

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 曹凤文 王靖斐

美元流动性系列专题之三：

美元流动性潮汐如何影响香港 金融市场：机制与规律

阅读摘要

汇率：联系汇率制度下，香港金管局通过货币发行局制度及自动利率调节机制，确保港元兑美元在 7.75—7.85 区间稳定运行。美元流动性主要通过两条路径影响港元：1. 资产配置需求带动，宽松预期下资金流入新兴市场支撑港元，紧张或危机时资金回流令港元承压；2. 美港利差驱动，套息交易下利差方向影响港元强弱。

利率：政策利率方面，香港基本利率直接挂钩美国联邦基金目标利率。市场利率方面，HIBOR 通过“套息交易→资本流动/香港金管局干预→利率调整”的传导路径，基本跟随美元利率变动。

股市：港股具有分子锚定中国内地基本面、分母锚定美元利率的定价特征。美元流动性主要通过两条路径传导：1. **资金流动：**主动资金对 QE/QT 敏感，被动资金趋势性流入与美元流动性周期无稳定关联。恒指涨幅与资金流总体正相关但强度有限，2019 年以来中枢趋势性下移。2. **贴现率：**TIPS 收益率与恒指涨幅相关性呈“时变”特征，次贷危机和欧债危机后的修复期、疫情冲击等风险事件、盈利主导阶段呈正相关，影响二者原有的反向关系。此外，近年南向资金流入扩容、边际改变港股资金供给结构，但港股估值分母端“美元锚”尚未根本改变。

楼市：香港市场吸收美联储扩表释放的流动性，压低港元利率、改善按揭条件，推升楼价；美联储缩表期间楼价往往盘整或下跌，基本面因素是重要扰动变量。楼市成交量对利率变化相对敏感，加息初期成交量率先收缩、降息初期则率先反弹。成交价存在明显下行黏性，加息期间极少立即暴跌，降息亦不必然拉升楼价。

2026 年以来，美元流动性整体紧平衡，但缓冲工具几乎耗尽、脆弱性抬升，需关注 AI 债务驱动信用风险及美债长端利率无序上行等潜在风险。美联储紧缩预期升温背景下港汇整体偏弱，美港利差呈先走阔后小幅收窄态势；股市呈“先扬后抑、年中触底反弹”的 V 型走势，7 月领涨全球，南向资金持续流入；住宅市场交投活跃，楼价连涨 13 个月。

注：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。

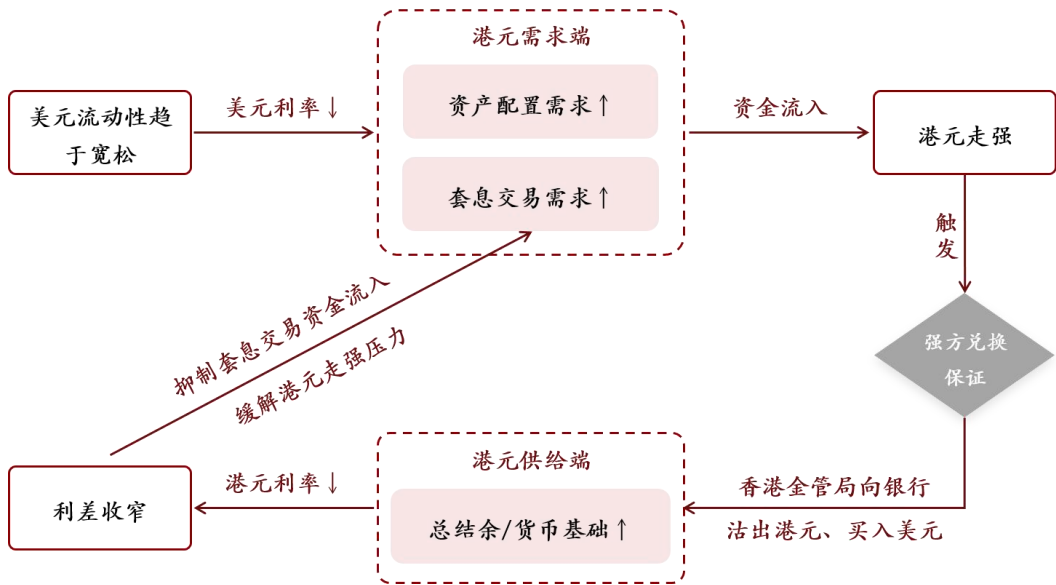
本报告版权归中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

美元流动性专题之三：

美元流动性潮汐如何影响香港
金融市场：机制与规律

一、汇率：美元流动性直接影响港元流动性，资本流入时港元趋强、流出时反之；香港金融管理局相机调整港元供给稳定汇率

图表 1：美元流动性对港元汇率的影响机制（以美元流动性趋于宽松为例）



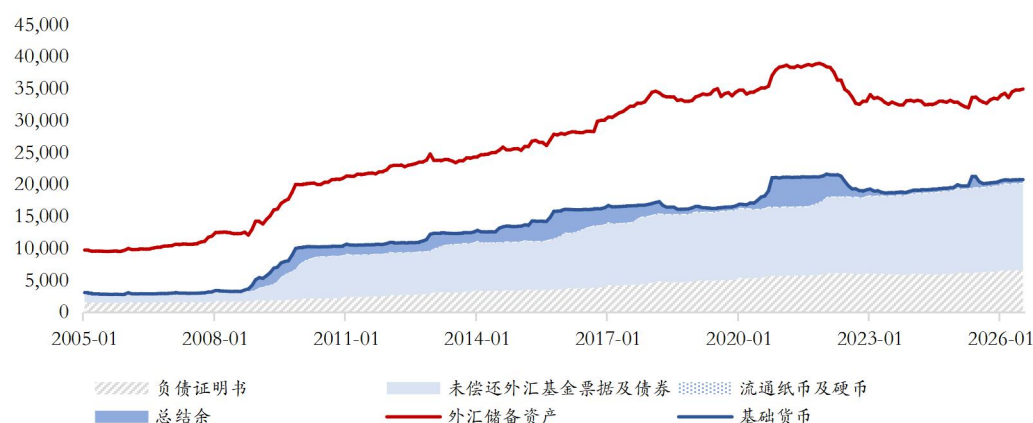
数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（一）货币局制度下，香港金管局在美元资金流入时释放港元流动性，流出时回笼资金，通过“自动调节机制”确保港元汇率稳定在 7.75 至 7.85 港元兑 1 美元区间

香港实施联系汇率制度，即货币局制度（Currency board），核心内容包括：（1）立法承诺以固定汇率将港元兑换为美元（1 美元兑 7.80 港元）；（2）货币基础的流量和

存量均须获得外汇储备的 100% 支持¹，即货币基础的任何变动都必须有美元资产按固定汇率计算的相应变动完全配合（见图表 2）。截至 2026 年 7 月末，香港外汇储备资产规模达 3.49 万亿港元（4,478 亿美元），为基础货币的 167.9%。

图表 2：香港货币基础与外汇储备变动基本同步（亿港元）

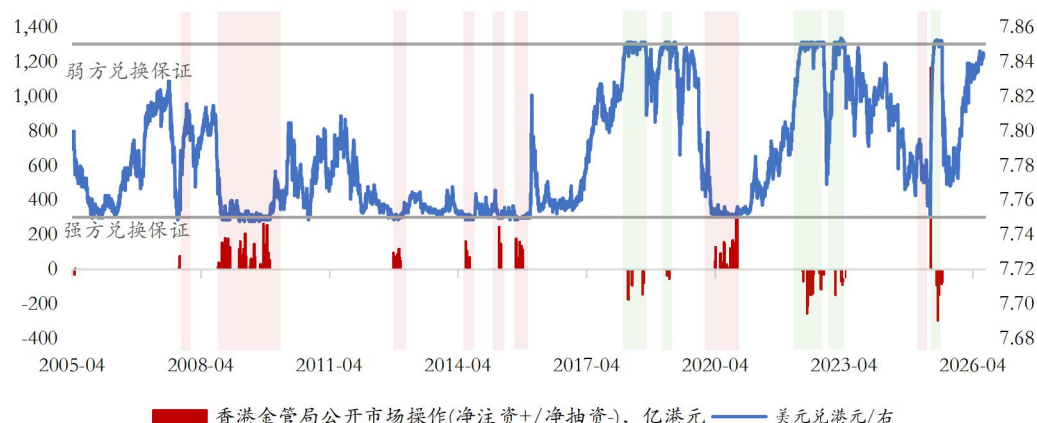


数据来源：Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2005 年，香港金融管理局（简称香港金管局）引入窄幅目标范围，完成了货币锚定从刚性到弹性的转型，确保港元汇率稳定在 7.75–7.85 港元兑 1 美元区间。具体而言，当港汇触及强方保证时，香港金管局从银行“购买”美元，沽出的港币计入持牌银行的结算户口，从而增加总结余、扩大货币基础，即香港金管局“注资”，反之则为“抽资”（见图表 3）。

