

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

人民币汇率料延续双向波动 人民币资产关注度持续提升

——香港离岸人民币市场 2025 年度展望

阅读提要

离岸人民币资金池：展望 2025 年，人民币国际化稳健推进背景下，香港离岸人民币资金池料延续扩容；资本账户开放有序扩大、跨境资金结算便利化提质增效、两地互联互通持续优化等因素，预计共同推动离岸人民币交易活跃度延续提升。

离岸人民币汇率：展望 2025 年，美联储货币政策预计相对审慎，叠加地缘不确定性支持避险需求，美元指数下行空间或相对有限，短期对非美货币汇率带来一定压力；但中国商品竞争力持续提升提供出口增长韧性，内需支持性政策持续落地显效，叠加创新性资本市场政策工具逐步常态化、人民币金融资产估值偏低等共同提振，综合预判，人民币汇率双向波动仍是常态，超预期的政策节奏、数据表现可能扰动时点交易情绪和市场波幅。

离岸人民币利率：展望 2025 年，中央经济工作会议定调货币政策“适度宽松”，人行后续料在统筹稳增长、稳价格、稳汇率内外多重目标基础上相机降准、降息，SHIBOR 或跟随政策利率波动回落；内地经济持续向好、叠加积极政策提振离岸人民币资产估值，CNH HIBOR 预计下行空间偏小；香港金管局跟随美联储进一步降息，但内地经济持续向好、两地互联互通提质扩容提振香港股债市吸引力，吸引内地及国际资金流入，综合看 HKD HIBOR 预计跟随美联储降息节奏回落，但季节性波动仍是特征之一。

离岸人民币债券：展望 2025 年，人民币跨境使用范围持续拓宽，人行延续积极政策，离岸人民币债券融资吸引力料持续提升。积极政策接续显效发力，延续提振国际投资者配置中国资产的信心；在-离岸掉期点差阶段较大，叠加提升外资持有中国债券的潜在整体收益。

人民币汇率料延续双向波动，人民币资产关注度持续提升

——香港离岸人民币市场 2025 年度展望

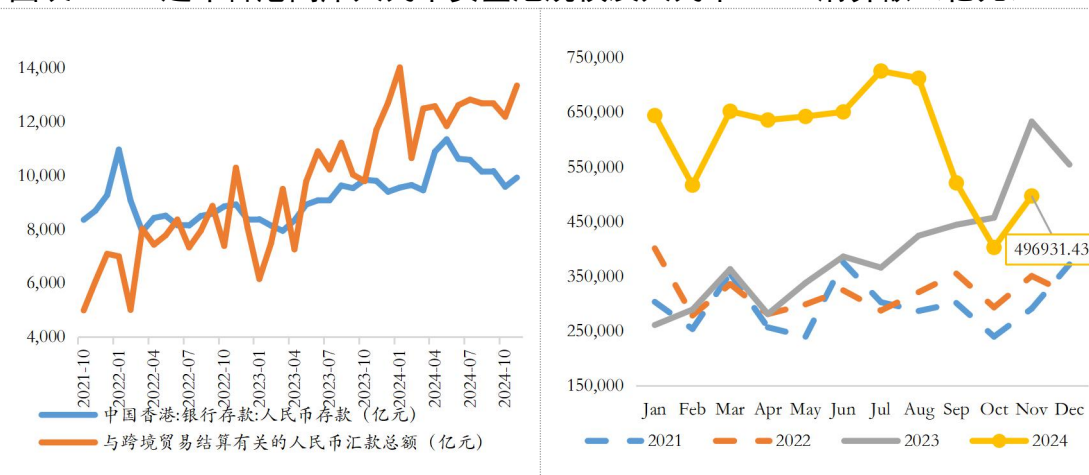
一、2025 年离岸人民币资金池料延续稳健扩容、离岸人民币交易活跃度维持较高水平

离岸人民币资金池稳健扩容、阶段升超 1.1 万亿元。香港人民币存款规模在 5 月达到历史新高值 11,339.89 亿元，之后有所回落，截至 2024 年 11 月末为 9,918.2 亿元，较 2023 年同期增加 1.3%。

