

## 研究报告

欢迎扫码关注  
工银亚洲研究



工银亚洲东南亚研究中心

李卢霞 黄斯佳

翟梦涵 周文敏

## 需要担心香港银行体系 总结余下降吗？

### 阅读摘要

4月以来，受仍具韧性的就业和通胀数据、银行业风波呈缓释态势等影响，美联储5月加息预期回升，港汇持续弱势波动，香港金管局分别于4日、11日、13日、15日入市承接港元沽盘共计208.55亿港元，香港银行体系总结余于4月18日降至562.61亿港元，对香港联系汇率制度、银行体系流动性的部分“忧虑”声音再起。

梳理分析，我们看到，当前香港银行体系总结余位于历史49分位上。实践中以总结余变动来衡量市场流动性充裕程度有失偏颇，将较而言，港元同业拆借利率（HIBOR）应是更准确的观测变量，3月下旬以来1个月和3个月HIBOR稳中有降，表明市场流动性无虞。当前香港外汇储备充足、外围压力渐缓，联系汇率制度稳定运行的基础依然坚实。

短期内，美联储仍有1次或以上加息空间，叠加预期、情绪等影响，港汇仍有弱势波动压力，香港银行体系总结余仍有一定回落可能。中长期看，美联储紧缩周期步入尾声，内地经济复苏成效有望持续全面显现，港交所IPO景气回升带动市场资金需求畅旺，港汇料跟随人民币趋势性走强，香港银行体系总结余规模料将跟随回升。

注：“工银亚洲”是中国工商银行（亚洲）有限公司的简称。

本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归工银亚洲东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

# 需要担心香港银行体系总结余下降吗？

## 一、香港银行体系总结余概述及其走势分析

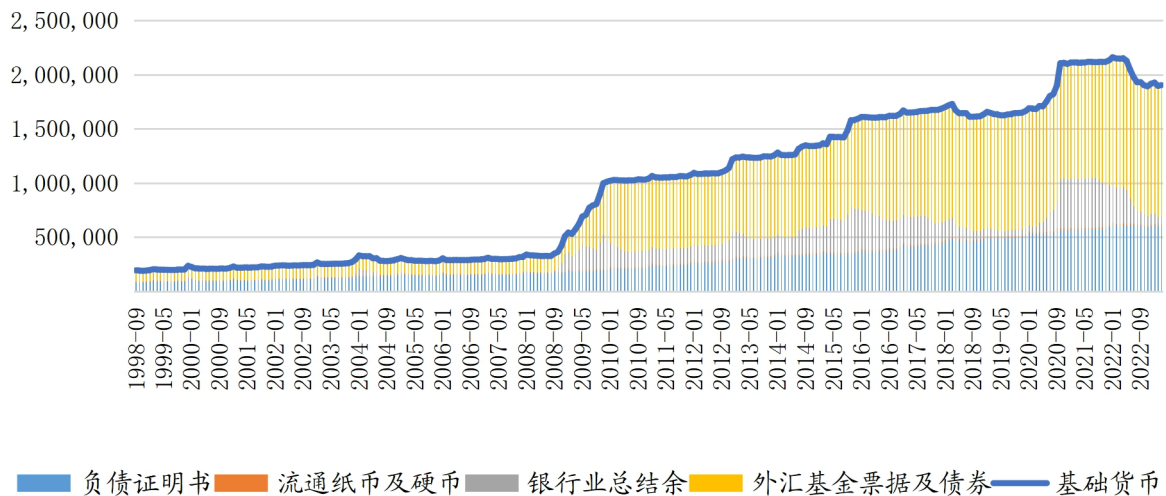
### （一）联系汇率制下，香港银行体系总结余和银行体系流动性的关系

#### 1. 香港银行体系总结余是什么？

香港银行体系总结余，是指持牌银行在香港金管局结算户口的结余总额，可用于结算银行同业的收支及银行与香港金管局之间的收支，是港元货币基础的组成部分之一。负债证明书、政府发行的流通纸币和硬币、未偿还的外汇基金票据及债券，是港元货币基础的另外三个组成部分。

比较而言，银行体系总结余属于港元货币基础中波动最明显的部分，但其规模在港元货币基础中的占比不高。截至2023年3月末，香港货币基础总额为19,035.6亿港元，其中银行体系总结余占比仅为4%（见图表1）。

