QE3效应发酵 热钱涌港觊觎内地

□本报记者 黄莹颖

美联储推出第三轮量化宽松政策（QE3）一个月后，全球流动性空前充裕的后续效应正在发酵，被市场关注已久的热钱走向终于露出端倪。香港金管局连续四次出手，向市场注资140余亿港元以稳定港元汇价，显示热钱正加速流入香港市场。

热钱的流入也改变了市场机构对于资产价格的判断，昨日恒指盘中突破21800点，创今年以来新高。最近九个交易日港股已是九根阳线，恒指涨幅达到4%。昨日记者连续拨通近十个香港金融行业人士的电话，这些电话要么无人接听，要么接通后表示正忙着开会。有香港金融机构人士对此表示，近日工作量已明显加大，开会的频率也在增加，都在加速研究应对热钱涌入的投资策略。

未来港元需求或继续加大

美联储9月中推出QE3，当时市场就揣测，将会激起新一轮的热钱流动。不过由于没有明确的信号，谁也不敢断定热钱是否会大规模流入香港。

此次金管局的四度出手，则最终给了市场一个明确的信号。海通国际策略师黄薰辉指出，“QE3之后市场一直在揣测热钱的走向，但一直找不到线索。香港金管局这次出手，实际上可以看作热钱流入的明确信号。”

瑞信集团近日发布的研究报告表示，目前内地经济已逐渐稳定，外来资金会持续流入香港，这会进一步加剧资金流动性过剩的情况。投资者为作长期保值以进行对冲，将带动物业需求上升。

对此，香港金管局副总裁余伟文表示，港元需求持续是基于美国早前宣布推出QE3，欧债危机纾缓等因素。目前由于外围市场稳定下来，吸引资金流入亚洲的货币、债券及资产市场。余伟文还透露，未来港元的需求仍可能继续加大，而金管局将继续按照联系汇率机制买美元沽港元，向市场注资，维持香港货币稳定。不过对于在时间上却难以判断，余伟文表示，难以估计港元需求强势持续多久，因为资本市场的变化大，若外围市况有任何变动，都会影响资金流向。

热钱流入香港，对内地影响也不可忽视。由于资本管控，海外热钱一直把香港当作进入内地的桥头堡。随着内地经济见底迹象明显，国际热钱进入内地冲动持续增加。近期，人民币持续升值正是这一冲动的最好体现。而人民银行公布的数据显示，截至9月末，中国金融机构外汇占款总计人民币25.771万亿元，比8月份的外汇占款增加人民币1,306.8亿元，结束了此前两个月外汇占款减少的局面。

广东社科院教授黎友焕则指出，当前的资本流入主要还是，境外资金在美国QE3及其宽松思路的影响下，预期人民币上涨。但人民币升值主要还是决定于以下几个因素：一是美国宽松的力度和对外输出美元的力度有多大；二是人民币升值的幅度和空间有多大；三是中国经济和市场的未来机会；四是国际环境，包括地区局势的变化。

香港科技大学经济学教授雷鼎鸣表示，这些迅速流入的海外资金，目前尚难判断规模，但是跟以往却有明显的区别，以往市场最怕热钱快速流走，但这次却视为投资资产的有利时机。

金管局四次出手维稳港元

涌动的热钱开始冲击港元，10月20日，港汇兑美元走强至7.75的兑换保证水平，这迫使香港金管局出手，斥资46.73亿港元买入美元。

还有海外对冲基金在隔岸喊话，看多港元。据彭博社消息，美国对冲基金经理阿克曼（William Ackman）近日高调唱多港元，表示会继续押注港元，预期港元将会升值三成。他的言论推高港元2年期远汇至10个月新高7.7404元，相对于现货价格高出约0.1%。

不过，从近日市场的走向来看，香港金管局10月20日的动作对市场的影响并不显著，美元兑港元22日仍在7.75的强方兑换保证水平徘徊。23日，美元兑港元更是两度探至7.7493的低位。23日下午，香港金管局两度出手，一天之内先后动用39.14亿港元、27.12亿港元买入美元以稳定港元汇价。这也使得本周四香港银行体系户口结余升至1599.4亿港元。

