

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

市场对人民币汇率信心提升

——香港离岸人民币市场观察 (2025年2月刊)

阅读摘要

1月香港离岸人民币存款规模回升,跨境贸易结算有关的人民币汇款总额高位回落,但仍是历史第三高水平。

2月美元指数冲高回落,人民币汇率波动走升、在-离岸汇率倒挂收窄,结汇意愿有所改善。短期内,美国经济“滞涨”隐忧升温,“特朗普 2.0”政策不确定性仍强,美元指数趋势下行路径料仍波折;两会积极政策部署、人工智能创新成果提振市场信心,中美利差有所收窄,支持人民币汇率走强的动能增加、关注或有外部不确定性带来的时点性扰动。

2月 CNH HIBOR 均值较大幅度回落,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。往后看,人行有丰富政策工具支持流动性合理充裕,SHIBOR 或维持窄幅波动;“滞胀”隐忧升温,美联储大概率6月重启降息、年内降息预期从25BP左右提升至75BP左右, HKD HIBOR 料跟随 SOFR 小幅下行,但季结期 HKD HIBOR 多有走升动能;2月28日起人民币贸易融资流动资金安排正式生效,进一步丰富离岸人民币市场流动性供给渠道,叠加人民币汇率走强动能提升, CNH HIBOR 大概率延续下行,关注金融市场不确定性波动影响时点利率走势。

2月港交所衍生品交投数据反映市场对人民币汇率信心走升。中美利差倒挂幅度收窄,美元/在岸人民币掉期点回升,在-离岸掉期点差 (CNY-CNH) 均值倒挂程度收窄。港交所人民币期货交易量和持仓量双增、期货交易结算价走强,反映市场对人民币汇率信心走升。

离岸人民币债券融资额边际回落,债券“北向通”交易量增加,离岸人民币债券投资吸引力料持续提升。往后看,内地经济稳步向好,两会积极政策提振信心,离岸人民币债券投资吸引力料持续提升。

