

研究報告

歡迎掃碼關注
工銀亞洲研究



工銀亞洲東南亞研究中心

李盧霞 黃斯佳

翟夢涵 周文敏

需要擔心香港銀行體系 總結餘下降嗎？

閱讀摘要

4月以來，受仍具韌性的就業和通脹數據、銀行業風波呈緩解態勢等影響，美聯儲5月加息預期回升，港匯持續弱勢波動，香港金管局分別於4日、11日、13日、15日入市承接港元沽盤共計208.55億港元，香港銀行體系總結餘於4月18日降至562.61億港元，對香港聯系匯率制度、銀行體系流動性的部分“憂慮”聲音再起。

梳理分析，我們看到，當前香港銀行體系總結餘位於歷史49分位上。實踐中以總結餘變動來衡量市場流動性充裕程度有失偏頗，將較而言，港元同業拆借利率（HIBOR）應是更準確的觀測變量，3月下旬以來1個月和3個月HIBOR穩中有降，表明市場流動性無虞。當前香港外匯儲備充足、外圍壓力漸緩，聯系匯率制度穩定運行的基礎依然堅實。

短期內，美聯儲仍有1次或以上加息空間，疊加預期、情緒等影響，港匯仍有弱勢波動壓力，香港銀行體系總結餘仍有一定回落可能。中長期看，美聯儲緊縮周期步入尾聲，內地經濟復蘇成效有望持續全面顯現，港交所IPO景氣回升帶動市場資金需求暢旺，港匯料跟隨人民幣趨勢性走強，香港銀行體系總結餘規模料將跟隨回升。

