

## 研究报告

欢迎扫码关注  
工银亚洲研究

中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 黄斯佳

人民币汇率料延续偏强区间波动  
态势

——香港离岸人民币市场观察 (2024年8月刊)

## 阅读摘要

香港人民币存款规模延续小幅回落，离岸人民币交易活跃度大幅走升。截至2024年7月末，香港人民币存款规模为10,575.3亿元，较上月减少0.4%，同比升16.5%，跨境贸易结算有关的人民币汇款额刷新历史新高；香港RTGS系统清算额环比升11.5%，亦刷新历史新高。

8月美元指数延续回落，在离岸人民币汇率走升；在-离岸汇率 (USDCNY-USDCNH) 倒挂幅度明显收窄。短期看，9月美联储降息基本确定，但年内降息路径仍存不确定性、且降息预期具有高数据敏感性，基准情形下美元指数继续大幅下行空间不大。人行积极货币政策有望相机加力，但前期累积的较大规模未结汇量有望延续释放，叠加积极政策提振完成全年目标任务的信心。综合考虑，人民币汇率短期延续偏强区间波动走势。

8月离岸人民币利率回落，离岸人民币-港元利差倒挂幅度走阔、离-在岸人民币利差收窄。短期看，人行货币政策有望相机加力，9-10月特别国债、专项债等集中提速发行，SHIBOR料围绕政策利率波动、有小幅下行的空间；受外汇市场波动及或有套息交易影响，CNH HIBOR波动性料仍大；HKD HIBOR料跟随LIBOR延续波动回落，季结因素可能对月末利率形成一定扰动。

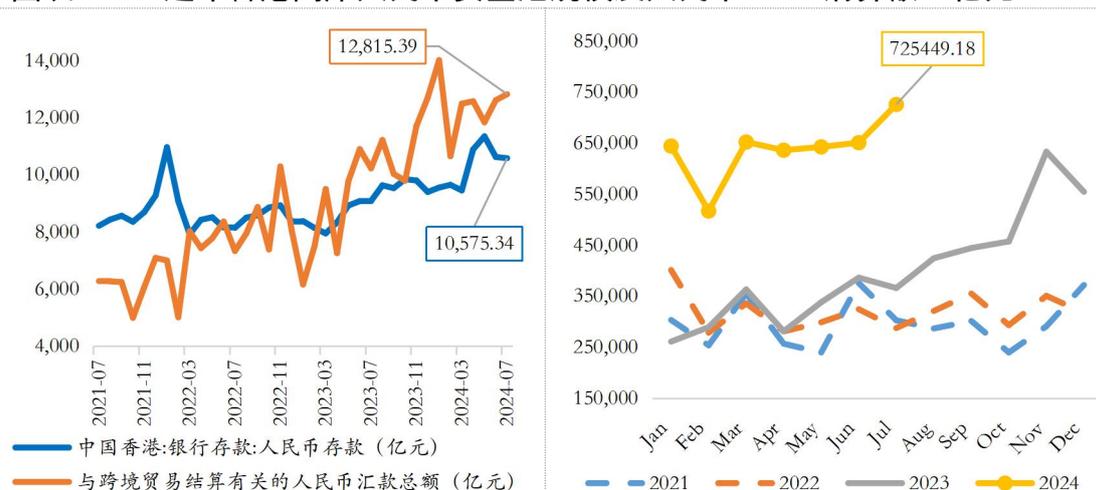
8月港交所衍生品交投数据反映市场交易人民币走升。8月各期限人民币远期NDF走升，中美利差倒挂幅度收窄，美元/在岸人民币掉期点明显走升，在-离岸掉期点差 (CNY-CNH) 快速收窄，港交所USD/CNH期货交易交易量及未平仓量均增加，期货结算价走升，反映市场加大对人民币中枢走升的交易。

8月离岸人民币债券新发融资额环比增加，境外机构在银行间债券市场托管规模续创历史新高。往后看，USD/CNY掉期点走升收窄外资持有中国债券的潜在综合收益，但整体考虑人民币汇率延续偏强区间波动，内地债券市场外资占比仍低等因素，外资增配中国债券的性价比仍较优。