图表 1：1998 年 9 月-2023 年 3 月中国香港基础货币构成及变化情况（百万港元）



数据来源：香港金管局、工银亚洲东南亚研究中心

## 2. 联系汇率制度维稳机制与香港银行体系总结余变动的关系？

联系汇率制下，香港金管局履行维持汇率波动区间的承诺，直接体现为银行体系总结余的波动。经历亚洲金融危机的动荡之后，为巩固货币发行局制度，减少市场投机操纵，缓和 market 波动，香港金管局于 1998 年 9 月公布 7 项技术性措施，其中的一项即为金管局在港元转弱至指定水平时，可以按固定汇率把港元兑换为美元。2003 年至 2005 年间，美元疲弱、人民币升值、香港经济强劲复苏，大量资金流入香港，为加强利率调节措施，香港金管局于 2005 年推出三项优化联系汇率制度的措施，即：将弱方兑换保证确定为 7.85，同时推出强方兑换保证 7.75，金管局可在兑换范围内进行符合货币发行局原则的市场操作。

根据上述规则，当港元短缺或港汇触及强方兑换保证水平时，金管局从银行“购买”美元，转换后的港币将计入持牌银行的结算户口，从而增加总结余规模，并扩大货币基础规模，即金管局“注资”，反之则称为“抽资”。

此外，香港金管局亦可以通过调节外汇基金票据和债券的发行和赎回节奏，使得外汇基金票据和债券与总结余之间相互转化，以实现调节总结余的目标，但基础货币量不变。

## 3. 银行体系总结余是监测香港银行体系流动性的理想指标吗？

市场上有部分观点将银行体系总结余当做香港银行体

系流动性充裕与否的观测指标，实际上有失偏颇。类比货币局制度和一般中央银行制度，香港商业银行总结余账户本质上类似商业银行在央行开立的备付金账户。

香港同业拆借市场是银行体系最重要的港元流动性来源。港元同业市场有两种基本的交易模式，一是同业资金存放，另一种是外汇掉期，两者的交易量约为 1: 3，短期 1-3 个月拆借多以资金存放方式，3 个月以上的交易多为掉期。交易方式上除了可以存款机构之间直接协商进行交易外，经由货币经纪人撮合的交易则更为普遍。因此，相对于低频、总量指标，实践中，HIBOR 是较为理想的反映香港银行体系流动性充裕程度的指标。

此外，香港金管局也提供灵活的贴现窗操作，满足商业银行流动性管理需求，但实践中启用频率很低，操作规模也远低于同业拆借市场，2022 年港元同业拆借市场日均成交量达到约 4,641 亿港元。

## （二）香港银行体系总结余变动的历史回顾及现状分析

相对于银行之间业务结算对总结余的影响，金管局维稳港汇操作对总结余的影响更为明显。联系汇率制度下，香港基准利率（即贴现窗基本利率）直接挂钩美国基准利率，美联储货币周期影响港汇与港元利率；另外，经济景气状况、市场突发性事件亦会影响市场资金需求、风险情绪，影响港元资产需求，进而传导至港汇与港元利率。回顾 1999 年至今总结余的变动情况（见图表 2）：

**第一阶段（1999-2007年，亚洲金融危机后美联储历经两轮紧缩周期，香港银行业总结余多数时间保持在低双位数水平）：**美联储经过了1999年6月—2000年5月、2004年6月-2006年6月两轮加息，加息幅度分别为175BP、425BP。加息周期开启前，香港银行体系总结余短暂上升，美联储加息落地后，金管局为平抑港汇波动开启入市操作，总结余水平开始回落。本阶段内，2003年9月-2004年5月，受互联网创新推动，市场投资情绪高涨，外资流入，除此之外的多数时间，银行体系总结余水平均维持在低双位数水平波动，1999年8月一度降至2.24亿港元，是历史最低值。

**第二阶段（2008-2019年，全球金融危机爆发后各国央行实施超宽松货币政策，此后又转向长期的货币紧缩，香港银行体系总结余大幅波动）：**2008年全球金融危机爆发，各国开启货币宽松，2007-2008年间美联储降息500BP，并开展三轮QE，大量流动性涌向香港市场，总结余快速拉升，2009年11月时最高升至3,200亿港元，金管局发行大量外汇基金票据及债券回笼大量资金，2010年6月-2014年6月总结余水平维持在1,500亿港元上下。2014年1月美联储启动Taper，但2014年至2015年间，受港股牛市、资金流入影响，港汇多次触发强方兑换保证，总结余在2015年10月冲高至4,244亿港元，同比大升77%；2015年末美联储正式开启加息，2017年10月开启缩表，港汇走弱，金管局入市承接港元沽盘，总结余连续下台阶，于2019年6月后回落至

