

保持「聯繫」

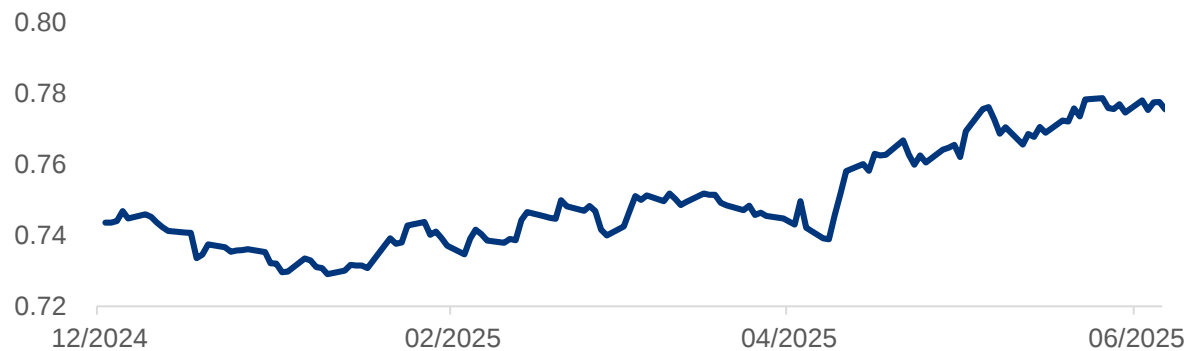
Pegged to Stay

2025年6月20日

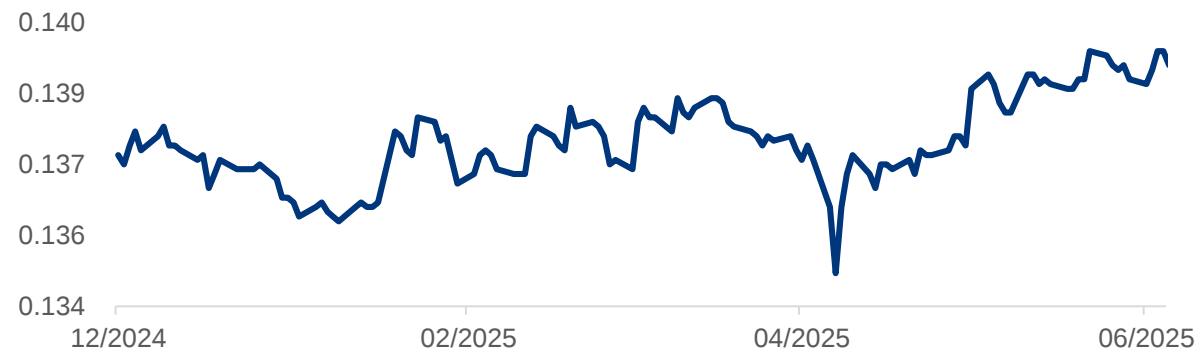
亞洲貨幣轉強，全因美元變弱

同時也反映資金流入亞洲

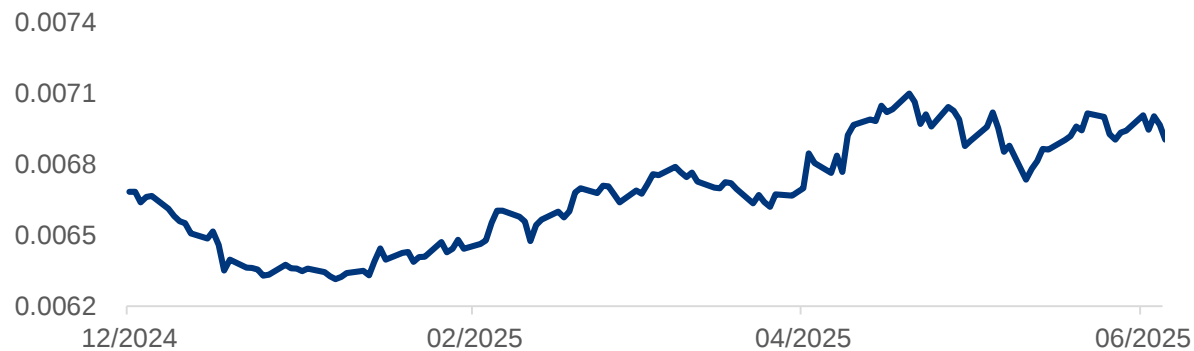
新加坡元兌美元



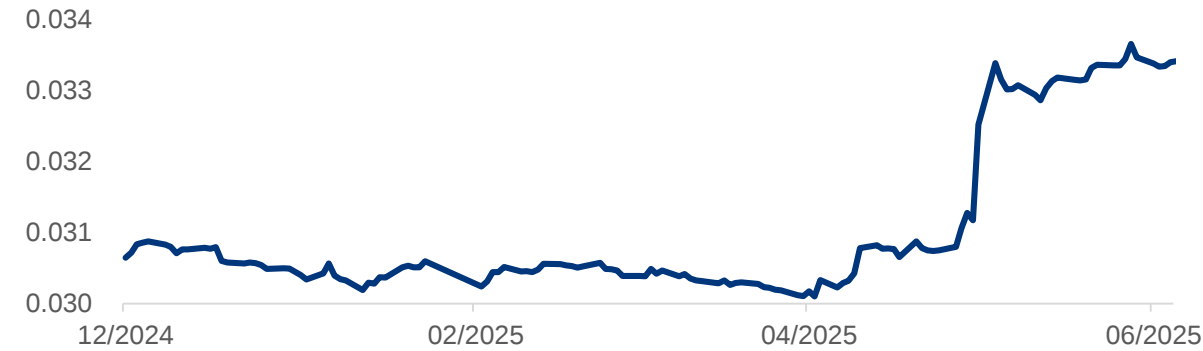
人民幣兌美元



日圓兌美元



新台幣兌美元



資料來源：Bloomberg

美元兌換港元最近先強後弱，但仍在7.75至7.85之間徘徊

美元兌港幣

7.86

7.84

7.82

7.80

7.78

7.76

7.74

2009 2010 2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018 2019 2020 2021 2022 2023 2024 2025

