

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

人民币汇率短期或偏窄幅波动

——香港离岸人民币市场观察 (2025 年 9 月刊)

		9月均值	均值月度涨跌幅	9月末收报	月末涨跌幅	短期展望	
汇率	美元指数	97.69	-0.55%	97.822	-0.03%	短期内美元指数对美联储降息的定价较为充分,叠加政府停摆、日元走弱等因素阶段抬升避险情绪,美元指数料不改中枢下行趋势但阶段有一定走升空间	
	USDCNY	7.1247	-0.70%	7.1186	-0.20%	中国内地积极政策延续落地,10月20日即将发布“十五五”规划建议稿,国际资金增配中国市场的空间仍大,人民币汇率中枢走升趋势料延续、短期或偏窄幅波动	
	USDCNH	7.1248	-0.70%	7.1287	0.09%		
利率	SOFR	隔夜	4.30	(4.48)	4.24	(10.00)	Fed Watch 显示 10 月降息 25BP 的概率超过九成,短期内 SOFR 料跟随基准利率走低
		1M	4.17	(16.89)	4.13	(14.34)	
		3M	4.04	(17.56)	3.98	(19.47)	
	HKD HIBOR	隔夜	3.26	164.15	5.02	101.79	中国资产价值重估仍将继续吸引资金流入,港元需求仍较强, HKD HIBOR 料延续偏高位波动
		1M	3.29	136.48	3.54	24.11	
		3M	3.32	104.65	3.53	22.99	
	SHIBOR	隔夜	1.39	3.31	1.38	4.80	预计人行延续综合运用多种货币政策工具维护市场流动性充裕,关注人行后续政策组合拳安排, SHIBOR 继续围绕政策利率波动、大幅走升或回落概率预计均不高
		1M	1.54	0.86	1.57	4.30	
		3M	1.56	0.67	1.58	3.00	
	CNH HIBOR	隔夜	1.33	(8.51)	1.81	22.36	离岸人民币流动性整体充裕,人民币汇率偏强波动, CHN HIBOR 大概率延续偏低位波动
		1M	1.66	(1.48)	1.69	3.46	
		3M	1.73	(1.20)	1.71	(3.30)	

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。

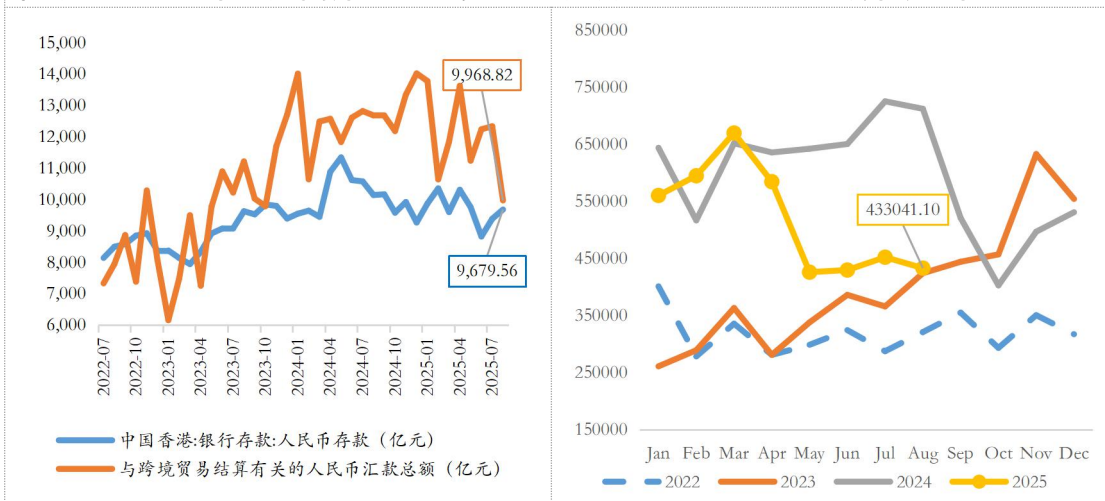
人民币汇率短期或偏窄幅波动

——香港离岸人民币市场观察（2025年9月刊）

一、8月香港人民币存款规模延续环比回升，离岸人民币交易活跃度环比有所回落

截至2025年8月末，香港人民币存款规模为9,679.6亿元，环比升3.2%（7月环比升6.4%），同比降4.6%（7月同比降11.3%）；跨境贸易结算有关的人民币汇款总额为9,968.8亿元，环比降19.2%（7月环比升0.8%），同比降21.4%（7月同比降3.8%），是2023年10月以来的低位，前期“抢进口”效应显现、高基数影响下8月出口增速较前期回落¹。离岸人民币交易活跃度边际回落，8月人民币RTGS（香港人民币结算所自动转账系统）清算额为43.3万亿元，环比跌4.2%（7月环比升5.2），同比跌39.2%（7月同比跌37.7%）（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