¹ 根据要求，发钞银行在发行银行纸币时，必须按 1 美元兑 7.80 港元的汇率，向外汇基金提交美元以换取负债证明书，作为银行纸币保证；赎回已发行银行纸币时，也必须以相同汇率从外汇基金取回相应美元。

图表 3：香港金管局承诺在强方/弱方兑换保证水平进行无限量兑换操作



数据来源：Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

兑换保证履行及自动利率调节是联系汇率制度下维持货币稳定的主要机制。在“100%美元储备”与“双向兑换保证”的核心机制下，资金流入时香港金管局释放港元流动性，流出时回笼港元资金，将港元汇率稳定在窄幅目标区间内（见图表 4）。以 2025 年 5 月为例，在南向资金净流入、港股 IPO 市场活跃、派息高峰及资金流出美元资产等背景下，港汇多次触及强方兑换保证，香港金管局累计注资 1,294 亿港元、推动总结余升至约 1,741 亿港元，隔夜香港银行间同业拆借利率（HIBOR）由 4 月的 3.41% 降至 5 月的 0.56%，以对冲港元超额需求；随后，在套息交易等因素影响下港汇转弱、6 月多次触发弱方兑换保证，香港金管局累计抽资 1,200 亿港元、总结余回落至约 537 亿港元，港汇重回兑换区间范围内（见图表 5）。

图表 4：联系汇率制度下维持港元汇率稳定的自动调节机制



资料来源：香港金融管理局、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 5：香港金管局通过调控港元流动性确保港元汇率稳定在窄幅目标区间内（红色区域代表触发强方兑换保证、绿色区域代表触发弱方兑换保证）



数据来源：Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）兑换区间内，美元流动性宽松时，港元资产配置意愿上升，利差走阔引发的套息交易亦推动港元走强，反之港元承压

与完全固定的汇率制度不同，联系汇率制度作为汇率目标范围模型，只要汇率运行在兑换区间内，市场便不会预期香港金管局有调节动作。在区间范围内，美元流动性对港元汇率的影响主要通过两个途径：

1. 稳定宽松环境刺激下的港元资产配置需求。当美元流动性充裕且存在稳定宽松预期时，美元资产吸引力下降，

美元流动性由在岸向离岸市场溢出。以 2008-2014 年为例，美联储推行多轮量化宽松，向全球金融体系注入大量美元流动性，国际资本加速流向增长较快的新兴市场。彼时香港凭借中国内地经济高速增长预期、与中国内地深度联通等独特优势，吸引外资持续流入，推动港元整体维持偏强格局。反之，在 2008 年、2020 年美元流动性危机及 2023 年银行业流动性冲击时期，美元流动性由离岸市场撤回在岸市场，对港元形成走弱压力（见图表 6）。

图表 6：美元流动性宽松时期港元整体偏强、流动性危机期间港元走势承压



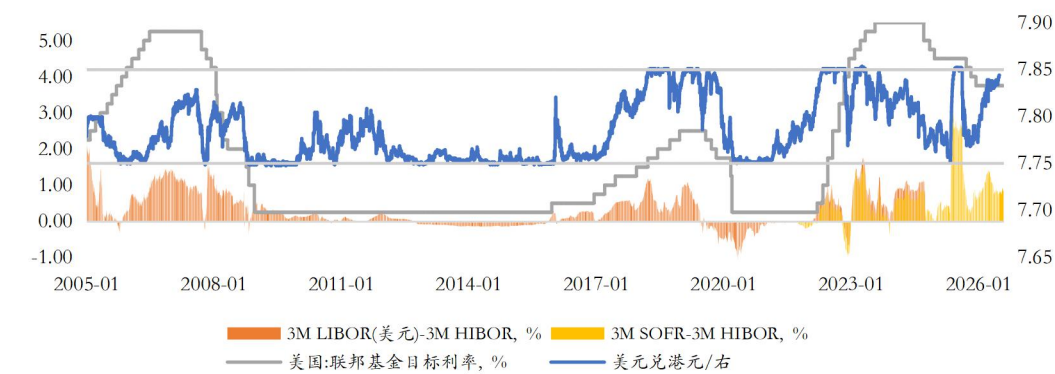
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 港美利差走阔引发的港元套息交易需求。鉴于港元兑美元汇率预期稳定，当美元流动性发生趋势变化并与香港市场出现显著利差²时，跨境资金偏好通过“借入低息货币、买入高息货币”的套息交易获利，对港汇形成压力。以 2019-2020 年期间为例，伴随美联储启动宽松周期，美港负向利差持续走阔、2020 年 5 月 3 个月美元 LIBOR（伦

² 无特殊说明，本文提及的利差均指美元利率（SOFR/LIBOR）- 港元利率（HIBOR）。

敦银行间同业拆借利率)与港元 HIBOR 月均利差达-0.84% 的峰值水平,引发的套息交易(借入美元、买入港元)推动港元整体走强,而后伴随香港金管局注资、HIBOR 下降,利差收窄,套息资本流入受到遏制。反之,美联储激进加息期间、美元流动性收紧,显著正向利差引发套息交易,加剧港元沽售压力,港元通常呈现整体偏弱态势(见图表 7)。

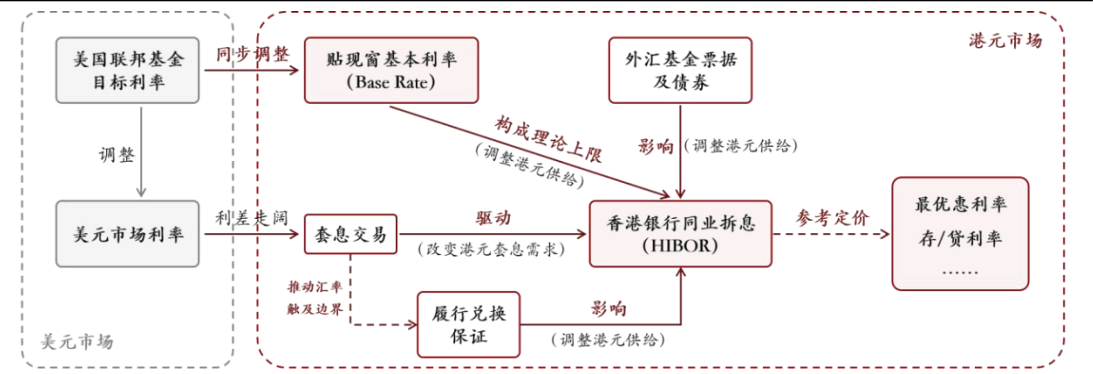
图表 7：美港利差出现显著负向利差时港元普遍走强、出现正向利差时港元走弱



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、利率：贴现窗基本利率直接挂钩美国联邦基金目标利率，市场利率则依赖套息交易与联系汇率制度的传导，基本跟随美元利率变动

图表 8：港元利率框架及美元流动性影响机制

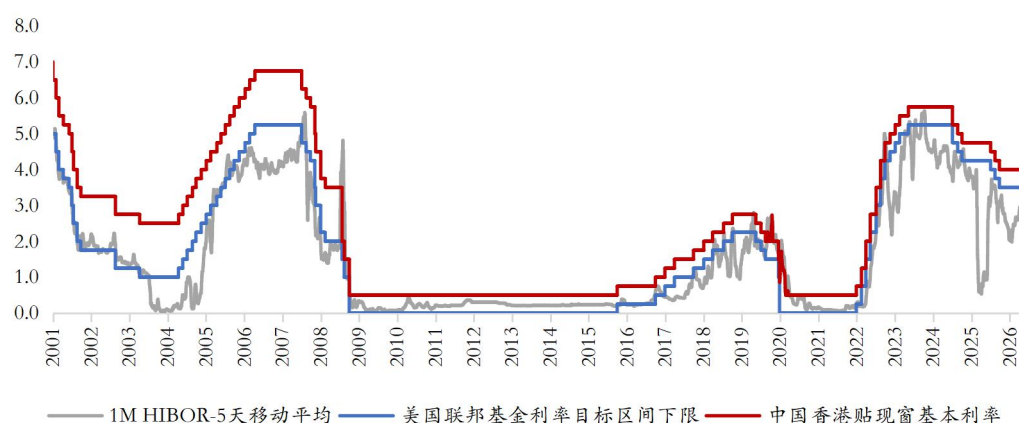


数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（一）政策利率：贴现窗基本利率与美国联邦基金目标利率直接挂钩，跟随美联储同步调整

