

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 周文敏

杨妍 黄斯佳

短期人民币汇率料呈双向波动走势

——香港离岸人民币市场观察 (2024 年 10 月刊)

阅读摘要

人民币存款规模环比增加, 离岸人民币交易活跃度在上月跃升后小幅回落、同比仍高增。10 月 25 日, 香港金管局扩容离岸人民币一级流动性提供行至 11 家、提升回购协议安排额度至 200 亿元。

10 月美元指数走强, 人民币汇率走势波动, 在-离岸汇差转负。往后看, 特朗普若胜选、料推升美元指数短期走强动能、增大非美货币压力, 全国人大常委会进一步明确财政政策部署、前期积极政策提振内需的效应渐次显现, 后续人民币汇率大概率延续双向波动走势。

10 月离岸人民币利率均值转升, 离岸人民币-港元利差均值倒挂幅度普遍收窄、离-在岸人民币利差走阔。短期看, 人行货币政策料延续积极, 年底前仍有进一步降准空间, 人行进一步丰富货币政策操作工具箱, 多渠道精准施策, 呵护年末资金需求, SHIBOR 料窄幅波动; 积极财政政策延续提振中国资产配置吸引力, 财政部仍有离岸人民币国债发行计划, CNH HIBOR 进一步下行空间预计不大; 香港金管局跟随美联储降息, 年末结算需求提升, HKD HIBOR 大概率温和回落。

10 月港交所衍生品交投数据反映, 市场预期人民币汇率短期或延续双向波动走势。10 月各期限人民币远期 NDF 月度均值走弱, 中美利差倒挂幅度走阔, 在离岸人民币掉期点收跌, 在-离岸掉期点差 (CNY-CN) 倒挂幅度走阔, 港交所 USD/CNH 期货交易量增、未平仓量微减, 期货结算价走弱, 反映市场交易短期内人民币汇率或呈双向波动走势。

10 月离岸人民币债券新发融资额延续回落, 境外机构在银行间债券市场托管规模边际下降, 国债持有比重提升。短期看, 财政积极政策接续发力, 支持中国经济内生增长动能加快修复, 外资增配中国资产的积极性料仍强。

