

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

离岸人民币债券新发融资额
环比大增

——香港离岸人民币市场观察 (2024 年 11 月刊)

阅读摘要

10 月离岸人民币交易活跃度从前期历史高位有所放缓。往后看，人民币交易活跃度大幅波动概率或不大，外部地缘、市场等非预期事件或带来时点扰动，内地积极政策及增长数据表现是决定性影响变量。

11 月美元指数延续走升，离岸汇率下行幅度小于在岸汇率。短期内，“特朗普交易”及美联储降息预期反复仍可能支撑美元强势；但数据显示内地经济稳步回暖，市场关注 12 月中央经济工作会议及人行积极政策进一步部署，叠加年末可能的结汇高峰等因素综合影响下，人民币汇率料延续双向波动走势。

11 月离岸人民币利率均值走升，离岸人民币-港元利差倒挂幅度整体收窄、离-在岸人民币利差走阔。短期看，人行货币政策料延续积极、多渠道精准施策，维护跨年及地方政府发债融资等流动性需求，预计 SHIBOR 延续窄幅波动；12 月财政部、香港特区政府仍有发行离岸人民币债券的计划，CNH HIBOR 或有小幅走升可能；12 月香港金管局可能跟随美联储进一步降息、但年末港元资金需求提升，综合看 HKD HIBOR 或延续波动。

11 月各期限人民币远期 NDF 月度均值下行幅度整体收窄，中美利差倒挂幅度延续走阔，在、离岸人民币掉期点走势分化，在-离岸掉期点差 (CNY-CN) 均值倒挂程度走阔，港交所期货交易量及持仓量均增加，期货结算价延续有所下行，反映市场预期人民币汇率或仍有小幅波动空间。

11 月离岸人民币债券新发融资额环比大幅增加，境外机构在银行间债券市场托管规模延续小幅回落。往后看，离岸人民币债券发行成本优势仍存，政策接力显效料可持续提振境内外投资者配置中国资产的信心。

离岸人民币债券新发融资额环比大增

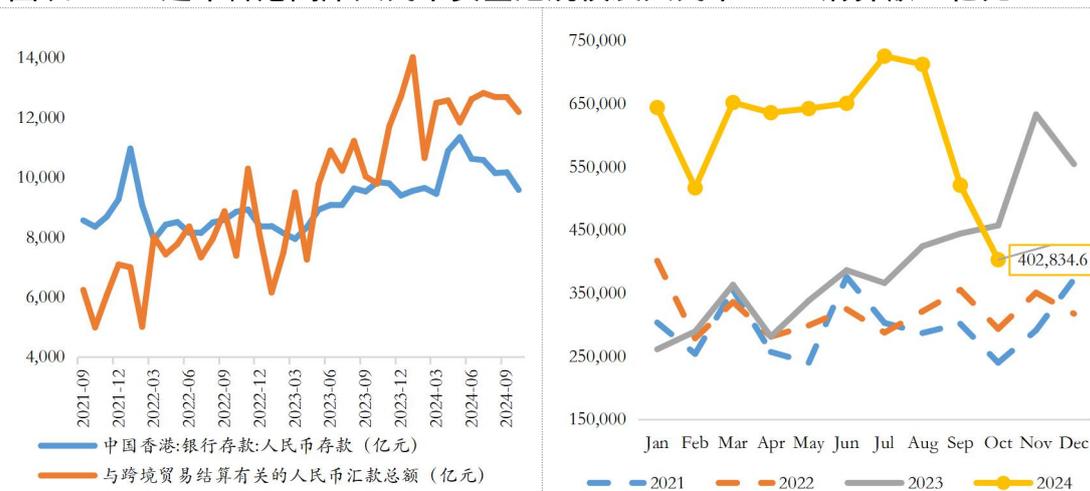
——香港离岸人民币市场观察（2024年11月刊）

一、10月离岸人民币交易活跃度从前期历史高位有所回落

截至2024年10月末，香港人民币存款规模为9,578.23亿元，较上月减少5.8%，同比减少2.7%；10月跨境贸易结算有关的人民币汇款总额为12,179.92亿元，环比降3.9%，同比升24.5%。离岸人民币交易活跃度延续处于高位回落阶段，10月人民币RTGS（香港人民币结算所自动转账系统）清算额为40.3万亿元，较上月下降22.7%，同比降11.9%（见图表1-2）。