市场对人民币汇率信心提升

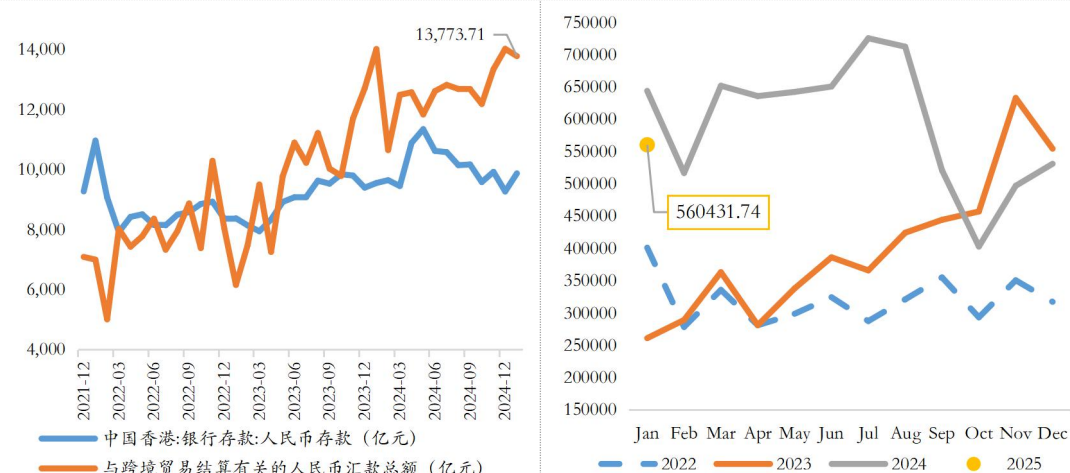
——香港离岸人民币市场观察（2025年2月刊）

			2月均值	均值月度 涨跌幅	2月末 收报	月末涨 跌幅	短期展望
汇 率	美元指数		107.31	-1.17%	107.56	-0.88%	美联储降息预期升温但“特朗普2.0”政策不确定性仍大，美元指数趋势下行路径料仍波折
	USDCNY		7.2735	-0.31%	7.2833	0.45%	两会积极政策部署提振市场信心，人民币汇率料延续双向波动走势、波幅预计收敛
	USDCNH		7.2808	-0.48%	7.2950	-0.37%	
利 率	HKD HIBOR	隔夜	3.63	5.52	3.77	(59.99)	美联储降息预期升温，但年中前降息概率不大，HKD HIBOR 预计跟随 SOFR 走低，但季节性、时点性波幅料仍较大
		1M	3.85	(13.59)	3.96	13.10	
		3M	3.90	(8.70)	4.01	20.00	
	SHIBOR	隔夜	1.86	14.82	1.87	15.70	节后市场流动性整体充裕，外部不确定性仍大，人行相机操作工具丰富，SHIBOR 进一步上行空间不大
		1M	1.75	7.97	1.87	16.20	
		3M	1.76	9.04	1.92	22.00	
	CNH HIBOR	隔夜	2.19	(77.25)	1.62	83.12	离岸人民币资金池稳健扩容，人民币汇率中枢走升，CNH HIBOR 中枢趋势下行，关注金融市场不确定性波动影响时点利率走势
		1M	2.72	(54.78)	2.38	(10.64)	
		3M	2.73	(42.11)	2.44	(5.88)	

一、1月香港离岸人民币存款规模回升，跨境贸易结算有关的人民币汇款总额高位回落、仍是历史第三高水平

截至2025年1月末，香港人民币存款规模为9,868.33亿元，环比增加6.5%，同比增加3.4%；跨境贸易结算有关的人民币汇款总额为13,773.71亿元，较上月的历史高位边际回落1.7%，但仍是历史第三高水平。离岸人民币交易活跃度仍较高，1月人民币RTGS（香港人民币结算所自动转账系统）清算额为56.04万亿元，环比升5.5%，同比降15.0%（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、2月美元指数冲高回落，人民币汇率波动走升、在离岸汇率倒挂收窄，结汇意愿提升，短期人民币汇率料延续双向波动走势，波幅预计收敛

2月美元指数冲高回落。月初，特朗普政府首次出台对加墨关税，2月3日美元指数最高达到109.9；此后，受1月PCE、2月消费者信心指数及ISM制造业PMI指数等经济数据不及预期影响，市场对美国经济“滞涨”风险的担忧升温，拖累美元指数波动回落。2月美元指数均值为107.3、较上月均值降1.17%，月末报107.6、较上月末跌0.88%（上月微升0.03%）。

2月人民币汇率波动走升。外部美元走弱背景下，非美货币压力缓和，内部春节消费供需两旺、1月CPI同比升幅扩大、2月制造业PMI超季节性回升等显示经济复苏加快，叠加民营企业座谈会和两会释放积极信号，提振市场信心。

