

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行（亚洲）

东南亚研究中心

李卢霞 黄斯佳

周文敏 杨妍

怎么看近期港元利率走势？

阅读摘要

科技竞争格局再思考、关税政策不确定性带动全球大类资产配置再平衡，“股汇同升”带动港汇走强；资金大幅流入背景下，4月初香港金管局创纪录沽出港元、多因素影响港元阶段需求，HKD HIBOR回落，港元利率走低有助于提振香港市场“资金流”交投活跃度。

回顾2005年至今港汇触及强弱方兑换保证水平，香港金管局操作实践及港元利率变化的历史经验，可以发现：港汇触及弱方兑换保证水平，香港金管局相机回收流动性、提前增发外汇基金票据和债券，HIBOR上行幅度与加息幅度高度相关、美港利差收敛周期往往延续至加息尾声；港汇触及强方兑换保证水平，香港金管局相机注入流动性，HIBOR下行幅度取决于美联储政策和市场流动性状况。对比看，规模大、节奏快、反应明显是本轮香港金管局入市操作、港元利率汇率变化的几个特征。

展望短期内，港元利率料回升走高、非极端情形下大幅走升压力或不大，港汇走强动能累积与资本市场关联度料仍高。中期来看，美元趋势走弱但全球通胀中枢抬升，港汇料偏强波动，港元利率长时间徘徊于零附近概率低。

当前的联系汇率制度仍是香港国际金融中心稳健高效运行的基础性制度安排，一方面，香港联系汇率制度稳健运行的基础坚实，变更挂钩货币可能额外增加香港金融体系运行复杂度，另一方面，基础金融制度稳定有利于降低全球金融市场的脆弱性。

怎么看近期港元利率走势？

一、近期港汇和港元利率波动的缘由探析

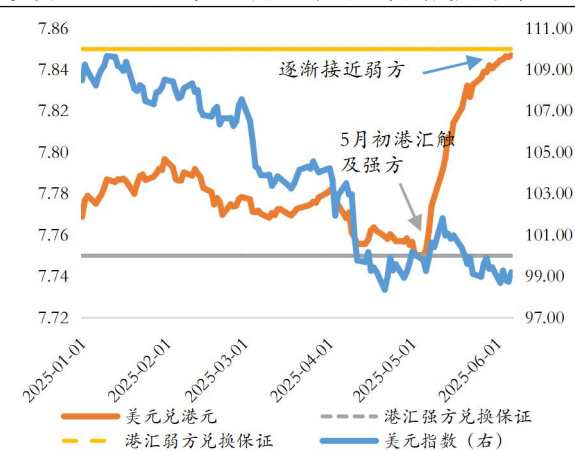
1. 资金大幅流入背景下，4月初香港金管局创纪录沽出港元，港汇、HKD HIBOR 回落。

近期美元兑港元汇率（USDHKD）强势自4月初开始，至5月3-6日港汇4次触及强方兑换保证。香港金融管理局（以下简称香港金管局）在联系汇率制框架下买入美元167亿、卖出港元1,294亿，这是自2020年以来首次入市“接钱”，5月6日两度注资共733.31亿港元，创下最大单日入市纪录。

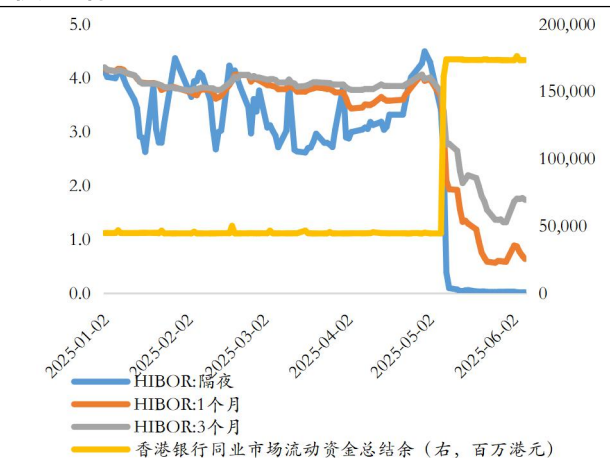
香港金管局操作后，香港银行体系总结余从此前的450亿港元升至1,740亿港元，增加近3倍，港元流动性充裕，隔夜、1个月、3个月HIBOR从4月末的4.50%、3.95%、3.99%分别降至5月末的0.03%、0.59%、1.32%，是2022年以来的最低水平，降幅446.9BP、336.6BP、266.4BP，截至6月18日，隔夜、1个月、3个月HIBO分别为0.02%、0.54%、1.54%。

随着港元利率回落，港汇在5月初离开强方兑换保证后在靠近弱方兑换保证水平波动，6月13日以来时点性触及弱方兑换保证水平（见图表1-2）。

图表 1：4 月以来港汇走势波动较为明显



图表 2：银行体系总结余陡增，港元利率较快回落



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 科技竞争格局再思考、关税政策不确定性带动全球大类资产配置再平衡，“股汇同升”带动港汇走强。

