

港币暴跌，何去何从？

——港币贬值影响专题

宏观深度

要点

- ◆ 港币兑美元汇率一跌再跌，触及 7.85 弱方兑换保证，创 33 年新低。一周左右的时间香港金管局 13 度入市。市场担心亚洲金融危机期间的港元保卫战重演，还有人猜测港府或被迫放弃实行了 30 多年的联系汇率制度。港币暴跌原因何在？未来如何演变？对香港楼市影响多大？是否会危及香港的银行体系？
- ◆ 作为一个高度开放的小型经济体，联系汇率制适合香港，运行 35 年来历经考验，具有较强的适应能力。其实香港于 1980 年代之前尝试过不同的汇率制度，但都效果不佳。而自 1983 年以来，联系汇率制经受了一系列严重的冲击，如 1987 年的全球股灾、1997 年的亚洲金融危机和 2008 年的全球金融危机等。香港联系汇率制能够长久成功运行，原因在于香港一直执行稳健的宏观经济政策和审慎的财政政策，经济结构比较灵活，金融制度稳健，官方储备充足，而中国中央政府的有效支持也很有帮助。
- ◆ 本轮港币暴跌，源于美元与港元的利差而非经济基本面，是联系汇率制正常运作的体现。香港 2017 年 GDP 增长达 3.8%，消费需求尤为强劲，主要来源于就业市场的改善、以及资产价格上升所带动的财富效应。港币贬值的直接原因在于美元和港币利差扩大。美国 6 次加息，但港币市场利率升幅不大，3 月期 LIBOR-HIBOR 利差已由 16 年的 0 扩大至 100bp，套利者抛港币买美元，背后是香港银行体系流动性过于充裕。金融危机后，美欧日几轮 QE，资金大量涌入香港，香港的外汇储备和基础货币自美国首轮 QE 后分别上升了 184% 和 376%，而港股牛市，内地和海外资金流入香港也增加了流动性。港币利率正常化期间，港元或许仍然比较弱，但这个过程不一定是线性，中间或许会有波动。
- ◆ 对香港可能由于外汇储备不足而放弃联系汇率制度的担忧似乎是多余的。港元贬值会增加香港楼市的波动，但基准情形下对楼市和银行体系的影响可控。香港外汇储备在全球都处于高位，与 GDP 的比重高达 130%，相对而言，不仅高于主要经济体，也明显高于储备较高的小型经济体新加坡，完全有能力守住领先汇率制。香港购房适龄人口持续上升，引进移民和签证政策放宽，而供应受限，房价有韧性。利率上升会增加楼市的不确定性，但在利率不急剧上行的情况下，预计影响可控。自 2009 年 10 月起，香港金管局推出了八轮逆周期操作措施，防范银行体系的金融风险。总体来看，香港银行业表现稳健，资产质量优良，利率上升对香港银行体系的影响有限。

分析师

张文朗
021-22169109
zhangwenlang@ebcn.com
执业证书编号：S0930516100002

黄文静
010-56513039
huangwenjing@ebcn.com
执业证书编号：S0930516110004

近期港币压力山大，触及 7.85 弱方兑换保证，创 33 年新低。4 月 12 日以来，一周左右的时间香港金管局 13 度入市，共计买入 500 多亿港元。这导致市场担心亚洲金融危机期间的港元保卫战重演，更有人猜测港府会放弃实行了 30 多年的盯住美元的联系汇率制度。港币贬值原因何在？未来如何演变？对处于高位的香港楼市影响多大？香港会放弃联系汇率制吗？

联系汇率制的来龙去脉

首先要说的是，港币触及弱方保证，金管局出手正是联系汇率制度的安排，不足为奇。要理解这一点，先简单回顾下香港联系汇率制的来龙去脉。实际上，自 1935 年港府因全球白银危机而放弃银元本位制后，香港曾尝试过多种不同的汇率制度。先是实行了近 40 年与英镑挂钩制度。而后在布雷顿森林体系瓦解后，由于英镑改为自由浮动后大幅波动，1972 年香港改以港元与美元挂钩。直至 1974 年，由于美元弱势，港元又改为自由浮动。浮动汇率实施初始两年风平浪静，但随后便被证明是短命的，香港经济进入动荡期，经济增长和通胀经历大涨大跌，港元一度大幅贬值 40%，而触发点则是 1982 年撒切尔夫人与邓小平对话后，港币汇率动荡，为稳定汇价，香港政府于 1983 年 10 月推出以 7.80 港元兑 1 美元的联系汇率制。（表 1）。

表 1：香港汇率制度变化

日期	汇率制度	参考汇率
1863-1935 年	银本位	银元为法定货币
1935-1972 年	与英镑挂钩	1935-1967 年：1 英镑兑 16 港元 1967-1972 年：1 英镑兑 14.55 港元
1972-1974 年	与美元挂钩	1972-1973 年：1 美元兑 5.65 港元，干预上下限为核心汇率 $\pm 2.25\%$ 1973-1974 年：1 美元兑 5.085 港元
1974-1983 年	自由浮动	
1983 年至今	与美元挂钩的联系汇率制	1 美元兑 7.80 港元 1998 年 9 月设定弱方兑换保证，银行可用固定汇率 7.75 港元与金管局交换 1 美元(但不能用美元交换港元)；另设贴现窗机制 2005 年 5 月推出强方兑换保证 7.75，同时将弱方兑换保证下移至 7.85

