

研究报告

香港人民币汇率短期料窄幅波动

——香港离岸人民币市场观察（2025 年 7 月刊）

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。

【核心观点】

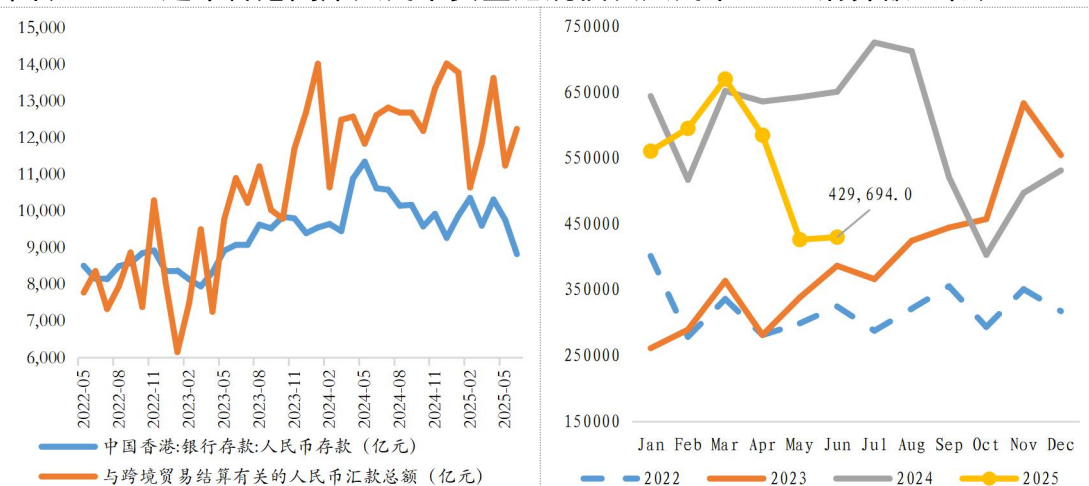
			7月均值	均值月度涨跌幅	7月末收报	月末涨跌幅	短期展望
汇率	美元指数		97.95	-0.45%	100.05	3.39%	此前欧元多头获利了结、美股突破历史新高吸引资金回流、多个经济体与美国达成贸易协定等因素支撑美元从低位回升，但就业数据走弱等引发“衰退担忧”、美联储独立性受质疑等拖累美元走势，关注后续数据和事件进展
	USDCNY		7.1727	-0.12%	7.1930	0.38%	前期美元指数低位反弹技术上施压非美货币走势，但美元走势承压、内地政策积极发力显效，AH股趋势走升吸引资金流入，支持人民币汇率中枢稳步走强
	USDCNH		7.1766	-0.07%	7.2096	0.73%	
利率	SOFR	隔夜	4.34	2.03	4.39	(6.00)	美国就业数据大幅下修反映经济压力增大，市场预期美联储年内降息两次，短期内SOFR料维持高位窄幅波动，伴随降息时点临近逐步走低
		1M	4.35	2.80	4.35	2.89	
		3M	4.31	0.15	4.30	0.82	
	HKD HIBOR	隔夜	0.18	15.93	0.19	15.67	香港银行体系总结余水平已回落至2023年2月的水平，但HKD HIBOR仍较彼时更低。往后看，港股走势向好，IPO活跃，叠加本地地产市场交投活跃度边际回温，HKD HIBOR料延续回升，美联储降息落地前走升节奏料偏缓
		1M	1.00	31.91	1.03	30.62	
		3M	1.80	13.46	1.62	(6.21)	
	SHIBOR	隔夜	1.39	0.75	1.39	(3.00)	三季度特别国债和地方政府专项债发行提速，人行料延续综合运用多种货币政策工具维护市场流动性充裕，SHIBOR料围绕政策利率窄幅波动
		1M	1.55	(7.19)	1.55	(7.20)	
		3M	1.57	(7.24)	1.57	(6.40)	
	CNH HIBOR	隔夜	1.44	(11.43)	1.08	(86.58)	离岸人民币流动性整体充裕，CHN HIBOR短期大概率延续偏低位波动
		1M	1.69	(5.77)	1.59	(31.24)	
		3M	1.75	(6.01)	1.72	(17.99)	

