

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

看涨人民币汇率的力量仍强

——香港离岸人民币市场观察 (2025年5月刊)

阅读摘要

香港离岸人民币存款重回万亿规模, 跨境贸易结算有关的人民币汇款环比高增。截至2025年4月末, 香港人民币存款规模为10,308.95亿元, 环比增加7.4%; 跨境贸易结算有关的人民币汇款总额为13,621.44亿元, 环比大幅增加15.0%。

5月美元指数先升后降, 人民币汇率波动走升、在-离岸汇率月度均值转正, 4月结售汇顺差扩大, 预计人民币汇率短期延续偏强波动。5月美元指数月度均值跌0.56%, 跌幅较4月(-3.33%)有所收窄, 人民币汇率波动走升, USDCNY、USDCNH月度均值分别升1.29%、1.31%; 在-离岸汇率(USDCNY-USDCNH)月度均值转正。4月结售汇顺差扩大, 高频数据——美元兑人民币即期询价5月日均成交量环比回升。**短期内**, 降准降息政策落地, 配合一揽子保民生促内需财政政策出台, 支持内生经济动能稳步回升, 叠加多重因素施压美元指数, 预计人民币汇率延续偏强波动。

5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波动小幅回落,5月初港元汇率触及强方兑换保证, 香港金管局4度注资, 银行体系总结余水平快速走升, HKD HIBOR回落较为明显, 离岸人民币-港元利率(CNH HIBOR-HKD HIBOR)均值明显走阔; 内地流动性充裕, SHIBOR延续回落, 离-在岸人民币利差均值(CNH HIBOR-SHIBOR)整体收窄。**往后看**, 特别国债发行提速, 配合财政政策积极发力, 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, 临近季末, SHIBOR波动性或阶段性加大; 离岸人民币流动性充裕, CHN HIBOR料延续低位波动; 香港银行体系总结余水平仍较高, 但港股分红季提前以及半年结等因素有望推动HIBOR从低位走升, 美港利差处于高位背景下引发“套息交易”亦对HKD HIBOR提供支持, 但趋势大幅走升的概率不大。

5月港交所衍生品交投数据反映看涨人民币汇率的力量仍较强。中美利差倒挂幅度波动走阔, 在、离岸人民币掉期点均值走势分化, 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减、持仓量增、结算价转强, 期权市场延续看涨人民币汇率。

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升至近7个月最高水平。往后看, 预期人民币汇率仍有走强动能, 短期密集发行离岸人民币国债的概率偏低, 但人民币债券配置和交易吸引力有望持续提升。

