研究报告

支持人民币汇率走强的积极因素增多

——香港离岸人民币市场观察（2025 年 4 月刊）

阅读摘要

截至 3 月香港离岸人民币存款规模边际回落，离岸人民币活跃度进一步升温。截至 2025 年 3 月末，香港人民币存款规模为 9,598.48 亿元，环比减少 7.3%，同比增加 1.6%；香港 RTGS 系统清算额环比升 12.6%，是近七个月以来的最高水平。

4 月美元指数跌幅较上月扩大，人民币汇率先跌后升、在-离岸汇率倒挂走阔，3 月结售汇转为顺差，预计人民币汇率短期延续偏强波动、波幅或小幅加大。短期内，降准降息政策落地，贸易摩擦压力缓解节奏超预期提振增长信心，后续人行料配合财政政策和国债发行等采用国债回购等综合工具稳流动性，预计人民币汇率短期延续偏强波动、波幅或小幅加大。

4 月 CNH HIBOR 均值延续回落，离岸人民币-港元利差倒挂幅度延续走阔、离-在岸人民币利差延续收窄；往后看，CHN HIBOR 料延续低位波动，预计 SHIBOR 波动性或小幅加大，HKD HIBOR 波幅较高。

4 月港交所衍生品交投数据反映看涨人民币汇率的力量增强。中美利差倒挂幅度走阔，美元/人民币掉期点先跌后升、月度均值走跌，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增、持仓量减、结算价均值回落，期权市场看涨人民币汇率的力量增强。

离岸人民币债券融资额延续阶段回落，境外机构在银行间债券市场托管规模环比回升。往后看，人民币汇率预期中枢波动走强，贸易摩擦压力缓解节奏超预期、积极货币财政政策提振增长信心，中国资产吸引力持续增加，人民币债券投融资活跃度料提升。

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

注：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。
本报告版权归中国工商银行（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。