离岸人民币交易活跃、波幅相对较大。人民币 RTGS（香港人民币结算所自动转账系统）清算额在 7 月创历史新高，达到 72.5 万亿元，随后波动回落，11 月为 43.5 万亿元、同比减少 21.5%（见图表 1-2）。

跨境贸易结算有关的人民币汇款总额年度升幅超 10%，1 月时达到 14,008.95 亿元的历史新高点，年内围绕 12,500 亿元的中枢波动，11 月为 13,336.82 亿元、同比升 14%。

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

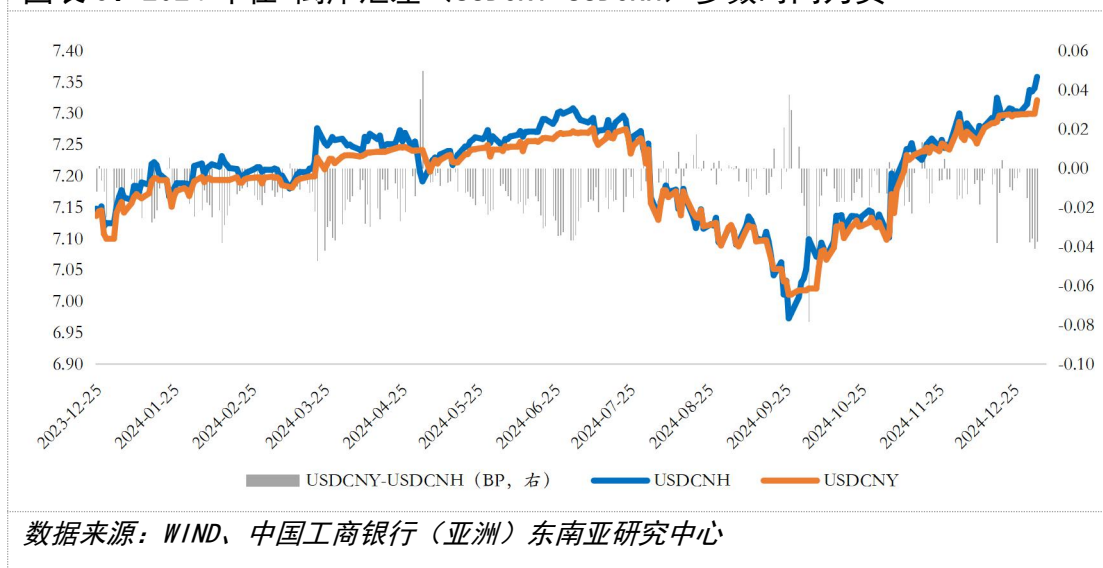
展望 2025 年，人民币国际化稳慎推进背景下，香港离岸人民币资金池料稳健扩容；资本账户开放有序扩大、跨境资金结算便利化提质增效、两地互联互通持续优化等，料支持离岸人民币交易活跃度提升。

