



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED



# 农银国际专题报告

## 美联储加息周期下港元利率及汇率分析

2022年6月2日

分析员：姚少华

## 专题报告

# 目录

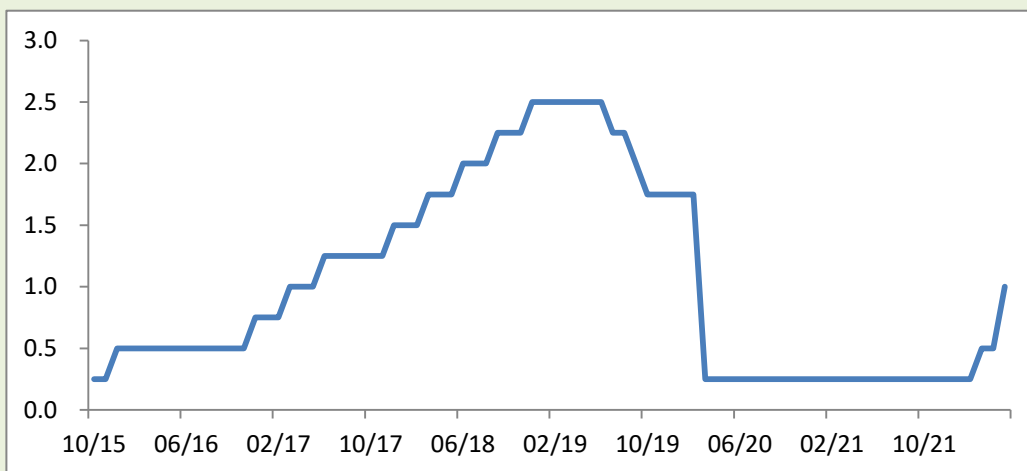
美联储进入新一轮加息周期 .....	3
美联储加息下港元利率及汇率走势 .....	6
港元利率及汇率展望 .....	9

## 专题报告

### 美联储进入新一轮加息周期

与市场预期一致，美联储在今年 3 月结束资产购买计划（Taper）后，正式进入新一轮加息周期，目前将联邦基金利率的目标区间已上调了 75 个基点，升至 0.75%到 1.00%(图 1)。随着美联储提高了基准利率，美元的市场利率亦明显上升。如图 2 和 3 所示，不论是美国国债利率还是美元伦敦同业拆借利率（Libor）均显著上扬。缩表方面，美联储准备在 6 月 1 日开始以每月 475 亿美元的步伐缩表，其中美国国债为 300 亿美元，MBS 为 175 亿美元。三个月内逐步提高缩表上限至每月 950 亿美元，其中美国国债为 600 亿美元，MBS 为 350 亿美元。缩表对全球金融市场的冲击可能在今年下半年才开始体现。

图 1: 美联储联邦基金目标利率 (%)