【正文】

一、6月香港跨境贸易结算有关人民币汇款环比增加，多因素影响香港离岸人民币资金池规模阶段走低

截至2025年6月末，香港人民币存款规模为8,820.61亿元，环比降9.6%，同比降16.9%¹；跨境贸易结算有关的人民币汇款总额为12,235.18亿元，环比增加8.9%，同比降3.0%；离岸人民币交易活跃度边际回升，6月人民币RTGS（香港人民币结算所自动转账系统）清算额为43.0万亿元，环比升0.9%，同比跌34.0%（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

针对近期香港离岸人民币资金池规模阶段走低的原因，香港金管局指出“人民币存款下降主要反映企业资金流动”。我们分析认为，主要受不同货币汇率短期走势预期波动、南向通投资者多元化配置及中资企业人民币分红派息得到更多青睐等多因素影响。

二、7月美元指数震荡收升，人民币汇率月末波动小幅收跌、在-离岸汇率月度均值转负，6月结售汇顺差继续扩大，预期短期人民币汇率走势波动

7月美元指数阶段反弹。2025年2-6月美元指数经历连续5个月的跌势，7月初跌至2022年3月以来的最低水平(最低为96.37)后，上半月从低位回升；下半月转而呈“V”型走势，拖累因素包括特朗普政府对“美联储独立性”进行压力测试、美国劳动力市场结构性走弱等，但美国与日本、菲律宾、印尼、欧洲等经济达成关税协定，美股标普500和纳斯达克指数创历史新高吸引资金回流等因素支撑美元指数短暂回升至100上方。**整体看**，7月美元指数均值为97.95、较6月均值跌0.45%，跌幅较6月(-1.71%)收窄，月末报100.05、较6月末升3.39%(6月跌幅2.68%)。

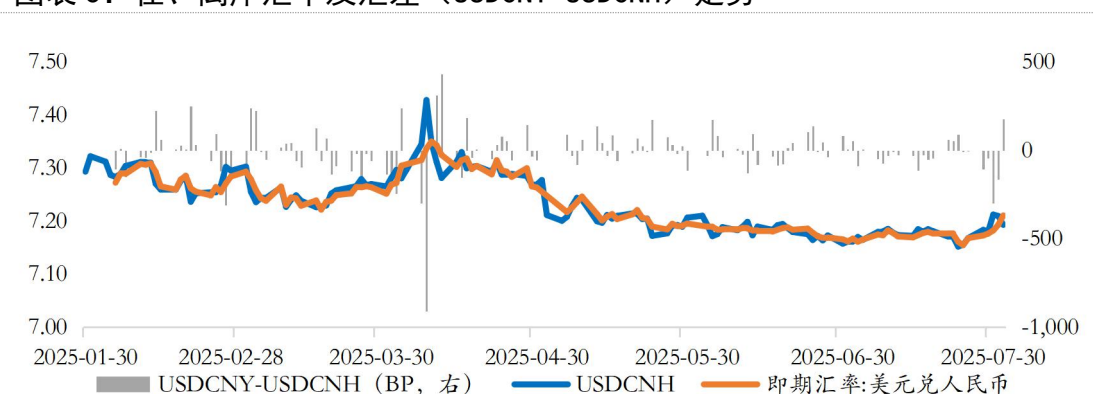
7月人民币汇率月末波动小幅收跌、月度均值仍走升。美元波动走升背景下，非美货币短暂承压，但内地发布二季度经济数据超预期，叠加“反内卷”行动提振光伏、水泥、钢铁等行业增收信心，雅鲁藏布江水电工程开工，养老、育儿等补贴政策加力，中美瑞士谈判等多因素支持下，人民币汇率走势展现较强韧性。**7月末**，USDCNY、USDCNH分别收报9.1930、7.2096，较6月末分别跌0.38%、0.73%(6月分别升0.41%、0.68%)，但跌幅明显小于美元指数升幅；月度均值分别为7.1727、7.1766，较6月均值(7.1814、7.1816)升0.12%、0.07%；在-离岸汇率(USDCNY-USDCNH)月度均值

