

海外周报 20250622

如何理解港元触及弱方保证的影响

2025 年 06 月 22 日

■ **核心观点：**本周中东局势冲突的发酵仍主导海外资产走势，叠加美联储偏鹰派 FOMC 会议与整体偏弱的美国经济数据影响，美股、美债利率全周维持震荡走势，原油延续涨势。向前看，考虑到美联储对通胀上行和不确定性风险的担忧、对货币政策独立性的维护，今年降息或不及市场当前预期的 2 次。港股市场方面，港元汇率本周触及弱方保证，后续持续维持弱势的概率不大，但当前仍需警惕流动性收紧对港股的冲击。

■ **大类资产：**中东局势变化继续主导市场情绪，叠加偏弱的经济数据与偏鹰的 FOMC 会议，美股、美债利率全周震荡，黄金下跌，原油延续涨势。本周以伊冲突波折不断：周一伊朗愿重启谈判消息缓和 market 情绪，带动美股反弹，而后特朗普发声施压伊朗，报道称美国考虑进一步介入以伊冲突，对冲突升级的担忧令美股震荡下跌。本周公布的美国经济“硬数据”整体偏弱，而周四 FOMC 会议美联储释放鹰派信号，美债利率维持震荡走势。整体来看，全周（6 月 16 日至 20 日）10 年期美债利率降 2.36bps 至 4.375%，2 年期美债利率降 3.98bps 至 3.908%，标普 500、纳斯达克指数分别收跌 0.07%、0.72%，原油收涨 2.96%，本月迄今上涨 13%。此外，部分受港元触及 7.85 弱方保证、香港金管局收紧流动性担忧，港股本周下跌 2.74%。

■ **海外经济&货政：**美国“硬数据”整体偏弱，“超级央行周”全球央行鹰鸽互现。经济数据方面，5 月美国零售销售环比-0.9%，预期-0.6%，前值由+0.1%下修至-0.1%；除汽车和加油站外项目环比-0.1%，预期+0.3%，前值由+0.2%下修至+0.1%；而核心对照小组环比+0.4%，好于预期的+0.3%，前值由-0.2%上修至-0.1%。从核心商品分项看，机动车消费大跌，环比贡献-0.68%，是主要拖累，或反映因关税担忧而提前消费效应的退潮；无店面零售环比贡献+0.154%，或与亚马逊等商家线上促销有关。5 月美国新屋开工环比-9.8%，预期-0.8%，前值从+1.6%上修为+2.7%；5 月美国工业产值环比-0.2%，预期 0%，前值由 0%上修至+0.1%。整体来看，本周美国消费、企业投资等“硬数据”偏弱，而“核心零售”好于预期则显示关税对核心商品消费的负面冲击尚未全面显现。截至 6 月 18 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值由上周的+3.8%下修至+3.4%；截至 6 月 20 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值由上周的+2.34%下修至+1.91%。货币政策方面，本周美联储 FOMC 会议如期第四次“按兵不动”，点阵图中值仍预期全年 2 次降息，但分布相较上次明显偏鹰，19 名委员中预期今年降息 0、2 次的人数分别为 7、8 人；美联储对经济前景更为滞胀的预测同样令市场降息预期有所收窄。本周，全球主要央行中，英国央行如期维持利率不变，但投票结果的分歧程度超预期，有 3 人赞成本次降息，加之会议纪要反映了央行对近期劳务市场走弱的担忧，鸽派信号令市场押注年内还有 2 次降息。日本央行本周利率决议同样按兵不动，并决定自下一财年（2026 年二季度）开始放缓削减购债的步伐，以平稳推进资产负债表正常化进程，节奏基本符合市场预期。