看涨人民币汇率的力量仍强

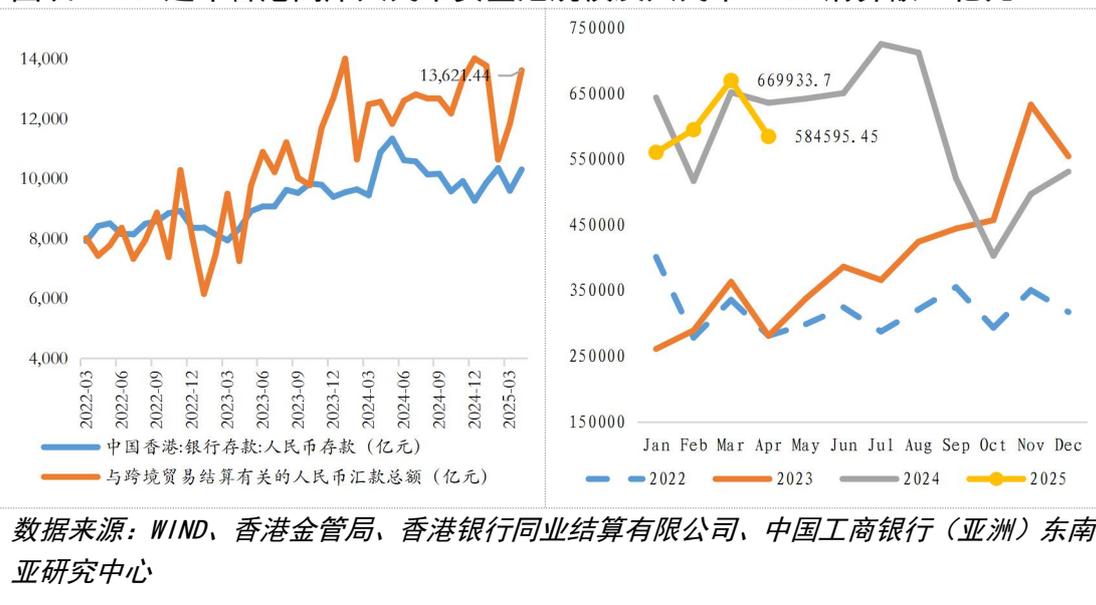
——香港离岸人民币市场观察（2025年5月刊）

			5月均值	均值月度涨跌幅	5月末收报	月末涨跌幅	短期展望
汇率	美元指数		100.10	-0.56%	99.439	-0.20%	“对等关税”谈判不确定性仍存、以伊冲突扰动油价，叠加提升美国经济“滞胀”风险和美联储决策难度，但美债压力等综合削弱美元避险吸引力，短期内美元指数大概率窄幅波动。
	USDCNY		7.2081	-1.29%	7.1953	-0.93%	积极货币财政政策支持内生经济动能稳步回升，叠加美元指数趋势承压，预计人民币汇率短期延续偏强波动。
	USDCNH		7.2090	-1.31%	7.2065	-0.86%	
利率	SOFR	隔夜	4.31	(4.33)	4.35	(6.00)	市场预期美联储年内降息两次，分别在9月、12月，SOFR料维持高位窄幅波动。
		1M	4.33	0.88	4.32	(0.08)	
		3M	4.31	4.95	4.32	5.78	
	HKD HIBOR	隔夜	0.56	(284.28)	0.03	(446.86)	香港银行体系总结余水平仍较高，但港股分红季提前以及半年结等因素有望推动HIBOR从低位走升，美港利差处于高位背景下引发“套息交易”亦对HKD HIBOR提供支持，但趋势大幅走升的概率不大。
		1M	1.47	(218.72)	0.59	(336.57)	
		3M	2.20	(167.34)	1.32	(266.43)	
	SHIBOR	隔夜	1.51	(15.91)	1.47	(28.90)	特别国债发行提速，配合财政政策积极发力，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，临近季末，SHIBOR波幅或阶段性加大。
		1M	1.65	(14.39)	1.62	(12.30)	
		3M	1.67	(12.35)	1.65	(9.80)	
	CNH HIBOR	隔夜	1.50	9.73	2.04	31.70	离岸人民币流动性充裕，CHN HIBOR大概率延续低位波动，关注极端情况下外部非预期事件的或有扰动。
		1M	1.68	(19.70)	1.74	1.39	
		3M	1.74	(25.42)	1.77	(4.67)	

一、4月香港离岸人民币存款重回万亿规模，跨境贸易结算有关的人民币汇款环比高增

截至2025年4月末，香港人民币存款规模为10,308.95亿元，环比增加7.4%，同比回落5.3%；跨境贸易结算有关的人民币汇款总额为13,621.44亿元，环比大幅增加15.0%，同比增加8.4%。离岸人民币交易活跃度边际降温，4月人民币RTGS（香港人民币结算所自动转账系统）清算额高位回落至58.5万亿元，环比跌12.7%，同比跌8.1%（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、5月美元指数先升后降，人民币汇率波动走升、在-离岸汇率月度均值转正，4月结售汇顺差扩大，预计人民币汇率短期延续偏强波动