支持人民币汇率走强的积极因素增多

——香港离岸人民币市场观察（2025 年 4 月刊）

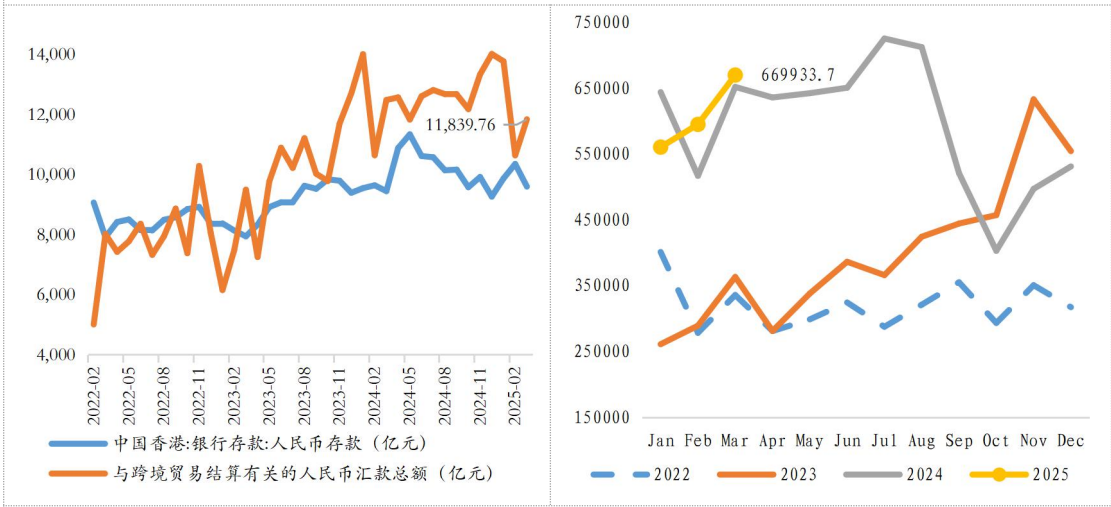
			4 月均值	均值月度涨跌幅	4 月末收报	月末涨跌幅	短期展望
汇率	美元指数		100.66	-3.33%	99.640	-4.37%	中美贸易会谈结果超期降低美国经济衰退压力，美联储短期政策重心重回控通胀，叠加提振美元指数走势，预计美元指数短期下行压力缓解，持续关注关税谈判动态、债务上限谈判等事件扰动。
	USDCNY		7.3025	0.71%	7.2632	0.16%	降准降息政策落地，贸易摩擦压力缓解节奏超预期提振增长信心，后续人行料配合财政政策和国债发行等采用国债回购等综合工具稳流动性，预计人民币汇率短期延续偏强波动、波幅或小幅加大
	USDCNH		7.3048	0.72%	7.2689	0.05%	
利率	SOFR	隔夜	4.35	2.19	4.41	0.00	市场预期上半年美联储不降息，SOFR 短期料维持高位窄幅波动
		1M	4.32	(0.10)	4.32	0.37	
		3M	4.26	(3.35)	4.27	(2.20)	
	HKD HIBOR	隔夜	3.41	44.54	4.50	64.52	HKD HIBOR 中枢跟随 SOFR 走势，投资者增配中国资产提振港元强势，叠加港股派息季资金需求，预计 HKD HIBOR 阶段性波动或偏高
		1M	3.65	(15.46)	3.95	22.58	
		3M	3.87	(4.65)	3.99	10.48	
	SHIBOR	隔夜	1.67	(9.84)	1.76	2.10	政府债发行积极提速、人行料延续综合运用国债回购等货币政策工具统筹维护市场流动性充裕，SHIBOR 波动性或小幅加大
		1M	1.79	(15.20)	1.74	(18.50)	
		3M	1.79	(17.99)	1.75	(16.20)	
	CNH HIBOR	隔夜	1.40	(26.22)	1.73	20.56	CHN HIBOR 料延续低位波动、波幅预计仍较高，关注投资者对中国资产配置情况及外部不确定性的或有扰动
		1M	1.88	(14.93)	1.72	(22.12)	
		3M	1.99	(17.17)	1.82	(31.58)	

【正 文】

一、3 月香港离岸人民币存款规模边际回落，离岸人民币活跃度进一步升温

截至 2025 年 3 月末，香港人民币存款规模为 9,598.48 亿元，环比减少 7.3%，同比增加 1.6%；跨境贸易结算有关的人民币汇款总额为 11,839.76 亿元，环比增加 11.3%，同比减少 5.2%。**离岸人民币交易活跃度进一步升温**，3 月人民币 RTGS（香港人民币结算所自动转账系统）清算额为 67.0 万亿元，环比升 12.6%，同比升 2.8%，是近七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、4 月美元指数延续回落，人民币汇率先跌后升、在-离岸汇率倒挂走阔，3 月结售汇转为顺差，预计人民币汇率短期延续偏强波动、波幅或小幅加大

“对等关税”政策加大美国经济“滞涨”担忧，拖累美

元指数延续走跌。4 月 3 日（北京时间）特朗普政府发布“对等关税”政策，多个经济体发布反制措施，市场对美国经济“滞涨”预期升温，“基差交易”平仓亦进一步引发美元资产抛售，美元指数快速走弱，欧元、日元、瑞郎等非美避险货币走强[1]，4 月 21 日，美元指数最低跌至 97.9，是 2022 年 3 月以来的最低水平；4 月下旬公布的非农就业和 ISM 制造业 PMI 数据高于预期[2]，市场预期美联储降息时点延后至 7 月，美元指数低位回升。**整体看，**4 月美元指数均值为 100.66、较 3 月均值跌 3.33%，跌幅较 3 月（-2.97%）进一步扩大，月末报 99.64、较 3 月末跌 4.37%（3 月跌幅 3.14%）。**步入 5 月，**美英达成贸易协定，中美贸易会谈结果超预期积极，美联储如期维持利率不变，美元指数震荡回升至 100 点上方。

