

## 研究报告

欢迎扫码关注  
工银亚洲研究



工银亚洲东南亚研究中心

夏林峰 李卢霞  
黄斯佳 杨妍

## 哪些因素影响离岸人民币资金价格 年内 CNH HIBOR 怎么走？

### 阅读摘要

自 2003 年跨境人民币清算业务开通至今近 20 年，香港地区凭借国际金融中心的优势地位逐渐发展形成全球最大的离岸人民币资金池。从国际收支平衡表的角度来看，香港离岸人民币流动性的供应来自经常项目、资本项目以及境外存放的储备资产三个渠道，并逐渐形成了政府和市场双渠道的流动性调节机制；需求端离岸人民币资金运用及回流渠道日益多元化。

从货币需求角度分析，影响离岸人民币利率的因素主要来自中国经济基本面、中美货币政策差异、中国金融政策调整几个方面，具体包括人民币跨境贸易结算量、美元利率（LIBOR）、在岸-离岸人民币汇差（USDCNY-USDCNH）、人民币汇率预期、外汇管理及相关金融政策调整等因素。

展望年内剩余时间，预计：（1）离岸人民币利率（CNH HIBOR）中枢逐渐下行，离-在岸利差（CNH HIBOR-SHIBOR）逐渐收窄，对各影响因素更敏感的短端利率回落速度更快；（2）离岸人民币利率（CNH HIBOR）峰值或在二季度出现，超过本轮紧缩周期前期高点的概率较低，3 个月离-在岸利差（CNH HIBOR-SHIBOR）有时点性倒挂可能，但较长期限离岸人民币资金价格大概率仍将持续高于在岸。

根据 VAR 模型预测，2023 年内 3M 和 12M 离岸人民币利率（CNH HIBOR）最高升破 3.54%、4.08%，最低跌穿 1.4%、2.34% 的概率不足 5%，3M 和 12M 离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）最高升破 1.2%、1.34%，最低跌穿-0.41%、0.21% 的概率不足 5%。

注：“工银亚洲”是中国工商银行（亚洲）有限公司的简称。

本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归工银亚洲东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

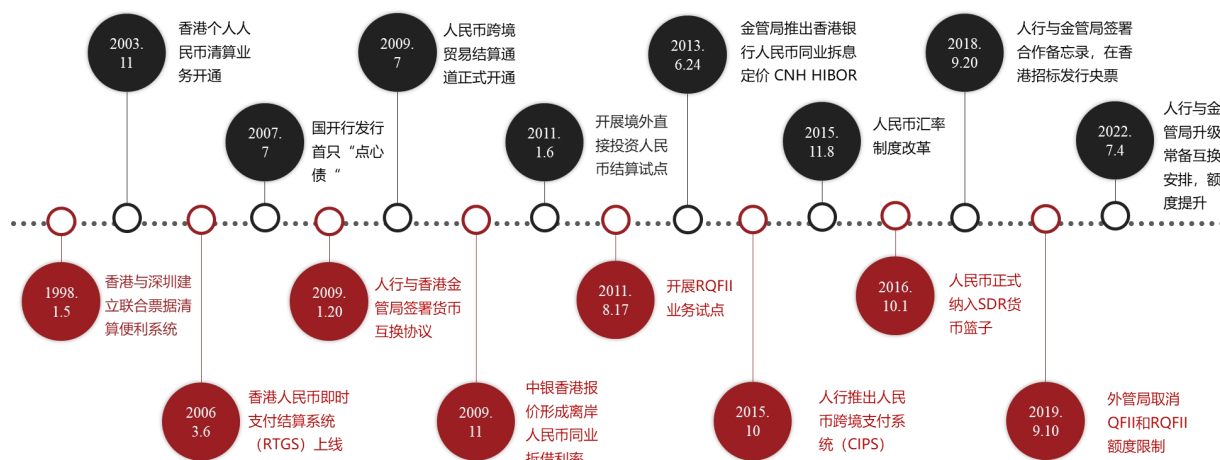
# 哪些因素影响离岸人民币资金价格， 年内 CNH HIBOR 怎么走？

## 一、香港离岸人民币市场发展及离岸人民币利率形成机制概述

### （一）香港已形成全球最大的离岸人民币资金池，人民币资金运用渠道日益多元化

香港已形成超万亿的离岸人民币资金池。自 2003 年跨境人民币清算业务开通至今已近 20 年，中国香港地区作为国际金融中心、依托内外互联的区位优势发展成为最重要的离岸人民币市场，拥有最大的离岸人民币资金池及多层次人民币资本市场（见图表 1），截至 2023 年 1 月，香港人民币存款达到 8,373 亿元<sup>1</sup>，2022 年初，香港人民币存款规模时隔 8 年后再度突破万亿关口。离岸人民币流动性合理充裕，是离岸人民币资金价格和离岸人民币金融资产定价的基础。