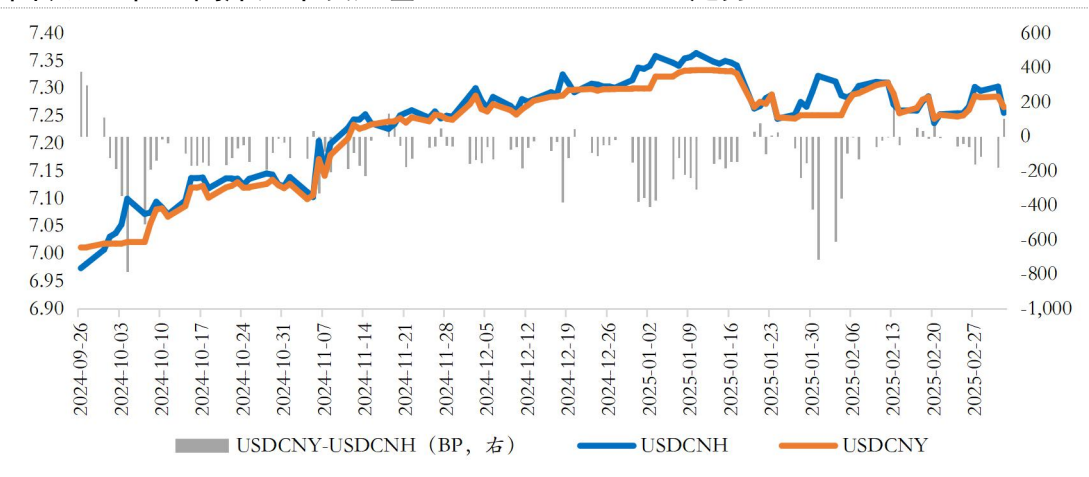
2月24日 USDCNH 最强升至 7.2257，是 2024 年 11 月中以来的最强水平。截至 2 月 28 日 USDCNY、USDCNH 分别收报 7.2833、7.2950，较上月末分别跌 0.45%、升 0.37%（上月分别 0.67%、0.2%），月度均值分别为 7.2735、7.2808，较上月均值（7.2962、7.3163）升 0.31%、0.48%（上月分别跌 0.2%、0.32%）。在 - 离岸汇率（USDCNY-USDCNH）均值为 -72.7BP，较上月（-201.1BP）倒挂幅度大幅收窄 128.4BP，月末收报 -117BP，较上月末（-714BP）倒挂程度大幅收窄 597BP（见图表 3）。

从外汇交易情况来看，1 月结售汇逆差边际扩大、为 392.4 亿美元（上月为 104.5 亿美元），结汇率（=银行代客结汇额/银行代客涉外收款额外币）进一步回落至 59%（上月为 60%），1 月银行代客远期结汇签约额为 178.33 亿美元，环比跌 1.77%，是连续第四个月环比走跌，但跌幅较上月明显收窄，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）较上月升 1 个百分点至 5.9%，**表明远期结汇力量走升，反映市场对人民币汇率中枢走升的信心**。高频数据——美元兑人民币即期询价 2 月日均成交量为 421.0 亿美元，环比增加 13.0%，较上月升幅（+11.9%）扩大，也显示**2 月市场结汇意愿较 1 月有进一步改善**。

短期内，美国经济边际走弱、美联储降息预期升温，美元指数料延续下行，但“特朗普 2.0”政策不确定性仍强，美元指数趋势下行路径料仍波折；两会积极政策部署落地料进一步刺激内需，人工智能创新成果提振市场信心，中美利

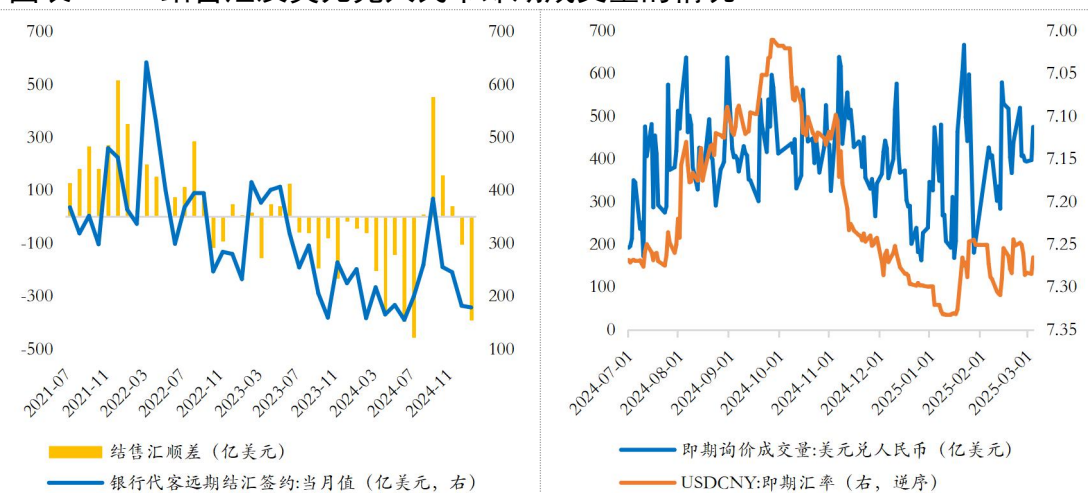
差收窄，人民币汇率料维持双向波动走势，走强因素增加（见图表 4-5）。

图表 3：在、离岸汇率及汇差（USDCNY-USDCNH）走势



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、2月 CNH HIBOR 均值较大幅度回落，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，在岸人民币利率大概率窄幅波动，离岸人民币利率和港元利