4 月人民币汇率先跌后升，5 月初一揽子金融政策提振市场信心，人民币汇率升至 2024 年 11 月以来最高。4 月上旬，“对等关税”政策扰动下，人民币汇率短暂波动，USDCNH、USDCNY 最低跌至 7.4295、7.3506；**中下旬，**随着美元走弱，叠加内地金融经济数据向好[3]，政治局会议释放积极信号，人民币汇率回升。**4 月末，**USDCNY、USDCNH 分别收报 7.2632、7.2689，较上月末分别跌 0.16%、0.05%（上月分别升 0.44%、0.41%），月度均值分别为 7.3025、7.3048，较上月均值（7.2508、7.2524）跌 0.71%、0.72%（上月分别升 0.37%、

[1] 详见 2025 年 4 月 25 日工银亚洲研究发布报告《美债利率大幅波动的原因、经验及前瞻》。
[2] 美国 4 月新增非农就业 17.7 万人，高于预期 13.8 万人。
[3] 1-3 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 15093.6 亿元，由上年全年同比的下降 3.3%转为增长 0.8%；3 月当月利润由 1-2 月的下降 0.3%转为增长 2.6%。中国 4 月出口（以美元计价）同比增 12.4%，高于预期的增 3.5%，4 月出口（以美元计价）同比增长 8.1%，预期增 0.6%。

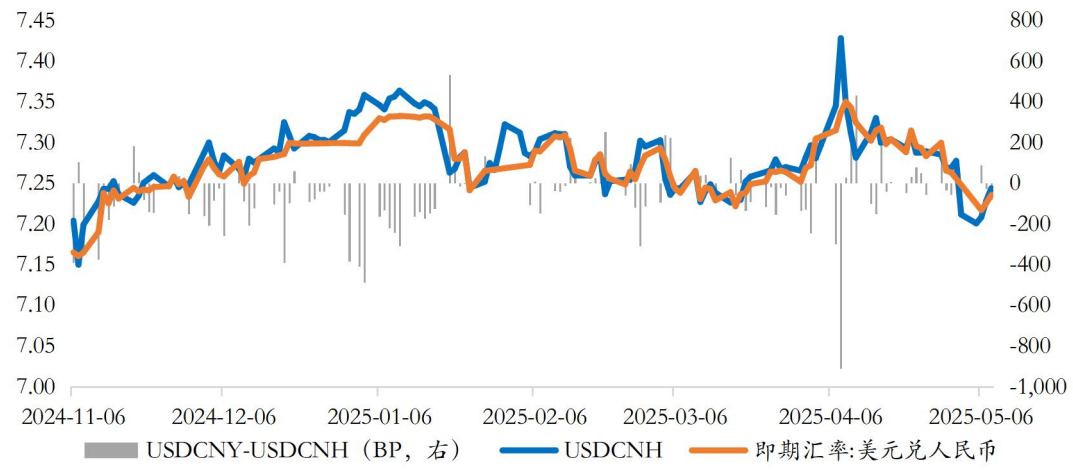
0.39%）。**在-离岸汇率（USDCNY-USDCNH）均值为-27.1BP，较上月（-16.5BP）倒挂幅度走阔10.6BP，**月末收报-56.5BP，较上月末（-136BP）倒挂程度收窄103.5BP（见图表3）。**5月初，**一揽子支持性政策节奏超预期，中美贸易会谈结果超预期积极，USDCNH、USDCNY最高分别升至7.1843、7.2105，是2024年11月以来的最高水平。

