

# 研究报告

## 人民币汇率稳健走升

——香港离岸人民币市场观察（2026年1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 李美婷

## 【核心观点】

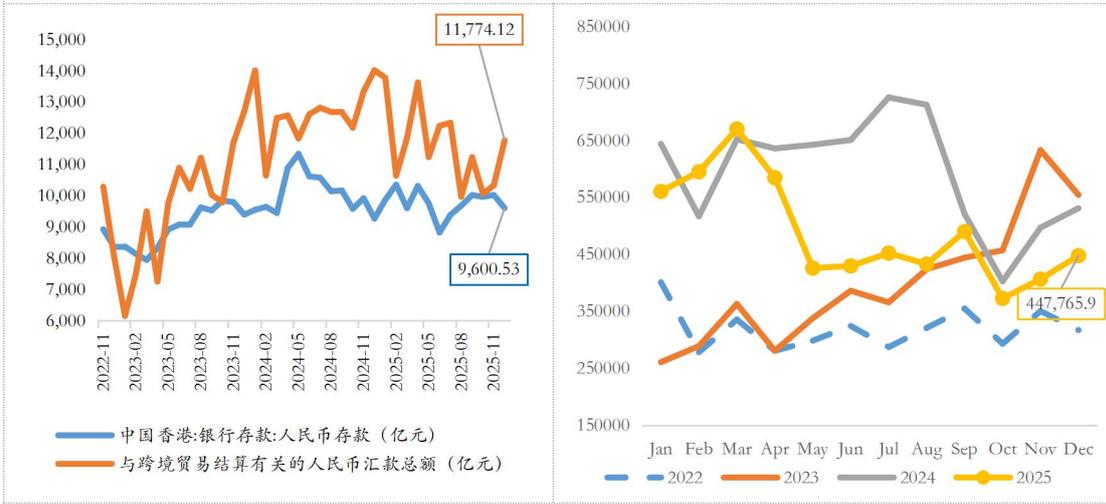
		1月均值	均值月度 涨跌幅	1月末 收报	月末 涨跌幅	短期展望	
汇率	美元指数	98.22	-0.31%	97.115	-1.17%	关注美联储主席提名人选沃什后续政策表态,综合考虑,美元指数大幅走升可能或不大	
	USDCNY	6.9675	-1.06%	6.9486	-0.58%	顺势结汇及节假日季节性结汇料延续支持人民币汇率走升,短期美元指数波动回升、假日休市北向交易趋于淡静等背景下,人民币汇率升值节奏或趋缓	
	USDCNH	6.9649	-1.02%	6.9589	-0.24%		
利率	SOFR	隔夜	3.66	(14.47)	3.65	(22.00)	美联储降息预期仍有不确定性,SOFR走势料小幅波动、或有阶段走高可能
		1M	3.67	(7.62)	3.67	(1.87)	
		3M	3.66	(4.84)	3.66	0.85	
	HKD HIBOR	隔夜	2.34	(2.26)	2.18	(220.26)	SOFR 走势料波动,港股趋势向好,年结过后短期HKD HIBOR大幅回落空间料不大,关注资本市场交投对流动性的影响
		1M	2.78	(32.50)	2.61	(46.19)	
		3M	2.87	(16.63)	2.83	(10.65)	
	SHIBOR	隔夜	1.34	5.48	1.33	0.10	临近节假日,预计SHIBOR或有短暂走升可能,人行料综合运用逆回购、买断式逆回购、增加购债等方式支持市场流动性合理充裕
		1M	1.56	1.77	1.55	(3.70)	
		3M	1.60	0.65	1.59	(1.10)	
	CNH HIBOR	隔夜	1.63	20.63	1.73	(19.88)	离岸人民币流动性整体充裕,2月2日起香港人民币业务资金安排总额度由1000亿元人民币增加至2000亿元人民币,CHN HIBOR大概率延续偏低位波动
		1M	1.81	5.55	1.79	(3.33)	
		3M	1.83	2.49	1.83	1.27	

