

## 4. 貨幣及金融狀況

### 4.1 匯率及資金流

由於資本市場活動暢旺，尤其港股通南向資金持續錄得淨流入，港元在4月轉強（圖4.1）。在5月初，面對部分亞洲區內貨幣大幅升值及股市相關需求持續，港元進一步走強，強方兌換保證被觸發四次，金管局在強方兌換保證下合共沽出1,294億港元。

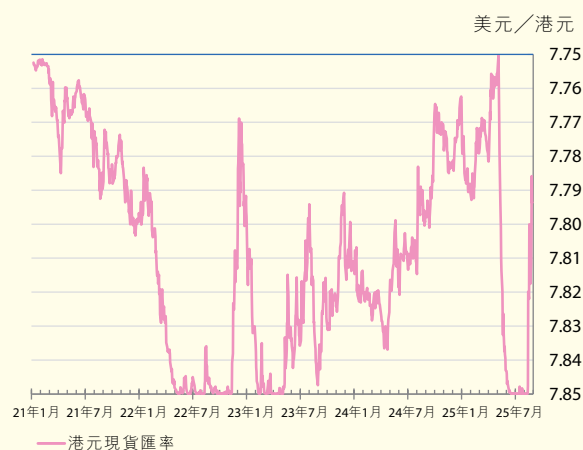
隨着強方兌換保證被觸發後港元供應相對充裕，香港銀行同業拆息回軟，港元與美元的負息差擴闊引發買美元沽港元的套息交易活動，令港元匯率被推至接近弱方。弱方兌換保證於6月底至8月中期間被觸發十二次。金管局合共買入1,199億港元。其後，港元匯率在8月下半月轉強。

由於兌換保證被觸發，銀行體系總結餘由2月底的447億港元增加至5月8日的1,741億港元，其後下降至8月底的541億港元，銀行之間的日常運作以及結算活動繼續暢順有序（圖4.2）。

港元名義有效匯率指數大致跟隨美元走勢，於回顧期內走弱（圖4.3）。與此同時，港元實質有效匯率指數大致跟隨港元名義有效匯率指數的走勢。

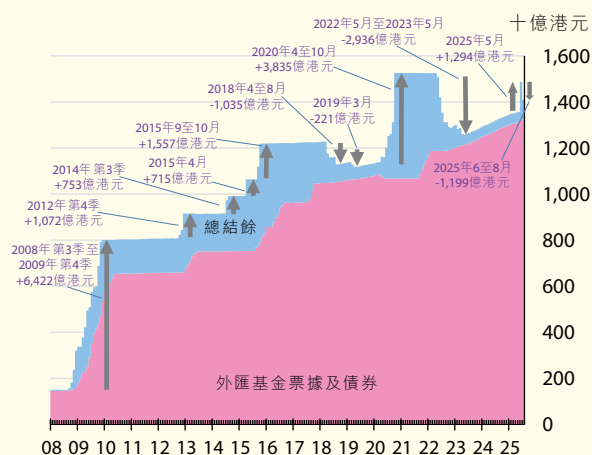
展望未來，美國貿易政策的不確定性增加以及主要經濟體貨幣政策分歧，或會加劇資金流波動。然而，憑藉充足的外匯儲備及穩健的金融體系，香港有能力在不影響金融穩定的情況下抵禦資金流波動。

圖4.1  
港元匯率



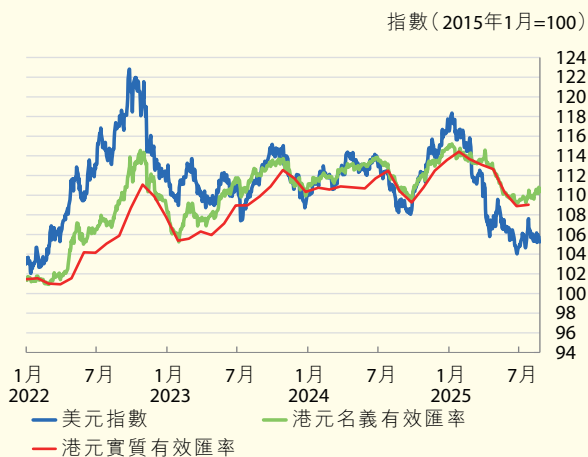
資料來源：金管局。

圖4.2  
總結餘及外匯基金票據及債券



資料來源：金管局。

**圖 4.3**  
名義及實質有效匯率指數



註：實質有效匯率指數經季節因素調整，並僅有月度數據。  
資料來源：CEIC、政府統計處及金管局職員估計數字。

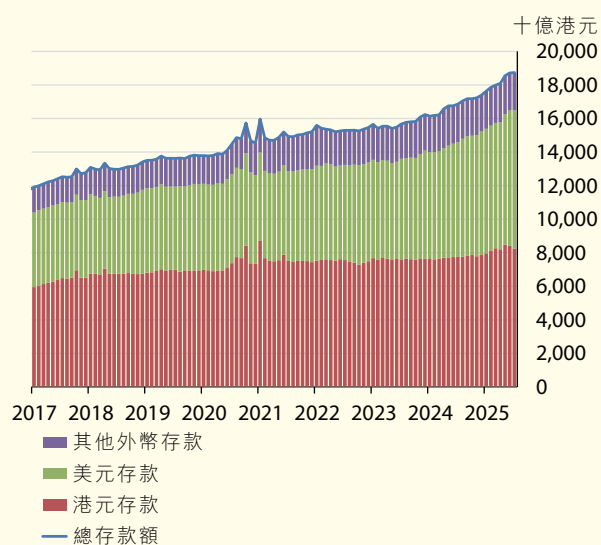
## 4.2 貨幣環境及利率

於回顧期內，香港的貨幣環境保持寬鬆。截至2025年8月底，港元貨幣基礎仍然龐大且大致穩定，為20,140億港元。

在2025年首七個月，認可機構的存款總額增加7.8%。其中，港元存款及外幣存款分別增加4.9%及10.2% (圖4.4)。須注意的是，由於貨幣統計數字或會受到各種短期因素 (例如季節性資金需求及營商與投資相關活動) 影響而出現波動，因此適宜觀察較長期趨勢。

整體而言，香港的銀行同業市場於回顧期內交易繼續暢順有序。根據聯繫匯率制度的預期及設計，香港銀行同業拆息整體跟隨美元利率<sup>26</sup>，同時短期利率亦受本地供求情況影響。在5月，總結餘擴張令流動性狀況放寬，短期香港銀行同業拆息下降。在6月底至8月底，隨着弱方兌換保證被觸發使總結餘減少，香港銀行同業拆息回升 (圖4.5)。