转负、为-38.9BP，较上月均值（12.3BP）跌 51.2BP（见图表 3）。

从银行间外汇交易情况看，6 月结售汇顺差继续扩大至 256.5 亿美元（5 月为 173.6 亿美元），结汇率（=银行代客结汇额/银行代客涉外收款额外币）边际小幅回落至 61%（5 月为 62%），6 月银行代客远期结汇签约额为 277.8 亿美元，环比回落 6.9%，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 5 月的高位回落 1.3 个百分点至 8.5%，表明近期市场整体看多人民币、结汇力量仍较强。高频数据——美元兑人民币即期询价 7 月日均成交量为 362.2 亿美元，同比升 5.9%、环比回落 8.8%，一定程度或是市场对短期美元指数反弹、人民币汇率波动的阶段反应。

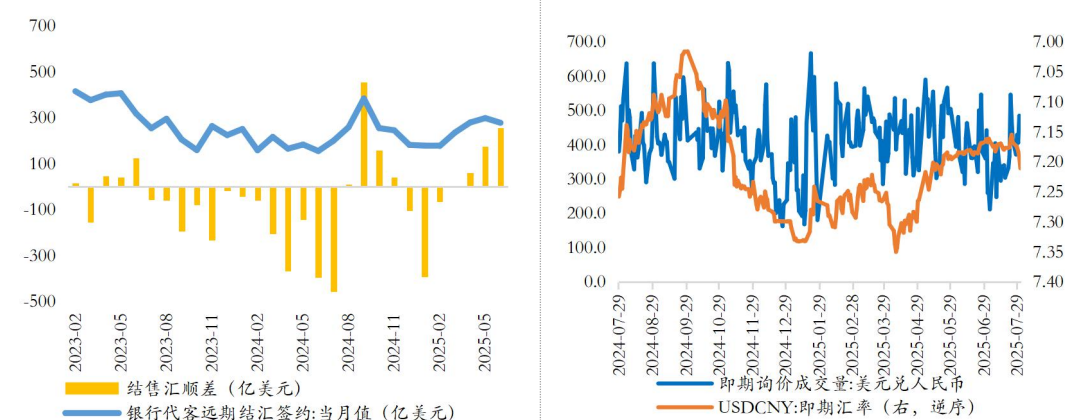
往后看，前期美元指数低位反弹技术上施压非美货币走势，但美元走势承压、内地政策积极发力显效，AH 股趋势走升吸引资金流入，料支持人民币汇率中枢稳步走强（见图表 4-5）。

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、7 月 CNH HIBOR、HKD HIBOR 延续低位波动，离岸人民币-港元利差均值收窄、离-在岸人民币利差整体收窄；往后看，CHN HIBOR、SHIBOR 大概率延续偏低位波动，美联储降息前 HKD HIBOR 回升节奏料偏缓

7 月 CNH HIBOR 延续低位波动。7 月，隔夜、1 个月和 3 个月 CNH HIBOR 月度均值分别 1.44%、1.69%、1.75%，较 6 月均值分别降 11.4BP、5.8BP、6.0BP；7 月 25 日，隔夜 CNH HIBOR 短暂升至 1.85%，是月内最高水平，主要受前一日有 27.5 亿元人民币特区政府机构债券发行的扰动；月末隔夜、1 个月和 3 个月 CNH HIBOR 分别收报 1.08%、1.59%、1.72%，较 6 月末跌幅 86.6BP、31.2BP、18.0BP。

港元利率回升，离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值收窄。港汇自 6 月下半月起在弱方兑换保证水