【正文】

一、2025 年末香港人民币存款规模同比升 3.6%，离岸人民币交易活跃度延续环比回升

截至 2025 年 12 月末，香港人民币存款规模为 9,600.53 亿元，同比升 3.6%，环比降 4.2%；12 月跨境贸易结算有关的人民币汇款总额为 1,174.12 亿元，环比升 14.0%（11 月环比升 2.6%），同比降 16.0%（11 月同比降 22.5%）。离岸人民币交易活跃度延续环比回升，12 月人民币 RTGS（香港人民币结算所自动转账系统）清算额为 44.8 万亿元，环比升 10.1%（11 月环比升 9.1%），同比跌幅收窄至 15.7%（11 月同比跌 18.2%）（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、美元指数波动收跌、月末翘尾，人民币汇率延续走升；往后看，人民币汇率短期走升节奏或放缓

1 月美元指数波动收跌、月末翘尾。1 月上中旬，受委

内瑞拉等地缘事件影响，市场避险情绪升温，叠加美国购物季销售强劲、就业市场未快速走弱、核心通胀放缓等<sup>1</sup>因素影响下，美联储降息预期短暂回落，美元指数波动走升，最高接近 99.5；**下旬**，格陵兰岛事件发酵，美联储主席提名预期及日债利率大幅走升引发“套息交易”逆转恐慌等反复扰动市场，美元指数回落，**最低跌至 95.55，是 2022 年 2 月以来最低水平**；**月末**，特朗普提名凯文·沃什（Kevin Warsh）为下一任美联储主席，市场担忧其货币政策主张“偏鹰”<sup>2</sup>，月末美元指数翘尾回升。**整体看，1 月美元指数均值为 98.22、较 2025 年 12 月均值跌 0.31%，1 月末报 97.12、较 2025 年 12 月末跌 1.17%（12 月跌幅为 1.18%）。**

**1 月人民币汇率延续走升。外部**，美元指数波动走弱背景下，非美货币普遍走升；**内部**，中国内地出口韧性超预期、工业企业利润增速回正等<sup>3</sup>反映经济基本面持续回暖，人行宣布下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，积极货币政策统筹兼顾“稳增长”与“调结构”，中间价稳步调升（1 月美元兑人民币中间价调升 0.87%、高于 2025 年 12 月升幅 0.71%），市场顺势结汇与人民币汇率中枢走强形成“正反

<sup>1</sup> 美国 11 月份零售销售额增幅超过预期，美国 11 月零售销售月率 0.6%，预期 0.4%，前值下修至-0.1%。美国 12 月 ADP 就业增加 4.1 万人，增速不及预期，但结束了上月的负增。核心通胀仍高于目标但增速放缓，12 月美国未季调 CPI 年率 2.7%，预期 2.70%，前值 2.70%，月率 0.3%，预期 0.30%，核心 CPI 年率 2.6%，预期 2.70%，前值 2.60%，核心 CPI 月率 0.2%，预期 0.3%

<sup>2</sup> 沃什的政策主张：通胀方面，沃什是货币学派的信徒，2025 年 7 月 8 日他在哈佛研究所深度访谈中提到“通胀是（美联储）的一种选择...央行可以达到它想要的任何通胀水平”。资产负债表政策方面，沃什支持缩表。谈及美联储 4 轮 QE 时，沃什仅对 QE1 表示肯定，他认为 QE 仅仅应该在经济遇到紧急情况时使用。机构改革方面，沃什认为过去十多年“以危机管理为中心、以扩张资产负债表为手段”的模式，正在侵蚀美联储的独立性、政策可信度与通胀锚定能力，对此，沃什提出几点改革建议：一是希望美联储和财政部达成类似 1951 年《财政部-美联储协议》，美联储只管利率，财政部只管财政账户；二是减少前瞻指引和反对数据依赖，让市场回归自主定价；三是减少美联储涉足社会、政治议题，保证独立性。

<sup>3</sup> 2025 年 12 月，进出口数据好于预期，以美元计，中国 12 月出口同比增长 6.6%，进口同比增长 5.7%；12 月，规模以上工业企业利润由 11 月份下降 13.1% 转为增长 5.3%

馈”。1月末，USDCNY、USDCNH分别收报6.9486、6.9589，较2025年12月末分别升0.58%、0.24%，升幅较上月有所趋缓（12月分别升1.28%、升1.35%）；1月均值分别为6.9675、6.9649，较12月均值（7.0423、7.0370）分别升1.06%、1.02%；在-离岸汇率差（USDCNY-USDCNH）月度均值为35.7BP，较上月均值（54.6BP）跌18.9BP（见图表3），反映在岸汇率升值节奏更快。

