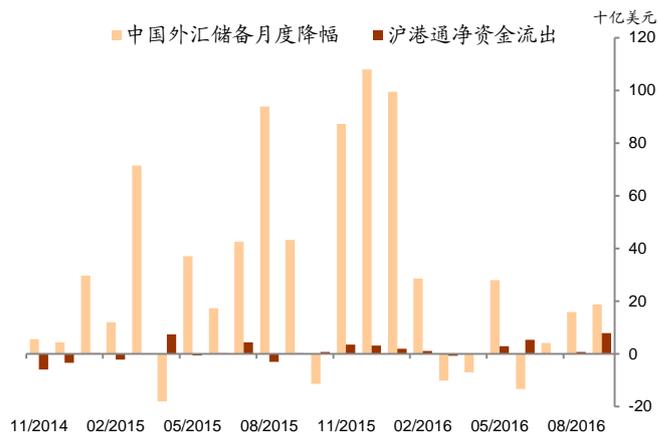


图表 1: 9月沪港通南向资金流出达到507亿元的新高



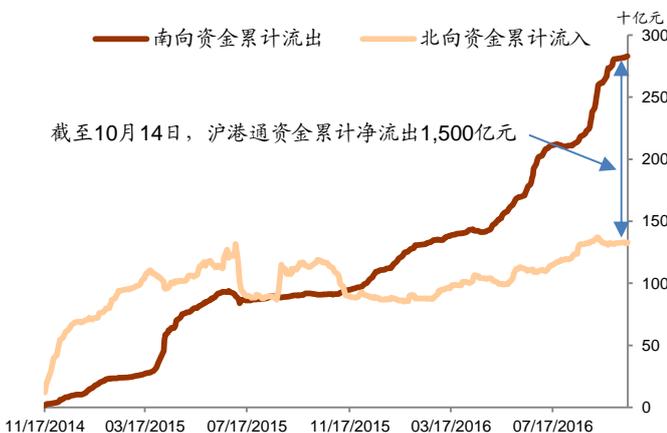
注: *北向资金净流入时为负, 北向资金净流出时为正。
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 2: 9月沪港通净资金流出相当于外储降幅的40.4%



