

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

香港离岸人民币存款重回万亿规模

——香港离岸人民币市场观察 (2025 年 3 月刊)

阅读摘要

2 月香港离岸人民币存款重回万亿规模，离岸人民币活跃度延续升温。截至 2025 年 2 月末，香港人民币存款规模为 10,352.6 亿元，环比增加 4.9%，同比增加 7.4%；跨境贸易结算有关的人民币汇款总额为 10,641.2 亿元，较上月高位回落 22.7%；香港 RTGS 系统清算额环比升 6.2%，同比升 15.1%，是近六个月以来的最高水平。

3 月美元指数大幅回落，人民币汇率波动走升，在-离岸汇率倒挂小幅走阔，结汇意愿进一步改善。短期内，特朗普政府关税政策不确定性仍大，非极端情形下美联储快速降息概率不高，预计美元指数延续区间震荡；关税摩擦不确定性仍大，人行政策料综合考虑稳增长、稳市场，预计人民币汇率短期在 7.30 左右波动、波幅或增大。

3 月 CNH HIBOR 均值延续回落，离岸人民币-港元利差倒挂幅度多数走阔，离-在岸人民币利差延续收窄。短期看，预计在岸人民币利率小幅趋势下行、港元利率跟随 SOFR 走势、但波幅相对较大；离岸人民币利率延续大幅下行概率不大，关注外部不确定性扰动以及离岸人民币国债、央票发行安排。

3 月港交所衍生品交投数据反映市场对人民币汇率预期仍乐观。中美利差倒挂幅度延续收窄，美元/在岸人民币掉期点回升，在-离岸掉期点差 (CNY-CNH) 均值倒挂延续收窄。港交所人民币期货交易量和持仓量双减、期货交易结算价延续走强，反映市场对人民币汇率预期仍乐观。

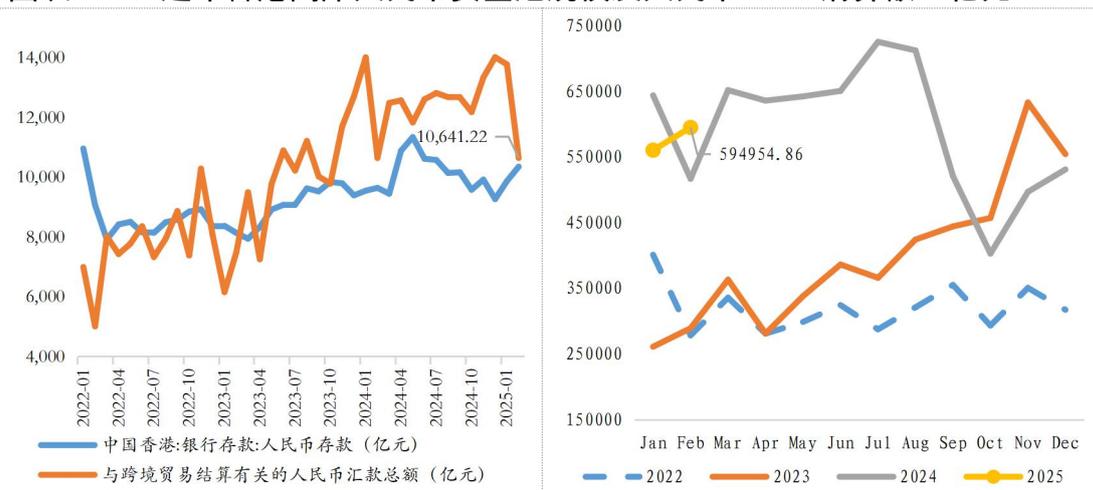
离岸人民币债券融资额回落，债券“北向通”托管余额时隔 6 个月转为正增长。往后看，人民币汇率预期乐观，积极货币政策空间可期、人民币融资成本仍有优势，内地坚持金融深化开放、两地金融互联互通提质扩容增强香港作为人民币债券交投平台的重要性，人民币债券投融资吸引力仍高。