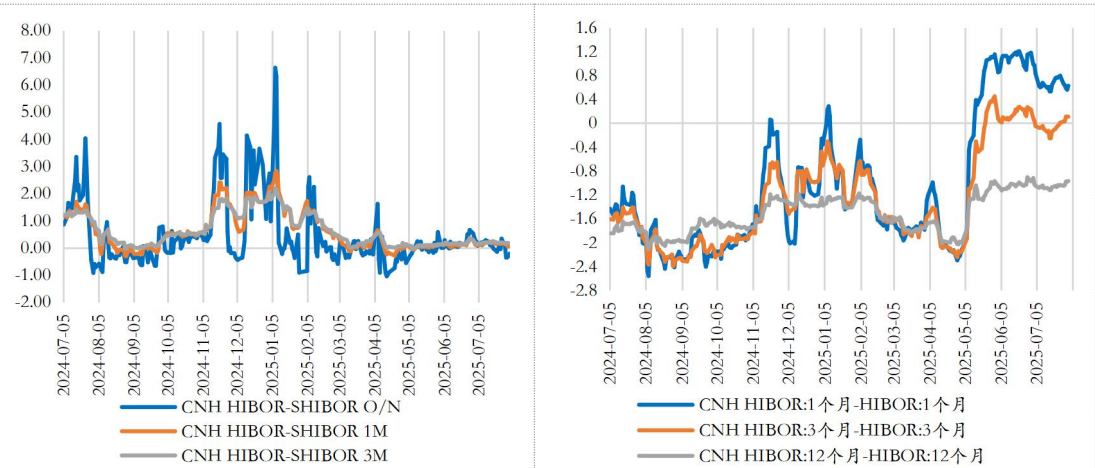
平波动，香港金管局自 6 月 26 日首次入市回笼港元流动性，7 月五次（7 月 2 日、4 日、11 日、16 日、31 日）入市回笼港元共 689.3 亿港元，银行体系总结余水平从 6 月中的 1,734.8 亿港元回落至 7 月末的 865.6 亿港元、降幅 50%。7 月隔夜、1 个月、3 个月 HKD HIBOR 均值分别为 0.18%、1.0%、1.8%，较 6 月均值回升 15.9BP、31.9BP、13.5BP，月末分别收报 0.19%、1.03%、1.62%，较 6 月末升 15.7BP、升 30.6BP、降 6.2BP；离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值收窄，隔夜、1 个月、3 个月（CNH HIBOR-HKD HIBOR）利差均值分别为 1.26%、0.69%、-0.05%，较 6 月收窄 27.4BP、36.7BP、19.5BP（见图表 6）。

内地市场流动性充裕，SHIBOR 整体回落，离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）收窄。7 月隔夜 SHIBOR 均值微升 0.75BP，1 个月、3 个月 SHIBOR 均值分别降 7.20BP、7.24BP；离-在岸人民币利差（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 0.05%、0.14%、0.18%，较 6 月分别收窄 12.2BP、扩大 1.4BP、扩大 1.2BP，月末报 0.31%、0.04%、0.16%，较上月末收窄 83.6BP、24.0BP、11.6BP（见图表 7）。

往后看，三季度特别国债和地方政府专项债发行提速，人行料延续综合运用多种货币政策工具维护市场流动性充裕，SHIBOR 料围绕政策利率窄幅波动；离岸人民币流动性整体充裕，CHN HIBOR 大概率延续偏低位波动；香港银行体系

总结余水平已回落至 2023 年 2 月的水平，但 HKD HIBOR 仍较彼时更低，后续，港股走势向好，IPO 积极性仍较强，叠加本地地产市场交投活跃度边际回温²，HKD HIBOR 料延续回升，美联储降息前走升节奏料偏缓。

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

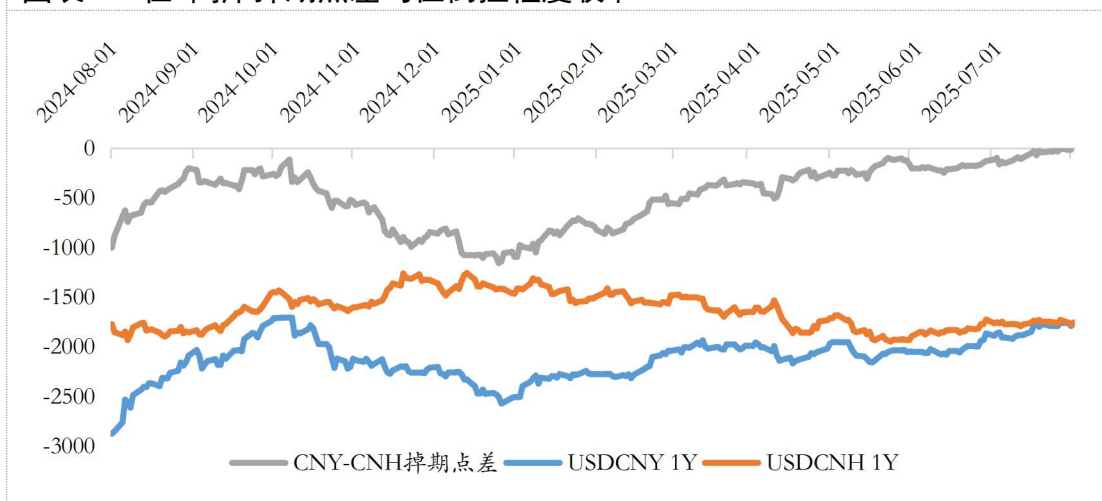
四、在-离岸掉期点差倒挂幅度延续收窄，港交所衍生品交投数据反映市场预计人民币汇率短期走势或波动

