

研究报告

地缘扰动下人民币资产 表现出较优稳健性

——香港离岸人民币市场观察（2026年2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

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】

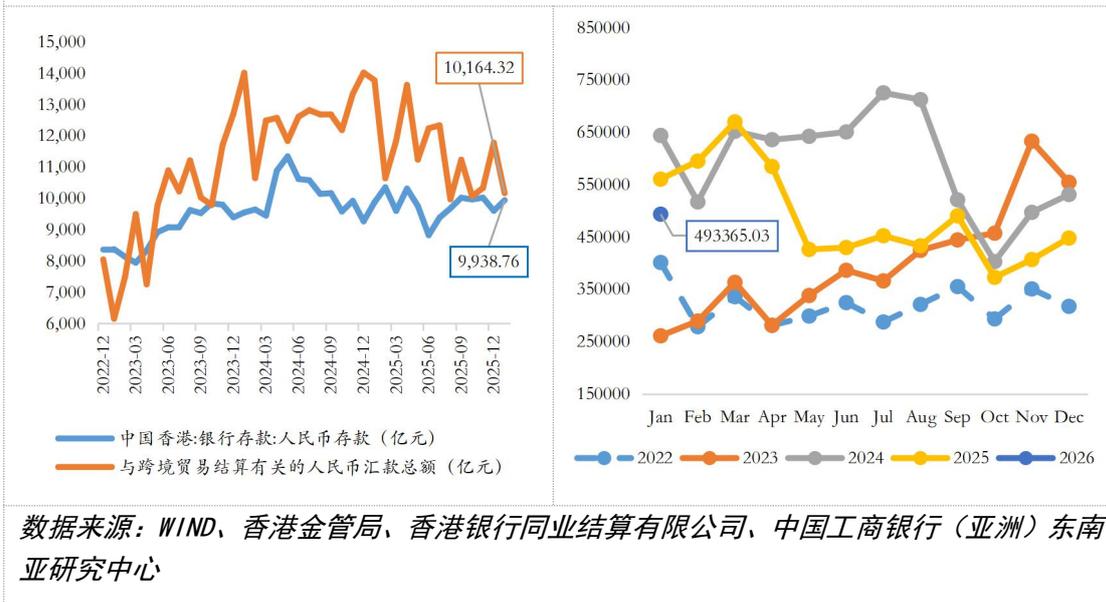
			2月均值	均值月度 涨跌幅	2月末 收报	月末 涨跌幅	短期展望
汇率	美元指数		97.44	-0.79%	97.644	0.54%	受中东地缘冲突影响，避险买需和通胀预期短期推动美元指数走升，后续需关注冲突形势演化及对大宗商品供应链扰动的持续性影响
	USDCNY		6.9085	-0.85%	6.8559	-1.33%	中东地缘冲突抬升避险情绪、美元指数跟随逆势波动，短期中东地缘形势是扰动外汇市场最大变量，人民币汇率料跟随中东地缘形势缓和重回中枢上行走势，人行相机政策安排有利于平抑市场波幅
	USDCNH		6.9006	-0.92%	6.8612	-1.40%	
利率	SOFR	隔夜	3.67	1.09	3.68	0.00	美联储降息预期仍有不确定性，SOFR走势短期料小幅波动；私人信贷市场系列负面事件引发关注，后续若出现信用风险事件，可能时点性推升SOFR
		1M	3.67	(0.62)	3.67	(0.15)	
		3M	3.66	(0.48)	3.67	0.56	
	HKD HIBOR	隔夜	2.03	(30.63)	2.55	37.23	美国经济滞胀担忧升温，美联储降息预期仍存不确定性，港股中长期趋势延续向好、HKD HIBOR 受地缘冲突影响有所波动，短期大幅回落或走升空间料均不大
		1M	2.48	(29.31)	2.41	(20.04)	
		3M	2.69	(18.14)	2.58	(24.23)	
	SHIBOR	隔夜	1.33	(0.76)	1.36	3.00	2026年两会政府工作报告延续“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政策工具，保持流动性充裕”等表述，预计短期结构性货币政策配合财政政策积极发力，SHIBOR 料围绕政策利率小幅波动
		1M	1.55	(1.00)	1.55	(0.10)	
		3M	1.58	(1.73)	1.57	(2.00)	
	CNH HIBOR	隔夜	1.37	(25.69)	1.71	(2.17)	SHIBOR 短期小幅波动，市场离岸人民币债券发行积极性较高，人行和财政部或适时发行离岸人民币央票和离岸人民币国债，预计CNH HIBOR 延续大幅走低空间不大
		1M	1.65	(16.07)	1.58	(21.23)	
		3M	1.72	(10.22)	1.67	(15.85)	