## 一、7月香港人民币存款规模小幅回落，离岸人民币交易活跃度大幅走升

截至2024年7月末，香港人民币存款规模为10,575.3亿元，较上月减少0.4%，同比升16.5%；7月跨境贸易结算有关的人民币汇款总额为12,815.4亿元，刷新历史新高，环比升1.6%，同比升25.4%。离岸人民币交易活跃度大幅上升、7月人民币RTGS（香港人民币结算所自动转账系统）清算额为72.5万亿元，环比升11.5%，同比升98.3%，刷新历史新高（见图表1-2）。

图表1-2：近年香港离岸人民币资金池规模及人民币RTGS清算额（亿元）



数据来源：WIND、香港金管局、香港银行同业结算有限公司、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

## 二、8月美元指数延续回落，人民币汇率走升、在-离岸汇率倒挂幅度大幅收窄、月内多时点转正，结汇力量走强，短期人民币汇率料延续偏强区间波动走势

美联储降息在即，8月美元指数大幅回落，月度均值为102.22、较上月均值跌2.3%，月末报101.73、较上月末跌2.23%。上半月，日央行超预期收紧货币政策，叠加美国劳

动力市场数据引发市场衰退忧虑，套息交易逆转，美元指数波动走低；下半月，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会释放明确降息信号，美元指数临近月末一度降至100.5低位，是2023年7月以来的最低水平，随后小幅回稳，月末收于101.7附近。

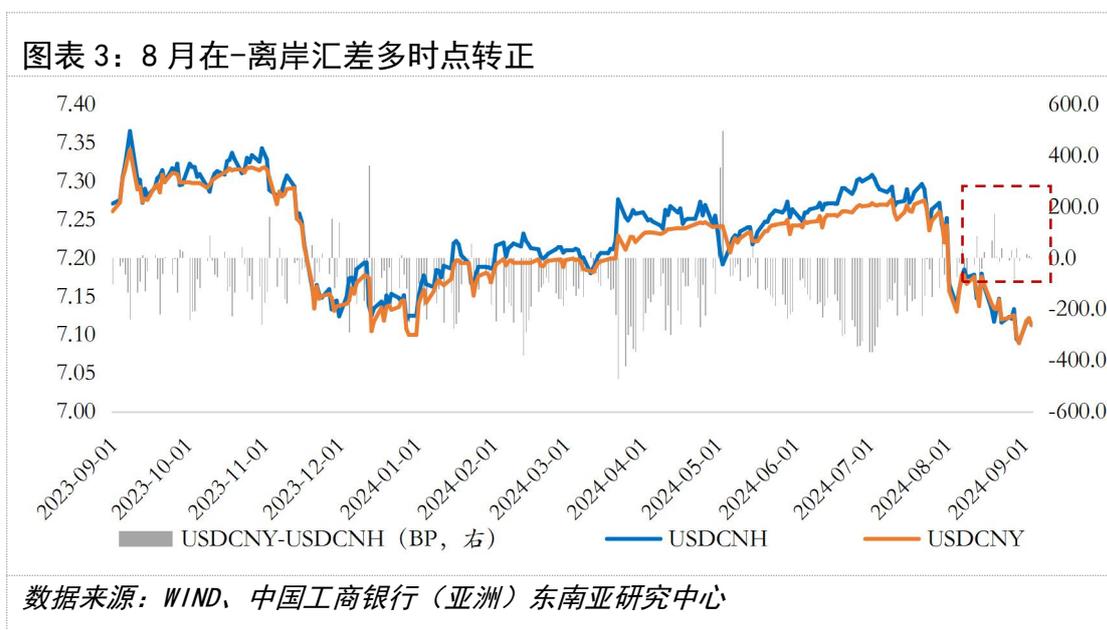
8月，在离岸人民币汇率走升。月初，受套息交易反转影响，离岸人民币汇率USDCNH及在岸人民币汇率USDCNY于8月2日分别升值859BP、854.5BP，是自2022年11月以来最大单日升幅；月末，在结汇意愿延续走强等因素提振下，在离岸人民币汇率均升破7.1的关键水平，8月30日盘中USDCNH最高升至7.0709，USDCNY最高升至7.0825，是2023年6月以来的最高水平。截至8月30日USDCNH收报9.0904，较上月末升1.88%，USDCNY收报7.0892，较上月末升1.81%，月度均值分别为7.1487、7.1477，较上月均值升1.78%、1.57%（上月分别为跌0.04%、0.1%）。