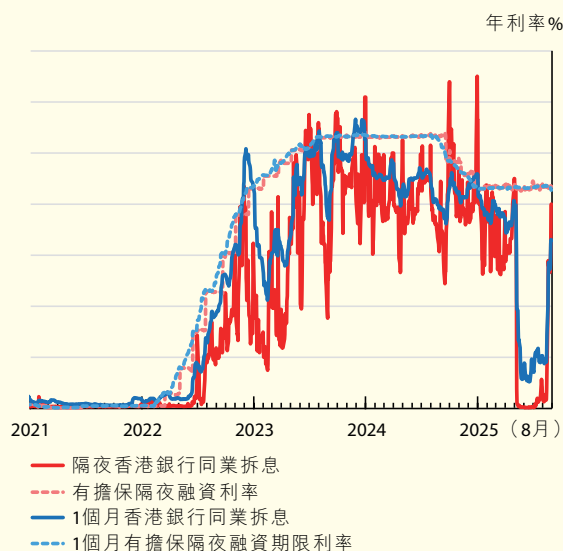
**圖 4.4**  
按貨幣劃分的認可機構存款



資料來源：金管局。

<sup>26</sup> 美元倫敦銀行同業拆借利率自2023年7月1日起已停止使用，由「有擔保隔夜融資利率」(SOFR) 取而代之作為參考利率。

**圖 4.5**  
香港銀行同業拆息及美元有擔保隔夜融資利率



資料來源：彭博及金管局。

至於零售業務方面，美聯儲在2025年9月下調其政策利率後，多家本地銀行相繼下調其最優惠利率12.5個基點。與此同時，新造按揭的平均貸款利率由2025年1月的3.51%下降至2025年7月的2.40%。銀行將因應同業市場的資金供求情況、同業利率水平及本身的資金成本結構等因素，決定調整其貸款及儲蓄利率的時機及幅度。

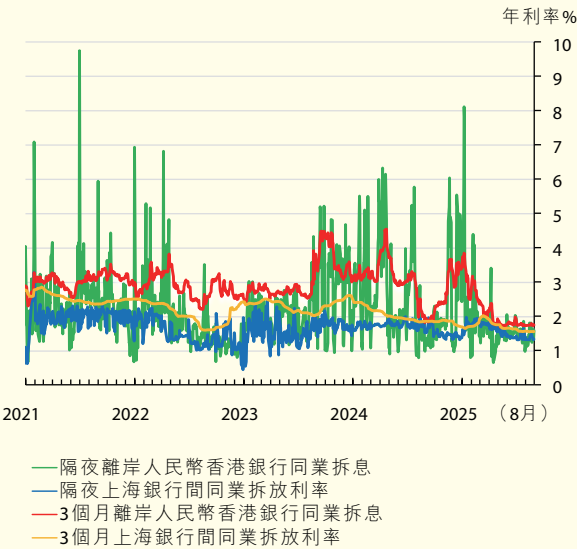
金管局一直與銀行保持溝通，要求銀行做好流動性管理工作，包括與大型客戶密切溝通，掌握其對港元收付的計劃和安排並作好部署，避免不必要地囤積大量港元。金管局又提醒銀行毋需擔心所謂「標籤效應」，可隨時使用其流動資金安排。專題3研究2018年至2024年金管局貼現窗的使用情況。該研究發現，貼現窗不僅近期使用量有所增加，而且與2018年至2020年流動性同樣相對較緊絀的期間相比，貼現窗的標籤效應程度亦有所降低。這些趨勢與金管局為緩減貼現窗標籤效應而與銀行溝通的努力相合，反映溝通措施有效。

### 離岸人民幣銀行業務

於回顧期內，離岸人民幣同業市場繼續正常運作。<sup>27</sup>由於需求放緩，3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息自2025年4月起回落至2%以下。雖然隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息出現若干波動，但大多數時間維持在2%以下（圖4.6）。於回顧期內，離岸人民幣銀行同業市場的流動性狀況整體維持穩定。

<sup>27</sup> 離岸及在岸人民幣匯率的變化見第2章2.2節。

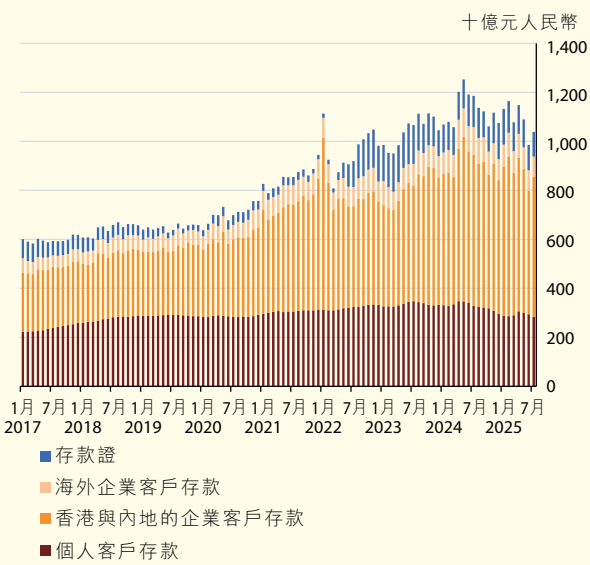
圖 4.6  
隔夜及 3 個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價



資料來源：CEIC 及財資市場公會。

2025 年首七個月，香港的離岸人民幣流動資金池略有減少。於 2025 年 7 月底，人民幣客戶存款及存款證餘額減少 3.4% 至 10,388 億元人民幣（圖 4.7 及表 4.A）。其中，主要受企業客戶存款增加所帶動，人民幣客戶存款總額上升 1.3%。人民幣存款證餘額同期則減少 32.4%。

圖 4.7  
香港的人民幣客戶存款及存款證



資料來源：金管局。

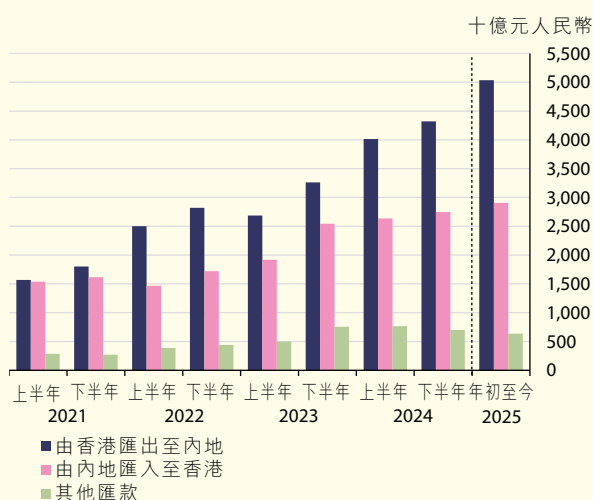
表 4.A  
離岸人民幣銀行業務統計

|                                    | 2024 年 12 月 | 2025 年 7 月 |
|------------------------------------|-------------|------------|
| 人民幣存款及存款證（十億元人民幣）                  | 1,075.3     | 1,038.8    |
| 其中：                                |             |            |
| 人民幣存款（十億元人民幣）                      | 926.6       | 938.2      |
| 人民幣存款佔存款總額（%）                      | 5.7         | 5.5        |
| 人民幣存款證（十億元人民幣）                     | 148.7       | 100.5      |
| 未償還人民幣貸款（十億元人民幣）                   | 724.0       | 839.6      |
| 參與香港人民幣結算平台的銀行數目                   | 206         | 208        |
| 應付海外銀行的金額（十億元人民幣）                  | 117.5       | 115.5      |
| 應收海外銀行的金額（十億元人民幣）                  | 102.8       | 138.9      |
| 2025 年 1 月至 7 月                    |             |            |
| 香港人民幣貿易結算（十億元人民幣）                  | 8,579.0     |            |
| 其中：                                |             |            |
| 由內地匯入至香港（十億元人民幣）                   | 2,906.6     |            |
| 由香港匯出至內地（十億元人民幣）                   | 5,035.5     |            |
| 香港人民幣即時支付結算系統的交易額（期內每日平均數額；十億元人民幣） | 2,759.7     |            |