【正文】

一、1月香港人民币存款规模回升至近万亿元，离岸人民币交易活跃度延续第三个月环比回升

截至2026年1月末，香港人民币存款规模为9,938.8亿元，同比升0.7%，环比升3.5%；1月跨境贸易结算有关的人民币汇款总额为10,164.3亿元，同比降26.2%、环比降13.7%。离岸人民币交易活跃度延续第三个月环比回升，1月人民币RTGS（香港人民币结算所自动转账系统）清算额为49.3万亿元，环比升10.2%（上月环比升10.1%），同比跌幅收窄至12.0%（上月同比跌15.7%）（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）



二、美元指数波动收升，人民币汇率延续走升；往后看，中东地缘形势是扰动外汇市场最大变量，人民币汇率料跟随地缘形势缓和重回中枢上行走势，人行相机政策安排有利于平抑市场波幅

2月美元指数波动收升。月初，市场担忧美联储新任主席担忧凯文·沃什（Kevin Warsh）的“缩表”政策，市场宽松预期修正，美元指数走升；月中发布的经济数据显示，受政府停摆影响，2025年第四季度美国GDP增速大幅不及预期、消费降速但通胀粘性仍存，1月劳动力市场呈结构分化态势¹、降息预期短暂回升，美元指数波动回落；**下半月**，美国最高法院裁定特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）实施的“对等关税”及“芬太尼关税”等关税违宪无效，特朗普随即依据《1974年贸易法》第122条宣布征收10%的临时关税，关税不确定性上升，叠加美伊谈判进展胶着，美元指数波动回升。**2月美元指数均值为97.44、较1月均值跌0.79%，2月末报97.64、较1月末升0.54%（1月跌1.17%）。3月初**，中东地缘形势急剧升级、霍尔木兹海峡封锁，市场避险情绪升温，油价大幅走升增加通胀担忧，美元指数大幅走高，3月3日最高升至99.7，是近3个月以来的最高水平。

2月人民币汇率延续第五个月收升。基本面，中国内地春节假期消费市场稳中向好，文旅消费量价齐升，人均旅游花费同比提升约10%，创下自2019年以来春节假期的新高，重点监测餐饮企业销售额较2025年春节假期增长5.2%、增速加快1.6个百分点；**市场面**，节前季节性结汇需求增加，

¹ 2025年四季度GDP折年率增长1.4%，大幅低于预期2.8%和前值4.4%，2025年12月零售销售环比负增（-0.02%）、前值+0.55%，2025年12月核心PCE物价指数同比升3.0%、超过预期2.9%和前值2.8%，环比升0.36%（预期0.3%、前值0.21%），是2025年2月以来最大涨幅；1月新增非农就业13万人（预期7万人、前值4.8万人），但结构分化特征明显，就业增长集中于医疗保健、社会援助及建筑业，联邦政府与金融业成为拖累，私营部门就业压力较大，1月ADP就业新增约2.2万人，远低于市场预期的4.8万人。

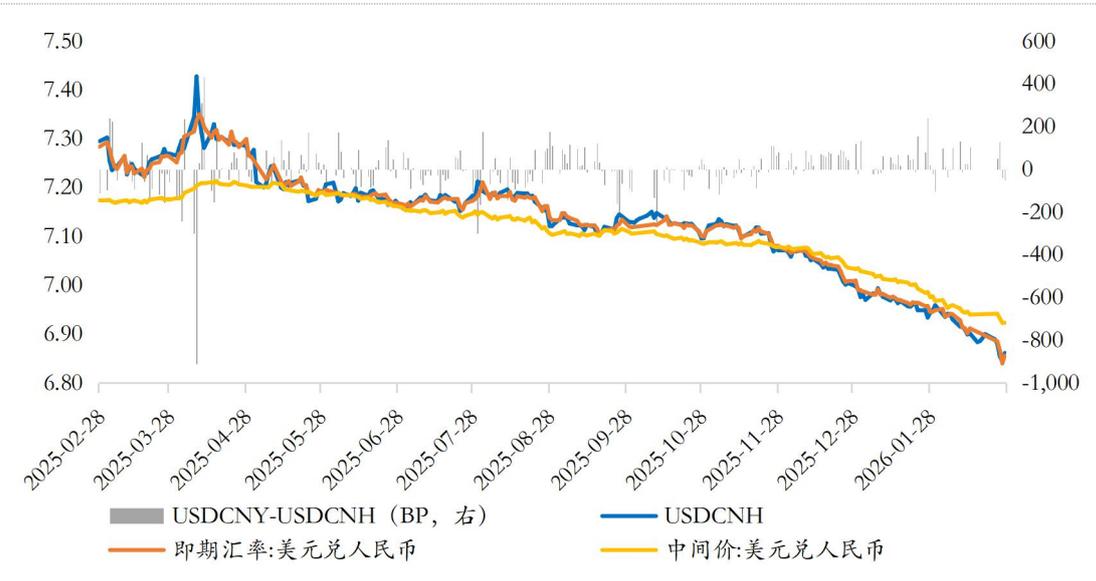
继续为人民币汇率走强提供动能。宏观审慎政策相机稳汇率，一方面，人行宣布3月2日起将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调至0，另一方面，2月人民币兑美元汇率中间价调升0.65%，升幅较1月（0.87%）有所收窄。截至2月末，USDCNY、USDCNH分别收报6.8559、6.8612，较1月末分别升1.33%、1.40%，升幅较上月仍有扩大（1月分别升0.58%、0.24%）；2月均值分别为6.9006、6.9085，较1月均值（6.9675、6.9649）分别升0.92%、0.85%；在-离岸汇率差（USDCNY-USDCNH）月度均值为38.2BP，较上月均值（35.7BP）微升2.5BP（见图表3）。3月初，美元指数受避险情绪推动走升，非美货币走势“技术”承压，截至6日，USDCNY、USDCNH分别收报6.8981、6.9093，较2月末跌幅0.62%、0.70%。