¹ “抢进口”效应、2024年同期基数相对较高（807%）影响下，2025年8月出口总值3218亿美元、同比增长4.4%，进口总值2195亿美元、同比增长1.3%，相较7月的7.2%和4.1%回落。

二、9月美元指数续降，人民币汇率续升、离岸汇率整体更强；往后看，短期人民币汇率大概率偏窄幅波动

9月美元指数中枢延续趋势回落。上半月受降息预期影响，美元指数波动回落；9月17日美联储降息落地，美元指数最低跌至96.22，是2022年2月以来的最低水平；但美联储转鸽程度整体不及预期（详见前期报告《不及预期的转鸽——美联储9月议息会议点评》），叠加美国二季度GDP增速终值上修至3.8%、创近两年新高，零售和地产销售数据超预期²，带动美元指数走势转强。整体看，9月美元指数均值为97.69、较8月均值跌0.52%，9月末报97.93、较8月末微升0.09%（8月跌幅为2.2%）。9月30日，因临时财政拨款未能及时通过，美国政府时隔近7年再次陷入停摆，叠加日元因市场担忧“安倍经济学”再现走弱，10月1-8日国庆假期市场避险情绪升温，美元指数走升、盘中最高触及99.06，升幅1.05%。

9月人民币汇率延续走升、节奏阶段有所缓和。外部，美元指数中枢走弱，中美双方积极互动释放利好信号；内部，基本上，“反内卷”政策成效逐步显现，8月工业企业利润由负大幅转正至20.4%，是2023年12月以来的最高增速，9月官方制造业PMI延续第二个月回升，RatingDog制造业PMI升至51.2（预期50.2，前值50.5）；政策面上，提振内需和资本市场的积极政策接续落地，包括商务部等9部门

² 8月美国零售销售额环比增长0.6%（前值0.5%、预期0.2%），连续三个月好于市场预期；核心零售销售增长0.7%、也好于预期（前值0.3%、预期0.4%）。8月新屋销售猛增20.5%，经季节性调整后的年化率为80万户，这是2022年1月以来的最高水平，增幅为2022年8月以来最大。

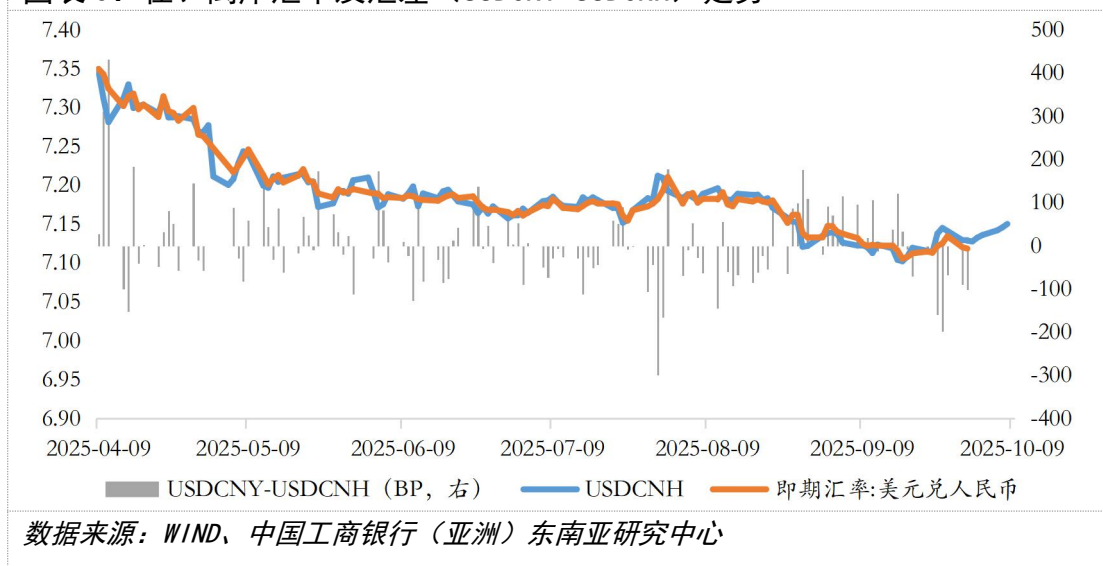
联合印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》，国家发改委加快推进新型政策性金融工具落地，规模共 5,000 亿元；交易面上，科技创新引领价值重估，9 月上证综指接近 3,900 点、刷新近 10 年新高，创业板指延续大幅走升 12.0%，持续吸引资金流入（详见前期报告《9 月全球经济与大类资产配置观察》）。9 月末，USDCNY、USDCNH 分别收报 7.1204、7.1294，较 8 月末分别升 0.18%、0.10%（8 月分别升 0.83%、1.21%）；月度均值分别为 7.1250、7.1246，较 8 月均值 7.1750、7.1749 升 0.70%、0.70%；在-离岸汇率（USDCNY-USDCNH）月度均值延续为正、为 4.6BP，较上月均值（1.3BP）升 3.3BP。10 月 1-8 日，受美元走强影响，非美货币短暂走跌，USDCNH 最弱至 7.1535、跌幅 0.3%，9 日 AH 股市乐观情绪带动快速回升至 7.13 附近（见图表 3）。