7 月在、离岸人民币掉期点走升，在-离岸掉期点差倒挂幅度延续收窄。7 月中美利差倒挂幅度均值收窄，在离岸人民币掉期点均走升。USD/CNY 1 年期掉期点月度均值为 -1,825.7BP、较上月均值（-2,014.2BP）升 188.5BP，7 月末报 -1,767.5BP、较上月末升 120.0BP；USD/CNH 1 年期掉期点走升，7 月均值为 -1,756.8BP，较上月均值（-1,825.6BP）升 68.8BP，月末报 -1,752.7BP，较上月末微升 8BP。在-离岸掉期点差（CNY-CNH）倒挂幅度收窄，7 月均值为 -68.9BP，

² 6 月住宅楼宇买卖合约量、额同比转升 54.4%、77%。

较上月均值（-188.6）收窄 119.6BP，7 月 28 日最窄已接近 0（-0.5BP），月末报-14.8BP，较上月末的倒挂幅度收窄 112.0BP（见图表 8），掉期点走升，阶段性不利于“人民币债券+掉期”投资收益。

图表 8：在-离岸掉期点差均值倒挂程度收窄

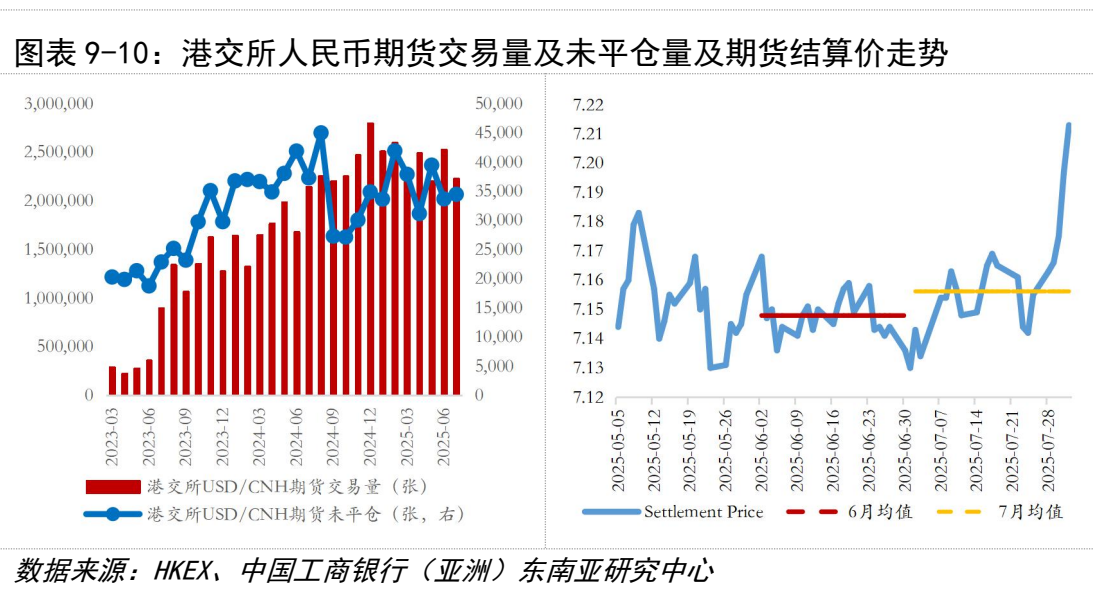


数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

港交所人民币期货交易量减、持仓量增、结算价均值走跌，市场预计人民币汇率短期走势或波动。人民币期货市场交易活跃度边际降温，7 月港交所 USD/CNH 期货标准合约成交总量为 222.8 万张，较上月减少 11.8%，截至 7 月末未平仓合约 3.44 万张，较上月末增加 2.3%（如图表 9），表明新建仓量更大。期货结算价小幅转跌，7 月期货结算价月度均值为 7.156，较 6 月均值 7.148 跌 0.12%，7 月末结算价报 7.197、较 6 月末走跌 0.85%（如图表 9-10），反映市场对人民币汇率走势短暂波动的即时预期。