周三香港金管局第四次出手，再度向市场注入30.62亿港元，买入等值美元。至此，金管局已自上周末以来，第四度向市场注入资金以稳定港元汇价，四次总注资金额为143.61亿元，同时也使得今日香港银行体系结余由原先的1533亿港元增加至1630亿港元。

值得注意的是，在资金流入香港银行体系之后，港元拆息也明显走低。昨日，港元隔夜息报0.06%，一周及两周拆息各报0.10%及0.14%；一个月及两个月拆息报0.23%及0.30%，三个月报0.35%，一年拆息报0.85%。

财经事务及库务局局长陈家强昨日也表示，金管局入市是按机制自动操作，并非以打击热钱为目的，香港资产价格上升主要因低息环境带动，从目前香港银行体系结余水平而言，流入的资金规模较以往为少。

地产股市齐升

受金管局干预港汇等一系列消息提振，昨日港股一度创今年以来新高，突破21800点。恒指全日升66点，涨幅0.3%，报收21763点，成交量大幅上升，全日主板成交金额达到686亿元，比上一交易日增加34.4%。最近九个交易日港股已刷出九根阳线，恒指累计上涨844点，涨幅达到4%。

其中港元资产股备受追捧，昨日港股恒指地产分类指数大幅上升2%，其中香港本地地产股长江实业、恒基地产等均创一年新高。海通国际策略师黄薰辉判断，目前香港金管局的动作已经使得港股加速向上，未来代表港元资产的地产、股市都会明显向好。

香港金管局副总裁余伟文昨日表示，香港资产价格的上升，包括股市的向好涉及多方面因素：一方面是近期港元需求强势，而另一方面则是之前市场风险上升，不少投资者持美元长仓；而最近则发生了变化，这些投资者出现了平仓活动，使得港元需求增加。

操盘手李扬对此评论，目前美股已到高位，大幅杀跌，海外资金寻找价值洼地。“现在港股市盈率不到10倍，成份股派息能占到盈利的40%多，估值低，派息高。而近期发行的港股ETF规模虽然小，但带动作用大。”

新华社图片

2005年以来美元兑港币汇率和恒生指数的走势图

■ 记者观察

联汇制变革时机尚不成熟

□本报记者 黄莹颖

为了加强汇率的调节功能，2005年香港金管局推出了优化联系汇率制度。过去几年，优化后的联系汇率制度一直行之有效。不过目前的经济环境与当年已有了巨大变化，现在香港与内地之间的融合程度与当年不可同日而语，分析人士认为，香港联系汇率制度需要重新审视，以适应形势，但就此变革，时机尚不成熟。

对于联系汇率制度的运作，前香港金管局前总裁任志刚曾有过一番解释：在汇率达到强方（1美元兑7.75港元）及弱方（1美元兑7.85港元）兑换保证汇率的水平时，金管局会与于金管局设有港元结算户口的持牌银行进行美元与港元的兑换交易，金额不限。

历史上，自2005年5月推出优化措施以来，香港金管局一共在兑换范围内有过四次触发强方，尚未有触发弱方情况：

2005年5月底，大量资金涌入香港股市，香港银行体系资金结余曾一度超过260亿港元，使得港元汇率一度面临相当大的压力，香港金管局被迫入市。

2007年10月，热钱再度涌入，美元兑港元汇率数度击穿7.75水平，香港金管局在9天之内7次入市。

2008年热钱再次来袭，当年底，香港金管局向市场注入港元。不过一直到2009年，由于港汇多次触及7.75红线，香港金管局又数次入市。据估算2009年流入香港的热钱估算达6400亿元。最近的一次则是在本月发生。

在这个制度框架之下，金管局的任何举措只能算是被动操作。在这两个汇率水平进行的任何兑换交易都是由银行而非金管局主动提出的。当汇率处于强方及弱方兑换保证汇率之间，即兑换范围之内时，若金管局认为货币环境需要采取行动，金管局会采取主动买美元沽港元或沽美元买港元。

过去多年，优化后的联系汇率制度一直行之有效。香港科技大学教授雷鼎鸣举例说，97、98年间亚洲金融危机时期，流出的资金只有区区几十亿港元，但是利息却曾一度飙升，造成了极大的困难。而优化后，热钱存放于金管局账户中的“银行体系结余”，从2008年8月的47亿迅速增长至2009年11月的高峰3180亿，正是在这样的制度下，其时香港未重蹈1997年的困境。