从银行间外汇交易情况看，1月结售汇顺差仍高、达887.56亿美元（2025年12月为999.34亿美元），为历史的次高位，结汇率（=银行代客结汇额/银行代客涉外收款额，外币）为68%（上月为69%），1月银行代客远期结汇签约额刷新2022年3月以来的最高水平、为573.57亿美元，环比升9.4%，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2.6个百分点至14.2%。反映1月结汇力量仍提振人民币汇率走强（见图表4-5）。

往后看，中东地缘冲突抬升避险情绪、美元指数跟随逆势波动（参考前期报告《中东地缘冲突：金融市场扰动前瞻》），短期中东地缘形势是扰动外汇市场最大变量，人民币汇率料

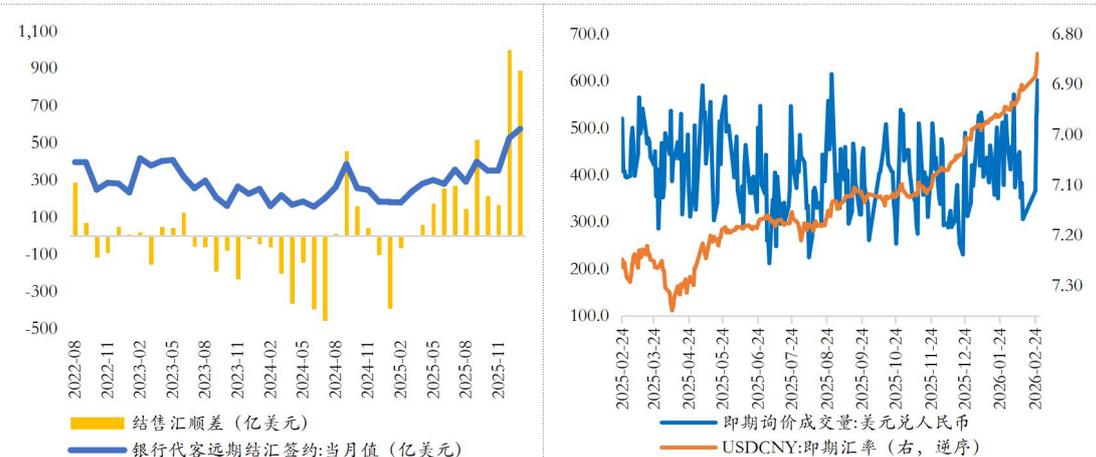
跟随地缘形势缓和重回中枢上行走势，人行相机政策安排有利于平抑市场波幅。

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

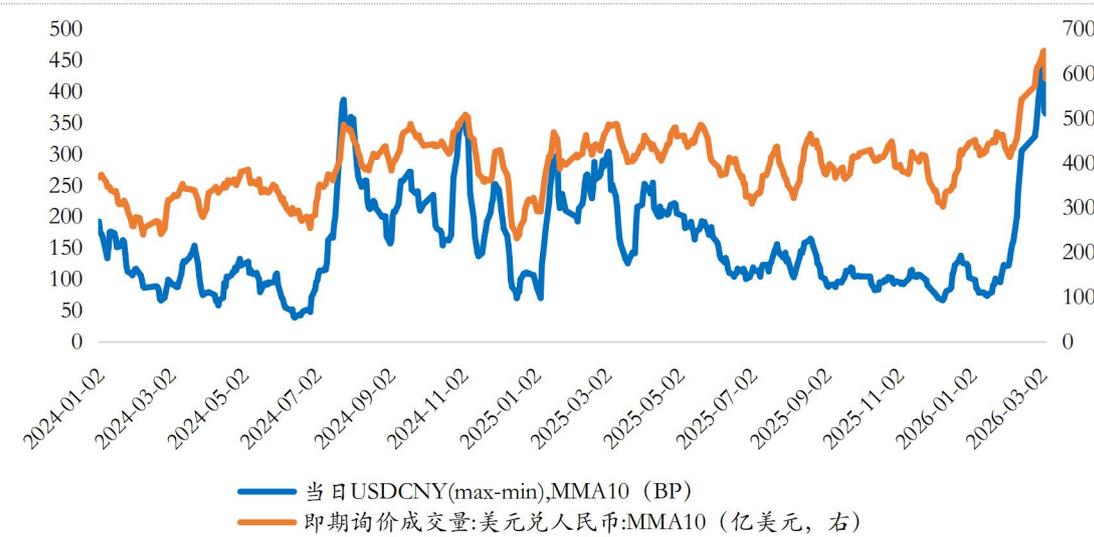


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

专栏 1 从高频数据看人民币汇率走势规律

观察历史数据，交易量与汇率波动幅度存在正相关关系（见图表 6）。