600 亿港元以下。

**第三阶段（2020 年-2022 年，新冠疫情后美联储从超宽松到快加息，香港银行体系总结余规模创历史新高后走跌）：**2020 年 3 月后新冠疫情在全球爆发，中国率先控制疫情扩散，大量资金流入香港推升总结余，2021 年初创 4,617.7 亿港元的历史新高。直至 2021 年 9 月美联储 Taper 开始酝酿，金管局前瞻性地开始大幅增发外汇基金票据及债券，11 月美联储 Taper 落地，2022 年 3 月开启加息周期，5 月后加息步伐加码，金管局自 2022 年 5 月 12 日起在港汇触及弱方兑换保证时入市承接港元沽盘，2022 年全年共回笼资金 2420.8 亿港元，总结余跌至 962.5 亿港元，较高点缩水 80%。

**进入 2023 年后，市场对美联储加息的预期在控通胀和防风险之间反复权衡。**美联储 3 月加息 25BP，美元指数向上突破 105，港汇阶段性承压，于 2 月中旬触及弱方兑换保证水平，金管局两度承接港元沽盘共 190.91 亿港元，单日操作规模创本轮紧缩周期最大，银行体系总结余走跌，截至 3 月末为 770 亿港元，较 2022 年末跌 20%。4 月以来，受美国劳动力市场紧张程度缓和、核心通胀仍具粘性、银行业风波暂缓等影响，后续加息预期升温，同期内地发布 3 月 PMI 及通胀数据不及预期，市场担忧“通缩”风险，港汇承压，金管局分别于 4 月 4 日、11 日、13 日、15 日入市承接港元共 208.65 亿港元，银行体系总结余跌至 562.61 亿港元。

图表 2：1998 年至今中国香港银行体系总结余变化情况（百万港元）



数据来源：香港金管局、工银亚洲东南亚研究中心

注：统计截至 2023 年 4 月 18 日

## 二、香港银行体系总结余下降会影响联系汇率制度稳定性吗？

如前所述，香港银行体系总结余受金管局维系联系汇率制度的操作影响。充足的外汇储备、坚实的经济基础是香港联系汇率制度稳健运行的根基。

### （一）香港联系汇率制度运作机理

香港联系汇率制度是一种典型的货币局制度，货币基础（四个组成部分，见前文）的流量和存量均需得到 100% 美元储备支持。也即，货币基础的任何增减变动均需得到外汇储备按固定汇率计算的支持，3 家发钞行可按 1:7.8 的汇率以美元向金管局购买负债证明书，或相反地，以负债证明书按 7.8:1 的汇率退回等值美元。因此，外汇储备是香港联系汇率制度稳健运行的基础。