近期人民币交易活跃度回落可能的几个原因：贸易方面，人民币阶段快速升值背景下，部分贸易商倾向于直接用美元支付，相应影响人民币阶段交易活跃度，另外，多因素影响下内地油气进口量下降，阶段影响人民币国际支付占比；投资方面，人民币快速升值背景下，掉期+投资/融资交易的吸引力有所下降。往后看，地缘、政策非预期事件或有时点扰动，人民币交易活跃度大幅波动概率或不大。

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、11月美元指数延续走升，离岸汇率下行幅度小于在岸汇率，多因素影响下短期人民币汇率或延续双向波动走势

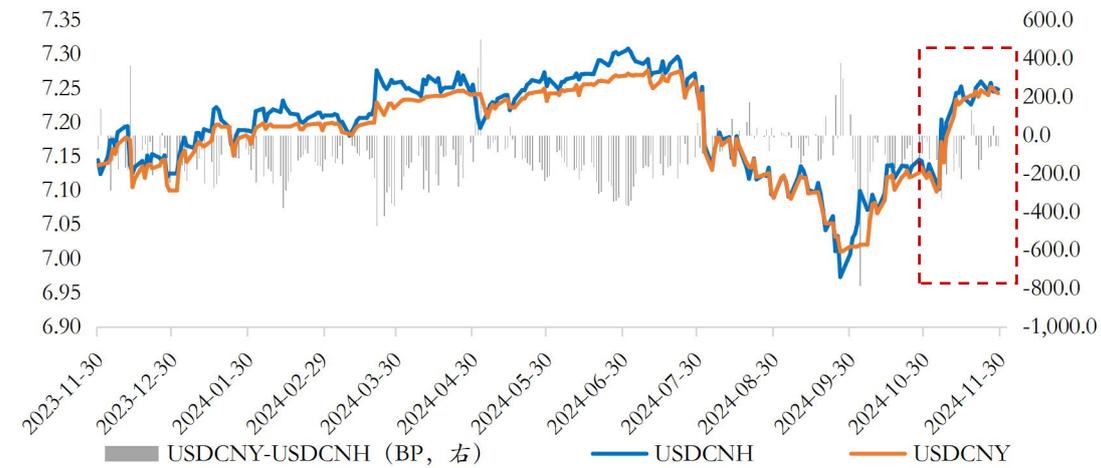
特朗普赢得大选、共和党主导国会两院，美元指数延续走升，月度均值为105.85、较上月均值升2.5%（上月升2.2%），月末报105.78、较上月末升1.8%（上月跌3.1%），盘中最高升至108.1，是2022年11月以来的最高水平。美联储在11月会议上如期降息25BP，但鲍威尔发言偏鹰，叠加市场担忧“特朗普2.0”政策可能增加再通胀风险，12月降息预期反复，扰动美元指数走势后续仍需观察美国经济韧性及“特朗普2.0”政策实际落地节奏。

11月离岸汇率下行幅度小于在岸汇率。特朗普胜选，强美元背景下非美货币承压，月内USDCNH最弱短暂触及7.27，USDCNY走弱至7.26，是2024年7月底以来的最弱水平，截至11月29日USDCNY、USDCNH分别收报7.2425、7.2482，

较上月末下行 1.78%、1.74%（上月跌幅为 1.43%、1.64%），月度均值分别为 7.209、7.218，较上月均值下行 1.7%、1.58%（上月分别跌 0.14%、0.40%）。在-离岸汇差(USDCNY-USDCNH)均值为-90.5BP 较上月（-173.8BP）倒挂收窄 83.3BP（即离岸汇率均值下行幅度小于在岸汇率均值），月末收报-57.5BP，较上月末（-33.5BP）走跌 24BP（见图表 3）。