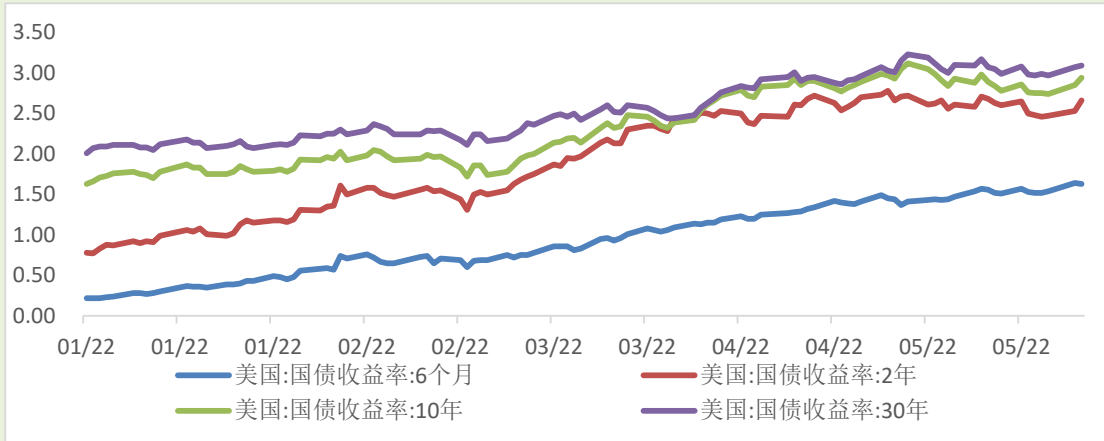


来源: 美联储, 农银国际证券

通胀高企是美联储进入新一轮加息周期的主要原因。虽然美国整体通胀可能在 3 月已见顶，但我们预计未来数月美国通胀仍将维持高位，控通胀仍是美联储决定货币政策的重中之重。当前美国通货膨胀保值债券（TIPS）利率反映未来 1 年美国通胀仍将维持高位。我们预期美联储或在今年剩余时间再加息 5 次，其中 6 月和 7 月 FOMC 会议或宣布加息 50 个基点，剩余 3 次会议各加息 25 个基点。到今年年底联邦基金利率的目标区间将升至 2.50%-2.75%。

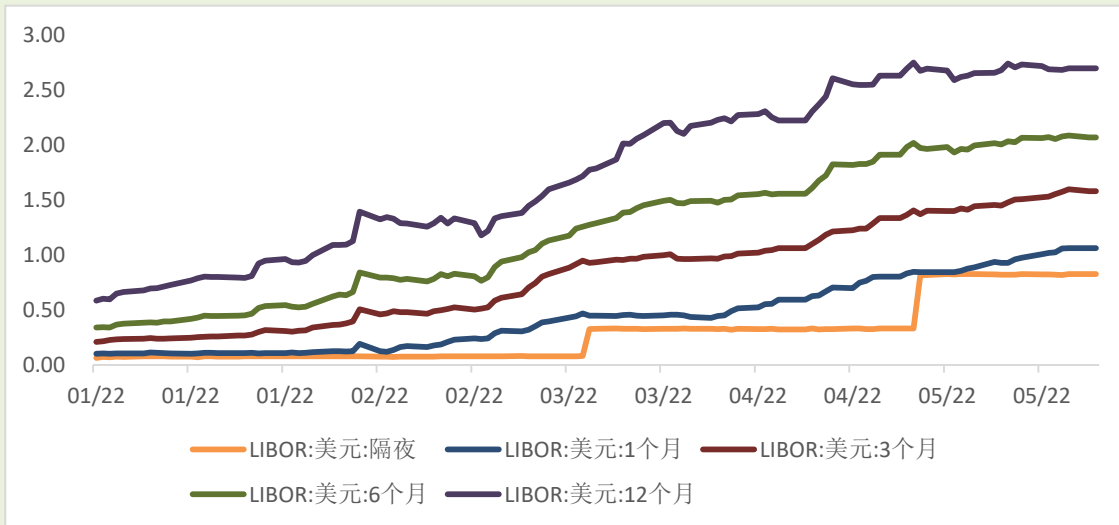
## 专题报告

图 2: 美国国债利率走势图 (%)



来源: Wind, 农银国际证券

图 3: Libor 利率走势图 (%)