二、2025 年人民币汇率料延续双向波动，关注非预期事件引致的或有时点性扰动

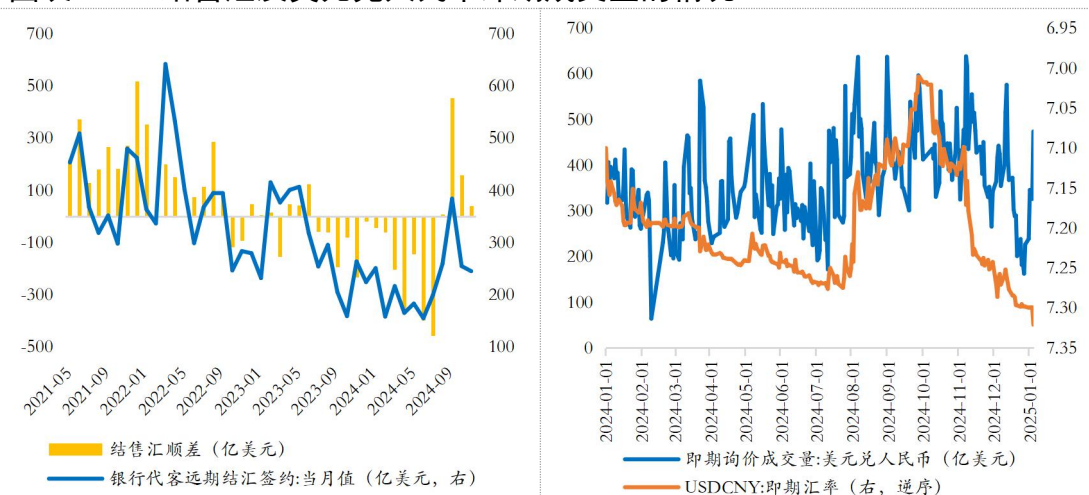
2024 年美元指数整体波动走强，全年升幅 7.0%。1-6 月，美国经济韧性超预期，通胀一度转升，美联储降息推迟，美元指数走强；7-9 月，就业数据降温，触发“萨姆定律”的衰退条件，9 月美联储超预期降息 50BP，带动美元指数回落；10-12 月，美联储 11 月和 12 月各降息 25BP、符合市场预期，美国经济仍呈一定韧性，“特朗普交易”提振美元再度走强。

多因素推升美元指数背景下，人民币在亚洲主要货币中表现明显更为坚挺、离岸汇率波幅相对较大。横向比较来看，人民币汇率整体表现坚挺，2024年 USDCNH 波动下行 2.98%、USDCNY 下行 2.81%（2023 年下行幅度分别为 2.945%、2.940%），分别收报 7.3371、7.2994，降幅小于美元指数升幅，较韩元（13.9%）、日元（11.5%）等亚洲货币的同期表现明显更强，USDCNH 在 9 月下旬升至年内最强水平 6.97、USDCNY 最强为 7.0，最低水平为年末 7.37 和 7.3。在 - 离岸汇差（USDCNY-USDCNH）除 8-9 月外，年内多数时间点为负，均值为 -122.1BP，较 2023 年均值（-89.34BP）倒挂幅度走阔 32.8BP（即离岸汇率均值下行幅度大于在岸汇率均值）（见图表 3）。

图表 3：2024 年在 - 离岸汇差（USDCNY-USDCNH）多数时间为负



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

从外汇交易情况来看，2024年1-7月结售汇呈逆差，8-11月转为顺差，1-11月结汇率（=银行代客结汇额/银行代客涉外收款额外币）均值为62%，较2023年同期均值水平的66%小幅下降，银行代客远期结汇签约额均值为224.64亿美元，较2023年同期均值下降26%，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）均值为7.6%，较2023年同期下降3.8个百分点，显示2024年结汇意愿较2023年有所回落。高频数据—2024年美元兑人民币即期询价日均成交量为363.47亿美元，较2023年增加6.8%（见图表4-5），反映市场对人民币汇率关注度更高（见图表4）。

展望2025年，降息周期下美元指数趋势上大概率震荡走弱，但鉴于美国经济仍呈一定韧性和再通胀担忧，美联储货币政策料相对审慎，与非美经济体的利差趋势收敛幅度有限，叠加市场对关税政策的担忧，地缘不确定性支持避险需求，美元指数短期下行空间或相对有限。但中国商品竞争力持续

提升支持出口韧性，内需支持性政策持续落地显效，叠加创新性资本市场政策工具逐步常态化，人民币金融资产估值偏低等共同提振，人民币汇率料延续双向波动。持续关注“特朗普 2.0”关税政策落地情况，市场对内地积极政策及经济数据的关注度可能也更高，超预期的政策节奏、数据表现可能扰动时点交易情绪和市场波幅。