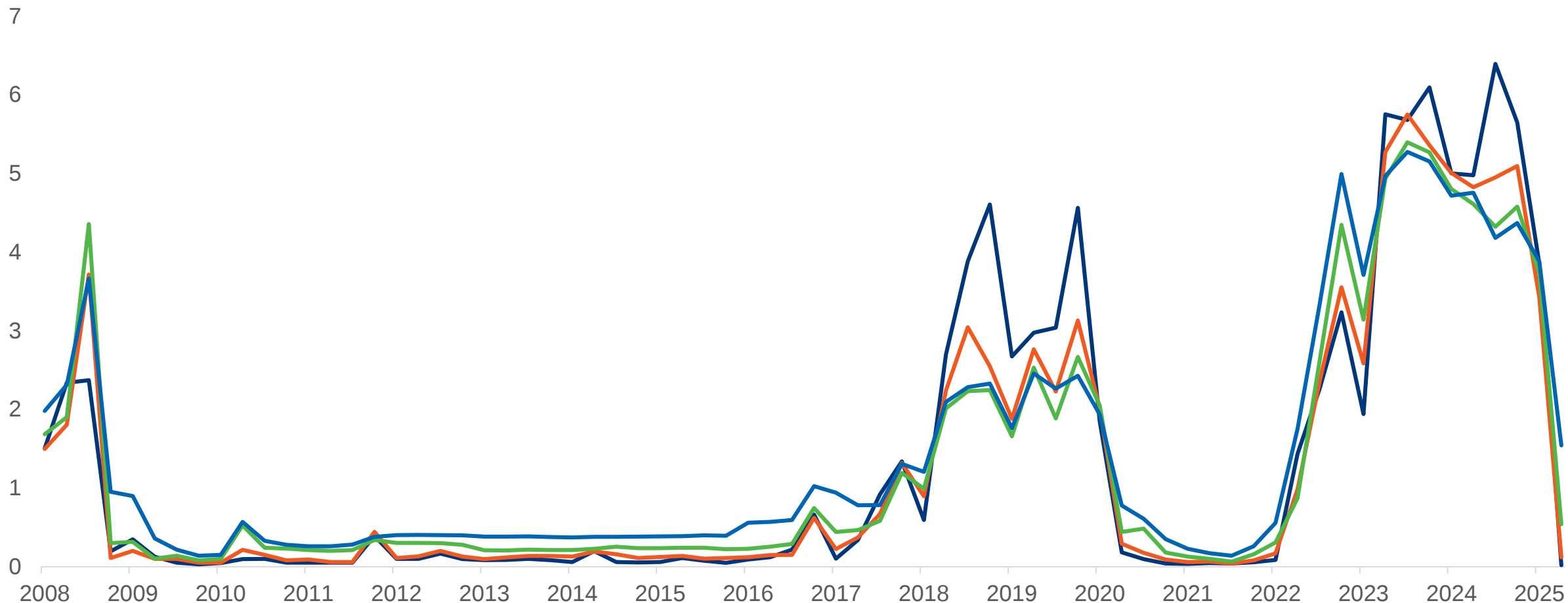
資料來源：Bloomberg

由於現在香港同業拆息已在超低水平

令港元徘徊在弱方，當港元到達7.85，金管局會買入港元，維持港元在範圍之內浮動，但因此拆息有機會回升

(香港同業拆息利率,%)

— 隔夜 — 一週 — 一個月 — 三個月



資料來源：Bloomberg

美匯指數向下，令港元通常徘徊在強方

雖然港元匯率現在弱方，但應不會太長久，只因美匯弱勢將持續

美匯指數趨勢影響港元強弱



資料來源：CEIC

美匯繼續下跌的趨勢，令套利活動風險增加無利可圖

USD/HKD 7.8495	HK\$	US\$
本金	1,000,000	127,397
利息	-0.55	+14.9
隔夜	0.02% (港幣隔夜同業拆息)	4.28% (SOFR隔夜息)

借港元兌換為美元(期間：隔夜)

■ USD/HKD 維持不變(7.8495)

借港元成本：1,000,001 投資美元等值港元總收入：1,000,117