資料來源：金管局。

至於其他人民幣業務，2025年首七個月的人民幣整體貸款餘額增長16.0%。2025年首七個月，香港銀行處理的人民幣貿易結算金額達85,790億元人民幣（圖4.8），較去年同期的86,962億元人民幣下跌1.3%。香港擁有龐大的人民幣資金池，而香港銀行業擁有出色能力及廣泛網絡，能夠繼續支持大量人民幣支付及融資交易。2025年首七個月，人民幣即時支付結算系統的日均成交額維持在27,597億元人民幣的高水平，2024年同期則為33,271億元人民幣。

圖 4.8  
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

展望未來，香港離岸人民幣生態圈的持續發展將進一步鞏固香港作為離岸人民幣業務樞紐的領先地位。在流動性方面，金管局在2025年2月新推出的人民幣貿易融資流動資金安排將透過為銀行提供穩定的人民幣資金來源，支持貿易融資服務，持續增強香港離岸人民幣市場的流動性。在產品方面，內地與香港不斷

升級及拓展兩地一系列互聯互通計劃<sup>28</sup>，將拓闊人民幣產品以及資產配置及風險管理工具的種類，進一步促進兩地市場之間的雙向流動。在金融基建方面，金管局及人民銀行於2025年6月22日推出「跨境支付通」，是內地與香港快速支付系統（即內地的網上支付跨行清算系統（IBPS）與香港「轉數快」（FPS）的互聯，為兩地居民及機構提供安全、高效和便捷的即時跨境支付服務。此外，迅清結算<sup>29</sup>與倫敦清算有限公司於2025年6月簽署合作備忘錄，將有助推動離岸人民幣債券在國際市場上受廣泛接納為合資格抵押品。憑藉這些發展，香港將在支持內地資本帳戶開放、「粵港澳大灣區」及「一帶一路」倡議等方面繼續發揮獨特作用。

<sup>28</sup> 人民銀行、證監會及金管局宣布擬進一步豐富「互換通」產品類型。詳情請參閱2025年5月15日的新聞稿《中國人民銀行 香港證券及期貨事務監察委員會 香港金融管理局 聯合新聞稿——豐富「互換通」產品類型促進中國金融市場高水平對外開放》（<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2025/05/20250515-7/>）。此外，金管局正式啟動了有關離岸人民幣債券回購業務的優化安排，以進一步便利「債券通」（北向通）投資者參與離岸人民幣債券回購業務。詳情請參閱2025年8月25日的新聞稿《離岸人民幣債券回購業務的優化安排正式啟動》（<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2025/08/20250825-5/>）。另外，南向債券通投資者範圍已擴大至涵蓋券商、基金、保險及理財公司。

<sup>29</sup> 迅清結算於2024年10月註冊成立，為外匯基金的全資附屬公司，協助金管局執行債務工具中央結算系統的營運。

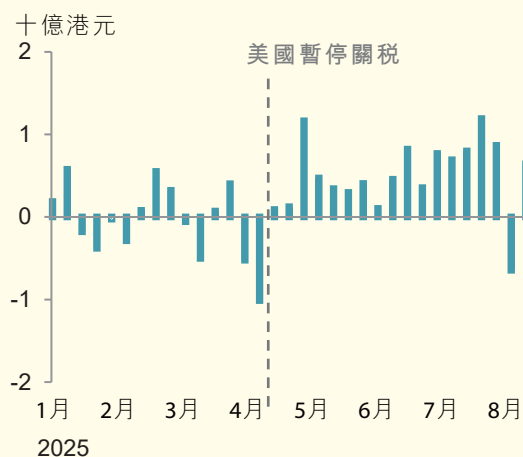
## 資產市場

### 4.3 股市

受美國貿易政策的不明朗因素加劇所影響，環球股市於回顧期內顯著波動。在美國宣布對其貿易夥伴實施對等關稅後，摩根士丹利國際資本世界指數於4月2日至8日期間急跌11.3%，反映投資者擔憂美國的潛在通脹壓力以及經濟衰退對全球經濟的影響。然而，隨着美國宣布暫停實施對等關稅以爭取談判時間，該指數其後有所回升。

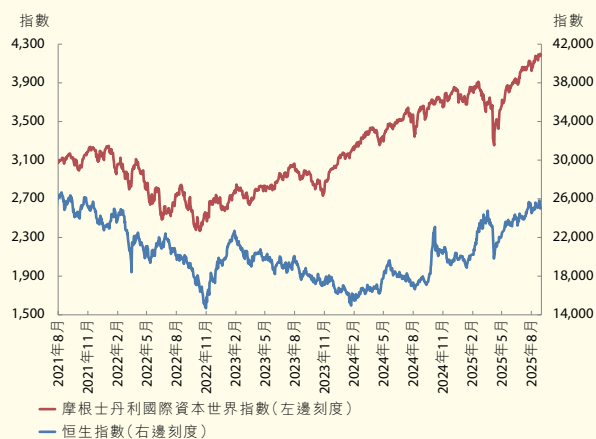
與環球股市相若，本港股市亦於4月初急跌後回升。外國投資者資金顯著流入（圖4.9），以及中國內地財政及貨幣刺激措施所推動的市場情緒改善進一步支持恒生指數的回升。整體而言，2025年2月底至8月底，摩根士丹利國際資本世界指數及恒生指數分別上升9.8%和9.3%（圖4.10）。