近期高频数据显示，美元兑人民币即期询价 2 月日均成交量为 443.8 亿美元，环比跌 1.2%、同比升 5.4%；但 2 月 25 日-3 月 5 日，美元兑人民币即期询价交易明显放量（6 个交易日日均成交量达到 604.38 亿美元），尤其 3 月 4 日达到 714.34 亿美元、创历史新高，同期人民币汇率从 6.8796 跌至 6.9003，波幅接近 1000BP（为 987BP），反映地缘等因素复杂扰动下，市场预期人民币汇率双向波动幅度或有所加大，交易随之放量。

图表 6：美元兑人民币即期询价交易量与人民币汇率波动幅度呈正相关



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、2 月 CNH HIBOR 均值回落、离岸人民币国债和央票发行短暂推升隔夜利率，离岸人民币-港元利差均值倒挂幅度收窄、离-在岸人民币利差收窄；短期看，SHIBOR 料围绕政策利率小幅波动、预计 CHN HIBOR 延续大幅走低空间不大、HKD HIBOR 大幅回落或走升空间料不大

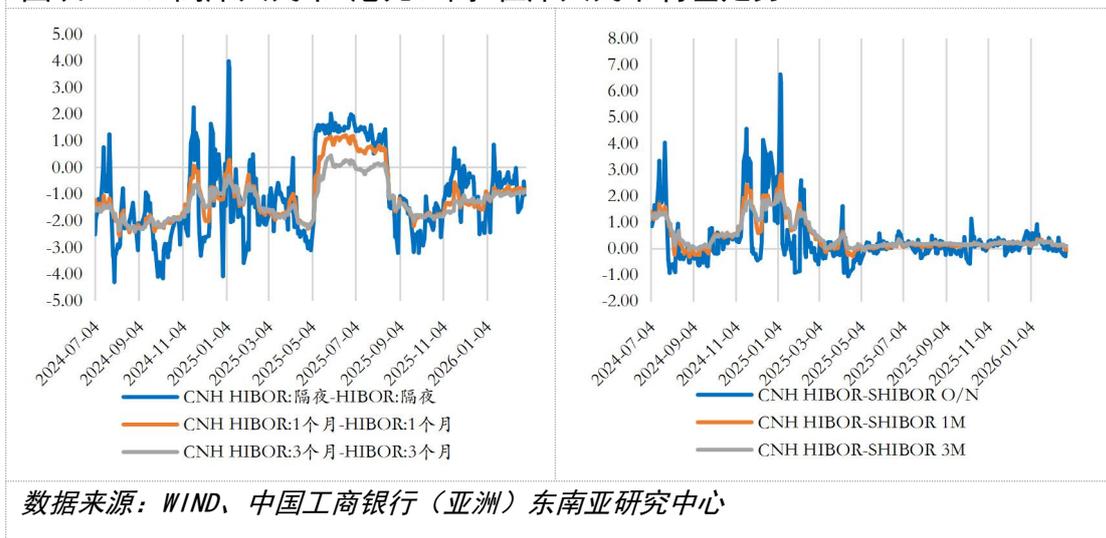
2月 CNH HIBOR 均值回落。1月，隔夜、1个月和3个月 CNH HIBOR 月度均值分别为 1.37%、1.65%、1.72%，较1月均值分别跌 25.7BP、16.1BP、10.2BP。离岸人民币国债和央票发行短暂推升隔夜利率，月中2月13日财政部在香港发行离岸人民币国债、融资总额 140 亿元，月末2月27日人行在港发行离岸人民币央票、融资总额 500 亿元，隔夜 CNH HIBOR 在发行当日分别升 12BP、31BP，**月末**，隔夜、1个月和3个月 CNH HIBOR 分别收报 1.71%、1.58%、1.67%，较1月末分别跌 2.2BP、21.2BP、15.9BP。

