

摘要：1、如何理解央行此次调整CFETS人民币汇率篮子货币权重的用意？2、港元的强势，是否意味着人民币汇率即将逆风翻盘？

美元兑港元即期汇率研究系列（一）

## 港币汇率异常分析

2025年1月6日

### 主要观点

1、展望后市，我们认为，人民币相对于美元的强势逆转可能仍需时日。正如已经流入港股市场的外资，仍需关注国内市场的表现，以寻找合适的入市时机。然而，值得注意的是，当市场形成过于一致的预期时，汇率走势可能会出现意外反转，因此，需要密切关注美元兑人民币即期汇率上行的持续性和稳定性。

2、分析美元兑港元即期汇率的走势，我们主要需要关注港元现行的汇率制度——联系汇率制度、该制度下的资金流动情况，以及其他相关变量（地缘政治等）。因此，基于以上三大驱动因素，我们对近期港元强势的原因进行了如下总结：1）资金面的流动性（资本流动影响）：港元资金面偏紧；2）汇率制度因素（利差驱动的套息交易）：美港利差缩小。

3、新版指数的CFETS货币篮子权重的调整与贸易权重的变动较为一致，发达市场货币的权重整体呈现下行状态，新兴市场货币的权重有所提升。其中，美元的权重进一步被降低，表明美元指数的波动对美元兑人民币中间价的影,进一步被削弱。

**风险点：**海外货币政策调整超预期、地缘政治冲突超预期、港币与人民币间歇性“脱钩”

## 正文

### 一、从CFETS汇率指数调权重说起

北京时间2024年12月31日17:00，中国外汇交易中心发布关于调整CFETS人民币汇率指数货币篮子和权重的公告，表示由于交易中心自2024年1月2日起新增人民币对澳门元挂牌交易，因此为进一步增强人民币汇率指数货币篮子代表性，对CFETS人民币汇率指数的货币篮子和权重进行了调节。新版指数的CFETS货币篮子纳入了澳门元，货币篮子总数达25个。进一步来看，新版指数的CFETS货币篮子权重的调整与贸易权重的变动较为一致，发达市场货币的权重整体呈现下行状态，新兴市场货币的权重有所提升。其中，美元的权重进一步被降低，影响系数由0.34降为0.33，权重由0.1946降为0.18903，表明美元指数的波动对美元兑人民币中间价的影,进一步被削弱。BIS和SDR人民币汇率指数货币篮子和权重保持不变。新版指数自2025年1月1日起生效。

表： CFETS货币篮子和权重

序列	币种	权重		权重调整情况
		2025年	2024年	
1	USD	0.18903	0.19460	-0.00560
2	EUR	0.17902	0.18079	-0.00180
3	JPY	0.08584	0.08963	-0.00380

4	KRW	0.08368	0.09045	-0.00680
5	AUD	0.05947	0.05478	0.00470
6	MYR	0.05118	0.05105	0.00010
7	RUB	0.04904	0.04603	0.00300
8	HKD	0.03469	0.02977	0.00490
9	THB	0.03430	0.03411	0.00020
10	SGD	0.02968	0.02956	0.00010
11	SAR	0.02824	0.02789	0.00030
12	GBP	0.02705	0.02657	0.00050
13	MXN	0.02603	0.02448	0.00160
14	AED	0.02465	0.02393	0.00070
15	CAD	0.02402	0.02433	-0.00030
16	CHF	0.01551	0.01404	0.00150
17	ZAR	0.01442	0.01418	0.00020
18	PLN	0.01129	0.01119	0.00010
19	TRY	0.01124	0.00997	0.00130
20	NZD	0.00570	0.00623	-0.00050
21	SEK	0.00508	0.00518	-0.00010
22	HUF	0.00397	0.00395	0.00002
23	DKK	0.00373	0.00403	-0.00030
24	NOK	0.00207	0.00326	-0.00120
25	MOP	0.00107	—	—

source：中国外汇交易中心、南华研究

表： BIS货币篮子和权重

序号	币种	权重
		2025年
1	EUR	0.18506899736444400
2	USD	0.18460122883316000
3	JPY	0.11524565521951400
4	KRW	0.08826950625282160
5	TWD	0.06197823594867210
6	SGD	0.02891000823008740
7	INR	0.02753475576382290

8	GBP	0.02680017251614000
9	MXN	0.02519890772334000
10	THB	0.02243524472198920
11	MYR	0.02176131047080000
12	CAD	0.01774031956543750
13	RUB	0.01653342735462010
14	IDR	0.01634576124155300
15	AUD	0.01427201223607910
16	CHF	0.01424590574901120
17	BRL	0.01163089853033020
18	PLN	0.01078005145716840
19	PHP	0.01027074142357220
20	AED	0.00960274997999030
21	SAR	0.00934302657628649
22	HKD	0.00905640391721785
23	CZK	0.00836370682892495
24	TRY	0.00800686570123551
25	SEK	0.00748915539437303
26	CLP	0.00730337228039542
27	ZAR	0.00516753668762861
28	ILS	0.00481173517364552
29	HUF	0.00459649157649469
30	DKK	0.00374951341574010
31	ARS	0.00331598622109641
32	RON	0.00304192411066358
33	PEN	0.00298861251706126
34	NOK	0.00290881879419636
35	COP	0.00264287761527517
36	NZD	0.00230881154581832
37	DZD	0.00168987056290650
38	MAD	0.00146353317305423
39	BGN	0.00109970356377824
40	RSD	0.00071647923159483