**圖4.9**  
歐美投資基金在香港股市的淨流量



註：歐美投資基金是指根據資料來源分類為註冊於美國或歐洲的基金。  
資料來源：EPFR。

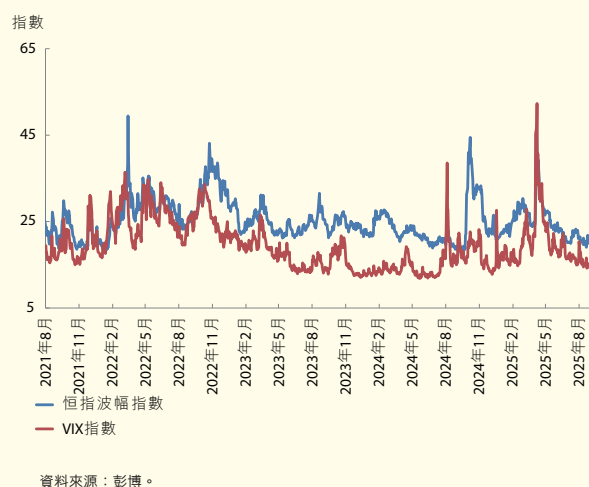
**圖4.10**  
恒生指數及摩根士丹利國際資本世界指數



資料來源：彭博。

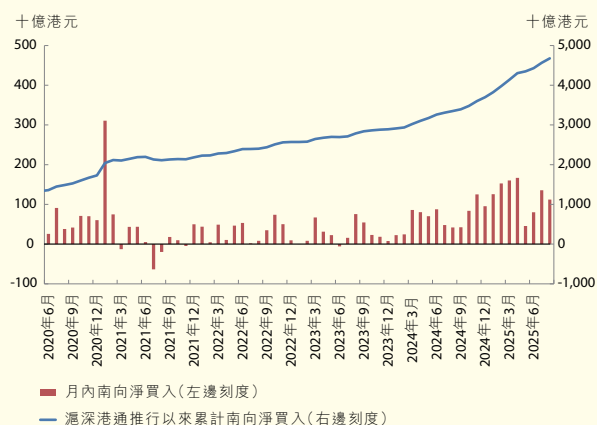
隨着4月初股市急跌，標普500指數及恒生指數的股市波幅指數於4月初大幅上升，其後迅速回穩（圖4.11）。

**圖 4.11**  
恒指波幅指數及標普 500 指數的期權引伸波幅 (VIX 指數)



港股通南向資金錄得穩定的淨流入，其中中國內地投資者於2025年2月底至8月底的淨買入額達7,006億港元(圖4.12)。自滬深港通推出以來的南向累計淨買入額於回顧期內增加17.6%，截至2025年8月底達46,767億港元。

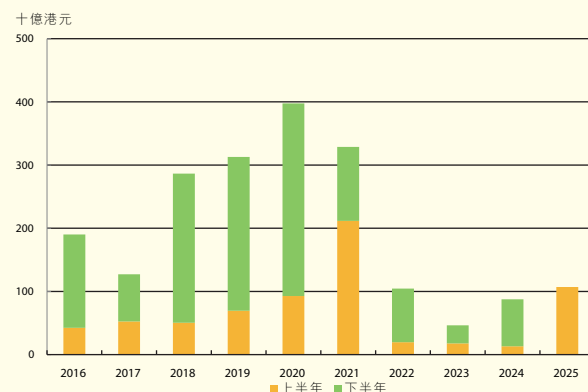
**圖 4.12**  
滬深港通(南向交易)的淨買入



註：南向淨買入金額指滬深港通(南向交易)及深港通(南向交易)相關淨買入額的總和。  
資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

部分受惠於中國內地企業的雙重上市<sup>30</sup>，香港一級股票市場於2025年上半年顯著反彈。2025年上半年的首次公開招股融資總額達1,071億港元，是去年同期的八倍(圖4.13)。

**圖 4.13**  
香港首次公開招股市場



資料來源：香港交易及結算所有限公司。

環球股市前景將受到多項關鍵因素影響。首先，美國與其貿易夥伴的談判進展將持續成為投資者情緒的重要驅動因素。其次，關稅對美國通脹前景的影響或會影響美國減息的幅度及步伐，為市場帶來更多不確定性。第三，不明朗因素的增加可能會促使環球投資者尋求進一步分散投資組合以更好地管理風險，這或會顯著地影響環球資產市場的資金流向。就香港而言，中國內地的經濟前景，包括政府當局可能推出的額外支持措施，亦會對市場氣氛造成影響。

<sup>30</sup> 2025年上半年共有7隻A+H雙重上市股票在香港股票市場掛牌，融資額佔香港2025年上半年全部42宗首次公開招股融資總額的約72%。

#### 4.4 債券市場<sup>31</sup>

美國10年期國庫票據收益率於4月初大幅上漲(圖4.14)，主要原因是市場憂慮關稅對通脹風險的潛在影響，以及美國政府債務和赤字上升對長期財政可持續性構成風險。槓桿式美國國債交易的大規模平倉亦是成因之一<sup>32</sup>。

儘管美國國債市場發生上述變動，但由於港元資金供應相對充裕，10年期港元香港特別行政區(香港特區)政府債券的收益率有所下降。與此相應，港元企業債券的平均收益率亦見回落。

圖 4.14

美國10年期國庫票據、10年期港元香港特區政府債券及港元企業債券的收益率



註：1. 自 2025 年 1 月 15 日開始，10 年期港元香港特區政府債券的收益率是指在基礎建設債券計劃及政府可持續債券計劃下發行的 10 年期港元基準債券的收益率。在此日期之前，該收益率是指在政府債券計劃下發行的 10 年期港元基準債券的收益率。2. ICE 美國銀行港元本地新興市場非主權指數涵蓋企業及半政府實體發行的港元債券。

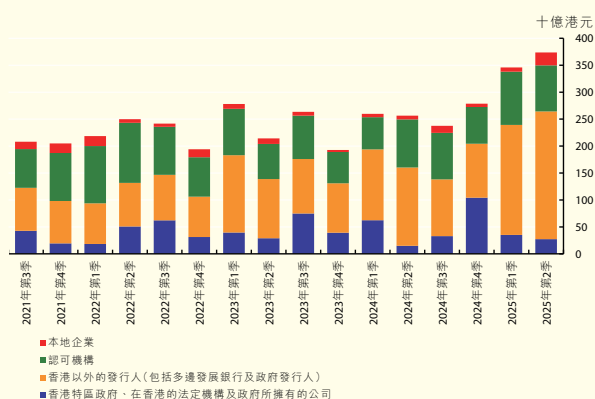
資料來源：ICE Data Indices、彭博及金管局。

隨着港元債務證券發行成本下降，2025 年上半年港元債務證券總發行金額按年增加 11.5% 至 28,287 億港元。非外匯基金票據及債券的港元債務證券金額按年上升 39.4% 至 7,194 億港元(圖 4.15)。

<sup>31</sup> 在此部分中所報告的債務證券數字包括票據、債券、可轉讓存款證、商業票據、債權證、資產抵押證券以及通常在金融市場交易的類似債務工具。未償還債務證券金額的數字是根據已發行的個別債務證券的到期日所估算。如果有足夠的資訊，該估計會考慮債務證券提前贖回的情況。未償還債務證券金額的數字或會被高估。所有債務證券數字或會有修訂。