			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		104.12	-2.97%	104.19	-3.14%	特朗普政府关税政策不确定性仍大，非极端情形下美联储快速降息概率不高，美元指数短期延续区间震荡。
	USDCNY		7.2508	-0.37%	7.2516	-0.44%	关税摩擦不确定性仍大，人行政策料综合考虑稳增长、稳市场，预计人民币汇率短期延续波动、USDCNH波幅或大于USDCNY。
	USDCNH		7.2524	-0.39%	7.2652	-0.41%	
利率	SOFR	隔夜	4.33	(1.70)	4.41	2.00	美联储降息前景明确前，非极端情形下，SOFR料维持高位窄幅波动
		1M	4.32	0.38	4.32	(0.53)	
		3M	4.30	(1.74)	4.29	(2.89)	
	HKD HIBOR	隔夜	2.96	(66.75)	3.85	8.27	美联储降息预期发酵但非极端情形快速降息概率不高，HKD HIBOR料延续跟随SOFR走势，短期波动性预计相对较大，港股分红季和IPO活跃背景下，HKD HIBOR有时段性走高空间
		1M	3.81	(4.69)	3.73	(23.27)	
		3M	3.92	1.33	3.88	(13.11)	
	SHIBOR	隔夜	1.77	(8.43)	1.74	(12.60)	配合地方政府债发行前置及特别国债发行，人行料综合运用多种政策工具支持流动性合理充裕，降准预计先于降息落地，综合考虑关税摩擦扰动，SHIBOR趋势走低但短期大幅下行概率偏低
		1M	1.94	18.99	1.93	6.00	
		3M	1.97	20.76	1.91	(1.00)	
	CNH HIBOR	隔夜	1.66	(53.00)	1.52	(10.11)	离岸人民币资金池充裕，同时考虑人行稳增长、稳汇率统筹政策安排，CNH HIBOR短期大幅继续走低可能性不大，关注外部不确定性扰动以及离岸人民币国债、央票发行安排
		1M	2.03	(68.65)	1.94	(43.39)	
		3M	2.16	(56.38)	2.13	(30.91)	

一、2月香港离岸人民币存款重回万亿规模，离岸人民币活跃度延续升温

根据2025年2月末的最新数据，香港人民币存款规模为10,352.6亿元，环比增加4.9%，同比增加7.4%；跨境贸易结算有关的人民币汇款总额为10,641.2亿元，较1月高位回落22.7%。离岸人民币交易活跃度延续升温，2月人民币RTGS（香港人民币结算所自动转账系统）清算额为59.5万亿元，环比升6.2%，同比升15.1%，是近六个月以来的最高水平（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、3月美元指数波动回落，人民币汇率趋势走升、在-离岸汇率倒挂小幅走阔，结汇意愿进一步改善，预计人民币-汇率短期延续波动、USDCNH 波幅或大于 USDCNY

衰退忧虑下3月美元指数波动回落，“对等关税”政策进一步冲击美元走弱。PMI、非农、零售等多项经济数据走

弱¹，美联储 FOMC 会议如期维持基准利率不变但下调减持国债的上限，下调经济增速预期、上调通胀预期，市场“滞涨”担忧拖累美元指数大幅回落，FOMC 会议后美元指数最低跌至 103.2，是 2024 年 10 月以来的记录最低水平；3 月下旬公布的地产销售、耐用品订单等数据小幅回暖²，短暂缓和衰退担忧，美元指数跌幅有所收窄。整体看，3 月美元指数均值为 104.1、较 2 月均值跌 2.97%，跌幅较 1 月（-1.17%）扩大，月末报 104.2、较上月末跌 3.14%（1 月跌幅 0.88%）。步入 4 月，“对等关税”政策超预期冲击下，美联储降息预期走阔至 125BP，美元指数一度跌至略高于 101 的水平。

美元走弱、叠加内地经济数据向好，3 月人民币汇率波动走升，“对等关税”超预期扰动 4 月初人民币汇率走势。外部美元走弱，非美货币压力普遍缓和；内部两会释放积极信号，2 月社融、社零、投资表现强劲，规上工业企业利润修复显著³，为人民币汇率稳中有升提供动能。3 月 12 日 USDCNH 最强升至 7.2156，USDCNY 升至 7.2158，均是 2024 年 11 月中以来的最强水平。3 月末，USDCNY、USDCNH 分别收报 7.2516、7.2652，较上月末分别升 0.44%、0.41%（上