41	BAM	0.00027815925029962
42	MKD	0.00024645314347687
43	ISK	0.00018507213628403

source: 中国外汇交易中心、南华研究

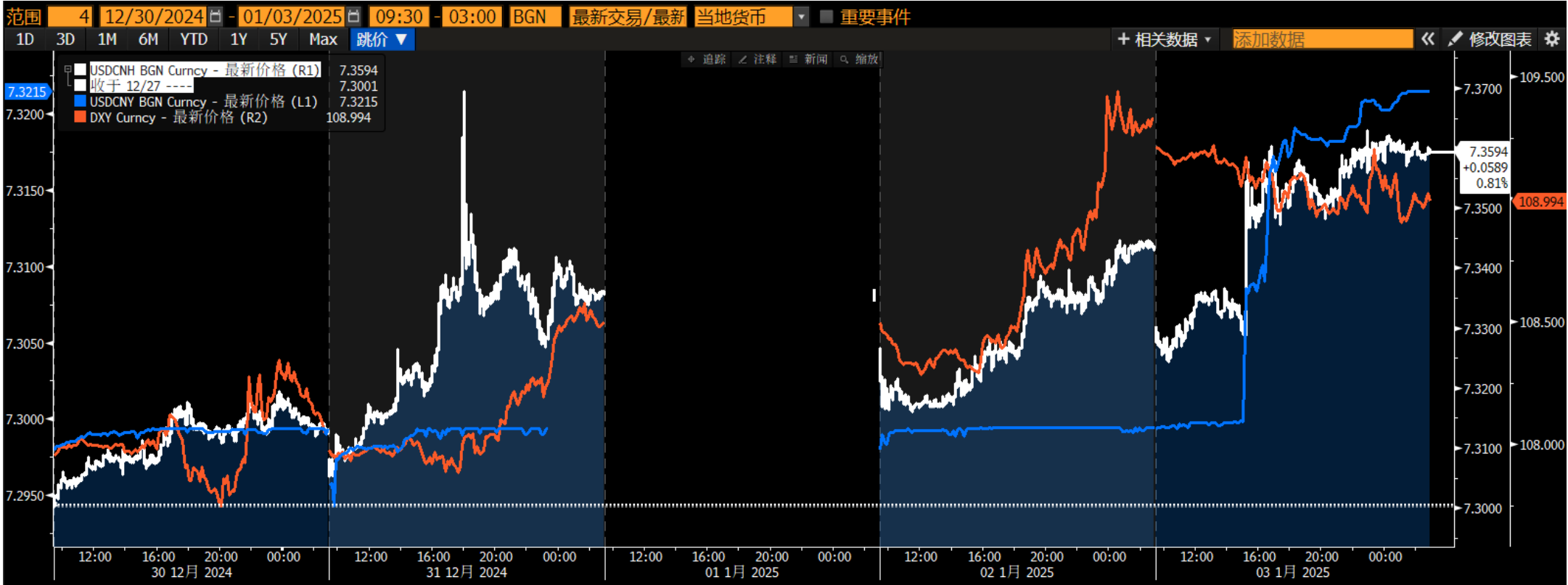
表：SDR货币篮子和权重

序号	币种	权重
		2025年
1	USD	0.49452804
2	EUR	0.33413133
3	JPY	0.08652531
4	BGP	0.08481532

source: 中国外汇交易中心、南华研究

同日18:00左右，美元兑离岸人民币即期汇率显著上行，突破了7.35关口。究其原因，我们认为这可能是由于近期国内股市相对低迷导致市场情绪不佳，进而使得市场对人民币汇率指数货币篮子调整的信息产生了过度反应。与此同时，我们观察到，央行此次对CFETS人民币汇率指数中的港币权重进行了一定程度的上调，且港币是此次权重上调幅度最大的币种，表明港币波动对美元兑人民币中间价的影响进一步被抬升。而近期，在美元指数连续走强的背景下，港币相对于美元亦表现强势，那么港币的强势是否预示着人民币相对于美元即将逆风翻盘？

图：2024年12月30日-2025年1月3日美元指数与美元兑人民币即期汇率日内价格走势图



注：白线为USDCNH，蓝线为USDCNY，红线为美元指数（左轴）

source: Bloomberg, 南华研究

表： CFETS人民币汇率指数中HKD货币的权重变化情况

年份	权重	权重调整幅度
2025年	0.03469	0.0049
2024年	0.02977	-0.0062
2023年	0.0359789	0.0014
2022年	0.0346	-0.0013
2021年	0.0359331958	0.0002
2020年	0.0357	——

source: 中国外汇交易中心、南华研究

图：美元兑港元即期汇率和美元指数



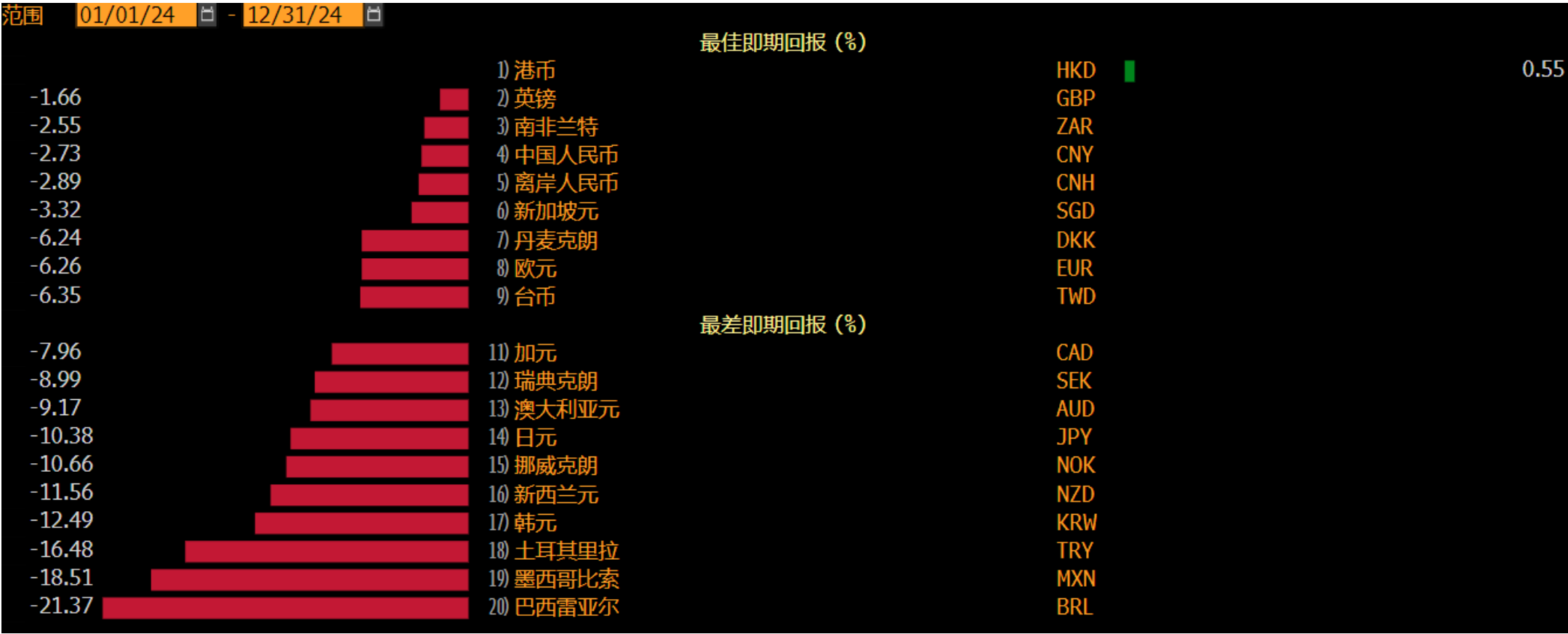
source: 同花顺, 南华研究

## 二、近期，港元为何表现强势？

### 2.1 港元对人民币汇率的影响机制分析：港元为何能春江水暖鸭先知？

从2024年全年主要国家货币相对于美元的表现来看，在我们挑选的十几种具有代表性的货币中，港元、英镑、南非兰特和人民币（CNH和CNY）是非美货币中相对最抗跌的货币，但其中只有港元相对于美元表现强势，全年录得升值状态，升值幅度为0.55%。与此同时，从2024年12月单月美元兑港元即期汇率的表现来看，整体呈现下行趋势，在我们挑选的十几种具有代表性的货币中，同样只有港元相对于美元呈现升值状态。