在-离岸汇率（USDCNY-USDCNH）均值倒挂幅度较上月大幅收窄156.5BP，月末收报-12.5BP，倒挂幅度较上月末收窄52BP、月内多个时点转正，其中8月20日（USDCNY-USDCNH）汇差最大达到+194BP，是今年5月以来的最高水平（见图表3）。整体看，在-离岸汇差倒挂收窄至短暂转正，除显示人民币升值预期升温外，也反映结汇意愿走强这一交易性因素的影响。鲍威尔在杰克森霍尔会议上表态定调9月降息，带动美元指数跌幅较大（8月16日和20日两个交易日跌幅分

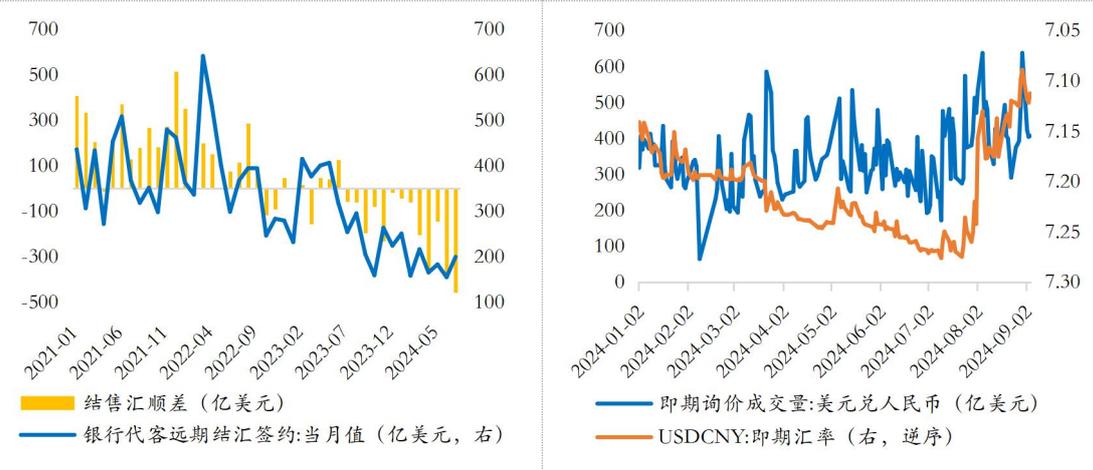
别为 0.46%、0.63%)、带动 USDCNH 快速走升 (8 月 16 日和 20 日升幅分别为 164BP、164.5BP, 同期 USDCNY 升幅 98.5BP、60BP)。

具体看交易情况, 7 月结售汇逆差额仍较大、为 456.7 亿美元, 结汇率 (=银行代客结汇额/银行代客涉外收款额) 为 61%, 较 6 月的 58% 有小幅回升, 7 月银行代客远期结汇签约额为 199.6 亿美元, 环比升 28.8%, **显示结汇力量呈边际走强趋势**; 高频数据美元兑人民币即期询价成交量自 7 月中下旬开始震荡走升, 8 月日均成交量达到 436.5 亿美元, 环比大幅增长 27.6% (7 月较 6 月增长 11.5%)。对比过去 5 年结汇率均值 67%, 以及出口韧性短期延续的基本预判, 后续结汇量延续提升仍可对人民币走势形成积极提振 (见图表 4-5)。

图表 3: 8 月在-离岸汇差多时点转正



图表 4-5：结售汇及美元兑人民币即期成交量的情况



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、8月离岸人民币利率大幅回落，离岸人民币-港元利差倒挂幅度走阔、离-在岸人民币利差收窄；短期看，在岸人民币利率料围绕政策利率波动，离岸人民币利率波动性仍大，港元利率延续回落