从外汇交易情况来看，3月结售汇时隔三个月转为小幅顺差0.96亿美元（2月为逆差66.67亿美元），结汇率（=银行代客结汇额/银行代客涉外收款额外币）回升至58%（2月为54%），3月银行代客远期结汇签约额为235.4亿美元，是近四个月以来的最高水平，环比大幅升33.1%，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1.12个百分点至7.3%，**表明3月近端和远端的结汇力量均走强。但**高频数据--美元兑人民币即期询价4月日均成交量为422.3亿美元，环比回落6.7%，**显示4月市场结汇意愿较3月边际有所降温。**整体反映市场普遍认为贸易摩擦降温是高概率事件，对人民币汇率中长期走势乐观。

往后看，中美贸易会谈结果超期降低美国经济衰退压力，美联储短期政策重心重回控通胀，叠加提振美元指数走势，预计美元指数短期下行压力缓解，持续关注关税谈判动态、债务上限谈判等事件扰动。降准降息政策落地，贸易摩擦压力缓解节奏超预期提振增长信心，后续人行料配合财政政策和国债发行等采用国债回购等综合工具稳流动性，预计人民

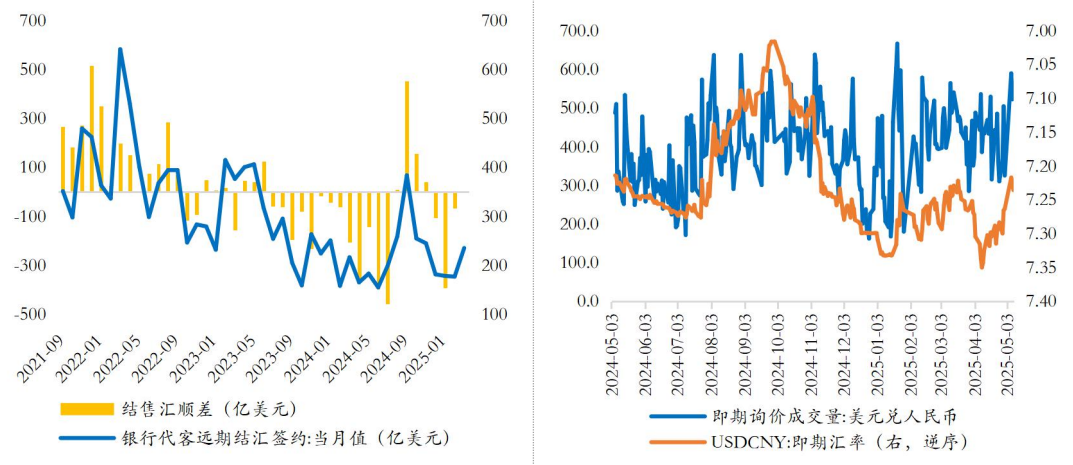
币汇率短期延续偏强波动、波幅或小幅加大（见图表 4-5）。

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、4 月 CNH HIBOR 均值延续回落，离岸人民币-港元利差倒挂幅度延续走阔、离-在岸人民币利差延续收窄；往后看，CHN HIBOR 料延续低位波动，预计 SHIBOR 波动性或小幅加大，HKD HIBOR 波幅偏高