图表 1：香港离岸人民币市场发展大事记

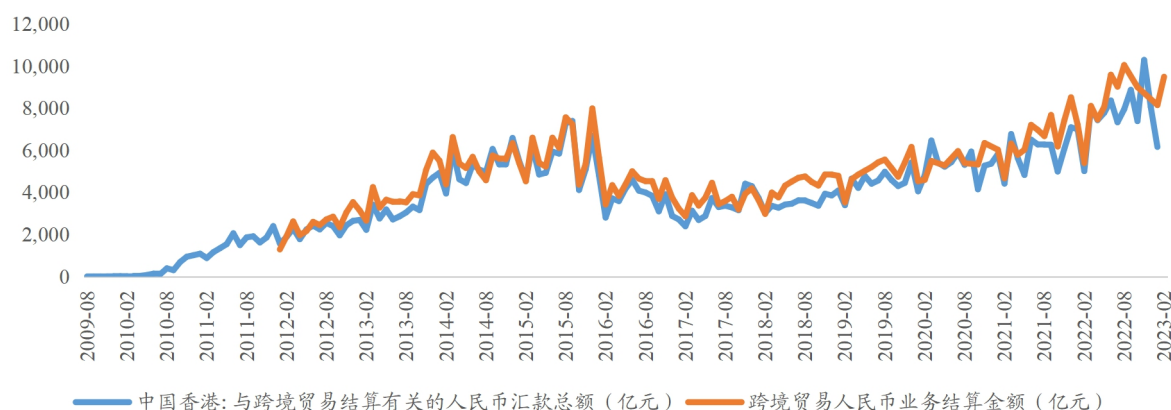


数据来源：《2022 年人民币国际化报告》、香港金管局、工银亚洲东南亚研究中心

<sup>1</sup> 未特殊说明，本文所用货币单位“元”均指人民币。

从国际收支平衡表的角度来看，香港离岸人民币流动性主要有三个来源。（1）经常项目：跨境贸易人民币结算和个人携带现金和汇兑等分别是经常项目下由货物贸易、服务贸易产生的人民币资金来源。2009年两地跨境贸易人民币结算通道开启，经常项目结算成为最重要的香港离岸人民币资金来源。2022全年香港跨境贸易结算人民币汇款总额为9.3万亿元，自2010年以来的年均复合增速高达31%，约占中国跨境贸易人民币结算总额的9成（见图表2），其中跨境货物贸易占比约3/4，服务贸易及其他经常项目占1/4。

图表2：2009年以来，人民币跨境贸易结算汇款总额大幅增长



数据来源：WIND，工银亚洲东南亚研究中心

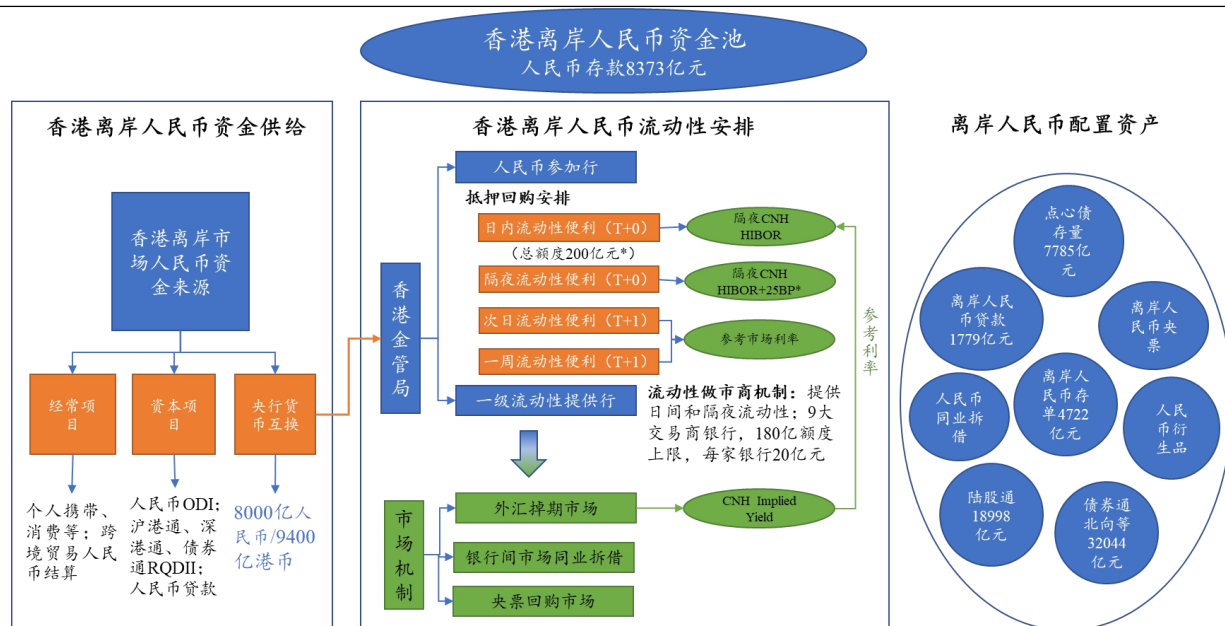
（2）资本项目：主要包括三个部分，一是依托两地资本市场互联互通机制下人民币资金供给，包括人民币合格境内投资者（RQDII）、合格境内有限合伙人（QDLP）<sup>2</sup>、港股通、债券南向通等；二是内地主体使用人民币对香港实体进行直接投资；三是内地银行业金融机构对境外提供的人民币贷款。

<sup>2</sup> 即符合条件的投资管理机构(基金管理企业)经批准，在境内发起设立基金，面向境内投资者(合格境内有限合伙人)募集资金，并将募得资金购汇或直接以人民币形式对境外投资标的进行投资。

**（3）储备资产：**主要包括人行与金管局人民币货币互换协议下的人民币资金流入以及其他国家央行存入香港的人民币资金两部分。2009年起人行与香港金管局建立货币互换安排，2022年7月正式升级为常备互换安排，总规模也经过3次扩容，从最初的2,000亿人民币/2,270亿港元增至8,000亿人民币/9,400亿港元。

**离岸人民币资金运用及回流渠道日益多元化。**随着离岸人民币市场生态逐步发展完善，离岸人民币的配置渠道日益多元化，涵盖点心债、离岸人民币贷款、离岸人民币存单、互联互通北向投资等（见图表3）。

图表3：香港离岸人民币流动体系



数据来源：工银亚洲东南亚研究中心

注：点心债、离岸人民币同业存单余额为2023年2月15日数据、陆股通为2023年3月28日数据，人民币贷款为2022年9月数据，债券通北向为2023年2月的数据。

## （二）政府和市场双渠道的流动性调节及离岸人民币利率定价机制逐步完善

伴随离岸人民币资金池持续扩容，香港本地逐渐发展形成政策和市场双渠道的离岸人民币流动性调节机制。自 2012 年起香港金管局与参加行<sup>3</sup>签订双边回购协议，为其提供短期人民币流动性安排，包括翌日交收的 1 日及 1 星期回购协议和即日交收的隔夜和日间回购协议<sup>4</sup>；另外，为支持互联互通机制开闸和扩容，自 2014 年起香港金管局还设立了人民币流动性做市商机制，为指定的 9 家“一级流动性提供行”（Primary Liquidity Providers）提供各 20 亿元的日间和隔夜回购协议安排。除政策机制外，短期流动性缺口亦可通过市场机制补足，目前最主要依赖美元兑人民币外汇掉期交易机制，银行间市场同业拆借、人民币央票回购等多重渠道亦在不断完善中。根据 BIS（国际清算银行）的调查结果，2022 年 4 月香港市场上美元/人民币外汇日均交易量达到 1,862 亿美元<sup>5</sup>，其中美元/离岸人民币占 93%，远高于政策机制安排的限额。

