

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

短期内人民币汇率料平稳双向波动

——香港离岸人民币市场观察 (2025 年 1 月刊)

阅读摘要

2024 年 12 月跨境贸易结算有关的人民币汇款总额创历史新高，香港离岸人民币资金池规模延续有所下降。

2025 年 1 月美元指数“W 型”波动收升，人民币汇率月末收升、波幅有所加大，在-离岸汇率 (USDCNY-USDCNH) 均值倒挂幅度加深。短期内，“特朗普 2.0”政策落地情况料仍扰动美元指数波动；内地经济稳步回暖，市场关注 3 月两会积极政策部署，人民币汇率料延续双向波动走势，波幅预计收敛。

2025 年 1 月离岸人民币利率整体回落，离岸人民币-港元利率倒挂幅度收窄、离-在岸人民币利差整体走阔。短期看，节后市场流动性整体充裕，外部不确定性扰动增加，短期内降准降息必要性或不高，预计 SHIBOR 窄幅波动；经济数据仍呈一定韧性、“特朗普 2.0”政策不确定性仍高，美联储年中前延续降息概率偏低，HKD HIBOR 预计跟随 SOFR 窄幅波动；内地经济景气向好、AI 创新等提升中国资产吸引力，CNH HIBOR 中枢或有阶段性走升可能。

2025 年 1 月港交所期货交易量及持仓量均减少，期货结算价下行，但幅度较上月收窄，反映市场预期人民币汇率或仍有小幅波动空间。

2025 年 1 月离岸人民币债券新发融资额环比大幅增加，境外机构增持内地债券空间仍大。往后看，离岸人民币债券发行成本优势仍存，内地经济景气向好、两会积极政策料继续发力，延续提振国际投资者配置中国资产的信心。

短期内人民币汇率料平稳双向波动

——香港离岸人民币市场观察（2025年1月刊）

【核心观点】

			1月均值	均值月度 涨跌幅	1月末 收报	月末涨 跌幅	短期展望
汇率	美元指数		108.58	1.26%	108.52	0.03%	“特朗普 2.0”政策落地情况料仍扰动美元指数偏强波动
	USDCNY		7.2962	0.20%	7.2507	-0.67%	内地经济稳步回暖，市场关注3月两会积极政策部署，人民币汇率料延续双向波动走势、波幅预计收敛
	USDCNH		7.3163	0.32%	7.3221	-0.20%	
利率	HKD HIBOR	隔夜	3.57	(65.52)	4.37	(127.44)	美国经济数据仍呈一定韧性、“特朗普 2.0”政策不确定性仍高，美联储年中前延续降息概率偏低，HKD HIBOR 预计跟随 SOFR 窄幅波动
		1M	3.99	(47.25)	3.83	(75.02)	
		3M	3.99	(36.41)	3.81	(55.73)	
	SHIBOR	隔夜	1.71	28.56	1.71	25.40	节后市场流动性整体充裕，外部不确定性扰动增加，短期内降准降息必要性或不高，预计 SHIBOR 窄幅波动
		1M	1.67	(3.39)	1.71	2.50	
		3M	1.67	(5.94)	1.70	1.65	
	CNH HIBOR	隔夜	2.96	(0.46)	0.79	(285.65)	内地经济景气向好、AI 创新等提升中国资产吸引力，CNH HIBOR 中枢或有阶段性走升空间
		1M	3.26	14.00	2.48	(105.79)	
		3M	3.15	(8.42)	2.50	(94.49)	