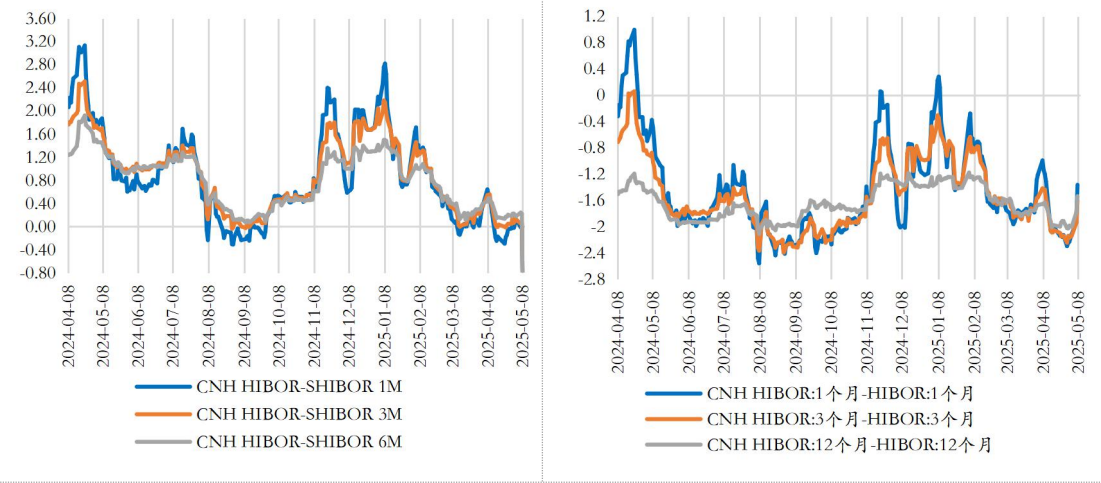
4月离岸人民币流动性充裕，CNH HIBOR延续较大幅度回落。4月离岸人民币汇率先跌后升，离岸人民币流动性充裕，月中隔夜CNH HIBOR最低跌至0.65%，接近历史最低水平（最低为2016年3月末的-3.74%），1个月CNH HIBOR最低跌至1.46%，3个月 CNH HIBOR在5月8-9号跌至1.68%，均是2011年以来的最低水平。**截至4月30日，**隔夜、1个月和3个月CNH HIBOR月度均值分别1.40%、1.88%、1.99%，较上月均值分别降26.2BP、14.9BP、17.2BP；月末隔夜、1个月和三个月CNH HIBOR分别收报1.73%、1.72%、1.82%，较上月末分别升20.6BP、降22.1BP、31.6BP。

港元利率均值整体回落，月末翘尾，离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值倒挂程度延续走阔。4月隔夜、1个月、3个月HKD HIBOR均值较上月升44.5BP、降15.5BP、将4.6BP，港汇走强推动港元利率月末翘尾，隔夜、1个月、3个月HKD HIBOR最高分别升至4.5%、4.068%、4.066%，是2024年末以来的最高水平；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-2.01%、-1.77%、-1.88%，倒挂幅度较上月走阔70.8BP、收窄0.5BP、走阔12.5BP（见图表6）。进入5月，港元汇率触及强方兑换，金管局四度注资（5月3日465.39亿港元，5月5日95.32亿港元，5月6日上午605.43亿港元、下午127.88亿港元），港元利率快速回落。

内地市场流动性充裕，SHIBOR 回落，离-在岸人民币利差均值（CNH HIBOR-SHIBOR）走势期限分化。4 月隔夜、1 个月、3 个月 SHIBOR 均值分别降 9.8BP、15.2BP、18.0BP；离-在岸人民币利差均值（CNH HIBOR-SHIBOR）波动收窄，隔夜、1 个月、3 个月离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）均值分别为-0.27%、0.09%、0.2%，较上月分别收窄 16.4BP、走阔 0.3BP、走阔 0.8BP，月末报-0.03%、-0.02%、-0.07%，较上月末走阔 18.5BP、收窄 3.62BP、收窄 15.4BP（见图表 7）。**进入 5 月，降准降息等一揽子支持政策落地，市场流动性充裕，隔夜 SHIBOR 回落至 1.5%下方。**

往后看，政府债发行积极提速、人行料延续综合运用国债回购等货币政策工具统筹维护市场流动性充裕，SHIBOR 波动性或小幅加大；CHN HIBOR 料延续低位波动、关注投资者对中国资产的配置情况及外部不确定性扰动；市场预期美联储上半年不降息，SOFR 料维持高位窄幅波动；HKD HIBOR 中枢跟随 SOFR 走势，投资者增配中国资产提振港元强势，叠加港股派息季资金需求，HKD HIBOR 阶段性波动或偏高。

