

# 研究报告

## 人民币汇率中枢走升 节奏“再定价”

——2026 年香港离岸人民币市场中期展望

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】

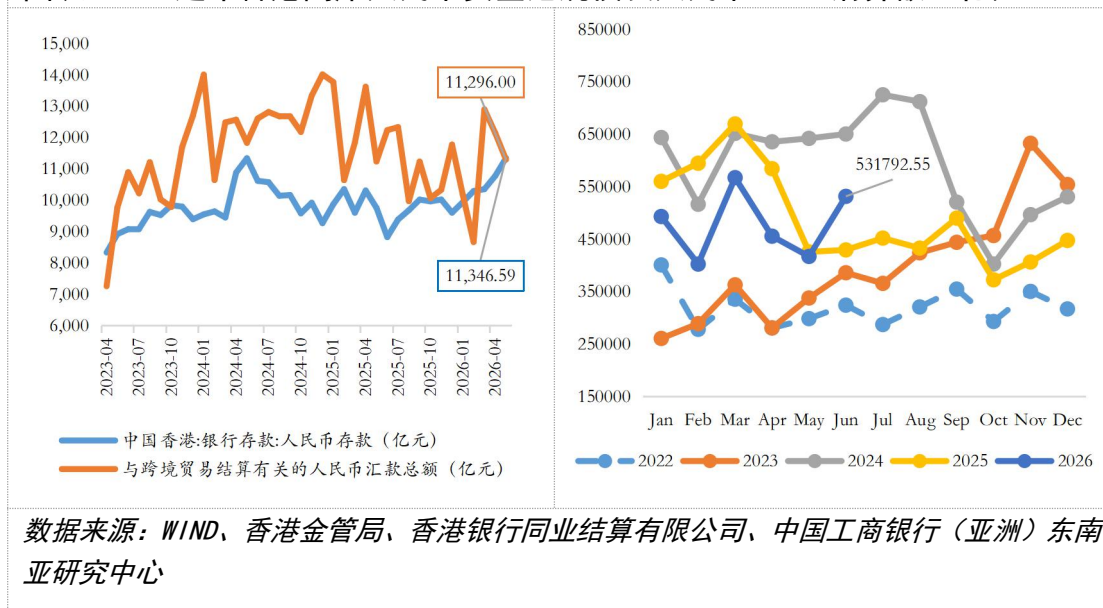
|     |           |    | 一季度涨跌幅     | 二季度涨跌幅  | 2026H1 涨跌幅 | 6 月末收报  | 下半年展望                                                                                                                                                            |
|-----|-----------|----|------------|---------|------------|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 汇 率 | 美元指数      |    | 1. 64%     | 1. 31%  | 2. 97%     | 101. 19 | 美元指数预计维持高位波动。一是，中东地缘形势波折趋缓，仍扰动市场避险情绪；二是，美国通胀回落速度慢于预期，劳动力市场“弱平衡”，经济整体景气度预计仍强于欧、日等其它主要发达经济体，短期美联储加息预期难以实质性扭转；三是，期货市场美元指数持仓转为净多头，“套息交易”对美元指数提供一定支撑。                 |
|     | USDCNY    |    | -1. 16%    | -1. 78% | -2. 92%    | 6. 79   | 人民币汇率大概率延续波动、缓步走升态势，主要影响因素包括：一是，下半年预计出口延续韧性增长，关注地缘风险及关税政策对出口产品和地区结构、量价关系分化等影响；二是，国际资金增配人民币资产，资金净流入支持人民币中枢走强；三是，美元兑人民币中间价相机调整。                                    |
|     | USDCNH    |    | -1. 26%    | -1. 40% | -2. 64%    | 6. 79   |                                                                                                                                                                  |
| 利 率 | SOFR      | 隔夜 | (19. 00)   | 0. 00   | (19. 00)   | 3. 68   | 短期美联储紧缩预期料难实质扭转，警惕美元流动性或有收紧，SOFR 或呈小幅上行走势，关注中东地缘形势对通胀的影响及美联储政策预期变化。                                                                                              |
|     |           | 1M | (2. 27)    | (1. 29) | (3. 55)    | 3. 65   |                                                                                                                                                                  |
|     |           | 3M | 3. 06      | 5. 15   | 8. 21      | 3. 73   |                                                                                                                                                                  |
|     | HKD HIBOR | 隔夜 | (161. 21 ) | 107. 01 | (54. 20)   | 3. 84   | 6-8 月是港股分红季，预计阶段性推高港元利率；后续在 SOFR 波动、小幅上行预期下，港元利率中枢料跟随走升。考虑到美元指数已处于偏高水平、港股趋势走升动能可期，港元时段性触及弱方兑换保证水平、香港金管局持续入市干预推升港元利率概率偏低。复杂地缘及市场形势下，需关注港汇时点性触及弱方兑换保证水平、推升港元利率的情形。 |
|     |           | 1M | (84. 04)   | 70. 47  | (13. 57)   | 2. 94   |                                                                                                                                                                  |
|     |           | 3M | (57. 58)   | 61. 02  | 3. 43      | 2. 97   |                                                                                                                                                                  |
|     | SHIBOR    | 隔夜 | (5. 00)    | 8. 30   | 3. 30      | 1. 36   | 内地流动性料延续整体充裕，人行流动性调节工具持续丰富，三季度地方政府债、特别国债等发行或有所加快，叠加消费投资数据阶段偏弱，市场预期积极政策出台，关注 7 月底政治局会议，预计 SHIBOR 整体围绕政策利率偏窄幅波动。                                                   |
|     |           | 1M | (9. 30)    | (6. 90) | (16. 20)   | 1. 43   |                                                                                                                                                                  |
|     |           | 3M | (9. 30)    | (6. 90) | (16. 20)   | 1. 44   |                                                                                                                                                                  |
|     | CNH HIBOR | 隔夜 | (58. 67)   | 4. 30   | (54. 36)   | 1. 38   | 离岸人民币资金池规模稳定在万亿元人民币左右，人行和财政部常态化发行离岸人民币央票和离岸人民币国债，互联互通机制持续深化，人民币业务资金安排扩容，离岸人民币流动性管理工具持续丰富，预计 CHN HIBOR 运行更为稳健，离在岸人民币利差延续偏窄波动。                                     |
|     |           | 1M | (20. 46)   | 0. 58   | (19. 88)   | 1. 63   |                                                                                                                                                                  |
|     |           | 3M | (12. 91)   | (2. 51) | (15. 42)   | 1. 66   |                                                                                                                                                                  |