盈虧：**+116 (淨息收差異)**

■ USD/HKD 美元轉弱(7.7500)

借港元成本：1,000,001 投資美元等值港元總收入：987,440
盈虧：**-12,561 (淨息收差異+潛在匯兌損失)**

USD/HKD 7.8495	HK\$	US\$
本金	1,000,000	127,397
利息	-498	+457
一個月	0.60% (港幣一個月同業拆息)	4.30% (SOFR一個月)

借港元兌換為美元(期間：一個月)

■ USD/HKD 維持不變(7.8495)

借港元成本：1,000,498 投資美元等值港元總收入：1,003,586
盈虧：**+3,088 (淨息收差異)**

■ USD/HKD 美元轉弱(7.7500)

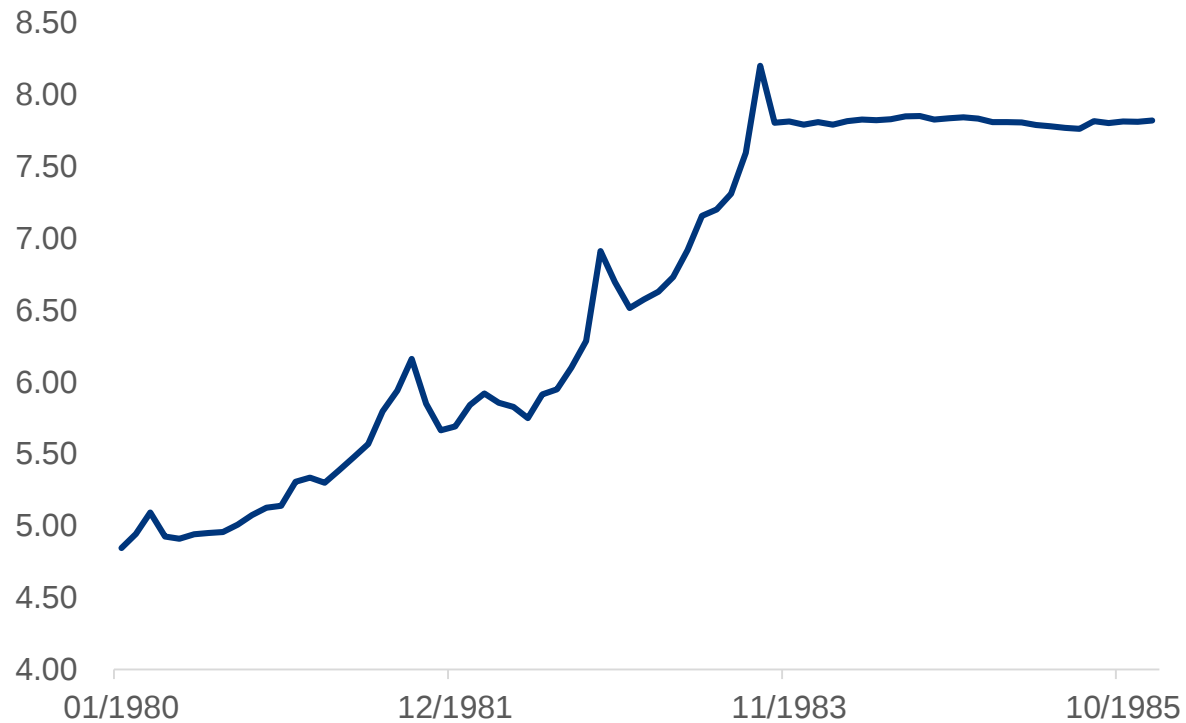
借港元成本：1,000,498 投資美元等值港元總收入：990,865
盈虧：**-9,633 (淨息收差異+潛在匯兌損失)**