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。港元市场流动性较充裕，2月隔夜、1个月、3个月 HKD HIBOR 均值分别为 2.03%、2.48%、2.69%，较1月均值跌 30.6BP、29.3BP、18.1BP。月末，隔夜、1个月、3个月 HKD HIBOR 分别收报 2.55%、2.41%、2.58%，较1月末升 37.3BP、跌 20.0BP、跌 24.2BP；**离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）均值倒挂幅度收窄**，2月隔夜、1个月、3个月（CNH HIBOR-HKD HIBOR）利差均值分别为-0.66%、-0.84%、-0.97%，倒挂幅度较1月均值收窄 4.9BP、13.2BP、7.9BP（见图表7）。

中国内地市场流动性充裕，SHIBOR 均值小幅回落，离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）收窄。2月隔夜、1个月、3个月 SHIBOR 月度均值分别为 1.33%、1.55%、1.58%，较1月均值分别跌 0.8BP、1.0BP、1.7BP；**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 0.04%、0.1%、0.14%, 较 1 月分别收窄 5.2BP、21.1BP、13.9BP (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

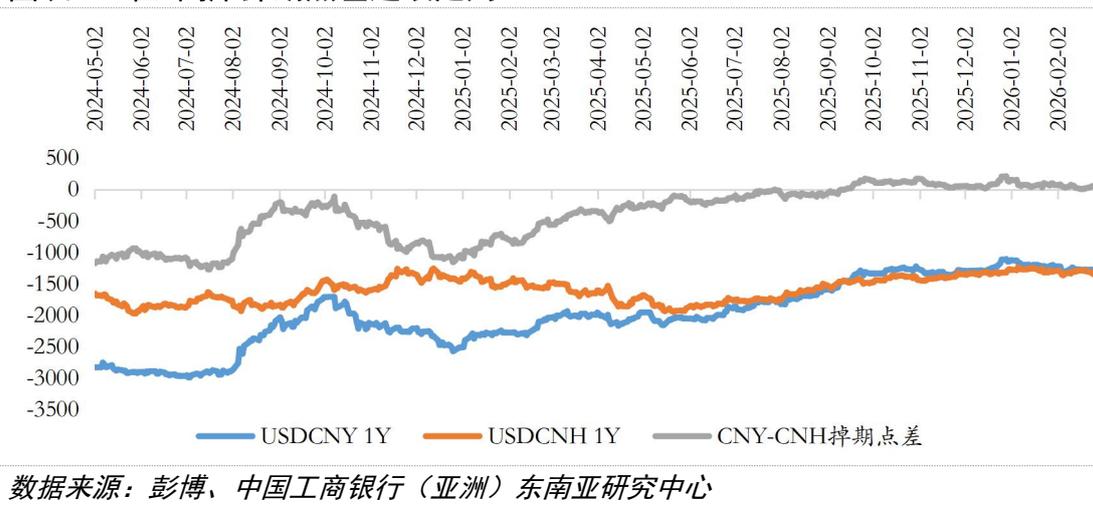


往后看, 2026 年两会政府工作报告延续“继续实施适度宽松的货币政策”、“灵活高效运用降准降息等多种政策工具, 保持流动性充裕”等表述, 在外部不确定性因素增多、当前新发放企业贷款加权平均利率已降至历史低位水平背景下 (详见前期报告《四个维度看两会》), 预计短期结构性货币政策配合财政政策积极发力, **SHIBOR 料围绕政策利率小幅波动**; 市场离岸人民币债券发行积极性较高, 人行和财政部或适时发行离岸人民币央票和离岸人民币国债, 短期 **CHN HIBOR 延续大幅走低空间料不大**; 美国经济滞胀担忧升温, 美联储降息路径不确定性走高, 港股受地缘形势影响有所波动、但中长期趋势向好, **HKD HIBOR 大幅回落或走升的空间料均不大**。

四、在-离岸掉期点差均值收窄、月末翘尾，港交所衍生品交投数据反映市场预期人民币汇率短期双向波幅或有所加大，中枢仍走升

2月在、离岸人民币掉期点回落，在-离岸掉期点差均值收窄。2月USD/CNY 1年期掉期点均值为1,272.9BP，较1月均值(-1,194.3BP)跌78.6BP，月末报-1,289.0BP、较1月末(-1,221BP)跌68BP；2月USD/CNH 1年期掉期点均值为-1,318.1BP，较1月均值(-1,275.1BP)跌43.0BP，月末报-1,366.1BP，较1月末(-1,294.0BP)跌72BP。**在-离岸掉期点差(CNY-CNH)均值较上月收窄**，2月在-离岸掉期点差(CNY-CNH)均值为45.2BP，较1月均值(80.8BP)收窄35.5BP，月末翘尾收报77.1BP，较1月末(73.0BP)走阔4.1BP，2月下旬，中东地缘冲突逐渐发酵，中美利差USDCNH掉期点持续走跌，内地春节假期后USDCNY掉期点补跌，但跌幅不及离岸掉期点，故在-离岸掉期点差(CNY-CNH)出现月末翘尾(见图表9)(反映面对地缘风险事件，离岸市场较在岸市场波幅更大，表现出典型的超调特征)。