■ **海外流动性：**港元触及弱方保证，后续需警惕流动性收紧对港股的冲击。本周，港元兑美元即期汇率数次触及 7.85 的弱方兑换保证，引发市场对于香港金管局是否出手干预、引发流动性收紧的担忧。本周一和周三，港元汇率盘中数次触及 7.85，按照港元联系汇率制度安排，这将触发金管局被动以 7.85 的价格卖出美元、买入港币，守住弱方兑换保证，间接引致香港市场的港元流动性紧缩。究其原因，自 4 月 2 日对等关税冲击以来，美元资产抛售潮下，包括港元资金在内的非美资金回流，加速了港元汇率的趋势性升值。至 5 月 2 日，港元汇率触及 7.75 的强方保证，引发金管局卖出港币、回收美元以维持港元在[7.75, 7.85]区间。数据显示，香港金管局曾在 5 月 7 日净买入 1.28 万亿港元资产，被动投放流动性。流动性的宽松也引发 Hibor 利率自 5 月初以来迅速走低，SOFR-Hibor 利差升至阶段性新高，导致港元汇率迅速向 7.85 的点位贬值，并在本周触及 7.85 的弱方保证。尽管在联系汇率制下，香港金管局依据港

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 张佳炜

执业证书：S0600524120013

zhangjw@dwzq.com.cn

证券分析师 韦祎

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

研究助理 王茁

执业证书：S0600124120013

wangzhuo@dwzq.com.cn

相关研究

《美联储全年降息或不及 2 次——

2025 年 6 月 FOMC 会议点评》

2025-06-19

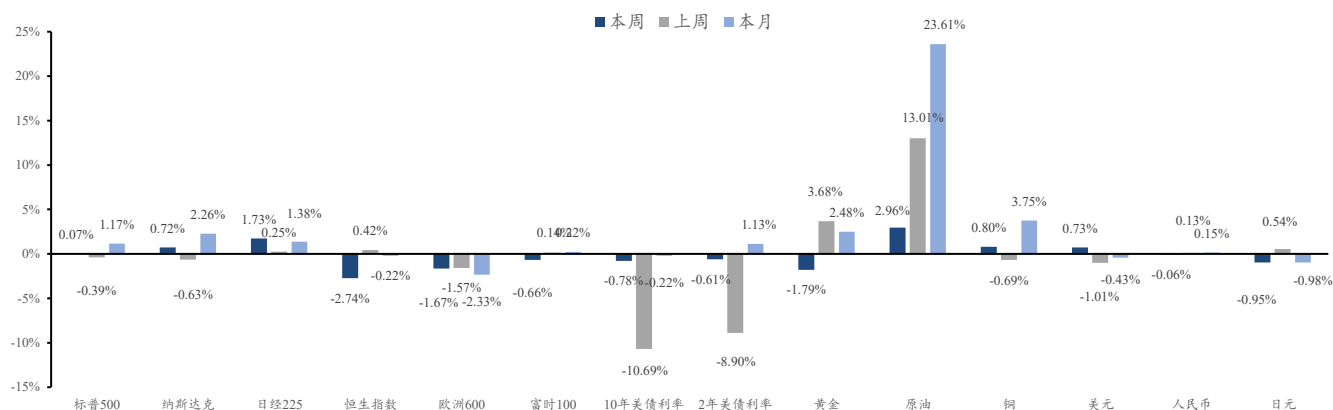
《“1+6”体系精准支持硬科技企业》

2025-06-18

元汇率点位的流动性投放是被动的技术性行为，但港元自 2023 年 6 月以来首次触及弱方保证，仍引发市场对于香港金管局被动收紧市场流动性的担忧。向前看，无论从美元或人民币基本面来看，我们认为港元没有持续大幅贬值的基础，因而对于本周港元触及弱方保证无需过度担忧。但考虑到关税政策风险的不确定性、港美股资金轮动等因素，短期仍需关注 Hibor 利率边际走高的可能性及其对港股市场情绪和资金流动性的影响。