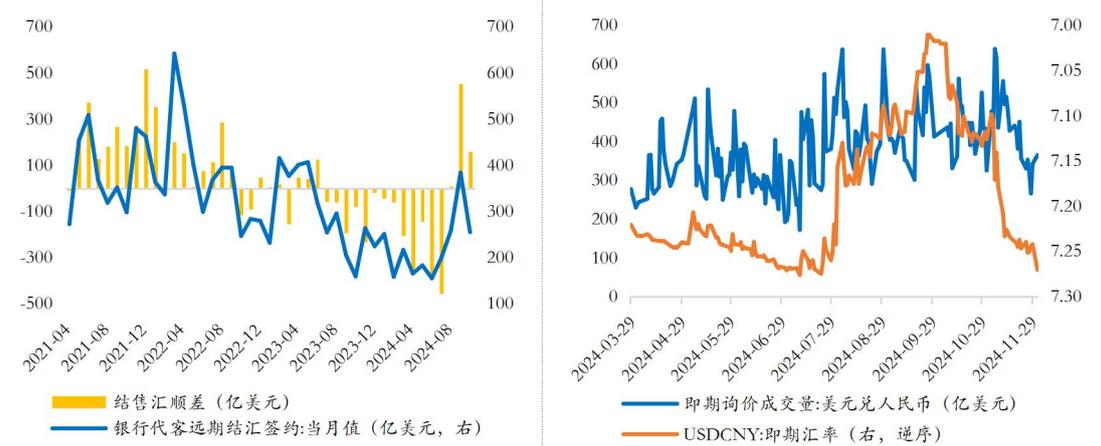
从外汇交易情况来看，10 月结售汇维持顺差，但顺差额收窄至 157.55 亿美元，结汇率（=银行代客结汇额/银行代客涉外收款额外币）降至 64%，但仍为年内第三高水平，10 月银行代客远期结汇签约额为 254.77 亿美元，环比跌 33.6%（上月为升 48.1%），远期结汇率（=银行代客远期结汇签约额/银行代客涉外收款额外币）从上月的 11.7%降至 7.9%，显示 10 月结汇意愿边际走弱。高频数据--美元兑人民币即期询价 11 月日均成交量为 432.35 亿美元，环比回落 1.1%。短期内，“特朗普交易”及美联储降息预期反复仍可能支撑美元强势；但经济数据显示内地经济稳步回暖，市场关注 12 月中央经济工作会议及人行货币宽松的进一步政策部署，叠加年末可能的结汇高峰等因素综合影响下，人民币汇率料延续双向波动走势（见图表 4-5）。

图表 3：11 月在-离岸汇差（USDCNY-USDCNH）多数时间为负



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

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、11 月离岸人民币利率均值走升，离岸人民币-港元利差倒挂幅度整体收窄、离-在岸人民币利差走阔；短期看，预计在岸人民币利率窄幅波动，离岸人民币利率有小幅走升的可能，港元利率或延续波动

11月离岸人民币债券发行融资量明显增加，离岸人民币流动性收紧，CNH HIBOR 均值走升。截至11月29日，隔夜、1个月和3个月CNH HIBOR 月度均值分别为2.92%、3.23%、3.09%，较上月均值分别升122.8BP、92.1BP、74.5BP；月末隔夜、1个月和三个月CNH HIBOR 分别收报1.12%、3.29%、3.34%，较上月末分别下行68.8BP、升98.6BP、升95.6BP。

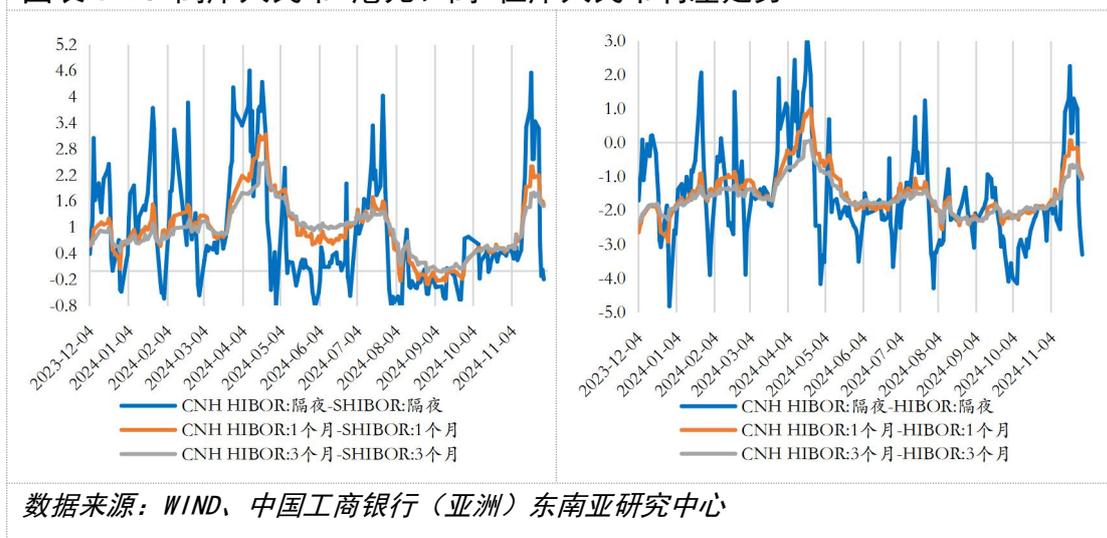
11月港元利率月度均值高位回落，离岸人民币-港元利差（CNH HIBOR-HKD HIBOR）倒挂幅度收窄。11月美联储如期降息25BP，香港金管局跟随调降贴现窗利率，港元利率均值回落，隔夜、1个月、3个月HKD HIBOR 均值较上月分别跌61.4BP、20.7BP、4.5BP；离岸人民币-港元利差（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值倒挂幅度收窄，隔夜、1个月、3个月（CNH HIBOR-HKD HIBOR）利差均值分别为-0.96%、-0.91%、-1.22%，倒挂幅度较上月收窄184.2BP、112.8BP、79.1BP（见图表6）。