## 【正文】

### 一、香港人民币存款规模刷新历史最高水平，前六月离岸人民币交易活跃度波动走升

2026 年前五个月，香港人民币存款规模逐月走升，5 月末香港人民币存款规模为 11,346.59 亿元，环比升 5.3%、同比升 16.3%，刷新历史最高水平。2026 年 1-5 月，跨境贸易结算有关的人民币汇款额月均为 11,034.14 亿元，较 2025 年同期均值降 9.7%；1-6 月 RTGS（香港人民币结算所自动转账系统）月均清算额为 47.8 万亿元，较 2025 年同期降 12.2%，各月呈现波动走升态势，6 月清算额升至 53.2 万亿元，是 2025 年 4 月以来的最高水平（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、展望 2026 下半年，地缘不确定性和紧缩预期影响下，美元指数预计偏高位波动，人民币汇率在出口高景气、顺势结汇等因素提振下料延续波动、中枢缓步走升态势

**回顾 2026 上半年，中东地缘风险非预期升级扰动美元指数走升、偏高位波动。**1 月上中旬受委内瑞拉、格林兰岛等地缘风险事件扰动，美元指数短暂走高，随后快速回落至年内低点 95 附近、也是 2022 年 2 月以来的最低点；2-3 月，中东地缘形势升级，霍尔木兹海峡通航受阻，原油价格快速冲高，美元指数升至 100 附近；4 月-6 月中，美伊达成临时停火协议、避险情绪阶段缓和，但关键航道仍封锁，叠加日欧等发达经济体长债利率走升，多空因素影响下，美元指数在 97.6-100 区间内呈“W 型”波动；6 月中，美伊双方签署谅解备忘录，但新任美联储主席沃什正式就任后首次 FOMC 会议表态坚定“控通胀”，加息预期推动美元指数在 6 月下旬最高升至 101.8，是 2025 年 4 月以来的最高水平。**截至 6 月末美元指数报 101.19，上半年累升 2.97%。**7 月，中东局势再升级，美伊谅解备忘录暂停实施，美元指数再升至 101 上方，7 月截至 24 日，美元指数升 0.28%、报 101.46。

**2026 上半年，人民币汇率延续 2025 年 4 月以来的升值趋势，在岸汇率升值节奏更快。**2 月末、3 月初中东地缘形势升级，人民币汇率即时走弱，月内围绕 6.9 的水平上下波动，4 月后重回波动走升趋势，6 月中 USDCNY、USDCNH 最强分别升至 6.752、6.754、刷新 2023 年 1 月以来的最强水平，6 月下半月在美元指数重新冲高的背景下，人民币汇率小幅趋弱至 6.8 上下。**截至 6 月末 USDCNY、USDCNH 分别收报 6.785、6.791，上半年累计升值 2.92%、2.64%；**2026 上半年，在岸

人民币汇率-中间价差逐渐收窄，多数时间为负，表明市场预期人民币汇率走升，在-离岸汇率差（USDCNY-USDCNH）趋势收窄至倒挂，表明在岸人民币汇率升值速度较离岸更快（见图表3）。人民币汇率指数整体走升，CFETS人民币汇率指数上半年累升4.69%、BIS人民币汇率指数和SDR人民币汇率指数分别累升5.34%、4.56%（见图表6）。7月，在美元指数强势背景下，人民币汇率延续走升，主要受6月出口数据超预期及国际资金多元化配置净流入的影响，截至24日，USDCNY、USDCNH分别升0.16%、0.29%，报6.7744、6.7779。