图表 9：在-离岸掉期点差延续走阔

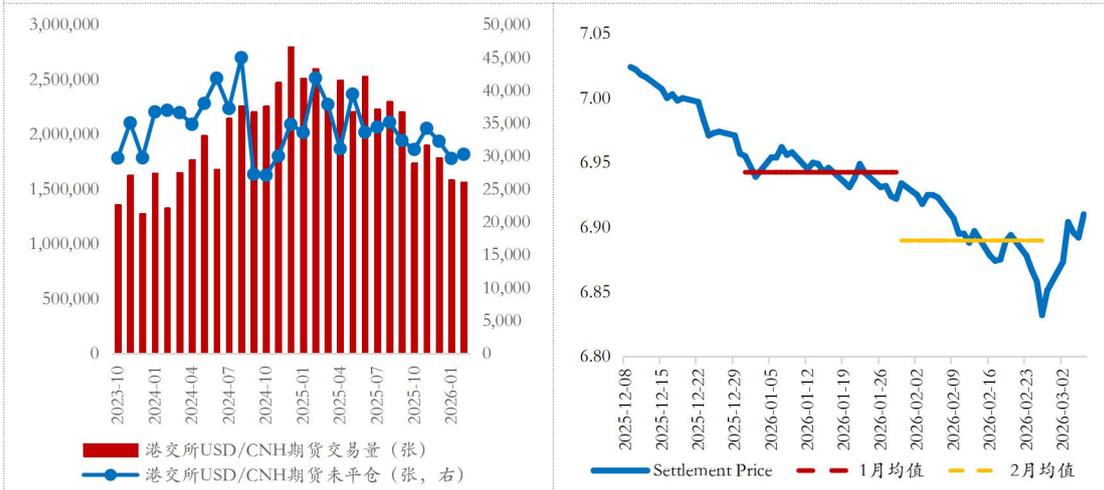


2月港交所人民币期货交易量减、持仓量增、结算价走升，反映2月市场预期人民币汇率延续走升。2月港交所USD/CNH期货标准合约成交总量为156.4万张，较上月减少1.2%，截至2月末未平仓合约3.03万张，较上月末增加2.1%。期货交易量减、未平仓量增，表明本期新开仓量大于平仓量，且2月期货结算价均值（6.89）较1月（6.94）升0.76%，表明2月新增期货交易对短期内人民币汇率走强态度较为乐观；2月末期货结算价收报6.851，较1月末升1.2%（升幅较1月的0.3%进一步扩大）。3月初，受地缘冲突升温扰动全球外汇市场影响，期货结算价转跌，截至3月6日收报6.91，较2月末跌0.86%（如图表10-11）。

比较看，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；从实际数据来看，2月离岸和在岸人民币汇率均走升，与预期情况基本一致，差异在于2月人民币汇率升幅仍较大（超过1月升幅）。2月港交所人民币期货交易

量减、持仓量升，期货结算价延续走升，反映市场预期人民币汇率仍有走升动能；同时，也反映市场预期地缘形势扰动人民币汇率双向波动的影响是阶段性的。

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



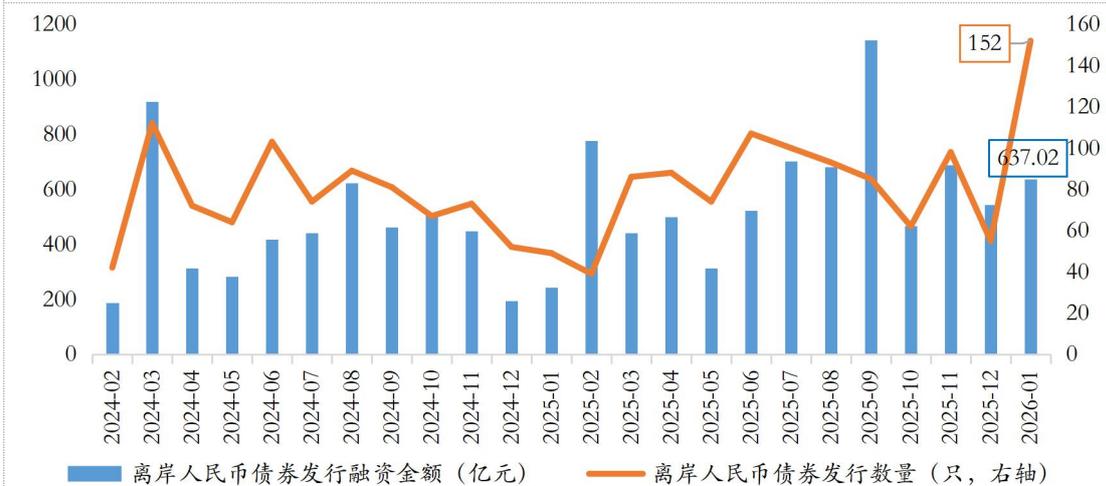
数据来源：港交所、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