SHIBOR 小幅波动，离-在岸人民币利差均值（CNH HIBOR-SHIBOR）走阔。11月货币政策精准施策，11月人行开展了8,000亿元买断式逆回购操作和净买入2,000亿元国债债券，对冲地方债集中供应的影响，SHIBOR 小幅波动。截至11月29日，隔夜、1个月、3个月离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）均值分别为1.5%、1.44%、1.23%，较上月分别走阔119.9BP、94.2BP、72.9BP（见图表7）。

短期看，人行货币政策料延续积极、多渠道精准施策，

维护跨年及地方政府发债融资等流动性需求，预计 SHIBOR 延续窄幅波动；12 月财政部、特区政府仍有发行离岸人民币债券的计划，CNH HIBOR 或有小幅走升可能；12 月香港金管局可能跟随美联储进一步降息、但年末港元资金需求提升，综合看 HKD HIBOR 或延续波动。

图表 6-7：离岸人民币-港元、离-在岸人民币利差走势



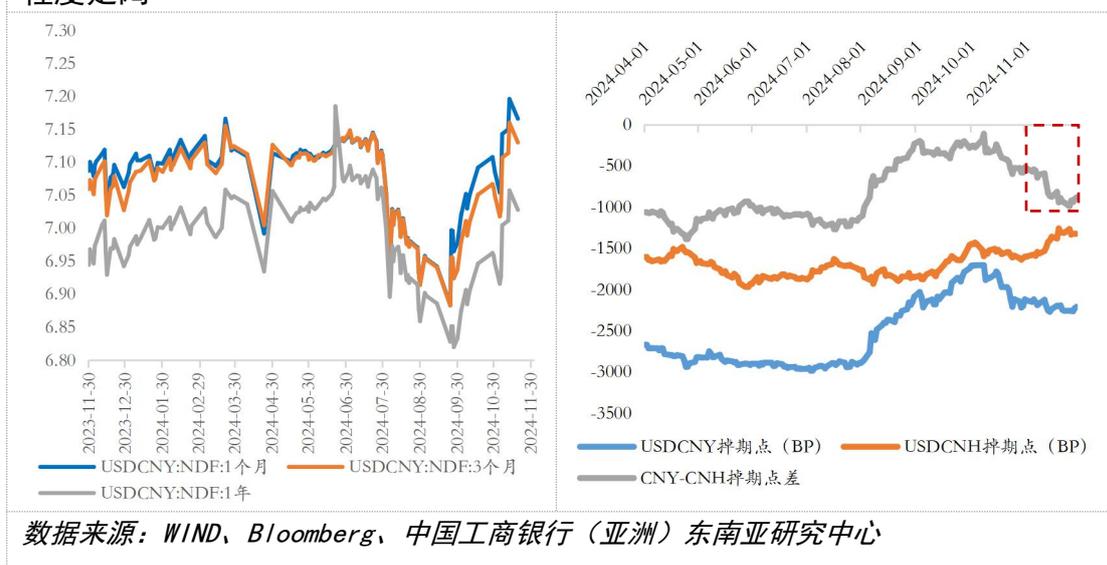
四、11 月各期限人民币远期 NDF 均值下行幅度收窄，在-离岸人民币掉期点差均值倒挂程度走阔，港交所衍生品交投数据反映市场预期人民币汇率短期或仍有小幅波动空间