注：“工銀亞洲”是中國工商銀行（亞洲）有限公司的簡稱。

本報告的預測及建議只作為一般的市場評論，僅供參考，不構成任何投資建議。

本報告版權歸工銀亞洲東南亞研究中心所有，並保留一切法律權利。任何機構或個人未經授權，不得以任何形式修改、複制、刊登、引用或向其他人分發。

需要擔心香港銀行體系總結餘下降嗎？

一、香港銀行體系總結餘概述及其走勢分析

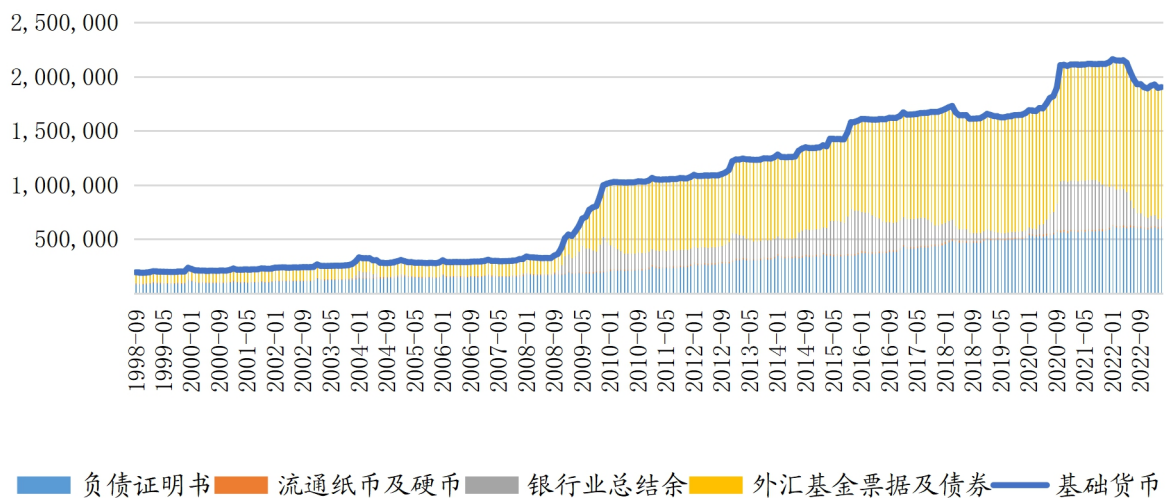
（一）聯系匯率制下，香港銀行體系總結餘和銀行體系流動性的關係

1. 香港銀行體系總結餘是什麼？

香港銀行體系總結餘，是指持牌銀行在香港金管局結算戶口的結餘總額，可用於結算銀行同業的收支及銀行與香港金管局之間的收支，是港元貨幣基礎的組成部分之一。負債證明書、政府發行的流通紙幣和硬幣、未償還的外匯基金票據及債券，是港元貨幣基礎的另外三個組成部分。

比較而言，銀行體系總結餘屬於港元貨幣基礎中波動最明顯的部分，但其規模在港元貨幣基礎中的占比不高。截至2023年3月末，香港貨幣基礎總額為19,035.6億港元，其中銀行體系總結餘占比僅為4%（見圖表1）。

圖表 1：1998 年 9 月-2023 年 3 月中 國香港基礎貨幣構成及變化情況（百萬港元）



數據來源：香港金管局、工銀亞洲東南亞研究中心

2. 聯系匯率制度維穩機制與香港銀行體系總結餘變動的關係？

聯系匯率制下，香港金管局履行維持匯率波動區間的承諾，直接體現為銀行體系總結餘的波動。經歷亞洲金融危機的動蕩之後，為鞏固貨幣發行局制度，減少市場投機操縱，緩和市場波動，香港金管局於 1998 年 9 月公布 7 項技術性措施，其中的一項即為金管局在港元轉弱至指定水平時，可以按固定匯率把港元兌換為美元。2003 年至 2005 年間，美元疲弱、人民幣升值、香港經濟強勁復蘇，大量資金流入香港，為加強利率調節措施，香港金管局於 2005 年推出三項優化聯系匯率制度的措施，即：將弱方兌換保證確定為 7.85，同時推出強方兌換保證 7.75，金管局可在兌換範圍內進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

根據上述規則，當港元短缺或港匯觸及強方兌換保證水平時，金管局從銀行“購買”美元，轉換後的港幣將計入持牌銀行的結算戶口，從而增加總結餘規模，並擴大貨幣基礎規模，即金管局“注資”，反之則稱為“抽資”。

此外，香港金管局亦可以通過調節外匯基金票據和債券的發行和贖回節奏，使得外匯基金票據和債券與總結餘之間相互轉化，以實現調節總結餘的目標，但基礎貨幣量不變。

3. 銀行體系總結餘是監測香港銀行體系流動性的理想指標嗎？

市場上有部分觀點將銀行體系總結餘當做香港銀行體

系流動性充裕與否的觀測指標，實際上有失偏頗。類比貨幣局制度和一般中央銀行制度，香港商業銀行總結餘賬戶本質上類似商業銀行在央行開立的備付金賬戶。

香港同業拆借市場是銀行體系最重要的港元流動性來源。港元同業市場有兩種基本的交易模式，一是同業資金存放，另一種是外匯掉期，兩者的交易量約為 1: 3，短期 1-3 個月拆借多以資金存放方式，3 個月以上的交易多為掉期。交易方式上除了可以存款機構之間直接協商進行交易外，經由貨幣經紀人撮合的交易則更為普遍。因此，相對於低頻、總量指標，實踐中，HIBOR 是較為理想的反映香港銀行體系流動性充裕程度的指標。

此外，香港金管局也提供靈活的貼現窗操作，滿足商業銀行流動性管理需求，但實踐中啟用頻率很低，操作規模也遠低於同業拆借市場，2022 年港元同業拆借市場日均成交量達到約 4,641 億港元。