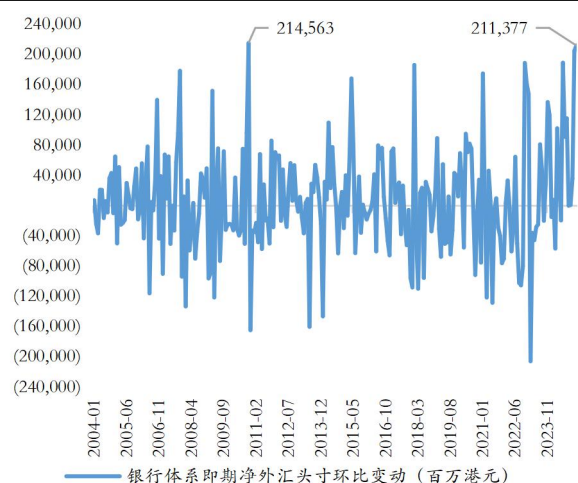
2025 年以来，两轮港汇强势区间均有“股汇同升”的特征，主要由资产配置再平衡，资金流入香港市场驱动。

第一轮，2025 年春节期间，以 deepseek 为首的国产 AI 产业发展迎来突破，引发国际科技竞争变局的重新研判思考，提振中国资产信心，国际资金流入香港，2 月香港银行体系即期净外汇头寸增量创 2010 年 10 月以来最高水平（见图表 3）。1 月中旬至 3 月中旬，恒生指数和恒生科技指数均升至 3 年高位，最大升幅达到 31.2%、44.6%，在全球主要市场股指中表现亮眼；港汇稍晚于 2 月初开启升势，至 3 月上旬共升值 0.36%。

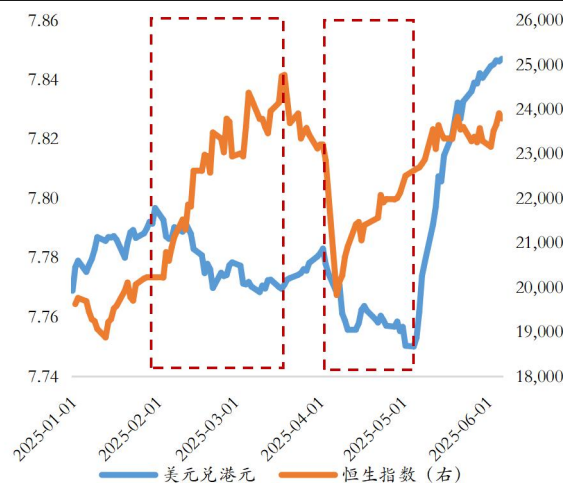
第二轮，4 月初特朗普政府推出“对等关税”政策，引发市场避险情绪升温，此后，谈判进展、政策反复叠加美国债务可持续性忧虑发酵，多美元的“套息交易”局部平仓（见

图表 5)、市场多元化配置、分散风险的需求带动非美资产受益。5 月首周¹，多个亚洲货币强势引发瞩目，除了港元触及强方兑换保证外，新台币升 7.3%、刷新近两年最强水平，离岸人民币升 1.2%，韩元升 2.7%，泰铢升 1.4%，马来西亚林吉特升 4.0%（见图表 6）。

图表 3：2 月香港银行体系即期净外汇头寸增量创 2010 年 10 月以来最高

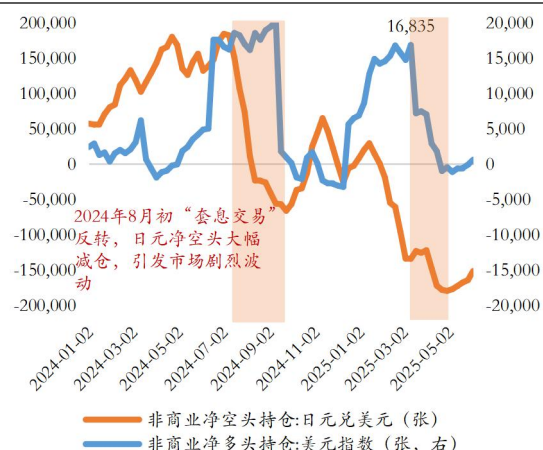


图表 4：2025 年以来两轮港汇与港股同升走势

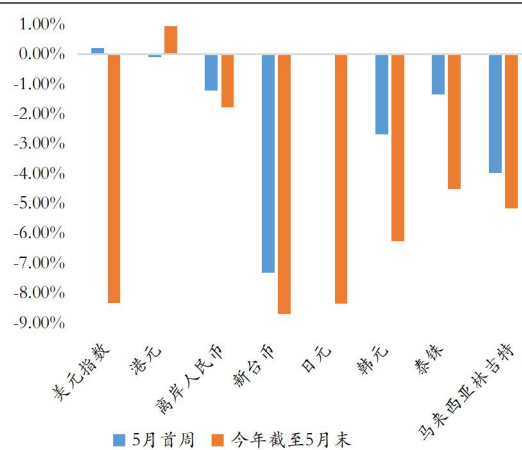


数据来源：香港金管局、WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 5：美元净多头持仓减少，日元净空头转为净多头