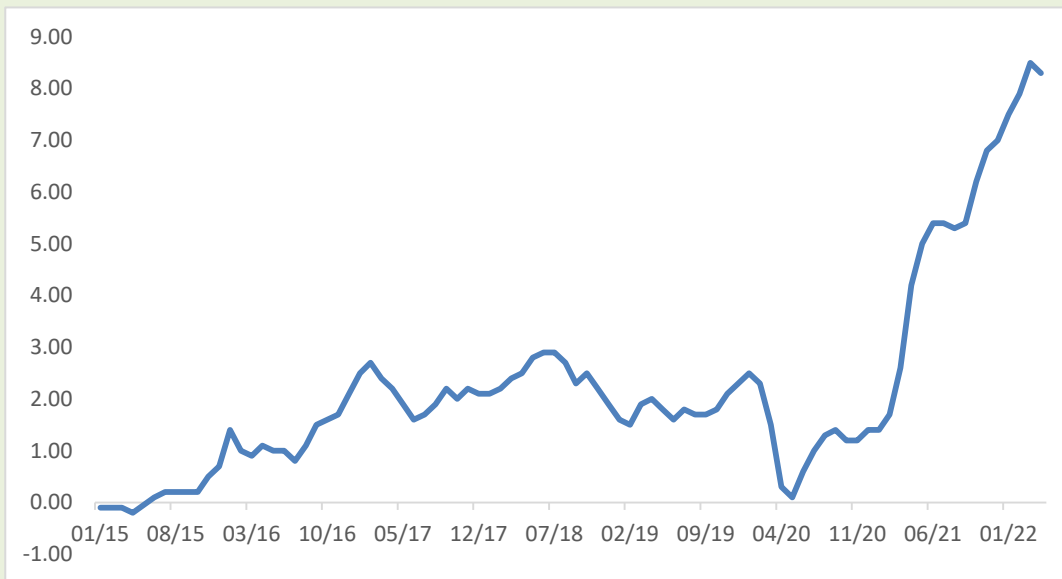
来源: Wind, 农银国际证券

美联储更为看重的通胀指标，美国 4 月 PCE 物价指数较 3 月有所回落，同比涨幅从 3 月的 6.6% 回落至 6.3%，核心 PCE 物价指数同比涨幅亦从 3 月的 5.2% 放缓至 4.9%，但整体维持高位。美国劳工统计局公布数据显示，美国 4 月 CPI 同比上涨 8.3%，较 3 月 8.5% 的增幅回落 0.2 个百分点，但高于市场预期的 8.1%（图 4）。4 月 CPI 环比增长 0.3%，较 3 月 1.2% 的增幅回落 0.9 个百分点，但高于市场预期的 0.2%。4 月核心 CPI 同比增长 6.2%，较 3 月 6.5% 的涨幅回落 0.3 个百分点，但高于市场预期的 6%。4

## 专题报告

4月核心CPI环比增长0.6%，较3月0.3%的增幅扩大0.3个百分点，亦高于市场预期的0.4%。从细分指标来看，4月能源价格同比上涨30.3%，但环比下跌2.7%；食品价格同比上涨了9.4%，环比亦上涨0.9%；房屋租金同比上涨5.1%，环比亦上涨0.5%。

图 4: 美国 CPI 同比增长 (%)



来源: Wind、农银国际证券

整体来看，虽然4月美国CPI同比与环比涨幅均较3月有所回落，但核心CPI环比涨幅较3月进一步上升，显示通胀压力仍居高不下。4月通胀数据显示美国的消费价格是全方位上涨，尤其是占CPI权重高达32%的房屋租金通胀继续升温，从1月的4.4%、2月的4.7%与3月的5.0%进一步上升至4月的5.1%。房租一旦上涨就很难回落，或为未来通胀带来持久的压力。此外，4月机票以及新车价格的加快上升亦增加了通胀上升的动力。由于通胀高企，美国政府内部正在评估对中国部分进口商品的关税是否需要降低或取消。为降低通胀压力，以及执政的民主党为赢取11月举行的中期选举，我们不排除美国政府近期可能宣布取消或降低部分中国进口商品的关税，特别是从中国进口的生活必需品所征的关税。