基本利率是香港金管局设定的政策利率，作为贴现窗回购交易适用贴现率的基准，用于引导市场利率。根据三元悖论³，在联系汇率制度下，香港金管局须被动跟随美联储调整利率。基本利率设定为当前美国联邦基金利率目标区间的下限加 50BP，或隔夜及 1 个月香港银行同业拆息 5 天移动平均数的平均值，以较高者为准⁴。历史上，美联储加息（降息）时，香港金管局基本同步上调（下调）基本利率（见图表 9）。

图表 9：香港贴现窗基本利率变动（%）



数据来源：Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）市场利率：HIBOR 通过“套息交易→资本流动/香港金管局干预→利率调整”的传导路径，基本跟随美元利率变动

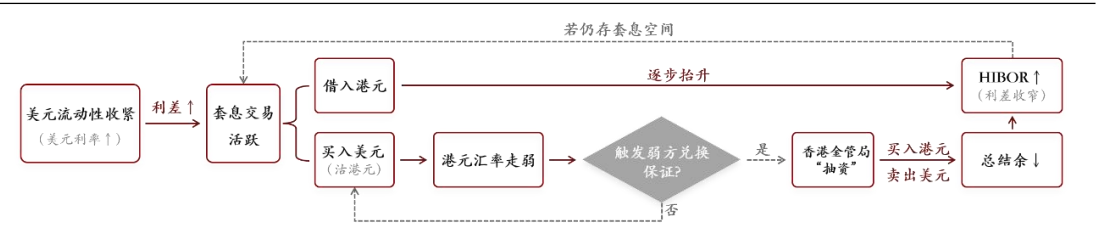
³ 在开放经济条件下，一个国家无法同时实现货币政策独立性、汇率稳定性和资本自由流动性，最多只能选择其中两个目标。

⁴ 公式表示为：基本利率 = $\max$ （美国联邦基金利率目标区间下限+50 基点，隔夜及 1 个月香港银行同业拆息 5 天移动平均数的平均值）。

HIBOR 是银行间市场融资成本的重要指标，主要反映银行体系流动性变化，也是香港最优惠利率（Prime Rate）等其他利率的重要参考基准。

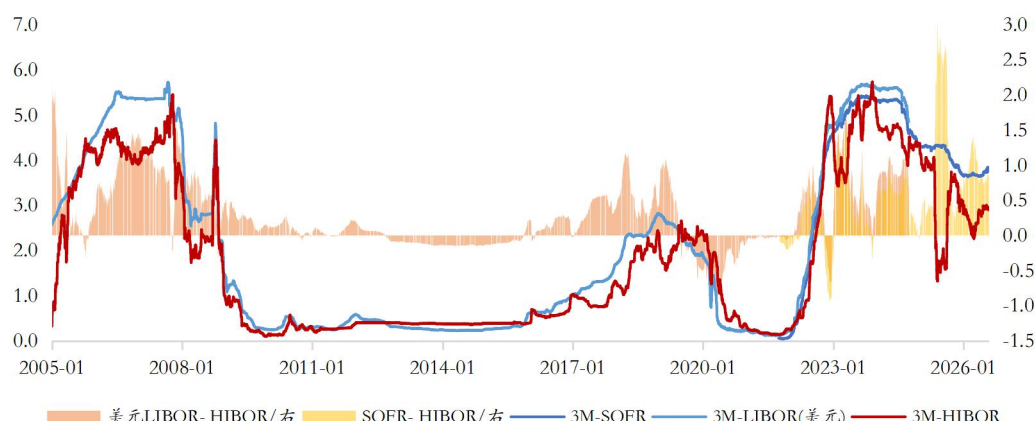
HIBOR 基本跟随美元利率变化，主要依赖国际套息交易与联系汇率制度的自动调节。当美元流动性收紧时、美元利率上升，与港元利率的显著正向利差引发市场套息交易：一方面，港元借入需求增加逐步抬升 HIBOR；另一方面，如前文所述，套息行为若触发香港金管局弱方兑换保证，直接影响银行体系港元流动性供给，进一步推升 HIBOR。比如，2025 年 5 月，香港金管局多轮“注资”下，HIBOR 背离美元利率上行的走势大幅回落，3 个月美港利差中枢由 4 月的 0.4% 升至 5 月的 2.1%，引发套息交易活跃、叠加港元触发弱方兑换保证，3 个月 HIBOR 被重新拉回至贴近美元利率的水平（见图表 10-12）。

图表 10：美元流动性对 HIBOR 的影响（以美元流动性收紧为例）



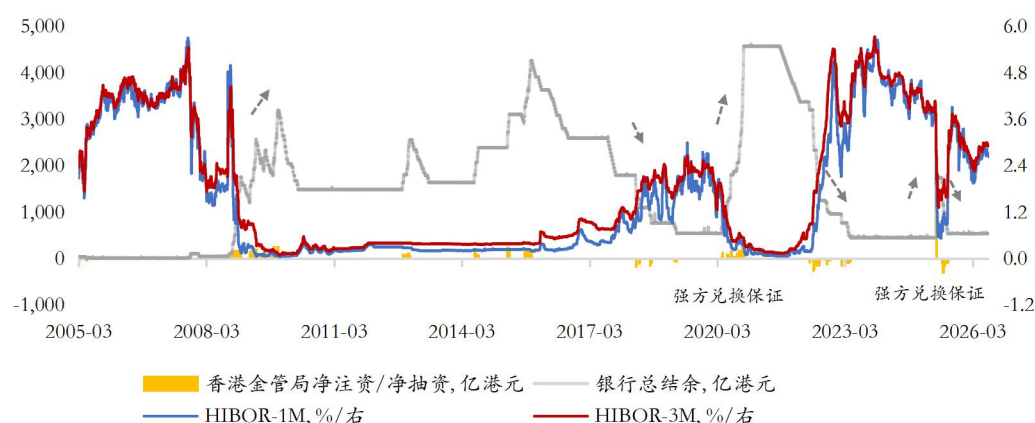
数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 11：当美港出现正向利差时、HIBOR 跟随美元利率走升，反之转为负向利差时、HIBOR 跟随美元利率回落（%）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 12：香港金管局履行兑换保证、港元供给变动亦会影响 HIBOR 走势



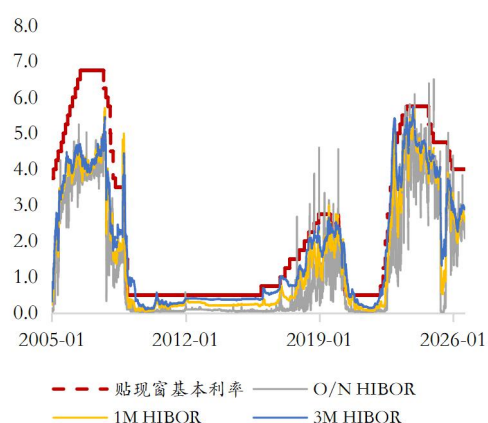
数据来源：Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

香港金管局通过贴现窗、外汇基金票据及债券等工具调节 HIBOR、缓解其大幅波动压力。在联系汇率制度下，政策目标聚焦于汇率，港元流动性供给变动通常是对汇率锚定机制的被动响应，香港金管局对货币“量”的调控工具相对有限。除履行兑换保证外，香港金管局还可通过贴现窗、外汇基金票据及债券影响 HIBOR，缓解其大幅波动压力。

1. 贴现窗：香港金管局通过贴现窗操作满足商业银行

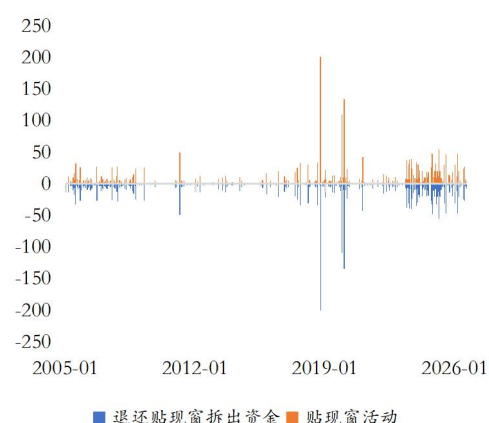
流动性管理需求，理论上贴现窗基本利率构成 HIBOR 的上限，引导其趋近美元利率，实践中其操作规模通常较低（见图表 13-14）。