图表 6：亚洲多个货币汇率走强



数据来源：CEFT、WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：汇率采用该货币兑美元的直接标价法

¹ 行情统计时间：除韩元外：2025 年 4 月 28 日-5 月 5 日；韩元：2025 年 4 月 28 日-5 月 7 日（因假期推迟统计）。

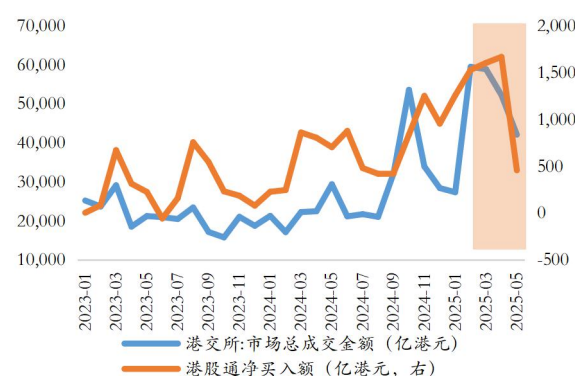
3. 香港金管局创纪录注资、多因素影响港元阶段需求，港元利率走低有助于提振香港市场“资金流”交投活跃度。

供给端：美联储不降息、香港金管局大量注入流动性，美港利差走阔背景下港汇走弱。美元利率方面，“特朗普 2.0”政策“滞胀”风险担忧背景下，美联储降息预期一再推迟，2025 年 1-5 月，SOFR 维持在 4.27%-4.42%高位窄幅波动。港元利率方面，1-4 月 HIBOR 跟随 SOFR 维持高位，1 个月、3 个月 HIBOR 分别在 3.4%-4.2%、3.8%-4.2%的区间波动；5 月初香港金管局在港汇触及强方兑换保证后注资，香港银行间总结余水平急升，HIBOR 快速回落。

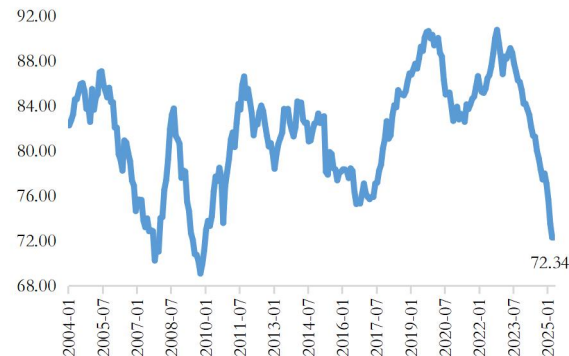
需求端：港股技术盘整、观望情绪影响阶段融资需求，减少阶段港元流动性需求，HIBOR 处于低位有助于提振香港“资金流”交投活跃度。除了供给侧因素之外，在前期过快上涨后港股技术性盘整、资金流入规模阶段走低，4 月、5 月港交所成交额及港股通成交额较前两个月回落。此外，4 月港元贷存比 72.3、为 2010 年以来低位等，也反映“对等关税”谈判反复、不确定性拖累阶段融资需求的影响（见图表 7-8）。根据我们的“HGC 三元流动模型”，“资金流”活跃是 2025 年香港经济增长最重要的动能。当前，在“对等关税”政策增大转口贸易活动不确定性，本地及跨境消费活动模式调整等背景下，HKD HIBOR 走低有利于提升地产（按揭利率走低等）及资本市场（流动性充裕、孖展融资成本走低等）交投意愿，夯实香港经济稳健运营动能（详见前期报

告《蓄势赋能、稳步转型—香港年度展望（2025 年度展望系列之四）》）。

图表 7：4-5 月港股交易活跃度阶段有所回落



图表 8：港元贷存比位于 2010 年以来较低水平



数据来源：香港金管局、WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、港汇触及强弱兑换保证水平、香港金管局操作实践及 HKD HIBOR 变化的历史经验

回顾 2005 年至今港汇触及强弱方兑换保证水平，香港金管局操作实践及港元利率变化的历史经验，并与本次操作对比，可以发现相关的差异，并得到有益启示（见图表 9-10）：

1. 港汇触及弱方兑换保证水平（美联储加息周期、非预期事件扰动），香港金管局相机回收流动性、提前增发外汇基金票据和债券，HIBOR 上行幅度与加息幅度高度相关、美港利差收敛周期往往延续至加息尾声。

背景：港汇向弱方兑换保证水平（7.85）靠近通常都发生在美联储加息周期中，往往由于加息节奏加快，港美利差倒挂幅度逐渐扩大、美元走强等因素影响港元资金时点流出压力增大，推动港汇触及弱方兑换保证水平。此外，地缘博