资料来源：香港金管局

香港的联系汇率制(Linked Exchange Rate System)本质是一种与美元挂钩的“货币局”制度(currency board)，汇率制度与货币制度合二为一。货币局制度特征是 1) 本币与锚货币挂钩，且完全可兑换；2) 本币发行量与外汇储备量对应¹；3) 货币局没有独立的货币政策，不能控制货币发行量，这是货币局与中央银行最明显的区别。

亚洲金融危机后，金管局进行了一系列改革，提高了联系汇率制抵御外来冲击的能力。具有里程碑意义的是 1998 年的“七项技术性措施”和 2005 年

¹ 1983 年联系汇率制度建立之后，外汇基金成为港元的实质性发行机构，由金管局管理，而法定发钞银行（汇丰、渣打、中银）则扮演外汇基金代理人的角色，发钞时，须按 7.80 港元兑 1 美元的汇率向金管局提交等值美元，并记入外汇基金的账目，以购买负债证明书，作为所发行纸币的支持。相反，回收港元纸币时，金管局会赎回负债证明书，银行则自外汇基金收回等值美元。

的“三项优化措施”。1998年亚洲金融危机后，香港金融市场承受了巨大的投机压力，银行同业拆借利率飙升，市场上广泛流传人民币将贬值及联系汇率不保的消息。金管局于1998年9月及时推出了巩固货币局制度的技术性措施，核心两项是（1）调整贴现窗机制²，补充了货币局制度中所没有的中央银行“最终贷款人”的职能，缓解了流动性短缺，避免利率大幅上升。（2）金管局承诺所有银行都可按7.75的汇价将港元兑换为美元，实际是一个单向的、弱方³兑换保证，以较高的港币兑换价格打击市场做空港元的势力。

2003年底到2005年期间，由于人民币升值预期、香港强劲复苏，大量资金涌入香港。与人民币汇改同步，2005年5月，金管局推出了美元兑港元7.85的弱方兑换保证，至此形成了围绕7.8的双向、对称的兑换保证区间。当港币贬值，有资金流出压力，港元兑美元汇率触及7.85时⁴，金管局承诺卖出美元、买进港元，港元流动性紧缩，利率上升，港币升值。反之当港币升值，市场汇率触及7.75强方保证时，金管局承诺卖出港元、买入美元，增加港币流动性，利率下行，港币回落。而在兑换保证区间内，金管局通常无需入市，市场汇率自行调节。

1983年联系汇率制度建立之后，外汇基金成为港元的实质性发行机构，由金管局管理，而法定发钞银行（汇丰、渣打、中银）则扮演外汇基金代理人的角色。发钞时，三家银行须按7.80港元兑1美元的汇率向金管局提交等值美元，并记入外汇基金的账目，以购买负债证明书，作为所发行纸币的支持。相反，回收港元纸币时，金管局会赎回负债证明书，银行则自外汇基金收回等值美元。

在联系汇率制度下，货币基础的任何变动都必须有外汇储备按固定汇率计算的相应变动完全配合。香港的货币基础由4部分组成：1）负债证明书，用以支持发钞银行发行的纸币；2）特区政府发行的流通纸币及硬币；3）总结余，即银行在金管局开设的结算户口结余总额；4）外汇基金票据及债券，是由金管局代表特区政府发行。

总的来说，联系汇率制适合香港的经济体制。实行联系汇率制的经济体一般是小型经济体，对外开放度高，有“小政府”，其锚货币发行国应是主要的贸易伙伴。而香港作为一个高度外向型的小型经济体，2017年对外贸易占其GDP的比重在370%。而作为全球重要的转口港和金融中心，除了少数专业从事外汇交易的人，大多贸易商和投资者对货币风险相当敏感，希望汇率预期明确稳定。港元与美元保持固定汇率，达到了稳定币值、吸引投资者、促进香港商业活动的目的。

²贴现窗指银行向金管局卖出证券，以借出金管局隔夜港元的机制，过程中双方协定将由银行按照协定价格及日期回购该证券。

³所谓弱方兑换保证，是指金管局承诺在此价格上卖出美元，收回港元，往往对应港币的贬值预期。而与后来7.85的弱方兑换保证不同，此处7.75的较强港元汇价，是为了打击做空港元的势力，使其做空套利受损。