5月美元指数先升后降。上旬，政策面，英美率先达成协议、中美在日内瓦谈判结果超预期积极；基本面，劳动力市场仍有一定韧性，美联储5月FOMC会议如期维持基准利

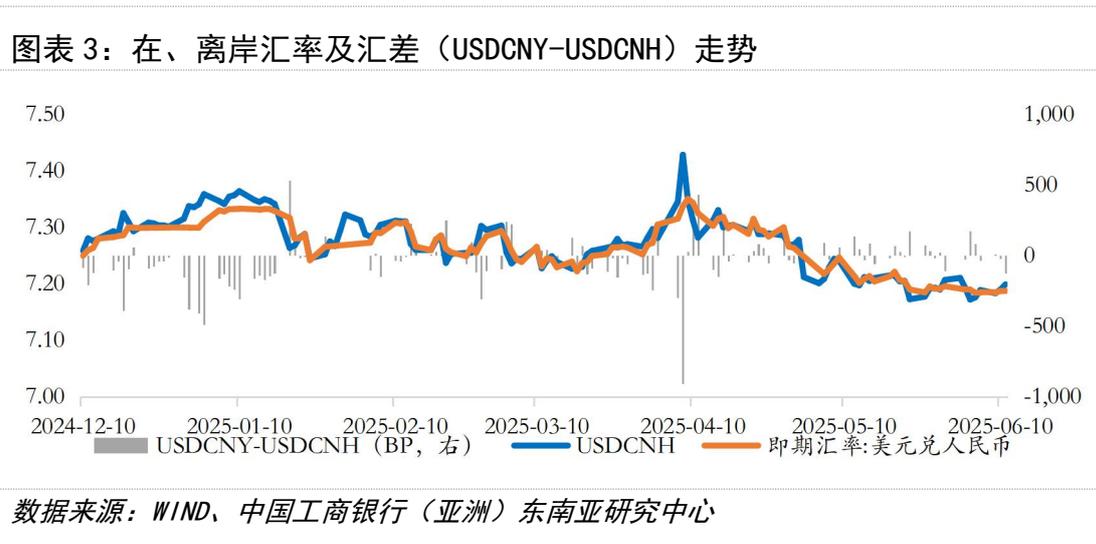
率不变等因素支撑美元指数阶段性回升至接近 102 的水平。中下旬，零售销售、消费者信心、个人支出等¹部分指标显示出经济增长放缓的压力，叠加穆迪下调美国主权信用评级，美元指数重新回落至 100 以下。整体看，5 月美元指数均值为 100.1、较 4 月均值跌 0.56%，跌幅较 4 月（-3.33%）有所收窄，月末报 99.44、较 4 月末跌 0.20%（4 月跌幅 4.37%）。步入 6 月，美元指数延续波动回落，6 月 12 日盘中最低跌至 97.6，是 2022 年 3 月以来的最低水平。以伊冲突超预期爆发后，美元指数呈现企稳态势。

5 月人民币汇率波动走升。内地五一假期内，亚洲多个货币汇率快速走强引发关注，USDCNH 升破 7.2 的关键点位，5 月 2 日、5 日两个交易日累升 1%，节后中美日内瓦谈判结果超预期，降准降息等一揽子金融政策出台，支撑人民币汇率延续走升，USDCNY、USDCNH 盘中最高分别升至 7.1674、7.1616，是 2024 年 11 月以来的最高水平。5 月末，USDCNY、USDCNH 分别收报 7.1953、7.2065，较上月末分别升 0.93%、0.86%（上月分别跌 0.16%、0.05%），月度均值分别为 7.2081、7.2090，较上月均值（7.3025、7.3048）升 1.29%、1.31%（上月分别跌 0.71%、0.72%）。在-离岸汇率（USDCNY-USDCNH）月度均值转正、为 23.5BP，较上月均值（-27.1BP）升 50.6BP（见图表 3）。6 月截至 13 日，USDCNH、USDCNY 分别升 0.19%、0.24%，在 7.18 附近波动。

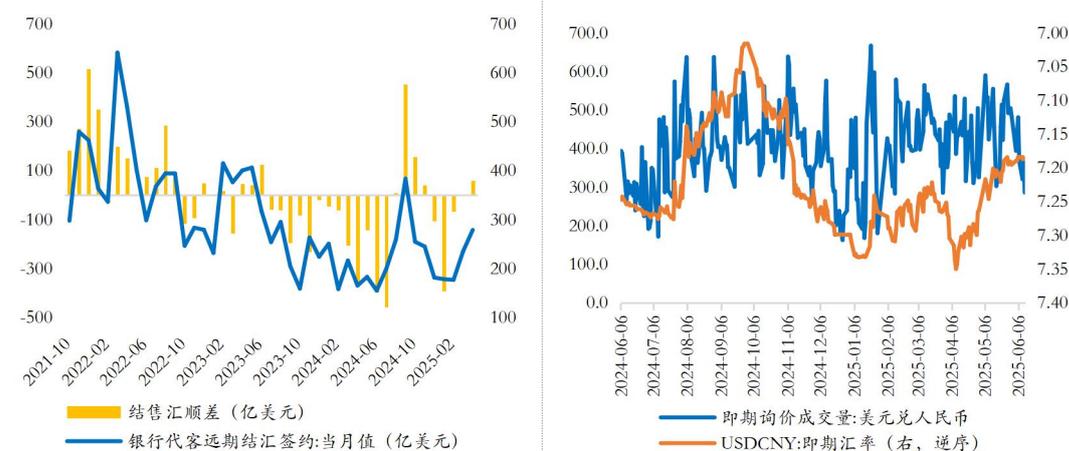
¹ 4 月美国零售销售环比增速 0.06%，大幅低于 3 月水平（1.68%），核心零售销售环比增速 0.1%，较 3 月下降 0.68 个百分点；5 月密歇根消费者情绪指数为 50.8，较 4 月的 52.5 有所下降；4 月经通胀调整后的实际个人支出环比增速 0.1%，较 3 月的 0.7% 大幅放缓。