弈等非预期事件扰动亦是影响港汇波动的重要因素，2019 年贸易摩擦非预期升级背景下，港汇触及弱方兑换保证水平频率亦有所增加。

香港金管局操作：相机回收银行间市场流动性是基本操作，香港金管局一般在港汇首次触及弱方兑换保证水平后的 5-10 个交易日内入市操作，买入港元、卖出美元。同时，香港金管局还会根据市场需求，提前增发外汇基金票据和债券，2018 年、2023 年港汇分别开始触及弱方兑换保证水平，而早在 2015 年 8 月（首次加息前）、2021 年 9 月（正式启动 Taper 前），香港金管局已经开始有计划增发外汇基金票据及债券。

HIBOR 及美港利差走势：香港金管局跟随美联储开启加息前后，美港利差走阔，为支持港汇、回笼流动性的操作影响港元资金供给，HIBOR 上行。2018 至 2019 年、2022 至 2023 年期间，1M HIBOR 分别上行 124.3BP、430.3BP，上行幅度和加息幅度有一定相关性，直至加息尾声美港利差逐渐收敛。

2. 港汇触及强方兑换保证水平（美联储降息周期、资本市场活跃、危机事件推高避险需求），香港金管局相机回收流动性，HIBOR 下行幅度取决于美联储政策和市场流动性状况（银行体系总结余处于低位时注资影响往往更大）。

背景：资本市场活跃（港股 IPO 热潮、南向资金涌入、港股分红派息等）驱动资金流入、美元走弱、套息交易减少或逆转等因素影响下，港元需求激增，并推动港汇触及强方

兑换保证水平（7.75）。此外，**危机型事件期间**（金融危机：2008年9月至2009年12月；欧债危机：2012年10月至2015年11月；新冠疫情：2020年4月至10月）**避险需求增加亦是推动港汇升值的重要因素。**

香港金管局操作：通常处于美联储降息周期，香港金管局跟随美联储降息，并通过买入美元、卖出港元来向市场注入流动性（银行体系总结余增加）。通常香港金管局不会立即向银行间市场注资，通常在港汇首次触及弱方兑换保证水平后5-10个交易日内进行干预。

HIBOR 及美港利差走势：香港金管局向市场投放流动性带动港元供给增加，HIBOR 下行，2008至2009年、2020年，HIBOR 高位回落、1M HIBOR 下行幅度分别为203BP、165BP，港美利差收窄幅度主要取决于美联储货币政策立场和流动性状况。特殊情形下，香港金管局操作前港元流动性较为充裕，HIBOR 已处于历史低位，下行幅度极为有限，例如，2012年、2014至2015年期间，长期低利率环境下港元流动性充裕，1M HIBOR 在0.2%附近低位波动、香港金管局入市前后变动小于10BP。