从银行间外汇交易情况看，8 月结售汇差额延续第六个月为顺差、为 145.0 亿美元（7 月为 267.9 亿美元），结汇率（=银行代客结汇额/银行代客涉外收款额，外币）小幅回落至 61%（7 月为 63%），8 月银行代客远期结汇签约额为 289.4 亿美元，环比回落 18.3%，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 7 月回落 1.3 个百分点至 8.7%。高频数据--美元兑人民币即期询价 9 月日均成交量为 375.17 亿美元，同比跌 14.0%、环比跌 6.0%，反映结汇力量对人民币汇率的支持力度边际有所减弱。

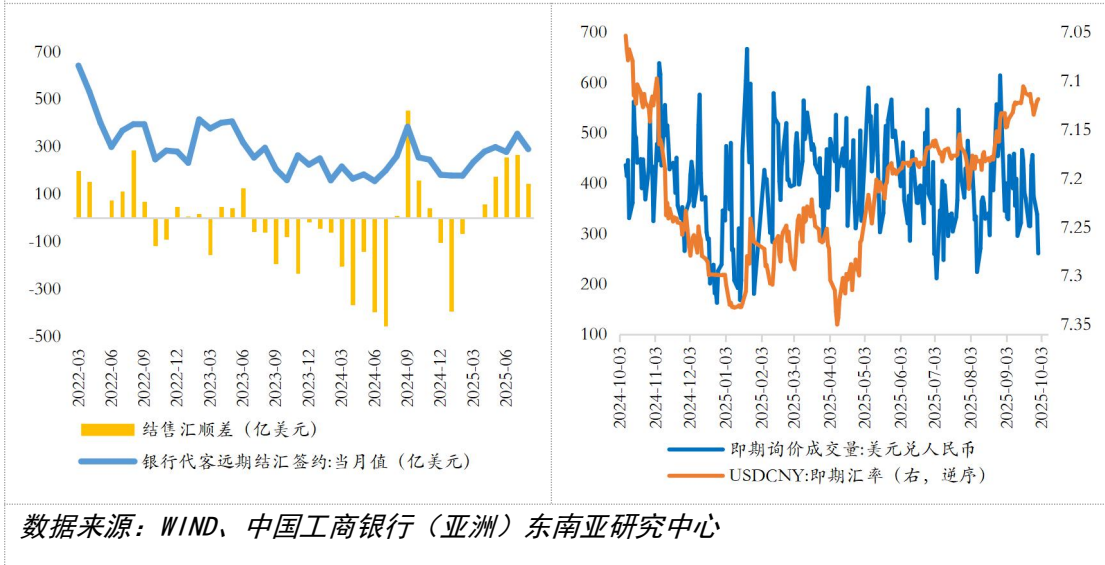
往后看，短期内美元指数对美联储降息定价较为充分

（截至 10 月 9 日，Fed Watch 显示 10 月降息 25BP 的概率超过九成，市场已充分计价），叠加美国经济维持韧性，政府停摆、日元走弱等因素阶段抬升避险情绪，美元指数料不改中枢下行趋势但阶段有走升空间。中国内地积极政策延续落地，10 月 20 日即将发布“十五五”规划建议稿，国际资金增配中国市场的空间仍大，人民币汇率不改中枢走升趋势、短期或偏窄幅波动（见图表 4-5）。