图表 13：基本利率引导 HIBOR 变动(%)



数据来源：Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

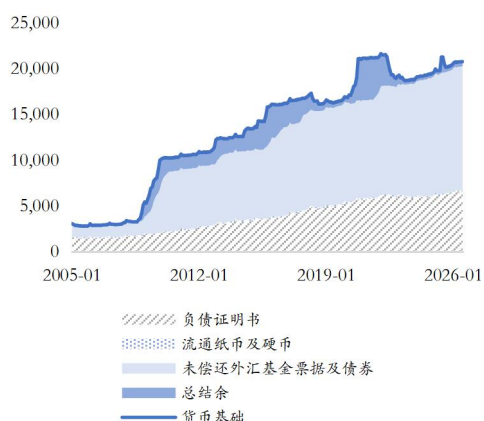
图表 14：香港金管局贴现窗操作(亿港元)



数据来源：Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 外汇基金票据及债券：其发行既有固定常规机制，也可根据银行体系流动性状况与市场需求灵活增发。香港金管局可以在不改变货币基础的前提下，通过外汇基金票据及债券与总结余之间相互转化，调节银行间流动性，进而影响 HIBOR 变动（见图表 15）。例如，2021 年 9 月-2022 年 2 月期间，香港金管局先后 24 次增发 91 天期外汇基金票据，总计发行约 1,200 亿港元，回笼银行间过剩流动性，推动总结余由 4,575 亿港元降至 3,376 亿港元，为 HIBOR 提供支撑（见图表 16）。

图表 15：香港货币基础结构（亿港元）



数据来源：Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 16：通过外汇基金票据及债券调节流动性



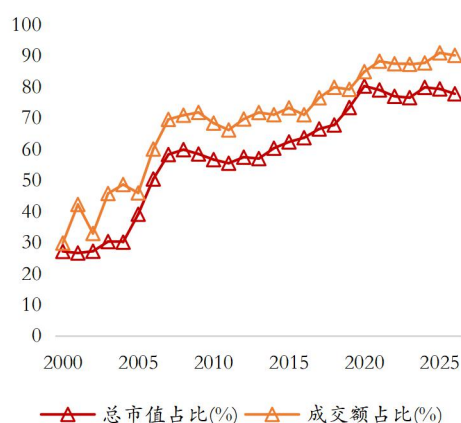
数据来源：Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、股市：美元流动性变化通过资本流动与贴现率传导至港股，方向与强度由基本面（中国内地）和资金面共同决定

港股市场结构有着典型的双重特征，一是上市公司来源高度集中于中国内地。截至 2026 年 7 月末，中国内地企业数量、市值占港股上市企业数量、市值的比重分别为 59.4%、77.4%，前 7 月日均成交金额占比达 90.4%，港股盈利与中国内地经济周期深度绑定，构成估值模型的分子端。二是投资者结构以国际机构为主导。境外机构投资者长期为港股第一大交易主体⁵，其全球配置行为使港股贴现率与风险偏好深度嵌入美元流动性环境，构成估值模型的分母端（见图表 17-20）。

⁵ 2019 年占市场成交总额的 36.6%，后续港交所不再公布港股投资资金来源分地区数据。

图表 17：中资股占港股总市值及成交额比重



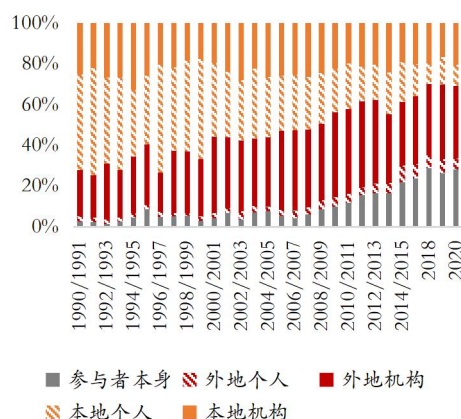
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 18：恒指与上证涨幅（周度）相关性波动走升（52 周窗口期）



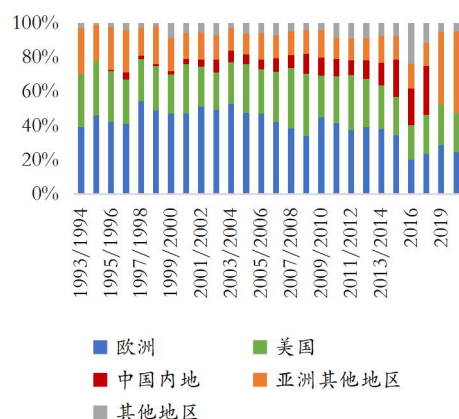
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 19：各买卖类别占交易额的比重⁶



数据来源：香港交易及结算所有限公司（港交所）、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 20：按来源地划分海外投资者买卖所占的比重⁷



数据来源：港交所、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

双重锚定背景下，美元流动性松紧对港股的影响主要通过两条路径传导：一是资金流动渠道（数量层面），美元流动性变化引致国际资金进出港股市场，改变市场的资金

⁶ 1. 在港交所《现货市场交易研究调查》中，市场成交金额按投资者类别划分为本地投资者、海外投资者及交易所参与者本身的交易三大类。交易所参与者本身的交易指交易所参与者（即联交所持牌经纪行）以其公司自营户口进行的买卖，而非代客执行的交易。2. 统计区间在 2015 年及之前采用跨年度口径，如“1990/1991”代表 1990 年 10 月至 1991 年 9 月；2016 年起改为自然年度口径（1 月至 12 月）。2017 年度未公布统计数据。

⁷ 2019-2020 年港交所不再公布海外投资者中中国内地的占比数据，合并至亚洲其他地区进行统计。

供给；二是贴现率渠道（价格层面），联系汇率制度下港元利率跟随美元利率变动，通过贴现率影响港股估值中枢。

（一）资金流动渠道：主动资金对美联储数量型工具更敏感，被动资金趋势性流入、穿越货币政策周期，近年资管被动化配置加速、系统性弱化资金流动与行情联动性

1. 主动资金对美联储数量型政策工具反应更敏感、价格型工具方向变化不稳定（主要受美元资产避险属性影响）。从 2000 年以来的货币政策周期对照看（见图表 21），美联储数量型工具对港股资金流向的影响方向相对确定，四轮量化宽松（QE）期间主动资金均为净流入；量化紧缩（QT）期间则均为净流出。

比较看，美联储价格型工具对主动资金的影响方向并不稳定。三次加息周期中主动资金一入两出（2004–2006 年净流入约 20.7 亿美元，2015–2018 年、2022–2023 年分别净流出约 42.9 亿、25.5 亿美元）。四次降息周期均为净流出，源于降息多对应衰退或危机阶段，主动资金在此期间倾向于避险撤离，而非因流动性充裕流入港股；待降息推动流动性环境转为宽松、全球风险偏好修复后，主动资金逐步转为流入。

2. 被动资金则趋势性流入。近年持续净流入源于全球资管行业被动化趋势驱动的“机械性配置”、穿越多轮货币政策周期，与美元流动性松紧并无稳定关联（见图表 21），当市场对中国经济基本面乐观预期走升时（如 2024 年

“924”政策后)，被动资金流入节奏明显加快。EPFR 数据显示，“924”政策落地前（2024 年前 38 周），港股被动资金周均净流入约 0.4 亿美元；政策落地后（第 39–52 周），周均净流入升至约 2.5 亿美元。

图表 21：新兴市场投资基金研究公司（EPFR）口径下港股各类型资金在主要货币政策周期中的资金流情况⁸

货币政策		区间	资金流(百万美元)					
			主动资金		被动资金	合计		
数量型	QE	2008年11月-2010年3月	1,349		1,657		3,006	
		2010年11月-2011年6月	452		580		1,032	
		2012年9月-2014年10月	1,897		2,652		4,549	
		2020年3月-2022年3月	2,955		14,239		17,193	
	QT	2017年10月-2019年8月	(4,399)		3,750		(649)	
		2022年6月-2025年12月	(6,397)		34,170		27,773	
价格型	降息	2001年1月-2003年6月	(625)		267		(358)	
		2007年9月-2008年12月	(5,058)		1,759		(3,299)	
		2019年8月-2020年3月	(1,850)		1,524		(326)	
		2024年9月-2025年9月	(1,331)		22,906		21,575	
	加息	2004年6月-2006年6月	2,069		648		2,717	
		2015年12月-2018年12月	(4,286)		7,441		3,155	
		2022年3月-2023年7月	(2,545)		7,732		5,187	