从银行间外汇交易情况看，12月结售汇顺差刷新历史记录、为999.34亿美元（11月为164.23亿美元），结汇率（=银行代客结汇额/银行代客涉外收款额，外币）升至69%（11月为61%），12月银行代客远期结汇签约额为524.32亿美元，环比升48.8%，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）较11月升1个百分点至11.6%，是2024年9月以来的最高水平。高频数据--美元兑人民币即期询价1月日均成交量为449.04亿美元，是2025年5月以来最高水平，环比升29.9%、同比升20.6%，反映结汇力量对人民币汇率的支持力度延续较强（见图表4-5）。

横向比较，人民币汇率走强步伐相对稳慎。美元指数连续三个月回落（2025年11月-2026年1月，累计跌幅2.62%），美元兑离岸人民币汇率（USDCNH）累计升幅2.30%、小幅美元跌幅；发达经济体货币中，澳元、英镑、瑞郎升幅较大（分别为6.40%、4.09%、4.06%）；发展中经济体货币中，墨西

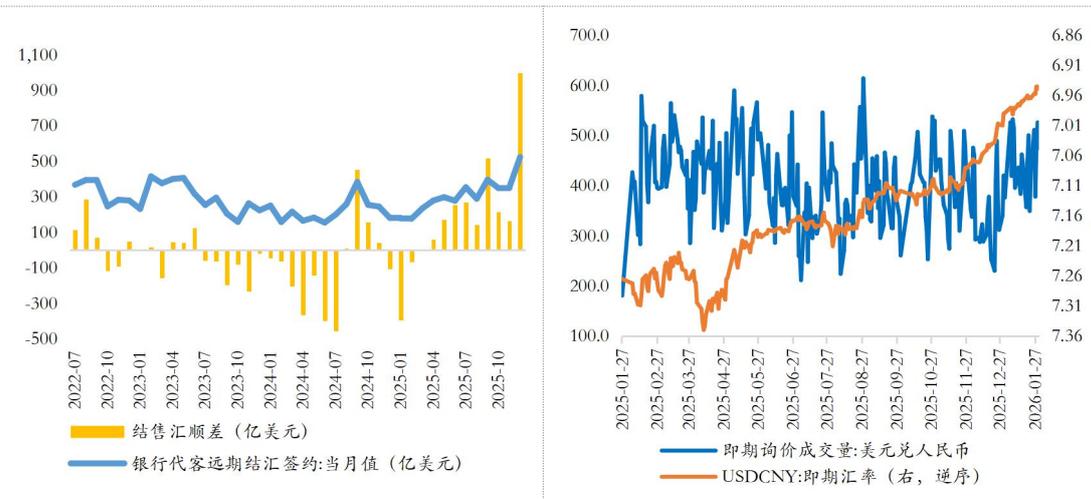
哥比索、马来西亚林吉特、泰铢、新加坡元等货币汇率升幅超过人民币（见图表 6）。

往后看，沃什被提名美联储主席候选人引发市场对美联储货币宽松预期降温，后续需关注其发言及其“美联储资产负债表管理政策”的落地可能，市场普遍预期其大概率采用相对温和的节奏、以防对市场造成较大扰动，美元指数大幅走升可能或不大。顺势结汇及节假日季节性结汇对人民币汇率仍有支持，短期美元波动回升、假日休市北向交易趋于淡静等背景下，人民币汇率升值节奏或放缓。