流动性供需状况是影响离岸人民币资金价格的根本因素，流动性调节机制在平抑市场波动的同时也对短期市场价格产生一定影响。2009 年 11 月，中银香港以 SHIBOR 为基准、结合香港人民币资金供求状况推出了香港银行业同业人民币拆息（CNY HIBOR）；此后 2013 年 6 月香港财资市场公会

<sup>3</sup> 参加行，即参与香港人民币业务的认可机构，截至 2021 年 8 月末，共有 209 家参加行。

<sup>4</sup> 参加行与香港金管局签订双边回购协议，合格抵押品包括外汇基金票据及债券，香港特区政府债券，由内地人行、财政部、地方各级政府、政策性银行在离岸市场发行的人民币、美元、欧元债券。隔夜和日间流动性限额 200 亿元，日间回购协议适用利率为最新公布的三次隔夜 CNH HIBOR 均值，隔夜回购协议则在此基础上加点 25BP。

<sup>5</sup> 包括即期交易、单纯远期、外汇掉期、货币掉期及场外货币期权。

(TMA) 正式推出人民币香港银行同业拆息定价 (CNH HIBOR Fixing)，由 15-18 家活跃的人民币参考银行提供的报价计算而来<sup>6</sup>，是离岸人民币的基准利率。进一步，由于外汇掉期市场发挥了重要的人民币流动性枢纽作用，因而高频且高度市场化的外汇掉期隐含利率 (CNH Implied Yield) 成为报价行提供报价的重要参考利率<sup>7</sup> (见图表 4)，从数据检验结果看，CNH Implied Yield 是 CNH HIBOR 的 Granger 原因 (即外汇掉期隐含利率影响离岸人民币利率走势)。

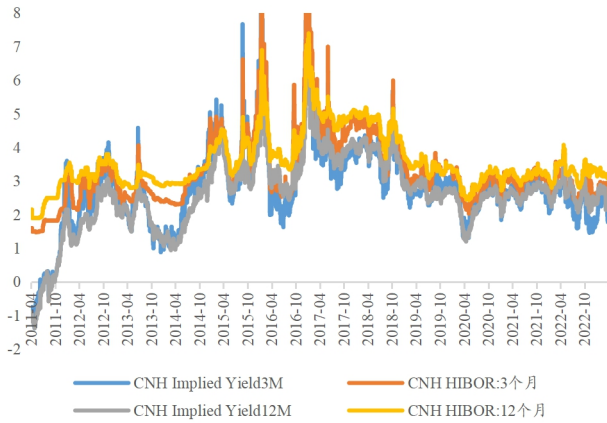
离岸人民币利率具有几个典型特征 (本报告所用离岸人民币资金价格数据来自 TMA)：第一，国际金融市场冲击及境外货币政策对离岸人民币利率影响更大、利率波动性更大。人民币和美元流动性同时影响外汇掉期交易，进而影响离岸人民币利率。第二，流动性需求端对离岸人民币利率的影响更大。在内地资本项目尚未完全开放背景下，短期内离岸人民币流动性供给弹性较弱，需求端变动对离岸人民币利率振幅影响更大 (见图表 5)。第三，人行货币政策对离岸人民币利率的影响弱于在岸市场。离岸人民币利率与基准利率的相关性不及在岸市场，也不及美元 LIBOR 和联邦基金利率的关联度 (见图表 6-7)。

<sup>6</sup> 目前报价行的数量是 17 家 (2022.10.1-2023.9.30 期间)，各家报价行于工作日 11 点前提供报价，删除最高和最低的三个报价，计算平均值后确定当日 CNH HIBOR，有 0/N，1W，2W，1M，2M，3M，6M 和 12M 共 8 个期限的报价。

<sup>7</sup> 根据抛补利率平价理论  $(1 + r_{CNH}) = \frac{F_t}{S_t}(1 + r_{USD})$ ，则外汇掉期隐含利率  $CNH\ Implied\ Yield = r_{CNH} = \frac{F_t}{S_t}(1 + r_{USD}) - 1$ ，其中离岸人民币和美元利率分别为  $r_{CNH}$  和  $r_{USD}$ ，即期和远期美元兑人民币汇率为  $S_t$  和  $F_t$ 。

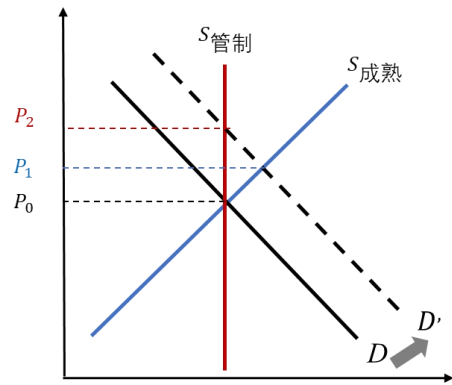


图表 4：CNH HIBOR 与掉期隐含离岸人民币利率关系更为密切



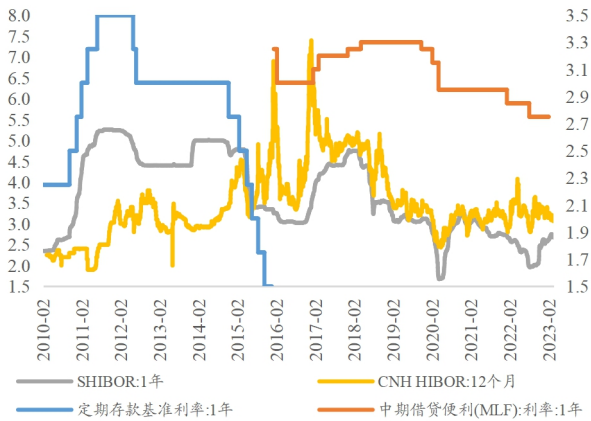
数据来源：Bloomberg，工银亚洲东南亚研究中心  
注：数据更新至 2023 年 3 月 29 日