图表 3：在、离岸汇率及汇差（USDCNY-USDCNH）走势



图表 4-5：结售汇及美元兑人民币即期成交量的情况



三、9月CNH HIBOR均值回落、月末翘尾，离岸人民币-港元利差均值延续倒挂、离-在岸人民币利差收窄；往后看，CNH HIBOR大概率延续偏低位波动，HKD HIBOR料延续偏高位波动

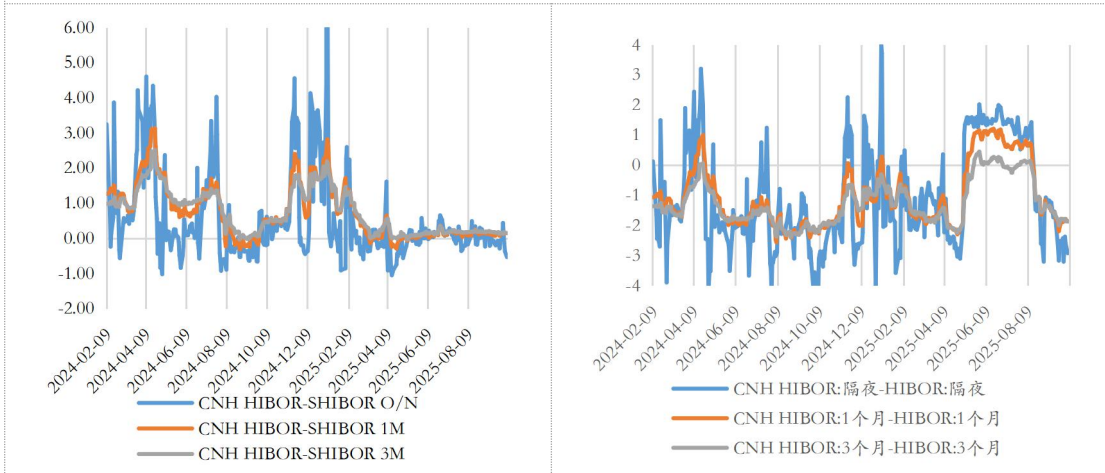
9月CNH HIBOR均值回落、月末翘尾。9月，隔夜、1个月和3个月CNH HIBOR月度均值分别为1.33%、1.66%、1.73%，较8月均值分别降8.5BP、1.5BP、1.2BP；月末翘尾，隔夜、1个月和3个月CNH HIBOR分别收报1.81%、1.69%、1.71%，较8月末分别升22.4BP、升3.5BP、跌3.3BP。

港元利率延续大幅走升，离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值持续倒挂。9月，科技股价值重估带动AH股表现亮眼，港交所日均成交额达到3,167.2亿港元、刷新历史最高水平，港股通月度净买入额达到1,885.2亿港元、是2021年1月以来的最高水平，HKD HIBOR延续大幅上

行。9月隔夜、1个月、3个月 HKD HIBOR 均值分别为 3.26%、3.29%、3.32%，较 8 月均值大幅走升 164.2BP、136.5BP、104.7BP；9 月末，内地股市假期暂停交易，部分投资者转向港股市场，叠加季结因素影响，隔夜 HKD HIBOR 一度跳升至 5.02%，是 2024 年末以来的最高水平，1 个月、3 个月 HKD HIBOR 分别收报 3.54BP、3.52BP，较 8 月末升 24.1BP、23.0BP；**离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值持续倒挂**，9 月隔夜、1 个月、3 个月（CNH HIBOR-HKD HIBOR）利差均值分别为-1.93%、-1.63%、-1.59%，倒挂幅度较 8 月走阔 172.7BP、138.0BP、105.9BP（见图表 6）。10 月 1-8 日隔夜 HKD HIBOR 高位回落，跌幅 155.6BP、报 3.46%，1 个月、3 个月 HKD HIBOR 小幅回升 1.7BP、9.1BP，分别报 3.55%、3.62%。