3. 对比看，规模大、节奏快、反应明显是本轮香港金管局入市操作、港元利率汇率变化的几个特征。

从外部利率环境看，过往香港金管局注资多处于美联储降息或宽松周期，美元利率趋势性回落，而此次美联储降息节奏放缓，外部利率仍处于高位；从注资力度看，本轮香港

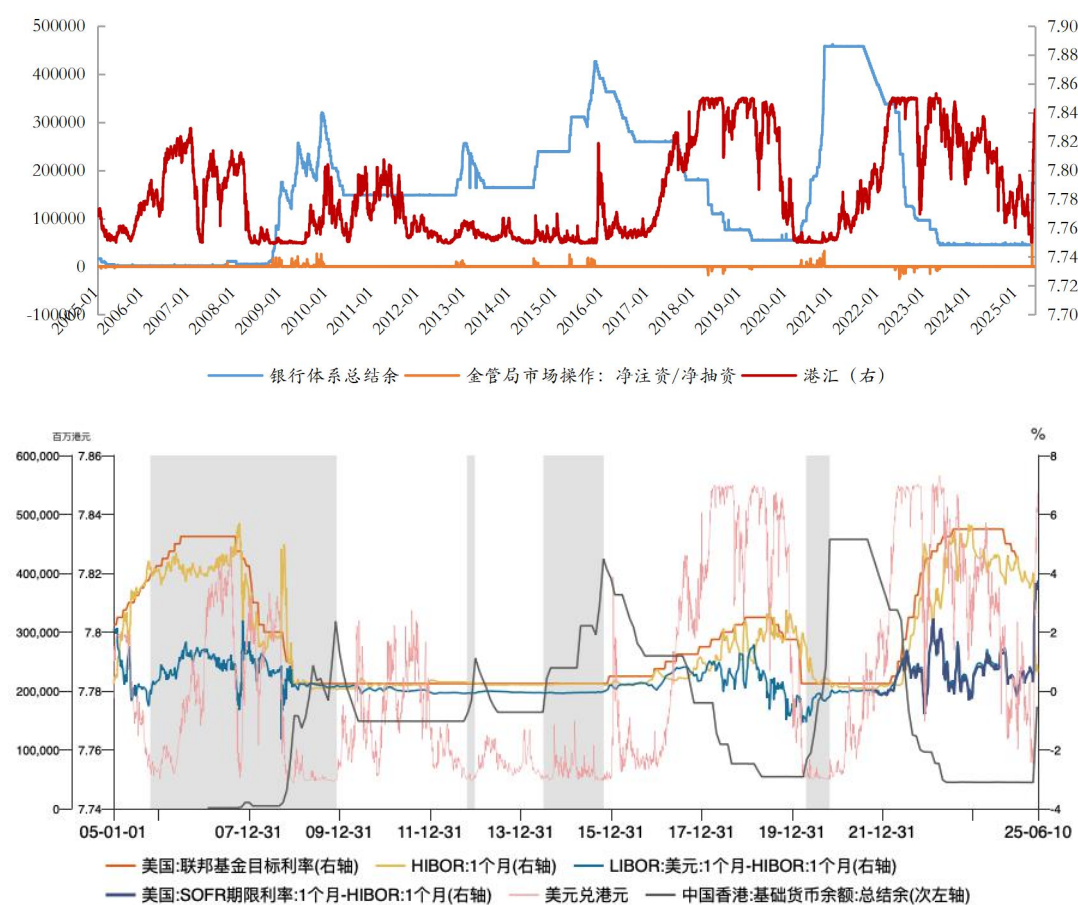
金管局日均注资规模创历史新高。香港金管局 2 日内累计投放超 1,294 亿港元，平均单日注资规模 647 亿港元，对比此前 2020 年（日均注资规模 76.7 亿港元）、2014 年中至 2015 年底（日均注资规模 68.7 亿港元）等，显著超过以往历次注资规模；从港元流动性敏感度看，回顾历史发现，银行体系总结余处于低位水平时，注资对 HIBOR 影响往往更大。本次注资前，银行体系总结余自 2023 年中以来持续处于历史低位，香港金管局注资后，HIBOR 反应明显、迅速大幅走低；从港汇变化幅度看，以往低息环境下，港汇触及强方保证水平的次数多、持续时间长，相比之下，5 月初以来港汇触及强方的节奏快、停留时间短，在香港金管局大规模注资后，港汇转趋近弱方兑换保证水平。

图表 9：香港金管局历史市场操作规模、港元利率及汇率变动

时间	金管局市场操作：注资/抽资	操作天数	净投放/回收流动性规模 (百万港元)	平均单日注资/抽资规模 (百万港元)	银行体系总结余期末值 (百万港元)	HIBOR 1M 变动 (BP)	美港息差 1M 变动 (BP)	港汇变动 (4.负值为走弱)
2025.05.07-2025.05.08	注资	2	129402.00	64701.00	174100	-244.05	241.43	-1.10
2023.02.15-2023.05.05	抽资	8	-51543.00	-6442.88	44527	216.32	-157.41	0.12
2022.05.13-2022.11.10	抽资	32	-242082.00	-7565.06	96098	470.83	-132.48	0.81
2020.04.23-2020.10.30	注资	50	383517.00	7670.34	457463	-143.26	109.87	-0.01
2019.03.12-2019.04.02	抽资	7	-22129.00	-3161.29	54211	63.25	-65.40	0.08
2018.08.16-2018.08.17	抽资	11	-87145.00	-7922.27	92614	31.66	-22.59	0.07
2015.04.13-2015.11.03	注资	30	227156.00	7571.87	425335	-2.08	10.79	0.00
2014.07.03-2014.08.07	注资	14	75325.00	5380.36	239189	-2.36	2.09	0.00
2012.10.24-2012.12.27	注资	19	107193.00	5641.74	255852	-6.79	6.11	-0.05
2009.01.02-2009.12.08	注资	77	480824.00	6244.47	312393	-13.47	-6.22	-0.07
2008.09.22-2008.12.31	注资	27	165364.00	6124.59	162688	-285.21	9.53	0.19
2007.10.25-2007.11.02	注资	3	9378.00	3126.00	10619	-103.00	144.75	-0.46
2005.5.27	注资	1	544.00	544.00	1427	-19.85	41.29	0.09
2005.02.02-2005.5.20	抽资	10	-15108.00	-1510.80	1723	239.30	-170.30	0.32

数据来源：香港金管局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心
 *市场操作结束一个月后对比操作前

图表 10：香港金管局历史市场操作规模、港元利率及汇率变动



数据来源：香港金管局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、以史为鉴，后续港汇和港元利率走势展望