短期人民币汇率料呈双向波动走势

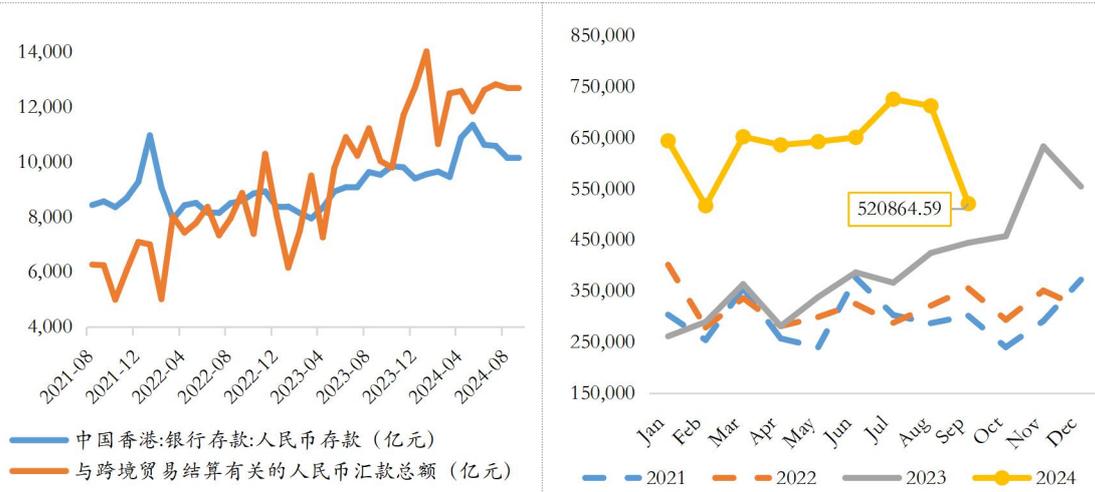
——香港离岸人民币市场观察（2024年10月刊）

一、9月香港人民币存款规模环比增加，离岸人民币交易活跃度在上月跃升后环比下降、同比仍高增，香港金管局扩容离岸人民币一级流动性提供行、提升回购协议安排额度

截至2024年9月末，香港人民币存款规模为10,163.39亿元，较上月增加0.2%，同比升6.7%；9月跨境贸易结算有关的人民币汇款总额为12,671.54亿元，环比降0.1%，同比升26.4%。离岸人民币交易活跃度在上月跃升后小幅缓和，9月人民币RTGS（香港人民币结算所自动转账系统）清算额为52.09万亿元，较上月的历史高位71.24万亿元下降26.9%，同比仍升17.3%（见图表1-2）。

值得关注的是，香港金融管理局（以下简称香港金管局）于10月25日宣布，指定11家银行作为香港离岸人民币市场的一级流动性提供行（此前为9家，新增两家为中信银行（国际）和恒生银行），一级流动性提供行的人民币回购协议安排总额将由180亿元人民币增加至200亿元人民币。在离岸人民币资金池规模趋势走升背景下，香港金管局扩容人民币回购协议额度、引入更多流动性提供行，有助于增强离岸人民币市场一级流动性提供行稳定流动性的积极作用，为市场提供更积极稳定的交易预期。

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、10月美元指数转升，人民币汇率小幅波动、在-离岸汇差转负，短期人民币汇率料呈双向波动走势

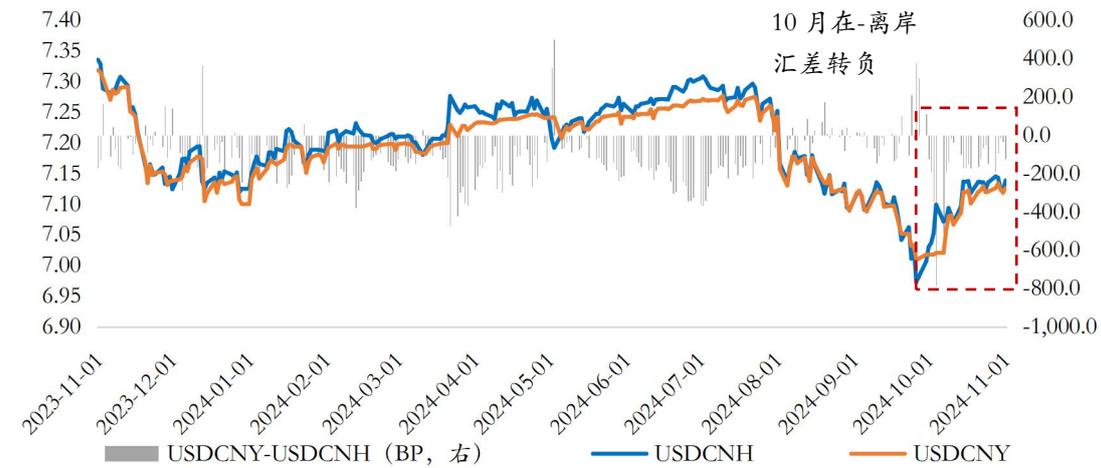
“降息交易”缓和、“特朗普交易”升温，美元指数由跌转升，月度均值为 103.28、较上月均值升 2.2%，月末报 103.9、较上月末升 3.1%（上月跌 0.96%）。自 9 月下旬开始，博彩市场押注特朗普胜选的概率快速走升，“特朗普交易”升温，叠加美国零售数据向好、通胀粘性延续背景下美联储官员表态“偏鹰”，美联储降息预期收敛（市场“放弃”11 月降息 50BP 预期），10 月美元指数大幅走升，最高达到 104.65，是近 3 个月以来的最高水平；但月末 PMI、非农等数据不及预期，拖累美元指数升幅收窄。