比较看，6 月期货交易量增、持仓量减，表明平仓交易较多，期货结算价均值升 0.12%，表明市场预期人民币汇率

波动走升。从实际数据来看，7月人民币汇率小幅走跌，但跌幅小于美元指数升幅，表现相对坚挺。7月期货交易量减、未平仓量增、期货结算价小幅走跌，反映市场预计人民币汇率短期走势或波动。但伴随美国7月非农数据大幅下修、“衰退交易”施压美元升势，人民币汇率波幅料不大。



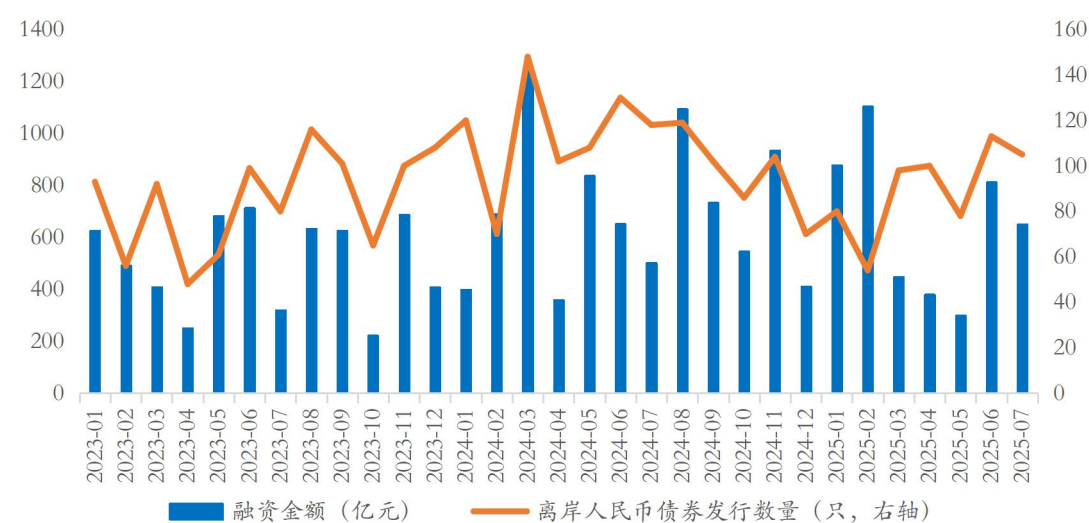
五、离岸人民币债券融资额环比回落、同比高增，境外机构在银行间债券市场托管规模边际回落

7月离岸人民币债券³融资额环比回落。根据彭博数据，7月离岸人民币债券发行105只、较上月减少8只，融资总额为650.6亿元，环比减少20.0%，同比增加29.6%（见图表11）。其中，7月24日，香港特区政府分别发行1年期、3年期人民币特区政府机构债，融资额分别为15亿元、12.5

