

2025 年 5 月 7 日

全球宏观

美元走弱背景下的亚洲货币异动简析

“五一”期间，亚洲市场货币出现异动，过去一周，韩币、新加坡元、马币、泰铢等亚洲货币出现明显上涨。

李少金

Evan.Li@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

④ 近期亚洲货币为何出现异动？

套息交易反转。特朗普“对等关税”政策出台后，亚洲主要货币承压，市场积累了大量空头头寸。然而，近期随着关税政策实施压力阶段性放缓，亚洲货币普遍出现反弹，引发了空头平仓。同时，由于市场关注特朗普与亚洲部分地区的谈判可能涉及到本币升值以缩减对美贸易顺差，也引来了多头流入及“热钱”流入，导致短期内货币快速升值。此外，类似日元情况，部分亚洲货币因利率水平较低，成为套息交易热门标的。但与日元市场高流动性不同，由于部分货币市场流动性相对较低，这也或致使套息交易发生反转时，市场流动性不足以平滑吸收交易冲击，进一步加剧了逼空行情的强度。

风险对冲需求增加。亚洲主要经济体长期对美国保持贸易顺差，积累了大量美元外汇储备，主要配置于美国国债等资产。同时，区域内银行、保险等金融机构普遍采取“本币负债+美元资产”的资产负债结构。如一些寿险公司在监管机构放款海外投资限制后，于过去十年间大量配置美元资产，对汇率风险的对冲则较为有限。随着近期美元资产信用风险显著上升，美元贬值，本币上升，使得此前未进行充分对冲的美元敞口面临较大净值损失风险，短期被迫增加对冲操作，如远期出售美元、购入本币等，从而加速了本币升值速度。此外，由于市场流动性有限等原因，部分机构还通过“NDF”（非交割远期外汇交易）转向韩元、人民币等流动性更好的代理货币进行对冲操作，继而带动相关货币的升值。

④ 美元弱势背景下，亚洲货币快速升值影响几何？

亚洲货币快速升值也暴露出当前美元信用环境受损下的流动性挑战。美元整体疲软，推动亚洲货币升值，属于全球资金流动和汇率联动的宏观背景，也意味着亚洲某些币种显著升值并非孤立事件，而是区域性现象。对于亚洲外向型经济体而言，在关税政策不确定性增加的背景下，本币快速升值将产生双重影响：一方面，本币升值在一定程度上减少了资金外流风险，但外贸挑战或会进一步加大。另一方面，本币升值会导致以美元计价的海外资产净值受损，特别是对于银行、保险等采取“本币负债、美元资产”结构的金融机构，本币快速升值将导致其资本充足率承压，对金融体系稳定性有潜在影响。

与此同时，这一现象并非仅限于亚洲经济体，全球范围内采用类似“本币负债、美元资产”配置结构的机构都将面临相同挑战。而这些机构面临两难选择：寻求对冲美元敞口风险（通过远期卖出美元、购入本币）；抑或主动削减美元资产敞口（抛售美债等美元资产），切换至其他资产。无论何种选择，都或将一定程度上带来全球金融市场流动性波动。而当前受美国利率和贸易不确定性影响，各国央行难以像过去那样大规模干预汇市，汇率波动增加，甚至可能迫使美联储重启扩表政策以稳定市场，以避免流动性危机。

⊕ 港币流动性：整体仍相对稳健，短期可控

为稳定联系汇率制度，中国香港金管局 5 月 2 日单日买入 60 亿美元以稳定汇率。除近期亚洲货币走强带动港币升值外，港币在本轮异动前已逐步向强方兑换保证水平靠拢。主要源于两大因素：首先，美元持续走弱带动港币升值并触发强方兑换保证。其次，南向资金持续大规模流入中国香港市场，客观上收紧了港元市场流动性。同时，过去一段时间内港元利率相对美元利率处于较低水平，吸引了套息交易活动，短期进一步收紧港币资金面。从中国香港金融管理局的外汇储备状况来看，尽管外汇储备与 M1 比率以及外汇储备与基础货币比率有所下滑，但整体仍维持在相对稳健水平，预计短期内流动性压力可控。