中国内地市场流动性充裕，SHIBOR 均值小幅回升，离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）收窄。9 月，隔夜、1 个月、3 个月 SHIBOR 均值小幅回升 3.3BP、0.86BP、0.67BP；**离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）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-0.06%、0.12%、0.17%，较 8 月分别收窄 11.83BP、2.34BP、1.88BP，月末报 0.43%、0.12%、0.13%，较 8 月末分别走阔 17.56BP、收窄 0.84 BP、收窄 6.3BP（见图表 7）。

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

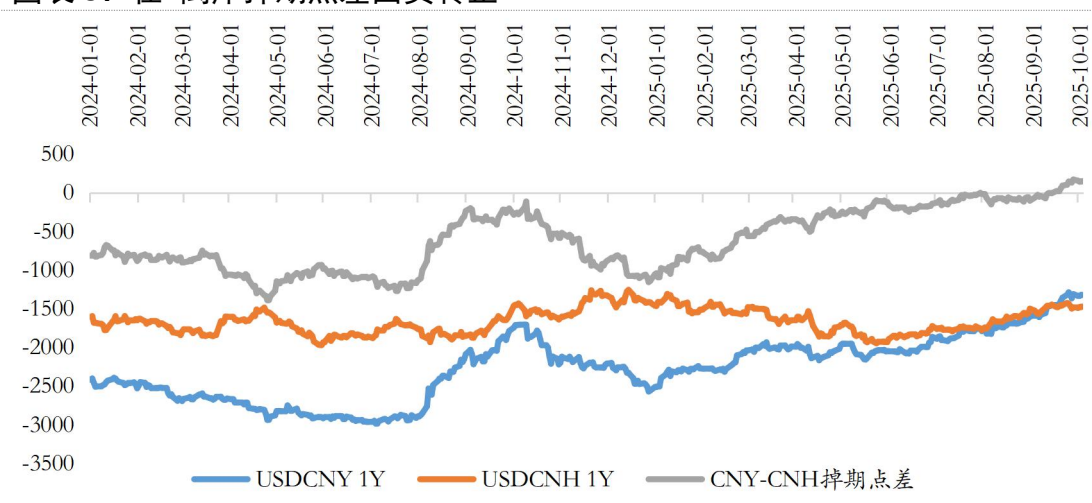
往后看，预计人行延续综合运用多种货币政策工具维护市场流动性充裕，关注后续人行政策组合拳安排，SHIBOR 继续围绕政策利率波动、短期大幅走升或回落概率料均不高；离岸人民币流动性整体充裕，人民币汇率趋势较强，CHN HIBOR 大概率延续偏低位波动；中国资产价值重估仍将继续吸引资金流入，港元需求仍较强，HKD HIBOR 料延续偏高位波动。

四、在-离岸掉期点差由负转正，港交所衍生品交投数据反映市场预期人民币汇率短期或呈小幅波动走势

9月在、离岸人民币掉期点延续走升，在-离岸掉期点差由负转正。9月中美利差倒挂幅度收窄，美元/人民币掉期点延续走升，USD/CNY 1年期掉期点月度均值为-1442.19BP、较上月均值（-1702.84BP）升260.66BP，9月末报-1334BP、

较上月末升 265BP；USD/CNH 1 年期掉期点月度均值为 -1483.16BP，较上月均值（-1618.58BP）升 135.42BP，月末报 -1478.70BP，较上月末升 19.8BP。在-离岸掉期点差（CNY-CNH）由负转正，9 月均值为 40.98BP，较上月均值（-84.27）走阔 125.24BP，月末报 144.7BP，较上月末升 245.2BP（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-离岸掉期点差由负转正



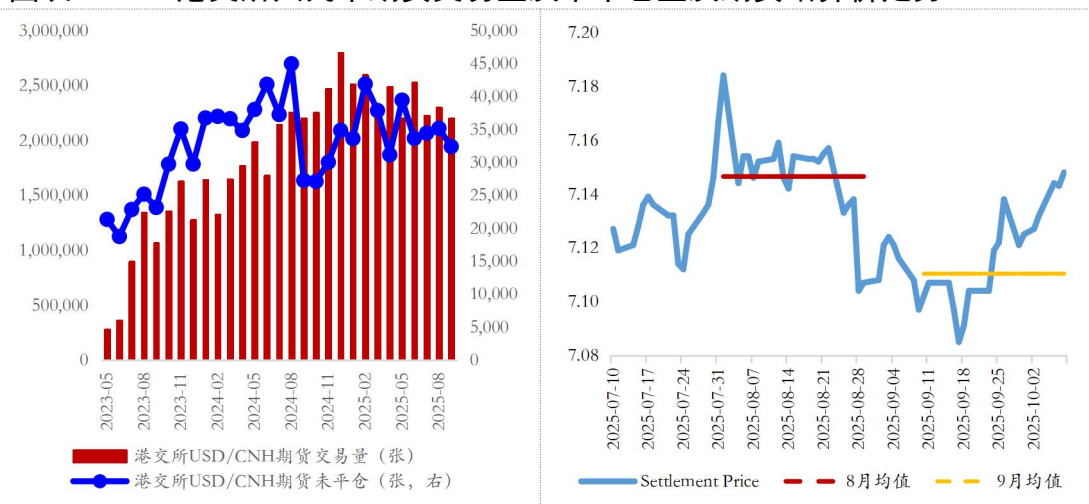
数据来源：彭博、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