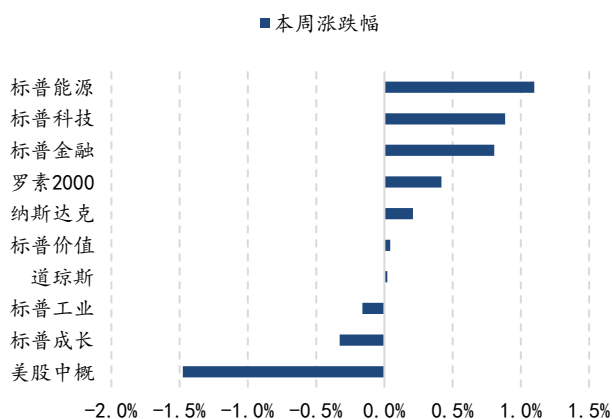
- **风险提示：**特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

图1：全球大类资产表现一览



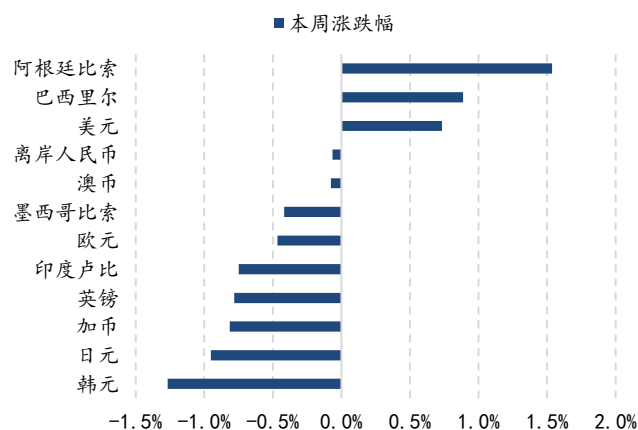
数据来源：彭博、东吴证券研究所；美债利率为绝对值变化，其他为百分比变化幅度

图2：美股大类和行业指数本周涨跌幅



数据来源：彭博、东吴证券研究所

图3：主要经济体汇率本周涨跌幅

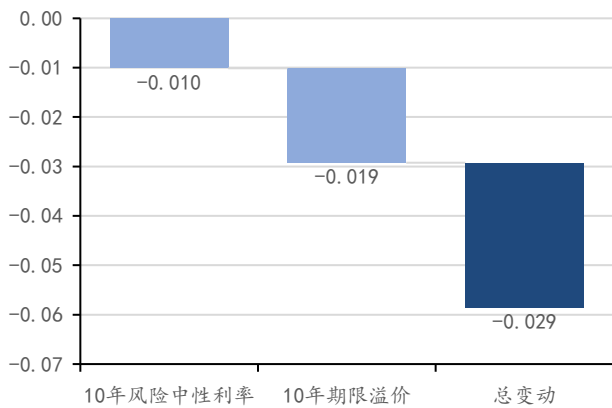


数据来源：彭博、东吴证券研究所