⁴香港实际上存在两种汇率，一种是固定的发钞行与外汇基金之间的发行汇率，另一种是自由浮动的市场汇率。这是由于联系汇率制规定的1美元兑7.8港元的固定汇率只适用于发钞行与外汇基金之间的发钞准备规定，以及发钞行与非发钞行之间港元与美元交易。在香港外汇市场上的港元与美元的交易并不受此约束，交易汇价由市场的供求力量决定，而且一般不等于7.8，加上商业银行获取利润的本质，由此形成了一个汇率与利率自动调节的机制。

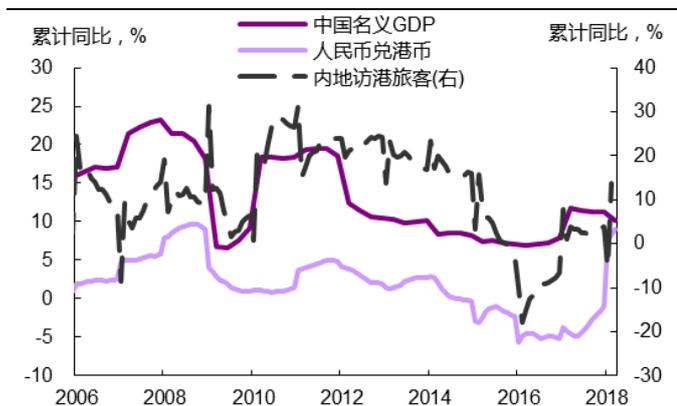
香港联系汇率制运行 35 年来历经考验，具有较强的适应能力。自 1983 年建立以来，香港联系汇率制经受了一系列严重的冲击，如 1987 年的全球股灾、1997 年的亚洲金融危机和 2008 年的全球金融危机等。香港联系汇率制能够长久有效运行，原因在于香港一直执行稳健的宏观经济政策和审慎的财政政策；经济结构灵活高效，金融制度稳健，应对外来冲击可以迅速做出调整；香港庞大的官方储备为稳定汇市提供了保证。同时中国中央政府的有效支持也有很大帮助。

港币暴跌，源于利差而非经济基本面

香港 2017 年实际 GDP 增长达 3.8%，消费需求尤为强劲，主要来源于就业市场的改善（失业率下降到 3% 以下），资产价格上升所带动的财富效应。同时，内地经济转暖，人民币升值，赴港旅客增加（图 1）。2016 年中国内地地产刺激使得居民财富大幅增长，而供给侧改革与环保推升生产价格，2017 年内地名义 GDP 同比增速大幅回升至 11%，加上去年来人民币兑港币汇率升值了 12%，赴港旅客大幅增加，带动香港零售收益回升（图 2）。香港 2017 年 CPI 通胀为 1.5%，近 3 个月年化环比升至 2.8%。

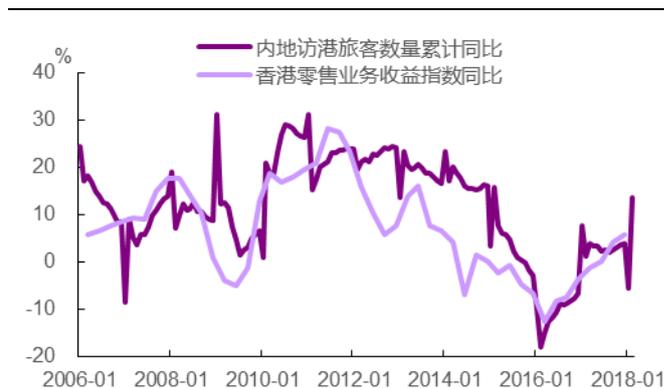
受益于持续的劳动市场改善带动消费增加，与新建房屋的投资开支增加，加上旅游业的复苏，预计 2018 年香港 GDP 继续表现不俗，通胀也温和可控。因此，港币近期贬值显然与基本面无关，那到底原因在哪？

图 1：内地经济转暖，人民币升值，赴港旅客增加



资料来源：Wind

图 2：内地访港旅客数量增加，零售业务增长



资料来源：Wind

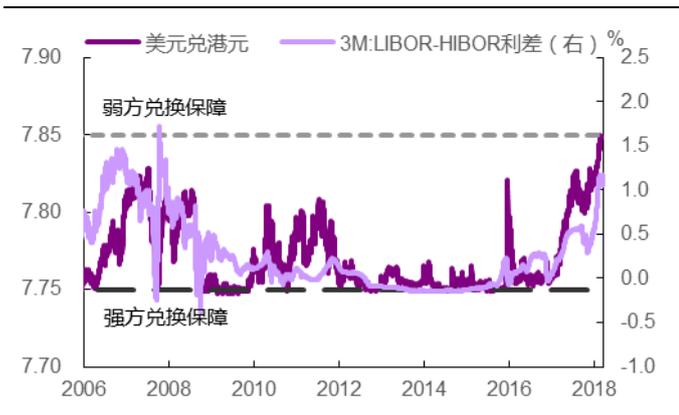
此轮港币贬值，直接原因在于美元和港币利差扩大（图 3-4）。2015 年以来，美国 6 次加息，联邦基金利率累计上调 1.5 个百分点至 1.75%；香港贴现窗利率随之上调 1.5 个百分点至 2%。但港币市场利率升幅不大，3 月期 LIBOR-HIBOR 利差已由 16 年的 0 扩大至 100bp，套利者抛港币买美元，造成港币贬值。为什么 HIBOR 升幅不够？