【正文】

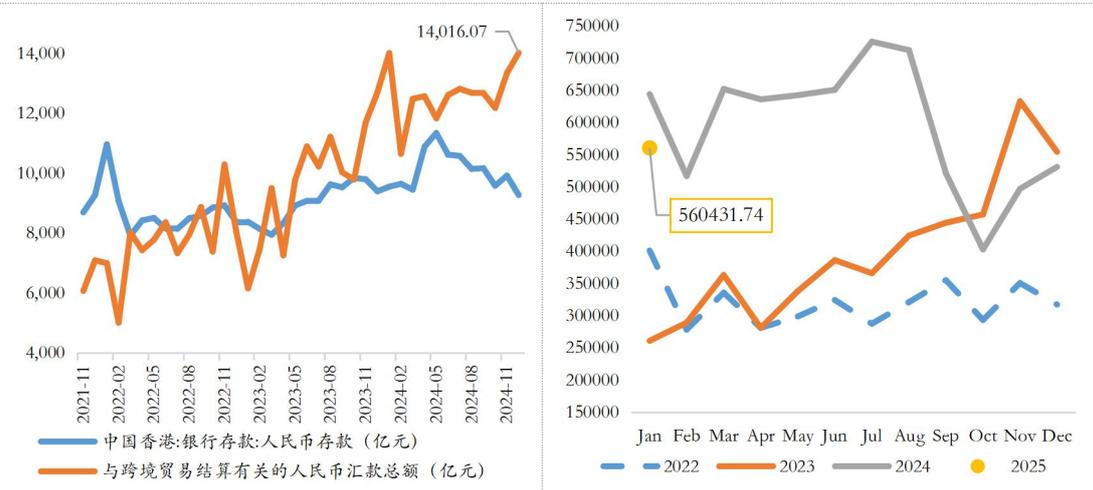
一、2024年12月跨境贸易结算有关的人民币汇款总额创历史新高，香港离岸人民币资金池规模延续有所下降

截至2024年12月末，香港人民币存款规模为9,265.89亿元，较上月减少6.6%，同比减少1.3%；12月跨境贸易结算有关的人民币汇款总额为14,016.07亿元，环比升5.1%，同比升10.3%，创历史新高，主要是年末结售汇额增加，以及“特朗普 2.0”政策关税担忧下“抢进口”加速的影响。

离岸人民币交易活跃度较高，2024年12月人民币 RTGS（香

港人民币结算所自动转账系统) 清算额为 53.1 万亿元, 较上月升 6.9%, 同比降 4.2% (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、2025 年 1 月美元指数“W 型”波动收升，人民币汇率月末收升、波幅有所加大，在-离岸汇率倒挂幅度加深，短期人民币汇率料延续双向波动走势、波幅或有所收敛

2025 年 1 月美元指数“W”型波动收升。1 月均值为 108.6、较上月均值升 1.26%，月末报 108.52、较上月末微升 0.03% (上月升 2.56%)。受特朗普总统就任前偏强硬政策表态、就业数据超预期乐观¹等因素影响，美元指数在 1 月 13 日一度升至 110.2，是 2022 年 11 月以来的最高水平。1 月 20 日特朗普总统宣誓就职，“首日新政”较市场预期温和 (详见前

¹ 2024 年 12 月非农就业人数为 25.6 万人, 为 9 个月最大增幅, 远超过预期的 16 万人; 失业率意外降至 4.1%, 低于预期的 4.2%。

期报告《特朗普政府“首日新政”简析》)当日美元指数跌1.2%，是2023年11月以来的最大单日跌幅²。1月末2月初，受1月28日-29日美联储议息会议如期维持利率不变、特朗普政府宣布对中加墨加征关税等因素影响，美元指数快速走升至2月3日的109.9。之后，特朗普政府宣布暂缓加征加墨25%关税、恢复对中国小额包裹（价值低于800美元）的“最低限度”的免税门槛，美元指数再度回落至107-108区间波动。