港交所人民币期货交易量和持仓量双减、结算价均值走升、月末收跌，反映市场预期人民币汇率短期或呈小幅波动走势。人民币期货市场交易活跃度边际有所降温，9 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 4.1%，截至 9 月末未平仓合约 3.24 万张，较上月末减少 7.9%（如图表 9）。期货结算价先升后降，上半月港交所人民币期货结算价走升，最高升至 7.085，此后震荡回落，9 月均值为 7.11，较 8 月均值 7.15 升 0.51%，月末收报 7.125，

较 8 月末跌 0.25%（如图表 9-10）。

比较看，8 月期货交易量和持仓量双增，期货结算价均值小幅走跌但月末收升，反映市场预期人民币延续走升、阶段升势或趋缓；从实际数据来看，9 月人民币汇率月度均值仍走升，离岸人民币汇率月末小幅收跌，与预期情况基本一致。9 月港交所人民币期货交易量和持仓量双双走跌，期货结算价先升后跌、月末收跌，或反应市场预期人民币汇率短期或呈小幅波动走势。

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：港交所、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

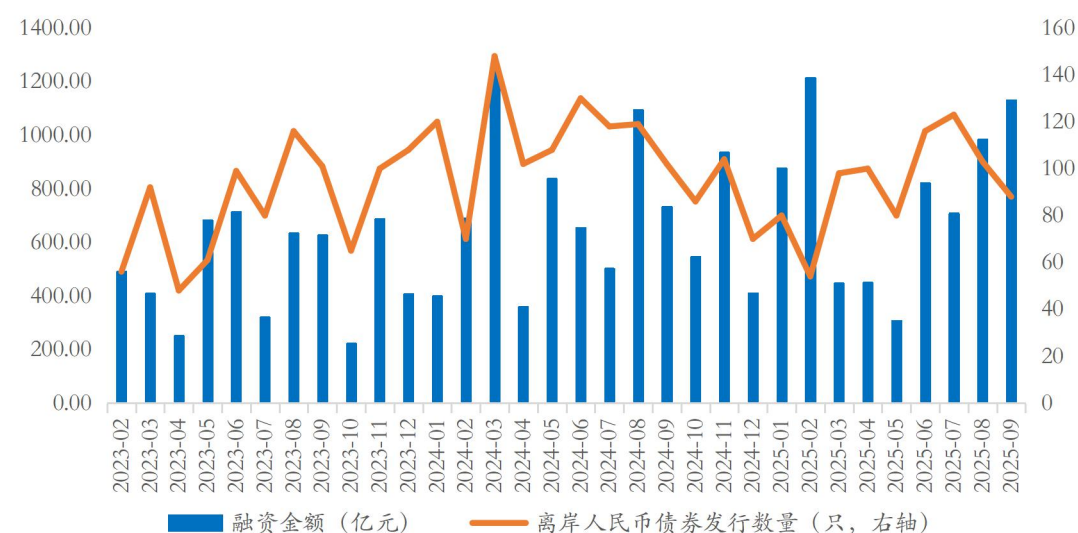
五、离岸人民币债券融资额环比回升，股市较快走强背景下，境外机构在银行间债券市场托管规模环比延续有所回落

9 月离岸人民币债券³融资额环比回升。根据彭博数据，9 月离岸人民币债券发行 88 只、较上月减少 15 只，但融资

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，以及在中国内地自贸区发行的离岸人民币债券（“明珠债”）。