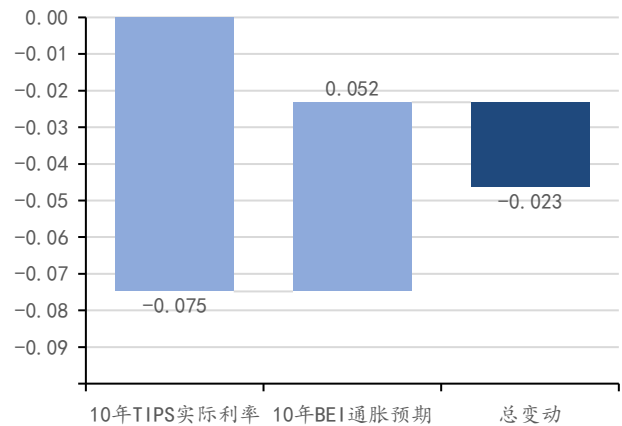
图4：10年、2年美债利率与利差



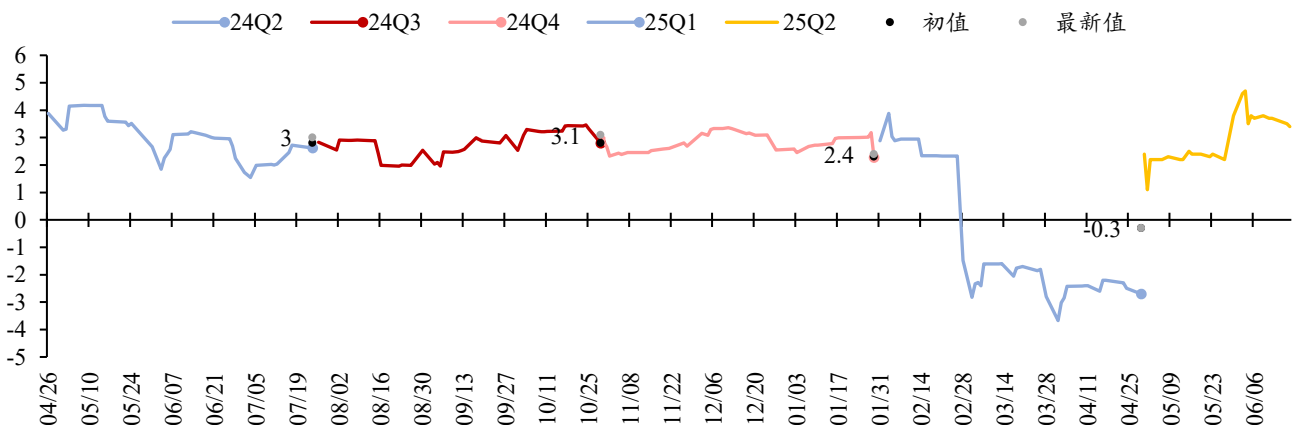
数据来源：彭博、东吴证券研究所；横轴单位为年份后两位，下同；纵轴单位%

图5：10年美债利率周度变动及贡献度拆分（风险中性利率与期限溢价视角）


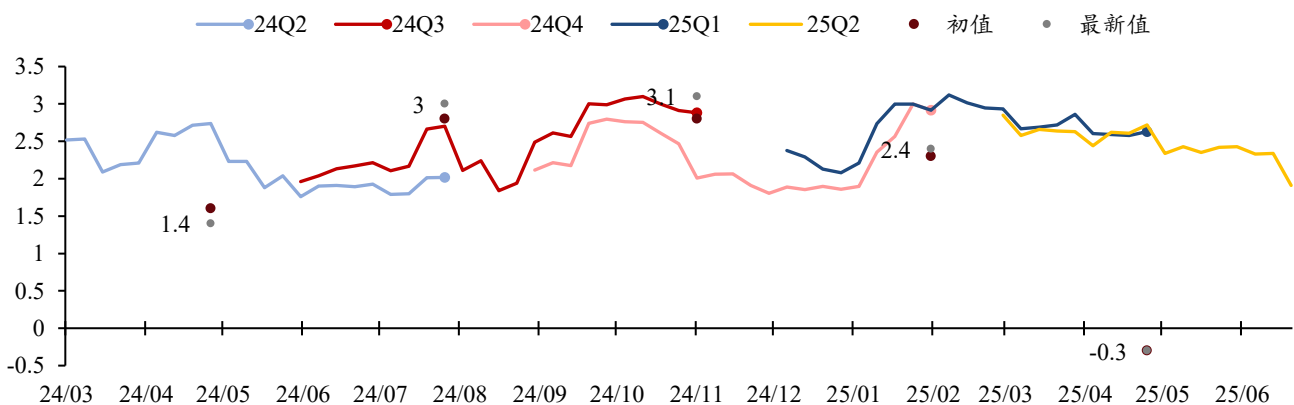
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图6：10年美债利率周度变动及贡献度拆分（实际利率与通胀预期视角）