（二）香港銀行體系總結餘變動的歷史回顧及現狀分析

相對於銀行之間業務結算對總結餘的影響，金管局維穩港匯操作對總結餘的影響更為明顯。聯系匯率制度下，香港基準利率（即貼現窗基本利率）直接掛鉤美國基準利率，美聯儲貨幣周期影響港匯與港元利率；另外，經濟景氣狀況、市場突發性事件亦會影響市場資金需求、風險情緒，影響港元資產需求，進而傳導至港匯與港元利率。回顧 1999 年至今總結餘的變動情況（見圖表 2）：

第一階段（1999-2007年，亞洲金融危機後美聯儲歷經兩輪緊縮周期，香港銀行業總結餘多數時間保持在低雙位數水平）：美聯儲經過了1999年6月—2000年5月、2004年6月-2006年6月兩輪加息，加息幅度分別為175BP、425BP。加息周期開啟前，香港銀行體系總結餘短暫上升，美聯儲加息落地後，金管局為平抑港匯波動開啟入市操作，總結餘水平開始回落。本階段內，2003年9月-2004年5月，受互聯網創新推動，市場投資情緒高漲，外資流入，除此之外的多數時間，銀行體系總結餘水平均維持在低雙位數水平波動，1999年8月一度降至2.24億港元，是歷史最低值。

第二階段（2008-2019年，全球金融危機爆發後各國央行實施超寬鬆貨幣政策，此後又轉向長期的貨幣緊縮，香港銀行體系總結餘大幅波動）：2008年全球金融危機爆發，各國開啟貨幣寬鬆，2007-2008年間美聯儲降息500BP，並開展三輪QE，大量流動性湧向香港市場，總結餘快速拉升，2009年11月時最高升至3,200億港元，金管局發行大量外匯基金票據及債券回籠大量資金，2010年6月-2014年6月總結餘水平維持在1,500億港元上下。2014年1月美聯儲啟動Taper，但2014年至2015年間，受港股牛市、資金流入影響，港匯多次觸發強方兌換保證，總結餘在2015年10月沖高至4,244億港元，同比大升77%；2015年末美聯儲正式開啟加息，2017年10月開啟縮表，港匯走弱，金管局入市承接港元沽盤，總結餘連續下臺階，於2019年6月後回落至

600 億港元以下。

第三階段（2020 年-2022 年，新冠疫情後美聯儲從超寬松到快加息，香港銀行體系總結餘規模創歷史新高後走跌）：2020 年 3 月後新冠疫情在全球爆發，中國率先控制疫情擴散，大量資金流入香港推升總結餘，**2021 年初創 4,617.7 億港元的歷史新高。**直至 2021 年 9 月美聯儲 Taper 開始醞釀，金管局前瞻性地開始大幅增發外匯基金票據及債券，11 月美聯儲 Taper 落地，2022 年 3 月開啟加息周期，5 月後加息步伐加碼，金管局自 2022 年 5 月 12 日起在港匯觸及弱方兌換保證時入市承接港元沽盤，2022 年全年共回籠資金 2420.8 億港元，總結餘跌至 962.5 億港元，較高點縮水 80%。

進入 2023 年後，市場對美聯儲加息的預期在控通脹和防風險之間反復權衡。美聯儲 3 月加息 25BP，美元指數向上突破 105，港匯階段性承壓，於 2 月中旬觸及弱方兌換保證水平，金管局兩度承接港元沽盤共 190.91 億港元，單日操作規模創本輪緊縮周期最大，銀行體系總結餘走跌，截至 3 月末為 770 億港元，較 2022 年末跌 20%。**4 月以來，**受美國勞動力市場緊張程度緩和、核心通脹仍具粘性、銀行業風波暫緩等影響，後續加息預期升溫，同期內地發布 3 月 PMI 及通脹數據不及預期，市場擔憂“通縮”風險，港匯承壓，金管局分別於 4 月 4 日、11 日、13 日、15 日入市承接港元共 208.65 億港元，**銀行體系總結餘跌至 562.61 億港元。**