从外汇交易情况看，4月结售汇顺差扩大至58.9亿美元（3月为0.96亿美元），结汇率（=银行代客结汇额/银行代客涉外收款额外币）回升至64%（3月为58%）、是近5个月以来最高水平，3月银行代客远期结汇签约额为279.0亿美元，环比升18.5%，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1.29个百分点至8.6%，刷新近7个月以来新高，表明近端和远端的结汇力量进一步走强。高频数据——美元兑人民币即期询价5月日均成交量为478.0亿美元，环比升13.2%。

往后看，“对等关税”谈判不确定性仍存、以伊冲突扰动油价，叠加提升美国经济“滞胀”风险和美联储决策难度，但美债压力等综合削弱美元避险吸引力，短期内美元指数大概率窄幅波动。叠加内地积极货币财政政策支持内生经济动能稳步回升，预计人民币汇率短期延续偏强波动（见图表4-5）。



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、5月CNH HIBOR均值延续波动小幅回落，离岸人民币-港元利差均值走阔、离-在岸人民币利差整体收窄；往后看，CHN HIBOR料延续低位波动，SHIBOR波动性或阶段性加大，预计HKD HIBOR从低位波动回升

5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波动小幅回落。5月离岸人民币流动性充裕，隔夜、1个月和3个月CNH HIBOR月度均值分别1.50%、1.68%、1.74%，较上月均值分别升9.7BP、降19.7BP、降25.4BP；月末隔夜CNH HIBOR翘尾升至2.04%，较上月末升幅31.4BP，1个月和三个月CNH HIBOR分别收报1.74%、1.77%，较上月末分别升1.4BP、降4.7BP。

港元利率回落，离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值走阔。5月初港元汇率触及强方兑换保证，香港金融管理局（以下简称金管局）4度注资，银行体系总结余

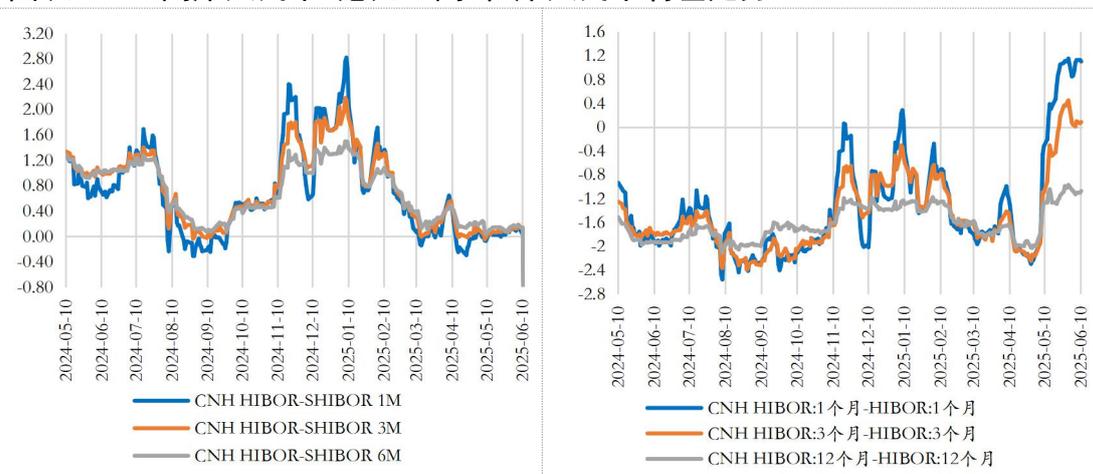
水平从 450 亿港元快速升至 1,741 亿港元，隔夜、1 个月、3 个月 HKD HIBOR 均值较上月回落 284.3BP、218.7BP、167.3BP，月末分别收报 0.03%、0.59%、1.32%，较上月末跌 446.9BP、336.6BP、266.4BP；**离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值走阔**，隔夜、1 个月、3 个月（CNH HIBOR-HKD HIBOR）利差均值分别为 0.93%、0.22%、-0.46%，较上月走阔 294.0BP、199.0BP、141.9BP（见图表 6）。6 月初，“套息交易”等因素带动 1 个月、3 个月 HKD HIBOR 短暂回升，随后延续低位波动。