三、2025 年离岸人民币利率料跟随在岸人民币利率趋势下行，预计离岸人民币-港元利差趋势收敛，离-在岸人民币利差或有阶段走阔空间

2024 年离岸人民币流动性波动较大，CNH HIBOR 在 3-4 月脉冲走升，1 个月、3 个月 CNH HIBOR 最高升至 5.1%、4.54%，是 2023 年 9 月以来的最高水平，5-9 月快速回落，10 月后重新回升。年度均值整体回落，隔夜、1 个月和 3 个月 CNH HIBOR 年度均值分别为 2.52%、2.95%、2.98%，较 2023 年均值分别升 16.3BP、跌 2BP、跌 9.4BP。

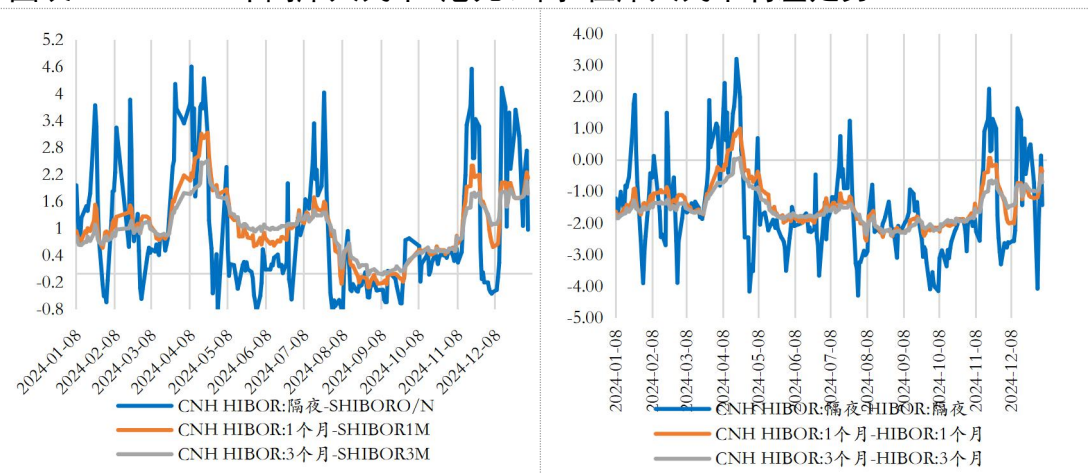
港元整体跟随美元利率波动回落，离岸人民币-港元利差（CNH HIBOR-HKD HIBOR）年内多数时间倒挂。隔夜、1 个月、3 个月（CNH HIBOR-HKD HIBOR）利差均值分别为-1.52%、-1.43%、-1.55%，倒挂幅度较 2023 年均值走阔 41.1BP、走阔 12.8BP、收窄 1.7BP（见图表 6）。

SHIBOR 波动回落，离-在岸人民币利差均值（CNH HIBOR-SHIBOR）走阔。年内人行两次降低 7 日逆回购利率共

30BP、降低 MLF 利率 50BP，两次降准共 1 个百分点，SHIBOR 波动回落。离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）走阔，隔夜、1 个月、3 个月利差均值分别为 0.91%、1.02%、0.99%，较 2023 年均值分别走阔 12.6BP、26.6BP、26.0BP（见图表 7）。

展望 2025 年，2024 年底中央经济工作会议定调货币政策“适度宽松”，人行 2025 年度工作会议部署重点政策方向，后续料在统筹稳增长、稳价格、稳汇率内外多重目标基础上相机降准、降息，人民币流动性料维持宽裕，**SHIBOR 料跟随政策利率波动回落**。人民币国际化稳慎推进，离岸人民币资金池稳健扩容，内地内需支持政策持续落地显效、资本市场创新政策逐步常态化、两地互联互通机制延续扩容提质，共同提振人民币资产估值趋势走升和资金流入，财政部和人行在香港发行离岸人民币国债/央票常态化机制进一步完善，**CNH HIBOR 预计下行空间偏小**；香港金管局跟随美联储进一步降息，但系列积极因素提振香港股债市场吸引力，**综合看，预计 HKD HIBOR 跟随美联储降息节奏回落、但回落幅度预计相对偏小**，分红季和年结等因素提升港元季节性资金需求和港汇走升仍是市场特点之一。