10 月在、离岸人民币汇率小幅走弱，在岸汇率的下行幅度稍小于离岸汇率。上半月，人民币汇率受强美元影响震荡走跌，USDCNH 自 7.0 附近走弱至 7.14；下半月，财政一揽

子增量政策接续出台，针对性支持地方化债、补充银行资本金、增加资本市场流动性、提振消费动能等，此外，LPR超预期调降 25BP，支持经济内生动能加快修复，提振人民币汇率。截至 10 月 31 日 USDCNY、USDCNH 分别收报 7.1183、7.1217，较上月末走弱 1.43%、1.64%（上月升幅为 1.01%、1.18%），月度均值分别为 7.0885、7.1059，较上月均值走弱 0.14%、0.40%（上月分别升 0.97%、1.0%）。在 - 离岸汇差（USDCNY-USDCNH）均值较上月走跌 185.6BP，月末收报 -33.5BP，较上月末走跌 144BP、月内均为负值（见图表 3）。

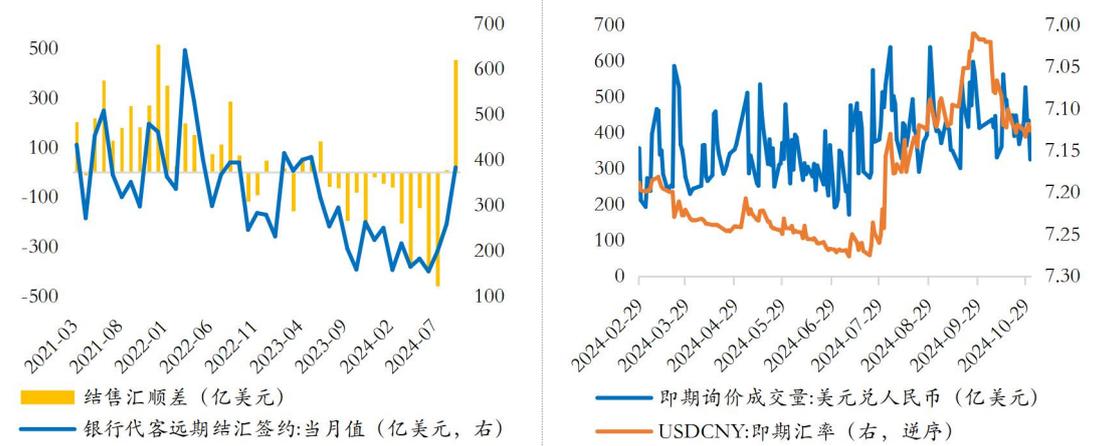
从外汇交易情况来看，9 月结售汇顺差扩大至 453.55 亿美元，结汇率（=银行代客结汇额/银行代客涉外收款额外币）为 70%，是 2023 年 8 月以来的最高水平，8 月银行代客远期结汇签约额为 383.85 亿美元，环比升 48.1%（上月为升 29.8%），远期结汇率（=银行代客远期结汇签约额/银行代客涉外收款额外币）亦从上月的 8.8%升至 11.7%，显示 9 月结汇力量仍较强。月内高频数据——美元兑人民币即期询价 10 月日均成交量为 431.2 亿美元，环比回落 1.1%。前期人民币快速走强后升势缓和，特朗普若胜选、推升美元短期走强动能，市场观望内地经济数据回暖节奏，短期内人民币汇率或有一定阶段压力，但全国人大常委会会议进一步明确财政政策部署、内地经济数据稳步回暖提振市场信心，后续人民币汇率料延续双向波动走势（见图表 4-5）。

图表 3：10月在-离岸汇差（USDCNY-USDCNH）月末转负



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、10月离岸人民币利率均值走升，离岸人民币-港元利差倒挂幅度整体收窄、离-在岸人民币利差走阔；短期看，预计在岸人民币利率窄幅波动，离岸人民币利率下行空间不大，港元利率温和回落