具体看，结售汇顺差是支撑人民币汇率走强的重要动能。2026上半年累计结售汇顺差3,205.2亿美元，月均结汇率（=银行代客结汇额/银行代客涉外收款额，外币）为65.3%，较2025年同期均值升5.7个百分点；前6月银行代客远期结汇签约额整体波动走升，累计达到2949.5亿美元、较2025年同期大幅升104%，月均远期结汇率（=银行代客远期结汇签约额/银行代客涉外收款额，外币）为12.7%、较2025年同期均值升5个百分点。高频数据—2026年1-6月美元兑人民币即期询价月均成交量达到8,860亿美元，较2025年同期增加7.0%，其中3月单月成交量达到11,148.6亿美元、创历史新高。7月截至24日，美元兑人民币即期询价日均成交量为443.2亿美元、环比跌3.8%（见图表4-5）。

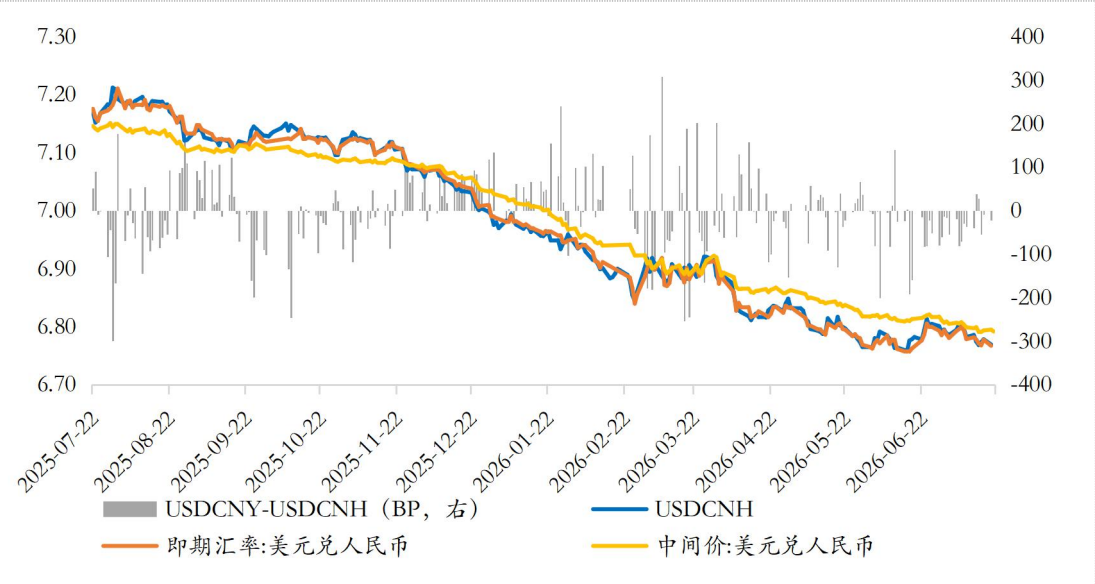
**展望下半年，美元指数预计延续偏高位波动。**一是，中东地缘形势波折缓和，谈判推进反复，仍扰动市场避险情绪；

二是，能源价格仍较高、美国短期通胀回落速度慢于预期，劳动市场“弱平衡”，K型分化下消费降温、但AI投资仍强，整体景气度仍强于欧、日等其它主要发达经济体，叠加沃什就任后对美联储政策框架的改革，市场预期“美联储独立性”叙事强化，短期美联储加息预期较难实质性扭转；三是，期货市场美元指数的持仓从5月下旬后转为净多头、并快速增加截至2026年7月21日当周美元指数净多头持仓达到1.56万张，是2025年3月以来最高水平，短期内“套息交易”对美元指数形成一定支撑。

在美元指数偏强波动的预期下，非美货币面临技术性压力，影响人民币汇率走升节奏，但人民币汇率中枢走强趋势不变。一是，出口高景气、顺势结汇持续支持人民币汇率走升，2026上半年中国出口同比增速17.6%，下半年预计延续较高速增长，但需关注地缘风险对供应链的扰动、美欧关税影响再起及出口品类及量价分化等情况；二是，国际资金多元化配置、人民币资产受青睐，6月下旬后美日韩等前期表现较好市场深度调整，资金向新兴市场进行多元化配置，根据EPFR统计，7月前三周，配置中国股市的资金转为净流入、并持续扩容，7月第三周中国股市资金净流入217.6亿美元、创历史新高，除了中国股市外，熊猫债、点心债等人民币债券市场投融资逐渐活跃，国际资金流入是支持人民币中枢走强增量因素；三是，美元兑人民币中间价波动调升，7月10