数据来源：EPFR（Emerging Portfolio Fund Research）、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

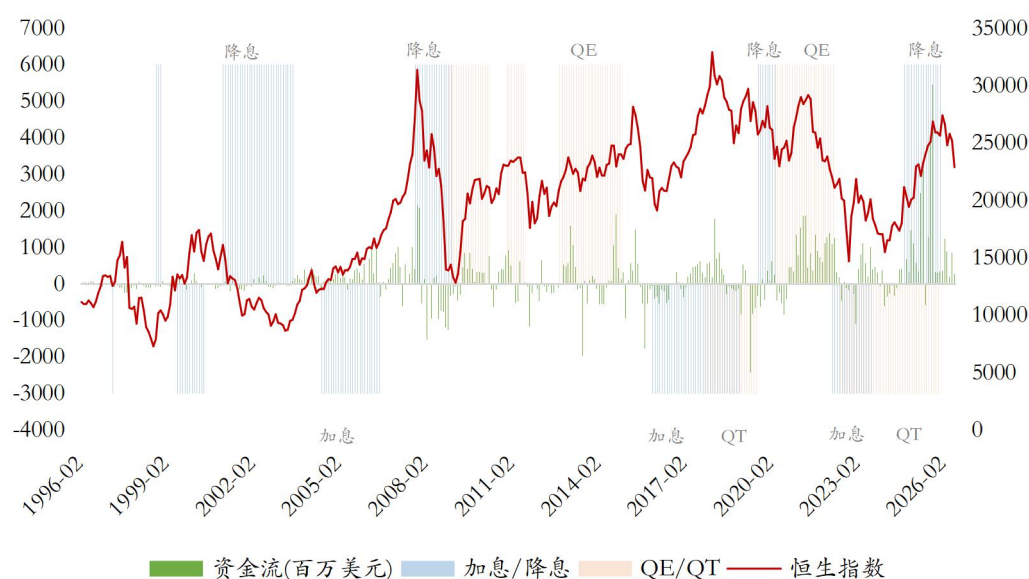
3. 资金流动与恒生指数（恒指）走势呈现不对称关系。

以 EPFR 口径下的资金流动为观察窗口，一方面，资金持续流入并不必然对应恒指上涨，2020–2023 年恒指连续 4 年下跌（-3.4%、-14.1%、-15.5%、-13.8%），同期 EPFR 口径资

⁸ EPFR 数据仅覆盖“基金”类投资者（公募基金及 ETF）；不含港股通（南向）资金，亦不包含主权基金、养老金、对冲基金及银行自营盘等非基金类投资者的交易。

金净流入分别为 17.8 亿、128.7 亿、22.4 亿、49.9 亿美元。这一背离更多源自恒生指数扩容带来的技术性“估值稀释”效应，即：恒指在 2020 年启动第二轮大幅扩容，纳入互联网、生物医药等高估值新经济股票，推高恒生指数估值中枢，在随后的全球科技股估值回调中新经济公司股价大幅下跌、拖累恒指表现。另一方面，恒指大涨阶段常有大量且持续的资金流入相配合。2009 年恒指上涨 52.0%、合计资金净流入约 31.9 亿美元，2017 年（+36.0%）净流入约 43.5 亿美元，2025 年（+27.8%）净流入约 179.9 亿美元（见图表 22）。

图表 22：EPFR 口径下港股资金流与恒指走势

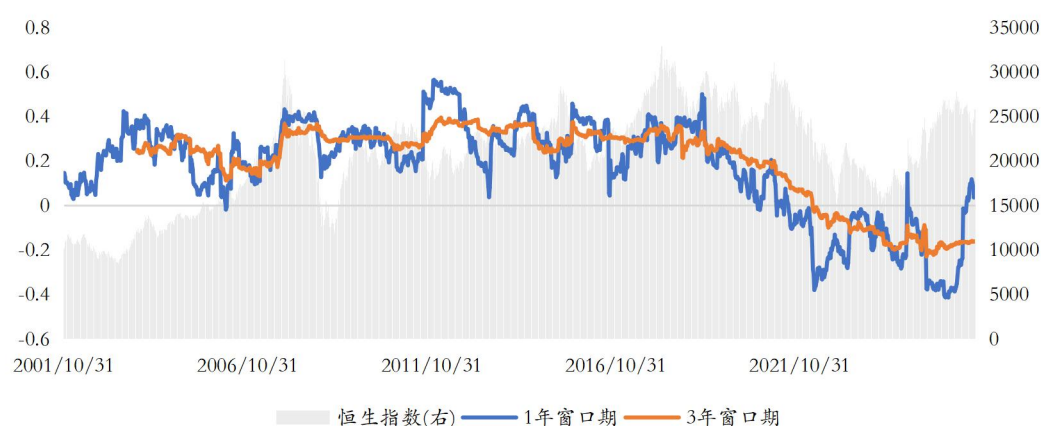


数据来源：WIND、EPFR、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

整体看，**恒指涨幅与资金流总体保持正相关、强度有限**。2020 年以前，全口径资金流与恒指周收益率的 1 年窗口相关性多数时间位于 0.1-0.5 之间，3 年窗口则多数在

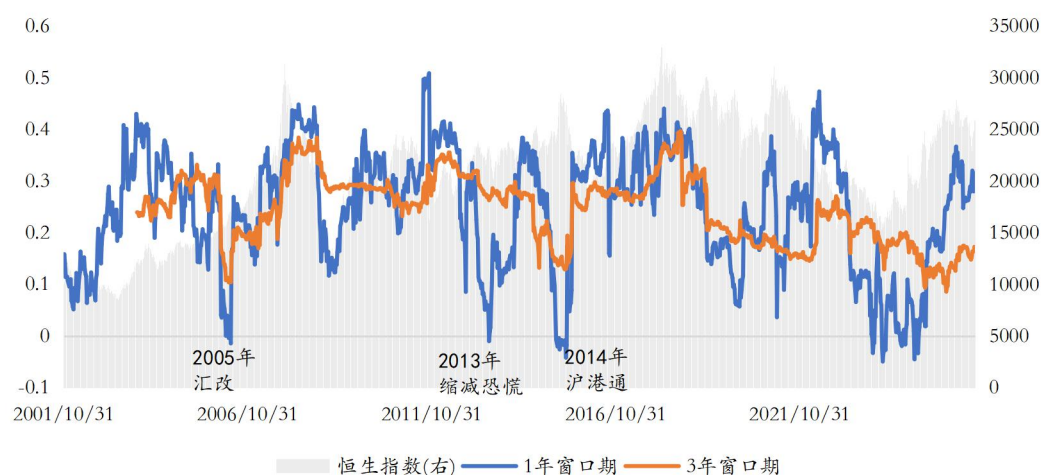
0.2-0.4 之间。总体属于弱至中等偏低的正相关关系，反映资金流虽在方向上与行情同步，但解释力有限。同时，相关性曾多次受外部事件扰动而出现阶段性走弱，例如 2005 年人民币汇改、2013 年美联储缩减恐慌、2014 年沪港通开通前后，主动资金 1 年窗口相关性一度回落至负值，全口径相关性亦明显下降。但上述事件影响消退后，相关性普遍恢复至历史中枢水平，并未形成持续的结构性偏离（见图表 23-24）。

