

## 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 周文敏 杨妍

## 结售汇差额转顺 人民币料延续偏强波动

——香港离岸人民币市场观察 (2024 年 9 月刊)

## 阅读摘要

香港人民币存款规模环比有所回落，离岸人民币交易保持活跃。截至 2024 年 8 月末，香港人民币存款规模为 10,141.26 亿元，较上月减少 4.1%，同比升 5.4%，跨境贸易结算有关的人民币汇款额为历史次高水平；香港 RTGS 系统清算额环比微降 1.8%，但仍为历史次高。

9 月美元指数延续回落，USDCNH 升破 7 的关键点位，人民币汇率升幅环比收窄，在-离岸汇差 (USDCNY-USDCNH) 月中多个时点及月末转正。短期看，美联储降息预期波动或对美元指数走势造成扰动，内地积极政策有望加快提振经济内生动能修复，叠加前期累积的未结汇量有望延续释放，人民币汇率预计延续偏强区间波动走势。

9 月离岸人民币利率均值回落、月末翘尾，离岸人民币-港元利差均值倒挂幅度普遍收窄、离-在岸人民币利差均值收窄。短期看，在岸人民币利率料仍具一定波动性，离岸人民币利率下行空间预计不大，港元利率延续回落。往后看，积极财政政策有望尽快落地，特别国债、专项债等发行提速，SHIBOR 波动性料仍大；随着中国资产价格回暖，CNH HIBOR 进一步下行空间预计不大；季结过后 HKD HIBOR 料跟随美联储降息预期延续回落。

9 月港交所衍生品交投数据反映市场交易人民币汇率延续走升。9 月各期限人民币远期 NDF 月度均值续升，中美利差倒挂幅度收窄，在离岸人民币掉期点均值走升，在-离岸掉期点差均值 (CNY-CNH) 倒挂程度继续收窄，港交所 USD/CNH 期货交易量、未平仓量均减少，期货结算价延续走升，但升幅较上月收窄，反映市场仍看好人民币汇率中枢走升，但预期进一步走升节奏放缓。

9 月离岸人民币债券新发融资额环比减少，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，一揽子积极政策支持中国经济内生增长动能加快修复，外资增配中国资产的积极性料持续增强。