11 月各期限人民币远期 NDF 月度均值下行幅度整体收窄。1 个月、3 个月、1 年期人民币 NDF 月度均值分别为 7.136、7.1、7.0，较上月均值 7.0667、7.027、6.923 分别下行 0.98%、1.04%、1.08%，下行幅度较上月普遍收窄（上月下行 1.54%、1.28%、0.94%）（见图表 8）。

11 月在、离岸人民币掉期点走势分化，在-离岸掉期点

差均值倒挂程度走阔。11月美债利率延续走升、中美利差倒挂幅度走阔，美元/在岸人民币（USD/CNY）掉期点走跌，USD/CNY 1年期掉期点均值为-2,205.5BP，较上月（-1,923.3BP）下降282.2BP，11月末收盘报-2,209.5BP，较上月末（-2,120BP）下降89.5BP；USD/CNH1年期掉期点均值为-1419.8BP，较上月（-1,546.5BP）上升126.6BP，月末报-1,327.3BP，较上月末（-1,602.2BP）上升274.9BP，在-离岸掉期点差（CNY-CNH）均值为-785.7BP，较上月均值（-376.9BP）走阔408.8BP（见图表9），在-离岸掉期点差走阔，相应提升“掉期+”投资的吸引力。

图表8-9：11月各期限人民币远期NDF延续走跌，在-离岸掉期点差均值倒挂程度走阔



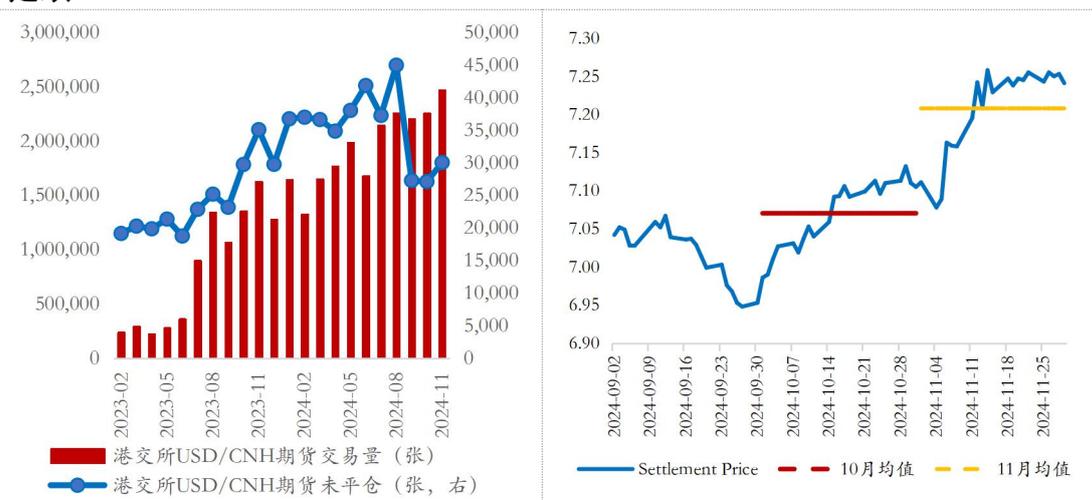
数据来源：WIND、Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

港交所期货交易交易量及持仓量均增加，期货结算价有所走弱。11月港交所USD/CNH期货标准合约成交量为247.1万张，为年内最高水平，较上月增加9.6%（10月为增加2.3%），月末未平仓合约3.0万张，较上月增加10.8%（10月为减少0.6%），表明建仓交易量提升；11月期货结算价均值为7.208，

较上月均值 7.070 下行 1.94%，截至 11 月 29 日结算价报 7.241、较 10 月末走弱 1.91%，反映市场预期人民币汇率短期或延续双向波动走势（如图表 9-10）。

比较看，10 月期货交易量增、未平仓量微减、期货结算价走弱，反映短期内市场交易人民币汇率或呈双向波动走势。从实际数据来看，11 月人民币走势波动、小幅走弱，与预期基本一致。11 月期货交易量及未平仓量均增加、期货结算价延续有所下行，反映市场交易短期内人民币汇率或仍有小幅波动空间。