10月离岸人民币流动性短暂收紧，CNH HIBOR 均值走升较为明显。截至10月31日，隔夜、1个月和3个月CNH HIBOR 月度均值分别为1.69%、2.31%、2.35%，较上月均值分别升24.7BP、56.3BP、42.7BP；月末隔夜、1个月和三个月CNH HIBOR 分别收报1.81%、2.3%、2.38%，较上月末分别跌48.8BP、升21.4BP、升24BP。

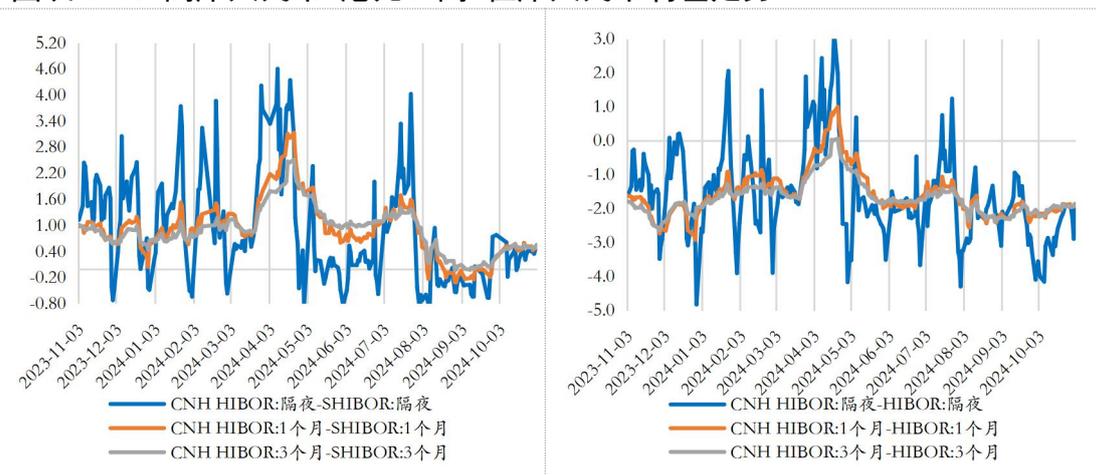
10月港元利率月度均值走升、但走升幅度不及离岸人民币利率，离岸人民币-港元利差（CNH HIBOR-HKD HIBOR）倒挂幅度整体收窄。截至10月31日，港元利率均值跟随美元利率走升，隔夜、1个月、3个月HKD HIBOR 均值较上月分别升81.1BP、45.8BP、28.6BP；离岸人民币-港元利差（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值倒挂幅度普遍收窄，1个月、3个月（CNH HIBOR-HKD HIBOR）利差均值分别为-2.03%、-2.01%，倒挂幅度较上月收窄10.5BP、14.2BP（见图表6）。

SHIBOR 走势震荡、月度均值整体走跌，离-在岸人民币利差均值（CNH HIBOR-SHIBOR）走阔。10月货币政策延续宽裕基调，10月21日LPR超预期下调25BP，28日人行创设买断式逆回购操作工具，31日开展5000亿元买断式逆回购操作，SHIBOR 波动回落。截至10月31日，隔夜、1个月、3个月离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）均值分别为0.3%、0.5%、0.5%，较上月分别走阔52.9BP、58.4BP、43.1BP（见图表7）。

短期看，人行货币政策料延续积极，年底前仍有进一步

降准 0.25 到 0.5 个百分点的可能，同时，人行进一步丰富货币政策操作工具箱，多渠道精准施策，维护年末及政府发债融资等季节性流动性需求，预计 SHIBOR 窄幅波动；全国人大会议进一步明确积极政策部署，提振内地经济及资本市场趋势走强信心，叠加财政部离岸人民币国债发行计划，CNH HIBOR 进一步下行空间料不大；香港金管局跟随美联储降息、但季末年末港元资金需求提升，叠加看 HKD HIBOR 或温和回落。