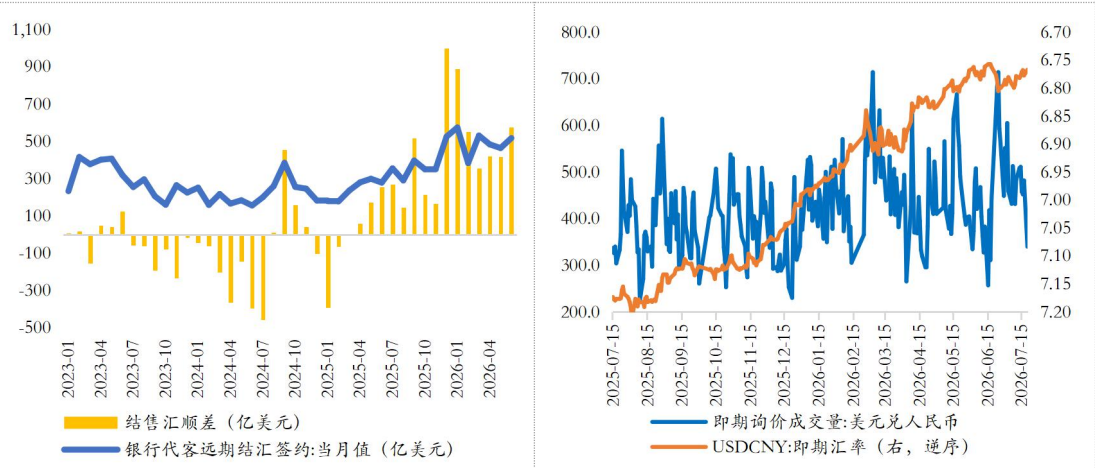
日美元兑人民币中间价调升至 7.80 下方，是 2023 年 1 月以来最强水平，或反映政策相机支持人民币汇率稳步走升。

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

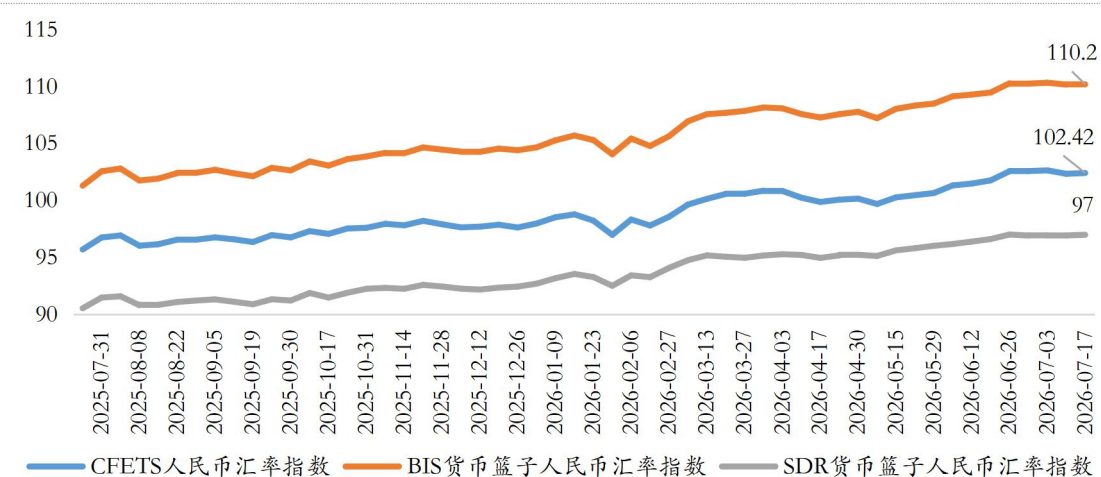
图表 4-5：结售汇及美元兑人民币即期成交量的情况



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心



图表 6：2026 年以来，人民币汇率指数波动走升



数据来源：中国外汇交易中心（CFETS）、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三、展望下半年，CNH HIBOR 预计小幅波动，离-在岸人民币利差偏窄运行；SHIBOR 料整体围绕政策利率波动；派息季 HKD HIBOR 仍有波动走升空间，关注复杂地缘及市场环境下港元利率时点性走高的可能

**2026 上半年香港离岸人民币市场流动性充裕，CNH HIBOR 阶段有所上行、整体波动回落。**CNH HIBOR 年内两波段走高（2 月下旬-3 月上旬、6 月中下旬）主要受人行与财政部常态化发行量较大影响。截至 6 月末，隔夜、1 个月和 3 个月 CNH HIBOR 分别收报 1.38%、1.63%、1.66%，上半年累跌 41.4BP、20.0BP、15.4BP。7 月，CNH HIBOR 延续回落，截至 24 日，隔夜、1 个月和 3 个月 CNH HIBOR 分别收报 1.28%、1.52%、1.60%，较 6 月末跌 10.3BP、10.5BP、5.7BP。