图表 6-7：离岸人民币-港元、离-在岸人民币利差走势

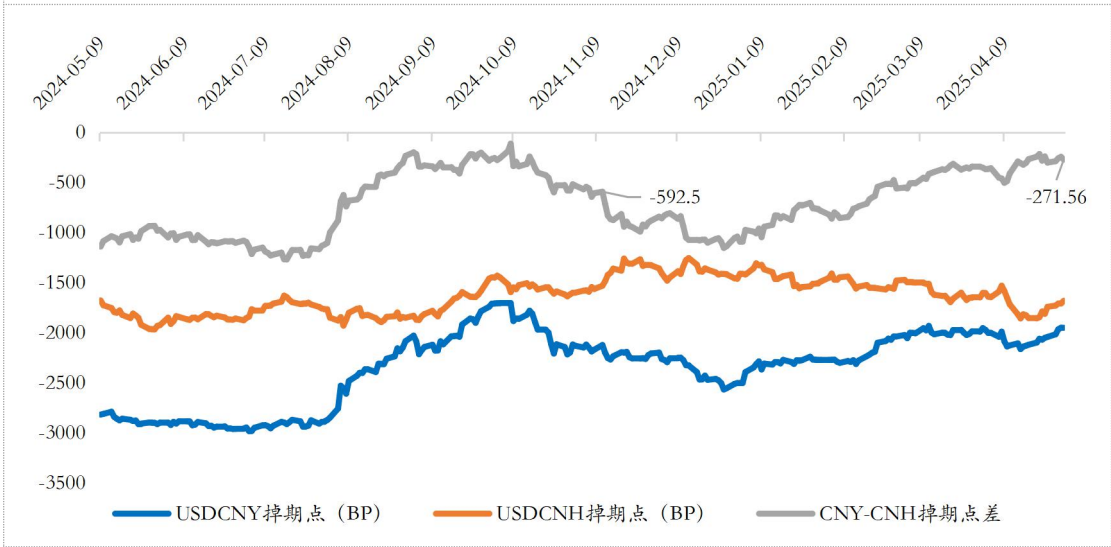


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

四、在-离岸掉期点差倒挂幅度延续收窄，港交所衍生品交投数据反映看涨人民币汇率的力量增强

4 月在、离岸人民币掉期点均值均走跌，在/离岸掉期点差倒挂幅度延续收窄。4 月中美利差倒挂幅度走阔，美元/人民币掉期点先跌后升、月度均值走跌。USD/CNY 1 年期掉期点月度均值为-2,057.59BP、较上月均值（-2,000.5BP）跌 57.0BP，4 月末报-1,952.5BP、较上月末升 51BP；1 年期美元/离岸人民币掉期点均值为-1,725.3BP，较 3 月均值（-1,589.2BP）跌 136.1BP，月末报-1,709.1BP，较 3 月末跌 60.5BP。**在-离岸掉期点差（CNY-CNH）倒挂幅度收窄，**4 月均值为-332.2BP，较上月均值（-414.7BP）收窄 79.1BP，月末报-243.5BP，较上月末的倒挂幅度收窄 100BP（见图表 8）。