图表 5：资本管制下，离岸人民币流动性供给弹性较弱



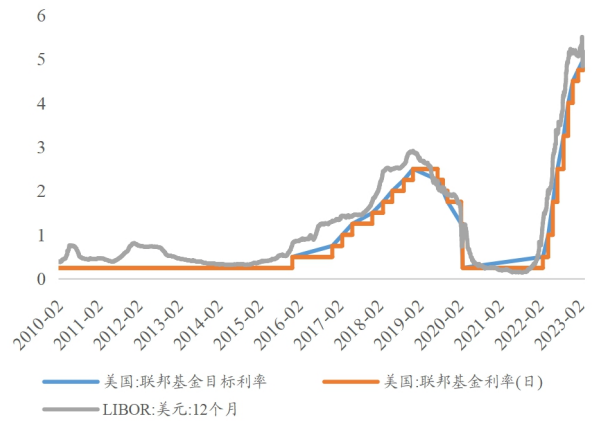
数据来源：工银亚洲东南亚研究中心

图表 6：离岸人民币利率与基准利率关联度弱于在岸，且波动性更大



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 7：离岸美元利率与基准利率、在岸利率的关联度均较强



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

## 二、2010 年至今离岸人民币利率及重要利差走势回顾

回顾 2010 年至今的离岸人民币利率（CNH HIBOR）及离-在岸利差（CNH HIBOR-SHIBOR）走势波动情况，以离岸人民币资金池规模变动作为区分依据，大致可分为四个阶段（见图表 8）。

第一阶段（2010.01-2015.07，港元利率<离岸人民币利率<在岸人民币利率）：离岸人民币利率（CNH HIBOR）中枢震荡上行、整体低于在岸（CNH HIBOR-SHIBOR 持续倒挂），离岸人民币和港元利差（CNH HIBOR-HKD HIBOR）震荡走阔。该阶段中国跨境贸易繁荣，贸易顺差逐年走阔，香港离岸人民币资金池逐步扩大，阶段性突破万亿关口，贸易繁荣支撑下人民币升值预期发酵，在2012年末-2014年中的多数时间，离岸人民币均强于在岸（USDCNH<USDCNY），由此导致的套息套汇交易亦增加了部分离岸人民币供给<sup>8</sup>，离-在岸资金利差（CNH HIBOR-SHIBOR）持续维持倒挂。

但2014年后，中美货币政策分化下人民币贬值预期发酵，USDCNY-USDCNH<sup>9</sup>迅速走跌至倒挂（即离岸人民币弱于在岸），反向套息套汇交易下离岸人民币供给收缩；叠加2014年11月沪港通开启后一段时间，北向投资流量超过南向，进一步推动离岸人民币资金池规模增速环比回落，离岸人民币资金利率（CNH HIBOR）走升，离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）上行直至时点性回正。

整体来看，该阶段内3个月和12个月离岸人民币利率（CNH HIBOR）均较2010年3月末抬升130BP左右，3个月和12个月离-在岸利差（CNH HIBOR-SHIBOR）分别升16BP和27BP。联系汇率制下香港金管局跟随美联储维持低息状态，

<sup>8</sup>贸易商和套汇者选择从香港向内地汇入美元并于内地结汇，再将兑换的人民币汇回香港市场（套汇），或购买在岸的理财产品并于到期后汇回境外（套汇+套息），增加离岸市场人民币供应，从而使离岸人民币市场的流动性宽松，压低了离岸人民币利率。

<sup>9</sup> USDCNY 和 USDCNH 是美元兑在岸/离岸人民币汇率，采用直接标价法，汇率数值上升表示人民币兑美元贬值，USDCNY-USDCNH>0，表示在岸人民币较离岸人民币更弱，反之亦反是。



直至正式加息前香港银行同业拆息（HKD HIBOR）均未有明显升势，3个月和12个月离岸人民币-港币息差（CNH HIBOR-HKD HIBOR）升幅分别为113BP和103BP。

**第二阶段（2015.08-2017.3，港币利率<在岸人民币利率<离岸人民币利率）：**CNH HIBOR高位剧烈波动，并多次时点性跳升，CNH HIBOR-SHIBOR由负转正，CNH HIBOR-HKD HIBOR波动加大。从内部因素来看，2015年“811汇改”落地，短期内人民币贬值预期迅速发酵，境内外汇差快速收窄，最窄时倒挂140BP（即离岸人民币弱于在岸）；此外，人民币国际化步伐逐渐加快的大背景下，RQFII、沪深港通、债券通“北向通”等互联互通渠道不断拓宽，境外投资主体人民币资产配置和交易需求显著增加，资本和金融项目下的跨境人民币自2017年起转为回流内地，离岸人民币资金池规模在2015年8月-2017年3月期间持续下降，跌幅近半，最低时略高于5,000亿元。从外部因素来看，2015年底美联储正式进入加息周期，中美货币政策背离，美元利率抬升，离岸人民币利率亦跟随走强。多方因素共同扰动，利率和汇率走势波动性大增，尤其部分临近季末和较长节假日前等特殊时期CNH HIBOR出现跳涨。

整体来看，该阶段内3个月和12个月CNH HIBOR高位剧烈波动，总升幅接近150BP；CNH HIBOR-SHIBOR由负转正，升幅分别为17BP、66BP，香港金管局跟随美联储上调贴现窗

利率，带动港币拆息上行，但升幅不及 CNH HIBOR，因此 3 个月和 12 个月 CNH HIBOR-HKD HIBOR 走升 80BP 左右。

**第三阶段（2017.04-2022.2，港币利率<在岸人民币利率<离岸人民币利率）：** CNH HIBOR 中枢高位下移，走势逐渐平稳，CNH HIBOR-SHIBOR 收窄，美联储开启宽松周期后 CNH HIBOR-HKD HIBOR 震荡走阔。2018 年 3 月后中美贸易摩擦升级，期间人民币汇率走弱，USDCNY-USDCNH 差值中枢不断走跌并多次倒挂（即离岸人民币贬值更快）；直至 2020 年一季度后新冠疫情在海外快速蔓延，美联储开启大规模量化宽松，而人行坚持稳健政策基调，中国出口高增，人民币自 2020 年下半年持续走强，在-离岸汇差快速拉升，离岸个人和机构持有人民币的意愿增强，加之跨境资本流动便利性和自由化程度提高、离岸人民币短期流动性获取渠道和规模有所拓宽，香港人民币存款规模增速明显加快，2020 年 11 月后连续 16 个月录得双位数的同比增幅，2022 年 1 月底录得创纪录的 1.096 万亿，离岸人民币流动性宽裕带动资金价格回落。