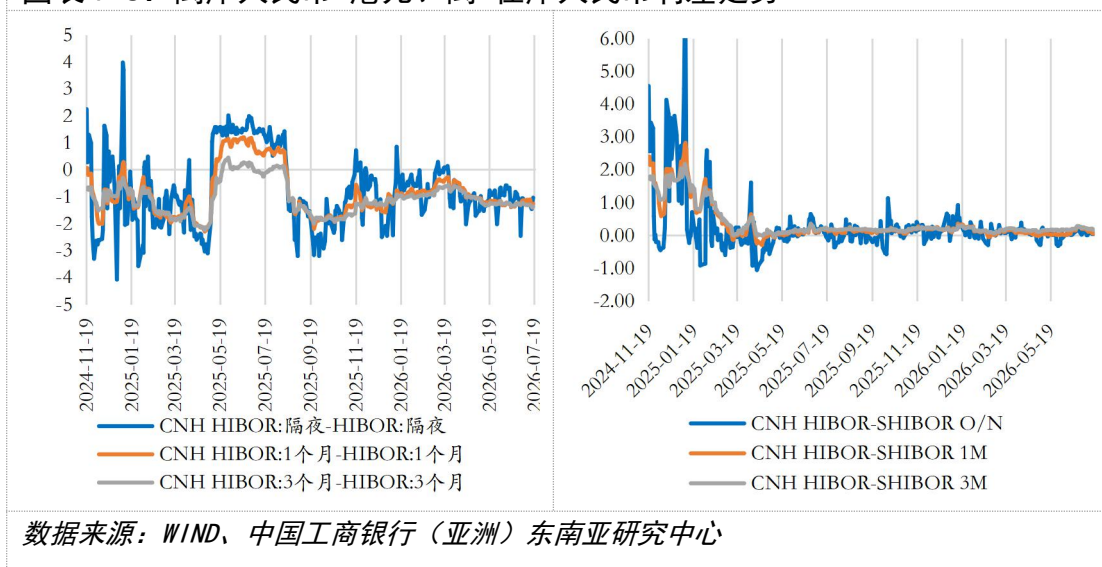
**上半年港元利率先跌后升，离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）利差持续为负。**2026 年一季度 HKD HIBOR 趋势回落，隔夜、1 个月、3 个月 HKD HIBOR 分别跌 161.2BP、



84.0BP、57.6BP；二季度“V型”转升107.0BP、70.5BP、61.0BP。拐点方面，HKD HIBOR领先于SOFR，前者4月初开始转升，后者则于5月下旬才开始上行，基本符合2000年以来的历史规律，即港元利率相较美元利率上行节奏小幅前置，但本次HKD HIBOR上行幅度更大：（5月20日-6月末的SOFR上行周期中）1个月、3个月SOFR升幅分别为7BP、10BP，同期1个月、3个月HKD HIBOR分别升36.7BP、15.7BP，而在（4月初-6月末）HKD HIBOR的上行周期中，1个月、3个月HKD HIBOR升幅度达到96.3BP、70.5BP。二季度HKD HIBOR转升原因之一可能是港股募资规模较大带来的流动性收缩效应，根据WIND统计，二季度港股首发及上市后募资金额达到1947.9亿港元，环比一季度增加28.8%，同比2025年二季度增加55.7%，而在银行体系总结余水平较低（6月末约为540亿港元，位于历史的40分位数下）的背景下，HKD HIBOR波动性或有所加大。截至6月末，隔夜、1个月、3个月HKD HIBOR分别收报3.84%、2.94%、2.97%，上半年分别累跌54.2BP、跌13.6BP、升3.4BP；离岸人民币-港元利率（CNH HIBOR-HKD HIBOR）利差持续为负，6月末隔夜、1个月、3个月（CNH HIBOR-HKD HIBOR）利差分别收报-2.46%、-1.31%、-1.31%，上半年分别扩大0.2BP、6.3BP、18.9BP（见图表7）。7月跨季后，HKD HIBOR回落，截至24日，隔夜、1个月、3个月HKD HIBOR分别收报2.41%、2.71%、2.91%，较6月末分别跌143.5BP、23.4BP、5.4BP。