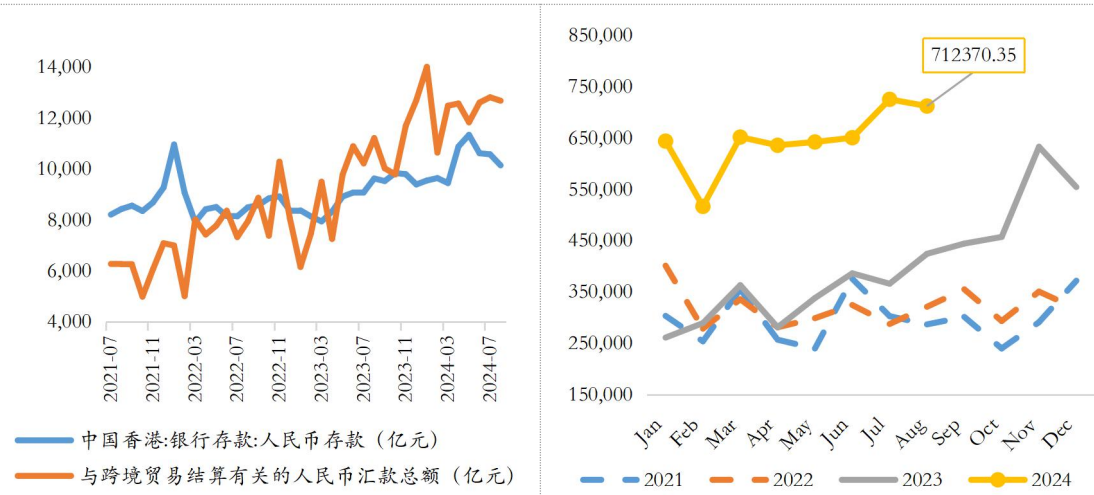
# 结售汇差额转顺 人民币料延续偏强波动

——香港离岸人民币市场观察（2024年9月刊）

## 一、8月香港人民币存款规模环比有所回落，离岸人民币交易保持活跃

截至2024年8月末，香港人民币存款规模为10,141.26亿元，较上月减少4.1%，同比升5.4%；8月跨境贸易结算有关的人民币汇款总额为12,679.34亿元，为历史次高，环比降1.1%，同比升13.1%。离岸人民币交易活跃，8月人民币RTGS（香港人民币结算所自动转账系统）清算额为71.24万亿元，为历史次高，较上月历史新高（72.5万亿元）微降1.8%，同比升68%（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、9月美元指数延续回落，人民币汇率升幅环比收窄、USDCNH 升破 7 的关键点位，在-离岸汇差月中多个时点及月

## 未转正，短期人民币汇率料延续偏强区间波动走势

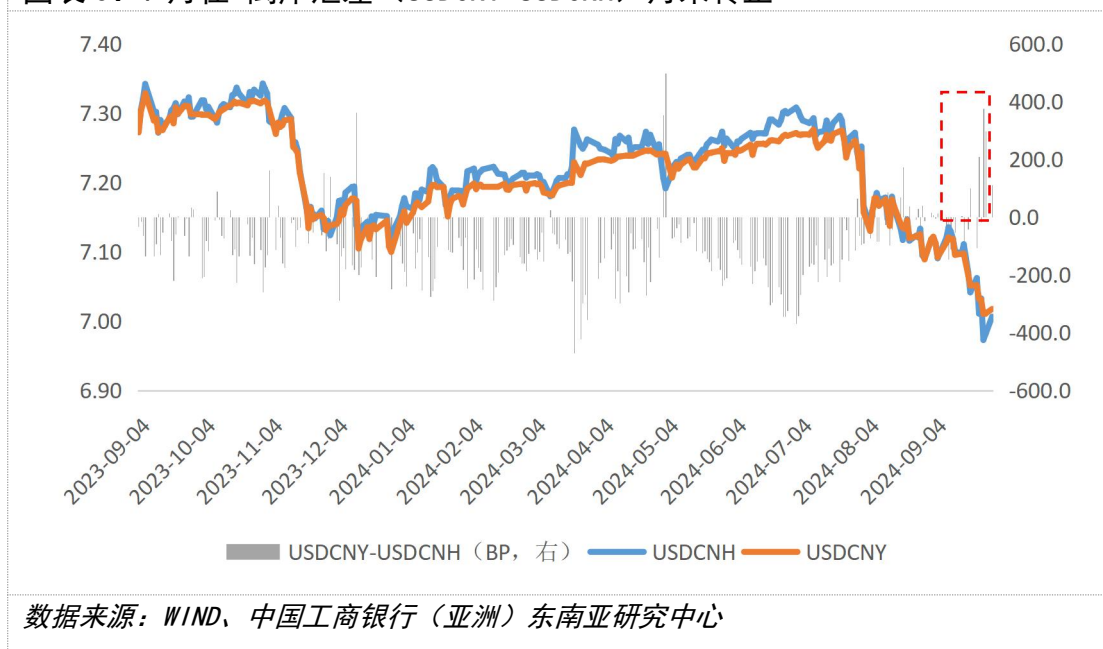
美联储超预期降息 50BP，9 月美元指数延续回落，月度均值为 101.06、较上月均值跌 1.13%，月末报 100.76、较上月末跌 0.96%（跌幅较上月 2.23%收窄）。9 月美联储会议将联邦基金利率的目标区间下调 50 基点至 4.75%-5.00%，开启 2020 年 3 月以来的首次降息，美元指数临近月末最低降至 100.15，是 2023 年 7 月以来的最低水平。

9 月在、离岸人民币汇率走升，但升幅较上月有所收窄。上旬，8 月社零、投资、通胀等增速延续有所放缓，在离岸人民币汇率震荡回落；中下旬，美联储超预期降息，内地落地一揽子货币金融支持性政策，政治局会议释放财政政策积极发力的乐观信号，市场预期转暖驱动人民币汇率快速走强，离岸人民币汇率升破 7 的关键点位，USDCNY、USDCNH 最高分别升至 7.0012、6.9707，均为 2023 年 5 月以来的最高水平。截至 9 月 30 日 USDCNY、USDCNH 分别收报 7.0176、7.0066，较上月末升 1.01%、1.18%（升幅较上月的 1.81%、1.88%收窄），月度均值分别为 7.0784、7.0773，较上月均值升 0.97%、1.0%（上月分别升 1.57%、1.78%）。