率料趋势下行，关注外部不确定性和季末因素的时点性影响

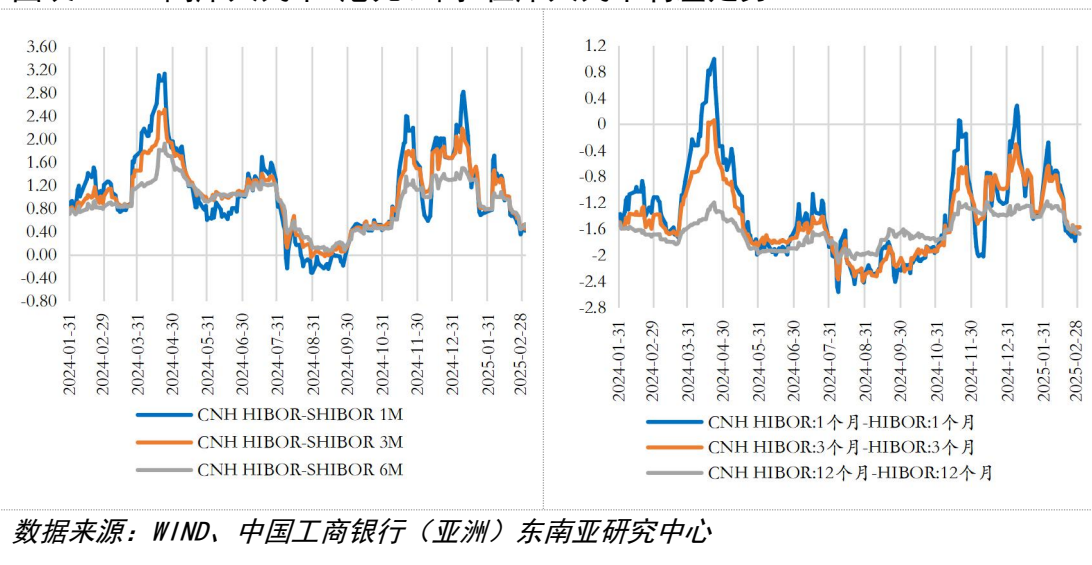
2月离岸人民币流动性充裕，CNH HIBOR均值较大幅度回落。2月12日、13日人行和财政部先后宣布将在港发行离岸人民币央票和离岸人民币国债，CNH HIBOR短暂走升，随后逐渐回落。截至2月28日，隔夜、1个月和3个月CNH HIBOR月度均值分别2.19%、2.72%、2.73%，较上月均值分别降77.3BP、54.8BP、42.1BP；月末隔夜、1个月和三个月CNH HIBOR分别收报1.62%、2.38%、2.44%，较上月末分别升83.1BP、降10.6BP、降5.9BP。

港元利率均值整体回落，离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）倒挂程度走阔。2月隔夜、1个月、3个月HKD HIBOR均值较上月升5.5BP、降13.6BP、降8.7BP；离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值倒挂加深，隔夜、1个月、3个月（CNH HIBOR-HKD HIBOR）利差均值分别为1.44%、1.14%、1.18%，倒挂幅度较上月扩大82.8BP、41.2BP、33.4BP（见图表6）。

内地市场流动性维持紧平衡状态，SHIBOR边际回升，离-在岸人民币利差均值（CNH HIBOR-SHIBOR）收窄。2月隔夜、1个月、3个月SHIBOR均值分别升14.8BP、8.0BP、9.0BP；离-在岸人民币利差均值（CNH HIBOR-SHIBOR）收窄，隔夜、1个月、3个月离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）均值分别为0.33%、0.96%、0.96%，较上月分别收窄62.7BP、51.2BP、35.4BP（见图表7）。