图表 3：在、离岸汇率及汇差（USDCNY-USDCNH）走势

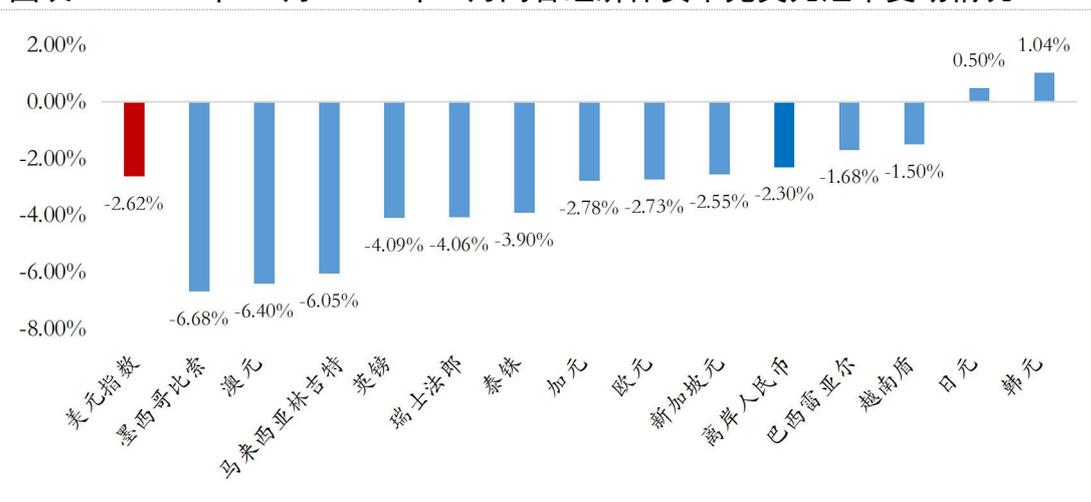


图表 4-5：结售汇及美元兑人民币即期成交量的情况



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：2025 年 11 月-2026 年 1 月间各经济体货币兑美元汇率变动情况



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

注：除美元指数外，其他汇率均统一为直接标价法，变动幅度为正则该货币兑贬值，反之为升值。

三、1 月 CNH HIBOR 均值走升，离岸人民币-港元利差均值倒挂幅度收窄、离-在岸人民币利差走阔；短期看，CHN HIBOR 预计延续偏低位波动、HKD HIBOR 大幅回落空间料不大

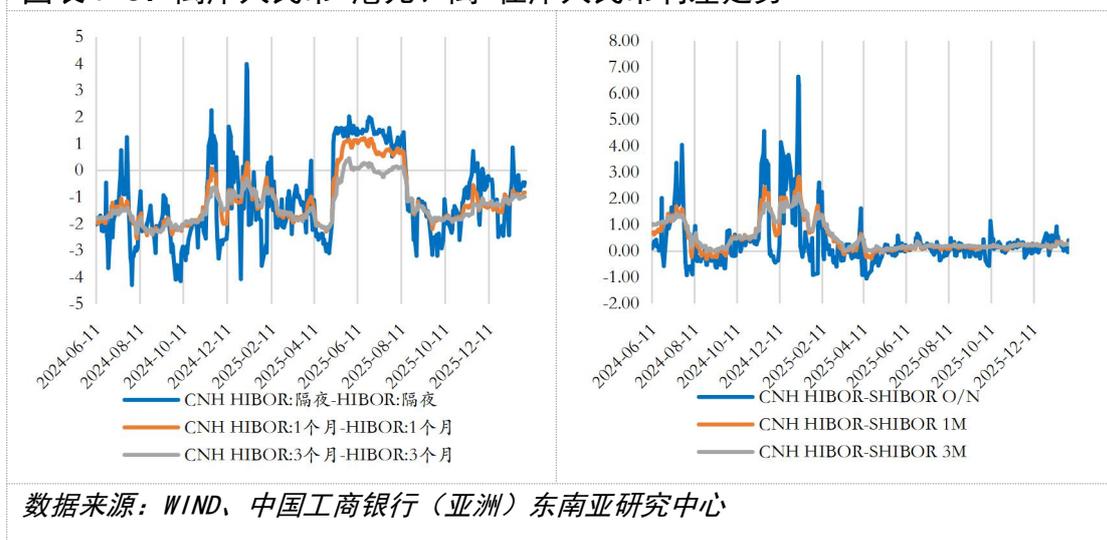
**1月 CNH HIBOR 均值走升。**1月，隔夜、1个月和3个月 CNH HIBOR 月度均值分别为 1.63%、1.81%、1.83%，较 2025 年 12 月均值分别升 20.6BP、5.5BP、2.5BP。月中，内地企业缴税期，叠加香港特区政府重启人民币特区政府机构债券发行，CNH HIBOR 短暂走升，1月13日隔夜 CNH HIBOR 升至 2.31%，是 2025 年 10 月以来的最高水平；**月末**，隔夜、1个月和3个月 CNH HIBOR 分别收报 1.73%、1.79%、1.83%，较 12 月末分别跌 19.9BP、跌 3.3BP、升 1.3BP。

**港元利率均值回落，离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值倒挂幅度收窄。**年结过后，市场流动性紧张有所缓和，1月隔夜、1个月、3个月 HKD HIBOR 均值分别为 2.34%、2.78%、2.87%，较 12 月均值跌 2.3BP、32.5BP、16.6BP。月末，隔夜、1个月、3个月 HKD HIBOR 分别收报 2.18%、2.61%、2.83%，较 12 月末跌 220.3BP、46.2BP、10.7BP；**离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值倒挂幅度收窄**，1月隔夜、1个月、3个月（CNH HIBOR-HKD HIBOR）利差均值分别为 -0.71%、-0.97%、-1.05%，倒挂幅度较 12 月收窄 22.9BP、38.0BP、19.1BP（见图表 7）。