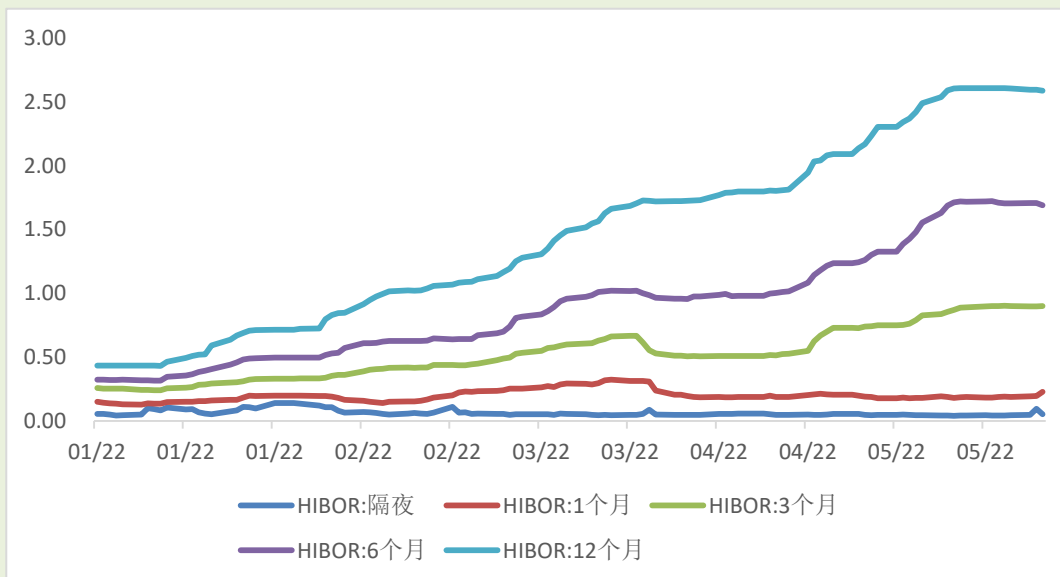
## 专题报告

### 美联储加息下港元利率及汇率走势

随着美联储今年以来已加息 75 个基点，香港的基本利率根据预设的公式亦上调 75 个基点。基本利率是用作计算经贴现窗进行回购交易时适用的贴现率的基础利率。目前基本利率定于当前的美国联邦基金利率目标区间的下限加 50 基点，或隔夜及 1 个月香港银行同业拆息的 5 天移动平均数的平均值，以较高者为准。在 5 月 5 日美联储宣布加息 50 个基点当天，美国联邦基金利率目标区间的下限加 50 基点为 1.25%，而隔夜及 1 个月香港银行同业拆息的 5 天移动平均数的平均值是 0.11%，所以根据预设公式，目前基本利率设定于 1.25%。

在联系汇率制度下，港元市场利率水平一般会趋近美元市场利率，同时亦会受到本地市场港元资金供求的影响。尽管不同期限的美元市场利率 Libor 随着美联储加息 75 个基点而出现普遍上升，但港元市场利率 Hibor 的走势却出现分化，较短期限的 Hibor 如隔夜以及 1 个月期基本变动不大，但中长期限的 Hibor 如 3、6、12 个月期出现明显上升。如图 5 所示，年初至今，隔夜 Hibor 和 1 个月的 Hibor 利率变动不大，但 3 个月、6 个月及 12 个月的 Hibor 利率出现明显的上升。从图 6 亦可以看出，较短期限的隔夜与 1 个月的 Libor 与 Hibor 利差较大，而较长期限的 3 个月、6 个月及 12 个月利差逐步缩小。

图 5: Hibor 利率走势图 (%)



来源: Wind, 农银国际证券

## 专题报告

图 6: 5 月 30 日 Libor 与 Hibor 的比较 (%)

期限	隔夜	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
Hibor	0.0483	0.1942	0.8988	1.7071	2.5955
Libor	0.8256	1.0616	1.5804	2.0689	2.6976
Libor-Hibor	0.7772	0.8674	0.6816	0.3618	0.1020

来源: Wind, 农银国际证券

Hibor 各期限的利率出现这种分化，主要因为市场预期港元的资金供求在短期将维持充足，但在中长期随着美联储不断加息资金或流出港元体系，港元资金可能出现短缺。根据 5 月 31 日香港金管局公布的数据，4 月份港元存款下跌 0.5%。虽然近期港元触及弱方兑换保证触发了金管局的连续入市干预，自 5 月 12 日起，香港金管局已经连续 4 次总计购买 175 亿港元来维持港元汇率稳定，但截至 5 月 30 日，香港银行体系收市总结余仍高达 3200 亿港元，与今年年初 3775 亿港元的总结余相比变动不大，说明当前香港金融体系的流动性仍非常充足，所以隔夜及 1 个月的 Hibor 利率维持低位。然而，随着市场预期美联储将在未来数月继续大幅加息，资金将持续从港元体系流入美元体系，香港银行体系的总结余或持续减少，届时港元资金的流动性或出现短缺，所以 3 个月及以上期限的 Hibor 利率出现明显上升。与前两次港元触及弱方兑换保证触发了金管局的连续入市干预不同，本次美联储加息的幅度和频率将明显大于和快于前两次，故资金流出本港的速度或显著快过上两次。2018 年 4 月至 8 月，港元触及弱方兑换保证 27 次，令银行体系总结余减少 1035 亿港元。2019 年 1 月至 3 月，港元触及弱方兑换保证 8 次，令银行体系总结余减少 221 亿港元。