香港聯繫匯率的歷史

香港的經濟太小，經不起匯率波動帶來對經濟的衝擊

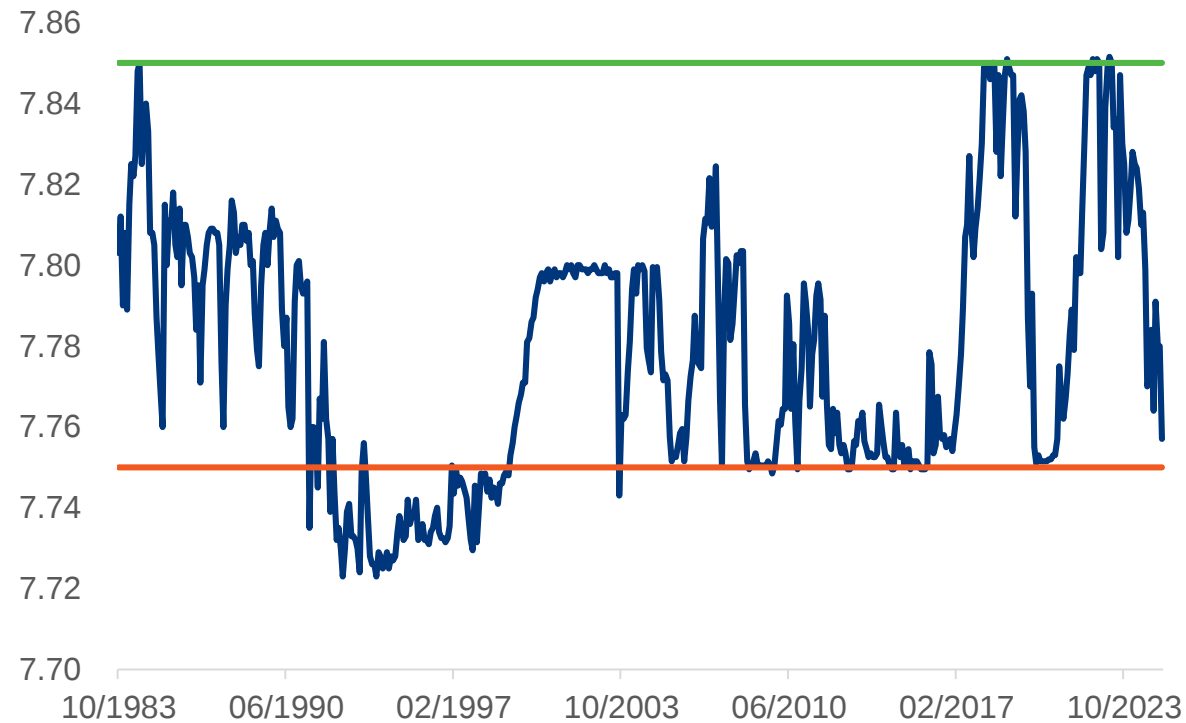
聯繫匯率之前

美元兌港幣



聯繫匯率之後

美元兌港幣



42年來行之有效的匯率機制

聯繫匯率機制等於香港放棄自家的貨幣政策，跟從美國聯儲局定下的利率走勢

■ 香港聯繫匯率制度簡介

香港實行的聯繫匯率制度(Pegged Exchange Rate System)，俗稱「釘住美元制度」，是香港自1983年10月17日以來一直沿用的一種貨幣制度。這項制度由香港金融管理局(金管局)監督執行，目的是維持香港元(HKD)兌美元(USD)之間的穩定匯率。