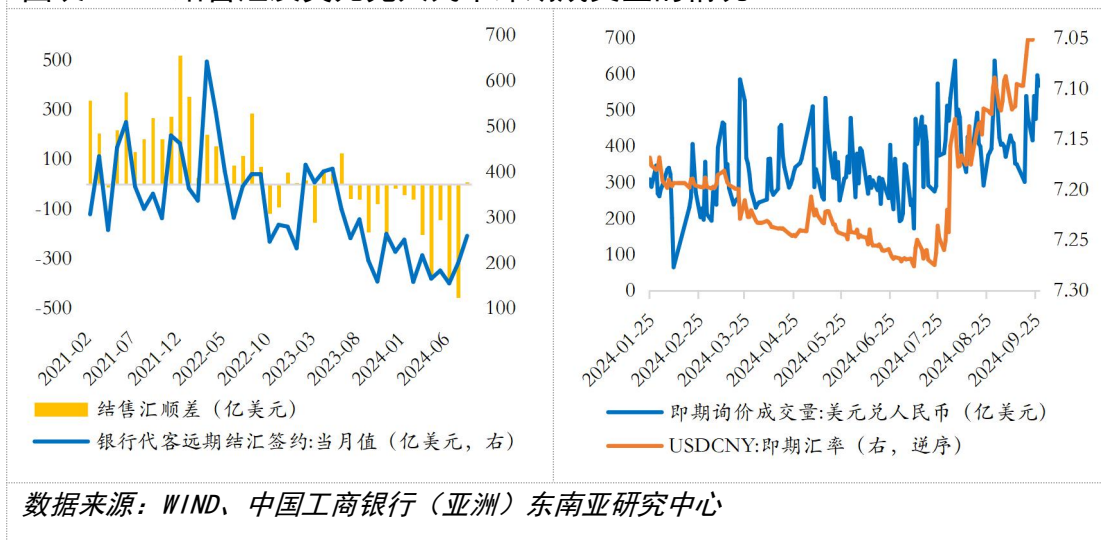
在-离岸汇差(USDCNY-USDCNH)均值较上月走升 21.6BP，月末收报 110.5BP，较上月末走升 123BP、月中多个时点及月末转正（见图表 3）。整体看，在-离岸汇差转正，显示离岸人民币升幅更大，表明国际资金交易人民币升值的情绪明显升温，在岸人民币升值仍有进一步预期。

从外汇交易情况来看，8月结售汇差额自2023年6月以来首次转顺、为结售汇顺差9.09亿美元，结汇率（=银行代客结汇额/银行代客涉外外币收款额）为62%，是今年1月以来的最高水平，8月银行代客远期结汇签约额为259.18亿美元，环比升29.8%（上月为28.8%），远期结汇率（=银行代客远期结汇签约额/银行代客涉外外币收款额）亦从上月的6.8%升至8.8%、为年内最高水平，显示结汇力量仍呈边际走强趋势；此外，高频数据美元兑人民币即期询价成交量9月日均成交量达到437.5亿美元，环比增长0.2%，是2023年6月以来的最高水平。人民币走强预期升温鼓励存量未结汇盘加快结汇，同时，短期内出口料仍维持韧性，结汇量提升料继续对人民币走势形成积极提振（见图表4-5）。

图表3：9月在-离岸汇差（USDCNY-USDCNH）月末转正



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、9月离岸人民币利率均值趋势回落、月末翘尾，离岸人民币-港元利差均值倒挂幅度普遍收窄、离-在岸人民币利差收窄；短期看，在岸人民币利率料仍具一定波动性，离岸人民币利率下行空间预计不大，港元利率延续回落