由于港元市场流动性仍充裕，香港另一个代表性的市场利率最优惠利率（Prime rate）目前维持不变。目前香港银行体系收市总结余仍高达 3200 亿港元左右，而且未偿还外汇基金票据及债券亦高达 1.19 万亿港元。最优惠利率是银行给最重要或信用质素最佳的客户放贷的基本贷款利率，目前汇丰、恒生及中银香港的最优惠利率保持在 5.0%，而渣打等其它银行最优惠利率维持在 5.25%。

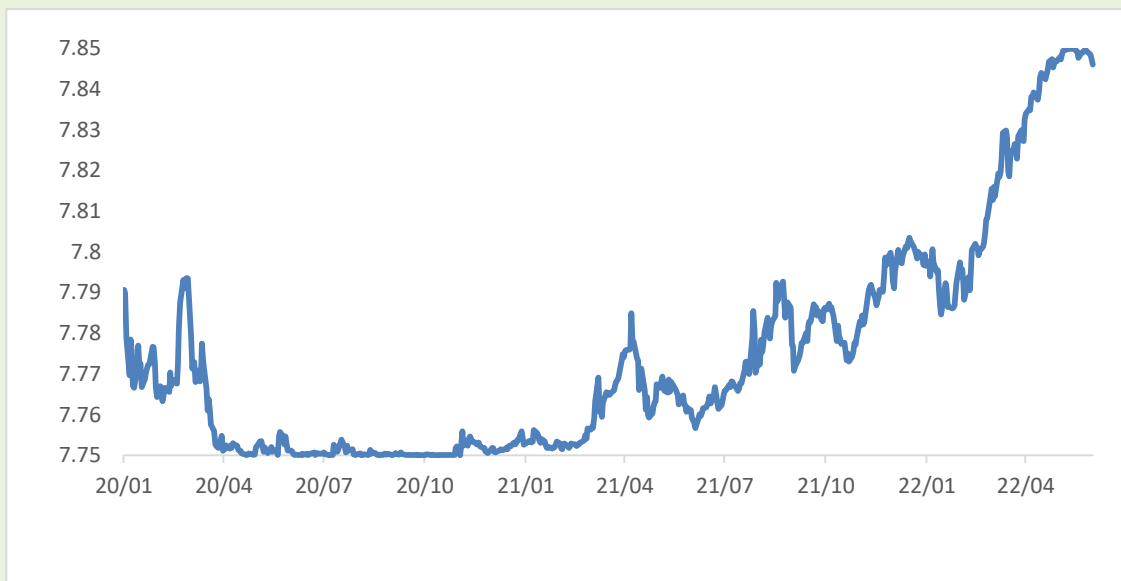
香港的货币政策目标是保持港元汇价稳定，港元汇价的稳定主要通过联系汇率制度来保障。港元汇率一直按市场供求于 7.75 至 7.85 的兑换保证范围内浮动，是联汇制度设计

## 专题报告

之下的正常操作。在联系汇率制度下，假如美元及港元拆息之间有相当程度的差距，便会出现足够诱因引发市场人士进行套息交易，令联汇制度下的利率自动调节机制发挥作用。

近期由于美联储进入新一轮加息周期，今年 3 月以来已加息 75 个基点，美元市场利率上升，导致美元走强。10 年期美国国债利率在 5 月初突破 3.2%，创 2018 年底以来新高，美元指数则在 5 月 12 日攀升至 104.75，为 2002 年以来新高。港元在此背景下亦 4 次触及弱方兑换保证 7.85，香港金管局已经连续 4 次总计购买 175 亿港元来维持港元汇率稳定（图 7）。