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 3: 相对中国外储规模, 沪港通累计流出规模不算大



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 4: 沪港通南向资金随人民币贬值预期增加而增加



注: *采用离岸人民币12个月远期贴水率来衡量。
资料来源: 彭博资讯, 万得资讯, 中金公司研究部



图表5：主要宏观经济指标及预测

			月度										年度			
			2015/11	2015/12	2016/1	2016/2	2016/3	2016/4	2016/5	2016/6	2016/7	2016/8	2016/9	2015	2016E	2017E
经济增长																
GDP	当期	亿元	-	192,251	-	-	160,710	-	-	179,927	-	-	-	685,506	-	-
GDP	同比	%	-	6.8	-	-	6.7	-	-	6.7	-	-	-	6.9	6.7	6.7
GDP	季调环比	%	-	1.5	-	-	1.2	-	-	1.8	-	-	-	-	-	-
名义GDP																
名义GDP	同比	%	-	6.1	-	-	7.1	-	-	7.3	-	-	-	6.4	8.1	8.2
GDP平减指数	同比	%	-	-0.6	-	-	0.4	-	-	0.6	-	-	-0.5	1.3	1.4	
经济增长贡献																
最终消费支出	累计	百分点	-	4.1	-	-	5.7	-	-	4.9	-	-	-	4.1	-	-
资本形成总额	累计	百分点	-	2.9	-	-	2.4	-	-	2.5	-	-	-	2.9	-	-
货物和服务净出口	累计	百分点	-	-0.1	-	-	-1.4	-	-	-0.7	-	-	-	-0.1	-	-
通货膨胀																
CPI	同比	%	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.3	1.9	1.4	1.9	1.8
食品CPI	同比	%	2.3	2.7	4.1	7.3	7.6	7.4	5.9	4.6	3.3	1.3	3.2	2.3	-	-
非食品CPI	同比	%	1.1	1.1	1.2	1.0	1.0	1.1	1.2	1.4	1.4	1.6	1.0	-	-	-
PPI	同比	%	-5.9	-5.9	-5.3	-4.9	-4.3	-3.4	-2.8	-2.6	-1.7	-0.8	0.1	-5.2	-2.2	1.2
PMI																
PMI	指数	%	49.6	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4	50.4	-	-	-
汇丰PMI	指数	%	48.6	48.2	48.4	48.0	49.7	49.4	49.2	48.6	50.6	50.0	50.1	-	-	-
工业																
工业增加值	同比	%	6.2	5.9	-	5.4	6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3	6.1	6.1	6.0	6.0
工业增加值	季调环比	%	0.59	0.46	0.45	0.43	0.64	0.45	0.46	0.50	0.52	0.53	-	-	-	-
工业企业利润																
利润总额	累计同比	%	-1.9	-2.3	-	4.8	7.4	6.5	6.4	6.2	6.9	8.4	-2.3	-	-	-
零售																
社会消费品零售	同比	%	11.2	11.1	-	10.2	10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6	10.7	10.7	10.7	10.5
社会消费品零售	季调环比	%	0.90	0.81	0.84	0.77	0.82	0.85	0.81	0.91	0.79	0.83	-	-	-	-
投资																
固定资产投资	累计同比	%	10.2	10.0	-	10.2	10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1	10.0	11.3	11.8	
制造业	累计同比	%	8.4	8.1	-	7.5	6.4	6.0	4.6	3.3	3.0	2.8	8.1	-	-	
基础设施	累计同比	%	18.0	17.3	-	15.7	19.2	19.7	19.8	20.3	18.7	18.3	17.3	-	-	
房地产开发投资	累计同比	%	1.3	1.0	-	3.0	6.2	7.2	7.0	6.1	5.3	5.4	1.0	-	-	
固定资产投资	季调环比	%	0.91	0.92	0.81	0.71	0.65	0.60	0.62	0.52	0.50	0.58	-	-	-	
房地产																
商品房销售额	累计同比	%	15.6	14.4	-	43.6	54.1	55.9	50.7	42.1	39.8	38.7	14.4	-	-	
商品房销售面积	累计同比	%	7.4	6.5	-	28.2	33.1	36.5	33.2	27.9	26.4	25.5	6.5	-	-	
新开工面积	累计同比	%	-14.7	-14.0	-	13.7	19.2	21.4	18.3	14.9	13.7	12.2	-14.0	-	-	
施工面积	累计同比	%	1.8	1.3	-	5.9	5.8	5.8	5.6	5.0	4.8	4.6	1.3	-	-	
对外贸易和投资																
出口	同比	%	-7.1	-1.6	-11.4	-25.3	11.5	-1.8	-4.1	-4.9	-5.4	-2.8	-10.0	-2.9	-3.8	1.8
进口	同比	%	-9.0	-7.4	-19.0	-13.8	-7.6	-10.9	-0.4	-8.4	-12.5	1.5	-1.9	-14.2	-5.4	3.2
贸易盈余	当期	亿美元	540	596	597	300	267	424	469	471	500	520	420	5,930	5,988	5,873
FDI	当期	亿美元	89	173	120	179	102	200	134	153	139	153	1,263	-	-	-
国际收支																
经常账户差额	当期	亿美元	-	919	-	-	393	-	-	641	-	-	2,932	-	-	-
比GDP	%												2.8	-	-	-
资本和金融账户差额	当期	亿美元	-	-1,659	-	-	-1,234	-	-	-488	-	-	-5,041	-	-	-
外汇储备余额	期末	亿美元	34,383	33,304	32,309	32,023	32,126	32,197	31,917	32,052	32,011	31,852	31,664	33,304	-	-
	增量	亿美元	-872	-1,079	-995	-286	103	71	-279	134	-41	-159	-188	-5,127	-	-
财政																
财政收入	同比	%	11.4	14.2	-	6.5	7.7	15.0	7.7	1.9	3.7	2.3	8.4	-	-	-
财政支出	同比	%	25.9	0.8	-	12.2	20.3	4.6	17.8	20.3	0.3	10.5	15.8	-	-	-
财政收支差额	金额	亿元	-4,982	-13,263	-	6,215	-5,277	2,414	0	-7,003	2,002	-4,293	-23,551	-22,000	-	-
货币信贷																
M2	同比	%	13.7	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2	11.4	13.3	13.0	13.0	
M1	同比	%	15.7	15.2	18.6	17.4	22.1	22.9	23.7	24.6	25.4	25.3	15.2	-	-	-
M0	同比	%	3.2	4.9	15.1	-4.8	4.4	6.0	6.3	7.2	7.2	7.4	4.9	-	-	-
新增存款	增量	亿元	14,300	-370	20,400	8,467	25,200	8,323	18,300	24,600	5,071	17,800	149,700	-	-	-
新增贷款	增量	亿元	7,089	5,978	25,100	7,266	13,700	5,556	9,855	13,800	4,636	9,487	117,200	139,000	151,000	
社会融资总量	增量	亿元	10,255	18,114	34,758	8,312	23,931	7,809	6,770	16,479	4,791	14,697	154,086	-	-	
新增财政存款	增量	亿元	2,845	-14,582	5,119	-1,690	-1,739	9,318	1,619	-3,295	4,882	-1,809	-914	-	-	
央行外汇资产	增量	亿元	-3,158	-7,082	-6,445	-2,279	-1,448	-544	-537	-977	-1,905	-1,919	-22,144	-	-	
利率和准备金率																
1年期存款利率	期末	%	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
1年期贷款利率	期末	%	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
法定存款准备金率	期末	%	17.5	17.5	17.5	17.5	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.5	16.5	-	-
汇率																
人民币汇率中间价	期末	元/美元	6.40	6.49	6.55	6.55	6.46	6.46	6.58	6.63	6.65	6.69	6.68	6.49	-	-
人民币即期汇率	期末	元/美元	6.40	6.49	6.58	6.55	6.47	6.49	6.58	6.64	6.65	6.68	6.67	6.49	6.68	-
名义有效汇率	当期	2010=100	127.3	125.9	124.9	123.9	123.0	121.3	121.1	119.5	117.9	117.1	-	-	-	-
实际有效汇率	当期	2010=100	131.0	130.3	129.8	130.8	128.6	126.2	125.1	123.0	121.8	120.9	-	-	-	-

资料来源：国家统计局，海关总署，中国人民银行，外汇管理局，财政部，商务部，Markit，CEIC，万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