图：2024年全年，各主要国际货币相对于美元涨跌幅



source: Bloomberg, 南华研究

图：2024年12月单月，各主要国际货币相对于美元涨跌幅

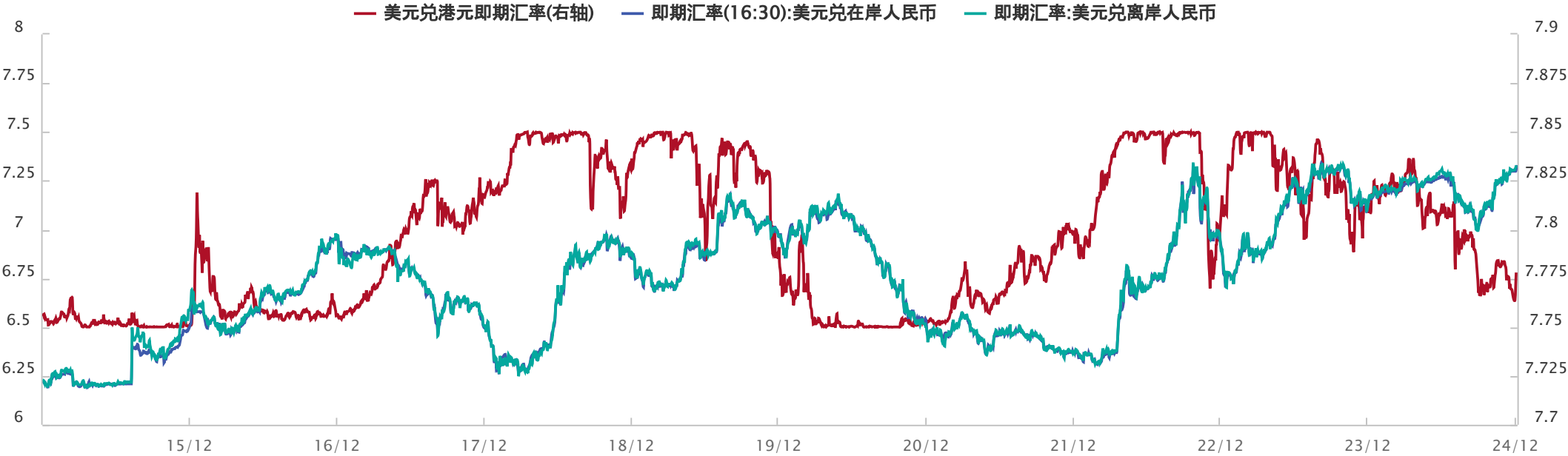




source: Bloomberg, 南华研究

对于港元的强势，不禁让我们猜想，是否是春江水暖港元先知？是否暗示着人民币汇率即将逆风翻盘？引发我们上述猜想的原因，主要是美元兑港元即期汇率与美元兑人民币即期汇率、美元兑港元即期汇率与人民币兑港元即期汇率在历史上呈现一定的正相关，且近年来相关性有一定的抬升，即“港元的升值在一定程度上或将带动人民币的升值：港元相对于美元升值在先，人民币在一定概率上会相对于港元/美元升值在后”。

图：美元兑港元即期汇率与美元兑人民币即期汇率走势对比



source: 同花顺,南华研究

图：美元兑港元即期汇率和人民币兑港元即期汇率



source: 同花顺,南华研究

图：美元兑港元即期汇率与港币兑人民币即期汇率走势对比



source: 同花顺,南华研究

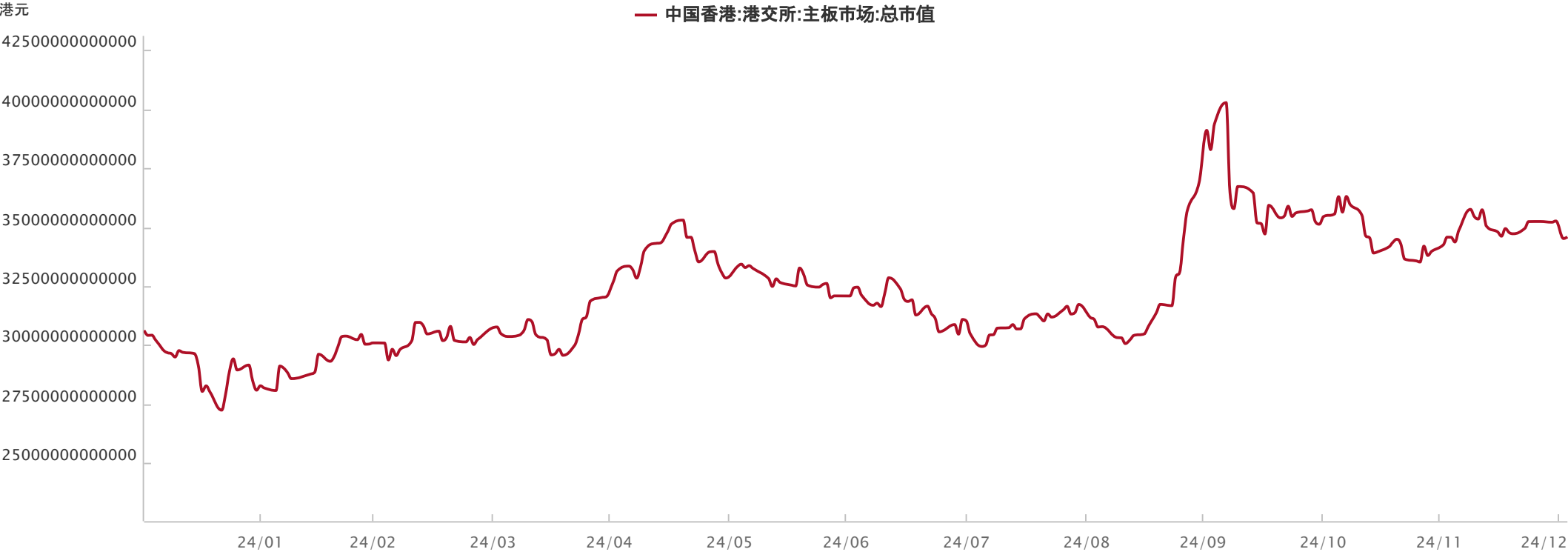
图：美元兑人民币即期汇率与人民币兑港币即期汇率走势对比



source: 同花顺,南华研究

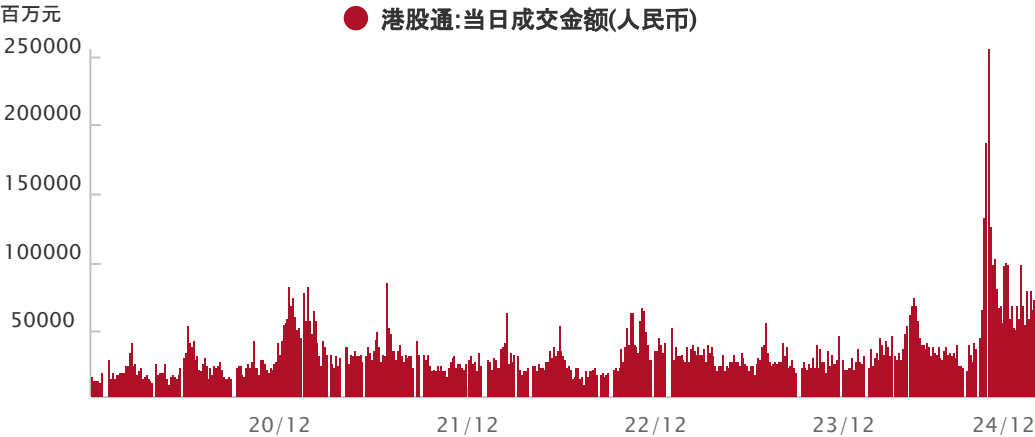
我们认为，上述相关性背后的逻辑与国际资金流动密切相关。这一假设可以通过分析2024年全年或12月以来港交所主板的日均成交数据得到验证。随着对国内市场的信心逐步增强，外资在考察期内优先选择进入港股市场，并根据国内基本面的后续发展情况来决定是否进一步流入大陆市场。因此，近期港元相对于美元的强势表现，反映了外资对国内市场的信心在边际上呈现增强趋势，并且不排除在后续国内基本面情况（例如政策力度）发生变化时，外资会根据新的市场信号进行相应的调整。**综上所述，港元的强势表现确实值得我们密切关注。**