图 7: 美元兑港元现货汇率走势图 (%)



来源: Wind, 农银国际证券



## 专题报告

### 港元利率及汇率展望

我们预期今年年底美国联邦基金利率的目标区间将升至 2.50%-2.75%，隔夜及 1 个月香港银行同业拆息的 5 天移动平均数的平均值将低于美国联邦基金利率目标区间的下限加 50 基点，我们估计今年年底香港的基本利率将会升至 3.0%。

由于香港实行联系汇率制度，Hibor 长远走势将与 Libor 一致。美联储上一轮加息周期是从 2015 年 12 月 17 日开始，到 2018 年 12 月 21 日停止加息步伐。在此期间，美联储将联邦基金利率的目标区间从 0-0.25% 上调至 2.25-2.50%，总共加息 225 个基点。1 个月、3 个月、6 个月及 12 个月的 Libor 分别从 0.36%、0.53%、0.77% 及 1.08% 上升至 2.51%、2.82%、2.91% 及 3.07%，分别上升了 215 个基点、229 个基点、214 个基点及 199 个基点（图 8）。各期限的 Hibor 均随 Libor 处于上升。1 个月、3 个月、6 个月及 12 个月的 Libor 分别从 0.22%、0.39%、0.55% 及 0.85% 上升至 2.35%、2.40%、2.49% 及 2.77%，分别上升了 213 个基点、201 个基点、194 个基点及 192 个基点。

图 8: 上一轮美联储加息周期 Libor 与 Hibor 的走势比较 (%)

期限	1 个月	3 个月	6 个月	12 个月
Libor (2015-12-17)	0.36	0.53	0.77	1.08
Libor (2018-12-21)	2.51	2.82	2.91	3.07
升幅	2.15	2.29	2.14	1.99
Hibor (2015-12-17)	0.22	0.39	0.55	0.85
Hibor (2018-12-21)	2.35	2.40	2.49	2.77
升幅	2.13	2.01	1.94	1.92

来源: Wind, 农银国际证券

当前较短期限的隔夜及 1 个月的 Hibor 在美联储加息 75 个基点下变动不大，但随着美联储进一步加息，我们预计资金将持续从港元市场流出，届时银行体系总结余水平将从现在的 3200 亿港元下降，较短期限的隔夜及 1 个月的 Hibor 将开始趋于上升。2015-2018 年美联储加息周期，香港银行总结余由 2015 年末的 4200 亿港币降至 2019 年初的 590 亿港币。我们预期今年年底 1 个月与 3 个月的 Hibor 利率或分别达到 1.7% 与 2% 左右，

## 专题报告

而香港的最优惠利率或加息 0.5%左右，届时香港最优惠利率或升至 5.5%-5.75%。本港按揭利率不论是以 1 个月 Hibor 或者最优惠利率定价的利率或在今年年底升至 3%左右的水平。

从港元兑美元的汇率角度看，当前美元与港元之间的整体利差仍然较大，尤其是较短期的利差明显较高。因而，在不出现大的外生性冲击的情况下，未来一段时间的港元可能仍然在接近弱方兑换保证的水平小幅波动，我们预期美元兑港元的汇率将在 7.84-7.85 区间窄幅波动，不排除港元将多次触发触及弱方兑换保证 7.85。但由于金管局的美元储备规模较大，其对于港元市场的管控力度较强，港元短期内并无贬破弱方兑换保证 7.85 的风险。截至今年 5 月底，香港官方外汇储备资产总额为 4657 亿美元，相当于香港流通货币 6 倍多，或港元货币供应 M3 约 44%。



## 权益披露

分析员，姚少华，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

## 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报(约 10%)
持有	负市场回报(约-10%) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2009 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2009-21 年间的平均增长率为 9.2%）

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

## 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183