图表 6-7：2024 年离岸人民币-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

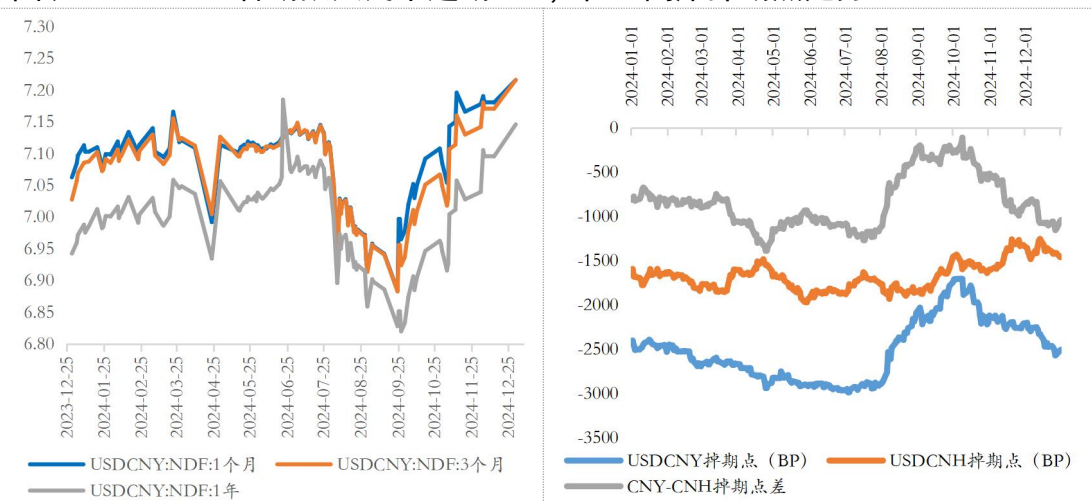
四、港交所衍生品交投数据反映市场对人民币汇率的阶段预期偏审慎，但对人民币资产关注度明显提升

2024 年各期限人民币远期 NDF 波动、有所回落。1 个月、3 个月、1 年期人民币 NDF 年度均值分别为 7.08、7.07、7.0，较 2023 年均值分别跌 0.14%、0.43%、1.07%，年末收报 7.216、7.216、7.146，较 2023 年末跌 2.17%、2.68%、2.93%（见图表 8）。

2024 年在、离岸人民币掉期点走势分化，在-离岸掉期点差倒挂幅度波动走阔。中美利差倒挂幅度波动走阔背景下，2024 年美元/在岸人民币掉期点下行，USD/CNY1 年期掉期点均值为-2,508. BP、较 2023 年均值(-2,229.5BP)下降 278.6BP，2024 年末报-2,505BP、较 2023 年末降 122BP；USD/CNH1 年期掉期点均值为-1,671BP，较 2023 年均值（-1,768.3BP）升 97.3BP，2024 年末报-1,464BP，较 2023 年末升 141BP。

在-离岸掉期点差 (CNY-CNH) 倒挂幅度波动走阔, 2023 年均值为-461.2BP, 2024 年倒挂幅度扩大至-837.2BP(见图表 9), 年内 8 月-10 月初, 倒挂幅度阶段性收窄。在离岸掉期点差走阔, 相应提升“掉期+”投资的吸引力。