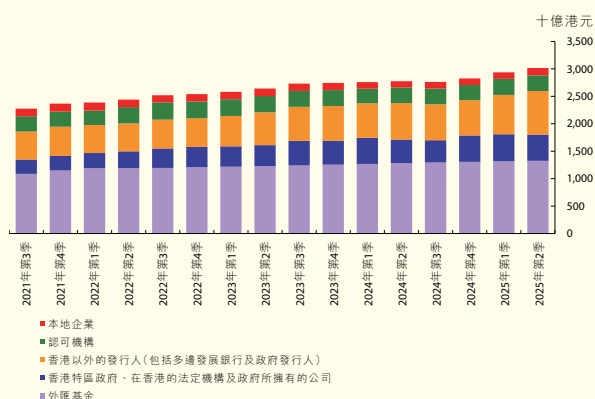
<sup>32</sup> 利用國債收益率與同等期限掉期利率間差異進行套利的掉期息差交易的平倉據報加劇了美國國債收益率的漲勢。部分槓桿投資者原本可從長期國債收益率相對同等期限利率掉期下跌時獲利。然而，美國長期國債收益率於 4 月初關稅宣布後上升，導致掉期息差交易的利潤空間持續受壓。這導致投資者拋售美國長期國債證券以快速平倉槓桿頭寸，最終推高其收益率。

**圖 4.15**  
新發行的非外匯基金票據及債券的港元債務證券



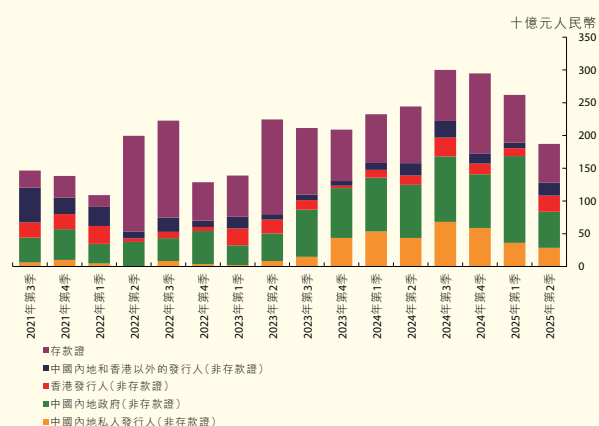
相應地，未償還港元債務證券金額按年增加8.7%，於2025年6月底達30,157億港元（圖4.16）。非外匯基金票據及債券的港元債務證券未償還金額按年增加13.2%，於2025年6月底達16,904億港元。

**圖 4.16**  
未償還港元債務證券（按發行人劃分）



在香港發行的離岸人民幣債務證券在2024年錄得峰值後，於2025年上半年輕微放緩。2025年首六個月的發行總額為4,492億元人民幣，較2024年同期減少5.8%（圖4.17），主要由於中國內地私人發行人的發行額減少所致。儘管發行放緩，在香港發行的離岸人民幣債務證券未償還總額由2024年12月底微升0.9%至2025年6月底的12,714億元人民幣。

**圖 4.17**  
在香港新發行的離岸人民幣債務證券



展望未來，儘管近期較低的發行成本支持了港元債務證券發行活動，但這一支持因素的可持續性很大程度取決於港元資金流。

就香港的離岸人民幣債務證券市場而言，環球金融市場的不明朗因素增加可能會促使環球投資者分散投資組合，這或有助刺激離岸人民幣債務證券的需求。同時，離岸人民幣債市活動將繼續受惠於中國內地適度寬鬆的貨幣政策。此外，近期南向債券通投資者範圍的擴大可有助提升香港對債券發行人及環球投資者的吸引力<sup>33</sup>，而離岸人民幣債券回購業務的優化安排以及豐富互換通產品類型將分別增強離岸人民幣的流動性管理和人民幣資產的利率風險管理<sup>34, 35</sup>。

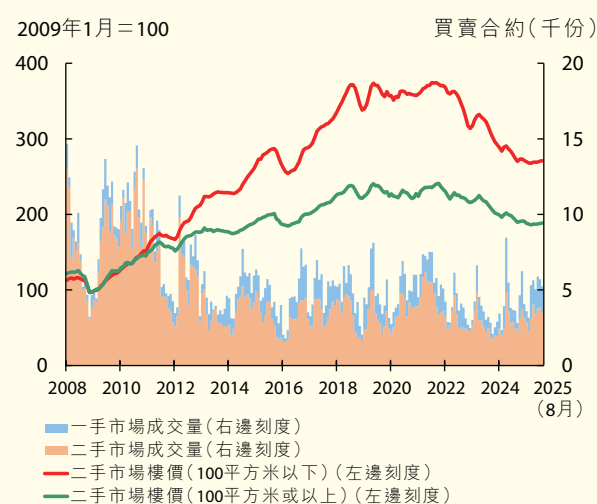
回顧期內推出的其他政策措施亦將推動本港債市發展。有關措施包括首次發行的30年期港元政府債券，有助延長港元基準收益率曲線；以及迅清結算有限公司與香港交易所簽署合作備忘錄，雙方將就優化香港資本市場的交易後證券基礎設施，以及支持本港固定收益及貨幣產品生態系統的長遠發展深化相關合作。

## 4.5 物業市場

### 住宅物業市場

住宅物業市場在2025年第1季稍為回軟後，於第2季有所回穩。隨着金融狀況變得寬鬆，市場氣氛有所好轉，參觀單位（俗稱睇樓）活動於5月至9月初期間轉趨活躍。與此同時，部分發展商繼續以具競爭力的定價策略加快推售新樓盤。因此，住宅物業每月平均成交量由第1季的4,064宗上升至第2季的5,585宗，並於7月至8月期間大致穩於5,529宗的水平（圖4.18）。

圖 4.18  
住宅物業價格及成交量



資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

隨着市場氣氛改善，二手樓價亦有所企穩。具體而言，中小型單位（實用面積小於100平方米）及大型單位（實用面積100平方米或以上）的價格於4月至8月期間分別微升1.3%及1.2%（圖4.18）。地產代理編製的最新數據顯示樓價於9月初保持平穩。

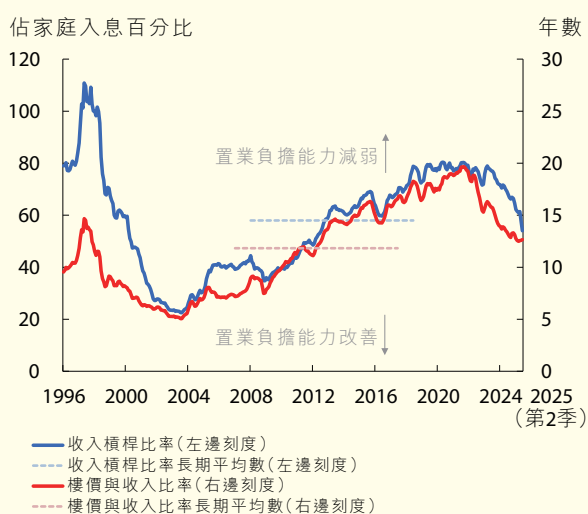
<sup>33</sup> 2025年7月8日起，南向債券通投資者範圍已擴大至涵蓋券商、基金、保險及理財公司。詳情請參閱<https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/speeches/2025/07/20250708-1/>（只提供英文版本）。