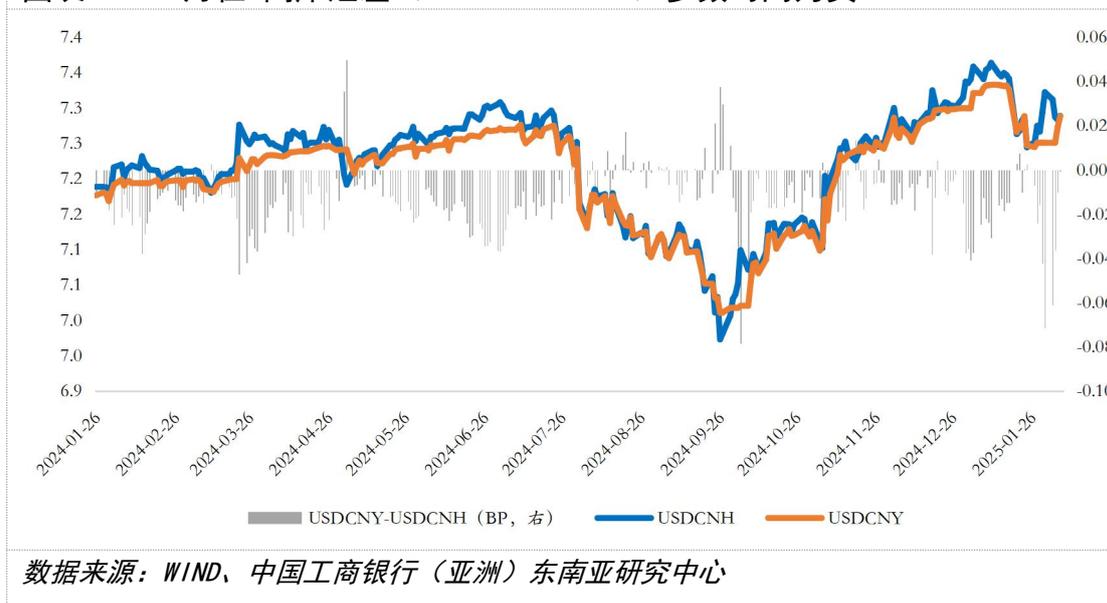
1月人民币汇率月末收升、波幅有所加大。1月上旬，特朗普总统就任前强美元影响非美货币汇率走势，1月16-17日USDCNY、USDCNH阶段低点分别为7.33、7.36；中下旬，受特朗普政府“首日新政”拖累美元走势，内地进出口、社融等数据超预期等因素提振，USDCNY、USDCNH在1月24日升至7.23-7.24左右，1月31日USDCNY、USDCNH分别收报7.2507、7.3221，较上月末分别升0.67%、0.2%（上月分别跌0.79%、1.23%），月度均值分别为7.2962、7.3163，较上月均值（7.2819、7.2932）跌0.2%、0.32%，跌幅较上月收窄（上月跌1.01%、1.04%）。在-离岸汇率（USDCNY-USDCNH）均值为-201.1BP，较上月（-112.9BP）倒挂幅度加深88.2BP，月末收报-714BP，较上月末（-337.5BP）倒挂幅度加深336.5BP（见图表3）。步入2月，在特朗普政府暂缓落地加

² 彼时公布的2023年10月美国CPI数据不及预期，引发市场对美联储加息结束的猜想，美元指数大跌。

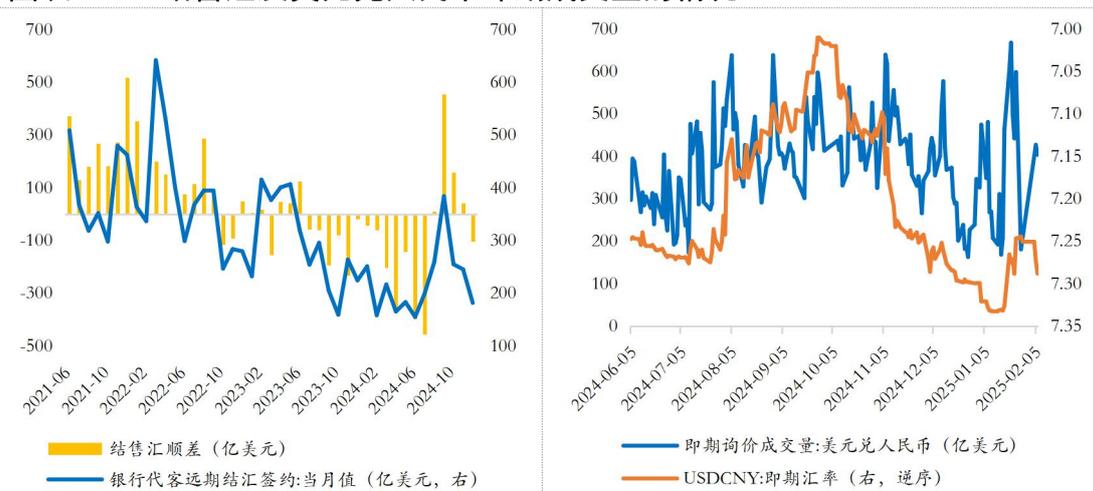
征关税措施、美元指数波动走弱背景下，CNHCNY、CNHCNH 走升至 7.30、7.31 左右。