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）整体收窄。5 月初国新办新闻发布会上发布“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”，人行宣布降准 50BP，下调 7 日逆回购操作利率 10BP 至 1.4%，同时宣布的还有多项结构性货币政策、降低公积金贷款利率、优化支持资本市场政策工具、推出债市“科技版”等利好政策，国内市场资金利率回落，隔夜、1 个月、3 个月 SHIBOR 均值分别降 15.9BP、14.4BP、12.4BP；**离-在岸人民币利差均值（CNH HIBOR-SHIBOR）整体收窄**，隔夜、1 个月、3 个月离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）均值分别为 -0.02%、0.04%、0.07%，较上月分别走阔 25.6BP、收窄 5.3BP、收窄 13.1BP，月末报 0.57%、0.12%、0.12%，较上月末走阔 60.6BP、13.7BP、5.1BP（见图表 7）。6 月初，国内资金利

率延续低位波动，隔夜 SHIBOR 阶段性回落至 1.4% 的政策利率下方，1 个月、3 个月 SHIBOR 围绕 1.62%、1.65% 波动。

往后看，内地特别国债发行提速，配合财政政策积极发力，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，临近季末，SHIBOR 波动性或阶段性加大；离岸人民币流动性充裕，CNH HIBOR 大概率延续低位波动，关注极端情况下外部非预期事件的或有扰动；香港银行体系总结余水平仍较高，但港股分红季提前以及半年结等因素有望推动 HIBOR 从低位走升，美港利差处于高位背景下引发“套息交易”亦对 HKD HIBOR 提供支持，但趋势大幅走升的概率不大。

图表 6-7：离岸人民币-港元、离-在岸人民币利差走势



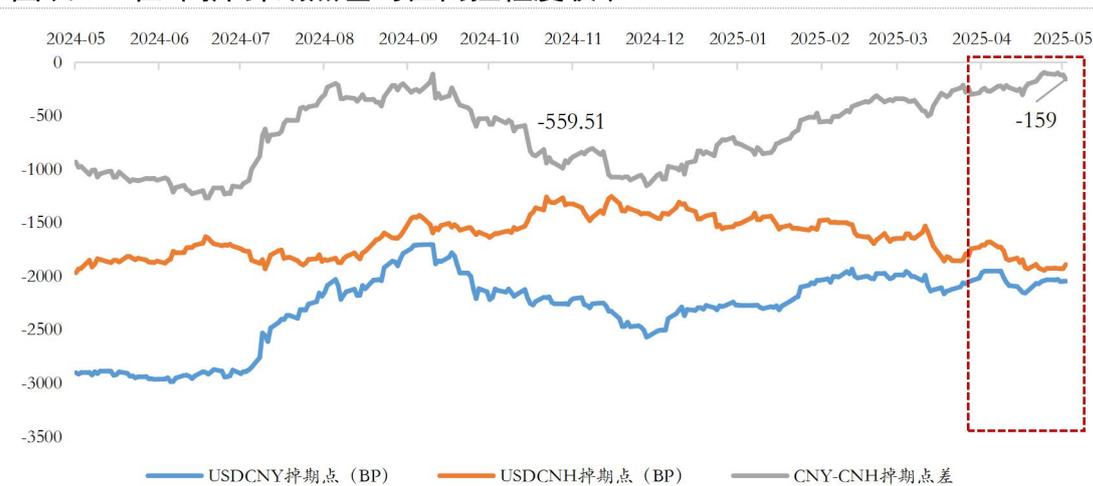
数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

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仍强

5 月在、离岸人民币掉期点均值走势分化，在/离岸掉期

点差倒挂幅度延续收窄。5月中美利差倒挂幅度波动走阔，美元/人民币掉期点先跌后升。USD/CNY 1年期掉期点月度均值为-2,050.6BP、较上月均值(-2,057.5BP)升7BP，5月末报-2,050.0BP、较上月末跌97.5BP；1年期美元/离岸人民币掉期点收跌，5月均值为-1,857.5BP，较上月均值(-1,725.3BP)跌132.2BP，月末报-1,891.0BP，较上月末跌182BP。在-离岸掉期点差(CNY-CNH)倒挂幅度收窄，5月均值为-193.1BP，较上月均值(-332.2)收窄139.1BP，月末报-159.0BP，较上月末的倒挂幅度收窄85BP(见图表8)。