圖表 2：1998 年至今中國香港銀行體系總結餘變化情況（百萬港元）



數據來源：香港金管局、工銀亞洲東南亞研究中心

注：統計截至 2023 年 4 月 18 日

二、香港銀行體系總結餘下降會影響聯系匯率制度穩定性嗎？

如前所述，香港銀行體系總結餘受金管局維系聯系匯率制度的操作影響。充足的外匯儲備、堅實的經濟基礎是香港聯系匯率制度穩健運行的根基。

（一）香港聯系匯率制度運作機理

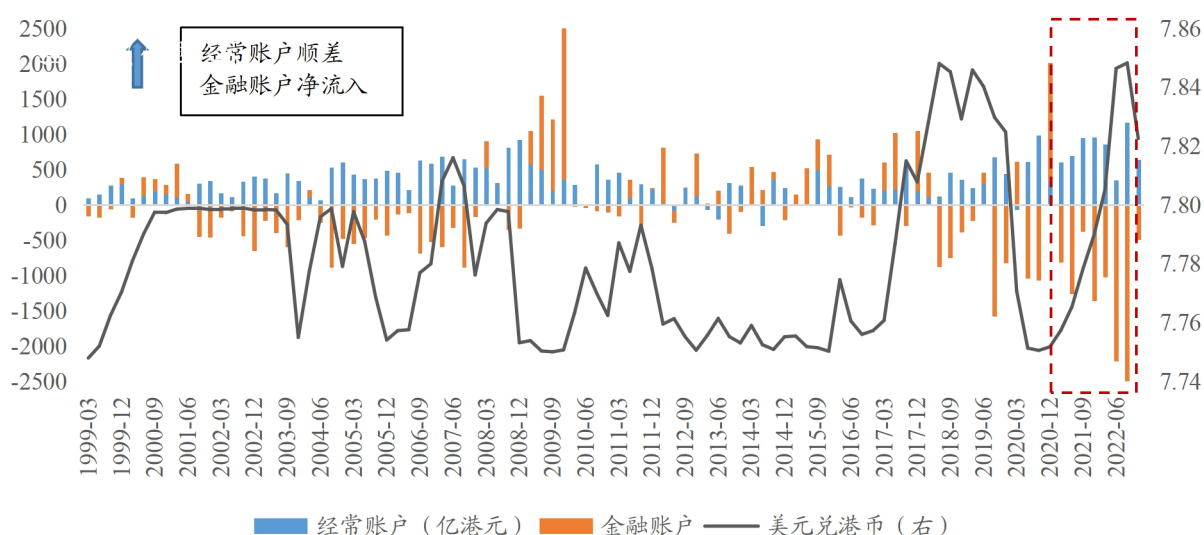
香港聯系匯率制度是一種典型的貨幣局制度，貨幣基礎（四個組成部分，見前文）的流量和存量均需得到 100% 美元儲備支持。也即，貨幣基礎的任何增減變動均需得到外匯儲備按固定匯率計算的支持，3 家發鈔行可按 1:7.8 的匯率以美元向金管局購買負債證明書，或相反地，以負債證明書按 7.8:1 的匯率退回等值美元。因此，外匯儲備是香港聯系匯率制度穩健運行的基礎。

外匯儲備的增減變動一方面來自國際收支差額的變動，

另一方面來自外匯基金的運作收益。香港作為外向型經濟體和國際金融中心，對外貿易及金融市場交投帶來的資金流動，是造成港匯波動的最基本因素。從回歸以來的情況看，香港經常賬戶鮮少逆差，資本與金融賬戶波動較大，外匯基金運作收益占外匯儲備比重較小，歷史收據顯示外匯基金運作收益良好。

觀察 2020 年以來的情況，除新冠疫情爆發的 2020 年第一季度外，香港維持經常賬戶盈餘，2022 年第三季度為 1,171 億港元，刷新歷史新高，同期資本和金融賬戶呈現淨流出態勢，儲備資產餘額回落。但 2022 年 10 月後，伴隨內地防疫措施全面優化，恒指趨勢性回暖，2022 年四季度香港資本和金融賬戶流出額明顯減小，儲備資產餘額亦止跌走升（見圖表 3）。