从外汇交易情况来看，2024 年 12 月结售汇时隔四个月转为逆差 104.54 亿美元，结汇额与售汇额均环比增加，但后者增幅更大（分别环比增 11.43%、19.2%），结汇率（=银行代客结汇额/银行代客涉外收款额外币）降至 60%（上月为 65%），12 月银行代客远期结汇签约额为 181.54 亿美元，环比跌 25.9%，是连续第三个月环比走跌，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 8.0%降至 4.9%。高频数据——美元兑人民币即期询价 1 月日均成交量为 372.47 亿美元，环比增加 11.9%，扭转上月（-23.7%）跌势，显示 1 月市场结汇意愿较 2024 年 12 月有边际改善。短期内，“特朗普 2.0”政策落地情况料仍扰动美元指数波动；内地经济稳步回暖，市场关注 3 月两会积极政策部署，人民币汇率料延续双向波动走势、波幅预计收敛（见图表 4-5）。

图表 3：11 月在-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

三、2025 年 1 月离岸人民币利率整体回落，离岸人民币-港元利差倒挂幅度收窄、离-在岸人民币利差整体走阔；短期看，预计在岸人民币利率、港元利率窄幅波动，离岸人民币利率中枢或有阶段走升空间

2025 年 1 月离岸人民币流动性维持稳定，CNH HIBOR 均值整体回落。截至 1 月 28 日，隔夜、1 个月和 3 个月 CNH HIBOR 月度均值分别为 2.96%、3.26%、3.15%，较上月均值分别降 0.5BP、升 14BP、降 8.4BP；月末隔夜、1 个月和三个月 CNH HIBOR 分别收报 0.79%、2.48%、2.5%，较上月末分别下行 285.7BP、105.8BP、94.5BP。步入 2 月，港股持续走升，财政部宣布在港发行人民币国债，CNH HIBOR 波动走升，6 号隔夜、1 个月和 3 个月 CNH HIBOR 分别升至 4.39%、3.12%、3.02%，10 号为 4.08%、3.07%、3.03%，最新 11 日分别报 2.75%、3.03%、3.02%，较 1 月末大幅上行 196.1BP、54.4BP、52.3BP。

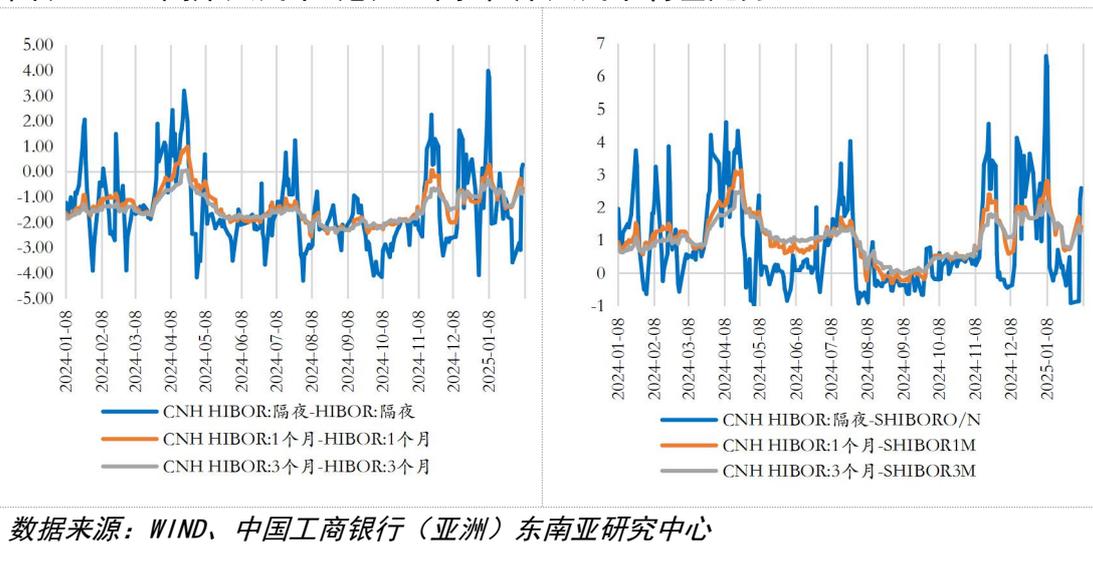
年结过后，港元利率均值高位回落，离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）倒挂幅度收窄。2025年1月香港金管局跟随美联储维持基准利率不变，年结过后，港元利率均值回落，隔夜、1个月、3个月HKD HIBOR均值较上月分别跌65.5BP、47.2BP、36.4BP；离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值倒挂幅度收窄，隔夜、1个月、3个月（CNH HIBOR-HKD HIBOR）利差均值分别为-0.61%、-0.73%、-0.84%，倒挂幅度较上月收窄65.1BP、61.3BP、28.0BP（见图表6）。步入2月，HKD HIBOR有所回落，截至2月11日，隔夜、1个月和3个月HKD HIBOR分别报3.05%、3.75%、3.8%，较1月末回落132.2BP、8.2BP、0.4BP。