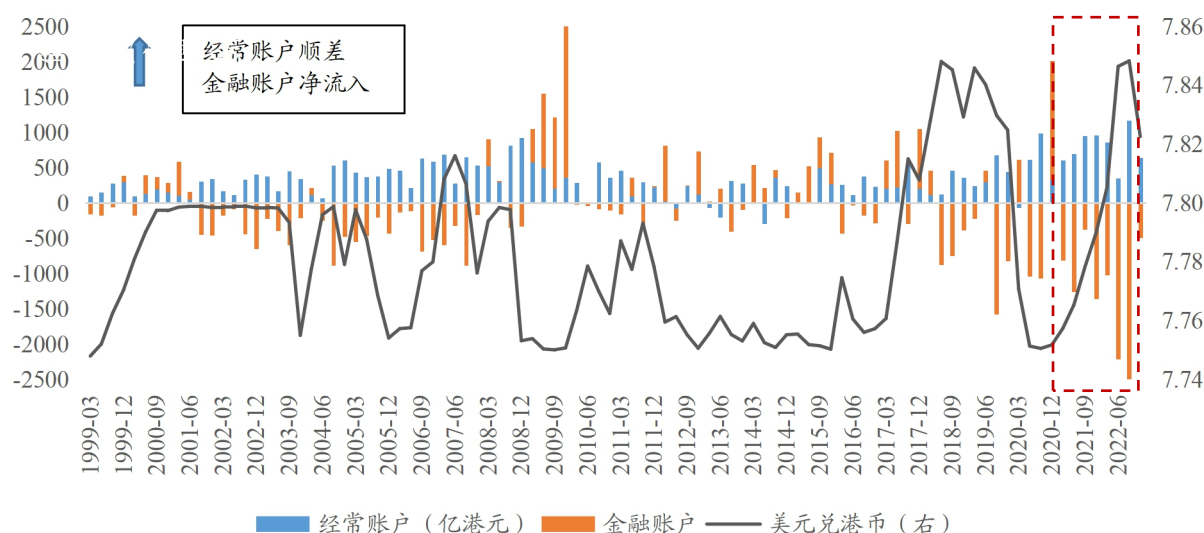
外汇储备的增减变动一方面来自国际收支差额的变动，



另一方面来自外汇基金的运作收益。香港作为外向型经济体和国际金融中心，对外贸易及金融市场交投带来的资金流动，是造成港汇波动的最基本因素。从回归以来的情况看，香港经常账户鲜少逆差，资本与金融账户波动较大，外汇基金运作收益占外汇储备比重较小，历史收据显示外汇基金运作收益良好。

观察 2020 年以来的情况，除新冠疫情爆发的 2020 年第一季度外，香港维持经常账户盈余，2022 年第三季度为 1,171 亿港元，刷新历史新高，同期资本和金融账户呈现净流出态势，储备资产余额回落。但 2022 年 10 月后，伴随内地防疫措施全面优化，恒指趋势性回暖，2022 年四季度香港资本和金融账户流出额明显减小，储备资产余额亦止跌走升（见图表 3）。

图表 3：香港国际收支及储备水平与港汇变动



数据来源：香港政府统计处，工银亚洲东南亚研究中心

## （二）当前联系汇率制度稳健运行的基础坚实



**第一，货币基础的支持比率仍高。**联系汇率制下，香港金管局指定外汇基金中具有高度流动性的优质美元资产作为支持资产（如美元现金和美国国库券），并设定了 112.5% 和 105% 的支持比率上下限，金融危机爆发后 2009 年 10 月达到历史最低 105.21%。最新 2023 年 2 月货币基础的支持比率由 1 月底的 110.98% 升至 2 月底的 111.05%，处于历史 70 分位数上方，亦高于 1998 年亚洲金融危机期间的 108.24%。

**第二，香港外汇储备充足。**截至 2023 年 3 月，香港外汇储备资产为 4,307 亿美元，是基础货币的 1.78 倍，也相当于港币供应量 M3 的 41%，位于历史的 84 分位数，足够多的外汇储备是港币汇率稳定的重要保障。

**第三，伴随经济及市场回暖，香港国际收支有望改善。**经常账户方面，尽管全球贸易总体下行背景下、2023 年香港出口增长一定程度承压，但内地与香港跨境物流持续恢复、RCEP 生效进一步密切区域经贸联系，有望提振香港 2023 年转口贸易表现。**资本和金融账户方面**，第二季度后美联储加息不确定性料逐步减小，内地经济复苏内生动能持续显现，恒指趋势转强基础料逐步夯实，新股储备也有望为 IPO 活动跟随回暖提供支持，国际资金流入有助于改善资本账户，充裕外汇储备资产。截至 2022 年末，香港对外金融资产净值达 13.75 万亿港元，相当于 GDP 的 4.9 倍、较 2022 年第三季度末的 4.6 倍上升，这一比值在主要经济体中居高位。

**第四，当前国家拥有全球最大规模的外汇储备资产，为**

支持联系汇率制度稳健运行提供充足信心支持。截至 2023 年 3 月，中国外汇储备资产达到 3.184 万亿美元，是亚洲金融危机 1997 年初 1086.8 亿美元的 29.3 倍。

### 三、香港银行体系总结余变动，对香港银行体系流动性影响大吗？

#### （一）从货币基础的角度来看，当前银行体系总结余水平处于历史 49 分位数

截至 2023 年 4 月 18 日，香港银行体系总结余 562.61 亿港元，位于历史 49 分位数。同时，未偿还的外汇基金票据及债券余额为 12,107.2 亿港元，占比 63.6%。金管局往往在预期港汇贬值时即通过发行外汇基金票据及债券前瞻性地回笼流动性，反之则可通过赎回外汇基金票据及债券补充银行体系总结余。