<sup>34</sup> 兩項離岸人民幣回購業務的優化措施於2025年8月25日正式啟動，包括支持抵押品債券再使用和外幣結算。詳情請參閱<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2025/08/20250825-5/>。

<sup>35</sup> 2025年5月15日，中國人民銀行、證監會與金管局聯合宣佈進一步豐富「互換通」的產品類型。這些措施包括延長利率互換合約期限至30年（於2025年6月30日推出）和推出以貸款市場報價利率（LPR）為參考利率的利率互換合約以擴充產品譜系（於2025年9月22日推出）。詳情請參閱<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/press-releases/2025/05/20250515-7/>。

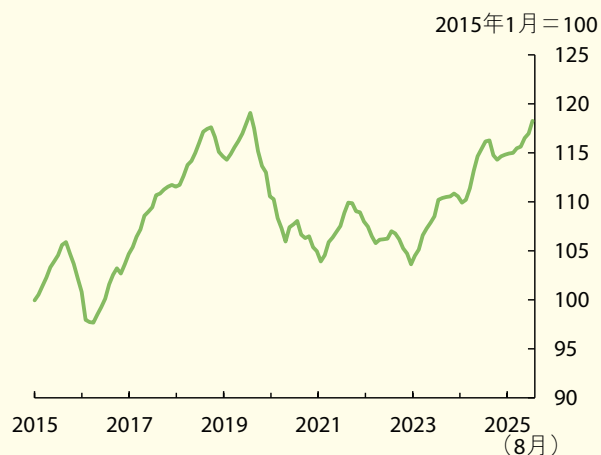
儘管置業負擔能力仍然偏緊，但於2025年上半年進一步改善。具體而言，樓價與收入比率在2025年第2季放緩至12.6。隨着按揭利率在第2季回落，收入槓桿比率亦下降至55.7%（圖4.19）。<sup>36</sup>租賃市場方面，房屋租金於2025年2月至8月期間進一步上升3.1%（圖4.20），而住宅租金收益率於7月則企穩於3.2%。

**圖 4.19**  
置業負擔能力指標



資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

**圖 4.20**  
住宅物業租金指數



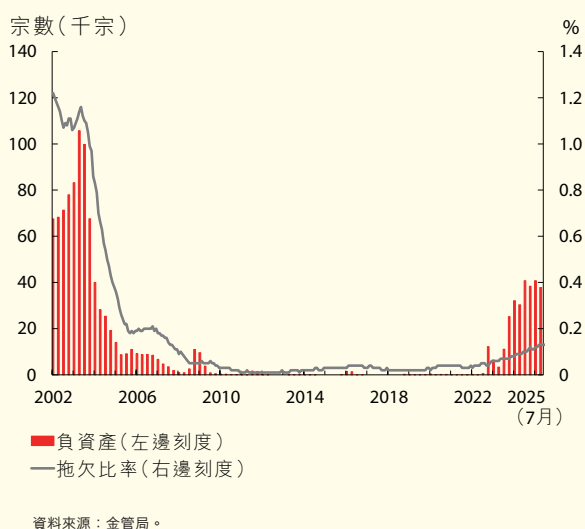
資料來源：差餉物業估價署。

隨着樓價變動，負資產住宅按揭貸款宗數由3月底的40,741宗回落至6月底的37,806宗（圖4.21）。這些個案主要涉及銀行職員的住宅按揭貸款或按揭保險計劃的貸款，而這類貸款的按揭成數一般較高。鑑於整體按揭貸款拖欠比率於7月仍維持在0.13%的低水平<sup>37</sup>，加上超過一半的私人住宅單位並無任何未償還按揭，因此與銀行住宅按揭貸款相關的系統性風險在各方面均得到妥善管理。

<sup>36</sup> 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭成數計算）的按揭供款與私人住宅住戶家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率有別於借款人實際供款與入息比率，後者須符合金管局監管要求設定的上限。

<sup>37</sup> 負資產住宅按揭貸款的拖欠比率於2025年6月底亦維持在0.21%的低水平。

**圖 4.21**  
負資產及按揭貸款拖欠比率

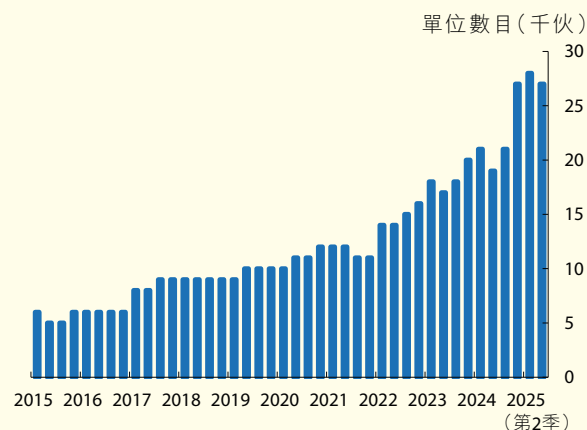


金管局會繼續密切留意市場發展，並就住宅按揭貸款實施合適的監管要求，以保障銀行體系穩定。事實上，新造按揭的平均按揭成數及供款與入息比率於7月維持穩定，分別為約63%及40%。金管局認為香港銀行體系仍然有充裕的緩衝去應對樓市的風險與挑戰。

住宅物業市場前景受多項不明朗因素及風險影響。一方面，一手市場累積的存貨<sup>38</sup>（圖 4.22），加上環球經濟前景的不明朗因素，短期內或會繼續對市場氣氛構成壓力。另一方面，政府持續實施招商引資和吸引人才的政策，加上優化「新資本投資者入境計劃」<sup>39</sup>，應

可繼續為房屋需求提供一定支持。長遠而言，住宅市場的前景將取決於房屋供求缺口，而政府預計未來幾年私人住宅落成量仍會維持高位。<sup>40</sup>

**圖 4.22**  
已落成樓盤未售出單位



資料來源：房屋局。

## 商用物業市場<sup>41</sup>

商用物業市場在2025年首七個月仍然受壓。期內每月平均成交量由2024年下半年的291宗增加至368宗，同時投機活動仍維持疏落（圖 4.23）。儘管成交量有所上升，但期內寫字樓、零售商舖及分層工廠大廈的價格仍然受壓（圖 4.24）。租賃市場方面，三類商用物業的租金亦繼續調整（圖 4.25）。整體而言，各類商用物業的租金收益率於2025年7月微升至3.5%—4.1%。