SHIBOR 整体回落，离-在岸人民币利差均值（CNH HIBOR-SHIBOR）多数走阔。2025年1月人行开展14日逆回购对冲节前资金需求，SHIBOR波动整体回落。隔夜、1个月、3个月离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）均值分别为1.42%、1.65%、1.53%，较上月分别收窄0.7BP、走阔24.8BP、走阔3.9BP（见图表7）。步入2月，SHIBOR小幅走高，截至2月11日，隔夜、1个月和3个月SHIBOR分别报1.92%、1.71%、1.72%，较1月末升21.1BP、0.4BP、1.9BP。

短期看，节后市场流动性整体充裕，外部不确定性扰动增加，短期内降准降息必要性不高，预计SHIBOR窄幅波动；经济数据仍呈一定韧性，“特朗普2.0”政策不确定性仍高，美联储年中前延续降息概率偏低，HKD HIBOR预计跟随SOFR

窄幅波动；内地经济景气向好、AI 创新等提升中国资产吸引力，CNH HIBOR 中枢或有阶段性走升空间。

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、在-离岸掉期点差倒挂幅度波动收窄，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

2025 年 1 月在、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收窄。1 月中美利差倒挂幅度均值走阔、但月末有小幅收窄，美元/在岸人民币掉期点回升，USD/CNY 1 年期掉期点均值为-2,317.9BP、较 2024 年 12 月均值（-2,388.8BP）升 71BP，1 月末报-2,273.9BP、较 2024 年 12 月末升 231.2BP；USD/CNH 1 年期掉期点均值为-1,447BP、较 2024 年 12 月均值（-1,392.5BP）下降 54.7BP，1 月末报-1,490.1BP，较 2024 年 12 月末下降 26BP。**在-离岸掉期点差（CNY-CNH）倒挂幅度波动收窄**，1 月均值为-870.7BP，较 2024 年 12 月均值（-996.3 BP）收窄 125.6BP（见图表 8）。

图表 8：在-离岸掉期点差均值倒挂程度走阔

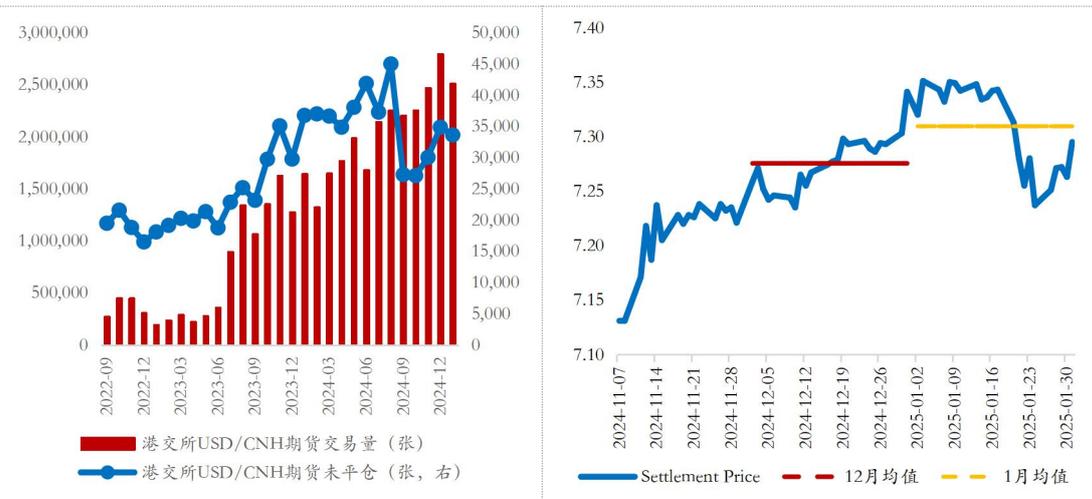


数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

港交所人民币期货交易量和持仓量有所减少、结算价波动偏大。假期前后市场交易淡静，2025年1月港交所USD/CNH期货标准合约成交总量为251.1万张，较2024年12月减少10.2%，截至1月末未平仓合约3.36万张，较2024年12月末减少3.6%（如图表9）。期货结算价均值延续走弱，月末时点性走强，1月期货结算价均值为7.3094，较上月均值7.2754跌0.47%；截至1月31日结算价报7.295、较2024年12月末走强0.63%。综合看，衍生品交易量、价数据反映市场对人民币汇率的阶段预期偏审慎（如图表9-10）。