对于后市，我们仍预计港汇资金面形势有望逐步改善，主要基于以下判断：

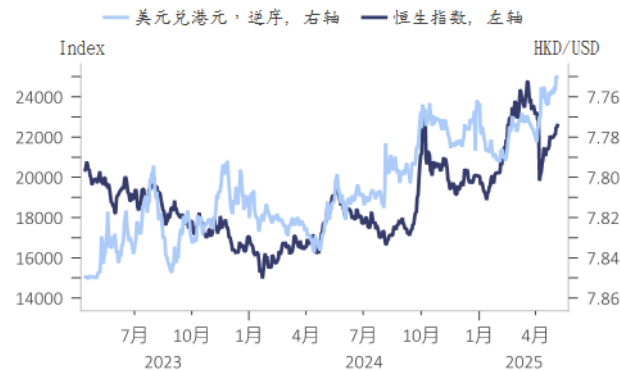
- * 南向资金后续流入速度可能放缓。截至 5 月初，2024 年南向资金已流入超过 5000 亿人民币，而 2024 年全年流入规模约为 8000 亿人民币。因此，考虑到一季度港股强势表现后已进入震荡期，尽管南向资金仍将保持净流入态势，但后续几个月的流入速度预计将较前期会有所减缓。
- * 美联储年中时点有望再度降息。虽然近期市场对美联储降息的预期有所降温，但考虑到潜在关税政策对经济的负面影响在二季度逐渐显现，以及劳动力市场潜在转弱，美联储仍有可能在未来 1-2 个月内实施降息操作，从而有助于缓解全球美元流动性压力，并间接改善港元市场的资金面状况。

图表 1: 亚洲主要货币及大宗商品表现

	现价(兑美元)	过去1周	过去1个月	过去3个月	年初至今
亚洲主要货币表现					
离岸人民币	7.2	-0.8%	-1.0%	-1.1%	-1.4%
印度卢比	84	-1.0%	-1.5%	-3.8%	-1.7%
韩元	1378	-3.9%	-5.6%	-4.7%	-6.3%
印尼盾	16407	-2.0%	-2.0%	0.4%	1.1%
泰铢	33	-2.3%	-5.1%	-3.2%	-4.3%
越南盾	25964	-0.2%	0.6%	2.7%	1.9%
马来西亚林吉特	4.2	-2.2%	-4.6%	-4.4%	-5.2%
菲律宾比索	55	-1.2%	-3.4%	-4.5%	-4.8%
日元	143	0.4%	-2.2%	-5.9%	-9.0%
新加坡元	1.3	-1.5%	-3.9%	-4.6%	-5.2%
港元	7.8	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.2%
大宗商品表现 (美元)					
黄金	3391	2.6%	11.0%	19.5%	30.0%
原油	60	-6.5%	-8.6%	-19.3%	-19.4%
铜	9376	0.1%	-2.8%	4.8%	7.7%
铝	2401	-0.4%	-3.2%	-7.5%	-4.6%
铁矿石	117	0.1%	-3.1%	-4.6%	-1.3%
煤炭	122	0.1%	3.3%	-4.8%	-12.7%

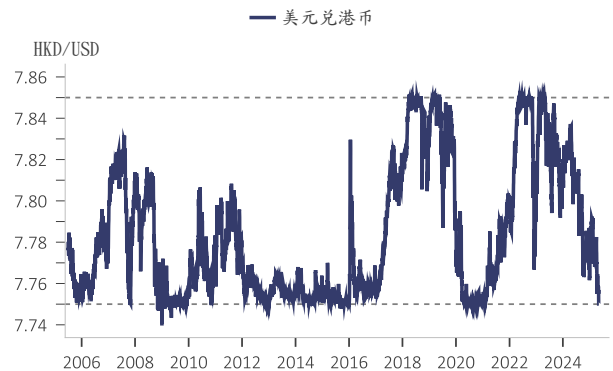
资料来源: Macrobond, 交银国际. 注: 数据截至 2025 年 5 月 6 日