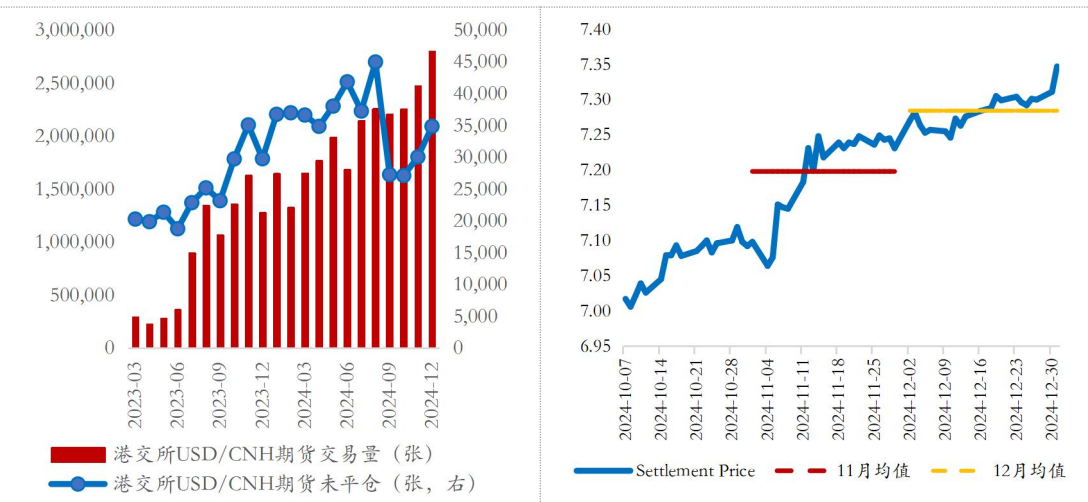
图表 8-9: 2024 各期限人民币远期 NDF, 在、离岸掉期点走势



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

港交所人民币期货交易量和持仓量均增加。2024 年港交所 USD/CNH 期货标准合约成交总量为 2,418.25 万张, 较 2023 年增加 1,502.9 万张或 1.64 倍, 截至 2024 年末未平仓合约 3.5 万张, 较 2023 年末增加 5,103 张或 17.2% (如图表 9)。成交量和持仓量均增加, 体现出投资者对人民币资产的关注度走升; 近期期货结算价波幅偏大, 反映市场对人民币汇率的阶段预期偏审慎 (如图表 9-10)。

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



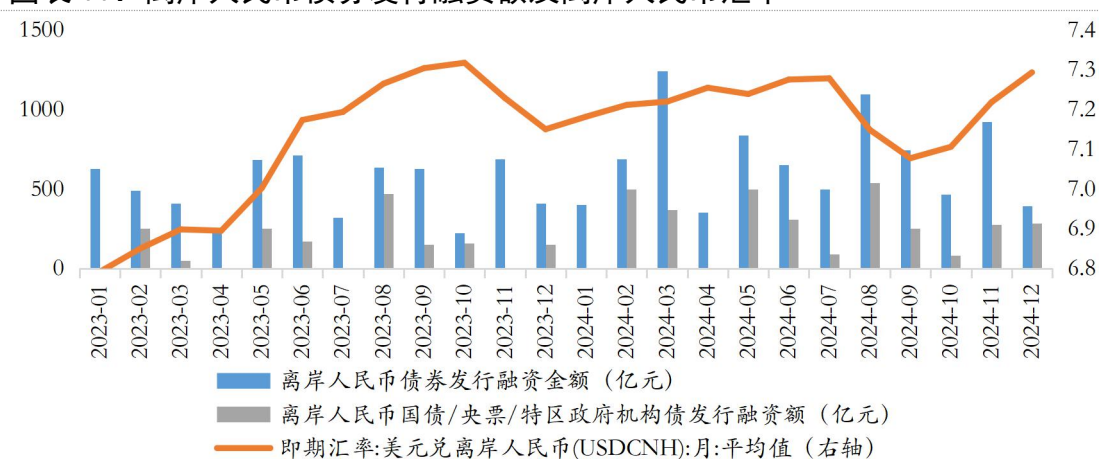
数据来源：HKEX、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