比较看，2024年12月期货交易量和未平仓量均走升、期货结算价走弱，反映短期内市场交易人民币汇率双向波动。从实际数据来看，1月人民币走势波动、中枢走弱但月末收升，与预期一致。1月期货交易量及未平仓量减少、期货结算价延续走跌、但跌幅较上月收窄，离岸市场对人民币汇率预期阶段偏审慎。

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、离岸人民币债券融资额大幅上升，境外机构增持内地债券空间仍大

2025 年 1 月离岸人民币债券³融资额环比大幅上升 116.6%。根据彭博数据，1 月离岸人民币债券发行 78 只、较 2024 年 12 月增加 7 只，融资总额为 875.8 亿元，环比增加 116.6%或 471.4 亿元，同比增加 119.2%（见图表 11）。其中，1 月 17 日人民银行在香港发行共 600 亿元人民币央行票据，是有史以来单次发行最大规模、也是近年来单只规模最大的离岸人民币央票，发行当日隔夜 CNH HIBOR 走升 56BP；1 月 20 日香港特区政府发行特区政府机构人民币债券 15 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。

³ 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



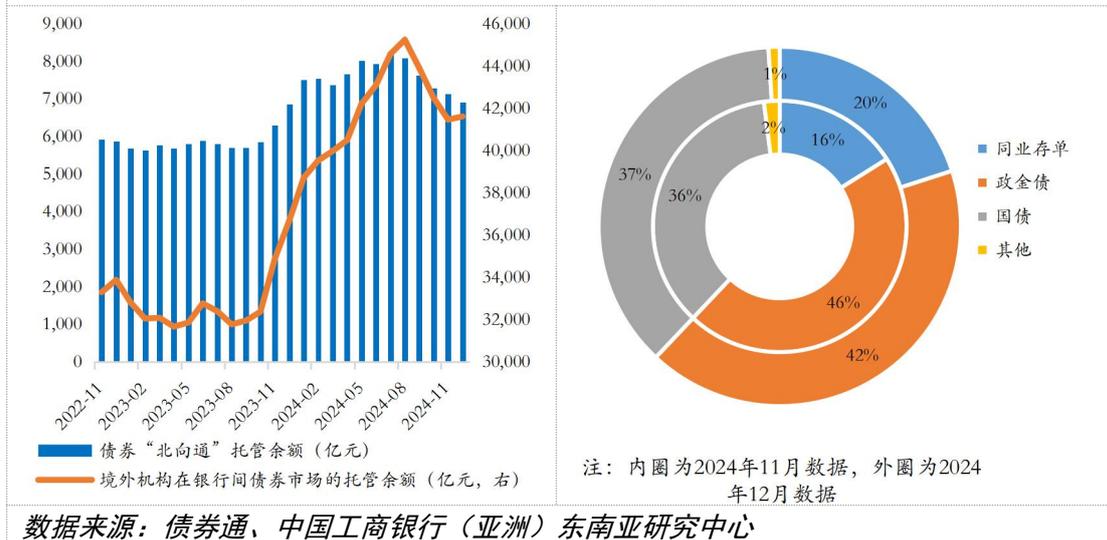
数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

境外机构在银行间债券市场的托管规模转升。2024年12月新增7家境外机构主体进入银行间债券市场，截至2024年12月末，共有1,156家境外机构主体入市，其中592家通过直接投资渠道入市，830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余额为4.16万亿，环比增加0.36%，其中债券“北向通”托管量6,903.6亿元、环比下降3.2%，占境外机构在银行间债券市场总托管量的比重为16.6%，较11月下降0.6个百分点（见图表12）。**债券“北向通”交易量环比续增，政金债持有比重仍较国债更高**，2024年12月“债券北向通”成交额为7,502亿元人民币，环比继续增加4.4%，持有国债占比37%，较上月减少1个百分点，持有政金债占比42%、较上月减少4个百分点，持有同业存单20%、较上月增加4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突出，两会积极政策料继续发力，延续提振国际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。