9月离岸人民币流动性维持稳健，CNH HIBOR 均值多数回落、月末翘尾。截至9月30日，1个月和3个月CNH HIBOR 月度均值分别为1.75%、1.92%，较上月均值分别回落16.9BP、24.3BP，隔夜CNH HIBOR 月度均值为1.44%，较上月均值小幅升7.5BP；月末临近节假日及季末，CNH HIBOR 短暂走升，隔夜、1个月和三个月CNH HIBOR 分别收报2.29%、2.09%、2.14%，较上月末升107.9BP、44.7BP、23.3BP。

港元利率月度均值回落、月末翘尾，离岸人民币-港元利差（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值倒挂幅度普遍收窄。截至9月30日，港元利率均值跟随美元利率回落，1个月、3个月HKD HIBOR均值较上月分别下降13.1BP、19.5BP，月末港元流动性季节性收紧，隔夜、1个月HKD HIBOR翘尾，分别收报6.39%、4.32%，较上月末升297.3BP、39.0BP；离岸人民币-港元利差（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值倒挂幅度普遍收窄。1个月、3个月（CNH HIBOR-HKD HIBOR）利差均值分别为-2.14%、-2.15%，倒挂幅度较上月均值收窄5.7BP、4.7BP（见图表6）。

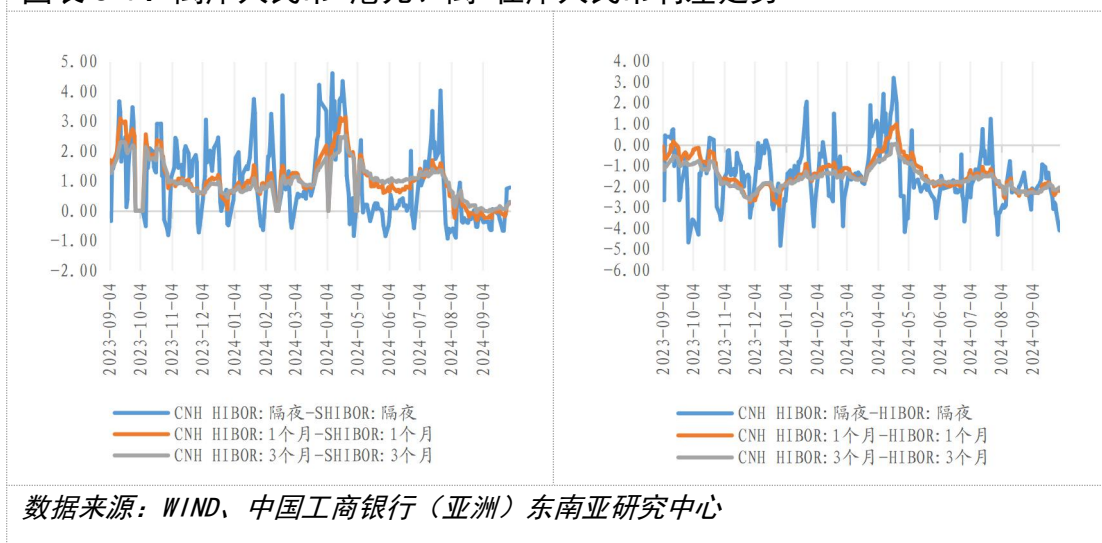
SHIBOR走势震荡、月度小幅收低，离-在岸人民币利差均值（CNH HIBOR-SHIBOR）收窄。9月下旬，因季节性资金需求，SHIBOR短暂走高，随后9月23日人行下调14日逆回购操作利率10BP，24日发布一揽子支持政策，27日降准0.5%正式落地，29日7日逆回购利率下调20BP正式落地等，市场流动性稳健充裕，SHIBOR波动回落。截至9月30日，1个月、3个月离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）均值分别为-0.09%、+0.07%，较上月分别收窄19.2BP、25.0BP（见图表7）。

往后看，积极财政政策有望尽快落地，特别国债、专项债等发行提速，SHIBOR波动性料仍大；随着中国资产价格趋势回暖，内外投资积极性升温，CNH HIBOR进一步下行空间预计不大；季结过后HKD HIBOR料跟随美联储降息预期延续