图：中国香港港交所主板市场总市值



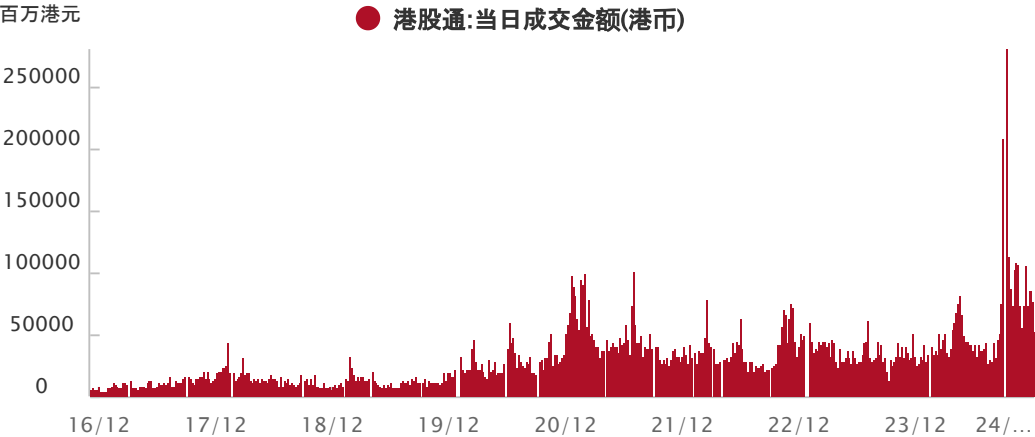
source: 同花顺,南华研究

图：港股通当日成交金额(人民币)

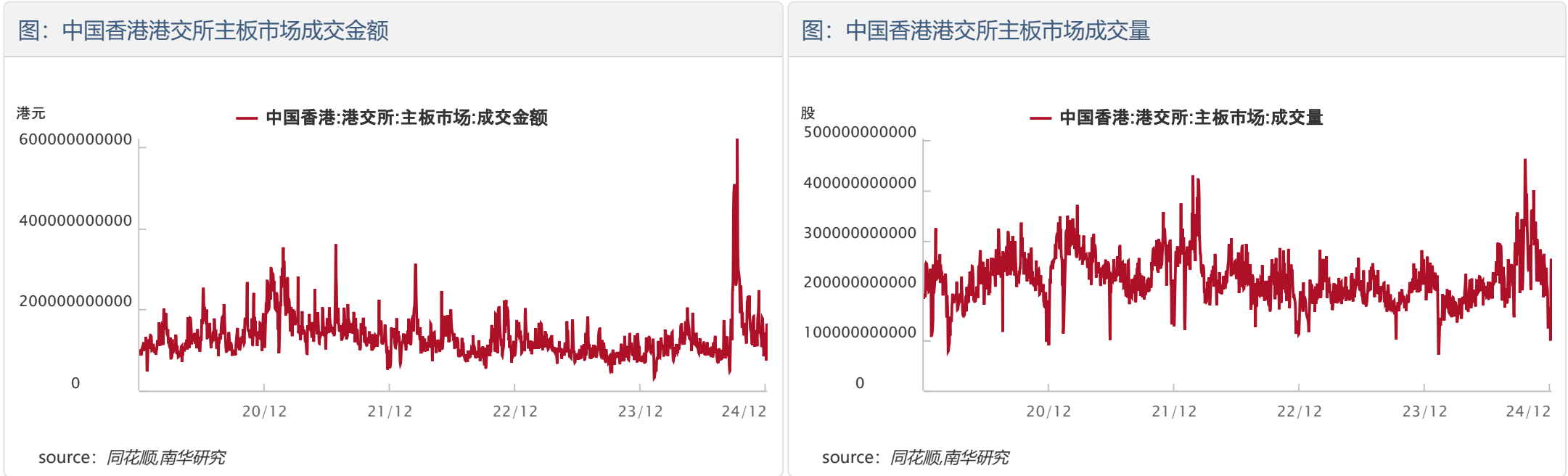


source: 同花顺,南华研究

图：港股通当日成交金额(港币)



source: 同花顺,南华研究



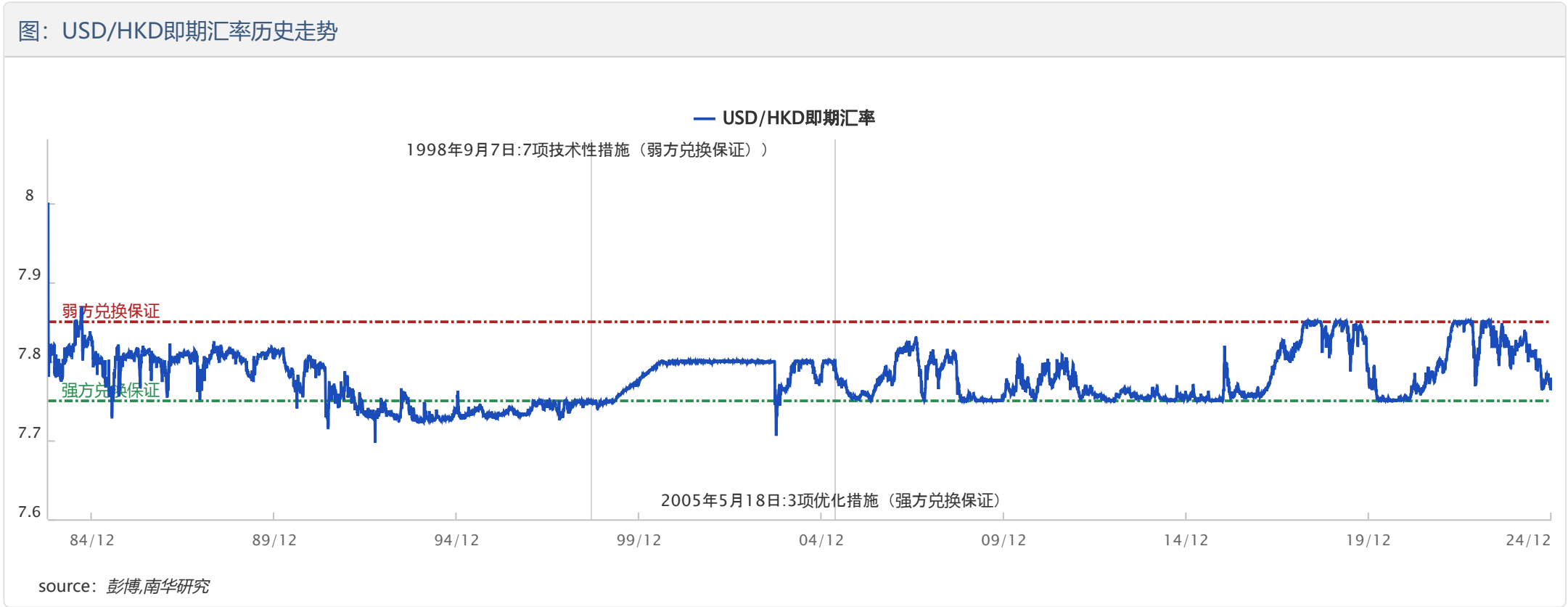
与此同时，在香港经济与内地经济日益紧密地走向一体化的过程中，人民币汇率的变动不仅会对港元汇率产生显著影响，港元汇率的变动同样会对人民币产生不可忽视的影响。这种相互影响主要通过以下几种传导机制实现：首先，在贸易领域，两地频繁的贸易活动使得汇率变化直接影响企业的成本和收益，进而改变贸易的规模和结构，引发一系列经济连锁反应。其次，在直接投资方面，汇率的波动会改变跨境投资的决策和收益预期，从而调整投资流向和规模，对两地的资本积累和产业发展产生深远影响。此外，金融资本流动也是重要的传导渠道。香港作为国际金融中心，与内地金融市场紧密相连，汇率变动会引发资金的跨境流动，进而影响两地的利率水平、资产价格和金融市场的稳定性。最后，汇率变动还会引发市场参与者的心理预期变化，这种预期的调整会进一步影响其投资和消费行为，对经济产生更为复杂的间接影响。