图表 23：EPFR 口径下港股资金流与恒指涨幅（周度）滚动相关性（全口径）



数据来源：WIND、EPFR、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

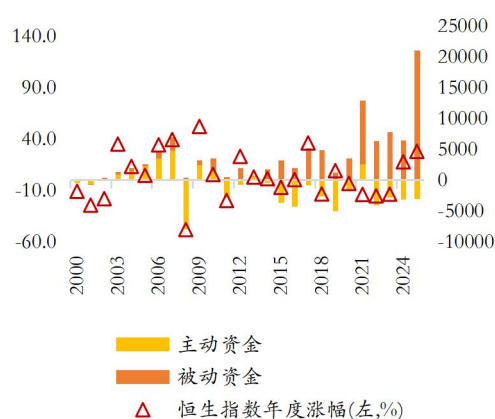
图表 24：EPFR 口径下港股资金流与恒指涨幅（周度）滚动相关性（主动资金）



数据来源：WIND、EPFR、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2019 年以来，恒指涨幅与资金流相关性趋势性下移，且迄今未回归历史中枢水平。全口径 3 年窗口滚动相关性自 2022 年 3 月起转入负值，至今未回升至正值区；主动资金相关性同步下移，但幅度显著小于全口径。二者分化的根源在于全球资管行业被动化进程在 2019 年后明显加速，交易型开放式指数基金（ETF）占全球受监管开放式基金净资产的比重由 2018 年末的 10.0% 升至 2026 年 1 季度末的 22.2%，绝对规模由 4.7 万亿美元增至 19.4 万亿美元。被动资金多承担资产再平衡及逆向抄底工具的角色，呈现越跌越买的机械性申赎特征，其占比的快速抬升系统性弱化乃至逆转全口径资金流与行情的同向关系（见图表 25-26）。

图表 25：港股年度涨幅与资金流入(百万美元, %)



数据来源：WIND、EPFR、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 26：全球受监管开放式基金中 ETF 净资产规模及占比(万亿美元, %)



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）贴现率渠道：传导美元流动性“价”的影响，实际影响力具有“时变”特征，南向资金定价影响力走升但尚未根本性影响美元利率锚定的一般规律

联系汇率制度下港元利率跟随美元利率变动，通过贴

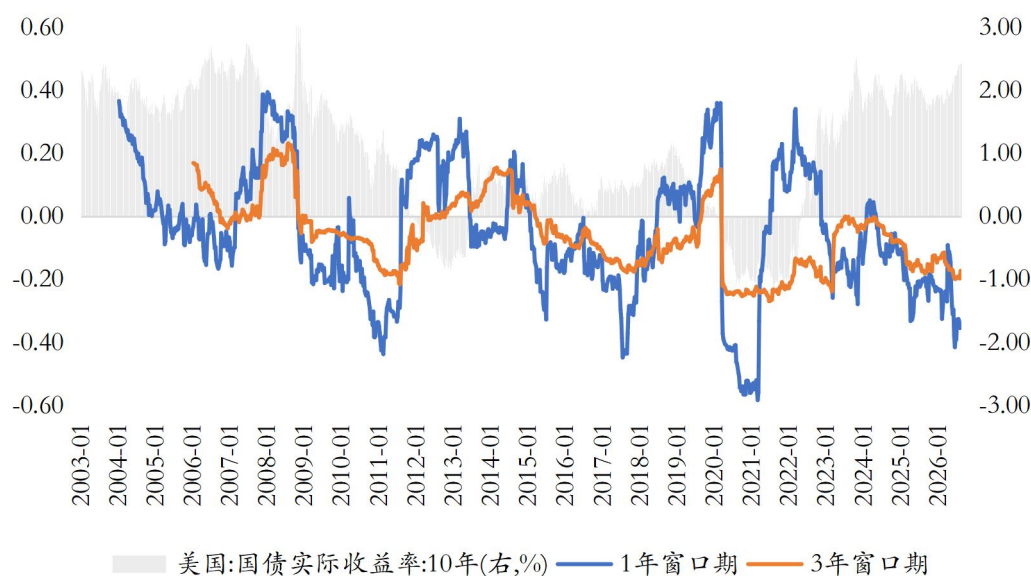
现率影响港股估值，10 年期美国通胀保值债券（TIPS）收益率是这一实际利率的常用代理变量⁹。将恒指涨幅（周度）与 10 年期 TIPS 收益率的周度变动做 1 年、3 年窗口的滚动相关性分析（见图表 27），结果显示二者之间并不存在稳定的负相关关系。整体看，贴现率渠道在机制层面虽然成立，但其在港股定价中的实际影响力呈“时变”特征，两类窗口期值得关注：

一是高度负相关时期。2020 年 9 月至 2021 年 3 月，1 年窗口相关性持续低于-0.5，是样本区间内负相关最强的时期。无限量 QE 推动 TIPS 收益率大幅下行，恒指自 2020 年 3 月低点波动反弹至 2021 年 2 月，两者走势反向。反映当实际利率趋势性下行（利好恒指走升）且分子端未构成反向扰动（若基本面走弱、不利于恒指走升）时，贴现率渠道的传导能够在数据中得到清晰识别。

二是正相关时期。2007-2008 年（金融危机）、2011-2013 年（欧债危机后修复）、2018-2020 年初（贸易摩擦叠加疫情冲击）、2021-2022 年（监管政策叠加地产周期）TIPS 收益率与恒指同向变动，均为增长或风险事件主导定价的阶段，分子端（盈利预期）波动压倒分母端（贴现率），使得 TIPS 收益率与恒指之间原有的反向关系被弱化或逆转。

⁹ 股票长期现金流具备抵御通胀的能力，因此理论上应采用扣除通胀预期后的实际贴现率，即 10 年期美国通胀保值债券（TIPS）收益率作为代理变量。

图表 27：恒指涨幅（周度）与 10 年期 TIPS 收益率周度变动的滚动相关性



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

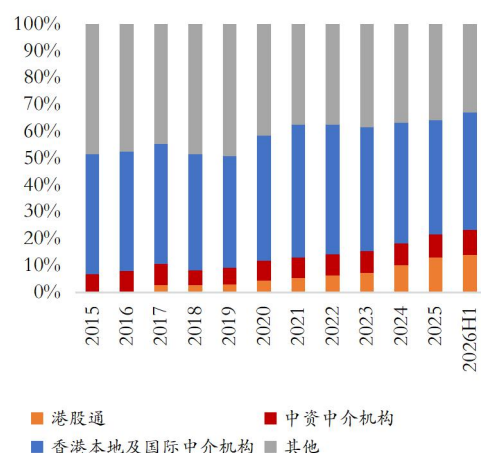
值得注意的是，南向资金逐步崛起影响美元流动性传导效率。2014 年沪港通、2016 年深港通相继开通后，南向资金对港股的影响持续上升。港股通持股占比从 2017 年的 2.7% 升至 2026 年 6 月末的 13.9%，中资中介机构持股占比同期从 7.9% 升至 9.2%；2025 年南向资金日均成交金额 1,211 亿港元，占港股现货市场日均成交总额的 24.2%，较 2014 年的 0.7% 显著提升。反映港股资金来源正从单一的“美元潮汐”逐步转向“美元 + 内地资金”双源主导（见图表 28-29）。

图表 28：沪深港通南向日均成交金额



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 29：港股市场各类投资者持股占比



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

资金结构的变化对两条渠道的传导效率均有影响：在资金流动层面，南向资金提供独立于美元流动性框架的增量资金来源，削弱外资流动带动港股涨跌的传统规律；在贴现率层面，中国内地投资者占比上升意味着边际定价力量对美元利率变动的敏感度下降，其定价逻辑更多锚定中国内地基本面与政策预期。总体而言，南向资金的崛起已在边际上改变港股的资金供给结构，对港股影响力走升；但联系汇率制度下港元利率跟随美元利率变动、港股估值分母端的核心锚定（美元利率）尚未发生根本改变。

四、楼市：美元流动性“量”的扩张与收缩影响楼价周期，“价”的传导则被楼价黏性与基本面约束钝化

（一）数量工具层面：美联储扩表接力推动楼市长牛、缩表期间楼价盘整或下行，基本面因素是重要扰动变量

美联储扩表期间，楼价总体上行、上行幅度受基本面

约束。联系汇率制度下，美联储扩表释放的美元流动性进入香港市场，压低本地利率与按揭成本、宽松银行信贷条件，将增量流动性转化为楼市购买力。2008—2014 年，三轮 QE 接力释放流动性，香港楼市进入长周期上行通道：私人住宅售价指数自 2008 年末的 105 点持续上行至 2015 年 9 月的 306 点。2020 年疫情后的无限量 QE 规模空前，楼价表现相对钝化，指数全年横盘整理（373-387）、至 2021 年 9 月小幅创出新高（398）；彼时疫情冲击与本地社会事件阶段性拖累市场信心，反映流动性向楼市的传导需要基本面支撑（见图表 30）。