五、2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

2月离岸人民币债券²融资规模回暖。根据彭博数据，2月离岸人民币债券发行85只、较1月减少67只，融资总额943.6亿元，环比增加48.1%，同比增加21.4%（见图表12）。其中，2月9日香港特区政府重开2年期和10年期人民币特区政府机构债、融资总额22.5亿元，2月13日财政部发行2026年第一期离岸人民币国债、融资总额140亿元，2月27日人民银行发行离岸人民币央票、融资总额500亿元。

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，以及在中国内地自贸区发行的离岸人民币债券（“明珠债”）。

图表 12：离岸人民币债券发行数量及融资额



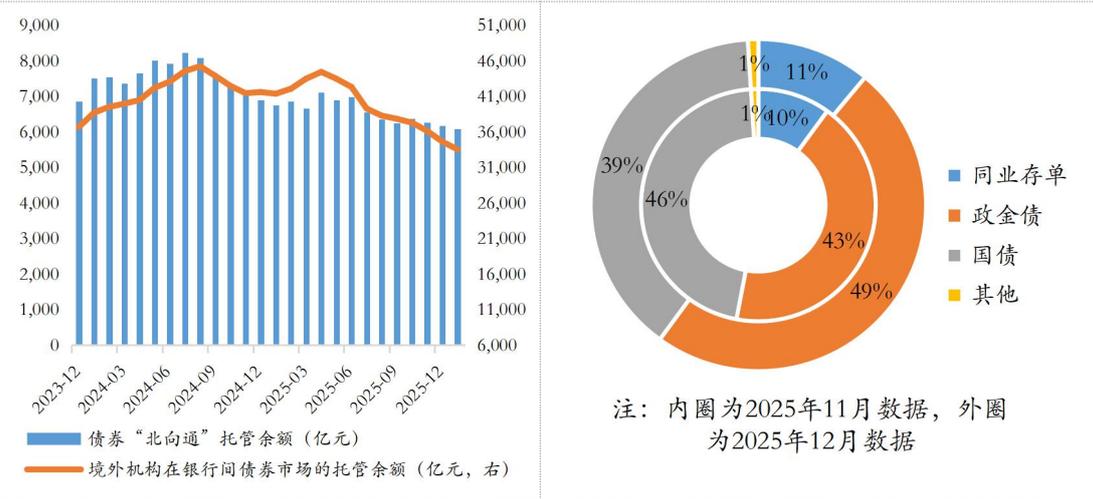
数据来源：彭博、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

1 月境外机构在银行间债券市场托管规模环比延续回落，政金债持有比重上升、超过国债。 1 月新增 3 家境外机构主体进入银行间债券市场，截至 12 月末，共有 1,188 家境外机构主体入市，其中 626 家通过直接投资渠道入市，836 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 3.35 万亿，环比减少 3.11%，其中债券“北向通”托管量 6,092.5 亿元、环比减少 1.3%，占境外机构在银行间债券市场总托管量的比重为 18.2%，较 11 月增加 0.4 个百分点（见图表 13）。债券“北向通”交易量环比大幅回升，政金债持有比重上升。1 月“债券北向通”成交额为 9,425 亿元，环比增长 47.4%；结构上，持有国债占比 34%，较上月回落 5 个百分点，持有政金债占比 51%，较上月上升 2 个百分点，持有同业存单 14%、较上月上升 3 个百分点（见图表 14）。