美国次贷危机后涌入的流动性深度沉淀（图 5-6）。金融危机后，美国零利率，三轮 QE，香港随之下调贴现窗基本利率，隔夜 HIBOR 一直在 0 左右。欧日等发达国家亦松货币，资金大量涌入香港，港币流动性深度沉淀。香港的外汇储备和基础货币自美国首轮 QE 后上升了 184% 和 376% 至 4400 亿美元和 1.7 万亿港币的历史高点。沪港通、深港通开通，加上港股牛市，内地和海外资金流入香港。沪港通、深港通开通以来累计资金净流入超 8300 亿港元。

香港资金流动性始终处于宽松状态，市场自发的套利（美元港币利差）和套汇（预期港币贬值）行为虽能带动 Hibor 上行，但力量有限，不足以消除港币与美元利差。在港的大量资金兑换为美元，导致港币贬值。而在触及弱方保证前，金管局不用出手买港元。而近期的港币贬值、触及弱方保证，正是香港利率环境正常化、消除过度流动性的必经之路，也是联系汇率的制度安排的结果。

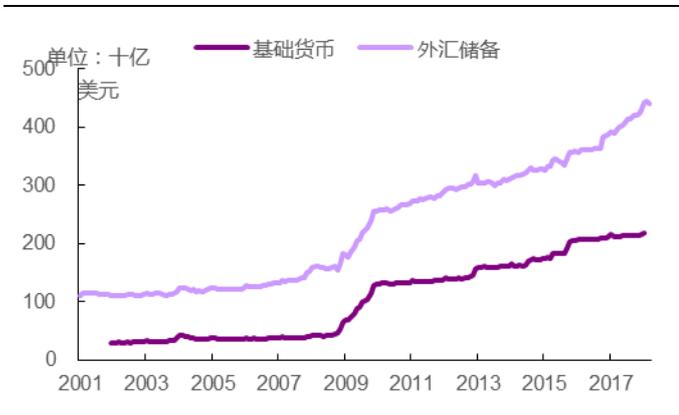
鉴于香港流动仍然很宽裕，再加上美国利率仍有上行动力，不排除未来一段时间，港元仍然比较弱，直至港元利率正常化。但这个过程也不一定是线性的，中间或许会有波动。

图 3：美国香港利差扩大，造成近期港币大幅贬值



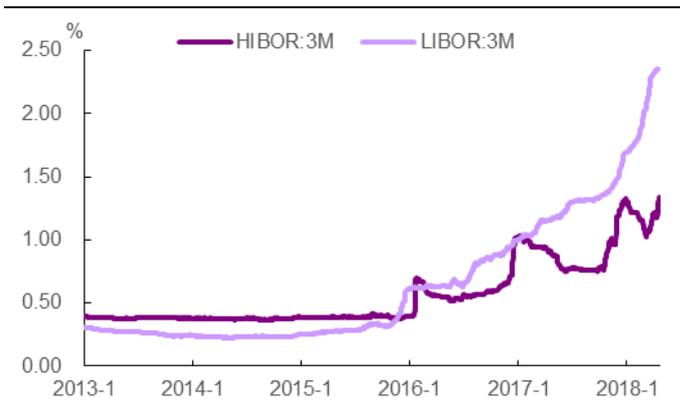
资料来源：Wind

图 5：香港基础货币仍处于高位



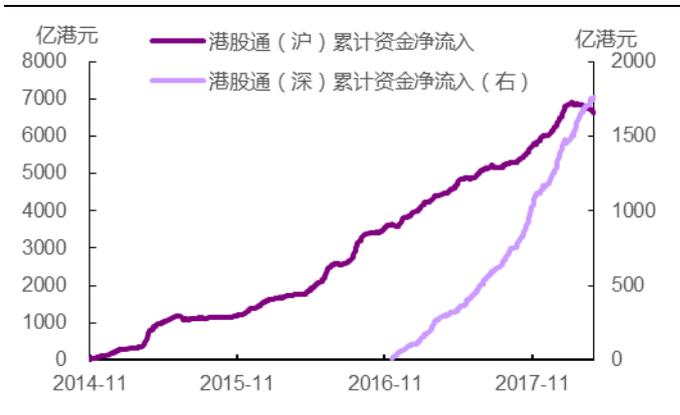
资料来源：Wind

图 4：Hibor 与 Libor 三个月利率



资料来源：Wind

图 6：沪港通、深港通开通，大量资金涌入香港股市



资料来源：Wind

香港能否守住联系汇率制度？

市场上对香港可能由于外汇储备不足而放弃联系汇率制度的担忧似乎是多余的。香港的外汇储备在全球都处于高位，2018 年 3 月有约 4400 亿美元，占 GDP 的比重高达 130%，不仅高于主要经济体，甚至明显高于储备高的小型经济体新加坡（83%）（图 7）。其外汇储备亦是流通中港币的 6.9 倍，是基础货币的 2 倍，广义货币 M3 的 25%。香港应该有能力捍卫联系汇率制。更应该关注流动性紧缩，港币利率上升，可能对香港房地产、银行等基本面的影响。

