

Hibor 上涨：噪音还是隐忧？

2025 年 08 月 17 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：邵翔

执业证号：S0100524080007

邮箱：shaoxiang@mszq.com

分析师：林彦

执业证号：S0100525030001

邮箱：linyan@mszq.com

➤ 近期的主角无疑是股市，除了亮眼的 A 股外，恒生指数也创下 2021 年底以来的新高。但是在隐秘的角落中，中国香港地区重要基准利率 HIBOR 也在悄然上涨，如何理解这一上涨？它会成为后续港股波动的潜在风险吗？

➤ 我们的观点也比较明确，Hibor 的上涨目前不会影响股市大局，只是在风格上警惕投机风格较重的“小票”。

➤ **HIBOR 是中国香港重要的基准市场利率**，既是中国香港货币金融基石的联系汇率制度的重要环节，也是银行间市场水温的重要“温度计”，还是包括按揭房贷在内众多金融产品的定价基准。因此，它的影响因素其实很多，因此并不能简单建立“Hibor 利率上涨→港股承压”的逻辑。

➤ **利率水平取决于流动性的供需，汇率是中国香港流动性供给绕不开的话题。**这与 2005 年以来港府确立的、将港币相对于美元汇率保持在 7.75 至 7.85 的汇率机制密切相关。简单而言，当港币相对美元升值触及 7.75 时，中国香港金管局需要进行“买入美元、抛售港币”来削弱港币升值的压力，而副作用则是会增加流动性投放，在数据上最直观的体现是银行间市场流动性总结余（Aggregate Balance），类似于银行在放在央行账户上的备付金，会直接影响银行间市场的流动性情况。如果贬值触及 7.85 则整个机制正好相反。

➤ **而流动性的需求，除了本土实体经济的需求（比如房贷）外，资本市场的需求是中国香港的特色。**比如**跨境资金流入港股**，如果不做外汇对冲，就属于对港币的需求，尤其是在银行间市场结余偏低的情况下，对于利率的影响会更加明显。除此之外，**大规模的 IPO 以及集中分红**都是扰动港币需求的重要因素。

➤ 结合上述供需影响机制，**近期 HIBOR 利率的上涨是港币自我调节机制和资本市场活动的自然结果**，无需多虑。而要理解当前的情况，不妨简单回顾下港币第二季度以来的核心演绎逻辑：

➤ **今年 4 月至 5 月初，港币升值、触及强方兑换保证：**美元信用动摇，去美元化以及中美缓和的叙事带动亚洲货币普涨，典型的比如新台币月初两个交易日内累计大涨约 10%。在南向资金大幅涌入、银行间市场流动性结余处于低位的背景下，Hibor 高位震荡、港币相对美元触及 7.75 的“区间下限”。

➤ **随后自动矫正机制启动：流动性大增、利率下降、套息交易重燃推动港币贬值。**金融局在 5 月初 4 次出手、累计投放 1166 亿港元资金，将银行间市场总结余推升至 1700 亿港元以上——一般超过 1000 亿港元就能成为宽松，直接将隔夜和周度的 Hibor 利率从 4% 以上（5 月 2 日），压降至 0% 附近（5 月 9 日及之后）。于是就人为造就了“超过 300bp 的美港利差+不会继续升值的港币（相对美元）”这一无风险的套利机会——借入低息港币资金，兑换成美元，再投资高息的美元资产，带来港币重回贬值。

➤ **令人意外的是港币仅在一个多月内完成强弱转换。**供给层面，金管局进行了上述提到的大量净投放；需求层面，非本土企业 5、6 月大规模 IPO 后资金流出+南向资金流入明显放缓甚至出现阶段性净流出，叠加套息交易对港币的天然做