整体来看，该阶段内 3 个月和 12 个月 CNH HIBOR 中枢高位下移，降幅分别为 138BP、175BP，稳定性较前一阶段明显提高，CNH HIBOR-SHIBOR 普遍收窄；美联储开启宽松周期后，香港金管局跟进，带动 HKD HIBOR 迅速下降并保持低位，CNH HIBOR-HKD HIBOR 自 2020 年 4 月起震荡走阔。

**第四阶段（2022.03 至今，在岸人民币利率<离岸人民币利率<港元利率）：** CNH HIBOR 中枢宽幅波动、整体小幅下移，

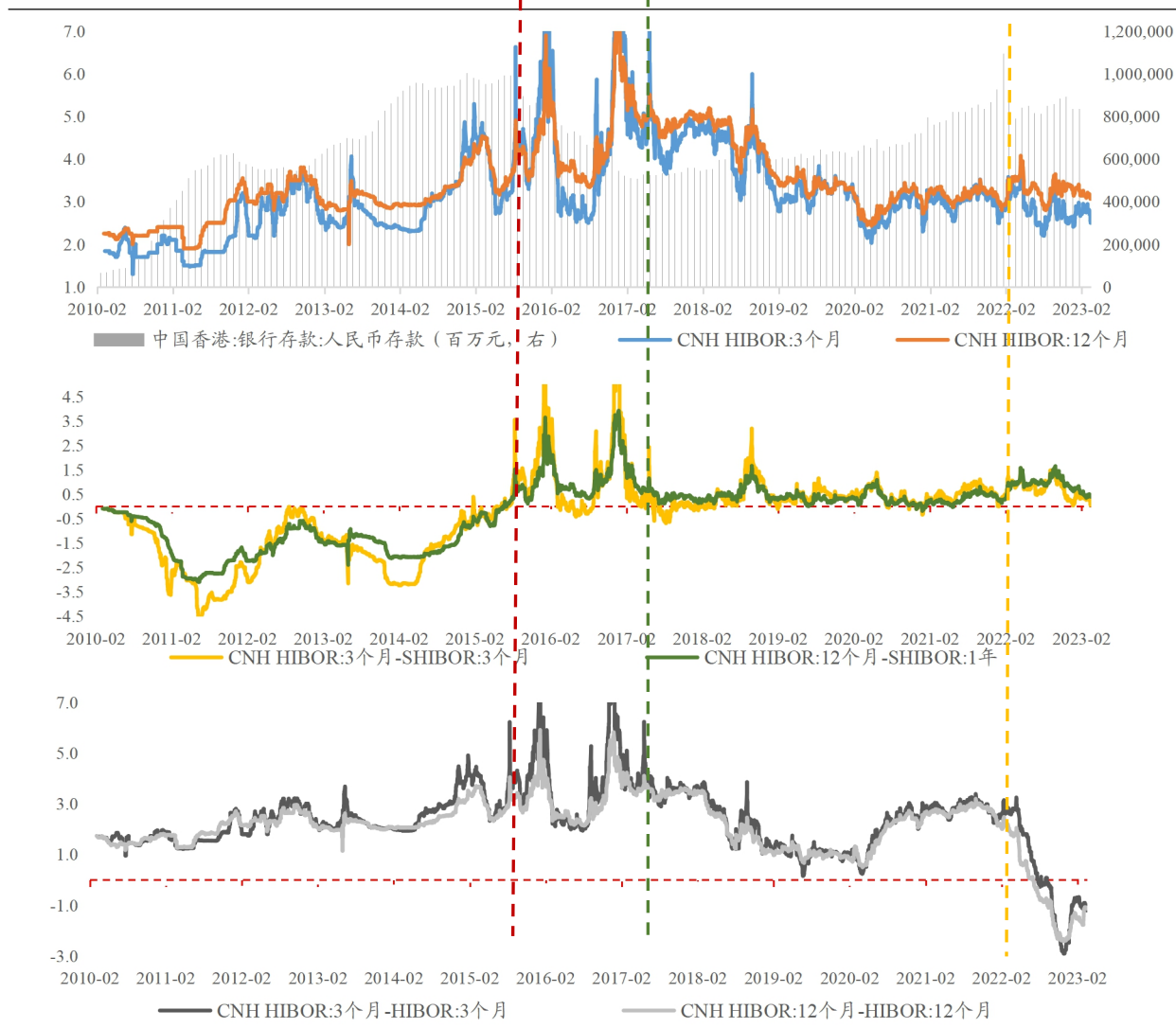
CNH HIBOR-SHIBOR 持续走阔，CNH HIBOR-HKD HIBOR 由正转负并连续多月倒挂。受疫情反复散发影响，中国经济在 2022 年 3 月后承压下行，人行货币政策在坚持总体稳健基调的同时边际宽松，3 月美联储首次加息落地，3-4 月间 CNH HIBOR 波动走升，5-8 月间为提振经济，人行分别于 4 月、8 月降准降息，CNH HIBOR 跟随 SHIBOR 波动走跌，8 月底-10 月上旬间，美联储接连 75BP 大幅加息，期间上海疫情阶段性高发，CNH HIBOR 再度走升，但期间高点仍低于 4 月末高点，2022 年 10 月中旬后至今，市场预期美联储放缓加息步伐，内地持续优化调整防疫政策，CNH HIBOR 波动走跌。2022 年离岸人民币存款规模在年初阶段性冲高后回落，3 月开始缓慢回升，但截至年底为 8,359 亿元，较上年末回落 9.8%。

美联储持续超预期加息，美港利差大幅走阔背景下港汇明显承压，香港金管局入市承接港币沽盘，港币拆息快速上行，致使 3 个月和 12 个月 CNH HIBOR-HKD HIBOR 利差快速收窄至倒挂，12 月初时一度达到 -291BP、-242BP，此后倒挂幅度逐渐收窄。