8月离岸人民币流动性维持充裕，CNH HIBOR 均值大幅回落。隔夜、1个月和3个月CNH HIBOR 月度均值分别为1.37%、1.92%、2.16%；较上月均值分别回落195.3BP、125.5BP、96.3BP，临近月末，1个月和三个月CNH HIBOR 最低跌至1.51%、1.81%，分别是2022年11月底和2011年8月以来的最低水平。

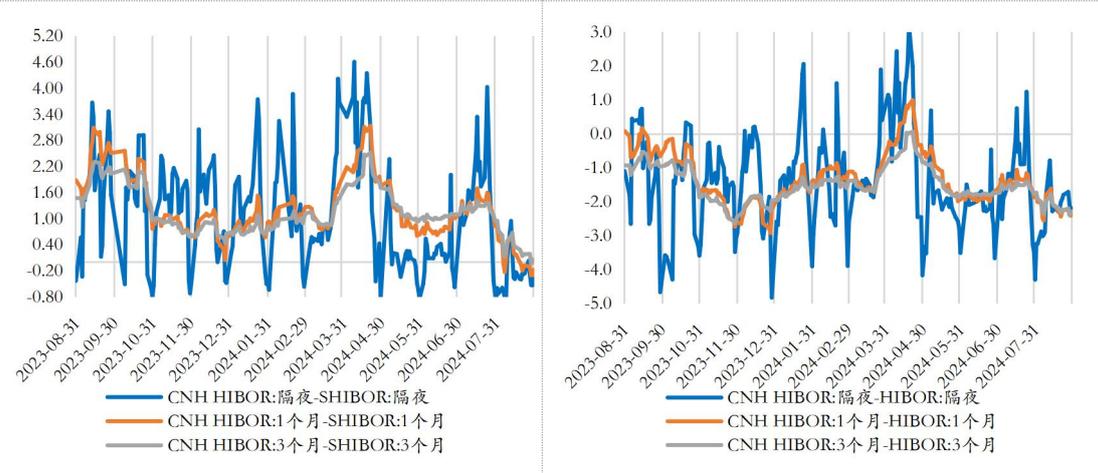
港元利率整体回落，离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）倒挂幅度走阔。3个月LIBOR自6月下旬开始震荡回落，8月加速下行，1个月LIBOR自8月开始回落，港股派息季高峰期已过，港元资金需求有所缓和，港元

利率跟随美元利率回落，隔夜、1个月、3个月 HKD HIBOR 均值较上月分别下降 93.6BP、51.1BP、38.0BP；离岸人民币-港元（CNH HIBOR-HKD HIBOR）利率倒挂幅度扩大。隔夜、1个月、3个月（CNH HIBOR-HKD HIBOR）利差均值分别为-2.23%、-2.16%、-2.15%，倒挂幅度较上月扩大 101.7BP、74.4BP、58.3BP（见图表 6）。

**SHIBOR 整体小幅走低，离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）收窄。**8月人行公开市场操作净投放资金 1,081.4 亿元，较上月（净投放 8,096.6 亿元）收窄，市场资金价格围绕政策利率波动，隔夜、1个月、3个月 SHIBOR 均值分别为 1.70%、1.82%、1.84%，较上月均值分别跌 4.2BP、5.9BP、5.3BP。1个月、3个月离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）均值分别为 0.10%、0.32%，较上月均值分别收窄 119.7BP、91.2BP，隔夜该利差月内多数时间处于倒挂区间，均值由上月的 1.58%收窄至-0.33%（见图表 7）。

**往后看**，人行货币政策有望相机加力，9-10月特别国债、专项债等集中提速发行，SHIBOR 料围绕政策利率波动、预计有小幅下行空间；受外汇市场波动及套息交易影响，CNH HIBOR 波动性料仍高、但进一步下行空间预计不大；HKD HIBOR 料跟随 LIBOR 延续波动回落、季结因素可能抬高月末利率走势。