■ 歷史背景

在1983年以前，香港使用的是自由浮動匯率制度。然而，在1982年至1983年期間，由於中英就香港前途問題進行談判，引發市場對香港前景的擔憂，導致大量資金外流、港元大幅貶值，市民信心受挫。

為了恢復市場對港元的信心，當時的香港政府於1983年10月17日宣佈實施聯繫匯率制度，將港元與美元掛鉤，固定匯率為：

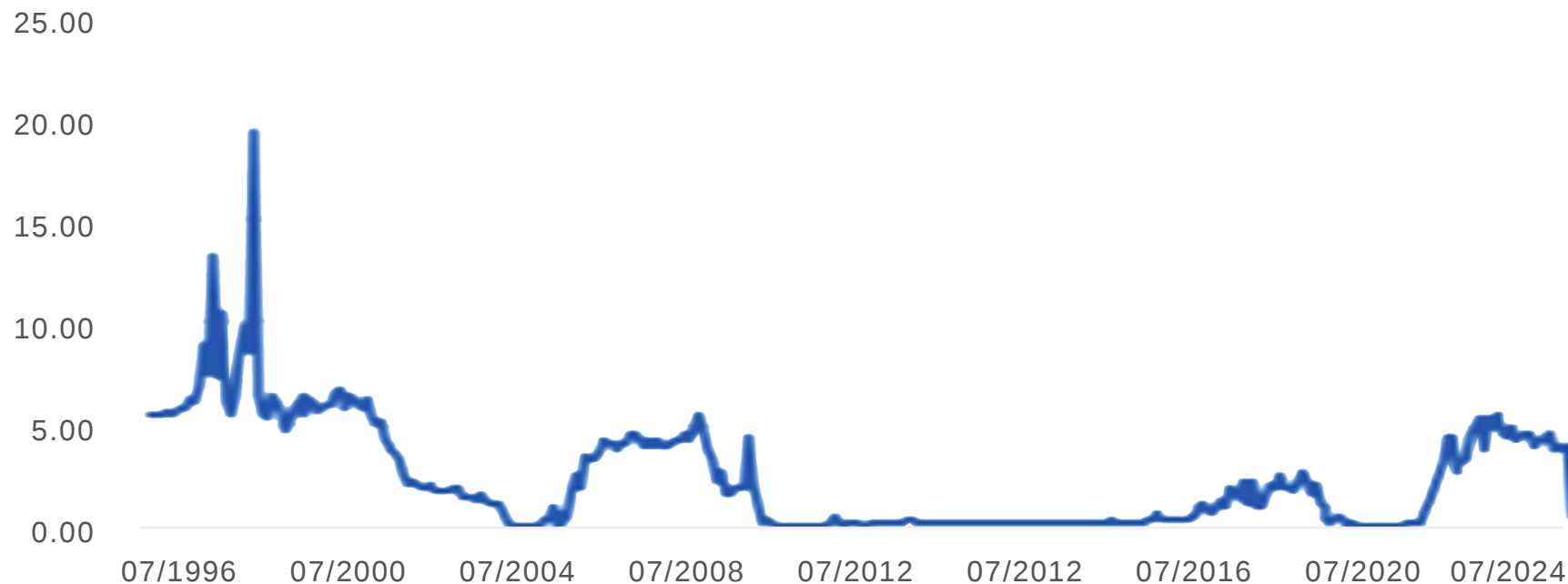
1美元 = 7.8港元

此後，香港金融管理局透過發行及贖回銀行紙幣的方式，維持市場上的港元匯率在一個指定範圍內波動(現時為7.75至7.85之間)。

浮動的利率是唯一維持穩定匯率的工具

亞洲金融風暴時，港匯被衝擊，隔夜利率曾一度升至300%，高利率令香港住宅價格在六年內暴跌70%

(香港同業拆息利率, %)