往后看，人行有丰富政策工具支持流动性合理充裕，SHIBOR 或维持窄幅波动；“滞胀”隐忧升温，美联储大概率 6 月重启降息、年内降息预期从 25BP 左右提升至 75BP 左右，HKD HIBOR 料跟随 SOFR 小幅下行，但季结期 HKD HIBOR 多有走升动能；2 月 28 日起人民币贸易融资流动资金安排正式生效，进一步丰富离岸人民币市场流动性供给渠道，叠加人民币汇率走强动能提升，CNH HIBOR 大概率延续下行，关注金融市场不确定性波动影响时点利率走势。

图表 6-7：离岸人民币-港元、离-在岸人民币利差走势



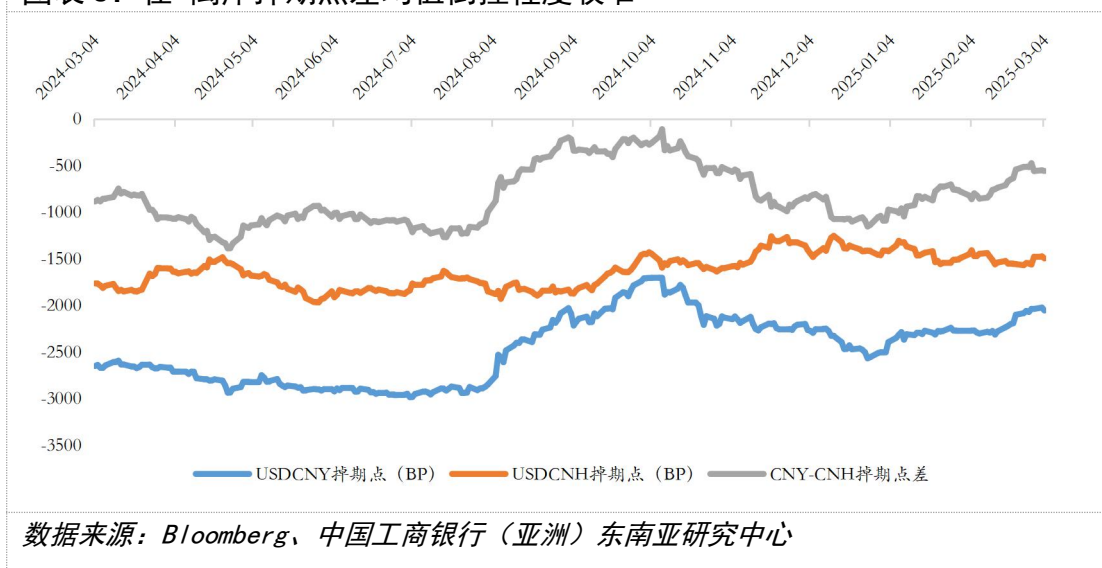
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

四、在-离岸掉期点差倒挂幅度收窄，港交所衍生品交投数据反映市场对人民币汇率信心走升

2 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收窄。2 月中美利差倒挂幅度收窄，美元/在岸人民币掉期点回升，USD/CNY 1 年期掉期点均值为-2,205.6BP、较上月均值(-2,317.9BP)升 112.3BP，2 月末报-2039.5BP、

较上月末升 234.4BP，是 2024 年 10 月以来的最高水平；USD/CNH 1 年期掉期点均值为 -1,512.4BP，较 1 月均值（-1,447.2BP）下降 65.2BP，2 月末报 -1,480BP，较 1 月末升 10.1BP。在 - 离岸掉期点差（CNY-CNH）倒挂幅度收窄，2 月均值为 -693.2BP，较上月均值（-870.7BP）收窄 177.5BP（见图表 8）。