数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

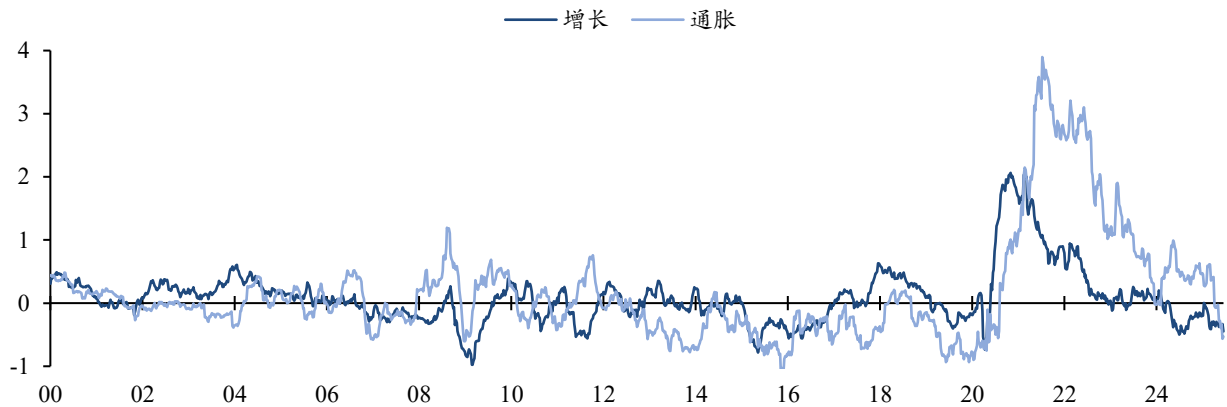
图7：亚特兰大联储 GDPNow 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值


数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图8：纽约联储 Nowcasting 模型对最近五个季度美国 GDP 实时预测值 vs 实际值


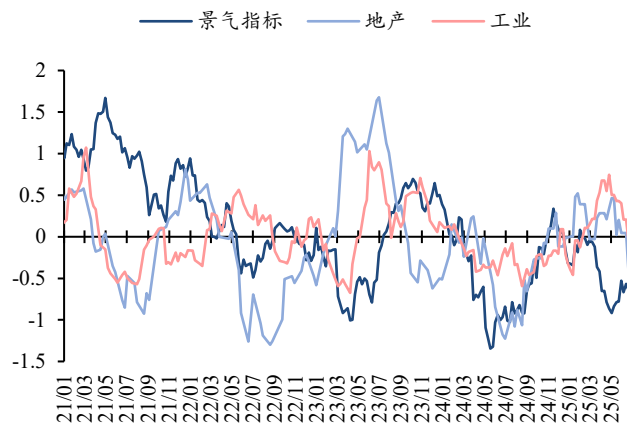
数据来源：彭博、东吴证券研究所；纵轴单位%，季调环比年率

图9：美国经济意外指数增长与通胀分项



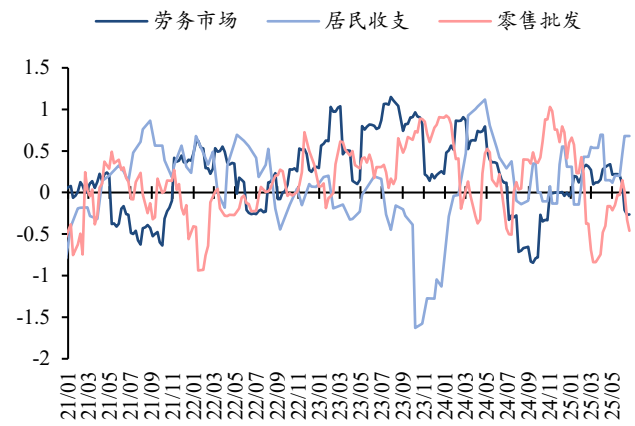
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图10：美国经济意外指数企业部门分项