**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）走阔。**1月中，人行宣布“结构性降息”，下调再贷款、再贴现利率 25BP，隔夜 SHIBOR 短线回落（1月14日的 1.39%最低降至 1月19日的 1.318%，降幅 7.2BP），企业缴税期间，SHIBOR 又重新转升，

隔夜、1个月、3个月 SHIBOR 月度均值分别为 1.34%、1.56%、1.60%，较 12 月均值分别升 5.5BP、1.8BP、0.7BP；离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）走阔，隔夜、1个月、3个月离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）均值分别为 0.29%、0.25%、0.23%，较 12 月分别走阔 15.10BP、3.8BP、1.8BP（见图表 8）。

图表 7-8：离岸人民币-港元、离-在岸人民币利差走势



往后看，1月初人行工作会议定调 2026 年“继续实施适度宽松的货币政策，灵活高效运用降准降息等多种货币政策工具，保持流动性充裕”。临近节假日，预计 SHIBOR 或有短暂走升可能，人行料综合运用逆回购、买断式逆回购、增加购债等方式维持市场流动性合理充裕；2月2日起香港人民币业务资金安排总额度由 1000 亿元人民币增加至 2000 亿元人民币，离岸人民币流动性整体充裕，CHN HIBOR 大概率延续偏低位波动；美联储降息预期仍有不确定性，港股趋势向好，短期 HKD HIBOR 大幅回落空间料均不大，关注资本市

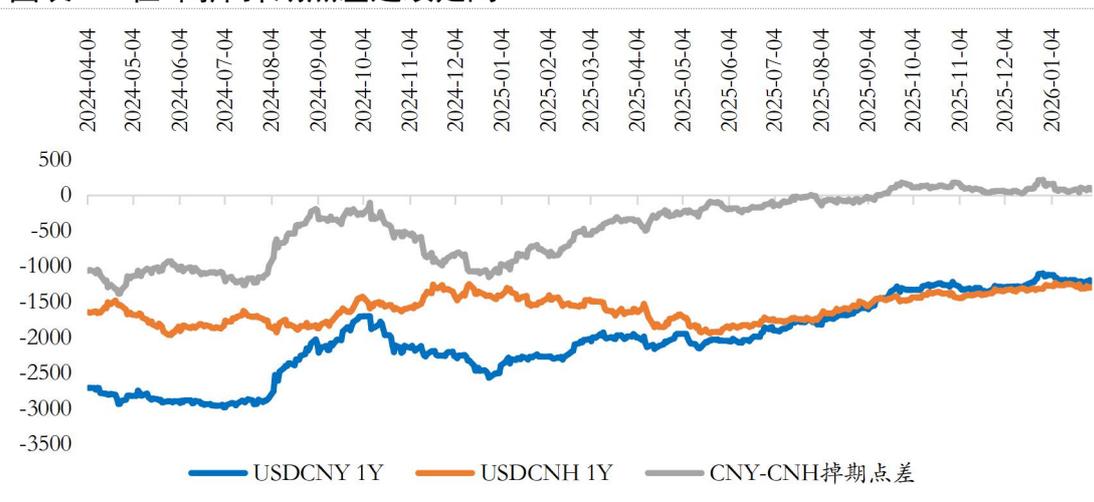
场交投对流动性的影响。

四、在-离岸掉期点差收窄，港交所衍生品交投数据反映市场预期人民币汇率延续走升、节奏或放缓

**1 月在、离岸人民币掉期点回落，在-离岸掉期点差收窄。**

1 月中美利差倒挂幅度走阔，美元/人民币掉期点回落，USD/CNY 1 年期掉期点月末报-1,221.0BP、较 12 月末跌 81BP，USD/CNH 1 年期掉期点月末报-1,294.01BP，较 12 月末跌 28.1BP。在-离岸掉期点差 (CNY-CNH) 延续为正、且较上月收窄，1 月末报 73.0BP，较 12 月末 (125.9BP) 收窄 52.9BP (见图表 9)。在-离岸掉期点差持续为正阶段性不利于“人民币债券+掉期”投资组合收益，掉期点差收窄表明在离岸市场对人民币汇率走势预期渐趋一致，有利于降低跨境企业在离岸汇率套保风险。

