

林俊泓 , CFA

財資研究主管

ryan.lam@shacombank.com.hk

+852 2841 5283

經濟月刊

2025 年 9 月 22 日

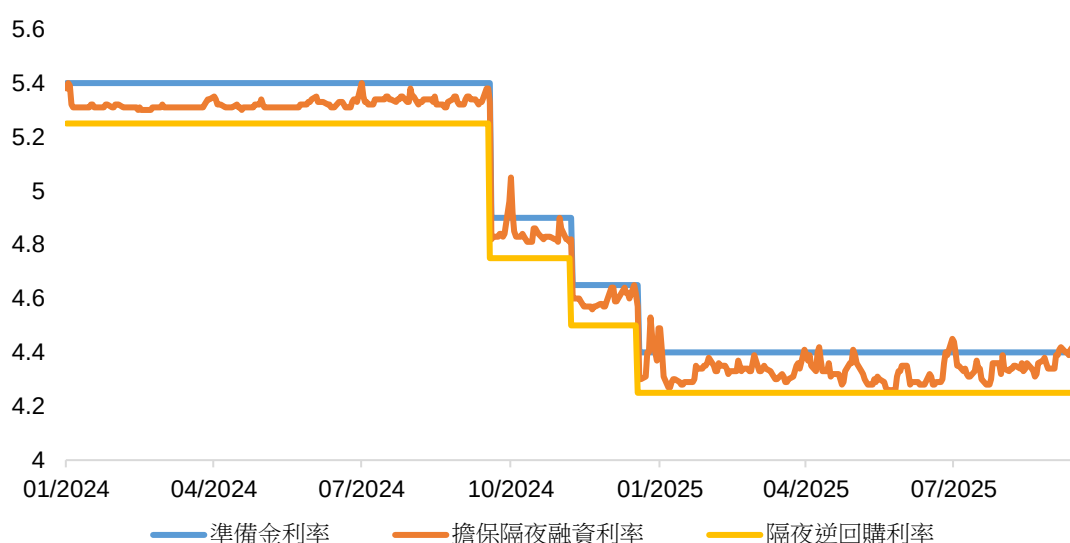
如雲變改

- 九月甫過兩週，美國竟已陷入迷你的資金緊縮。
- 要驅使他人赴湯蹈火，就不得不付出代價。受貨銀兩訖回購使用量飆升影響，擔保隔夜融資利率（料至第三季末將繼續攀升）。
- 美國商業銀行估計尚有 4,650 億美元的融資潛力有待釋放。換言之，可調動的融資潛力，應足以壓制逆回購利率升勢，平息這次的迷你銀根緊縮浪。
- 提前終止縮表不無可能。縮表戛然而止的超前部署將提振美債買盤。

主題研究

任誰都能察覺聯儲局鴿傾的風向。只是，貨幣市場交易員決定自成一格。他們似已按捺不住，無法等待九月底的結算日。九月甫過兩週，美國竟已陷入迷你的資金緊縮。此情此景，我們是否正目睹 2019 年回購市場危機的重演？