雷鼎鸣表示，外资流入虽会导致港元增发，从而带来通胀，但香港金管局仍然可以发行外汇基金票据及债券，向市场借钱，减少钞票的流通量。从2008年8月至2010年8月，金管局用此方法吸回5342亿元，占流入七千多亿资金的绝大部分。

过往多年香港的汇率制度多次适时改变。从1935年改变“银本位”至“与英镑挂钩”，再到1972－1974年间的短暂与美元挂钩，然后变为“自由浮动”，最近的一次变动则是1983年施行联系汇率制度。此外，还包括1998年推出的七项巩固货币发行局制度的技术性措施，2005年推出的三项优化联系汇率制度运作的措施。这些汇率制度的改革，有得有失，但适时改变确实在各个阶段促进了香港的繁荣发展。

从联系汇率制度推行的经济环境看，与当年已有了巨大变化。现在香港与内地之间的融合程度与当年不可同日而语。事实上，香港金管局前总裁任志刚，在6月发表《香港货币体制的未来》一文中提出，香港联系汇率制度必须检讨，以适应形势。他的理由是，美国大肆量化宽松及人民币持续升值，使香港在联系汇率机制下，饱受超低息与热钱涌入促成的资产泡沫和通胀风险。

而香港科技大学教授雷鼎鸣在接受中国证券报记者采访时则不断强调，制度确实要变，但是时机还没有成熟。”雷鼎鸣给出的理由是，联系汇率制度是同美元挂钩的，但是现在香港与内地经济联系非常紧密，比如在贸易一项，内地是对美国的数倍之多。而海外机构也把港元当作是人民币的替身。

目前对联系汇率制度的意见有两种：一种是与人民币直接挂钩，另一种是一揽子货币，但是这也似乎很难行得通。雷鼎鸣举例说，这两种意见都有一个悖论，如果海外炒家涌入，沽空港元的时候，香港怎么办，按照目前香港人民币存量看远远难以满足需求，不到8000亿的存量怎么去满足几万亿的需求。而如果将来人民币可以自由兑换后，这一难题可以迎刃而解。

港股连涨九日 恒指创14个月新高

□胜利证券市场研究部主管 王冲

尽管周二美国股市大幅收跌，但港股周三却逆势上涨，这和以前弱势的表现大不相同。昨日港股盘中反复走高，恒指突破年内高点，上涨0.3%至21763点，连续第9个交易日收高，创自去年8月以来14个月新高。市场的成交量明显放大。

全球投资者在迎来疲软财报的同时，也在为西班牙能否克服债务危机，以及全球经济增长前景等问题感到担心。由于美股进入三季报披露期，良莠不齐的业绩使得美股处于较大震荡之中，美元指数有继续反弹的趋势，相应的石油和黄金价格会进一步下挫。此前美国股市连续创下新高，和美国缓慢的经济复苏并不相匹配，而亚洲股市，尤其是中资股今年以来落后于全球股市，因此资本的逐利性导致了资金大规模流向亚洲市场，预计剩下的几个月里国企股的升幅将会跑赢香港本地股。

资金重回是动力

此外，周三公布的汇丰中国PMI预览指数表明经济复苏明显，由于二季度以来，中国政府在货币和财政上都下了较大努力，政策效果已经开始逐渐显现。

近期，多家大行和对冲基金不约而同唱好香港股市，并且众海外基金也开始建仓或者加仓港股。资金重回中国是市场未来的动力，与此同时金管局周三四度入市干预港汇升值，港汇也创出了新高，不过，从近日市场的走向来看，香港金管局的入市干预效果有限，美元兑港元仍在7.75的强方兑换保证水平徘徊。

目前看，自美联储第三轮量化宽松措施（QE3）推出后，全球市场资金活跃，随着9月内地宏观数据的披露，投资者对内地四季度经济企稳的预期强烈，人民币升值趋势也是一路高走，因此资金从风险已经较高的欧美股市流入亚洲，尤其是中资概念股，也就不足为奇了。其实很多资金，早在数月前便已经开始加仓港股了，其中主要布局在能源、能源开采服务、券商、保险以及具有核心竞争力的高端机械制造等行业，这也是近期港股中强周期股票升幅较大的原因。