图 7：香港外汇储备在全球居于高位



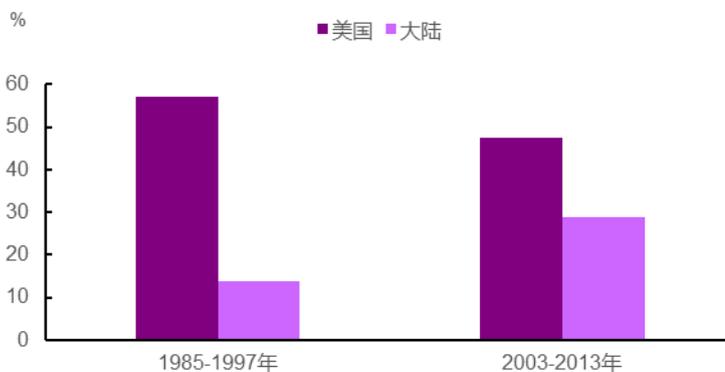
数据来源：CEIC 及香港金融管理局

HIBOR 利率对美元 LIBOR 利率的跟随效果不佳，也引发了市场讨论。香港是要继续盯住美元还是要改盯人民币呢，或者一篮子货币呢？由于人民币不能自由兑换，所以技术上不存在盯住人民币的条件。

再者，香港的经济周期可能受到美国的影响更大，所以盯住美元仍有其合理性。虽然香港与内地经济的联系越来越密切，但内地对香港经济的影响还赶不上美国。从贸易渠道来看，香港 50% 以上的出口到了内地，但这些出口中较大一部分是转口贸易，也就是说，这些商品从香港出口到内地以后，又从内地辗转出口到了其他地区，包括美国。换句话说，从最终需求来看，美国的重要性仍然高于内地。在旅游服务出口方面，内地的重要性远超过美国，但旅游服务出口本身对香港 GDP 的贡献很小。

从金融服务的需求来看，美国的重要性也远超过内地。比如，2012 年美国需求占 33%，而中国内地则不足 4%。从经济周期协同性的角度看，香港金管局的研究表明，1985-1997 年之间，香港产出波动的 57% 来源于美国，只有 14% 来源于内地（图 8）。2003-2013 年之间，美国的影响下降，但仍然解释了香港产出波动的 48%，远高于源自内地的影响（29%）。由于周期性波动的相似度是选择锚货币的关键，与美元挂钩的联系汇率制在可预见的未来仍然是合适的选择。

图 8：美国经济对香港周期性产出波动的影响更大



数据来源：金管局

利率上升如何影响香港楼市？

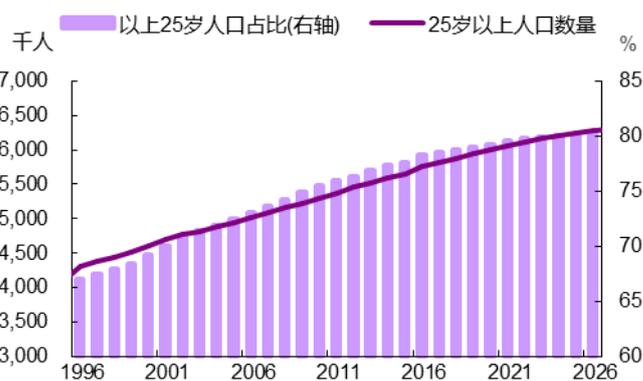
从需求方面来看，购房适龄人口持续上升，支持房地产刚需（图 9-10）。2017 年香港结婚登记 5 万对，比 2000 年低位上升了 65%。同时，香港 25 岁以上的购房刚需人口无论绝对数量还是相对占比都在逐年上升，而且预计未来十年仍将保持升势。

图 9：结婚登记数



资料来源：Wind，金管局

图 10：25 岁以上刚需人口增加

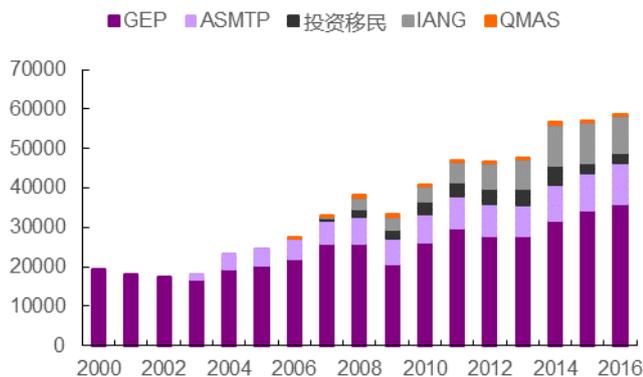


资料来源：Wind，金管局

香港移居外地的人数近年处于低位，也支撑房价。自 1990 年代以后，香港向海外迁出的人口大幅下降，过去数年都维持在历史低位，由 90 年代初的接近 7 万人/年降至 2010 年以来的年均不足 1 万人。由于流行的移民地加拿大、澳大利亚、新加坡、中国台湾等的移民政策收紧，未来移居外地的人数仍将保持低位。