## 2.2 美元兑港元即期汇率影响因素分析

### 1、什么是联系汇率制度？

中国香港作为一个小型开放经济体，自1997年回归中国后，其制造业的大部分已转移至内地。目前，香港的经济主要由金融与保险、房地产、进出口贸易等行业构成。由于其外向型经济特征以及建设国际金融中心的战略需求，香港金融管理局采取了一种独特的汇率制度，该制度包括资本自由流动、窄区间盯住固定汇率以及货币政策的相对受限。自1983年10月17日起，香港实行了一种货币发行局制度，以保持港元汇率的稳定，

外汇市场上港元兑美元的汇率维持在大约7.80港元兑1美元的水平。具体来看，香港金融管理局（以下简称“金管局”）通过货币基础的扩张和收缩，将美元兑港元汇率稳定在7.75至7.85之间。其中，7.75为强方兑换保证，7.85为弱方兑换保证。其中，货币发行局制度是指一种按照货币规则（规定货币基础的变动必须由按固定汇率以指定外币为单位的外汇储备的相应变动配合）运作的货币制度。货币规则的运作形式一般是由货币发行局作出保证，会按固定汇率将本地货币兑换为外汇储备。

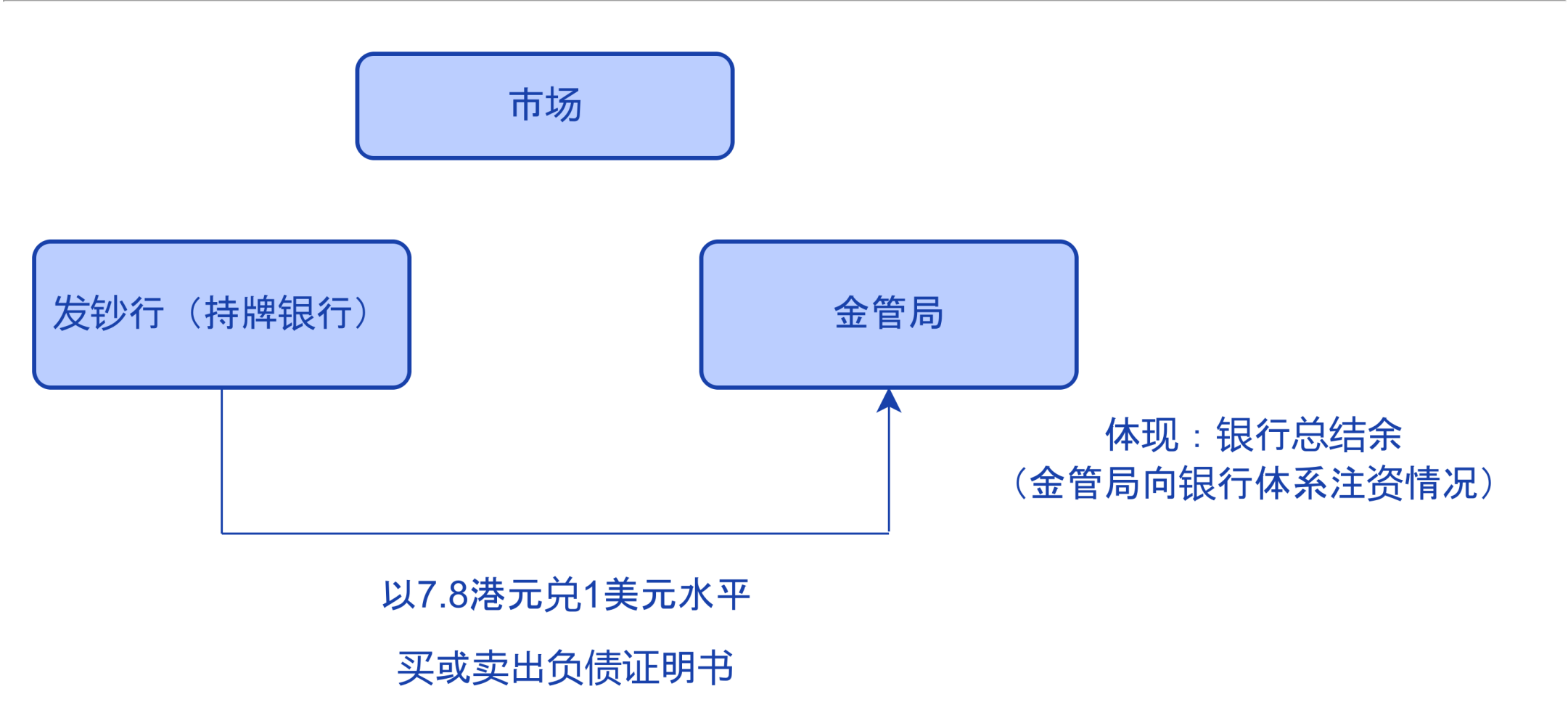


香港联系汇率制度的运行机制涉及发钞行、金管局和市场三个主要参与者，具体流程如下：

香港的货币发行机制由三家发钞银行——汇丰银行、渣打银行和中国银行（香港）——负责港元的增发。金管局设立外汇基金作为港元的准备金。当发钞银行发行港元时，必须以等值的外汇向金管局缴纳保证金，并换取无息的“负债证明书”，该证明书作为银行发行港元的基本依据，以防止滥发港元的现象发生。根据联系汇率制度的规定，换取“负债证明书”时必须按照7.80港元兑换1美元的固定汇率进行。当美元兑港元即期汇率触发强方兑换保证（降至7.75下方）时，发钞行（持牌银行）可以以固定汇率7.80港元兑1美元的价格向