图表 8：在-离岸掉期点差均值倒挂程度收窄



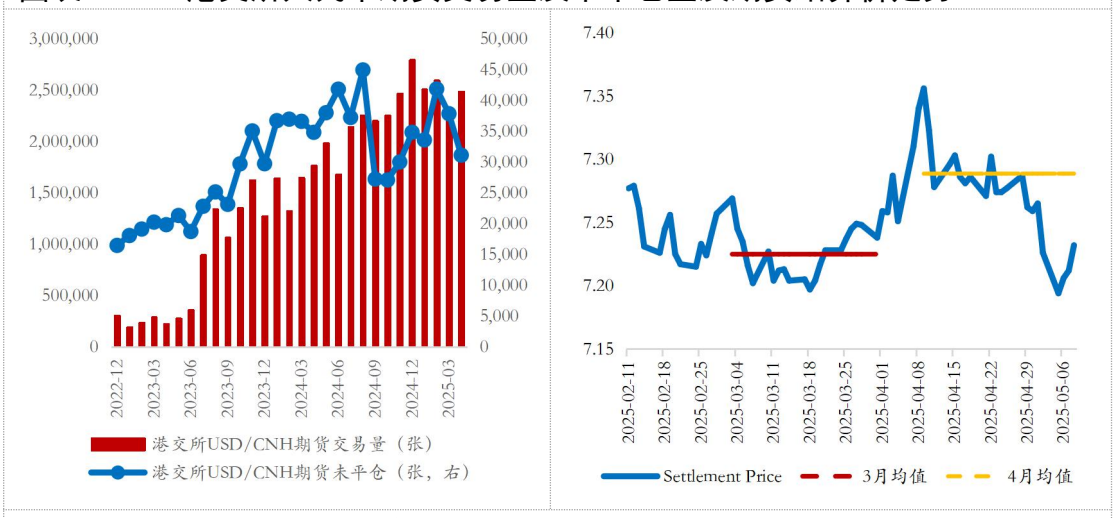
数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

港交所人民币期货交易量增、持仓量减、结算价先跌后升，期权市场看涨人民币汇率的力量增强。人民币期货市场交易回升，4 月港交所 USD/CNH 期货标准合约成交总量为 249 万张，较 3 月增加 11.2%，截至 4 月末未平仓合约 3.1 万张，较上月末减少 17.8%（如图表 9），**期货结算价先跌后升，**4 月期货结算价均值走跌，月度均值为 7.287，较 3 月均值 7.225 跌 0.86%，月末结算价报 7.232、较 3 月末走弱 0.29%（如图表 9-10）；其中，4 月上旬期货结算价走跌，最弱达到 7.356 的水平，中下旬后波动回升，表明看跌人民币汇率的趋势逐渐减弱。**另外，**4 月港交所 USD/CNH 买入期权（call）交易量环比减少 36.7%，卖出期权（put）交易量环比增加 156.5%，（call-put）交易量差转为负值，**表明对人民币汇率走强持有信心的力量增强，对照历史数据观察，该差值转负与人民币汇率走升同步或领先一个月。**

比较看，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，从实际数据来看，4 月人民币先跌后升，除关税政策初期带来的冲击之外，整体走势与预期一致。**4 月期货交易量增、未平仓量减、期货结算价先跌后升，叠加期权市场交易情况分析，反映市场预期人民币汇率中枢波动走强。**