往后看，中东地缘形势仍有一定不确定性，相应抬升能

源价格走势不确定性和美国经济滞胀担忧，市场预期美联储降息或被推迟，美债利率走升，人民币债券发行成本优势凸显，点心债料持续受到国际资金青睐。

图表 13-14：债券“北向通”托管余额及各类债券交易量占比

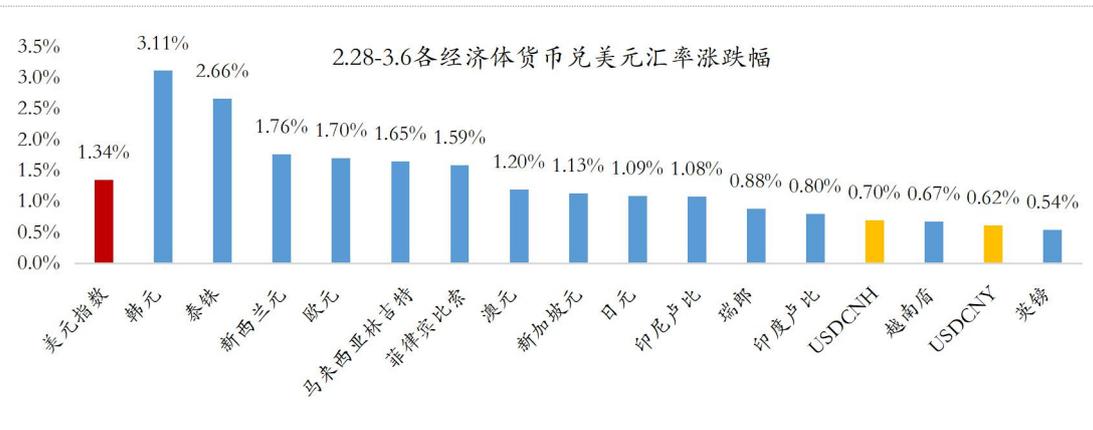


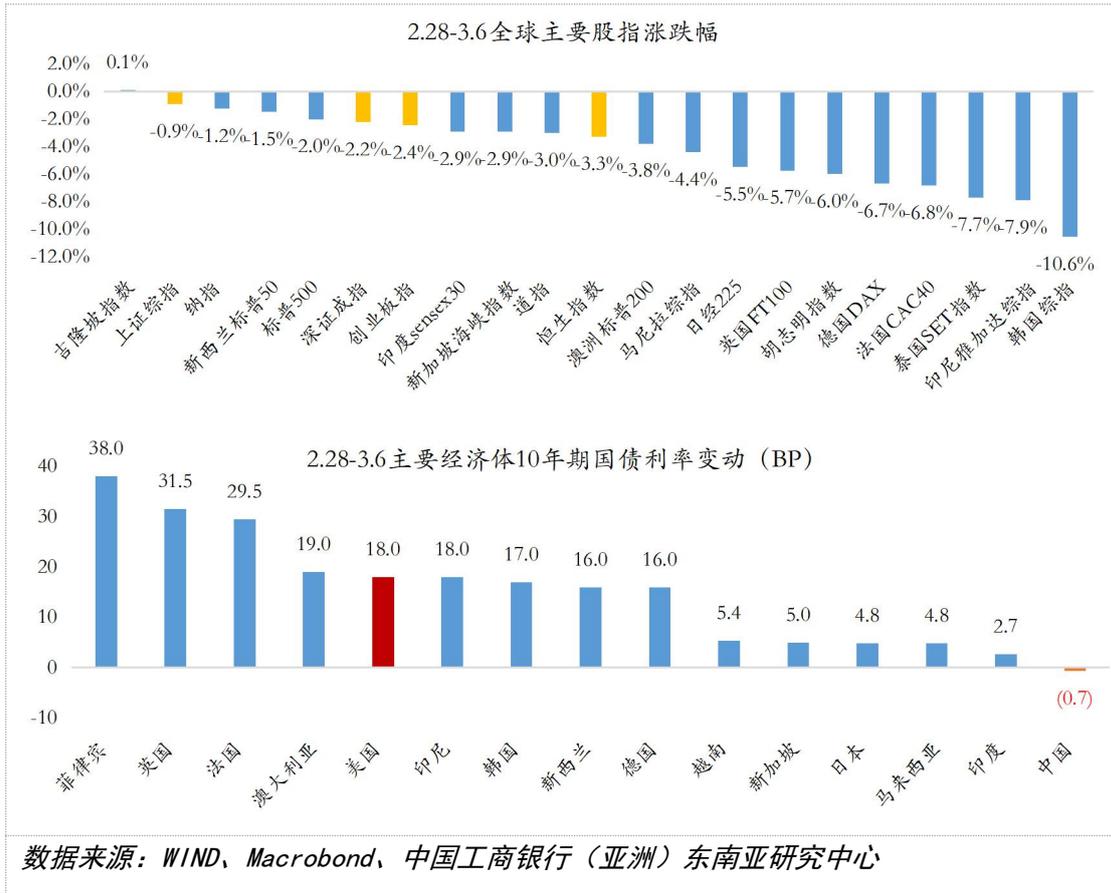
数据来源：债券通、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

专栏 2 外部不确定性冲击下中国资产表现出较优稳健性

2月底到3月初，面对中东地缘冲突非预期升温，相较其他主要经济体，中国资产表现出较优稳健性，持续提振国际资金配置吸引力。

图表 15：中东地缘冲突升级后全球主要经济体股债汇市走势对比







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。**