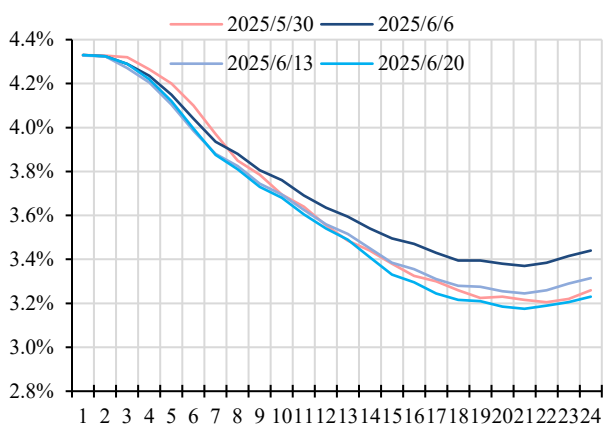
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图11：美国经济意外指数家庭部门分项



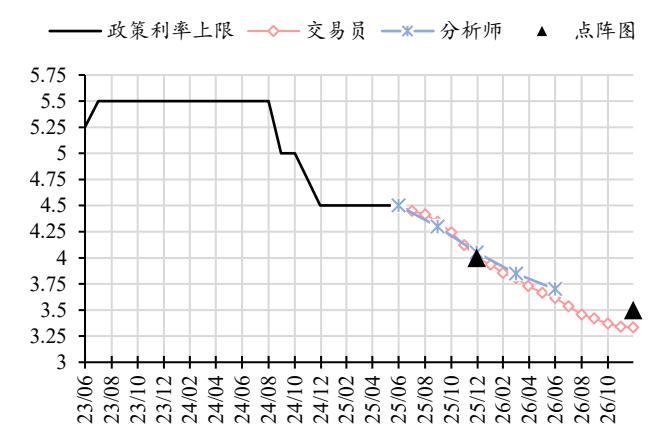
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图12：联邦基金期货隐含未来24个月政策利率



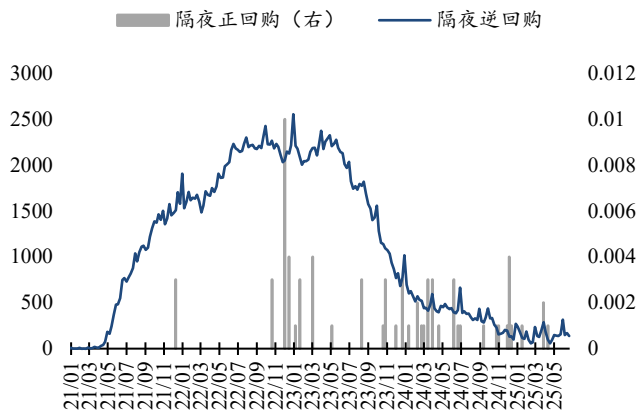
数据来源：彭博、东吴证券研究所

图13：各方对美国政策利率路径预测



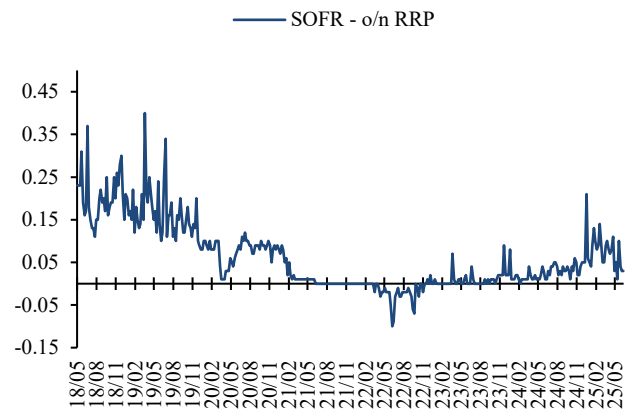
数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图14: 纽约联储每日回购情况



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位十亿美元

图15: 美国 SOFR 与 o/n RRP 利差



数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图16: 主要货币互换掉期点差



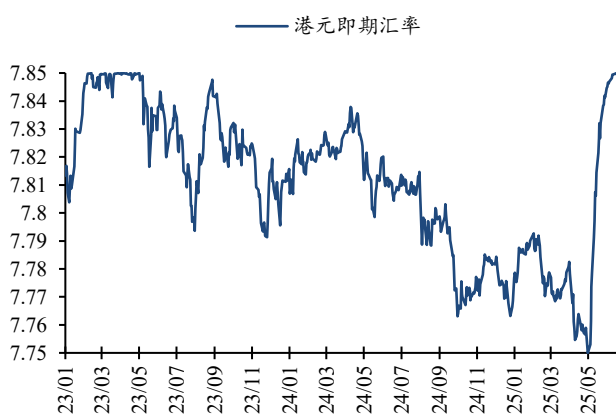
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位 bps