**中国内地市场流动性充裕，SHIBOR 波动走低，离-在岸人民币利差（CNH HIBOR-SHIBOR）整体收窄。**2026 年 1-2 月，受信贷“开门红”及节假日资金需求增大等因素影响，SHIBOR 阶段性波动小幅走升；3-4 月，理财资金回流叠加融资需求趋缓背景下，SHIBOR 趋势下行，隔夜 SHIBOR 降至 1.4% 的关键水平之下，政策相机回笼多余流动性，从 4 月开始，逆回购操作连续多日维持地量、6 月初降至零，3-6 月期间买断式逆回购连续缩量续作；5 月中旬开始，隔夜 SHIBOR 走升、6 月中旬开始 1 个月、3 个月 SHIBOR 走升。**截至 6 月末**，隔夜、1 个月、3 个月 SHIBOR 分别收报 1.36%、1.43%、1.44%，上半年升 3.3BP、跌 16.2BP、跌 16.2BP；**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）分别收报 0.02%、0.20%、0.22%，上半年跌 57.7BP、跌 3.7BP、升 0.8BP（见图表 8）。7 月，SHIBOR 延续小幅波动，截至 24 日，隔夜、1 个月、3 个月 SHIBOR 分别收报 1.38%、1.42%、1.43%，较 6 月末分别升 2.1BP、跌 0.8BP、跌 1.0BP。

图表 7-8：离岸人民币-港元、离-在岸人民币利差走势



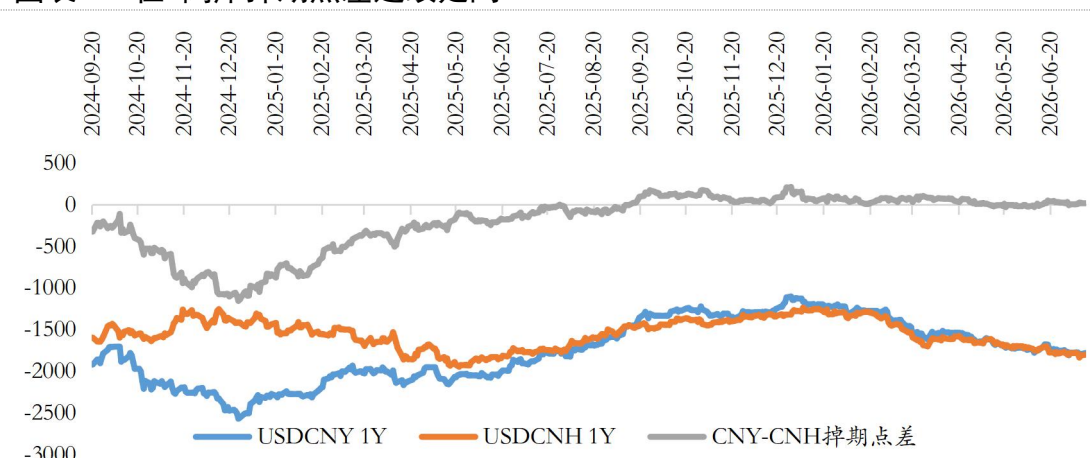
往后看，离岸人民币资金池规模稳定在万亿元人民币左右，人行和财政部延续常态化发行离岸人民币央票和离岸人民币国债，两地互联互通金融合作新举措逐步落地，人民币业务资金安排逐步扩容，离岸人民币流动性管理工具持续丰富，预计 CHN HIBOR 运行更为稳健，离在岸人民币利差延续偏窄波动。内地流动性延续整体充裕，人行流动性调节工具持续丰富，三季度地方政府债、特别国债等发行或有所加快，叠加消费、投资数据阶段偏弱，市场期待积极政策落地，但在经济整体韧性增长背景下、短期政策料仍以结构优化为主线，关注 7 月底政治局会议，预计 SHIBOR 整体围绕政策利率波动。6-8 月是港股分红季，预计阶段性推高港元利率，后续，短期市场对美联储紧缩预期较难实质性逆转，SOFR 呈波动小幅上行走势，港元利率中枢料跟随美元利率走势。美元指数偏强波动影响港汇走势，但在港股趋势走升动能趋强背景下，港汇时段性触及弱方兑换保证水平、香港金管局入

市回笼港元流动性、推升 HKD HIBOR 的概率偏低。复杂地缘、市场形势下，关注非预期扰动港汇时点性触及弱方兑换保证水平的可能。

四、中美利差倒挂走阔、人民币掉期点趋势回落、在-离岸掉期点差收窄并阶段转负，港交所衍生品交投数据反映短期期货市场仍预期人民币汇率中枢走升、态度相对趋审慎

**2026 上半年在、离岸人民币掉期点趋势回落，在-离岸掉期点差收窄并阶段转负。**2026 上半年，美债利率波动走升，内地流动性延续充裕，中国国债利率趋势回落，中美利差倒挂幅度走阔，人民币掉期点跟随回落。截至 6 月末，1 年期 USD/CNY 和 USD/CNH 掉期点分别收报-1,767.3BP、-1,785.0BP，上半年分别-627.3BP、-519.1BP，在-离岸掉期点差(CNY-CNH)逐渐收窄，5 月中旬到 6 月中旬阶段转负，截至 6 月末收报+18.8BP，上半年-108.2BP（见图表 9）。