（一）回顾：前两次 HKD HIBOR 处于低位的情形

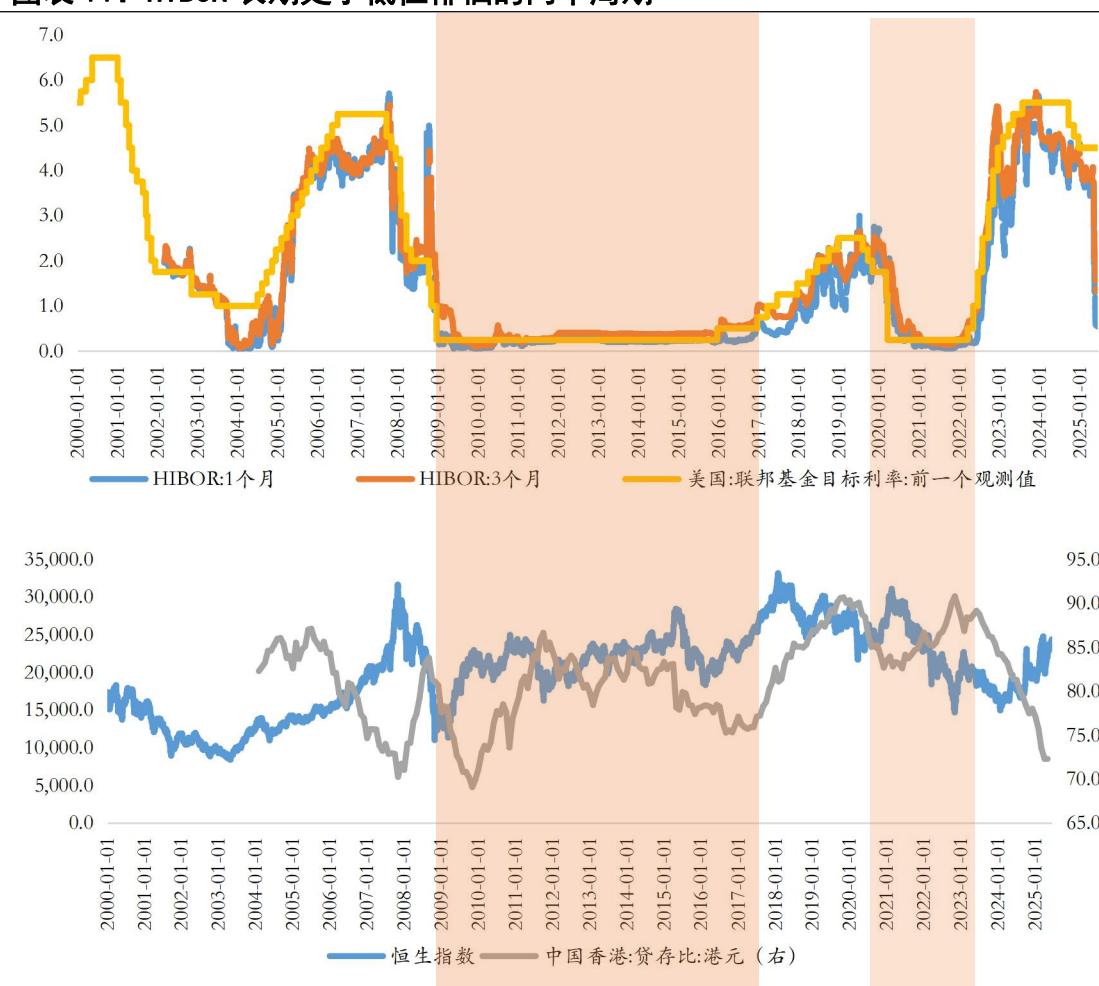
2000 年以来，HIBOR 较长时间段处于低位的周期有两段。

第一段（2008 年 12 月-2015 年 11 月）， HIBOR 处于低位持续时间超过 7 年。期间，美联储降息周期结束后，联邦基金目标利率维持在零利率区间（0-0.25%）；同期，香港本地港元流动性需求相对偏低，港交所日均成交量在 700 亿港元中枢上下波动，低于此前两年（2006 年 11 月-2008 年 11 月）

的日均成交量水平（800 亿港元），港元贷存比在 2011 年 10 月-2016 年 9 月的区间内从 86.6% 逐渐波动回落至 75.3%。

第二段（2020 年 8 月-2021 年 11 月），HIBOR 低位持续时间超过 1 年。同样处于美联储降息结束后，联邦基金目标利率维持零利率阶段，同时，恒生指数自 2021 年 2 月-2022 年 10 月期间持续下行，本地港元存贷比从 2019 年 10 月的 90.7% 回落至 2021 年 5 月的 82.6%（见图表 11）。

图表 11：HIBOR 长期处于低位徘徊的两个周期



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）展望短期内，港元利率料回升走高、非极端情形下大幅走升压力或不大，港汇走强动能累积与资本市场关联度料仍高