总额环比增加 14.9%、至 1,131.3 亿元，同比增加 54.2%（见图表 11）。其中，9 月 24 日，人民银行发行 6 个月期离岸人民币央票，融资额 600 亿元。

图表 11：离岸人民币债券发行数量及融资额



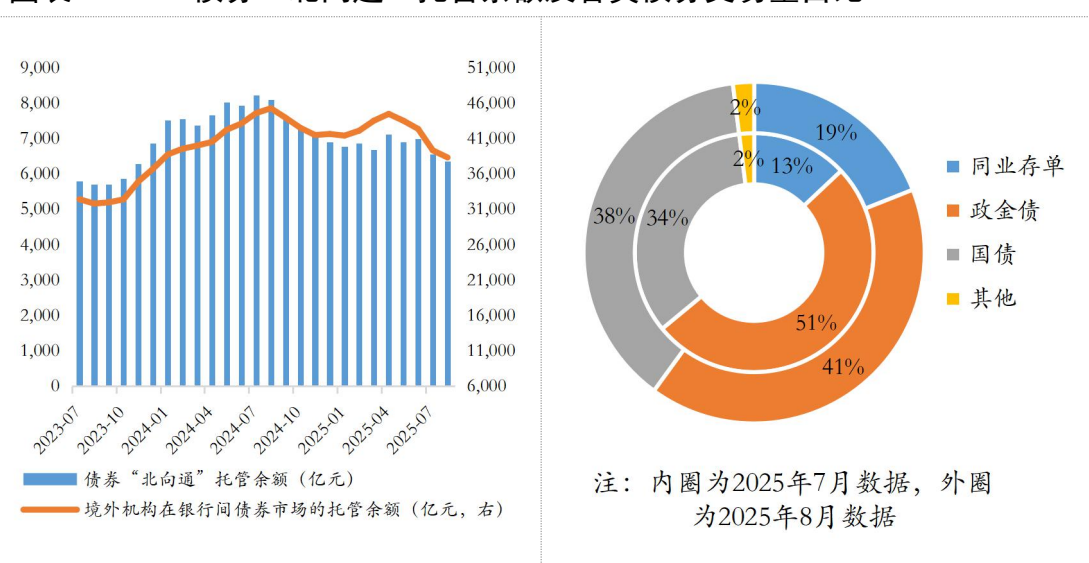
数据来源：彭博、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

8 月境外机构在银行间债券市场托管规模延续小幅回落，国债持有比重上升、仍不及政金债。 8 月新增 1 家境外机构主体进入银行间债券市场，截至 8 月末，共有 1,167 家境外机构主体入市，其中 607 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 3.83 万亿，环比减少 2.54%，是 2023 年 12 月以来的最低水平，其中债券“北向通”托管量 6,352.4 亿元、环比减少 3.0%，占境外机构在银行间债券市场总托管量的比重为 16.6%，较上月减少 0.1 个百分点（见图表 12）。债券“北向通”交易量环比回落，国债持有比重回升。8 月“债券北向通”成交额为 7,501 亿

元，环比回落 21.7%，是近 9 个月以来的最低水平；结构上，持有国债占比 38%，较 7 月回升 4 个百分点，持有政金债占比 41%，较 7 月下降 10 个百分点，持有同业存单 19%、较 7 月上升 6 个百分点（见图表 13）。

往后看，中国内地政策积极发力持续提振内生经济增长动能，美联储重启降息背景下中美利差倒挂料延续收窄，中国资产中长期配置价值优势逐渐凸显，叠加国际资金配置中国资产的比重仍处历史偏低水平⁴，后续国际资金增配中国资产的空间仍大，短期股市的配置吸引力或延续较强。

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

⁴ 股市：根据摩根斯坦利 2025 年 9 月报告，截至 8 月底全球主动管理型基金对中国股市仍低配 1.3 个百分点，仓位仅为 2021 年峰值的 6 成。截至 2025 年 2 季度末，“北向通”持有中国股市约 2.8% 的流通市值，持仓总量约为 2.29 万亿人民币。

债市：根据国家外汇管理局 2025 年 8 月数据，外资持有境内债券余额 3.2 万亿元人民币，仅占银行间托管总量的 2.9%。根据国际清算银行 BIS 数据，以持仓/名义 GDP 计算，外资在中国债市的渗透率仅为 2.1%，远低于印尼（11%）、印度（6%）和巴西（8%），在主要新兴市场经济体中处于最低水平。



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。**