¹ 美国 2 月 ISM 制造业 PMI 为 50.3，较 1 月（50.9）下降了 0.6 个百分点，并且低于预期（50.5）；2 月 ADP 就业人数增加 7.7 万人，远低于市场预期（14 万人），也低于 1 月修正值（18.6 万人），为 2024 年 7 月以来的最低水平；2 月非农人口增长 15.1 万人，不及预期（16 万人）但高于 1 月修正值（12.5 万人）。失业率为 4.1%，高于预期及前值（均为 4.0%）；2 月零售销售环比增速为 0.20%，低于预期（0.70%）但高于 1 月（-1.24%）；其中核心零售环比增速为 0.33%，低于预期（0.50%）但高于 1 月（-0.64%）。

² 美国 2 月新屋销售年化 67.6 万套（修正后前值：66.4 套），显示市场回暖；2 月耐用品订单环比增长 0.9%，高于预期的下降 1%，主要受“抢进口”的支撑，核心资本货物出货量也转为增长，是一年来最大升幅。

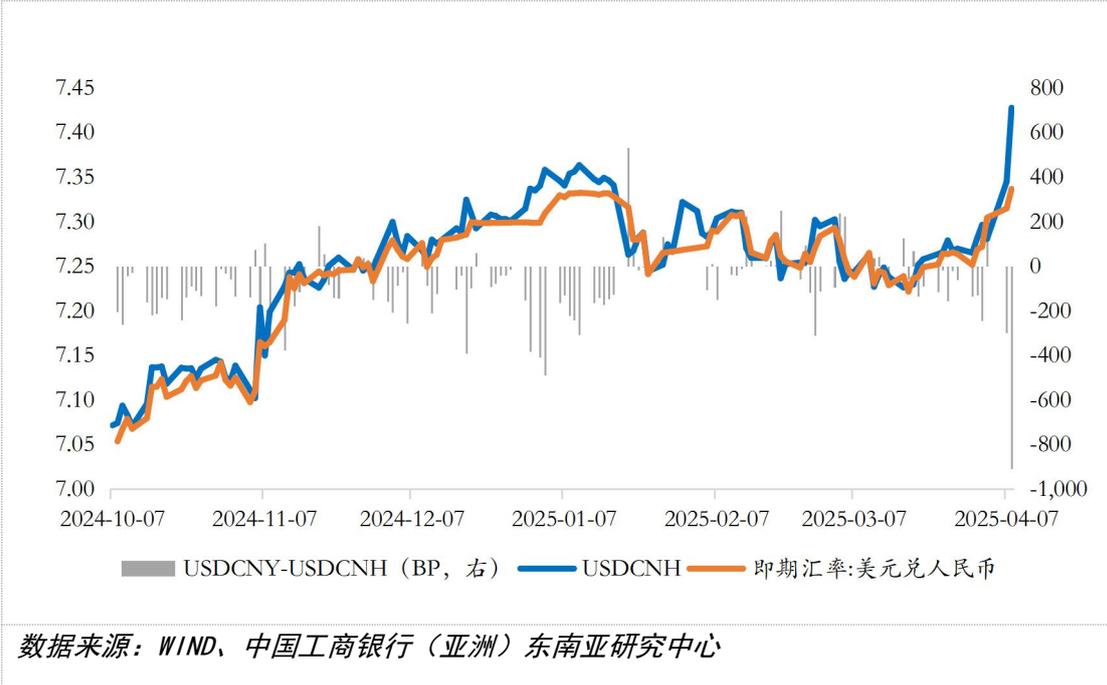
³ 中国 2 月社融增量 2.23 万亿元，同比多增 7,374 亿元；社融存量同比增速延续回升至 8.2%（前值 8.0%）；前 2 月固定资产投资同比增 4.1%（预期 3.76%、2024 年 3.2%），广义基建投资（9.95%）、制造业投资（9.0%）保持较快增长；前 2 月社会消费品零售总额同比增加 4%（预期 4.5%、2024 年 3.5%）；前 2 月规上工业企业利润同比增长-0.3%（前值：-3.3%）、修复显著

月分别跌 0.26%、升 0.37%)，月度均值分别为 7.2508、7.2524，较上月均值 (7.2774、7.2808) 升 0.37%、0.39% (上月分别升 0.45%、0.48%)。在-离岸汇率 (USDCNY-USDCNH) 均值为 -16.5BP，较上月 (-13.3BP) 倒挂幅度走阔 3.2BP，月末收报-136BP，较上月末 (-112BP) 倒挂程度扩大 24BP (见图表 3)。步入 4 月，“对等关税”政策超预期扰动人民币汇率阶段性走势，但人民币汇率走势仍较其他面临较高“对等关税”税率国家货币坚挺。