金管局卖出美元（负债证明书），并在市场上买入美元以获利。此时，市场中的港元流动性增加，套利资金流出市场，导致港元相对于美元的升值压力减轻，美元兑港元即期汇率重新回升至7.75以上，同时体现金管局向银行体系注资情况的银行间总结余上升。相反，当美元兑港元即期汇率触发弱方兑换保证（升至7.85上方）时，发钞行可以以固定汇率7.80港元兑1美元的价格向金管局买入美元（负债证明书），并在市场上卖出美元以获利。此时，市场中的港元流动性减少，套利资金流入市场，导致港元相对于美元的贬值压力减轻，美元兑港元即期汇率重新回落至7.85以下，同时银行间总结余下降。其中，总结余是指设于中央银行的结算户口及储备帐户的结余总额。具体来看，在香港，总结余是指设于金管局的结算户口结余总额。总结余是货币基础的一个组成部分。自1998年6月起，金管局透过路透社及彭博通讯社即时提供有关由金管局的外汇交易以及外汇基金票据及债券的发行与支付利息所引起的总结余变动预测。

图：香港联系汇率制度运行机制

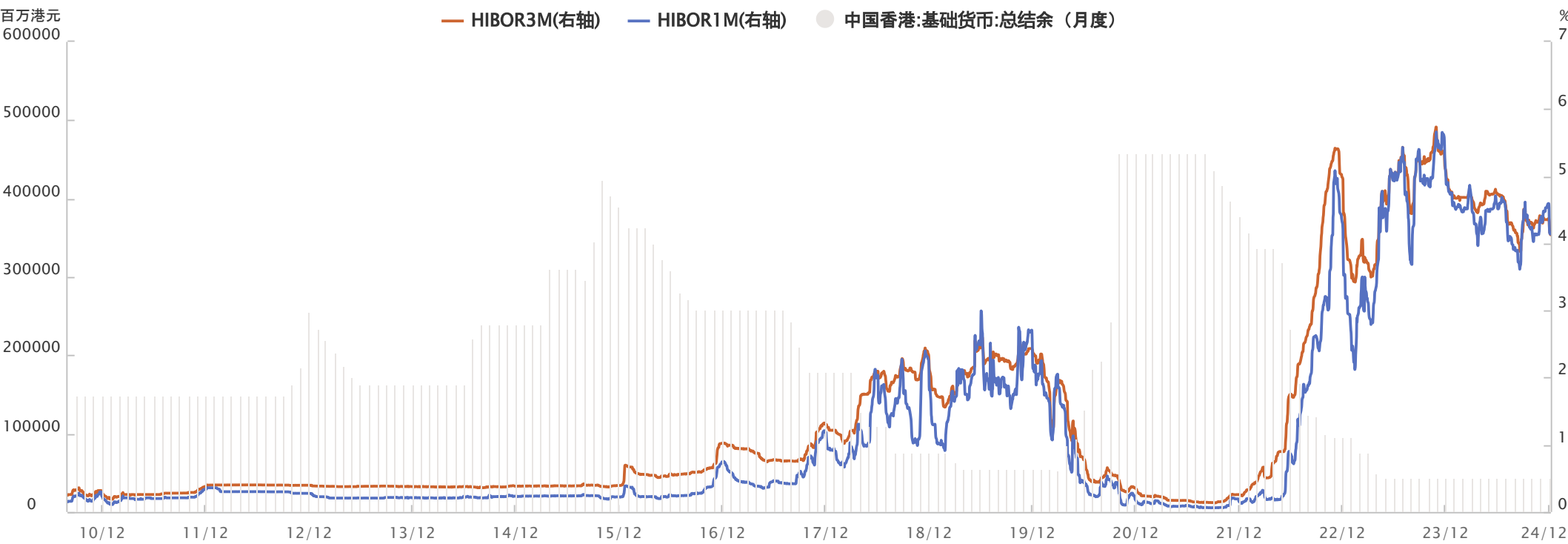






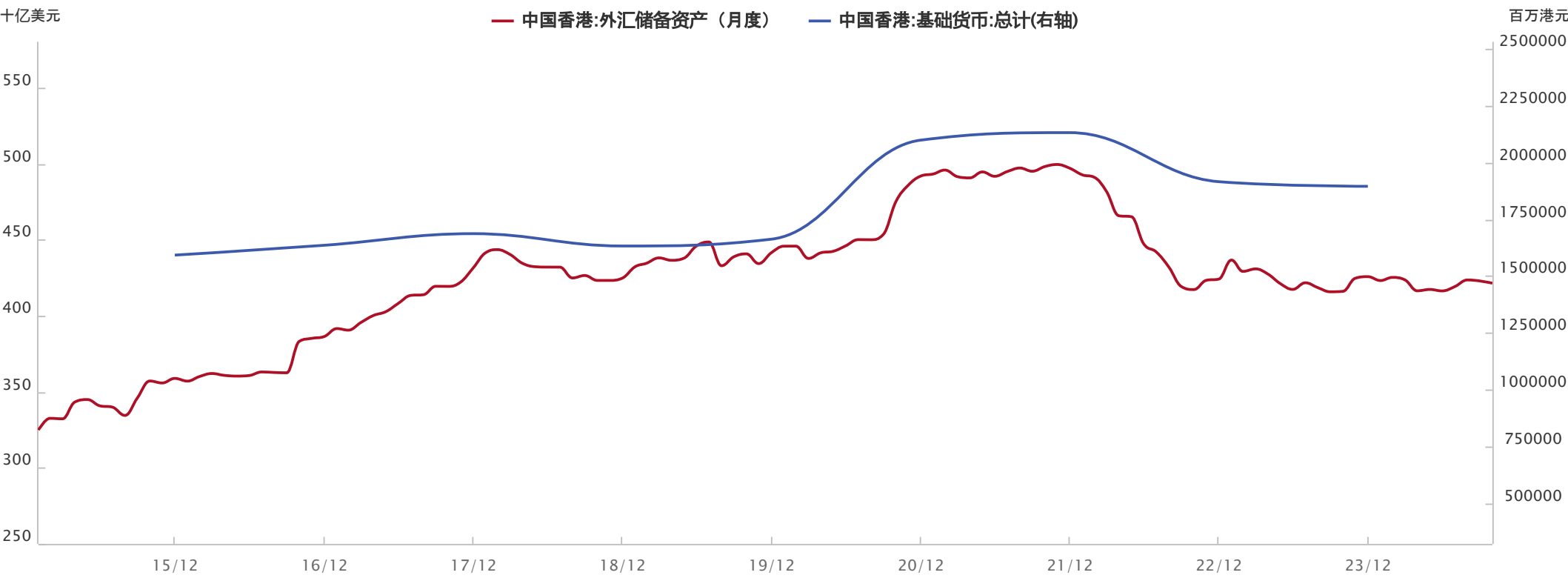


图：香港银行体系总结余与HIBOR



根据最新金管局公布的官方外汇储备数据和香港基础货币量来看，金管局仍有足够的实力兑现承诺，即实现港币弱方兑换保证或港币强方兑换保证。