圖表 3：香港國際收支及儲備水平與港匯變動



數據來源：香港政府統計處、工銀亞洲東南亞研究中心

（二）當前聯系匯率制度穩健運行的基礎堅實

第一，貨幣基礎的支持比率仍高。聯系匯率制下，香港金管局指定外匯基金中具有高度流動性的優質美元資產作為支持資產（如美元現金和美國國庫券），並設定了 112.5% 和 105% 的支持比率上下限，金融危機爆發後 2009 年 10 月達到歷史最低 105.21%。最新 2023 年 2 月貨幣基礎的支持比率由 1 月底的 110.98% 升至 2 月底的 111.05%，處於歷史 70 分位數上方，亦高於 1998 年亞洲金融危機期間的 108.24%。

第二，香港外匯儲備充足。截至 2023 年 3 月，香港外匯儲備資產為 4,307 億美元，是基礎貨幣的 1.78 倍，也相當於港幣供應量 M3 的 41%，位於歷史的 84 分位數，足夠多的外匯儲備是港幣匯率穩定的重要保障。

第三，伴隨經濟及市場回暖，香港國際收支有望改善。經常賬戶方面，盡管環球貿易總體下行背景下、2023 年香港出口增長一定程度承壓，但內地與香港跨境物流持續恢復、RCEP 生效進一步密切區域經貿聯系，有望提振香港 2023 年轉口貿易表現。**資本和金融賬戶方面**，第二季度後美聯儲加息不確定性料逐步減小，內地經濟復蘇內生動能持續顯現，恒指趨勢轉強基礎料逐步夯實，新股儲備也有望為 IPO 活動跟隨回暖提供支持，國際資金流入有助於改善資本賬戶，充裕外匯儲備資產。截至 2022 年末，香港對外金融資產淨值達 13.75 萬億港元，相當於 GDP 的 4.9 倍、較 2022 年第三季度末的 4.6 倍上升，這一比值在主要經濟體中居高位。

第四，當前國家擁有全球最大規模的外匯儲備資產，為

支持聯系匯率制度穩健運行提供充足信心支持。截至 2023 年 3 月，中國外匯儲備資產達到 3.184 萬億美元，是亞洲金融危機 1997 年初 1086.8 億美元的 29.3 倍。

三、香港銀行體系總結餘變動，對香港銀行體系流動性影響大嗎？

（一）從貨幣基礎的角度來看，當前銀行體系總結餘水平處於歷史 49 分位數

截至 2023 年 4 月 18 日，香港銀行體系總結餘 562.61 億港元，位於歷史 49 分位數。同時，未償還的外匯基金票據及債券餘額為 12,107.2 億港元，占比 63.6%。金管局往往在預期港匯貶值時即通過發行外匯基金票據及債券前瞻性地回籠流動性，反之則可通過贖回外匯基金票據及債券補充銀行體系總結餘。