图表 2: 恒指与港币走势



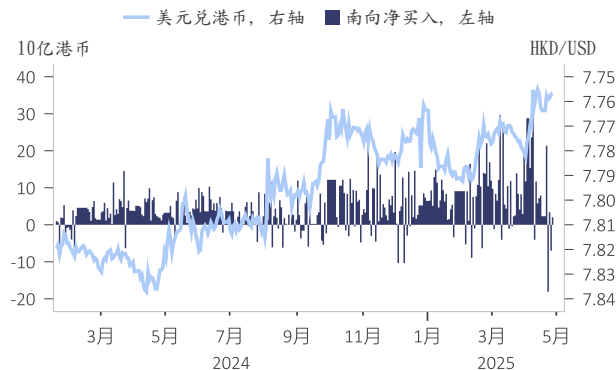
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 3: 港币触及强方位置



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 4: 南向持续大幅买入推动港元偏强



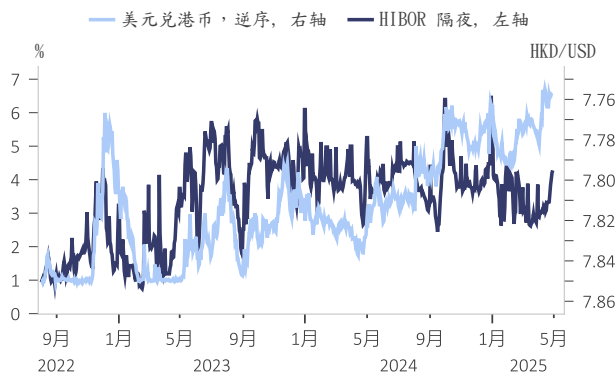
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 5: 香港外币即期净头寸增加



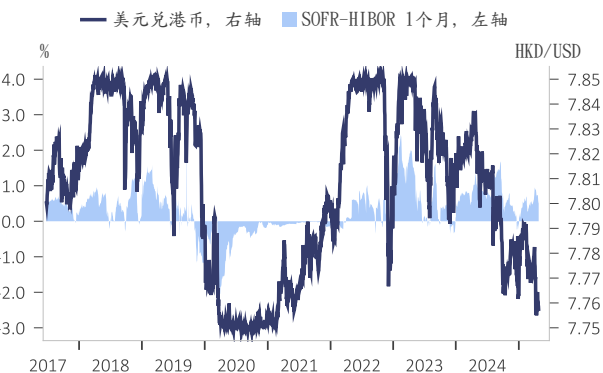
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 6: 南向大幅买入推高 HIBOR 利率



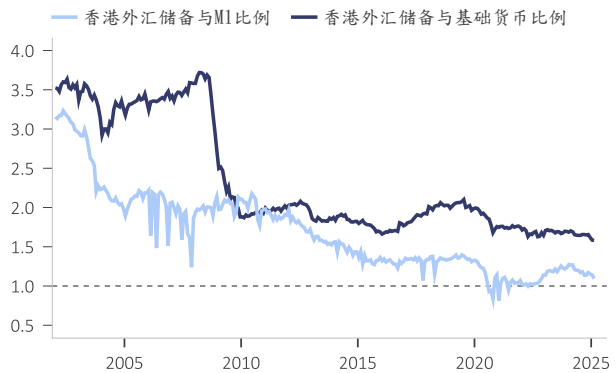
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 7: 套息空间存在并未明显削弱港币强势



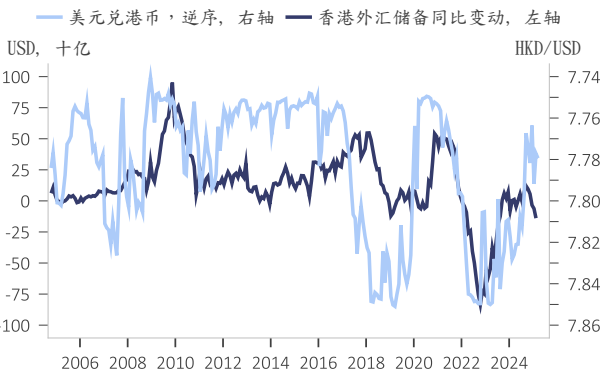
资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 8: 外储充足，港汇流动性尚且无虞



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 9: 港币与外储走势一般同步



资料来源: Macrobond, 交银国际

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司及滴普科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。