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

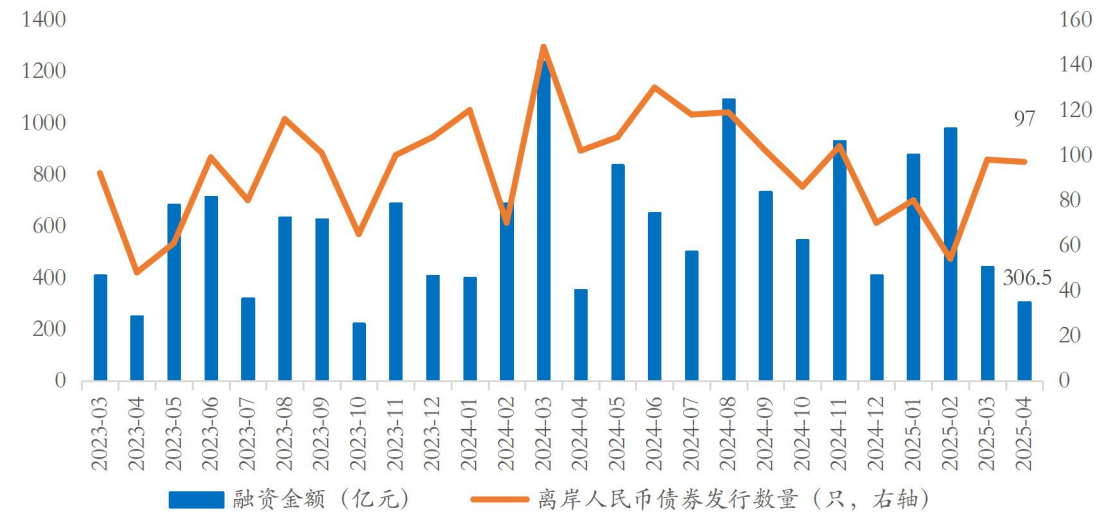
五、离岸人民币债券融资额延续回落，境外机构在银行间债券市场托管规模环比回升

4 月离岸人民币债券[4]融资额延续阶段回落。根据彭博数据，4 月离岸人民币债券发行 97 只、较 3 月减少 1 只，融资总额为 306.5 亿元，环比减少 30.8%，同比减少 13.1%（见图表 11）。**其中，**4 月 23 日财政部发行 2 年期、3 年期、5 年期和 15 年期离岸人民币国债，融资总额 125 亿元；4 月 28 日香港特区政府发行 1 年期人民币特区政府机构债、融资

[4] 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”）。

额 15 亿元。

图表 11：离岸人民币债券发行数量及融资额



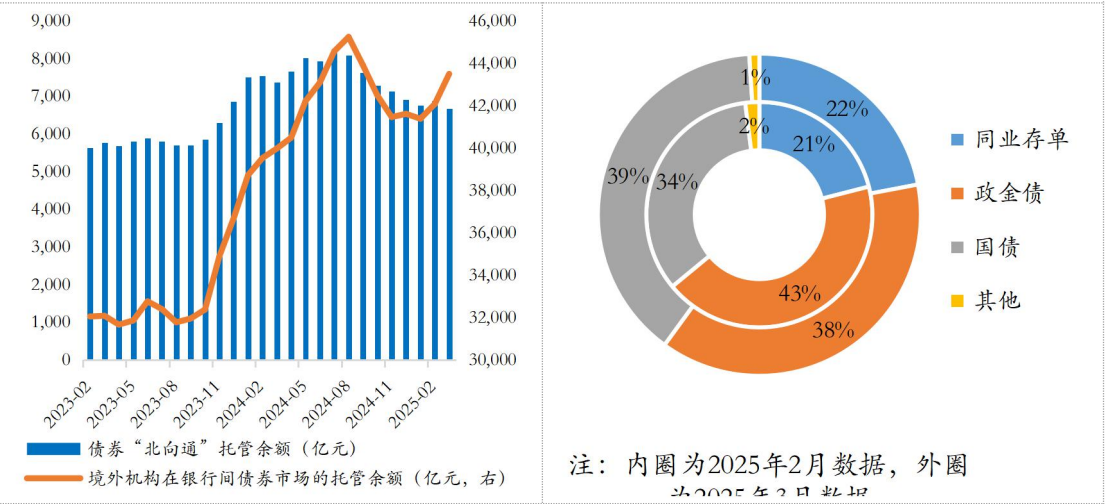
数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

3 月境外机构在银行间债券市场托管规模延续回升。3 月新增 5 家境外机构主体进入银行间债券市场，截至 3 月末，共有 1,163 家境外机构主体入市，其中 603 家通过直接投资渠道入市，831 家通过“债券通”渠道入市，271 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 4.35 万亿，环比增加 3.4%，其中债券“北向通”托管量 6,671.1 亿元、环比减少 2.9%，占境外机构在银行间债券市场总托管量的比重为 15.3%（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 9,985 亿元人民币，环比升 16.1%，持有国债占比 39%，较上月增加 5 个百分点，持有政金债占比 38%、较上月减少 5 个百分点，持有同业存单 22%、较上月增加一个百分点（见图表 13）。

往后看，人民币汇率预期中枢波动走强，贸易摩擦压力

缓解节奏超预期、积极货币财政政策提振增长信心，中国资产吸引力持续增加，人民币债券投融资活跃度料提升。

图表 12-13：债券“北向通”托管余额及各类债券交易量占比



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。