图表 9-10：11 月港交所人民币期货交易量及未平仓量均升，期货结算价延续走跌



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大幅增加，境外机构在银行间债券市场托管规模延续小幅回落

11 月离岸人民币债券¹融资额环比大幅增加。根据彭博

¹ 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”）。

截止 11 月底数据，11 月离岸人民币债券发行 98 只、较上月增加 12 只，融资额为 907.5 亿元，环比大幅增长 109.1%，同比增加 31.8%（见图表 11）。其中，11 月 20 日，人行发行 3 个月、1 年期离岸央票，融资额共 450 亿元；11 月 14 日，香港特区政府发行 10 年期、2 年期人民币特区政府机构债券，融资额共 25 亿元。后续，财政部今年发行计划剩余 1 期，剩余发行额 60 亿元，另外，香港特区政府公告将于 12 月 5 日发行 1 年期、5 年期人民币特区政府机构债券，融资额 15 亿元、10 亿元。

图表 11：离岸人民币债券发行数量及融资额



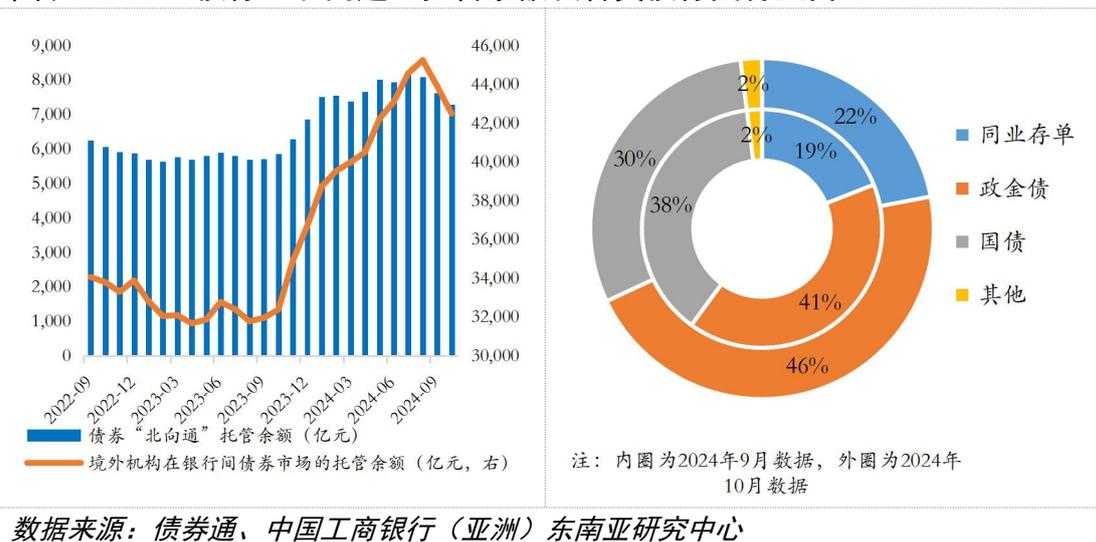
数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

10 月新增 1 家境外机构主体进入银行间债券市场，截至 10 月末，共有 1,153 家境外机构主体入市，其中 590 家通过直接投资渠道入市，829 家通过“债券通”渠道入市，266 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延续小幅回落，截至 2024 年 10 月末，境外机构在银行间债券市场的托管余额为 4.25 万亿元，环比减少 3.2%；

债券“北向通”托管量 7,282.06 亿元，环比减少 4.4%，占境外机构在银行间债券市场总托管量的比重减少 0.3 个百分点至 17.1%（见图表 12）。债券“北向通”交易量环比延续有所回落，政金债持有比重增加。10 月“债券北向通”成交额为 6,756 亿元人民币，环比减少 16.8%，持有国债占比 30%，较上月减少 8 个百分点，持有政金债占比 46%、较上月增加 5 个百分点，持有同业存单 22%、较上月增加 3 个百分点（见图表 13）。

往后看，境内外人民币流动性维持稳健宽裕，离岸人民币债券发行成本优势仍存，积极政策接续显效发力料可延续提振境内外投资者配置中国资产的信心。

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。**