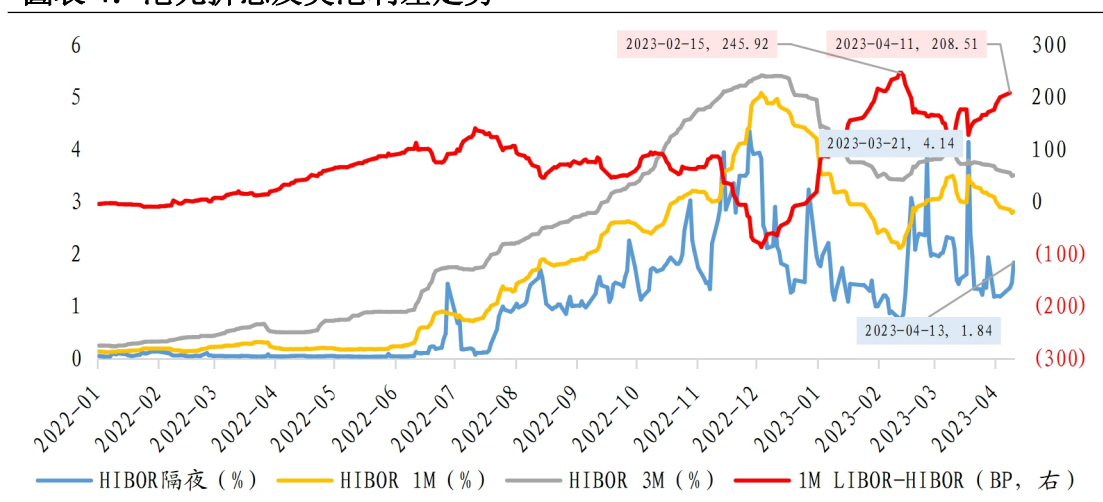
（二）從同業拆借市場利率反映的情況看，當前香港銀行體系流動性充裕

2023 年以來，內地與香港通關利好帶來資金流入、恆指趨勢性回暖、新股招股整體淡靜疊加影響下，港元短期拆息整體自 2022 年的高位回落。美聯儲 2 月加息前美債利率隨市場預期走高，美港利差時點性走擴、1 個月 LIBOR-HIBOR 利差一度升超 2008 年金融危機前 2.45% 的高點。近期歐美銀行流動性風波發酵、持續擾動美聯儲加息預期，美元利率和港元拆息短期均弱勢波動，而後隨著銀行業風波降溫、美聯

儲如期加息，美元利率和港元拆息再度走升；但受股市活動、季節性資金需求和外部市場波動影響，隔夜 HIBOR 於 3 月下旬時點性突破 4%，隨後大幅回調。

4 月，港匯弱勢波動下金管局三次入市、累計承接近 200 億港元，隔夜 HIBOR 於金管局入市操作後短暫跳升，而 1 個月及 3 個月拆息升幅不大。截至 4 月 18 日，隔夜、1 個月及 3 個月 HIBOR 分別報 1.6863%、2.8149% 及 3.5102%，較 3 月末仍分別跌 25.4BP、32.6BP 及 20BP，與同期美元 LIBOR 的利差仍在走擴（見圖表 4）。

圖表 4：港元拆息及美港利差走勢



數據來源：WIND、工銀亞洲東南亞研究中心

（三）未來一段時間港元利率、匯率走勢預判

短期看，美聯儲加息止步前，港元利率、匯率仍可能時點性承壓。外圍方面，截至 4 月 17 日，市場對美聯儲 5 月加息 25BP 的預期升溫，“Fed Watch”顯示的美聯儲 5 月會議加息 25BP 的概率上升至 84.2%，市場避險情緒仍較濃厚，6 月是否延續加息 25BP 仍需持續跟蹤後續數據及金融風險發酵情

況；本地方面，季結後港元需求較緩和。綜合來看，美聯儲加息未止步前，美國經濟數據、美聯儲政策表態、內地經濟數據等，仍可能引致市場情緒波動，從而令港元利率、匯率承壓。此外，作為離岸金融中心，非預期的地緣事件，也可能對港元利率、匯率帶來時點性沖擊。**中長期看，港匯料將跟隨人民幣趨勢性走強，港元利率趨勢性回落。**隨著後續美聯儲緊縮周期步入尾聲，加息不確定性減弱，港匯壓力逐漸趨弱；內地方面，經濟全面復蘇基礎逐步夯實，企業盈利回穩增強香港資本市場趨勢回暖動能；綜合看港元利率料將穩中有降，逐步趨勢性回落。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版權屬撰稿機構及/或作者
所有，不得轉載。**

**本文章發表的內容均為撰稿機構
及/或作者的意見及分析，並不代
表香港中資銀行業協會意見。**