图表8：在-离岸掉期点差均值倒挂程度收窄



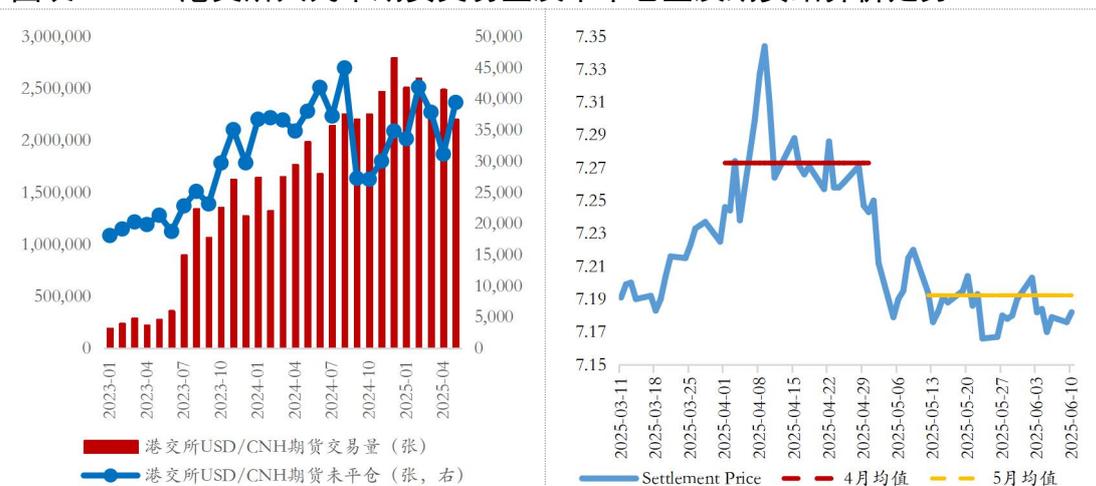
数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

港交所人民币期货交易量减、持仓量增、结算价走强，期权市场看涨人民币汇率的力量仍强。人民币期货市场交易活跃度边际降温，5月港交所USD/CNH期货标准合约成交总量为220.4万张，较上月减少11.5%，截至5月末未平仓合约3.9万张，较上月末增加26.7%（如图表9），交易量减、

持仓量增表明交易平仓量小，表明市场观望情绪阶段有所升温。期货结算价转强，5月期货结算价月度均值为7.192，较上月均值7.273升值1.11%，5月末结算价报7.19、较上月末走强0.73%（如图表9-10）；其中，期货结算价在5月初明显走强，随后于7.2附近波动，反映市场对人民币汇率走势持乐观看法。另外，5月港交所USD/CNH的call（买入期权）未平仓量环比减少2.2%，put（卖出期权）未平仓量环比增加28.5%，（call-put）持仓量环比减少29.1%，表明看涨人民币汇率的力量仍强。

比较看，4月期货交易量增、期货结算价先跌后升，叠加期权市场交易情况（（call-put）交易量差转为负值），反映市场对人民币汇率预期仍乐观。从实际数据来看，5月人民币汇率走强，整体走势与预期一致。5月期货交易量减、未平仓量增、期货结算价走强，叠加期权市场交易情况，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