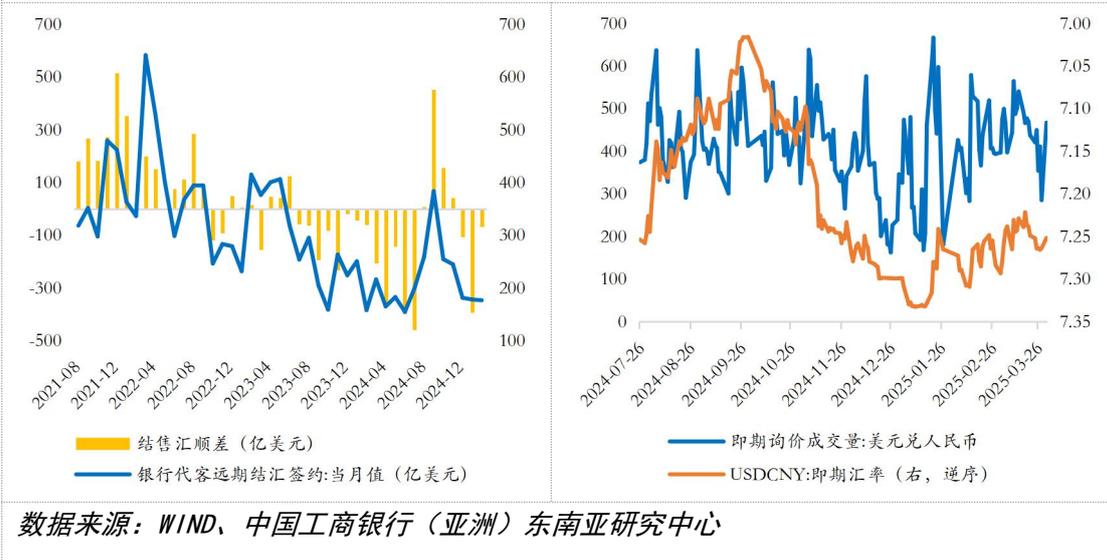
从外汇交易情况来看，2 月结售汇逆差收窄、为 66.7 亿美元 (1 月为 392.4 亿美元)，结汇率 (=银行代客结汇额/银行代客涉外收款额外币) 回落至 54% (上月为 59%)，2 月银行代客远期结汇签约额为 176.9 亿美元，环比跌 0.81%，跌幅较上月 (-1.77%) 收窄，远期结汇率 (=银行代客远期结汇签约额/银行代客涉外收款额外币) 较上月升 0.3 个百分点至 6.2%，表明远期结汇力量延续走升。高频数据--美元兑人民币即期询价 3 月日均成交量为 452.7 亿美元，环比增加 7.9%，也显示 3 月市场结汇意愿进一步改善。

往后看，特朗普政府关税政策不确定性仍大，非极端情形下美联储快速降息概率不高，预计美元指数延续区间宽幅震荡。关税摩擦不确定性仍大，人行政策料综合考虑稳增长、稳市场，预计人民币汇率短期延续波动、USDCNH 波幅或大于 USDCNY (见图表 4-5)。

图表 3：在、离岸汇率及汇差（USDCNY-USDCNH）走势



图表 4-5：结售汇及美元兑人民币即期成交量的情况



三、3月 CNH HIBOR 均值延续回落，离岸人民币-港元利差倒挂幅度多数走阔、离-在岸人民币利差延续收窄；往后看，非极端情形下预计 SHIBOR 小幅趋势下行，CHN HIBOR 延续大幅下行概率偏低，HKD HIBOR 跟随 SOFR 走势波幅相对较

大

3月无离岸人民币国债、央票发行，离岸人民币流动性充裕，CNH HIBOR 均值较大幅度回落。截至3月31日，隔夜、1个月和3个月CNH HIBOR 月度均值分别1.66%、2.03%、2.17%，较上月均值分别降53.0BP、68.2BP、56.2BP；月末隔夜、1个月和三个月CNH HIBOR 分别收报1.52%、1.94%、2.13%，较上月末分别降10.1BP、30.8BP、28.2BP。