图17: 彭博金融条件指数



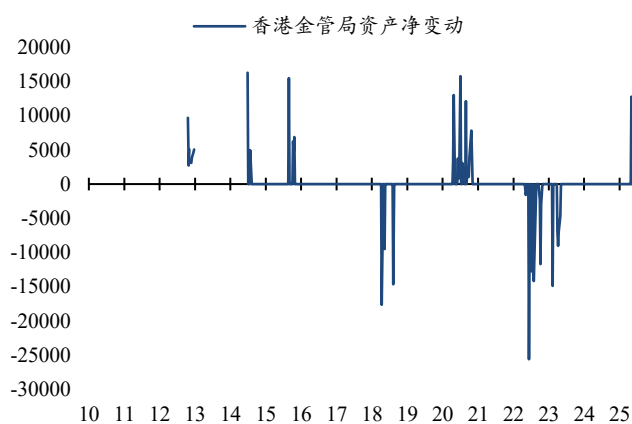
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图18: 港元兑美元汇率



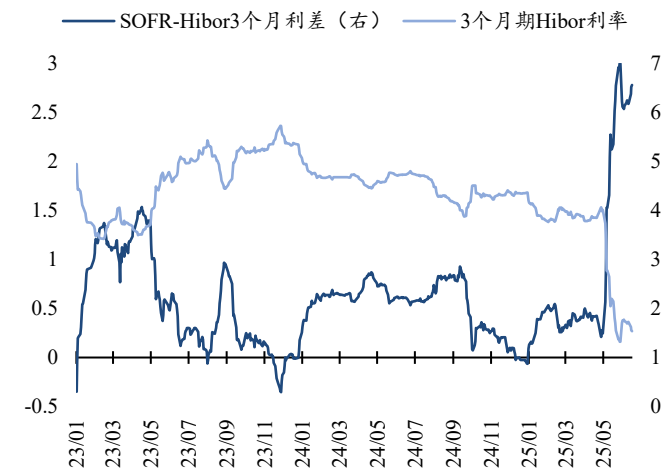
数据来源: 彭博、东吴证券研究所

图19: 香港金管局总资产因市场干预净变动



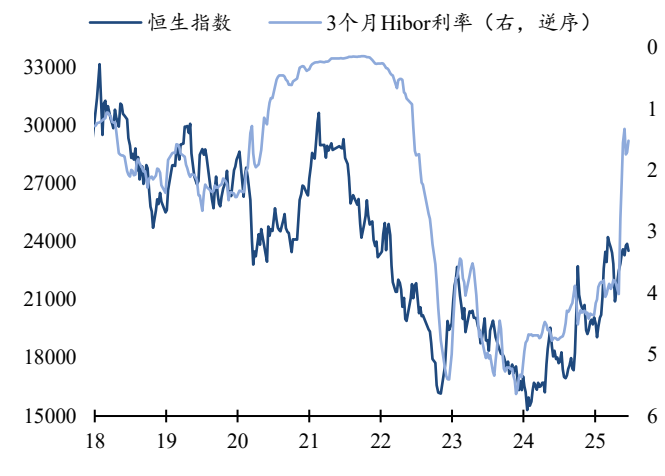
数据来源: 彭博、东吴证券研究所; 单位港元

图20: 3 个月期限 Hibor 利率与 SOFR-Hibor 利差



数据来源：彭博、东吴证券研究所；单位%

图21: Hibor 利率与恒生指数走势



数据来源：彭博、东吴证券研究所；右轴单位%

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>