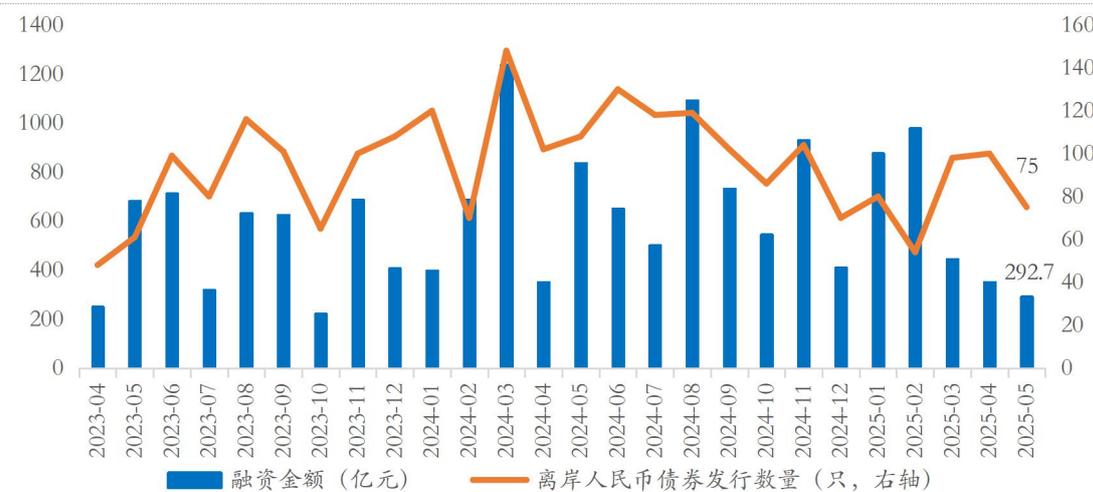


数据来源：HKEX、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

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升至近 7 个月最高水平

5 月离岸人民币债券²融资额延续阶段回落。根据彭博数据，5 月离岸人民币债券发行 75 只、较上月减少 25 只，融资总额为 292.7 亿元，环比减少 17%，同比减少 65%（见图表 11）。其中，5 月 13 日，香港特区政府分别发行 2 年期、5 年期、10 年期人民币特区政府机构债，融资额分别为 15 亿元、15 亿元、10 亿元。此外，6 月 4 日财政部在港发行离岸人民币国债，融资总额 125 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

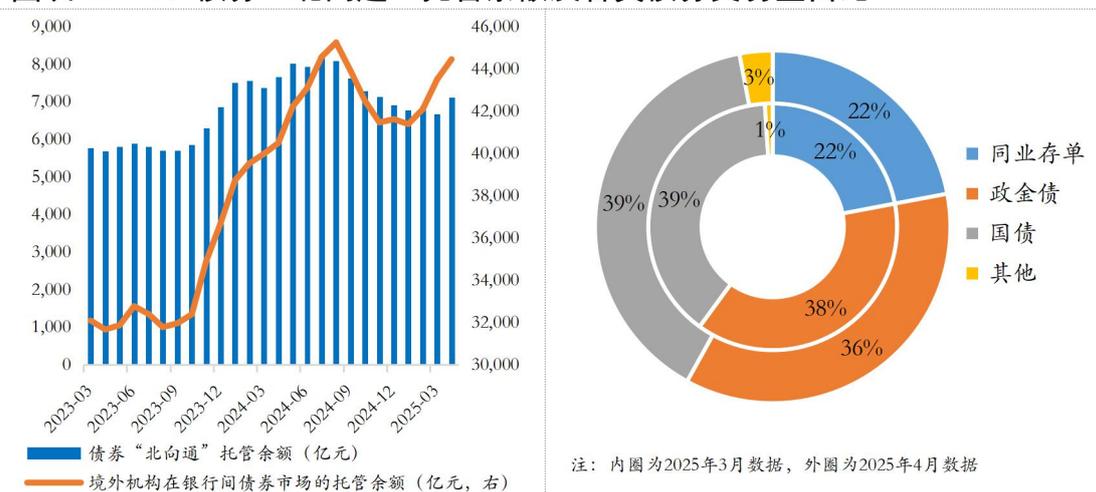
4 月境外机构在银行间债券市场托管规模升至近 7 个月最高水平。4 月新增 5 家境外机构主体进入银行间债券市场，截至 4 月末，共有 1,167 家境外机构主体入市，其中 604 家通过直接投资渠道入市，835 家通过“债券通”渠道入市，

² 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”）。

272 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 4.44 万亿，环比增加 2.2%，其中债券“北向通”托管量 7,108.8 亿元、环比增加 6.6%，占境外机构在银行间债券市场总托管量的比重为 16.0%（见图表 12）。**债券“北向通”交易量回升，国债持有比重超过政金债**，4 月“债券北向通”成交额为 10,089 亿元人民币，环比升 1.0%，持有国债占比 39%，与上月持平，持有政金债占比 36%、较上月减少 2 个百分点，持有同业存单 22%、与上月持平（见图表 13）。

往后看，预期人民币汇率仍有走强动能，短期密集发行离岸人民币国债的概率走低，但人民币债券配置和交易吸引力有望持续提升（见图表 12-13）。

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。**