图：金管局仍有足够的实力兑现承诺



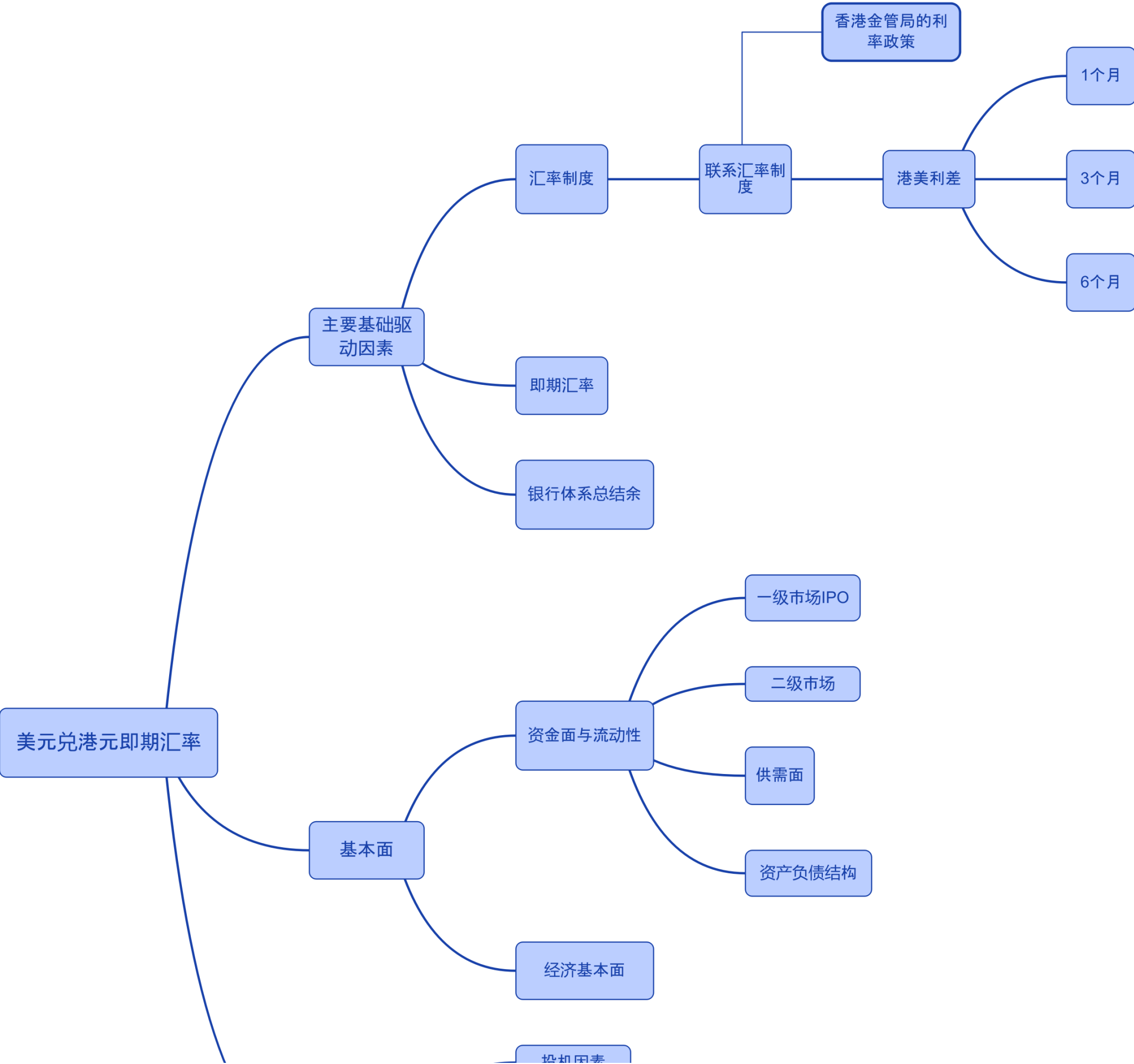
source: 同花顺,南华研究

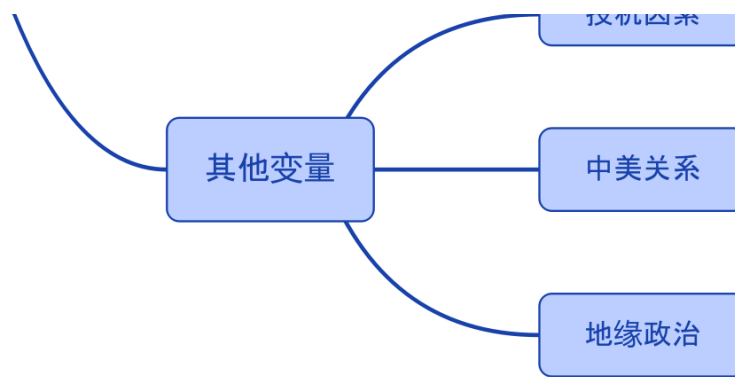
2、驱动此次港元强势的因素有哪些？

从上述分析中可以得出，要分析美元兑港元即期汇率的走势，我们主要需要关注港元现行的汇率制度——联系汇率制度、该制度下的资金流动，以及其他相关变量（地缘政治等因素）。

图：美元兑港元即期汇率的三大驱动因素







source: 南华研究

因此，基于以上三大驱动因素，我们对近期港元强势的原因进行了如下总结：

### 1、资金面的流动性（资本流动影响）：港元资金面偏紧

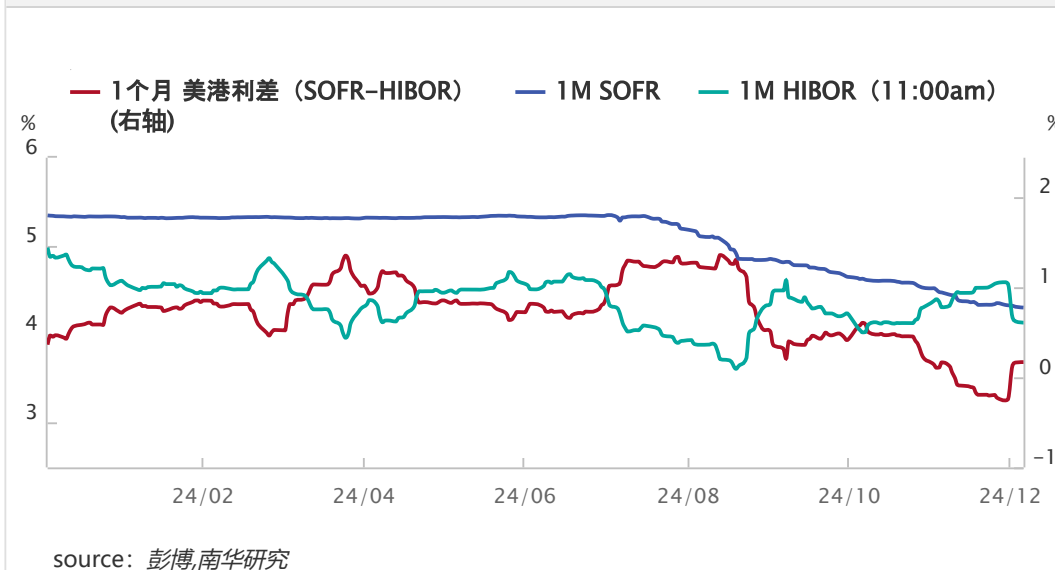
回顾近期港元表现强势的时间段，从港元利率和美元利率来看，港元利率在大多数时间内高于美元利率，因此港元倾向于升值，并向强方兑换保证靠拢。而对于近期港元资金面偏紧的原因，我们认为，主要得益于市场对香港经济基本面的信心增强，以及自9月以来IPO效应的提升，大量或大额新股发行吸引了外部资金流入并兑换港元，从而推动了港元的升值。因此，我们也观察到了较高活跃度的香港股市。