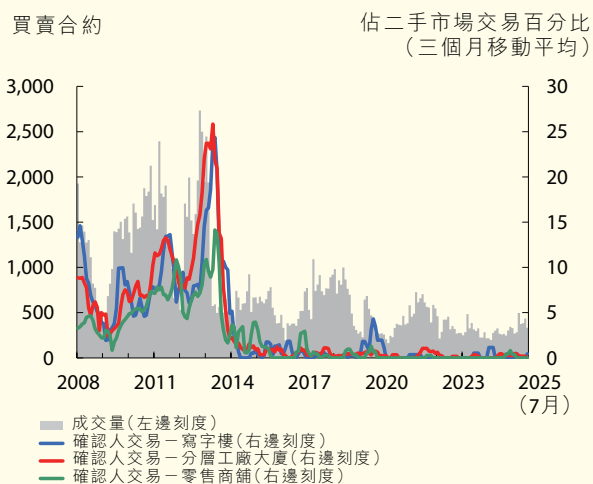
<sup>38</sup> 截至2025年6月底，已落成但仍未售出的單位為27,000伙。

<sup>39</sup> 政府在2025年《施政報告》中宣布優化「新資本投資者入境計劃」，將住宅物業投資的成交價門檻由5,000萬港元下調至3,000萬港元。

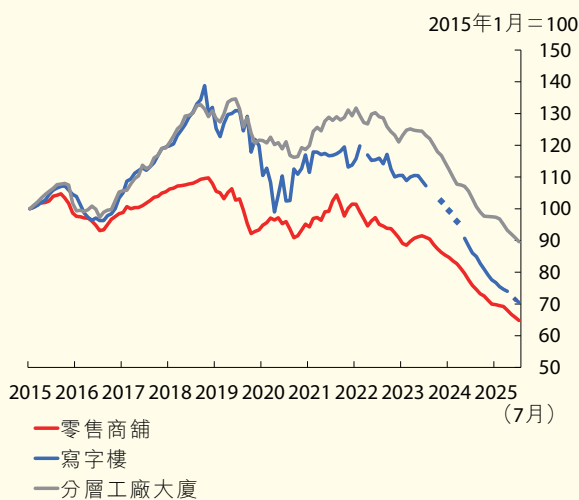
<sup>40</sup> 房屋局於2025年6月底估計，未來三至四年一手私人住宅單位潛在供應量將維持在約101,000伙的高位。

<sup>41</sup> 商用物業指寫字樓、零售商舖及分層工廠大廈。

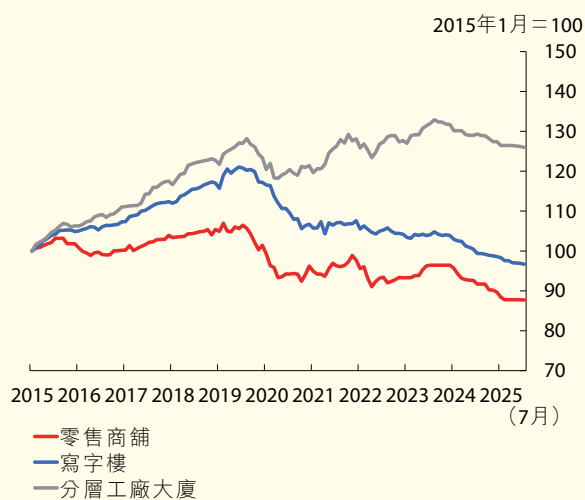
**圖 4.23**  
商用物業成交量



**圖 4.24**  
商用物業售價指數



**圖 4.25**  
商用物業租金指數



短期內，預料寫字樓將繼續面對高空置率的挑戰，而零售商舖則將繼續受到本港消費模式轉變所帶來的壓力。然而，訪港旅遊業的改善，加上政府持續實施招商引資的政策以及提振寫字樓市場的措施<sup>42</sup>，可望為市場提供一定支持。

<sup>42</sup> 發展局與教育局於2025年7月21日宣布推出「城中學舍計劃」，為發展管制程序拆牆鬆綁，鼓勵和便利市場把商廈改裝為學生宿舍。市場分析師預計，乙級及丙級寫字樓在該計劃下將最為受惠。政府在2025年《施政報告》中進一步宣布，除了商廈改裝，在拆卸原有商廈後重建的全新學生宿舍亦能受惠於計劃的便利措施。

## 專題3

### 分析與金管局貼現窗相關的「標籤效應」

#### 引言

中央銀行的核心職能之一是支援銀行履行其短期流動性義務。然而，國際經驗<sup>42</sup>顯示當銀行擔心使用短期流動資金安排會向持份者傳達財務狀況疲弱的訊號時，該「標籤效應」可能會阻礙它們使用有關安排。

在香港，金管局的流動資金安排架構為銀行在有需要時提供資金或流動性支援。該架構下的各類流動資金安排中，貼現窗允許銀行使用所持有的外匯基金票據及債券作為抵押品，以獲取隔夜港元流動資金。<sup>43</sup>為緩減標籤效應的影響，金管局建議銀行毋需顧慮使用流動資金安排。<sup>44</sup>

本專題旨在研究2018年至2024年間金管局貼現窗的使用情況，聚焦兩個關鍵問題：(1)自2022年加息周期以來，隨着金管局更積極與銀行就流動資金安排進行溝通，貼現窗的使用量有否增加？(2)同期有關貼現窗的標籤效應有否減弱？以下分析顯示，上述兩個問題的答案都是肯定的。這些發現表明，金管局為緩減標籤效應進行的持續溝通行之有效。

#### 貼現窗使用量及其標籤效應的演變

由於使用貼現窗的需求取決於流動性狀況，表B3.1根據總結餘及政策利率（即基本利率）平均水平（如圖B3.1上半部分所示），將2018年至2024年劃分為三個時期，並描述每個期間的流動性狀況：

**表 B3.1**  
基於流動性狀況的2018年至2024年時期劃分

| 時期                              | 平均水平 |      |       |
|---------------------------------|------|------|-------|
|                                 | 總結餘  | 基本利率 | 流動性狀況 |
| 時期1<br>(2018年1月1日至2020年5月7日)    | 少    | 高    | 偏緊    |
| 時期2<br>(2020年5月8日至2022年3月16日)   | 多    | 低    | 偏鬆    |
| 時期3<br>(2022年3月17日至2024年12月31日) | 少    | 高    | 偏緊    |

資料來源：金管局。

針對時期3流動性偏緊的情況，金管局透過直接溝通提醒銀行善用流動資金安排。若溝通措施行之有效，相較早前流動性同樣緊張的時期1，時期3貼現窗使用量應增加，同時標籤效應減弱。

#### (1) 貼現窗使用量有否增加？

圖B3.1下半部分顯示2018年至2024年貼現窗的使用情況。由於時期2整體流動性充裕，貼現窗的使用頻率亦如預期相對較低。對比流動性狀況均較為緊張的時期1與時期3，時期3的貼現窗使用量更為頻繁、持續，尤其在該時期後半段。<sup>45</sup>就這而言，它們已逐步適應新的市場變化，並善用貼現窗。