港元利率均值整体回落，月末隔夜利率因季结因素翘尾，离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值倒挂程度多数走阔。3月隔夜、1个月、3个月HKD HIBOR 均值较上月降66.8BP、降4.7BP、升1.3BP，月末隔夜HKD HIBOR 因季结因素翘尾升至3.85%，较上月末升8.3BP；离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值倒挂走阔，隔夜、1个月、3个月（CNH HIBOR-HKD HIBOR）利差均值分别为-1.3%、-1.78%、-1.75%，倒挂幅度较上月收窄13.7BP、走阔64.0BP、走阔57.7BP（见图表6）。

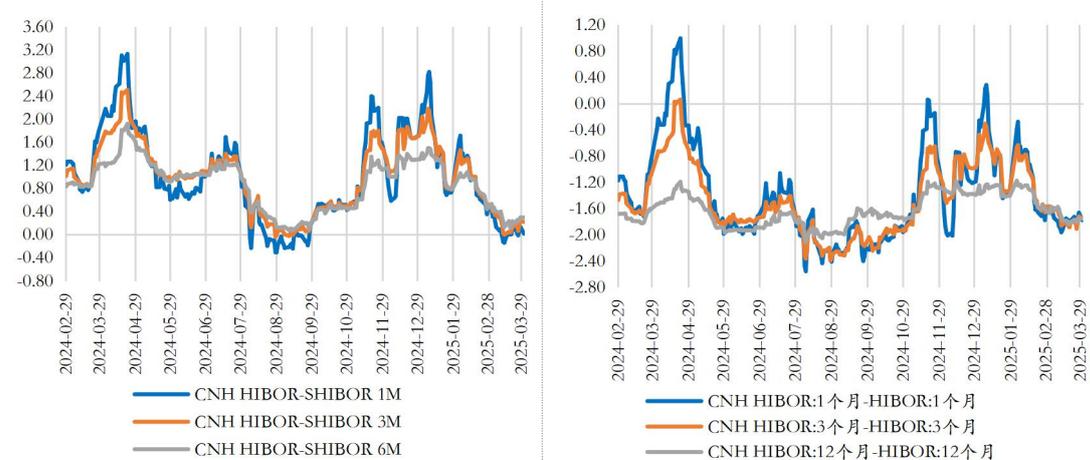
内地市场流动性延续维持紧平衡状态，SHIBOR 仍整体回升，离-在岸人民币利差均值（CNH HIBOR-SHIBOR）延续收窄。3月，人行优化货币政策措施，首次披露逆回购操作投标量及中标量，调整MLF招标方式⁴，反映人行相机呵护市场流动性充裕的工具充足。3月隔夜、1个月、3个月SHIBOR

⁴ 央行于3月24日宣布(提前一天公布), 将于25日开展4500亿元MLF操作, 自本月起中期借贷便利(MLF)将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作。MLF不再有统一的中标利率, 也不公布中标价格, 市场分析称, 一方面标志着MLF利率的政策属性完全退出; 另一方面, 有利于降低银行负债成本, 缓解净息差压力。

均值分别降 8.4BP、升 19.0BP、20.8BP；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-0.11%、0.09%、0.19%，较上月分别收窄 44.6BP、87.6BP、77.1BP（见图表 7）。

往后看，配合地方政府债发行前置及特别国债发行，人行料延续支持流动性合理充裕，降准预计先于降息落地，综合考虑关税摩擦扰动，人行稳增长、稳汇率统筹政策安排，SHIBOR 预计小幅趋势下行；CHN HIBOR 延续大幅下行概率亦偏小、关注外部不确定性扰动以及离岸人民币国债、央票发行安排；美联储降息前景明确前，非极端情形下，SOFR 料维持高位窄幅波动；HKD HIBOR 料延续跟随 SOFR 走势，短期波动性相对较大，港股分红季和 IPO 发行或对港元流动性造成短暂扰动，HKD HIBOR 有时段性温和走升可能。

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预期仍乐观

3月在、离岸人民币掉期点走势延续分化，在-离岸掉期点差倒挂幅度收窄。3月中美利差倒挂幅度延续收窄，美元/在岸人民币掉期点回升，USD/CNY 1年期掉期点均值为-2,000.9BP、较上月均值(-2,205.6BP)升204.7BP，截至3月28日报-1,988.5BP、较上月末升51BP，月内3月12日升至-1,934.0BP，是2024年10月以来的最高水平（当日人民币汇率亦升至月内高点）；USD/CNH 1年期掉期点均值为-1,586.3BP，较1月均值(-1,512.4BP)下降73.9BP，截至3月28日报-1,646.9BP，较2月末跌166.9BP。**在-离岸掉期点差（CNY-CNH）倒挂幅度收窄**，3月均值为-414.7BP，较上月均值(-693.2BP)收窄166.9BP，月末报-341.6BP，较上月末升217.9BP，较2024年10月的最窄利差水平(-111BP)差距不大（见图表8）。