图表 6-7：离岸人民币-港元、离-在岸人民币利差走势



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

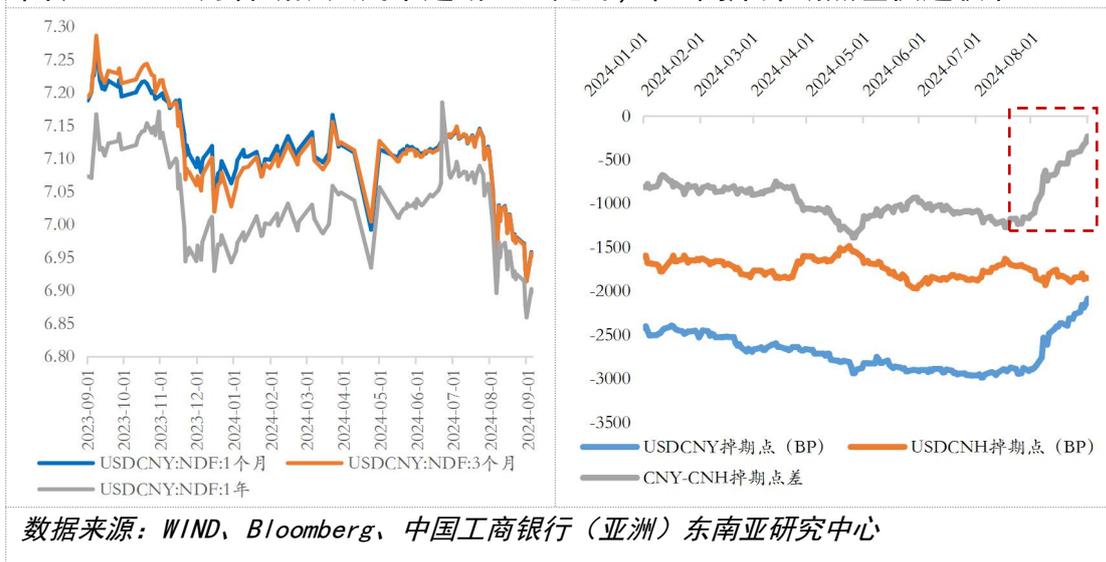
#### 四、8月各期限人民币远期 NDF 走升，在-岸人民币掉期点差收窄，港交所衍生品交投数据反映市场交易人民币走升

8月各期限人民币远期 NDF 月度续收升。1个月、3个月、1年期人民币 NDF 月度均值收报 6.9892、6.9879、6.9332 较上月均值 7.1301、7.1301、7.0748 分别升 1.98%、1.99%、2.0%（上月升 0.18%、0.20%、0.21%）（见图表 8）。

8月在离岸人民币掉期点走势分化，在-离岸掉期点差大幅收窄。8月美债利率走跌、中美利差倒挂幅度收窄，叠加人民币走强，部分掉期交易平盘，美元/在岸人民币掉期点明显走升，USD/CNY1年期掉期点均值为-2,412.04BP，较上月（-2,923.9BP）大幅走升 511.9BP，月末报-2,086.5BP，较上月末升 800.5BP。离岸人民币流动性稳定充裕，资金价格走低，离岸人民币掉期点走跌，USD/CNH1年期掉期点均值为-1,841.1BP，较上月均值（-1,738BP）跌 103.1BP，月末报-1,852.5BP，较上月末跌 85.8BP。在-离岸掉期点差