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

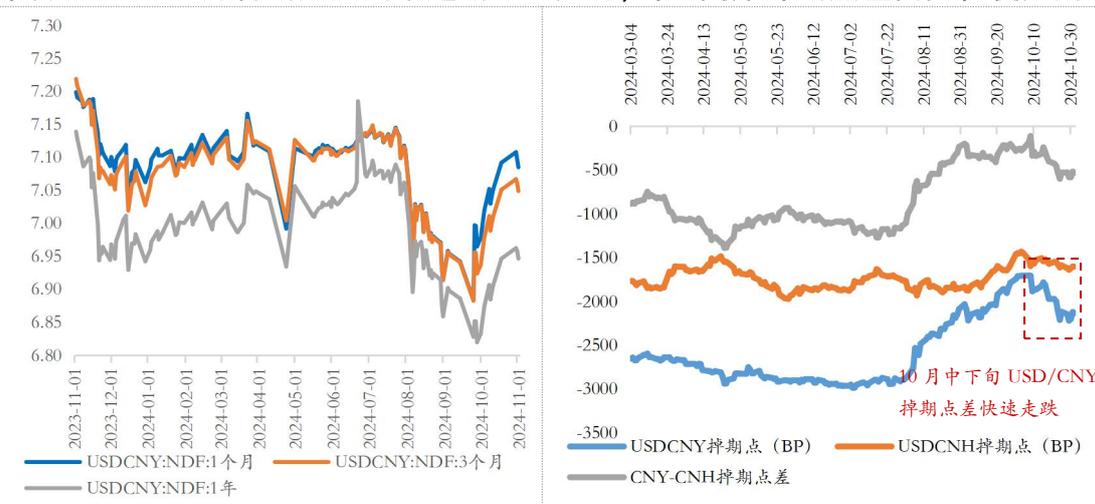
四、10月各期限人民币远期 NDF 小幅走弱，在-离岸人民币掉期点差收跌，港交所衍生品交投数据反映市场交易短期内人民币汇率或呈双向波动走势

10月各期限人民币远期 NDF 月度均值小幅走弱。截止10月31日，1个月、3个月、1年期人民币 NDF 月度均值分别为 7.0667、7.027、6.923，较上月均值 6.9593、6.9381、

6.8586 分别走弱 1.54%、1.28%、0.94%（上月走强 0.43%、0.71%、1.08%）（见图表 8）。

10 月在离岸人民币掉期点收跌，在岸人民币掉期点降幅大于在岸，在-离岸掉期点差倒挂程度走阔。10 月美债利率转升、中美利差倒挂幅度走阔，美元/在岸人民币掉期点收跌，10 月中下旬 USD/CNY1 年期掉期点逐步走跌，从 10 月 8 日的-1707.5BP 逐步降至月末-2120BP，10 月末收盘较 9 月末下降 377.5BP；USD/CNH1 年期掉期点，月末报 1602.19BP，较上月末下降 141.42BP，在-离岸掉期点差（CNY-CNH）收报 -531.91BP，较上月末下降 250.18BP（见图表 9）。