图表 8：在-离岸掉期点差均值倒挂程度收窄

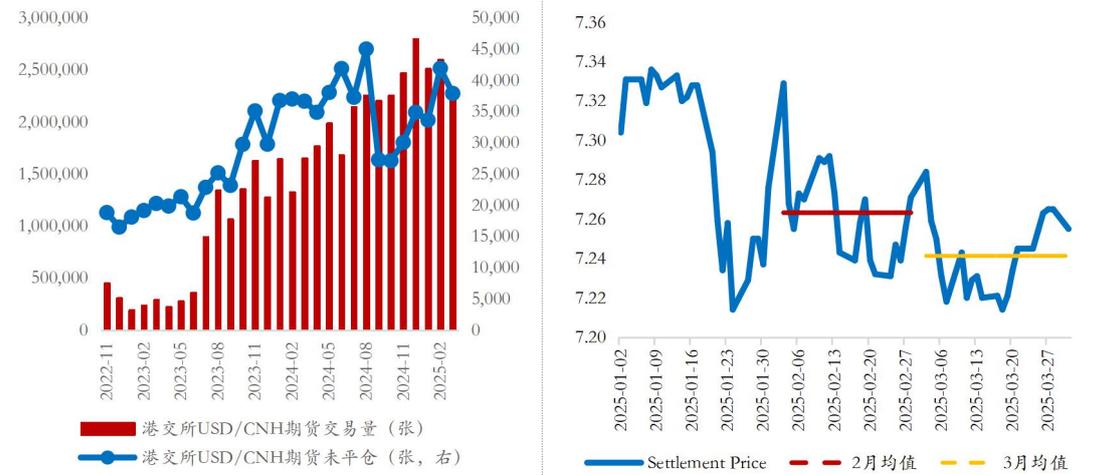


数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

港交所人民币期货交易量和持仓量双减、结算价延续走强。人民币期货市场交易边际降温，3月港交所USD/CNH期货标准合约成交总量为234万张，较2月减少13.8%，截至3月末未平仓合约3.8万张，较上月末减少9.6%（如图表9），期货结算价均值延续走强，3月期货结算价均值为7.2413，较上月均值7.2633升0.3%；截至3月31日结算价报7.255、较上月末走强0.22%（如图表9-10）。值得关注的是，3月港交所USD/CNH买入期权（call）头寸环比减少13%，扭转前两个月的减少，（call-put）持仓量降幅22.2%，同样佐证衍生品市场对人民币汇率预期仍乐观的结论。

比较看，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，从实际数据来看，3月人民币波动走升，升幅较2月更大。3月期货交易量及未平仓量双减、但期货结算价延续走强，反映市场对人民币汇率预期仍乐观。

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



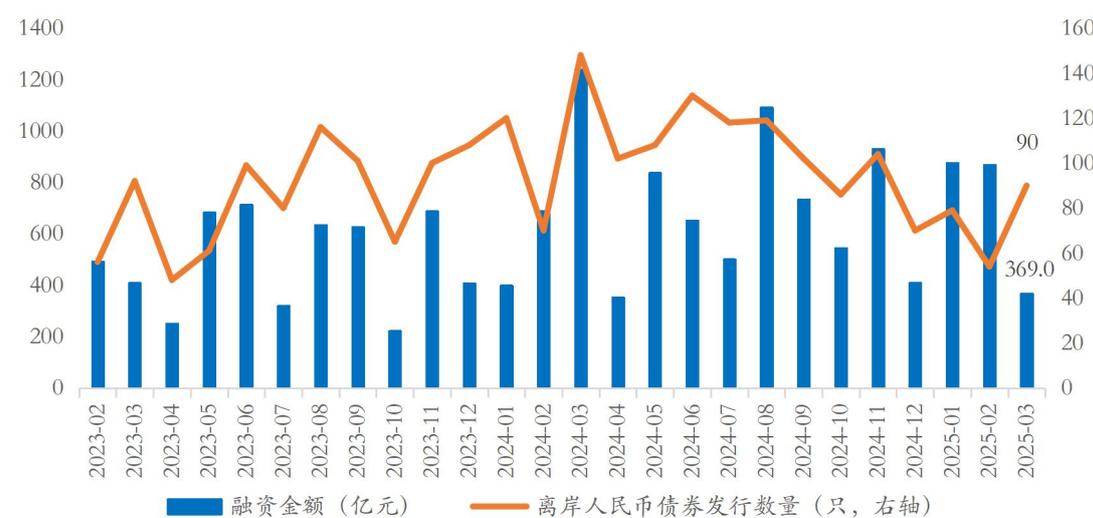
数据来源：HKEX、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