圖表 1：回購協議倉位（佔商業銀行資產百分比）



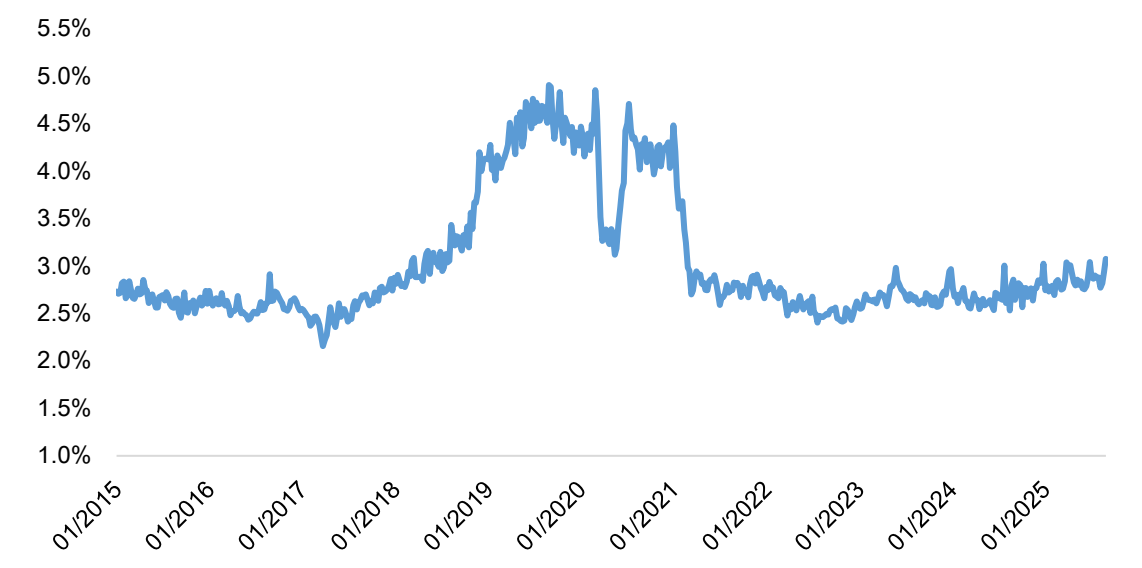
資料來源：彭博、上海商業銀行

更令人心悸的還在後頭。美債結算日來臨之時，倘交易員無法為帳戶注入充足資金，將被徵收日間透支的費用。有別於第三方回購和通用擔保融資回購，貨銀兩訖(DVP)可在交易時段內結算。這意味著貸款者務必爭相競逐相當而獨特的資金池。無疑，要驅使他人赴湯蹈火，就不得不付出代價。受貨銀兩訖回購使用量飆升影響，擔保隔夜融資利率(SOFR)料至第三季末將繼續攀升。

在黑暗中才能窺見耀眼的光。銀行遲早會醒悟：何不增加放貸？他們大可調動儲備來消除市場失衡，並從銀行同業體系中抽離流動性。在2017至2019年間，當擔保隔夜融資利率持續高於準備金利率(IORB)時，商業銀行就曾將回購業務占比從2.5%提升至5%(圖表2)。目前，銀行回購業務占比僅達3.1%，意味着尚有4,650億美元的融資潛力有待釋放。鑑於現金儲備目標水平定為8,500億美元，財政部還須

從市場抽走1,700億美元。簡單換算，銀行可調動的融資潛力，應足以壓制逆回購利率升勢，平息這次的迷你銀根緊縮浪。

圖表2：回購協議（佔美國商業銀行資產百分比）



資料來源：聯儲局、上海商業銀行

凱恩斯曾言：「只要我們能實際做到的事，我們就負擔得起。」(Anything we can actually do we can afford.)。惜該名言卻不適用於當下。達拉斯聯儲主席盧根就發出了警告：「貨幣市場利率將逐漸接近，但略低於準備金利率。」(Money market rates close to, but perhaps slightly below, IORB over time)言下之意，聯儲局不會坐視擔保隔夜融資利率持續在高位於不顧。即便暫未見常備回購工具被大規模動用，提前終止縮表不無可能。緊記着不要與聯儲局對抗的格言，縮表戛然而止的超前部署將提振美債買盤。

英國

英國通脹仍然高企，預料今年內英倫銀行都會保持鷹派。財相李韻晴會否在今秋重推緊縮政策，拭目以待。

歐盟

惠譽把法國信用評級，從 AA- 下調至 A+。投資者卻無動於衷，只因歐資銀行可對法國國債的風險權重設定為零。

日本

石破茂的辭職難以根本改變日本的財赤困境。不過第二季生產總值上修，加上汽車出口美國的關稅確認在 9 月 16 日降至 15%，將給予日本央行加息的空間。



美國

一系列的就業報告均反映勞工市場停滯不前。

中國內地

最新經濟數據進一步放緩。尤其是零售銷售，反映補貼政策的提振作用正在減退。為了完成「保 5」任務，中央政府或需調整其經濟刺激計劃。

外匯展望

美元



增持

中性

減持



遠遜預期就業數據，加上聯儲局的獨立性一再受挑戰，美元短倉變得擠擁。短期利率市場已計入十月與十二月連續減息，短息進一步下滑設下相當高的門檻。在未來數週，強勁數據對利率的推升，將遠超疲弱數據對利率的壓力。不過，出於錯過息口再破低位的恐懼，美元升幅料受限制。