(CNY-CNH) 从 7 月末的 -1120.3BP 快速收窄到 8 月末的 -234BP (见图表 9)。

图表 8-9：8 月各期限人民币远期 NDF 走升，在-离岸掉期点差快速收窄

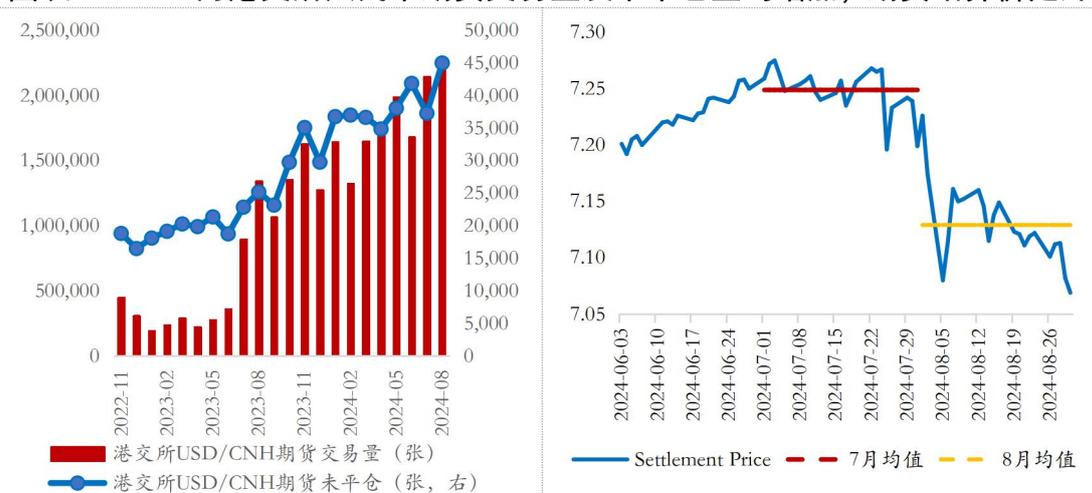


数据来源：WIND、Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

港交所期货交易量和持仓量均增加，期货结算价走升。8 月港交所 USD/CNH 期货标准合约成交量为 225.6 万张，较上月增加 5.2% (7 月为增加 27.6%)、继续创历史新高，月末未平仓合约 4.5 万张，较上月增加 20.7% (7 月为减少 11%)；8 月期货结算价均值为 7.129，较上月均值 7.249 升 1.65%，截至 8 月 30 日结算价报 7.069、较 7 月末升 1.81%，反映市场交易人民币中枢走升趋势 (如图表 9-10)。

比较看，7 月港交所人民币期货交易量升、未平仓量跌、期货结算价于下旬开始波动走升，显示市场对人民币看涨动能增加；从实际数据看，8 月人民币汇率均值走升，与预期一致。8 月期货交易量和未平仓量均增加、期货结算价走升，反映市场仍看好人民币汇率中枢走升。

图表 9-10：8 月港交所人民币期货交易量及未平仓量均增加，期货结算价走升



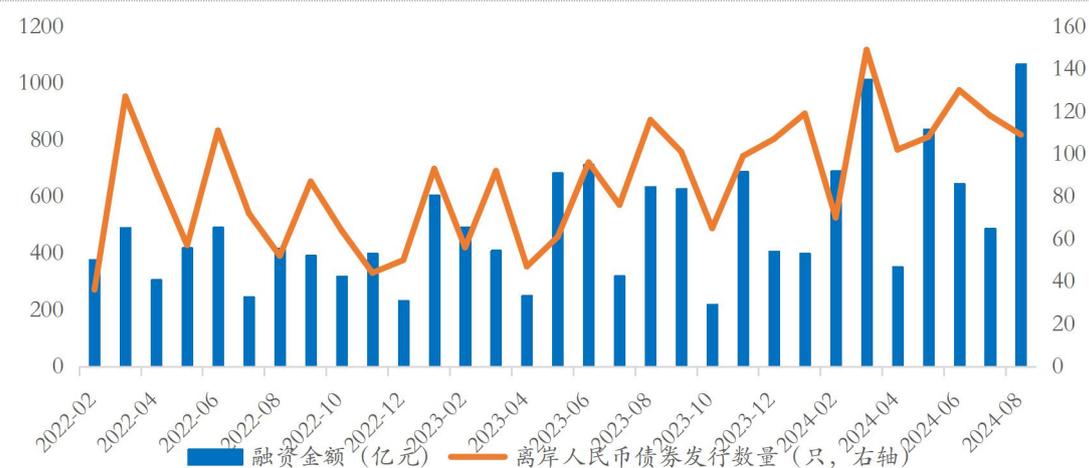
数据来源：HKEX、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

## 五、离岸人民币债券新发融资额环比增加，境外机构在银行间债券市场托管规模续创历史新高

8 月离岸人民币债券<sup>1</sup>融资额环比大幅增加。根据彭博截止 8 月 30 日数据，8 月离岸人民币债券发行 109 只，较上月减少 9 只，融资额为 1,066.7 亿元，环比大幅增加 119%，同比增加 68.2%（见图表 11）。其中，8 月 21 日人民银行在香港发行 3 个月、1 年期的离岸央票，融资额 300 亿元、150 亿元，8 月 14 日财政部在香港发行 2 年期、3 年期、10 年期的离岸人民币国债，融资额均为 30 亿元；8 月 8 日深圳在香港发行离岸人民币地方政府债券，总融资规模 70 亿元，是连续第四年赴港发债。后续，财政部今年发行计划剩余 2 期，剩余发行额 140 亿元；广东省政府计划在香港发行离岸人民币债券、发行规模不超过 50 亿元。