图表 8：在 - 离岸掉期点差均值倒挂程度收窄



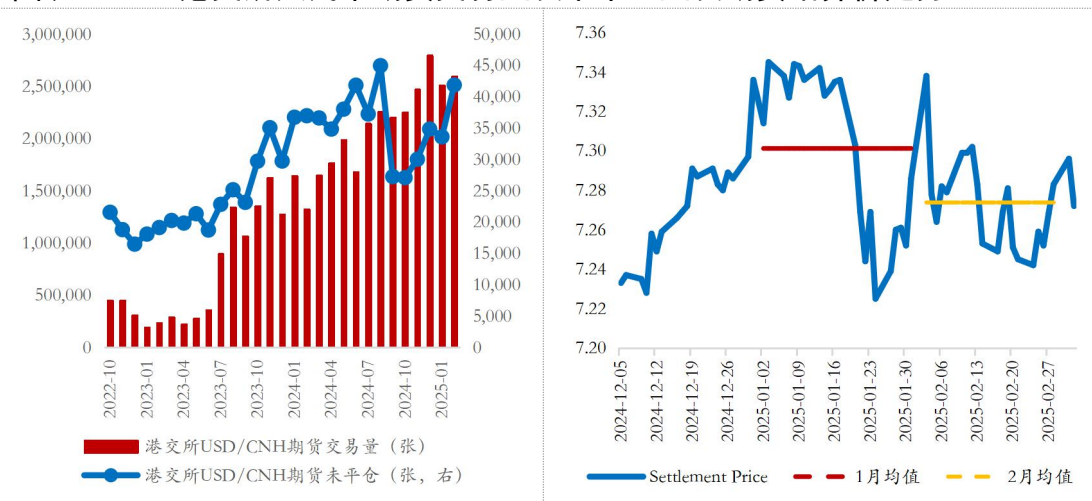
港交所人民币期货交易量和持仓量双增、结算价走强。

人民币期货市场交易积极性回暖，2 月港交所 USD/CNH 期货标准合约成交总量为 259.7 万张，较上月增加 3.4%，截至 2 月末未平仓合约 4.19 万张，较上月末大幅增加 24.6%，未平仓量增速明显超过交易量，表明建仓力量较平仓更强（如图表 9）。期货结算价均值走强，2 月期货结算价均值为 7.2738，较上月均值 7.3012 升 0.38%；截至 2 月 28 日结算价报 7.283，较上月末走强 0.04%（如图表 9-10）。

比较看，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，反映市场对人民币汇率预期阶段偏审慎，但空头力量减弱。从实际数据来看，2月人民币走势波动、中枢震荡回升。2月期货交易量及未平仓量双增、期货结算价走强，反映市场对人民币汇率信心走升。

图表 9-10：港交所人民币期货交易量及未平仓量及期货结算价走势



数据来源：HKEX、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

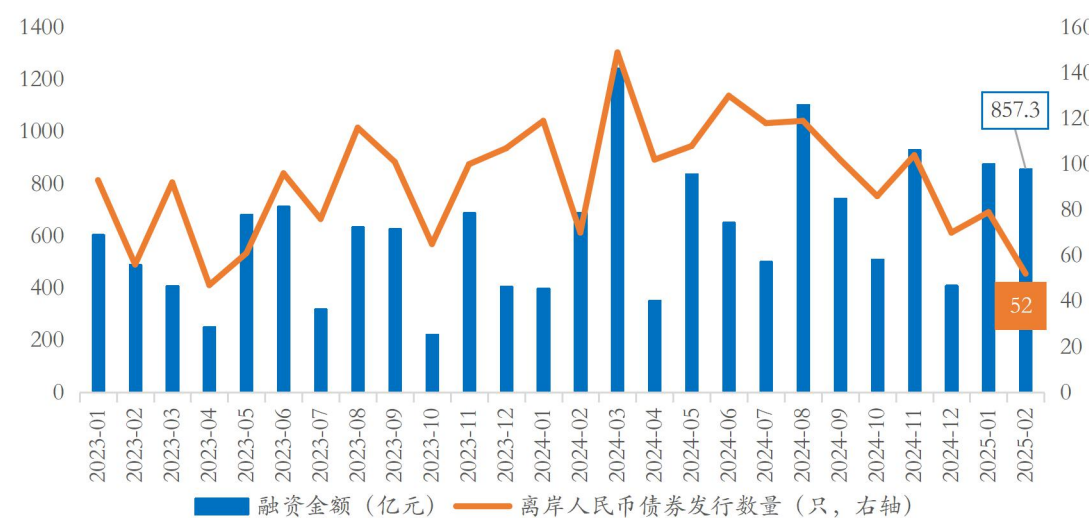
五、离岸人民币债券融资额边际回落，债券“北向通”交易量增加，离岸人民币债券投资吸引力料持续提升