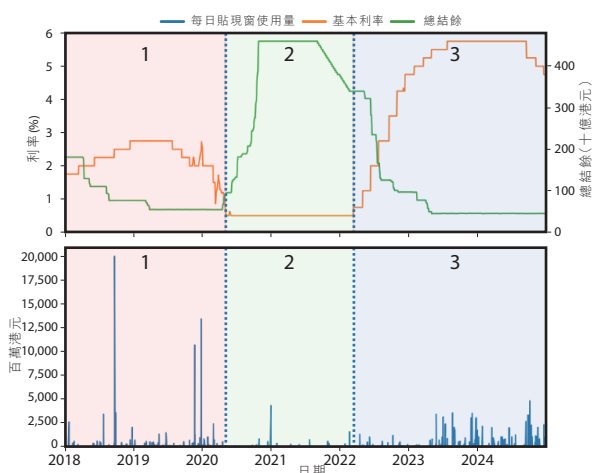
<sup>42</sup> 請參閱Armantier et al. (2024)及Winters (2012)等。

<sup>43</sup> 另一項交收資金安排是即日回購交易。銀行可使用所持有的外匯基金票據及債券作為抵押品，透過即日回購交易以零成本獲取即日流動資金，前提是能在營業結束前償還有關回購交易。未能於營業結束前償還的即日回購交易，將被轉為貼現窗下的隔夜借款及須向金管局支付利息。

<sup>44</sup> 詳情請參閱2023年6月的匯思文章《對近期港元拆息的觀察》：<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/insight/2023/06/20230614/>

<sup>45</sup> 迴歸分析證實，經控制時期內的流動性狀況，時期3的貼現窗使用量在統計學上平均而言顯著更高。

**圖 B3.1**  
港元流動性及每日貼現窗活動



資料來源：金管局職員估計數字。

## (2) 標籤效應有否減弱？

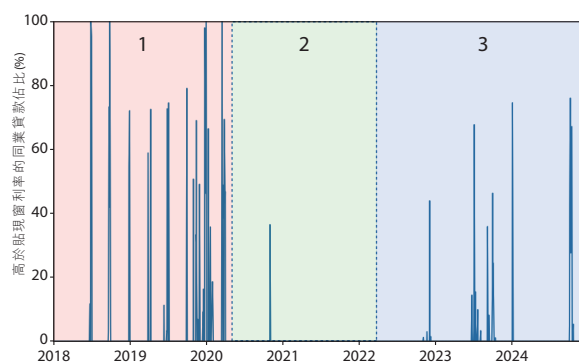
標籤效應指銀行為避免使用貼現窗，願意在銀行同業市場支付的額外利息成本。然而，標籤效應無法直接觀察而得。例如，若銀行以高於貼現窗利率 10 個基點的成本在同業市場隔夜拆借，並不意味其標籤效應為 10 個基點，因為該銀行可能願意支付高達 15 個基點的溢價。在實際操作中，我們遵循 Armantier et al. (2024) 的方法，衡量銀行為避免使用貼現窗而實際支付的隔夜同業利率高於適用貼現窗利率<sup>46</sup>的（正）息差作為觀測指標。這一可觀察的息差被稱為銀行的「實現標籤效應」。

本研究使用了金管局內部的港元即時支付結算系統交易數據，從銀行間大額支付項目中提取每筆貸款的隔夜同業利率。該數據集在研究期間包含 5,370 萬筆交易。利用這些數據，我們以 Furfine(1999) 的算法

識別出 30 萬筆銀行同業貸款，該算法將銀行間的一筆大額轉帳與下個營業日反方向且金額稍高的轉帳相匹配，其後便可根據這兩筆轉帳金額的差異來推斷同業利率。

圖 B3.2 顯示每日出現實現標籤效應（即所推斷的同業利率高於貼現窗利率）的隔夜同業貸款佔比。佔比較高的情況主要出現在流動性偏緊的時期（即時期 1 及時期 3）。但即使在這些時期，實現標籤效應仍屬不頻繁，主要出現在流動性狀況尤為緊張的時日，例如出現季節性資金需求，包括期末<sup>47</sup>及股息相關資金需求，以及其他偶然性需求的日子，如大型首次公開招股<sup>48</sup>及股市活動暢旺的時期。

**圖 B3.2**  
高於貼現窗利率的同業貸款佔比



資料來源：金管局職員估計數字。

<sup>46</sup> 適用貼現窗利率取決於銀行貼現窗借款佔其所持外匯基金票據及債券的百分比：(i) 對於首 50% 的貼現窗借款而言，適用貼現窗利率為基本利率；(ii) 對於餘下的 50% 而言，適用貼現窗利率為基本利率加 5 厘，或香港隔夜銀行同業拆息當天的水平，兩者以較高者為準。

<sup>47</sup> 期末包括月末、季末及年末。

<sup>48</sup> 2023 年 11 月推出的 Fast Interface for New Issuance 將香港的首次公開招股結算程序由「T+5」縮短至「T+2」，有助緩解大型首次公開招股期間的港元流動性壓力。

表B3.2呈列標籤效應演變的進一步統計數據。時期3出現實現標籤效應的隔夜同業貸款概率相較時期1有所降低(時期3=1.6%對比時期1=4.4%)。在圖B3.2亦可觀察到這一點，時期3的藍色線條比時期1的更少、更短。此外，即使時期3的基本利率更高、總結餘更少(即流動性狀況更為緊張)，但相關貸款實現標籤效應的息差幅度平均而言反而更小(時期3=35.2個基點對比時期1=47.8個基點)。

**表 B3.2**  
高於貼現窗利率的同業貸款

|                   | 時期   |      |      |
|-------------------|------|------|------|
|                   | 1    | 2    | 3    |
| 高於貼現窗利率的同業貸款佔比(%) | 4.42 | 0.19 | 1.60 |
| 實現標籤效應的息差(基點)     | 47.8 | 4.4  | 35.2 |

註：上行列示高於貼現窗利率的同業貸款數量佔比。下行列示所有高於貼現窗利率的同業貸款實際標籤效應的息差，即高於貼現窗利率的數量加權平均息差。

資料來源：金管局職員估計數字。

### 結論及啟示

本研究發現，金管局貼現窗不僅近期使用量有所增加，而且與之前同樣流動性緊絀的2018年至2020年期間相比，有關使用貼現窗的標籤效應的頻率和幅度亦有所降低。這些趨勢與金管局為緩減標籤效應而與銀行溝通的努力脗合，反映溝通措施有效。

### 參考文獻

Armantier, O., Cipriani, M. and Sarkar, A. (2024). Discount Window Stigma After the Financial Crisis. *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*. no.1137 November.

Furfine, C. (1999). The Microstructure of the Federal Funds Markets. *Financial Markets, Institutions, and Instruments*, 8(5), 24-44.

Winters, B. (2012). Review of the Bank of England's Framework for Providing Liquidity to the Banking System. *The Court of the Bank of England*. October 2012.