聯繫匯率的壞處

當資金大量流入或流出時，可能導致資產價格大幅波動

失去獨立貨幣政策

香港必須跟隨美國的利率政策，即使本地經濟狀況不同。香港經濟跟中國的相關度高很多。

缺乏彈性 應對內部經濟衝擊

當面對本地經濟問題(如樓市泡沫、失業上升)時，無法透過調整匯率或利率來調整經濟。

容易受到外部金融 波動影響

- 美國利率或政策變化會直接影響香港經濟。
- 當資金大量流入或流出時，可能導致資產價格大幅波動(如樓價急升或急跌)。

干預成本高

- 當市場出現大規模投機攻擊時，金管局需要耗費大量外匯儲備進行防衛。
- 雖然目前香港擁有足夠外匯儲備，但在極端情況下仍存在風險。

但任何匯率制度的改變，將會嚴重影響市場對港元的信心

最重要是，現在也沒有更好的替代品去取代跟美元掛鈎的聯繫匯率

① 穩定市場信心

- 港元與美元掛鈎提供了高度的匯率穩定性。
- 在政治或經濟不穩時期(如1983年中英談判、2019年社會運動)，有助於維持市民和國際投資者對港元的信心。

② 有利於國際貿易與金融活動

- 固定匯率減少了跨境交易中的匯率風險。
- 吸引外資進入香港，強化香港作為國際金融中心的地位。

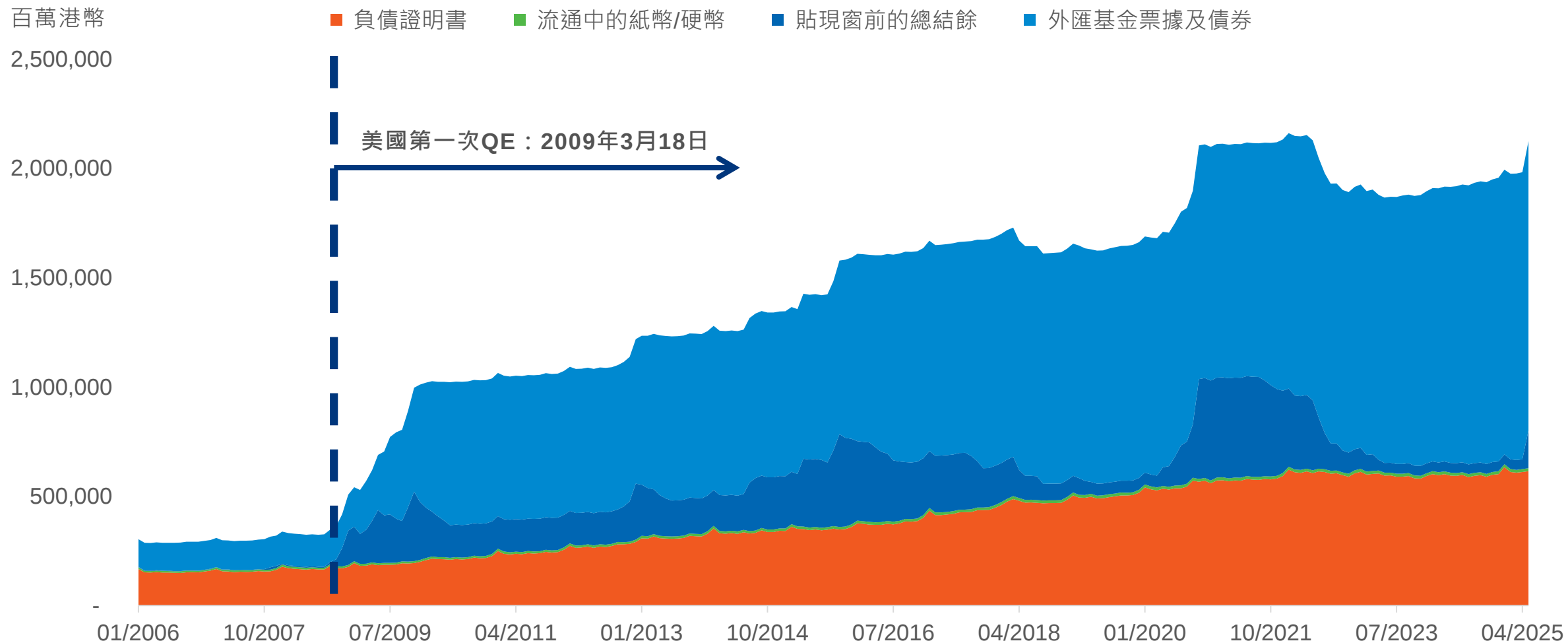