2月离岸人民币债券¹融资额边际回落。根据彭博数据，2月离岸人民币债券发行52只、较1月减少27只，融资总额为857.3亿元，环比减少2.1%，同比增加24.4%（见图表11）。其中，2月19日财政部在港发行离岸人民币国债，融资总额125亿元，2月14日人行发行离岸人民币央票，融资总额达到600亿元，2月13日香港特区政府重发人民币特区政府机构债，融资额25亿元。1月高基数、春节假期等因素，

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”）。

是 2 月离岸人民币债券发行规模小幅回落的重要原因。

图表 11：离岸人民币债券发行数量及融资额



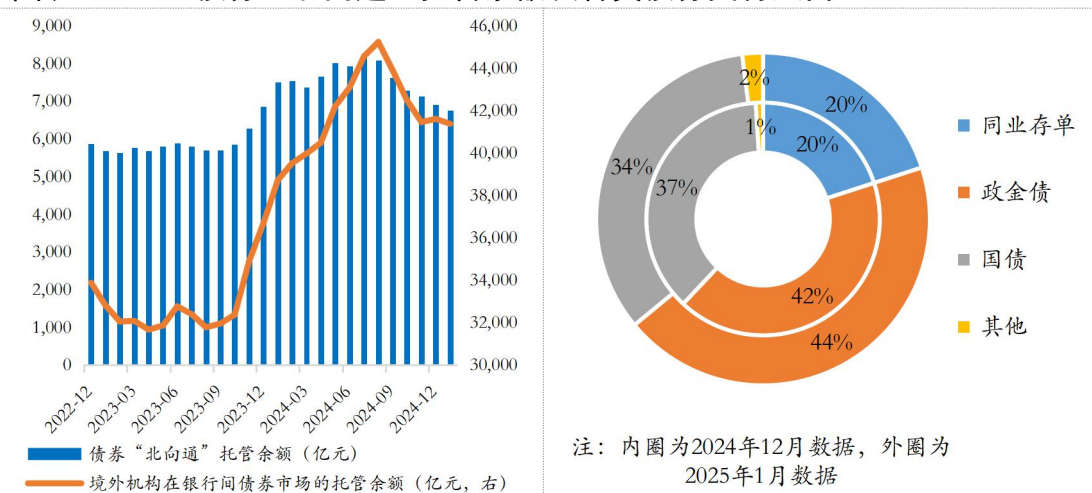
数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

1 月境外机构在银行间债券市场托管规模环比小幅回落。

1 月新增 4 家境外机构主体进入银行间债券市场，截至 1 月末，共有 1,157 家境外机构主体入市，其中 595 家通过直接投资渠道入市，830 家通过“债券通”渠道入市，268 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 4.14 万亿，环比减少 0.56%，其中债券“北向通”托管量 6,762.6 亿元、环比下降 2.0%，占境外机构在银行间债券市场总托管量的比重为 16.3%，较上月下降 0.3 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，1 月“债券北向通”成交额为 8,726 亿元人民币，环比大幅增加 16.3%，持有国债占比 34%，较上月减少 3 个百分点，持有政金债占比 44%、较上月增加 2 个百分点，持有同业存单 20%、较上月持平（见图表 13）。往后看，内地经济稳步向好，两会积极政策提振市场信心，离岸

人民币债券投资吸引力料持续提升。

图表 12-13：债券“北向通”托管余额及各类债券交易量占比



注：内圈为2024年12月数据，外圈为2025年1月数据

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。**