相关研究

1. 美国经济研究：美国通胀：PPI 会如何“搅局”？-2025/08/17

2. 地缘政治研究：“破冰”几何？美俄会晤的可能影响-2025/08/16

3. 2025 年 7 月经济数据点评：7 月经济数据的不寻常-2025/08/15

4. “十五五”规划系列报告（五）：从新兴支柱产业看“十五五”-2025/08/14

5. 资产价格研究：A 股“跑赢”行情的新高度-2025/08/13

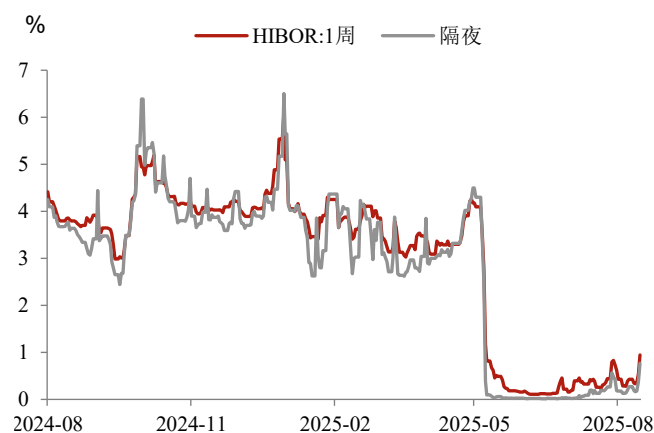
空，我们看到港币利率和汇率双双大幅下降。

➤ 6月26日金管局因港币偏弱、触及弱方兑换保证，**开始进行“卖美元、回收港币”的逆向操作：流动性首先开始逆转**。银行间市场流动性结余此后开始加速下降，对应着 HIBOR 也迎来向上拐点。

➤ **在这样的背景下，近期港币利率的上涨主要有三个方面的因素**。一是**供给端**的持续收缩，截至8月15日，中国香港银行间市场总结余已经从6月高点的超过1700亿港元，缩水至537亿港元（此前的均衡地点水平大致在500亿港元左右）；二是**需求端**，7月底以来南向资金的流入有所加速，大背景是美元重新走弱、以及交易部分港股的业绩（比如腾讯等）；第三则是**交易层面**，此前做空港币的套息交易加速反转，需要大量港币来平仓，这也是近期港币相对美元大幅升值的重要原因。

➤ **风险提示：**美国经贸政策大幅变动；关税扩散超预期，导致全球经济超预期放缓、市场调整幅度加大。

图1：中国香港 HIBOR 利率出现一定的上涨



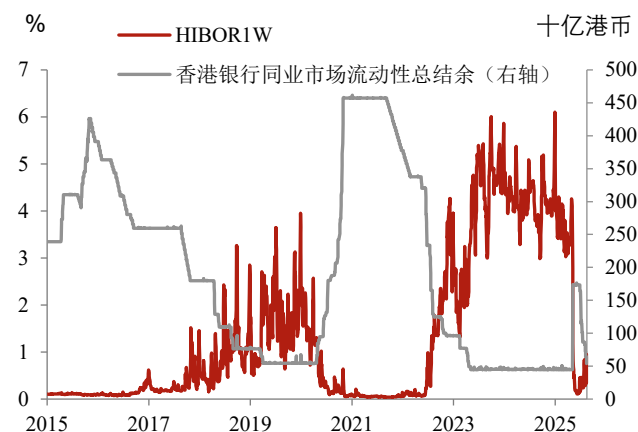
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：低利率环境往往利好小票



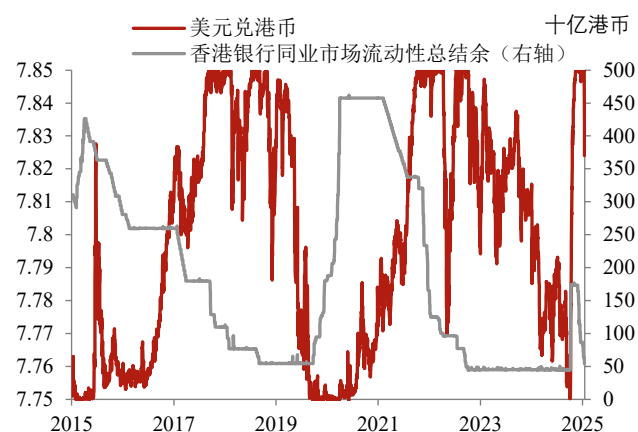
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：HIBOR 利率和银行间市场流动性松紧相关



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：港币强弱会直接影响银行间市场流动性



资料来源：ifind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048