进入 2023 年，美国经济韧性超预期，2 月美联储议息会前释放鹰派信号，港元拆息 HKD HIBOR 重新走升，3 月欧美银行业危机发酵，香港金融市场受波及，港元拆息短暂跳升，3 月 21 日，隔夜 HKD HIBOR 飙涨 253BP 至 4.14%，1 个月 HKD HIBOR 升 51BP 至 3.5%，次日即从高位回落。从基本面来看，

香港银行体系稳健，且流动性充裕，具备应对局部风险的能力，港元拆息不具备大幅上行的基础。

图表 8：2010 年以来离岸人民币资金池、拆借利率及利差变动



数据来源：WIND，工银亚洲东南亚研究中心

注：数据截至 2023 年 3 月 29 日

### 三、影响离岸人民币利率的因素及 2023 年走势展望

(一) 影响离岸人民币利率的因素：中国经济基本面、中美货币政策差异、中国金融政策调整

如上文所言，流动性需求对离岸人民币利率影响更大，参考凯恩斯货币需求理论，可以更好理解需求端对离岸人民币资金价格的影响。

第一，交易需求与中国及全球经济景气度密切相关，中国对外贸易顺差越大，离岸人民币资金池越充裕，离岸人民币资金价格越低。中国对外贸易差额走势与离岸人民币资金池变动密切（见图表 9）；跨境贸易人民币汇出量越大，离岸人民币资金池更充沛，资金价格趋于回落。

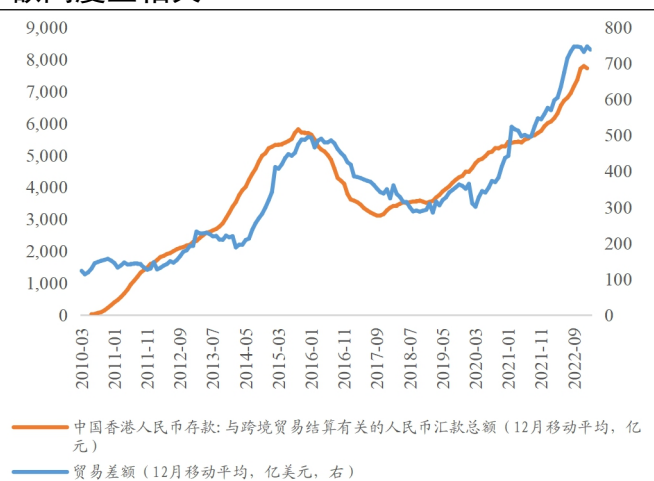
第二，投机需求与货币政策关联性更强，本质上是机会成本的权衡，在岸人民币汇率较弱时，套利交易驱使在岸人民币外流，离岸人民币资金池扩大、资金价格走低。当前货币掉期交易是香港市场投资主体获取人民币流动性的主要方式，在不考虑交易成本的情况下，美元利率 LIBOR 和在岸-离岸汇率差 CNH HIBOR-SHIBOR 决定离岸人民币的流动方向：当美元利率上行，持有离岸人民币的机会成本增加，CNH 融出方要求更高汇报，因而理论上 LIBOR 与 CNH HIBOR 同向变动。而当在岸-离岸人民币汇差（USDCNY-USDCNH）走升（即在岸人民币变得更便宜），市场主体倾向于将在岸美元换成人民币，汇出境外能换回更多美元，因而人民币流向境外，离岸人民币流动性增加驱动利率回落，即（USDCNY-USDCNH）与 CNH HIBOR 倾向负相关（见图表 10）。

第三，预防需求聚焦衍生品市场对人民币汇率走势的预期，当离岸人民币存在贬值预期时（对应离岸人民币风险逆

转期权波动率走升），离岸市场人民币货币互换融出方将要求更高利率，则 CNH HIBOR 趋于上行（见图表 11）。

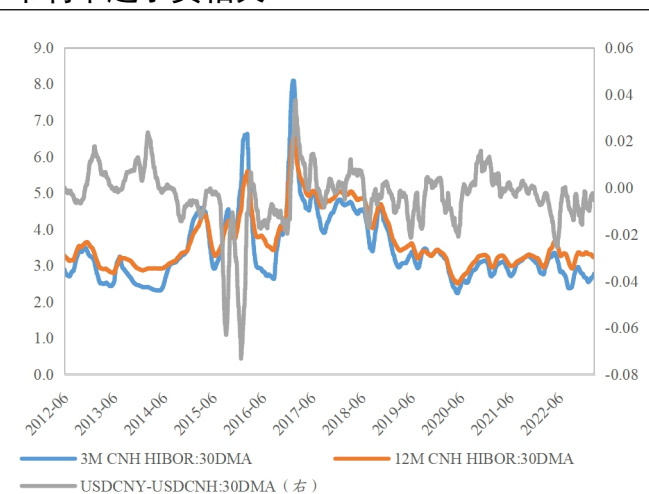
第四，其他政策因素影响包括：1）人民币汇率制度调整，例如“811”汇改后两年内离岸人民币资金利率波动性大增；2）资本市场开放渠道调整，南向投资量增加有利于离岸人民币资金池规模增长和资金价格走低，反之反是（见图表 12）；3）外汇管理政策调整，如 2022 年 8 月后，人行下调外汇存款准备金率，并上调远期售汇风险准备金率和跨境融资宏观审慎调节系数，对在岸汇率影响更为直接，进而降低因套汇交易对离岸人民币资金价格的影响。