歐羅



增持

中性

減持



勒科爾尼接替貝魯出任法國總理。然而，議會中的黨派之爭仍舊嚴峻。若各黨派願意推遲減赤計畫，馬克龍仍可勉強組成多數派政府。

英鎊



增持

中性

減持



英國政局暫趨穩定。在 11 月 26 日秋季預算案公佈前，英倫銀行預先減息的預期逐步下降。縱然如此，為抑制通脹的加稅措施終將讓市場定價回歸鴿派。明年春季或重啟減息。

人民幣



增持

中性

減持



美元兌人民幣在近幾星期持續走低。出口活動仍表現韌性，國內需求呈現溫和復蘇。為了避免出口商突然巨額結匯，人行看來還是希望人民幣保持溫和升值的軌跡。

日圓



增持

中性

減持



自民黨將於 10 月 4 日進行黨魁選舉。在熱門候選人中，高市早苗是安倍經濟學的繼承人，而小泉進次郎則被視為中間派。無論誰當選，日本 10 年期國債收益率的上行空間約為 15-20 個基點。

澳元



增持

中性

減持



受惠於中國股票市場的優秀表現，澳元兌美元匯率可能開啟新一輪升勢。由於澳元對紐元存在健康的套利機會，讓交叉買盤將維持穩定水平。

紐元



增持

中性

減持



鑑於乳製品價格已逼近 15 年高位，出口帶動紐元飆升的可能性不大。目前市場仍然傾向做空紐元，但規模從歷史水平來說算不上誇張。

近期研究報告

順水推舟	2025 年 9 月 18 日
舊酒新瓶	2025 年 9 月 9 日
以儆效尤	2025 年 9 月 2 日
暗渡陳倉	2025 年 8 月 19 日
雪泥鴻爪	2025 年 8 月 1 日
寧靜致遠	2025 年 7 月 31 日
攻心為上	2025 年 7 月 21 日
作繭自縛	2025 年 7 月 18 日
以靜制動	2025 年 6 月 19 日
葉公好龍	2025 年 6 月 12 日
明鏡難懸	2025 年 6 月 2 日
其動也闢	2025 年 5 月 26 日
高曲和寡	2025 年 5 月 15 日
寧遲勿謬	2025 年 5 月 8 日
皇權長存	2025 年 5 月 6 日
慍而致戰	2025 年 4 月 29 日
草木皆兵	2025 年 4 月 11 日
兵連禍結	2025 年 4 月 3 日
以身入局	2025 年 3 月 26 日
如箭在弦	2025 年 3 月 20 日
人生正道是滄桑	2025 年 3 月 14 日
疾如風、徐如林	2025 年 3 月 6 日
牛刀小試	2025 年 2 月 27 日
金鼓雷鳴	2025 年 2 月 20 日
吹皺春池	2025 年 2 月 13 日
靜雨無聲	2025 年 2 月 4 日
活在當下	2025 年 1 月 24 日
燭火不息	2025 年 1 月 15 日
2025 全球經濟與外匯展望	2025 年 1 月 8 日
事以密成	2024 年 12 月 19 日
落子不悔	2024 年 11 月 8 日
蜻蜓點水	2024 年 11 月 6 日
暗渡陳倉	2024 年 9 月 19 日

注意事項 - (投資附帶風險)

以下風險披露聲明不能披露所有涉及風險，亦不會考慮本行概不知情的情况。投資涉及風險，投資者可能須承受重大損失。證券、基金、債券、及其他金融工具之價格及收益或外匯匯率可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣投資產品未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往業績並不代表將來的表現，基於個別市場情况，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。本檔所述的產品未必適合所有客戶。投資決定是由客戶自行作出的，但客戶不應投資在投資產品，除非仲介人於銷售該產品時已向客戶解釋經考慮客戶的財務狀況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。客戶不應只跟據本檔作任何投資決定，而須自行評估本檔所載資料，並考慮該等投資是否適合客戶本身的特定財政狀況、投資經驗及投資目標。客戶如對此資料或有關銷售文件有任何疑問，應就有關投資的法律、法規、稅務、投資及財務可能產生的後果尋求獨立及專業的意見(包括本地及海外投資可能涉及的遺產稅及紅利預扣稅及其他稅務責任等)，以確保客戶明白該等投資的性質及風險，從而考慮該等投資是否為適合客戶的投資。

證券投資風險：證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情况，部分投資或不能即時變現。客戶透過滬港通及深港通投資A股前，應確保已閱讀及充分瞭解本行滬股通/深股通服務資訊，包括有關詳情、交易細則、風險、收費、限制及注意事項。詳情請向本行職員查詢。