③ 操作機制透明且自動化

- 「強弱方兌換保證」機制讓金管局的操作具有可預測性。

④ 沒有更好的替代品去取代聯繫匯率跟美元掛鈎

由於香港失去貨幣政策的主導權

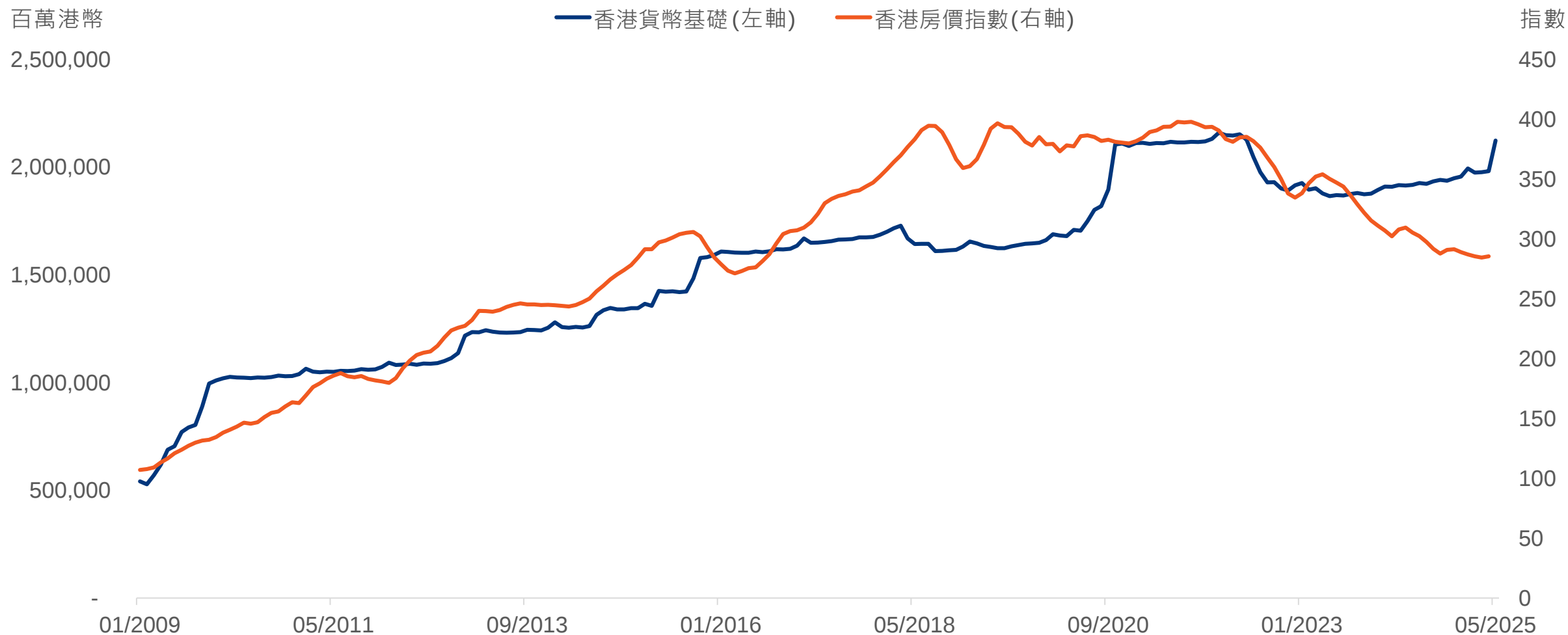
美國的量化寬鬆，令香港貨幣基礎從五千億增加至2萬億



資料來源：CEIC

因港元匯率固定，香港的資產價格也因銀根的寬鬆而暴升

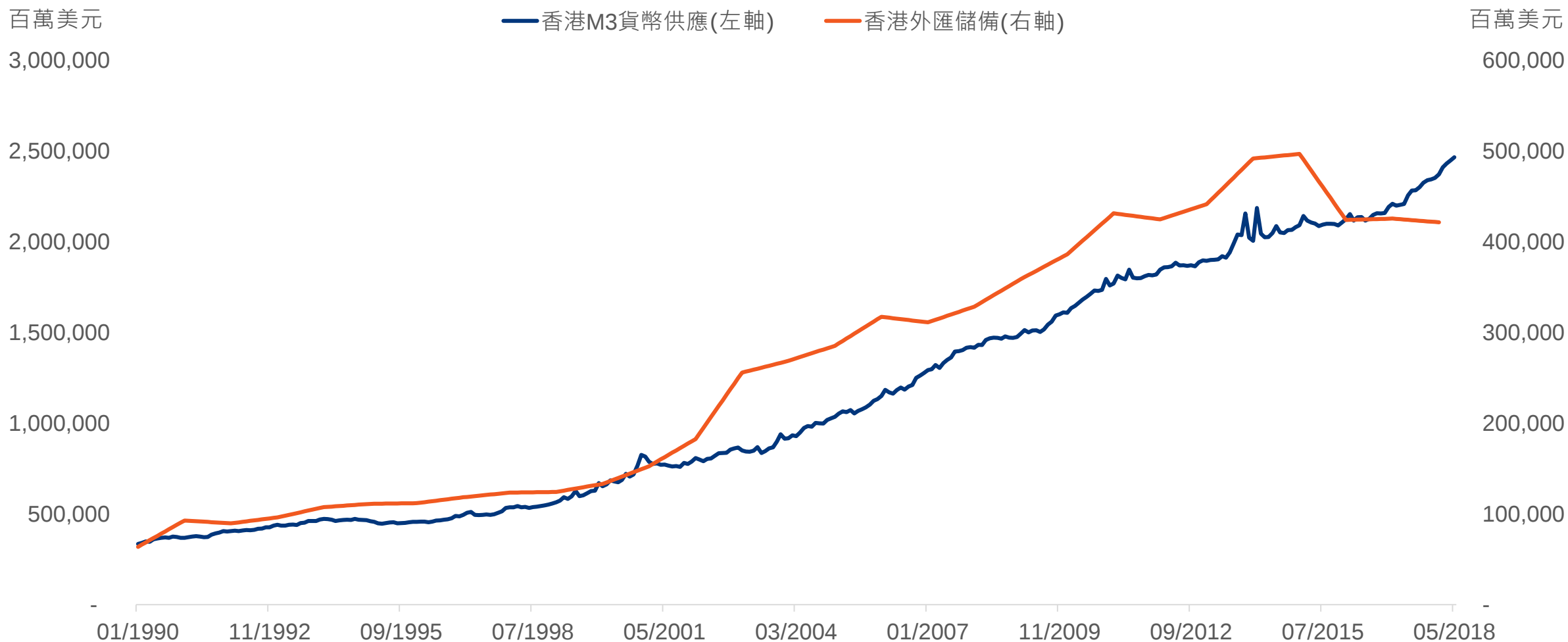
香港貨幣基礎從09年增加200%，香港房價指數也增加180%，這個是匯率不能浮動的結果



資料來源：CEIC

香港有足夠外匯儲備去支持貨幣供應

當香港聯繫匯率在98年被受衝擊時，香港外匯儲備只有910億，現在已是4,210億，體量已截然不同



資料來源：CEIC

聯匯太強或太弱，都是一個套利的機會

聯繫匯率有不妥善之處，但到現時為止沒有一個比它更完善的方案

1. 令香港沒有利率主導權

- 資產價格承受所有資金流出流入的波動
- 利率周期(跟隨美國)，經濟周期(跟隨中國)，假若周期不協調，香港經濟會承受額外的波動

2. 任何對聯繫匯率作出改動的舉動、想法或討論，只會被視為香港政府對維持聯繫匯率的信心動搖，引起市場對聯繫匯率不必要的衝擊

3. 人民幣可能是反映中港經濟最切合的貨幣，但是人民幣可以自由兌換的日子還有一段距離，不適合於港元掛鉤人民幣

4. 在過去42年，資產價格經過大跌70%，再而暴升250%。經過經濟的大上大落，香港政府也對聯繫匯率不離不棄。現在香港和中國正經歷周期性的經濟波動，但不足以是一個令香港政府改動聯繫匯率強力的理由。

5. 跟亞洲金融風暴不同，香港現今的外匯儲備，足以支撐整個港元基礎。在基本面上，聯繫匯率是沒有藉口被投機者衝擊。改變不改變是一個政治考慮。我們也看不到一個在政治層面上要改動現時聯繫匯率制度的理由。

免責聲明和重要說明

本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應就該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品 「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失（如適用）。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及的風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。