对于 HKD HIBOR 而言：一方面，IPO、港股分红、半年结等增加港元需求，有望推动 HIBOR 走升。2025 年港股 IPO 热度回升，截至 5 月下旬，港交所所在全球 IPO 集资规模排名第二²，5 月底港交所待处理新股申请仍有超过 150 宗、内地行业龙头企业上市料将吸引更多中长期资金部署；另外，香港上市的中资企业年内分红旺季预计从往年的三季度提前至二季度，截至 6 月 9 日，恒生港股通高股息低波动指数股息率为 7.91%、位于历史 81.3 分位水平。

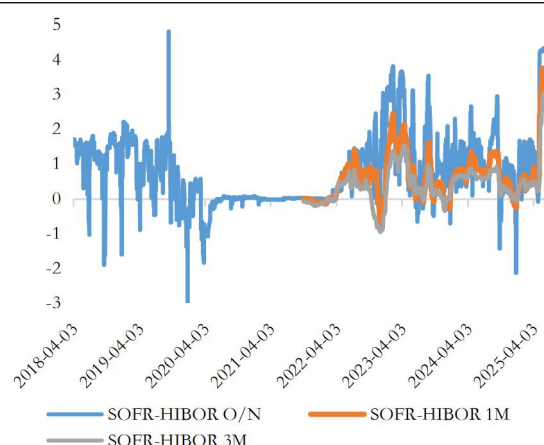
另一方面，“套息交易”及香港金管局相机操作也有推动 HIBOR 走高的空间。当前美港利差处于有数据记录以来的最高水平（见图表 12），“套息交易”借入港元、换汇购入美元资产将拖累港汇走弱，若时点性触及弱方兑换保证水平，香港金管局入市买入港元、沽出美元，则银行体系总结余水平回落，HKD HIBOR 随之走升，推动美港利差收窄和港汇走强。此外，香港金管局可通过调节外汇基金票据和债券的发

² 2025 年 5 月 20 日，港交所行政总裁陈翊庭表示，本港作为融资平台，在首次公开招股（IPO）及企业股份增发方面，今年成绩都非常鼓舞，宁德时代 H 股作为全球今年以来最大宗 IPO 交易，香港目前在全球 IPO 排名第二。

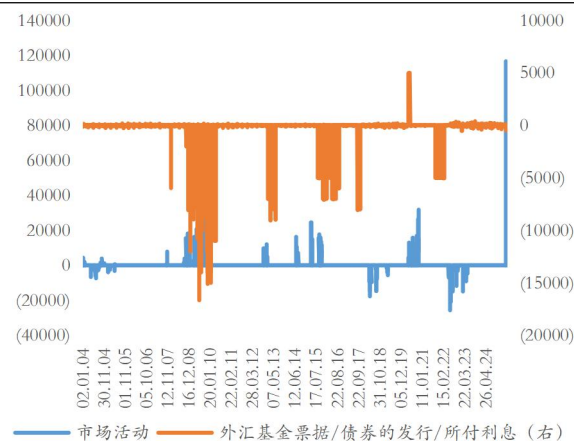
行和赎回节奏³，银行也可利用外汇基金票据和债券与总结余之间相互转化，达到调节港元流动性水平的目的（见图表 13）。

但综合考虑，短期内 HIBOR 大幅走升压力或不大。首先，美联储仍处于降息区间内，联系汇率制度下香港金管局将跟随美联储降息。同时，8 月中旬市场料仍观望中美关税谈判，港元流动性需求仍在一定程度上受市场审慎情绪影响。但需关注极端情形下“套息”交易活跃引发 HKD HIBOR 时点性明显走升。

图表 12：美港利差接近历史最高水平



图表 13：香港金管局货币市场操作



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：“市场活动”指金管局在银行同业拆息市场的净注资或净抽资

对于港汇而言：整体预判，港汇趋势走强动能持续累积。外部，2025 年下半年美联储仍有可能在 9 月、12 月降息两次，叠加美债忧虑发酵，非美货币汇率压力缓和。内部，5 月以来积极货币财政政策提振经济内生增长动能和增配中

³ 余伟文表示，联汇制度下的政策目标并非针对港元利率，港息追随美息上升是在制度设计之内，因此并不存在金管局透过减发外汇基金票据及债券令港元利率达至某个水平。金管局会参考和考虑市场需求，在有需要时适当调整外汇基金票据及债券的发行量。具体而言，我们会密切留意外汇基金票据及债券市场的交易情况，以及票据及债券定期竞投的结果、港元市场流动性、银行及市场人士的反馈意见等因素，综合评估市场对票据及债券的需求并制定发行量。

参考：<https://www.hkma.gov.hk/gb-chi/news-and-media/insight/2023/05/20230503/>

国资产的信心，资金流入料推动港汇走强。往后看，8月中旬前中美谈判结果、内地后续政策部署、非预期事件扰动“套息”交易活跃度等，仍是短期影响港股市场交投活跃度、进而影响港汇走势的重要因素。