图表 8-9：10 月各期限人民币远期 NDF 走升，在-离岸掉期点差倒挂程度走阔



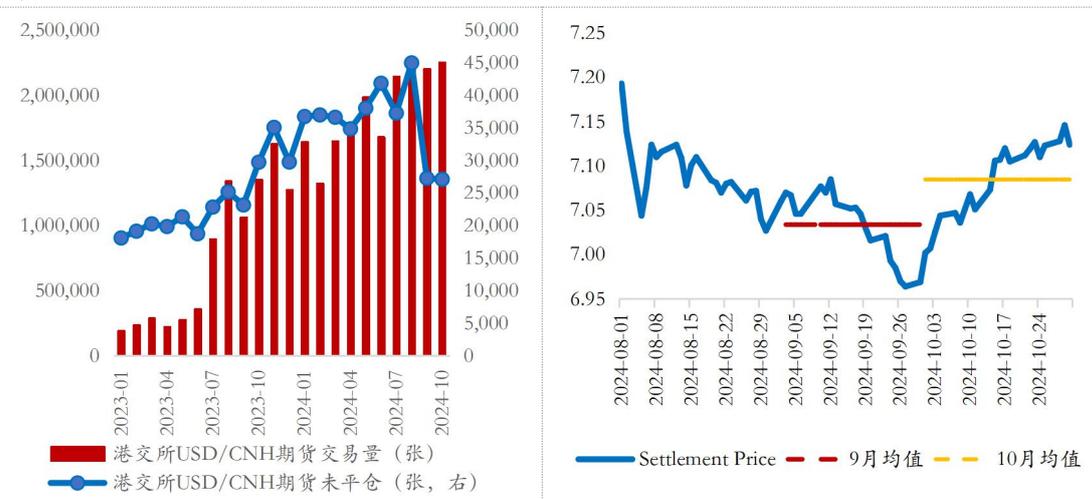
数据来源：WIND、Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

港交所期货交易量增、持仓量微减，期货结算价有所走弱。10 月港交所 USD/CNH 期货标准合约成交量为 225.5 万张，为年内次高水平，较上月增加 2.3%（9 月为减少 2.3%），月末未平仓合约 2.71 万张，较上月减少 0.6%（9 月为减少 39.4%），表明平仓交易量略大；10 月期货结算价均值为 7.085，

较上月均值 7.034 跌 0.72%，截至 10 月 31 日结算价报 7.117、较 9 月末走弱 2.12%，反映市场交易人民币汇率短期走势波动（如图表 9-10）。

比较看，9 月期货交易量减、未平仓量大幅减少、期货结算价走升，反映前期大量交易被平仓，新建仓的期货交易看好人民币汇率中枢走升，但结算价升幅较上月收窄，反映市场交易人民币汇率短期进一步大幅走升空间或不大。从实际数据来看，9 月人民币走势波动、小幅走弱，与预期基本一致。10 月期货交易量增、未平仓量微减、期货结算价走弱，反映短期内市场交易人民币汇率或呈双向波动走势。

图表 9-10：10 月港交所人民币期货交易量升，未平仓量微减，期货结算价走跌



数据来源：HKEX、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

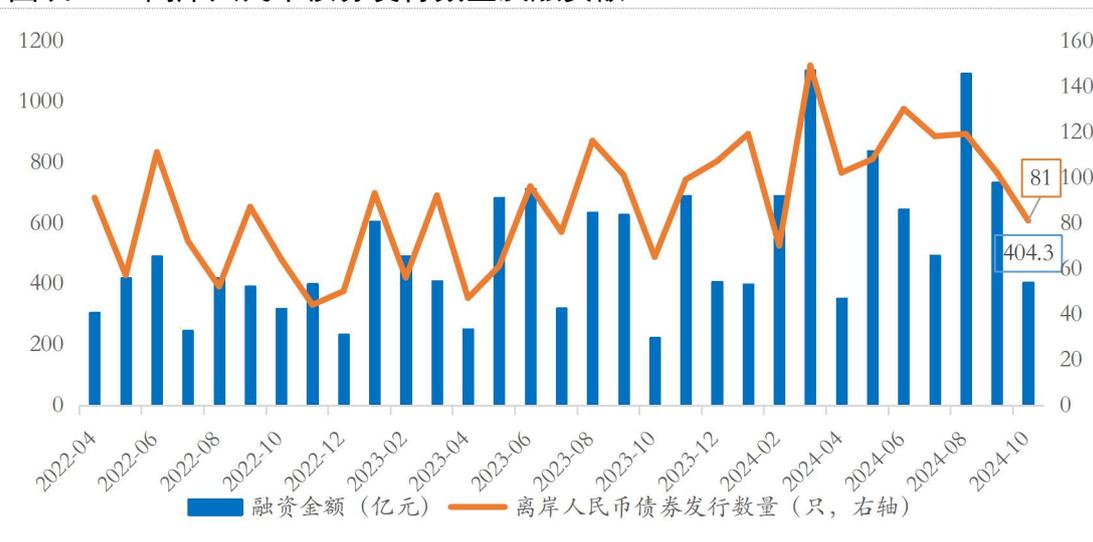
五、离岸人民币债券新发融资额延续有所回落，境外机构在银行间债券市场托管规模边际下降