关注盈利确定的行业

目前看，此轮进入的热钱来得较快，很多投资者尚未醒悟，市场便已经冲高许多，持仓较低的投资者不知该如何应对，在对经济仍旧担忧的情况下，不愿意急于追涨，导致成交量尚未真正放大。鉴于港股近期已经大幅攀升，预计未来短期内将会出现一定程度的调整，但是上升的趋势没有改变。

在热钱流入的情况下，投资者可以关注以下几类股票，首先还是水泥建材、机械、铁路设备等受到经济复苏驱动的股票，因为在此前内地发改委大量审批项目之后，国家层面对该类行业的支持力度大大加强，而这些基础工业也是经济复苏的主要驱动力，投资者可以在它们回调时分批进入。

另外一个值得关注的就是金融类个股，对于银行股，预计未来数月内政府难再降息，净息差减少的可能性减小，对银行业绩的负面效应也在减少，而且银行股估值最为便宜，也是中长线资金青睐的选择，且中资保险股目前估值合理。虽然保费收入仍处于谷底，但是保监会出台的多元化投资和股市的回暖最终会带动保险股的反弹。另外，就是中长期转型下确定性高的主题如大消费、医药、环保、科技等，其中非必需品消费目前处于底部，估值低于必须消费品，可以少量建仓，而医药行业的盈利最为确定。尽管目前成交量依然没有持续放量，但相信信心和成交量的恢复都需要一个过程。

欧美利空不断或加速热钱入港

□香港汇丰环球资本市场 陈其志

欧美市场上利空因素汇集，热钱纷纷流向新兴市场，人民币近期的快速升值显示人民币资产再度受捧，而香港市场成为资金进出的必经之地，充裕的流动性给港股带来支撑。

欧洲局势不乐观

近来欧美局势并没有想像中乐观，欧盟峰会之后，虽然就欧洲银行业联盟的组建问题达成统一，但关于欧债危机只字不提的态度却令市场难以接受。美国方面亦难乐观，大选之前，市场对QE3措施的质疑声此起彼伏，而且部分企业的财报业绩也不甚理想。

国际评级机构穆迪最近下调了西班牙五个地区的评级之后，该国借贷成本上涨。与此同时，西班牙正承受着要求其寻求主权救助的压力。此外，数据显示法国制造业景气指数跌至逾两年来最低水准，引发市场担心欧元区第二大经济体的状况。欧盟峰会上没有对欧债危机的解决或者说欧洲经济的刺激政策作出对策，难免会让投资者对欧元区的经济状况产生担忧。虽然欧洲银行业联盟能够联合起来抗衡危机蔓延，但最终的落实还是需要时间。

目前来看，西班牙在今年无法达到此前预定的财政赤字控制目标或已是定局，而此前各国际评级机构不断下调该国地方政府的评级，则使得该国的财政状况变得更加风雨飘摇，或许该国的经济与财政状况已经进入了恶性循环当中，如何才能解脱还是需要欧盟以及欧洲央行的继续努力。

热钱涌向新兴市场

自美联储9月宣布第三轮量化宽松计划以来，经济数据渐见改善，但失业率仍处在7.8%高位，使美联储仍有继续实施相关刺激政策的理由。但是从另一方面来看，美联储在作出推行QE3的决定之后，短期仍有可能会继续观察经济形势的变化，而接近大选，政策面上有保持相对稳定的需要，继续做出大动作的可能性有限。

美股在连续高位长时间盘整后，近来出现连续的下跌状态，欧洲局势的恶化可能促升市场上的避险情绪升温，而最近人民币升值迅速，美元的吸引力大不如前，热钱纷纷从欧美市场涌向中国等新兴市场，造成美股市场上的流动性逐渐缺乏。另一方面，最近上市公司的财报结果大多数都不太尽如人意，更是促成资金外流的因素。

香港市场最近受到资金持续流入的支持，整体的表现相对较为强势。因中国经济增长前景逐渐乐观，金融市场投资价值更是具有强大的吸引力，欧美投资机构随即改变投资组合，不断增加亚太区投资比重，带动资金流入。