五、2025 年点心债融资吸引力料延续提升，境外机构增持内地债券空间仍大

2024 年离岸人民币债券¹融资额同比上升 36.5%。根据彭博数据，2024 年离岸人民币债券发行 1,271 只、较 2023 年增加 255 只，融资总额为 8,295 亿元，同比增加 2,219.6 亿元或 36.5%（见图表 11）。其中，2024 年财政部在香港分六期发行了 550 亿元人民币国债，为历年新高，较 2023 年增加 50 亿元；2024 年人民银行在香港 8 次发行共 2,750 亿元人民币央行票据，总规模较 2023 年增加 1,150 亿元，香港特区政府在 10-12 月连续三个月发行特区政府机构人民币债券共 60 亿元。人民币跨境使用范围持续拓宽，人行延续积极政策，离岸人民币债券融资吸引力料持续提升。

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”）。

图表 11：离岸人民币债券发行融资额及离岸人民币汇率



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

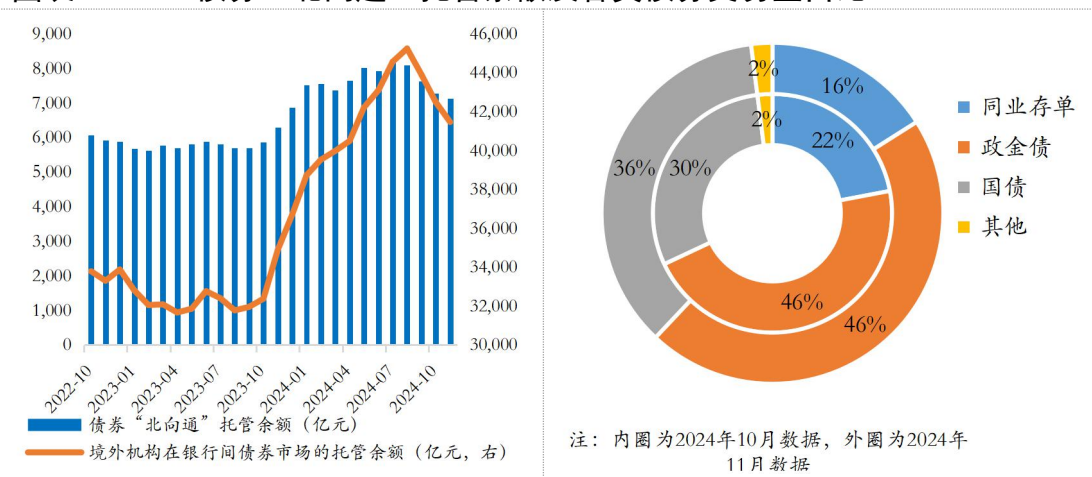
外资机构持续看好中国债市、境外机构在银行间债券市场的托管规模年内屡创历史新高。截至 2024 年 11 月末，共有 1,156 家境外机构主体进入银行间债券市场、较 2023 年末的 1,124 家增加 32 家；其中 589 家通过直接投资渠道入市，832 家通过“债券通”渠道入市，265 家同时通过两个渠道入市。2024 年前 8 个月，境外机构在银行间债券市场的托管余额呈不断走升趋势，8 月末，境外机构在银行间债券市场的托管余额一度达 4.52 万亿元，创历史新高，连续 12 个月增加；9 月以来有所回落。截至 2024 年 11 月末，境外机构在银行间债券市场的托管余额为 4.15 万亿，较 2023 年末的 3.67 万亿仍增加 13%。

截至 2024 年 11 月末，债券“北向通”托管量 7,130.86 亿元、较 2023 年末的 6,858.26 亿元增加 4%，占境外机构在银行间债券市场总托管量的比重为 17.2%，较 2023 年末下降 1.5 个百分点（见图表 12）。债券“北向通”交易量同比增加，年末政金债持有比重仍较国债更高。2024 年前 11 个月

“债券北向通”成交总额为近 9.69 万亿元人民币，较 2023 年同期增加 4.2%。2024 年 11 月“债券北向通”成交额为 7,183 亿元，持有国债占比 36%，持有政金债占比 46%，持有同业存单 16%（见图表 13）。

展望 2025 年，积极政策接续显效发力，延续提振国际投资者配置中国资产的信心；在-离岸掉期点差阶段较大，叠加提升外资持有中国债券的潜在整体收益。

图表 12-13：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。**