回落。

图表 6-7：离岸人民币-港元、离-在岸人民币利差走势



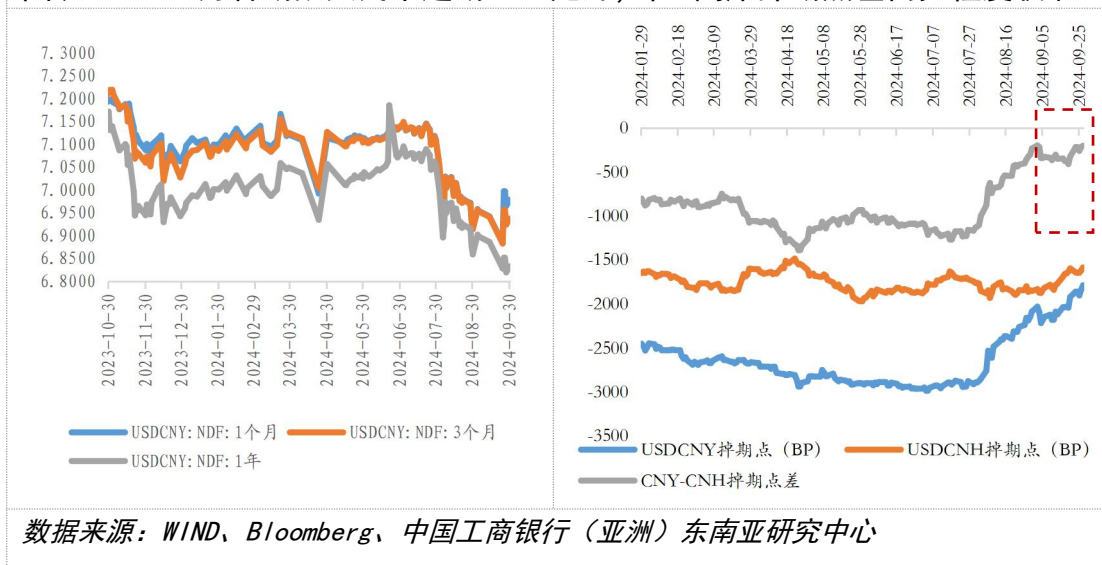
四、9月各期限人民币远期 NDF 走升，在-离岸人民币掉期点差延续收窄，港交所衍生品交投数据反映市场预期人民币仍有走强动能，走升节奏或放缓

9月各期限人民币远期 NDF 月度均值续升。9月30日，1个月、3个月、1年期人民币 NDF 月度均值为 6.9593、6.9381、6.8586 较上月均值 6.9892、6.9879、6.9332 分别升 0.43%、0.71%、1.08%（上月升 1.98%、1.99%、2.0%）（见图表 8）。

9月在离岸人民币掉期点均值均走升，在-离岸掉期点差倒挂幅度继续收窄。截止9月30日，9月美债利率走跌、中美利差倒挂幅度趋势收窄，叠加人民币转强，美元/在岸人民币掉期点均走升，USD/CNY1年期掉期点均值为-2,004.3BP，较上月(-2,372.1BP)大幅走升 367.8BP，月末报-1,701.0BP，较上月末升 323.0BP。USD/CNH1年期掉期点均值为

-1,706.3BP, 较上月均值 (-1,841.8BP) 升 135.5BP, 月末报-1,455.0BP, 较上月末升 380.0BP。在-离岸掉期点差均值 (CNY-CN H) 从 8 月的-530.36BP 收窄到 9 月的-298.05BP( 见 图 表 9 )。