10 月离岸人民币债券¹融资额延续环比回落。根据彭博

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

截止 11 月 1 日数据，10 月离岸人民币债券发行 81 只、较上月减少 21 只，融资额为 404.34 亿元，环比减少 44.9%，同比增加 81.9%（见图表 11）。其中，10 月 16 日，财政部发行 2 年期、3 年期、5 年期离岸人民币国债，债券规模共 80 亿元。香港特区政府发行 3 年期人民币特区政府机构债券、融资额 10 亿元。后续，财政部今年发行计划剩余 1 期，剩余发行额 60 亿元。

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

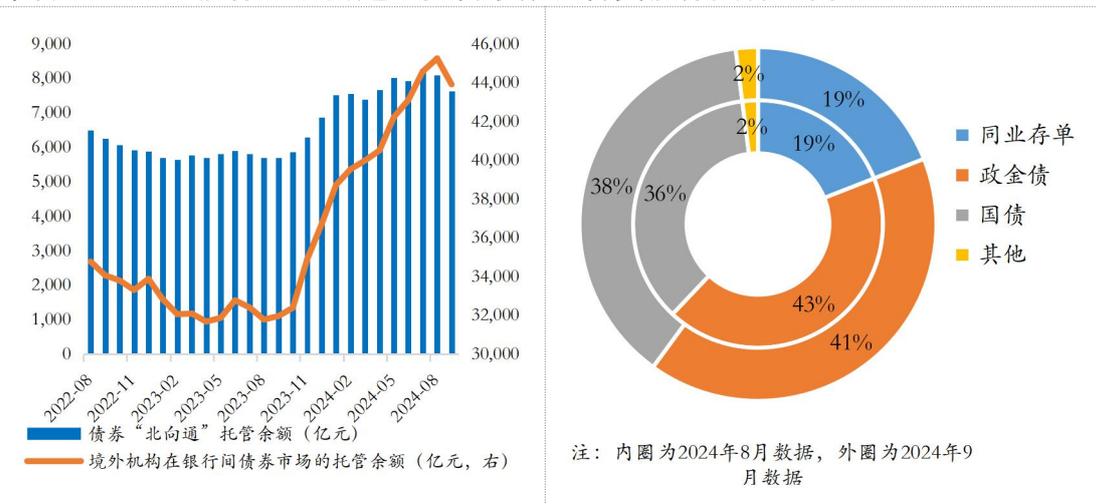
9 月新增 7 家境外机构主体进入银行间债券市场，截至 9 月末，共有 1,152 家境外机构主体入市，其中 585 家通过直接投资渠道入市，830 家通过“债券通”渠道入市，263 家同时通过两个渠道入市。境外机构在银行间债券市场的托管规模边际回落，截至 2024 年 9 月末，境外机构在银行间债券市场的托管余额为 4.39 万亿元，环比减少 3%；债券“北

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”）。

向通” 托管量 7,619.36 亿元，环比减少 1.6%，占境外机构在银行间债券市场总托管量的比重减少 0.5 个百分点至 17.4%（见图表 12）。债券“北向通”交易量环比延续回落，国债持有比重提升。9 月“债券北向通”成交额为 8,125 亿元人民币，环比减少 14.9%，持有国债占比 38%，较上月增加 2 个百分点，持有政金债占比 41%、较上月减少 2 个百分点，持有同业存单 19%、与上月持平（见图表 13）。

往后看，人民币汇率料维持双向波动，财政积极政策接续发力，支持中国经济内生增长动能加快修复，外资增配中国资产的积极性料仍强。

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。**