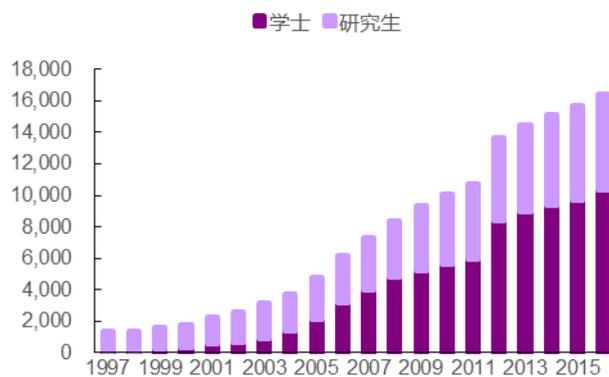
引进移民和签证政策放宽，同样支持房价（图 11-12）。香港特区政府发放的移民、工作和学生签证数量与房价高度相关，过去十多年这几类签证的审批大幅增加。签证的种类也由单一的一般就业政策（General Employment Policy, GEP）扩展至投资移民（Capital Investment Entrant Scheme, CIES）、内地人才输入计划（Admission Scheme for Mainland Talents and Professionals, ASMTP）、非本地生留港计划（Immigration Arrangements for Non-local Graduates, IANG）、优秀人才入境计划（Quality Migrant Admission Scheme, QMAS）等，吸引毕业生和优秀人才在港定居。2016 年香港特区政府发放的这五类就业、移民和人才引进签证达 5.9 万例，较 2000 年上升了 200%。同时，非本地全日制大学生入学人数也从 1997/98 学年的不到 2000 人增加到 2016/17 学年的 1.6 万人。在香港最著名的三大高校（香港大学、香港中文大学、香港科技大学）中，有 65% 的学生都非本地生源。

图 11：就业、移民和引才签证发放较 2000 年升 200%



资料来源：香港入境事务处

图 12：非本地学生人数增加



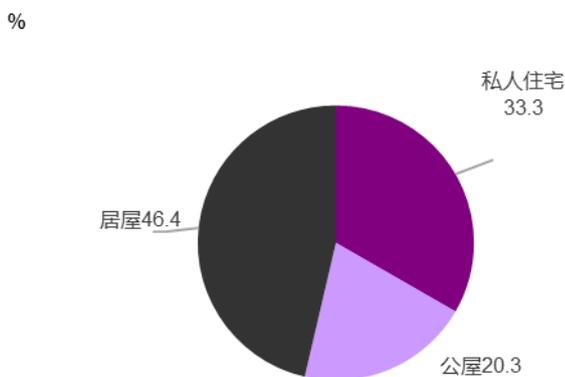
数据来源：University Grants Committee

从供应方面来看，香港房地产可供应土地较少。由于地理环境和历史政治的限制，从 2016 年数据看，香港可利用的城市土地仅有 27%，其中住宅用地仅有 7%，私人住宅用地只占 2% 左右。从全球来看，香港的人均居住面积很小，仅有 15 平方米左右，不仅低于美国（60 平）、英国（35 平）、德国（35 平）和中国内地（41 平），甚至低于人均土地面积相当的新加坡（30 平）。目前约 20% 的香港居民居住在公屋，46% 的人居住在居屋，33% 的人住在可交易的私人住宅，只有最后这部分住房处于市场交易状态（图 13）。

纵向对比，1997 年金融危机后，香港土地和住房供应大幅下滑，比如，2016 年土地供应量较 97 年下降了 50%，新增私人住宅量和商业地产面积较 90 年代末峰值下降了 59% 和 70%。（图 14）。横向来看，2017 年香港新增人均住宅供应面积只有北京和上海的 1/13 和 1/8。往前看，虽然香港特区政府一直强调将增加房屋的供给来对抗过高的房价，但过去 10 年，特区政府对下一年住宅完工量的预计平均高估逾 20%。

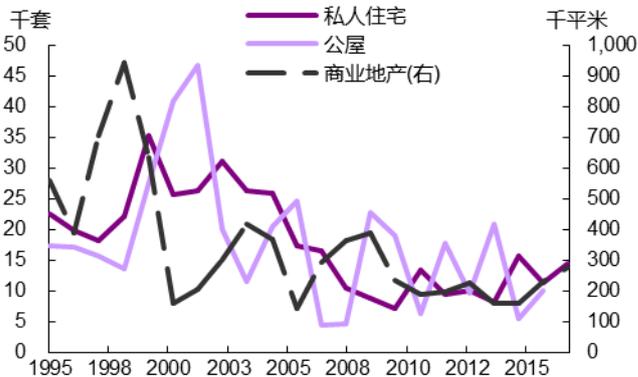
香港楼市节节攀升，目前房价已相当于 2009 年初的 3.1 倍，跟超宽松货币环境也有关系。按揭利率维持在历史低位，很长时间内低于 2%，目前也只是略高于 2%，房价收入比高达 16 年，已超过 1997 年的最高水平，而房价租金比也达到历史最高，甚至在全球都名列前茅，表明香港的楼市存在一定的泡沫风险。