图 表 8-9: 9 月各期限人民币远期 NDF 走升, 在-离岸掉期点差倒挂程度收窄



数据来源: WIND、Bloomberg、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

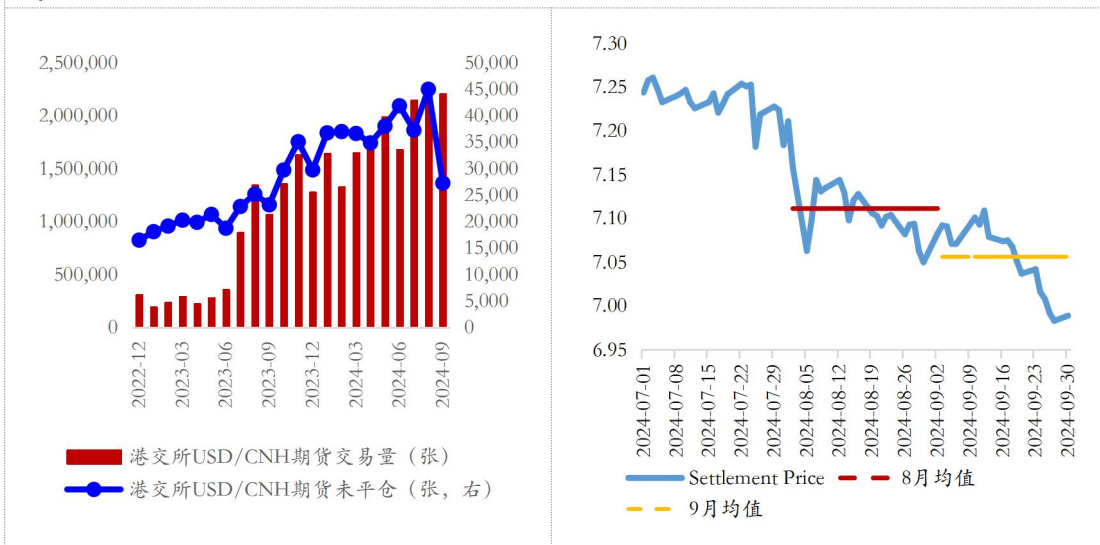
港交所期货交易量和持仓量均减少, 期货结算价走升。9 月港交所 USD/CNH 期货标准合约成交量为 220.4 万张, 较上月减少 2.3% (8 月为增加 5.2%)、但仍为历史第三高水平, 月末未平仓合约 2.73 万张, 较上月减少 39.4% (8 月为增加 20.7%), 降幅较大, 表明有大量交易平仓; 9 月期货结算价均值为 7.06, 较上月均值 7.111 升 0.78%, 但升幅较上月的 1.7% 有所收窄, 截至 9 月 30 日结算价报 6.989、较 8 月末升 0.87%, 反映市场交易人民币中枢走升趋势 (如图表 10-11)。

比较看, 8 月期货交易量和未平仓量均增加、期货结算价大幅走升, 反映市场仍看好人民币汇率中枢走升; 从实际数据看, 9 月人民币汇率均值延续走升, 与预期一致。9 月



期货交易量减、未平仓量大幅减少、期货结算价走升，反映前期大量交易被平仓；新建仓的期货交易看好人民币汇率中枢走升，但结算价升幅较上月收窄，或反映市场预期人民币进一步走升节奏放缓。

图表 10-11：9 月港交所人民币期货交易量及未平仓量均减少，期货结算价续升



数据来源：HKEX、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

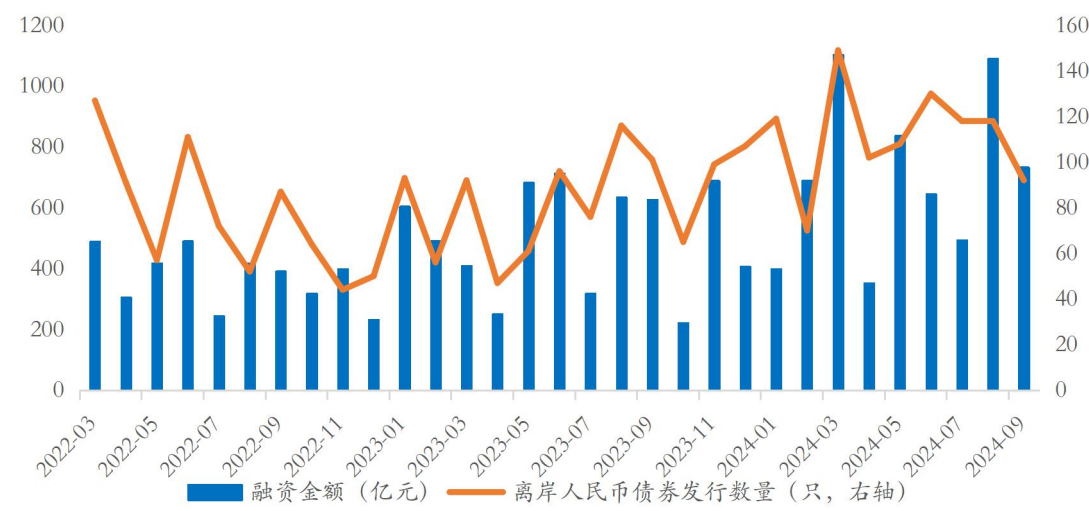
## 五、离岸人民币债券新发融资额环比减少，境外机构在银行间债券市场托管规模续创历史新高