图表 9：贸易差额与香港人民币跨境贸易结算额高度正相关



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

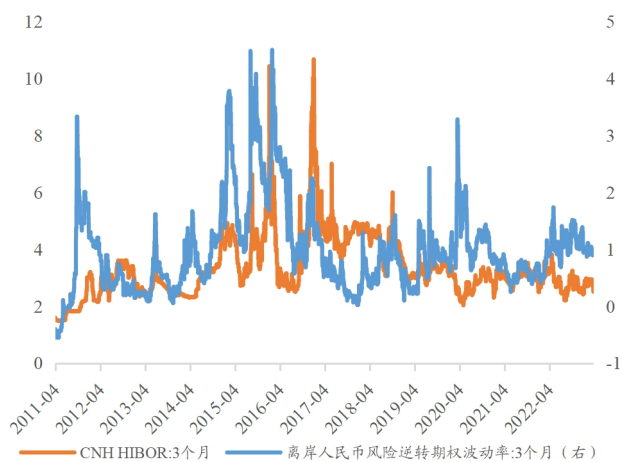
图表 10：在岸-离岸人民币汇率差与离岸人民币利率趋于负相关



数据来源：WIND、工银亚洲东南亚研究中心

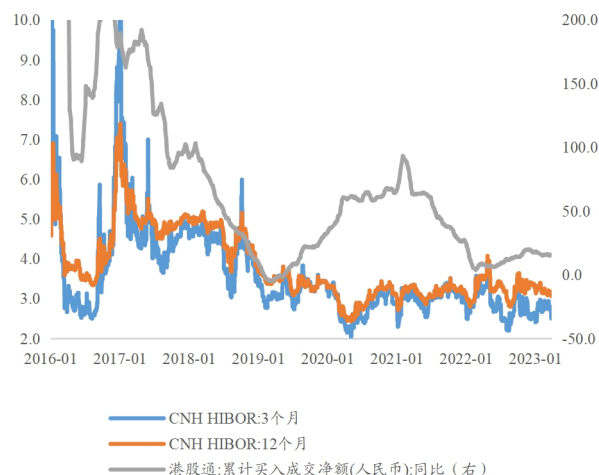


图表 11: 离岸人民币汇率预期与人民币资金利率关联性较强



数据来源 Bloomberg、WIND、工银亚洲东南亚研究中心

图表 12: 港股通南向资金投资与离岸人民币利率正相关



数据来源: WIND、工银亚洲东南亚研究中心

## （二）2023 年离岸人民币利率及离-在岸利差走势展望及预测

进入 2023 年，离岸人民币利率中枢或逐渐下行，离-在岸利差（CNH HIBOR-SHIBOR）逐渐收窄，峰值或在二季度出现，超过本轮紧缩周期前期高点的概率不高。

从中国经济基本面影响的交易需求来看，离岸人民币资金价格趋势性走低概率较大。尽管银行风波突发扰动了年初以来对欧美经济“逃离衰退”的乐观预期，但总体而言，历经上一轮冲击后欧美金融体系整体稳健、再次爆发系统性金融危机概率较小，但银行风波引致的信贷紧缩效应一定程度上还是会掣肘经济景气度，欧美经济“温和衰退”下中国出口增长有一定压力、进而拖累跨境贸易人民币结算量增长。但是，RCEP 协议在 15 个成员国全面生效，区域贸易增长韧

性仍然可期；同时，人民币在跨境贸易结算中的份额呈逐步上升态势，也可对跨境贸易人民币结算量形成支撑。乐观估计，年内香港人民币存款规模有望重返万亿元关口。

**前瞻中美货币政策差异关联的投机和预防需求，对离岸人民币资金价格的压力趋降。**如前所述，掉期交易机制下离岸人民币资金价格跟随美元利率上行。当离岸人民币汇率存在贬值预期时，货币互换交易驱动离岸人民币资金价格上行；当人民币离在岸存在汇差时，跨境套汇交易驱动离岸人民币资金池波动，进而影响离岸人民币资金价格。综上，中美货币政策差异是影响人民币汇率相对强弱、进而影响离岸人民币资金价格的重要动因。银行风波超预期爆发下，美联储加息加快步入尾声，经济全面复苏背景下人行延续稳健货币政策基调，由中美货币政策差异引致的离岸人民币资金价格上行动能料趋势性走弱。

此外，互联互通机制持续提质扩容，更多港股上市公司增设人民币柜台，港股人民币派息政策从红筹股扩容至H股，点心债市场持续发展，都有望增加离岸人民币交投活跃度，为离岸人民币资金池注入新的流动性，从而成为推动离岸人民币资金价格下行力量，并增加资金在港币和离岸人民币之间转换的渠道，推动缩小二者资金价差。

根据上文分析搭建VAR模型，被解释变量设离岸人民币同业拆息CNH HIBOR和离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR），取3个月和12个月两个市场重点关注的

期限。为使得预测结果更为准确，我们剔除因受政策和地缘政治等外生因素影响，行情波动较大的区间，取 2018 年 1 月 1 日至 2023 年 3 月 30 日的数据参与预测，外推时期截止 2023 年底。结果显示，各解释变量的影响方向与理论判断基本一致（见图表 13）；3M 和 12M 离岸人民币利率 CNH HIBOR 最高升破 3.54%、4.08%，最低跌穿 1.4%、2.34%的概率不足 5%，3M 和 12M 离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）最高升破 1.2%、1.34%，最低跌穿-0.41%、0.21%的概率不足 5%（见图表 14-17）。

模型预测结果基本验证了我们的预判：1）2023 年离岸人民币利率将呈回落趋势，离岸-在岸利差收窄。2）对各影响因素更敏感的短端利率回落速度较长端更快；3）CNH HIBOR 和离-在岸利差峰值超过本轮紧缩前期高点的概率低。3M 和 12M CNH HIBOR 的超过本轮美联储紧缩期间最高点 3.8%、4.07%（2022 年 4 月 26 日）的概率不超过 1%、5%；3M 和 12M CNH HIBOR-SHIBOR 超出 2022 年 10 月 10 日该利差最大值 1.56%、1.64%的可能性不足 1%。4）离-在岸利差峰值可能出现在二季度，考虑到美联储大概率 2 季度暂停加息，内地经济于 2 季度后复苏成效持续显现，2 季度是中美经济和政策预期差转向的关键节点。5）12M CNH HIBOR-SHIBOR 利差倒挂可能性不大，但 3M 利差有时点性倒挂的可能。