港股市场一方面得到热钱持续涌入带来的流动性支撑，另一方面则受惠于内地政策宽松的乐观憧憬，近段时间的走势明显较强。但投资者也应谨慎看待市场的强劲表现，毕竟外围市场不确定因素仍有可能会对中国经济或香港市场形成影响。

外部资金流向生变

新兴市场货币走势分化

□中信银行资金资本市场部 胡明

7月以来，随着市场对欧洲央行及美联储宽松货币政策出台预期渐浓且逐步兑现，金融市场风险情绪开始释放，新兴经济体货币对美元出现了广泛上扬。其中，墨西哥比索、俄罗斯卢布、马来西亚林吉特以及土耳其里拉最大涨幅分别为13.3%、11%、5.6%以及5.5%。

很明显，新兴经济体货币币值的波动主要是受到外部资金流向变化的影响。金融危机以来，发达国家资金流向新兴经济体的速度，明显受到发达国家去杠杆化进程以及央行刺激规模变化的影响。资金流向的频繁转变，导致新兴市场货币币值不再像金融危机前那样持续强劲。不过，阶段性去杠杆压力减缓以及央行刺激政策出台，还是能抬升新兴市场货币币值。此时无论是发达国家投资者还是发达经济体的银行业，都会加大对新兴经济体资金的流入。

近期美国和欧洲流动性供给增加，全球金融环境逐步改善，新兴经济体资金流出状况明显改善，这刺激了新兴市场股票和债券的需求，新兴经济体货币也呈现出了逆转走升态势。一方面，虽然欧洲央行的直接货币交易计划（OMT）仍未能触发，但是该计划已经极大的消除了欧洲债务危机的短期尾部风险，一定程度上降低了欧元区去杠杆的压力。欧洲银行业为提高资本充足率，而削减其对新兴经济体借贷的行为也在减缓。另一方面，美联储的第三轮量化宽松（QE3）政策的推出，增加了全球金融市场的信心和流动性，资金逐利性逐步显现，高收益的新兴市场资产得到青睐。

不过，此轮宽松政策对新兴经济体能带来多大的影响，这种流动性改善导致的币值升值能否持续还存在着疑问。首先，相较于前两次QE政策，QE3还是较为温和，美联储并没有明确时限和购买总量，这显示出美联储更加注重政策与经济形势的匹配度，意图仍是稳定市场预期，延续前期宽松政策。其次，欧洲债务危机的不确定性仍存，欧洲金融机构去杠杆进程还未完成，欧洲银行业对新兴经济体的批发融资的大趋势仍将是缩减。最后，汇率升值导致部分新兴经济体为了应对国内经济疲弱，保持竞争力，而开始干预外汇市场。

当然，评估新兴经济体货币，经济基本面也是不能忽视的重要因素。相对于发达经济体，新兴经济体仍拥有良好的基本面因素，包括经济增长速度和利率都高于发达经济体。此外，即使去年外汇储备增速放缓，但是其强劲的资产负债表还是使其保持着较低的违约风险。目前新兴经济体外汇储备相当于其外债的85%，仍处于历史高位。基本面的相对良好还是决定了在大的方向上，新兴市场货币相较于美元更具吸引力。

总体而言，那些拥有经常账户盈余以及更加依赖于日本和美国银行融资的亚洲国家货币仍最为看好。而那些过度依赖外部融资或者外部投资，拥有巨额经常账户赤字的国家货币下行风险仍存，像巴西雷亚尔、土耳其里拉等。此外，拥有经常账户赤字，以及大量需求欧洲银行融资的欧洲新兴经济体货币则最不被看好，例如，捷克克朗、匈牙利福林、波兰兹罗提等。拥有经常账户盈余，以及更加依赖于日本和美国银行融资的亚洲国家货币最为看好。但是，拥有经常账户赤字以及大量需求欧洲银行融资的欧洲新兴经济体货币则仍存风险。更为看好的是那些经济基本面更为强劲，央行无需干预升值的币种，譬如，俄罗斯卢布以及墨西哥比索。而对于巴西雷亚尔这种国家融资压力较大的币种相对弱一些。