图表 9：在-离岸掉期点差延续走阔



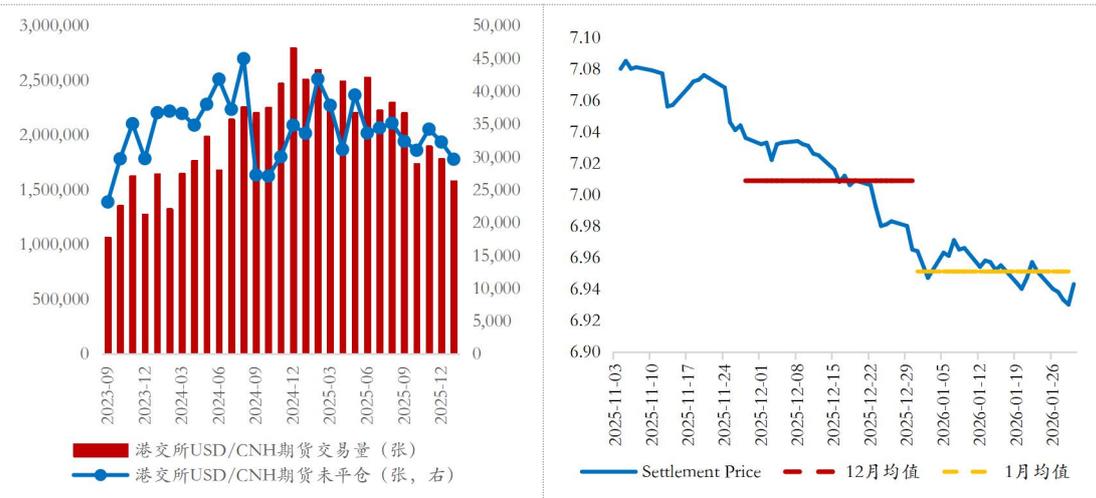
数据来源：彭博、中国工商银行 (亚洲) 东南亚研究中心

港交所人民币期货交易量和持仓量延续双减、结算价走

升，反映市场预期人民币汇率延续走升、节奏或放缓。人民币期货市场交易活跃度延续阶段性降温，1月港交所USD/CNH期货标准合约成交总量为158.2万张，较上月减少11.3%，是2024年2月以来的最低水平，截至1月末未平仓合约2.97万张，较2025年12月末减少8.1%。期货结算价延续走升，1月港交所人民币期货结算价均值为6.951，较2025年12月均值7.009升0.82%，月末收报6.943，较12月末升0.3%（如图表10-11）。

比较看，2025年12月港交所人民币期货交易量和持仓量均环比走跌，期货结算价走升，反映市场仍看好人民币走升。从实际数据来看，12月离岸和在岸人民币汇率均走升，与预期情况一致。1月港交所人民币期货交易量和持仓量延续双跌，期货结算价延续走升，反映市场预期人民币汇率延续走升、节奏或放缓。