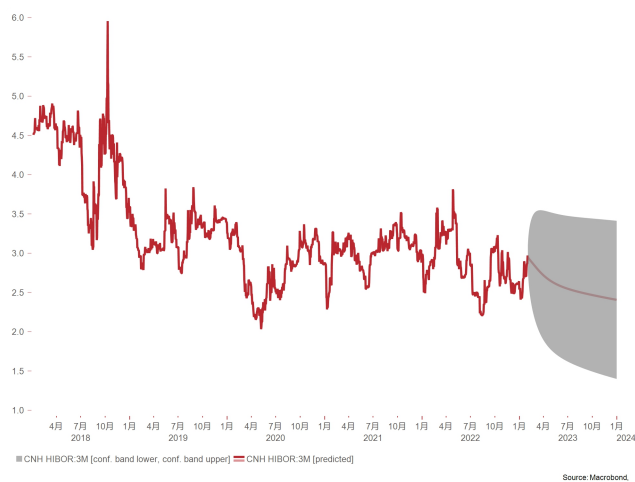
图表 13: VAR 模型回归结果

被解释变量		3M CNH HIBOR	12M CNH HIBOR	3M CNH HIBOR-SHIBOR	12M CNH HIBOR-SHIBOR
交易需求	跨境人民币贸易结算量	(-) ***	(-) ***	(-) **	(-) **
投机需求	美元利率 LIBOR	(+) **	(+)	(+) **	(+)
	境内外汇差 USDCNY-USDCNH	(-) ***	(-) ***	(-) ***	(-) ***
防御需求	人民币汇率预期(离岸人民币风险逆转期权波动率)	(+) *	(+)	(+)	(+)
政策因素	港股通流量	(-) **	(-) **	(-) **	(-) *

数据来源: Bloomberg, WIND, Stata, 工银亚洲东南亚研究中心

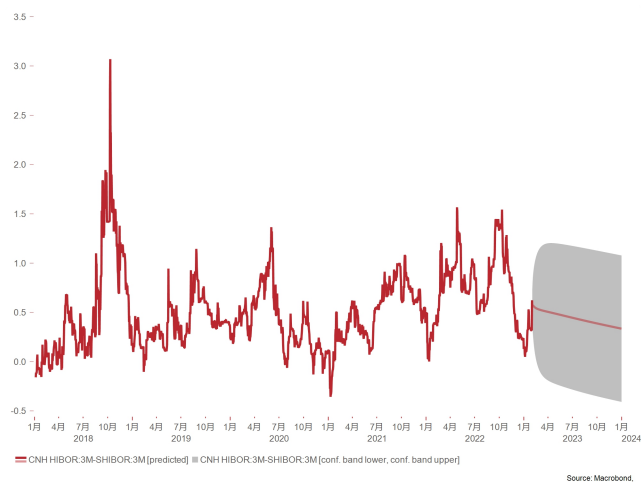
注: (-) 表示负相关性, (+) 表示正相关性, \*, \*\*, \*\*\* 分别表示在 90%, 95%, 99% 的置信水平下显著。

图表 14: 2023 年 CNH HIBOR 3M 的预测区间



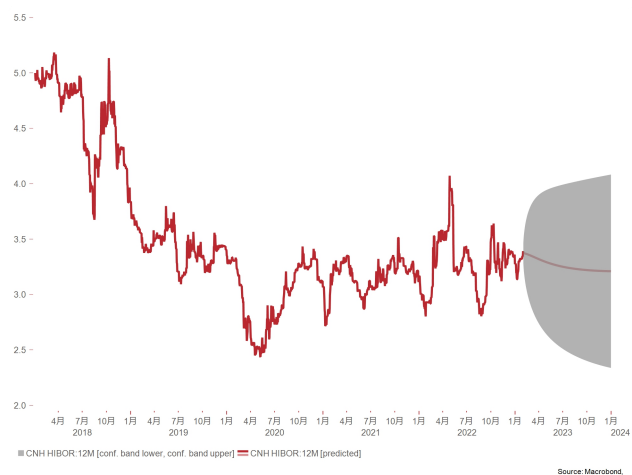
数据来源: Macrobond、工银亚洲东南亚研究中心

图表 15: 2023 年 CNH HIBOR-SHIBOR 3M 的预测区间



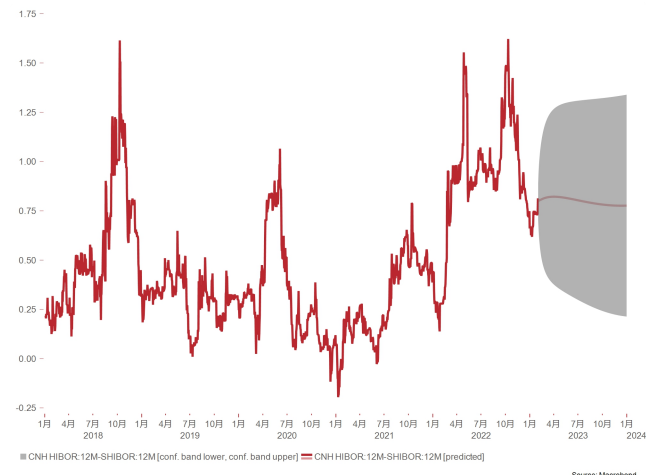
数据来源: Macrobond、工银亚洲东南亚研究中心

图表 16: 2023 年 CNH HIBOR 12M 的预测区间



数据来源: Macrobond、工银亚洲东南亚研究中心

图表 17: 2023 年 CNH HIBOR-SHIBOR 12M 的预测区间



数据来源: Macrobond、工银亚洲东南亚研究中心

#### 四、离岸人民币利率趋势走低背景下香港商业银行业务机遇

离岸人民币资金池规模温和增长预将带来离岸人民币业务拓展多重空间。一是人民币在跨境贸易结算中的应用提速，为香港商业银行提供更多人民币跨境结算、人民币跨境贸易融资及跨境资产转让等业务需求。二是人民币计价机制在港股交投中的更多应用，相应带来外汇买卖、人民币融资等业务需求。三是离岸人民币资金成本回落，降低点心债发行成本，提供更多人民币债券发行和投资业务需求。

此外，统计发现，离岸人民币资金价格及离-在岸利差与恒生指数走势负相关（见图表 18）。也即，离岸人民币资

金利率趋降、利差收窄，或酝酿港股走升动能，随之提升港股一二级市场交投活跃度，提升香港商业银行 IPO 收款、孖展融资、证券交易等业务需求空间。

图表 18：离岸人民币资金利率与恒生指数呈负相关关系

被解释变量	3M CNH HIBOR	12M CNH HIBOR	3M CNH HIBOR-SHIBOR	12M CNH HIBOR-SHIBOR
恒生指数	(-) ***	(-) ***	(-) ***	(-) **
Granger 检验	***	**	**	**

数据来源：WIND, Stata, 工银亚洲东南亚研究中心

注：(-) 表示负相关，\*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 90%、95%、99% 的置信水平下显著。





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。**