图表 9：在-离岸掉期点差延续走阔

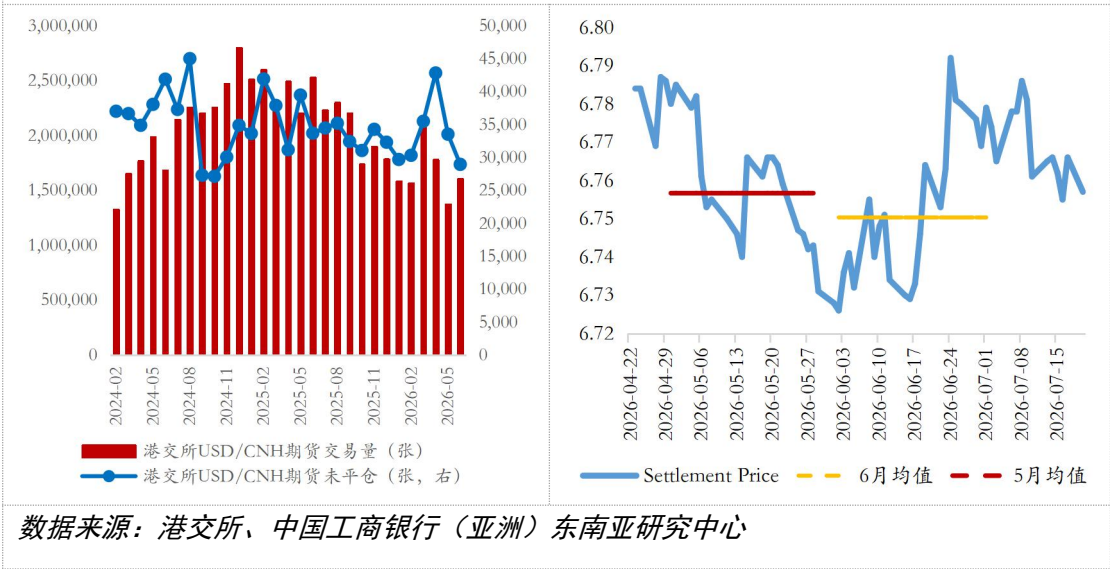


数据来源：彭博、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2026 上半年，港交所 USD/CNH 期货标准合约成交量呈先

升后降趋势，3月成交量最高达到208.1万张，1-6月月均成交量为166.4万张，较2025年同期月均值减少31.5%；期货未平仓量在2026年4月达到阶段峰值4.28万张，是2024年8月以来的最高水平。观察近期期货结算价，6月初港交所USD/CNH期货结算价最低跌至6.726的水平，6月下半月后有所回升，6月末收报6.769、较5月末(6.731)走弱0.56%（5月末较4月末走强0.72%）。人民币汇率走强至6.8的关键水平之下，叠加美元指数高位波动、波幅较大，单边看多人民币的市场情绪转为阶段偏审慎，后续期货市场仍预期人民币汇率稳健走升，但走强节奏或有所放缓（如图表10-11）。

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



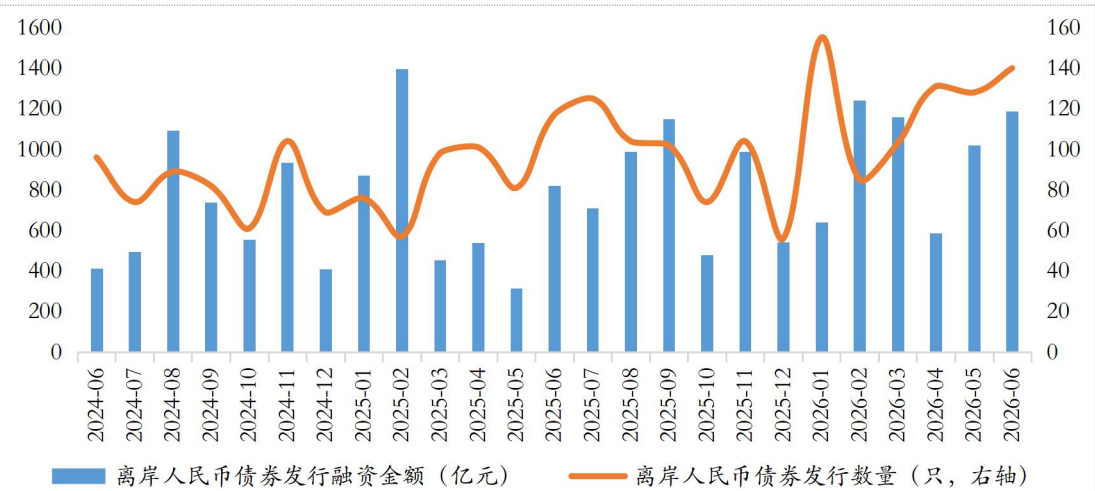
## 五、2026 上半年离岸人民币债券<sup>1</sup>融资额创历史新高，境外机构在银行间债券市场托管规模较 2025 年末有所回落