（三）中期来看，美元趋势走弱但全球通胀中枢抬升，港汇料偏强波动，港元利率长时间徘徊于零附近概率低

港汇看，“对等关税”加剧贸易逆全球化、新一轮技术竞争格局重构、美国政府高债务负担等，趋势性削弱美元避险属性、美元资产避险价值，非美货币有“技术性”走升动能。中国产业升级和新质生产力孵化，政策支持资本市场深化发展开放等，将持续提升中国资产配置价值，香港仍是投资中国的“超级联系人”和“超级增值人”，进一步为港汇走强积累动能。

HKD HIBOR 看，在新一轮技术创新提升生产效率、降低成本的效应未充分显现前，逆全球化推升工业产品通胀压力、复杂地缘博弈掣肘油价下行空间、叠加高债务水平加大央行流动性投放压力，美联储政策料难以回到之前的“超低利率时代”。联系汇率制度下，港元政策利率趋势性跟随美联储基准利率，HIBOR 长时间处于超低水平的概率相应也不大。

四、当前的联系汇率制度仍是香港国际金融中心稳健高效运行的基础性制度安排

香港联系汇率制度自 1983 年以来已平稳运行四十二年，期间运作机制经历两次补充完善⁴，2005 年以来也成功历经了国际金融危机、新冠疫情反复等非预期事件的冲击。由于“对等关税”政策反复、美日央行政策路径不确定性增加等扰动，近期国际金融市场波动较为明显，关于香港联系汇率制改革的讨论热度再次提升。相关讨论包括拓宽强弱方兑换保证水平、变更挂钩货币、港元自由浮动等方向。但综合梳理分析，目前香港联系汇率制度稳健运行基础坚实，仍是香港国际金融中心高效稳定运行的基础性制度安排。

当前香港联系汇率制度稳健运行的基础坚实。截至 2025 年 5 月外汇储备资产相当于香港流通货币 5 倍多，或港元货币供应 M3 约 38%。其中，截至 2025 年 4 月货币基础的支持比率高达 110.62%，也处于历史 64 分位数上。5 月底中国外汇储备资产达到 3.285 万亿美元，位于世界主要国家前列，也为香港联系汇率制度稳健运行提供充足信心支持。

变更挂钩货币可能额外增加香港金融体系运行复杂度。当前联系汇率制度下，香港金管局跟随美联储调整基准利率和汇率，内地经济、政策调整通过影响国际资金流动影响港元流动性和汇率走势。整体而言，政策机制简单、透明、可预期是香港金融营商环境的重要优势。若调整为钉住一篮子

⁴ 一是，亚洲金融危机后，香港金管局于 1998 年 9 月公布 7 项技术性措，向香港所有持牌银行提供明确保证，可按 7.75 港元兑 1 美元的固定汇率，把它们 的 结 算 户 口 内 的 港 元 兑 换 为 美 元；二 是，2005 年 香 港 金 管 局 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，让强弱双向的兑换保证能对称地以联系汇率 7.80 为中心点而运作。

参考：<https://www.hkma.gov.hk/gb-chi/news-and-media/press-releases/1998/09/980905/>
<https://www.hkma.gov.hk/gb-chi/news-and-media/press-releases/2005/05/20050518-4/>

货币（美元、欧元、人民币等），除了对参考货币权重的分配须综合考量之外，香港与中美之外的经济体联动仍相对有限，不可避免增加金融管理和市场预判的难度，离岸人民币利率曲线和衍生品交投工具也有待进一步丰富。

基础金融制度稳定有利于降低全球金融市场的脆弱性。

参考亚洲金融危机时，泰国放弃钉住美元的汇率制度，泰铢经历近半年的贬值周期，贬值幅度达到 129%⁵。香港作为国际金融中心，重大金融改革对亚洲甚至全球市场风险外溢的影响或将更大。当前，多因素扰动全球金融市场高波动，联系汇率制度改革可能给全球金融市场带来新的风险挑战。拓宽强弱方兑换保证或调整汇率变动中枢、斜率等⁶在货币局制度框架下的局部变动，也可能引发市场对政策一致性的担忧。

⁵ 1997 年 7 月 2 日，泰国政府被迫宣布放弃钉住汇率制度，实行有管理的浮动汇率制度，1997. 7. 2-1998. 8. 12 美元兑泰铢汇率从 24.52 升至 56.1，泰铢贬值幅度达到 129%。

⁶ 参考新加坡汇率制度。新加坡汇率制度为有管理的浮动汇率制度，新元汇率管理基于重要贸易伙伴和竞争者组成的货币篮子，权重由贸易依存度决定、定期修改，但不对外公布；新元相对篮子货币汇率在一个未公开的政策带内波动，当汇率波动超过政策带，新加坡金管局入市干预，政策带评估周期一般为六个月，若遇到外围环境重大变化或缩短至三个月，新加坡金管局根据经济发展情况改变政策带的中枢、斜率或振幅。2019 年 5 月，新加坡被美国财政部列入汇率操纵国家观察名单。



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。