图表 10-11：港交所人民币期货交易量及未平仓量及期货结算价走势

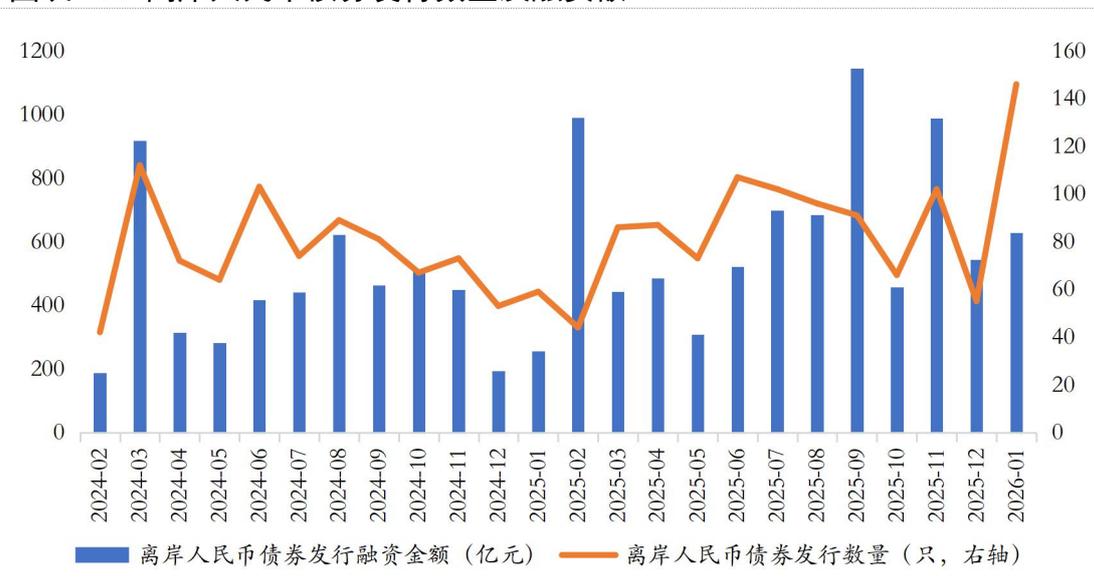


数据来源：港交所、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

## 五、1月离岸人民币债券发行环比回暖，境外机构在银行间债券市场托管规模环比延续有所回落

**1月离岸人民币债券<sup>4</sup>发行环比回暖。**根据彭博数据，1月离岸人民币债券发行146只、较2025年12月增加91只，融资总额628.1亿元，环比增加15.6%，同比增加145.6%（见图表12）。其中，1月19日香港，特区政府重开3年期人民币特区政府机构债，融资额12.5亿元。

图表 12：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

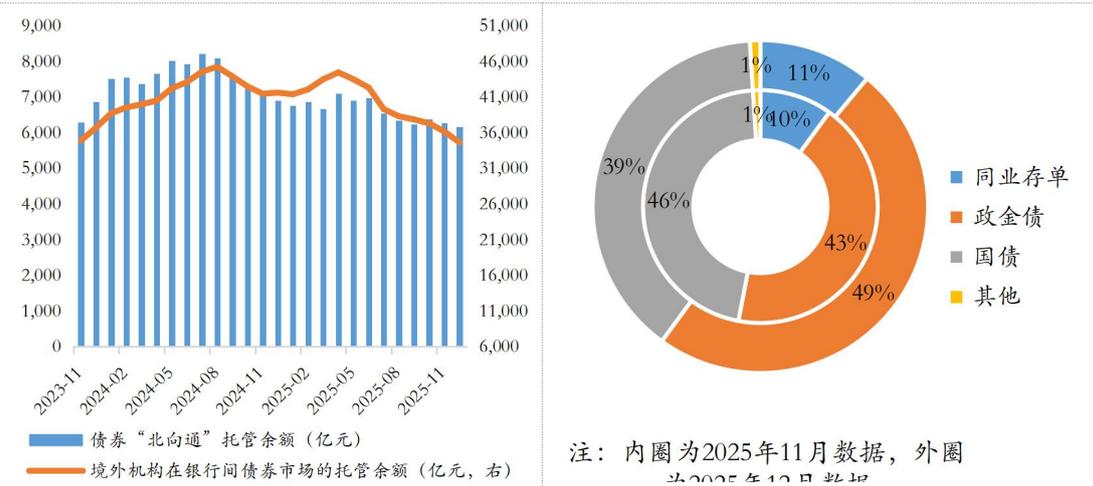
**12月境外机构在银行间债券市场托管规模环比有所回落，政金债持有比重上升、超过国债。**2025年12月新增6家境外机构主体进入银行间债券市场，截至12月末，共有1,189家境外机构主体入市，其中624家通过直接投资渠道入市，839家通过“债券通”渠道入市，274家同时通过两个渠道入市；境外机构在银行间债券市场的托管余额为3.46

<sup>4</sup> 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”）。

万亿，环比减少 4.18%，是 2023 年 10 月以来的最低水平，其中债券“北向通”托管量 6,170.7 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为 17.8%，较 11 月增加 0.4 个百分点（见图表 13）。债券“北向通”交易量环比回落，国债持有比重回升。12 月“债券北向通”成交额为 6,395 亿元，环比回落 4.2%；结构上，持有国债占比 39%，较 11 月回落 7 个百分点，持有政金债占比 49%，较 11 月上升 6 个百分点，持有同业存单 11%、较 11 月上升 1 个百分点（见图表 14）。

往后看，美联储重启降息背景下中美利差倒挂料波动收窄，中国资产中长期配置价值优势持续显现，后续国际资金增配中国资产的空间仍大，比较看，短期股市波动或提振债市资金配置的吸引力。

图表 13-14：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。**