图 13：香港存量住宅构成



资料来源：金管局

图 14：房地产新增完工量



资料来源：金管局

但投机需求不甚畅旺。自 2009 年 10 月起，金管局已陆续推出八轮逆周期的宏观审慎措施维护金融稳定，港府也通过提高交易印花税（双辣招、辛辣招）等措施抑制投机需求。反映投机性需求的摸货交易（Confirmor transaction）和短期转售交易占成交的比重由 1997 年 10% 和 25% 的峰值大幅下降。

在利率没有大幅上升的情况下，预计对楼市冲击不会太大，但增加楼市的波动。再者，香港特区政府一直强调将增加房屋的供给，虽然之前特区政府对房屋的预估量要高于实际供应量，但 2017 年实际供应量要好于特区政府预估量，私人住宅的供给有望提升。供应好转，叠加利率上升，会增加楼市的不确定性。

香港银行业稳健

市场担心香港利率上升、楼市加速调整，是否会冲击香港的银行体系，就房地产调整对银行的冲击来看，自 2009 年 10 月起，香港金管局推出了八轮逆周期操作措施，防范银行体系的金融风险（表 2）。总体来看，香港银行业表现稳健，资产质量优良。行业内的流动性状况依然良好，在《巴塞尔协定 III》框架下的平均流动性比率远高于最低监管要求。

表 2：香港金管局八轮逆周期操作措施

	目的	措施
2009 年 10 月	促进房屋市场健康平稳发展	对于价值高于 2000 万港元以上的物业，下调按揭贷款与估值比率至 60%。2000 万港元以下的，上述比率仍为 70%，但最高贷款上限为 1200 万港元
2010 年 8 月	维持银行体系稳定；确保严格的按揭批核标准	对于高于价值 1200 万港元的物业下调按揭比例上限至 60%；将按揭人的供款与入息比上限设为 50%，并对按揭人进行压力测试，如果按揭利率升幅不少于 2 个百分点，上述比率不得超过 60%。
2011 年 6 月	减轻银行压力；控制按揭和房价增长	对于高于价值 1000 万港元的物业下调按揭比率上限至 50%，价值 700 万-1000 万港元的物业下调上述比率至 60%，若还款来源非本地收入，则最高按揭比率最多再降 10%。维持前轮压力测试。
2011 年 11 月	降温住宅物业市场，防止房价飙升	价值 800 万-1200 万港元的物业，贷款与估值比率上限下调至 60%。1200 万港元以上，上述比率上限下调至 50%。非自住物业，贷款与估值比率上限下调至 50%。
2012 年 9 月	进一步加强银行对物业按揭业务的风险管理	所有新造按揭贷款年期上限为 30 年；对于拥有多个物业贷款的人士：下调供款与入息比上限至 40%，在压力测试下的上述比例为 50%；以资产水平申请按揭的，最高按揭比例下调至 30%；若还款来源非本地收入，最高按揭比例下调 20%。
2013 年 2 月	防止物业价格和经济基本因素脱节	银行执行更严格的利率压力测试；对新批住宅按揭贷款设立 15% 的风险加权比率下限
2015 年 2 月	保障银行和金融稳定	第二套房的供款与入息比率上限下调至 40%，压力测试下下调至 50%；非自用物业按揭贷款供款与入息比下调至 40%，压力测试下下调至 50%
2017 年 5 月	加强银行的风险管理，以及维护银行的体系稳定	按用内评法的银行，新造按揭风险权重下限由现在的 15% 上调至 25%；将涉及一个或以上现有按揭贷款的借款人及/或担保人的按揭成数上限下调 10%。；限制主要收入来自外地的贷款申请人，“供款与入息比率”上限下调 10%。
2019 年 1 月	提升银行对系统性风险的抵御能力	香港的逆周期缓冲资本比例将提高至 2.5%