³ 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”）。

亿元。

图表 11：离岸人民币债券发行数量及融资额

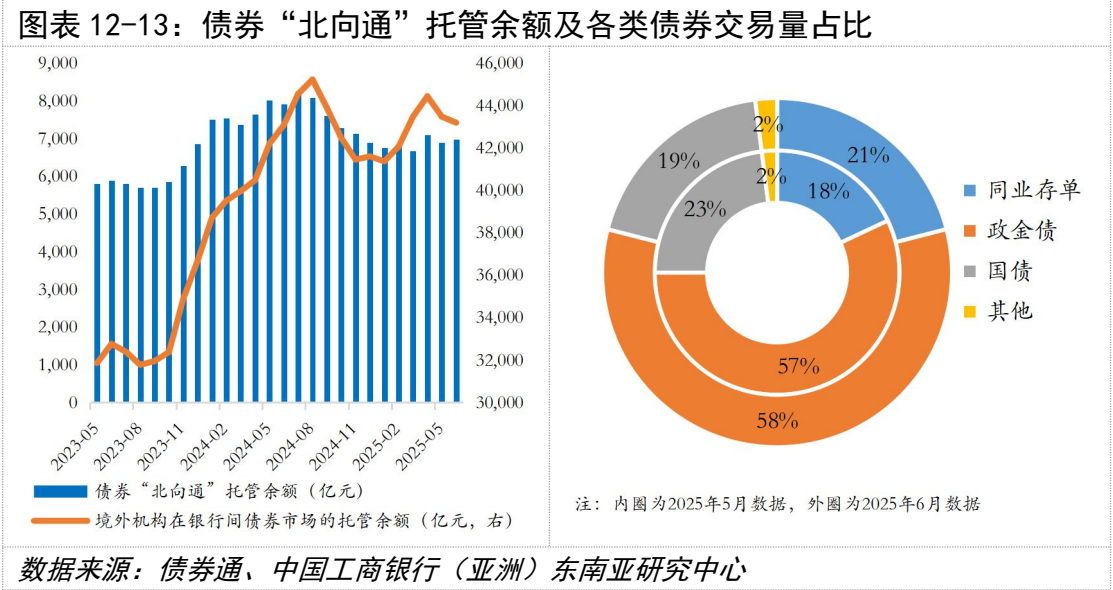


数据来源：Bloomberg、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

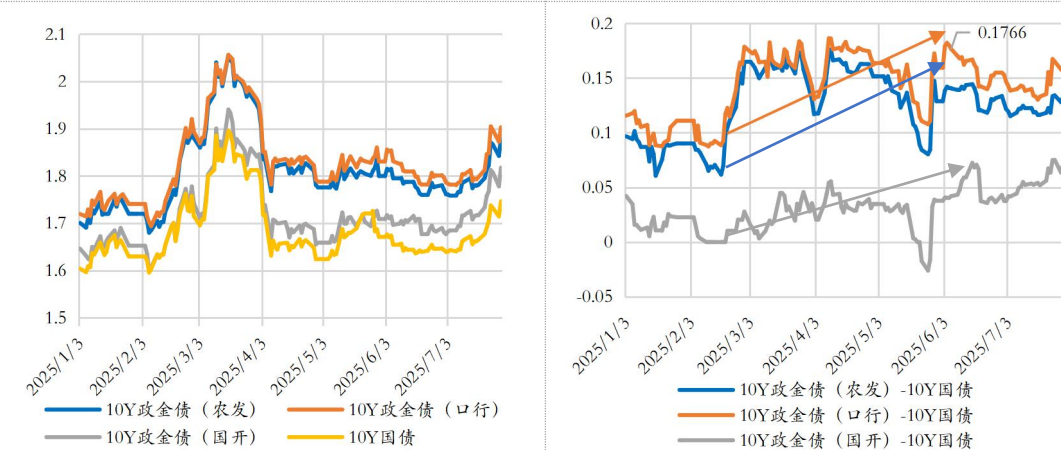
6 月境外机构在银行间债券市场托管规模边际回落，政金债持有比重明显超过国债。6 月新增 1 家境外机构主体进入银行间债券市场，截至 6 月末，共有 1,170 家境外机构主体入市，其中 607 家通过直接投资渠道入市，834 家通过“债券通”渠道入市，271 家同时通过两个渠道入市；境外机构在银行间债券市场的托管余额为 4.23 万亿，环比减少 0.65%，其中债券“北向通”托管量 6,980.95 亿元、环比增加 1.1%，占境外机构在银行间债券市场总托管量的比重为 16.2%（见图表 12）。债券“北向通”交易量环比回落，政金债持有比重明显超过国债，6 月“债券北向通”成交额为 8,528 亿元，环比回落 6.9%；结构上，持有国债占比 19%，较 5 月下降 4 个百分点、较 4 月下降 20 个百分点，持有政金债占比 58%，较 5 月上升 1 个百分点、较 4 月上升 22 个百分点，持有同业存单 21%、较 5 月升 3 个百分点、较 4 月跌 1 个百分点（见

图表 13)。5 月、6 月政金债相对国债的持有比重明显增加，支持因素可能是，自 2 月下旬起至 6 月上旬，政金债到期收益率相对国债的利差震荡走阔至近一年高点，政金债相对国债利率优势更明显（见图表 14-15）。

往后看，内地政策积极发力提振内生经济增长动能，“对等关税”等政策对美国经济的负面影响滞后显现施压美元走势，中国资产中长期配置价值仍具优势。国债利率新规对外资配置中国债券资产的影响有限，但政金债相对国债的利息收益优势或有一定走升。



图表 14-15：2025 年以来政金债、国债利率及利差走势



数据来源：Macrobond、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。