9 月离岸人民币债券<sup>1</sup>融资额环比减少。根据彭博截止 9 月 27 日数据，9 月离岸人民币债券发行 92 只、较上月减少 26 只，融资额为 733.1 亿元，环比减少 32.8%，同比增加 16.9%（见图表 12）。其中，9 月 25 日人民银行在香港发行 6 个月期的离岸央票，融资额 250 亿元。9 月 10 日，广东省政府在

<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”）。

香港发行三只离岸人民币地方政府债券，债券规模共 50 亿元。后续，财政部今年发行计划剩余 2 期，剩余发行额 140 亿元。

图表 12：离岸人民币债券发行数量及融资额



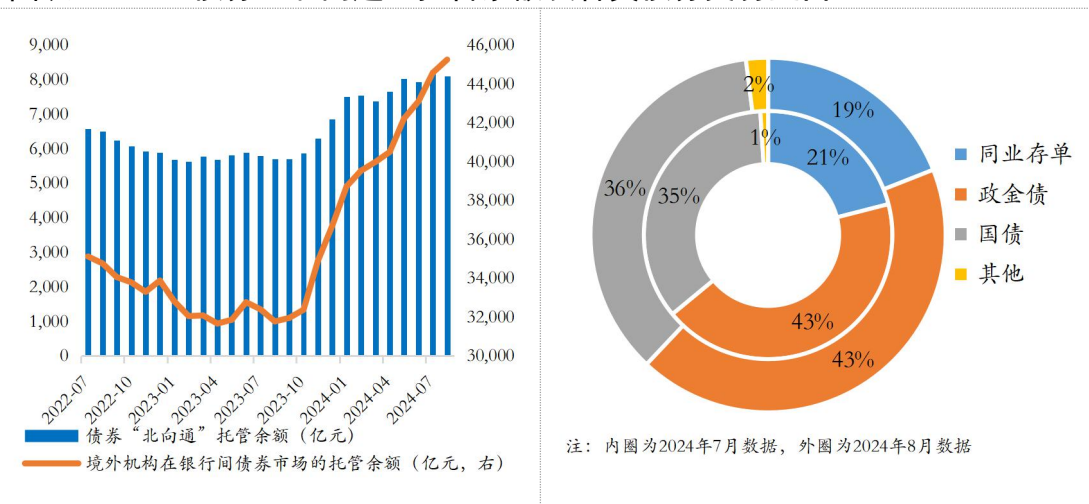
数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

8 月新增 6 家境外机构主体进入银行间债券市场，截至 8 月末，共有 1,145 家境外机构主体入市，其中 580 家通过直接投资渠道入市，827 家通过“债券通”渠道入市，262 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 8 月末，境外机构在银行间债券市场的托管余额为 4.52 万亿元，续创历史新高，环比增加 1.5%，是连续第 12 个月增加；债券“北向通”托管量 8,089.38 亿元，环比减少 1.6%，占境外机构在银行间债券市场总托管量的比重减少 0.6 个百分点至 17.9%（见图表 13）。债券“北向通”交易量环比转降，政金债持有比重仍较国债更高。8 月“债券北向通”成交额为 9,543 亿元人民币，环比减少 9.7%，持有国债占比 36%，较上月增加 1 个

百分点，持有政金债占比 43%、与上月持平，持有同业存单 19%（上月 21%）（见图表 14）。

往后看，一揽子积极政策支持中国经济内生增长动能加快修复，外资增配中国资产的积极性料持续增强。

图表 13-14：债券“北向通”托管余额及各类债券交易量占比



数据来源：债券通、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心



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。**