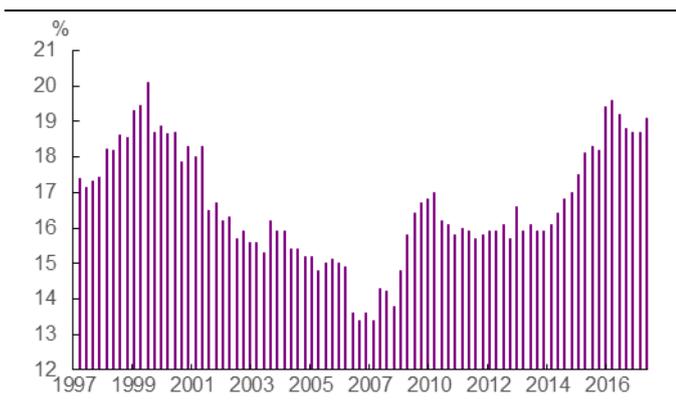
资料来源：金管局

香港银行业的资本金仍远高于国际最低要求。银行综合资本充足率由 2007 年 13.5% 的低位上升至 2017 年底的 19.1%（图 15）。《巴塞尔协定 III》的“流动性覆盖率”要求自 2015 年生效。2017 年 4 季度香港第一类和第二类机构的平均流动性覆盖比率为 155.1% 和 49.4%，远高于 2017 年 80% 和 25% 的最低监管要求，表明香港银行业流动性较好。2018 年 2 月，

所有机构的港元贷存比为 81%，以所有货币计算的贷存比为 74%（图 16），明显低于 1997 年的 120% 和 160% 的高点。

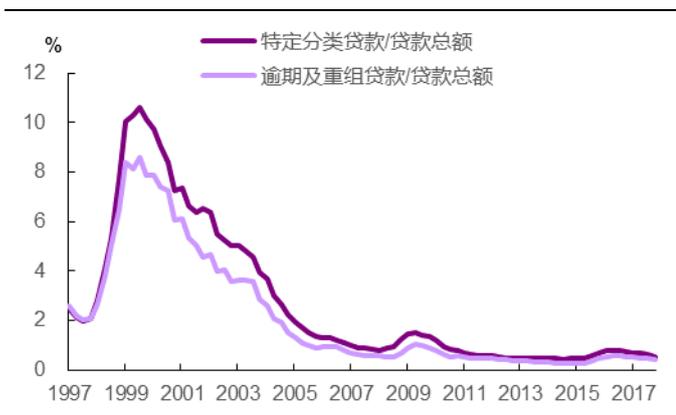
零售银行的资产质量远好于 1997 年（图 17-18）。2017 年底特定分类贷款的比率为 0.5%，而逾期及重组贷款的比率在 0.4%，均处于历史低位，同时，按揭贷款占总贷款的比重下降，拖欠率也在历史低位，表明零售银行的资产质量仍然保持健康。而随着宏观审慎措施的实施，按揭贷款的成数、数量和金额都在下降。所以目前利率上升对香港银行体系的影响有限。

图 15：资本充足率



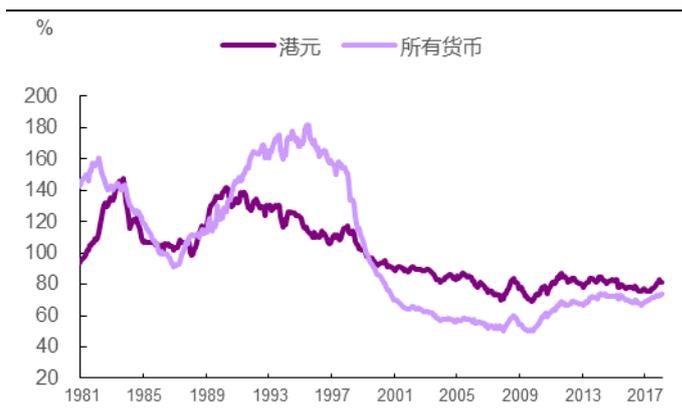
资料来源：CEIC

图 17：零售银行的资产质量



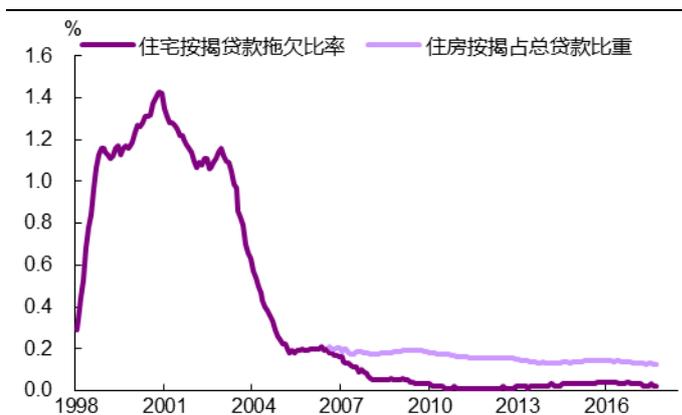
资料来源：Wind。“特定分类贷款”指列为“次级”、“呆滞”和“亏损”的贷款。

图 16：贷存比率



资料来源：CEIC

图 18：住房按揭比重和拖欠率下降



资料来源：金管局

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
王渊锋		0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
张靖雯		0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
牟俊宇		0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
陈婕		0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	私募业务部	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
赵纪青		021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
谭锦		021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
曲奇瑶		021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
王舒		021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
安聆娴		021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
戚德文		021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
吴冕			18682306302	wumian@ebscn.com	
吕程		021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
李经夏		021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com	
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com	