基金投資風險：基金價格有時可能會非常波動。基金價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣基金未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情况，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的基金銷售檔，以瞭解基金更多資料，包括但不限於風險因素。客戶須謹慎考慮該基金是否適合客戶自身的財務狀況、投資經驗及目標。有關基金之詳情，請參閱基金說明書。基金之認購須受現行監管規定及本行條款及細則所約束。本行分銷產品發行人/基金管理公司的基金，而有關基金是產品發行人/基金管理公司而非本行的產品。對於本行與客戶之間因銷售過程或處理有關交易而產生的合資格爭議（定義見金融糾紛調解計劃的金融糾紛調解的中心職權範圍），本行將與客戶進行金融糾紛調解計劃程式；然而，對於有關產品的合約條款的任何爭議應由產品發行人/基金管理公司與客戶直接解決。



債券投資風險：債券投資並非銀行存款，且帶有風險，亦可能導致本金的損失。客戶應注意，投資於以非本土貨幣結算的債券將受匯率波動的影響，可能導致本金出現虧損。除非其保證已列明於有關之章程中，否則一般投資並未獲得本行的任何保證或擔保。債券價格有時可能會非常波動。債券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣債券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，本行並不保證債券存有二手市場，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的債券銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。

人民幣現時不可自由兌換，其每日之兌換金額均受中國內地及香港之監管機構所限。將境外人民幣(CNH)兌換為境內人民幣(CNY)是一項貨幣管理程式，須遵守由中國政府實施的外匯管制政策及限制。概無保證人民幣不會在某個時間貶值。人民幣產品受匯率波動而產生獲利機會及虧損風險。客戶如將涉及的人民幣資金兌換為港幣或其他外幣，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。外幣投資受匯率波動影響，可能帶來虧損風險。客戶應注意投資海外投資產品時的貨幣風險及如將外幣兌換為港幣或其他外幣時，可能因外幣匯率變動而蒙受虧損。投資產品的回報以該產品基本貨幣計算。如客戶的本土貨幣與投資產品的基本貨幣或參考貨幣不同，匯率變動或會減低客戶的投資得益或擴大客戶的投資損失。

本檔由上海商業銀行有限公司刊發及完全擁有。本檔所表達的預測及意見只為一般的市場評論，並不構成投資意見或保證回報。上海商業銀行有限公司及其聯繫公司及/或其高級職員、董事、代理人及僱員可以其名義買賣，可能有持倉於所有或任何於本檔中提及的外匯，證券或投資項目。上海商業銀行有限公司可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得傭金或其他費用。客戶進行任何交易前，應先考慮有關經濟利益及風險，並顧及法律、法規、信貸、稅務及財務等事宜，以決定是否適合作出投資。本檔所載之資料及任何意見，並不代表上海商業銀行有限公司以主理人或代理人身份邀請或提請任何人士購買或沽售任何外匯、證券、基金、期貨、期權或其他金融工具、或提供任何投資意見或服務。

雖然本檔所提供之資料，均來自本銀行認為可靠的資料來源，但本銀行不能亦不會保證或承諾此等資料俱為平確、有效、可靠、及時或完整。上海商業銀行有限公司並不保証此等資料適合在某一特定用途，或對此負上任何謹慎責任；亦不會對任何人因使用本檔所提供之資料，或此等資料的失確或遺漏而引致的直接或間接損失負上任何民事侵



權行為責任、合約責任或其他責任。所有資料如有變更，並不會作出預先通知。本檔內部份或任何內容可視為前瞻性陳述，當中涉及風險及不穩定因素，客戶須注意，實際結果可能因多種因素、風險或經濟狀況而與前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。未經上海商業銀行有限公司預先作出明確的書面同意前，本檔不得以任何方式複印、分發、披露(全部或任何部分)或出版作任何用途。上海商業銀行有限公司對由於使用及/或依賴上述資料或內容而引起的任何損失概不負責。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。本文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。

利益衝突披露

本行及其內的附屬公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有本檔所述全部或任何外匯、證券或投資的倉盤，亦可能會以其名義買賣全部或任何該等證券或投資項目，或擁有與相關內地ETF有關的財務權益；亦可能與相關內地ETF或相關內地ETF的管理公司有業務往來或其他關係。本行可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得佣金或其他費用。