五、离岸人民币债券融资额延续回落，境外机构在银行间债券市场托管规模环比回升

3月离岸人民币债券⁵融资额延续回落。根据彭博截至3月28日数据，3月离岸人民币债券发行90只、较2月增加36只，融资总额为369亿元，环比减少57.6%，同比减少70.3%（见图表11）。其中，3月6日香港特区政府发行1年期人民币特区政府机构债、融资额20亿元，另外，重开5年期人民币特区政府机构债、融资额15亿元。人民币汇率趋势偏强背景下，没有离岸人民币国债、央票发行，是3月离岸人民币债券融资额环比回落的原因之一。

⁵ 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

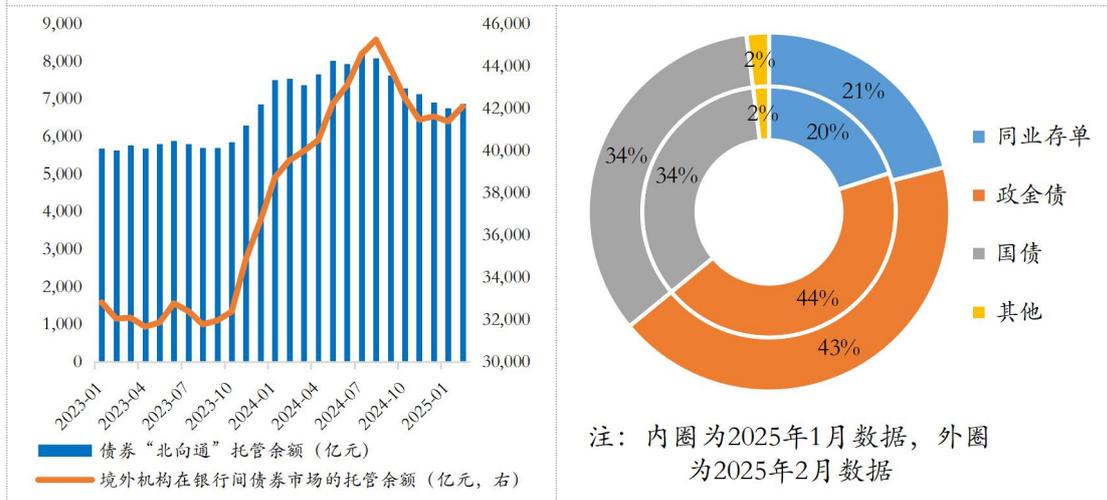


数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2月境外机构在银行间债券市场托管规模环比回升。2月新增2家境外机构主体进入银行间债券市场，截至2月末，共有1,158家境外机构主体入市，其中596家通过直接投资渠道入市，831家通过“债券通”渠道入市，269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4.21万亿，环比增加1.7%，其中债券“北向通”托管量6,866.9亿元、环比增加1.5%，扭转此前6个月的连续环比回落，占境外机构在银行间债券市场总托管量的比重为16.3%，与1月相同（见图表12）。**债券“北向通”交易量环比小幅回落，政金债持有比重仍较国债更高**，2月“债券北向通”成交额为8,599亿元人民币，环比小幅回落1.5%，持有国债占比34%，与上月持平，持有政金债占比43%、较上月减少1个百分点，持有同业存单21%、较上月增加一个百分点（见图表13）。**往后看**，人民币汇率预期乐观，积极货币政策空间可期、人民币融资成本仍有优势，内地坚持金融深化开放、两

地金融互联互通提质扩容增强香港作为人民币债券交投平台的重要性，人民币债券投融资吸引力仍高。

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。**