缩表期间，楼价走势往往盘整或下行。2017—2019 年首轮缩表期间，因加息节奏温和，楼价冲高后转为高位盘整，未出现趋势性下跌；而 2022—2024 年缩表与 40 年来最快加息叠加，美元流动性量价齐紧，楼价低点（2025 年 3 月）较 2021 年 9 月峰值累计下跌 28.4%，为 2003 年以来最深的一轮调整。

图表 30：香港私人住宅售价指数与美联储资产负债表规模



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）价格工具层面：利率向楼市的传导被楼价黏性钝化，成交量敏感、成交价滞后

理论上，美元利率通过 HIBOR 传导至香港按揭利率，利率上行推升供楼成本、抑制购房需求，楼价则承压下行。但实践中，楼价对 HIBOR 敏感度有限（见图表 31），原因在于高交易成本与自住属性使持有者在利率上升初期倾向于惜售而非降价，形成价格黏性。以美联储政策利率调整后 0 至 11 个月的成交量与成交价同比变化观察（见图表 32），利率向楼市的传导呈现以下特征：

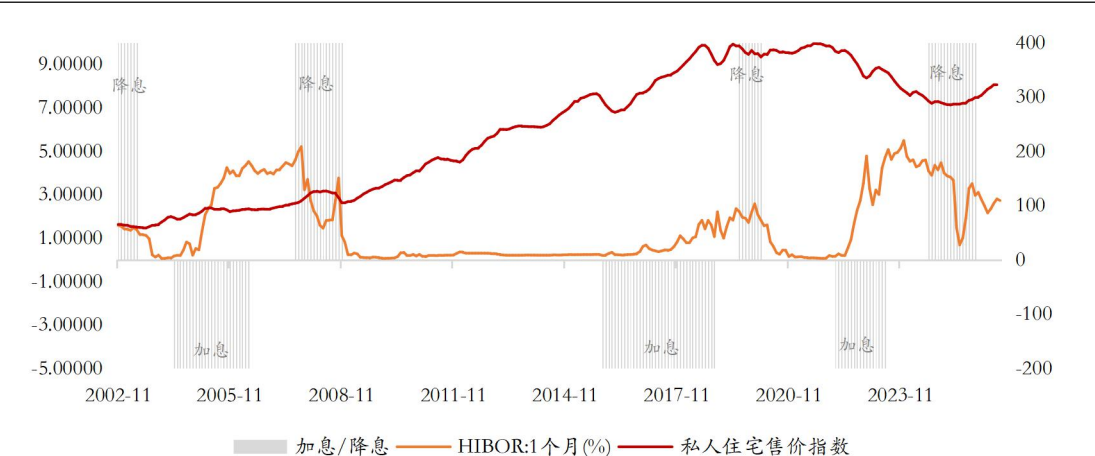
一是楼市成交量对利率相对敏感且即时。加息周期初期，成交量在第 0-3 个月即大幅收缩，2015—2018 年加息周期降幅介于 34%至 67%，2022—2023 年降幅介于 34%至 59%。利率抬升扩大买卖双方预期差，买家观望、卖家惜售，市场活跃度率先收缩。降息初期成交量往往率先迎来爆发式反弹，例如 2024 年 9 月 19 日美联储重启降息，10-12 月香港楼宇买卖合约数量分别同比增长 110.9%、134.9%、50.2%。

二是楼市成交价存在明显的下行黏性。不同于股票的高频交易与高流动性，香港房地产市场交易成本高、交易周期长，且具备自住实物属性，楼价对美元流动性变化的响应相对钝化且滞后。加息初期持有者倾向于惜售观望而非降价变现，利率抬升首先冻结交易意愿而非价格本身。

因此，加息期间楼价极少立即暴跌：2004-2006 年加息期间，香港楼价趋势性上行；2015 年、2022 年加息初期，楼价降幅亦较为有限¹⁰。

三是降息并不必然拉动楼价。长周期视角看，香港楼价受人口预期、经济前景、土地供给、政策税制、宏观资金等多重变量影响。2001—2003 年（互联网泡沫破裂、通缩与非典型性肺炎冲击）与 2019—2020 年（地缘局势、人口流动叠加疫情）两轮降息周期中，楼价总体震荡下行¹¹。

图表 31：香港私人住宅售价指数与 1 个月 HIBOR



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 32：香港私人住宅售价指数、楼宇买卖合约数量同比变化（%）

政策周期	区间	指标	美联储政策利率调整后第N个月同比变化(%)											
			0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
降息	2001年1月-2003年6月	交易价	-1	-18	-14	-12	-11	-6	-7	-10	-12	-15	-12	-10
		交易量	-33	-16	-44	-15	21	55	-7	-25	-13	-32	-45	-62
	2007年9月-2008年12月	交易价	13	17	22	26	29	30	29	26	26	25	21	18
		交易量	-8	75	116	88	99	60	18	-3	-25	1	-21	-55
	2019年8月-2020年3月	交易价	-2	-2	0	5	6	5	2	0	-4	-3	-2	-2
		交易量	-19	-10	-7	20	34	-39	-8	-28	-50	-32	-41	-17
加息	2024年9月-2025年9月	交易价	-13	-10	-8	-7	-7	-6	-8	-7	-6	-5	-3	-1
		交易量	3	111	135	50	16	40	41	-29	-13	42	39	36
	2004年6月-2006年6月	交易价	26	28	32	33	33	29	27	23	22	21	20	23
		交易量	58	10	-10	34	0	49	25	7	-10	-23	56	66
	2015年12月-2018年12月	交易价	2	-2	-6	-7	-8	-8	-8	-7	-6	-3	1	5
		交易量	-34	-66	-67	-47	-1	-9	-19	-23	47	80	94	124
2022年3月-2023年7月	交易价	-2	-2	-2	-3	-5	-7	-9	-12	-14	-15	-13	-10	
	交易量	-59	-47	-11	-34	-53	-30	-35	-32	-47	-45	-17	-62	

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

¹⁰ 2004 年 6 月-2006 年 6 月、2015 年 12 月-2018 年 12 月、2022 年 3 月-2023 年 7 月，香港私人住宅售价指数分别累计变化 23.6%、26.1%、-9.8%。
¹¹ 2001 年 1 月-2003 年 6 月、2019 年 8 月-2020 年 3 月，香港私人住宅售价指数分别累跌 26.5%、2.5%。

五、2026 年：美元流动性紧平衡下香港金融市场表现

（一）美元流动性：总量暂稳但缓冲工具几乎耗尽、脆弱性抬升，需关注美联储后续政策方向

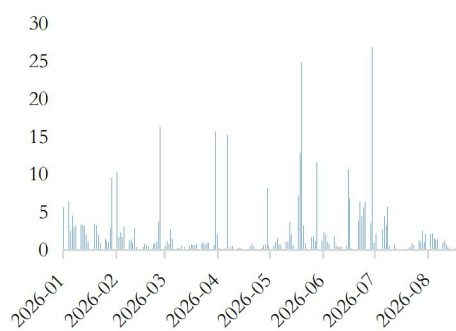
联邦基金市场总量暂稳，流动性缓冲工具接近枯竭、脆弱性抬升。量上看，2025 年底美联储停止缩表并转为技术性购债，随后资产负债表规模边际回升¹²。2026 年以来，准备金占银行总资产比重 11.7%-12.6% 波动¹³，尚未实质性进入稀缺、但充裕的安全边际已极为有限（详见前期报告《美元流动性的三维度观测（美元流动性系列专题之二）》），同时隔夜逆回购（ON RRP）规模已近乎枯竭¹⁴，抬升市场对季末、财政缴税、国债集中发行等外部冲击的敏感度与脆弱性（见图表 33-34）。价上看，尽管有效联邦基金利率（EFFR）年内在 3.62%-3.64% 区间内运行，但仍贴近利率走廊（3.50%-3.65%）上限。