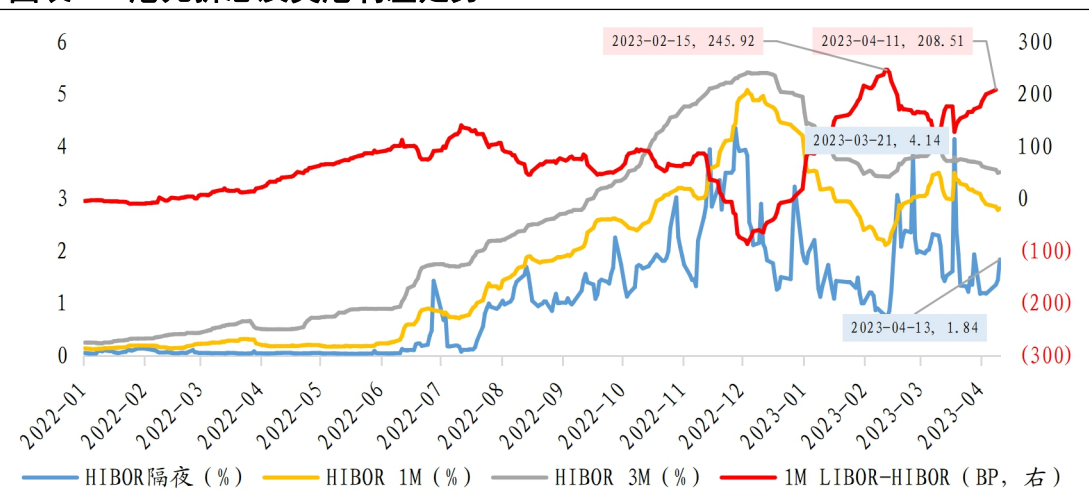
#### （二）从同业拆借市场利率反映的情况看，当前香港银行体系流动性充裕

2023 年以来，内地与香港通关利好带来资金流入、恒指趋势性回暖、新股招股整体淡静叠加影响下，港元短期拆息整体自 2022 年的高位回落。美联储 2 月加息前美债利率随市场预期走高，美港利差时点性走扩、1 个月 LIBOR-HIBOR 利差一度升超 2008 年金融危机前 2.45% 的高点。近期欧美银行流动性风波发酵、持续扰动美联储加息预期，美元利率和港元拆息短期均弱势波动，而后随着银行业风波降温、美联

储如期加息，美元利率和港元拆息再度走升；但受股市活动、季节性资金需求和外部市场波动影响，隔夜 HIBOR 于 3 月下旬时点性突破 4%，随后大幅回调。

4 月，港汇弱勢波动下金管局三次入市、累计承接近 200 亿港元，隔夜 HIBOR 于金管局入市操作后短暂跳升，而 1 个月及 3 个月拆息升幅不大。截至 4 月 18 日，隔夜、1 个月及 3 个月 HIBOR 分别报 1.6863%、2.8149% 及 3.5102%，较 3 月末仍分别跌 25.4BP、32.6BP 及 20BP，与同期美元 LIBOR 的利差仍在走扩（见图表 4）。

**图表 4：港元拆息及美港利差走势**



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

### （三）未来一段时间港元利率、汇率走势预判

短期看，美联储加息止步前，港元利率、汇率仍可能时点性承压。外围方面，截至 4 月 17 日，市场对美联储 5 月加息 25BP 的预期升温，“Fed Watch”显示的美联储 5 月会议加息 25BP 的概率上升至 84.2%，市场避险情绪仍较浓厚，6 月是否延续加息 25BP 仍需持续跟踪后续数据及金融风险发酵情

况；本地方面，季结后港元需求较缓和。综合来看，美联储加息未止步前，美国经济数据、美联储政策表态、内地经济数据等，仍可能引致市场情绪波动，从而令港元利率、汇率承压。此外，作为离岸金融中心，非预期的地缘事件，也可能对港元利率、汇率带来时点性冲击。**中长期看，港汇料将跟随人民币趋势性走强，港元利率趋势性回落。**随着后续美联储紧缩周期步入尾声，加息不确定性减弱，港汇压力逐渐趋弱；内地方面，经济全面复苏基础逐步夯实，企业盈利回稳增强香港资本市场趋势回暖动能；综合看港元利率料将稳中有降，逐步趋势性回落。



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

**本文章版权属撰稿机构及/或作者  
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构  
及/或作者的意见及分析，并不代  
表香港中资银行业协会意见。**