<sup>1</sup> 指排除同业存单的广义离岸人民币债券，除在中国香港发行的狭义点心债外，还包括在中国台湾、新加坡、卢森堡、中国澳门等地发行或上市交易的离岸人民币债券，以及在内地自贸区发行的离岸人民币债券（“明珠债”）。

图表 11：离岸人民币债券发行数量及融资额



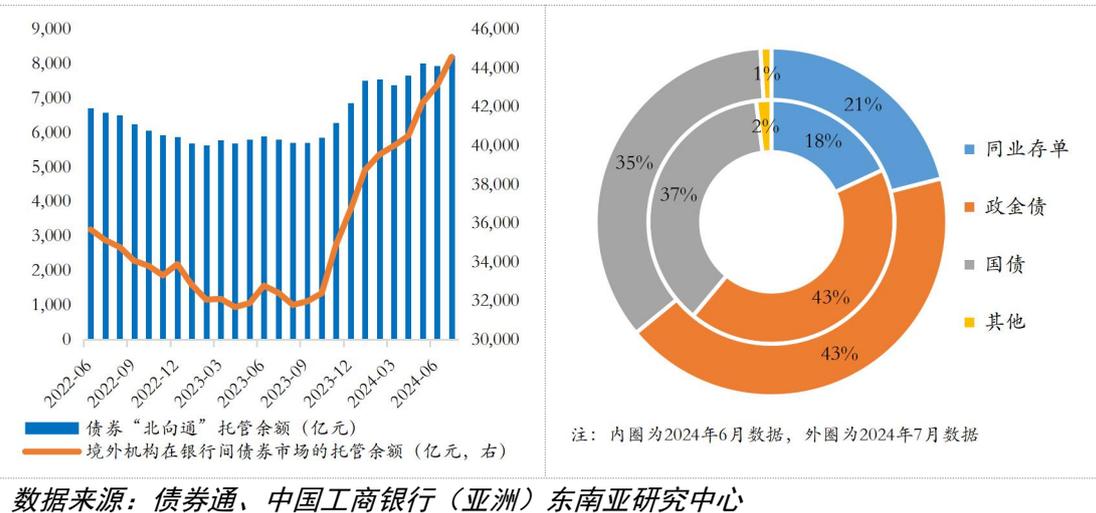
数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

7月新增7家境外机构主体进入银行间债券市场，截至7月末，共有1,139家境外机构主体入市，其中572家通过直接投资渠道入市，825家通过“债券通”渠道入市，258家同时通过两个渠道入市。境外机构在银行间债券市场的托管规模续创历史新高，截至2024年7月末，境外机构在银行间债券市场的托管余额为4.46万亿元，续创历史新高，环比增加3.4%，是连续第11个月增加；债券“北向通”托管量8,224.65亿元，环比增加3.8%，占境外机构在银行间债券市场总托管量的比重增加0.1个百分点至18.5%（见图表12）。债券“北向通”交易量环比转升，政金债持有比重仍较国债更高。7月“债券北向通”成交额为10,570亿元人民币，环比大增26.9%，持有国债占比37%，较上月延续回落5个百分点，持有政金债占比43%（上月41%），持有同业存单18%（上月16%）（见图表13）。

往后看，USD/CNY掉期点走升收窄外资持有中国债券的

潜在整体收益，但综合考量人民币汇率延续偏强区间波动，内地债券市场外资占比仍低等因素，外资增配中国债券的性价比仍较优。

图表 12-13：债券“北向通”托管余额及各类债券交易量占比





香港中資銀行業協會  
Chinese Banking Association  
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者  
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构  
及/或作者的意见及分析，并不代  
表香港中资银行业协会意见。**