### 2026 上半年离岸人民币债券融资额创历史新高。根据彭

<sup>1</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”）。

博数据，2026 上半年离岸人民币债券共发行 742 只，融资总额 5,840.2 亿元，较 2025 年同期大幅增加 32.8%，是历史最高水平，其中，2 月、3 月、5 月、6 月单月发行融资量均超过千亿元（见图表 12）。财政部和人民银行延续常态化发行离岸人民币国债和离岸人民币央票，2026 上半年，财政部在港发行离岸人民币国债融资总额达到 445 亿元（2025 上半年为 375 亿元），人民银行发行离岸人民币央票融资总额 1800 亿元（2025 上半年为 1500 亿元），香港特区政府发行特区政府机构人民币债券融资总额 115 亿元（2025 上半年为 130 亿元）。后续，根据财政部公告，下半年仍有 3 期离岸人民币国债的发行计划，融资总额将为 395 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

**截至 6 月末，境外机构在银行间债券市场托管规模较 2025 年末有所回落，前 6 月债券“北向通”月均交易量增加。**截至 2026 年 6 月末，共有 1,200 家境外机构主体进入银行间债券市场（较 2025 年末增加 11 家），其中 635 家通过直



接投资渠道入市，841家通过“债券通”渠道入市，276家同时通过两个渠道入市。截至2026年6月末，境外机构在银行间债券市场的托管余额为3.20万亿，较2025年末减少7.6%，其中，境外机构持有国债2.01万亿元、占比62.8%，政策性金融债0.75万亿元、占比23.4%，同业存单0.28万亿元、占比8.8%，其他品种债券0.16万亿元、占比5.0%（见图表13-14）。2026年前6个月债券“北向通”月均交易量为9,524.8亿元，较2025年同期增加3.8%，其中，3月债券“北向通”单月交易量达到12,241亿元，创历史新高，反映地缘风险突发背景下，市场交投量明显放大，市场对流动性需求增加（政金债交易最活跃、占比59%、环比升7个百分点，国债交易量占比24%、环比降6个百分点）<sup>2</sup>。

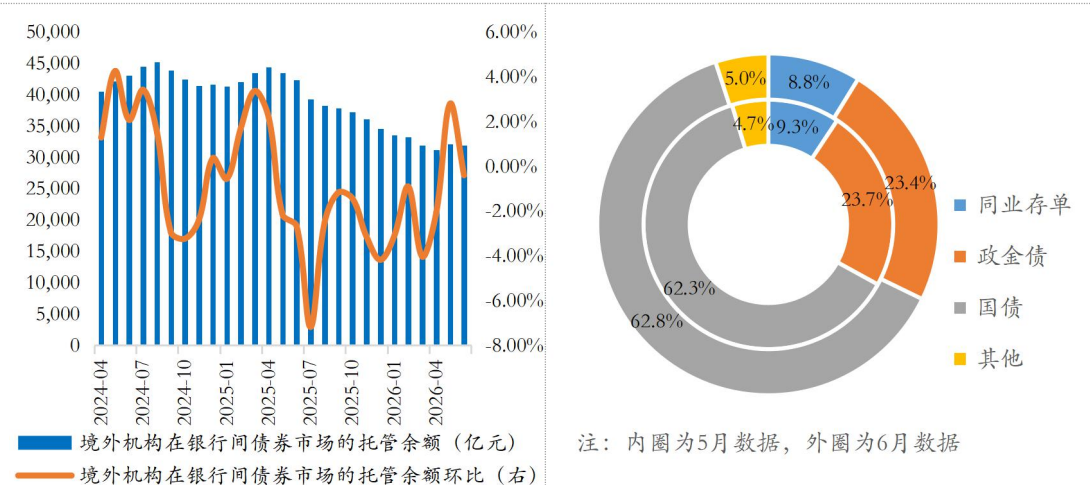
**展望未来**，面对地缘、市场等不确定性风险，中国资产表现稳健、人民币汇率中枢趋势走升、港A股估值整体偏低，有望持续吸引国际资金增加对在离岸人民币债券的配置；同时，中美利差倒挂、在离岸人民币利率联动性增强等背景下，点心债、熊猫债等具有发行成本优势；叠加政策红利持续释放，有望进一步赋能香港离岸人民币中心建设，服务内地资本“走出去”与多元化境外战略投资资金的“引进来”，助力稳步推进人民币国际化进程（参考报告《香港离岸人民币市场制度创新“再升级”》）。

---

<sup>2</sup> 2026年3月境外机构在银行间债券市场的托管余额环比降4.0%至3.19万亿元，表明3月仅是交易量放大，但境外机构的持仓量未增，结合EPFR统计的国际基金资金流数据，2026年3月中国债市总体资金净流入22.54亿美元（较2月增加18.76亿美元），但增量主要由注册于境内的机构贡献，注册于境外的机构由2月净流入14.57亿美元转为净流出3.5亿美元。



图表 13-14：境外机构在银行间债券市场的托管余额及各类债券持有占比



数据来源：中国人民银行、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。**