图表 33：2025 年以来准备金余额水平变化



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 34：隔夜逆回购协议（ON RRP）规模（十亿美元）



数据来源：FRED(美联储经济数据)、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

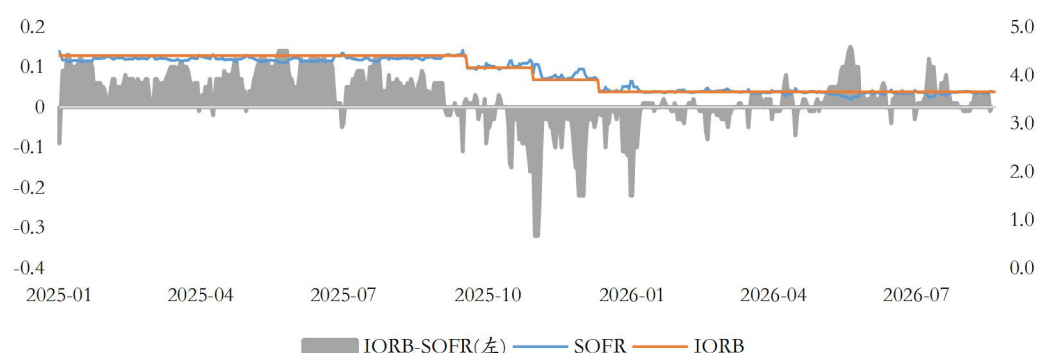
¹² 2026 年以来总资产规模由 6.57 万亿美元（1 月 7 日）小幅扩张至 6.76 万亿美元（8 月 12 日），分别约为峰值（2022 年 4 月）的 73.3%、75.4%。

¹³ 2026 年以来准备金在 2.88 万亿-3.18 万亿美元间浮动，占银行总资产比重在 11.6%-12.6%。

¹⁴ 2026 年 8 月 19 日 ON RRP 中的资金规模为 3.17 亿美元，仅为峰值的 0.012%。

回购市场成本压力边际改善，一级交易商中介压力仍存。价上看，伴随美联储技术性购债，年内有担保隔夜融资利率（SOFR）回落，二季度以来总体位于准备金余额利率（IORB）下方¹⁵。量上看，一级交易商国债逆回购规模与准备金余额的比值年内持续维持在 1.1 以上的相对高位。

图表 35：2025 年以来 SOFR 走势（%）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

向后看，联邦基金市场、回购市场保持紧平衡，美联储调控工具相对充足，短期风险可控；年内需关注更广范围内的潜在风险：一是 AI 资本开支以债务驱动为主，信用风险敞口持续积累。债务驱动模式下，若资本回报不及预期，信用市场率先承压，信用利差走阔将收紧美元信用供给，并传导至更广泛的美元流动性体系。二是美债长端利率的无序上行风险正在累积。7 月以来 30 年期美债收益率总体处于 5% 以上高位。长期国债作为回购市场的核心抵押

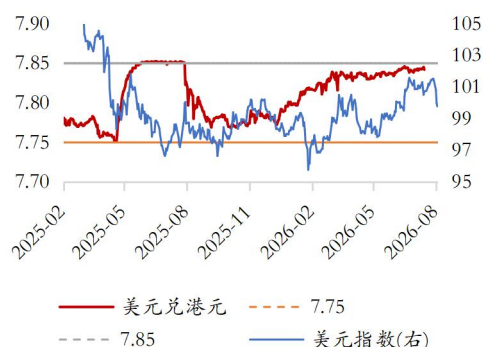
¹⁵ 2026 年 IORB-SOFR 的利差均值分别为：1 月-1BP、2 月-2BP、3 月 0BP、4 月+1BP、5 月+7BP、6 月+2BP、7 月+3BP，相较于 2025 年 4 季度（-7BP）显著改善。

品，价格持续下跌将削弱市场融资能力，形成“抵押品贬值—融资能力收缩—被迫抛售—进一步贬值”的循环。美国财政部计划通过扩大长期国债回购规模介入长端市场管理，但暂未明确回购的资金来源。此外，美联储新主席凯文·沃什上任后政策框架尚不明朗，利率路径的市场预期持续分化，美联储政策路径的不确定性进一步放大上述脆弱性。

（二）香港金融市场：美联储紧缩预期升温背景下港汇整体偏弱，股市呈现“先扬后抑，年中触底反弹”的V型走势，住宅市场交投活跃、楼价连涨13个月

汇率利率：年内港元汇率在7.78至7.85区间内运行，美港利差呈先走阔后小幅收窄态势。年初因年结资金需求减退、HIBOR回落，美港利差走阔、提升套息交易吸引力，港元汇率转弱。3月中东地缘冲突爆发，香港“避风港”属性吸引资金流入，推动港元走强（3月港元汇率多次升至7.8附近）、HIBOR走低（1-3月3M SOFR与HIBOR利差均值：0.79%、0.97%、1.27%）。进入二季度，恒指表现相对偏弱，叠加美联储加息预期升温、美元指数波动走强，港元6月跌至7.84附近，创10个月低位，7-8月延续在7.84附近窄幅运行。4月以来，受港股IPO活动“抽水”、美联储加息预期持续、恒指走升等叠加影响，HIBOR走升后趋稳（4-7月利差均值：1.17%、0.84%、0.80%、0.82%，见图表36-37）。

图表 36：2025 年以来美元兑港元走势



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

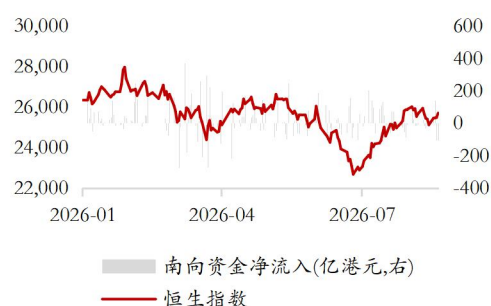
图表 37：3 个月 HIBOR 及利差走势(%)



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

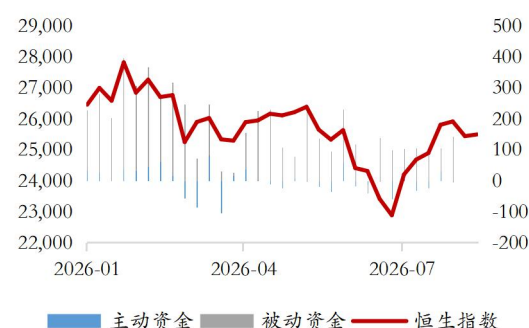
股市：年内恒指呈“先扬后抑，年中触底反弹”的 V 型走势。年初承接 2025 年升势，1 月 29 日升至年内高位 27,968 点；2-6 月波动回调，6 月 26 日跌至年内低位 22,672 点，上半年累跌 10.7%；7 月强势反弹，单月涨幅 13.1%，领涨全球主要股指¹⁶。资金面上，EPFR 口径下，上半年主动资金、被动资金净流入分别为-2.9 亿、41.3 亿美元；南向资金逆势流入，前 7 月累计净流入 3,639 亿港元（见图表 38-39），延续被动资金趋势性流入特点。

图表 38：恒指走势与南向资金净流入



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 39：EPFR 口径下港股资金流情况（百万美元）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

¹⁶ 2026 年 7 月，全球主要股指涨幅：纳斯达克-3.2%、道琼斯工业 0.32%、伦敦富时 100 指数 3.53%、韩国综合指数-22.19%、东京日经 225 指数-8.14%、上证综指-6.4%。

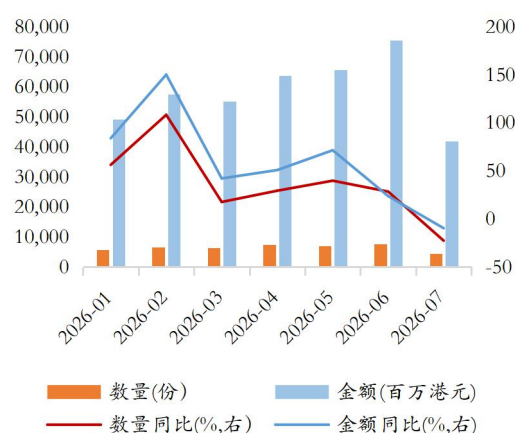
楼市：年内住宅市场延续复苏态势，交投活跃、楼价连涨 13 个月。成交量上，前 7 月住宅楼宇买卖合约量、额分别为 45,272 宗、4,088 亿港元，同比各增 30.4%、47.9%，增速较 2025 年（+18.3%、+14.4%）进一步走高；截至 6 月，私人住宅售价指数为 323.2，连续 13 个月上涨，1-6 月累涨 7.9%。最新楼价指数较 2021 年 9 月（398.1）的历史高位仍有约 19% 的差距（见图表 40-41）。除了年初降息预期提振外，复杂地缘形势下国际资金增配香港资产、香港特区政府持续“汇企引才”、供给收缩等亦是支持因素（详见前期报告《香港地产市场交投动态观察》）。

图表 40：香港私人住宅售价指数



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 41：香港住宅楼宇买卖合约量、额



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心



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。