### 2、汇率制度因素（利差驱动的套息交易）：美港利差缩小

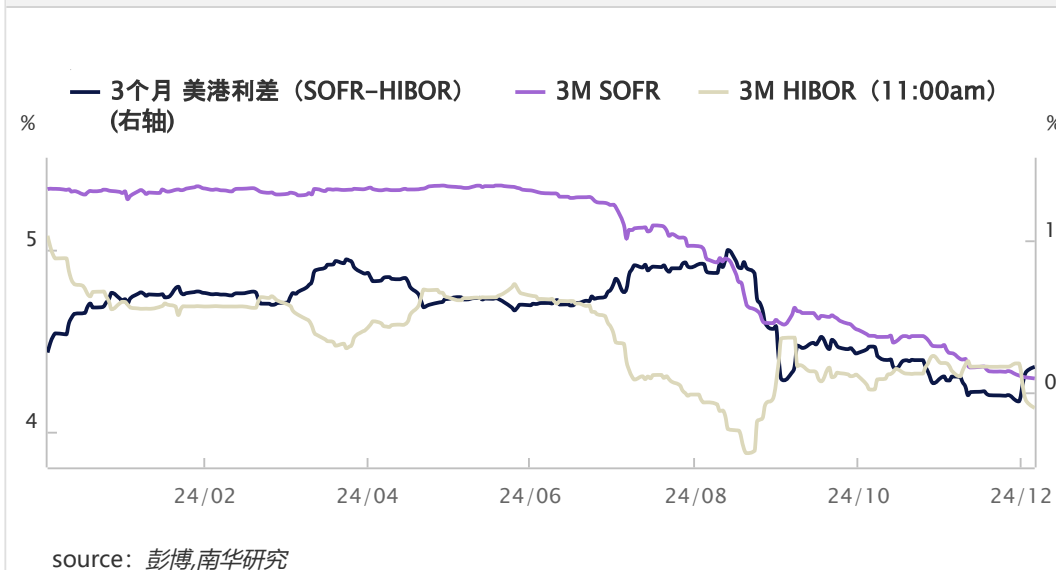
作为资本项目完全开放的经济体，香港允许资金自由流入和流出。当美元与港元之间的利差达到一定水平时，市场参与者便会产生进行两种货币之间套利交易的动力。联系汇率制度限制了美元兑港元即期汇率的波动范围，相较于日元、欧元等低息货币，进行港元套利交易的汇率风险较小，套利交易者因此能够避免汇率大幅波动的风险。

香港的货币政策与美联储的政策紧密挂钩，但从历史走势来看，港元利率并不严格等于美元利率。近期，随着美港利差的缩小（2025年1月略有反弹），港元利率高于美元利率，导致市场将美元兑换成港元。由于港元市场相对较小，这种利差驱动的套息交易对汇率的影响较大，从而在强势美元的背景下，港元进一步表现出强势。

图：1个月 美港利差 (SOFR-HIBOR) 、1M SOFR和1M HIBOR



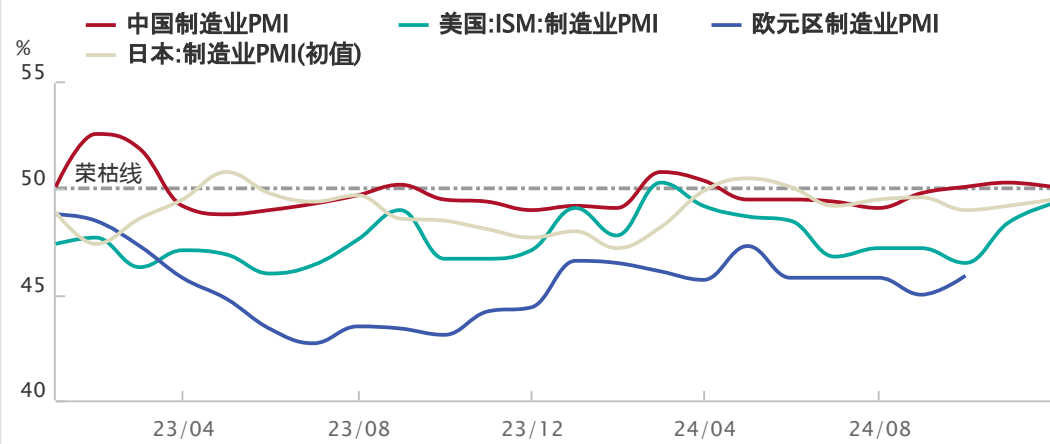
图：3个月 美港利差 (SOFR-HIBOR) 、3M SOFR和3M HIBOR



### 三、春江水暖是否能够港币先知？

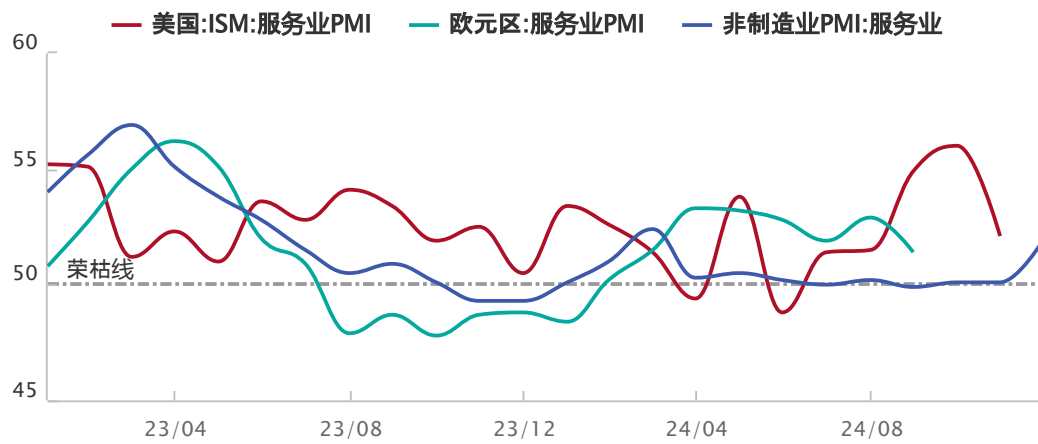
从外汇政策的角度来看，美元兑在岸人民币即期汇率在上周五如我们预期的升破7.30的“魔性”关口，这也表明央行正在阶段性地适度释放人民币相对于美元的贬值压力，以避免贬值压力过度累积。因此，接下来需密切关注人民币汇率中间价的表现。若中间价相对于即期汇率的偏离幅度不超过1500点左右，或表明我国央行意在减缓而非逆转美元兑人民币即期汇率的上行趋势。从市场情绪来看，主要期限的美元兑港元风险逆转期权指标显示市场依然倾向于看空美元兑港元即期汇率，但我们认为，人民币相对于美元的逆转可能还需等待。正如已经进入港股的资金仍需观察国内市场表现，择机入市一样。主要原因仍在于国内基本面依然以“稳”为主，尚未提供超出市场预期的积极因素。与此同时，海外端，“美强欧弱”的格局仍然存在，加之特朗普将于1月底正式就职，这可能导致汇率波动幅度扩大。然而，需要注意的是，当市场一致性预期过强时，汇率走势可能会出现反转，因此需关注美元兑人民币即期汇率上行的可持续性。

图：各主要国家制造业PMI对比图



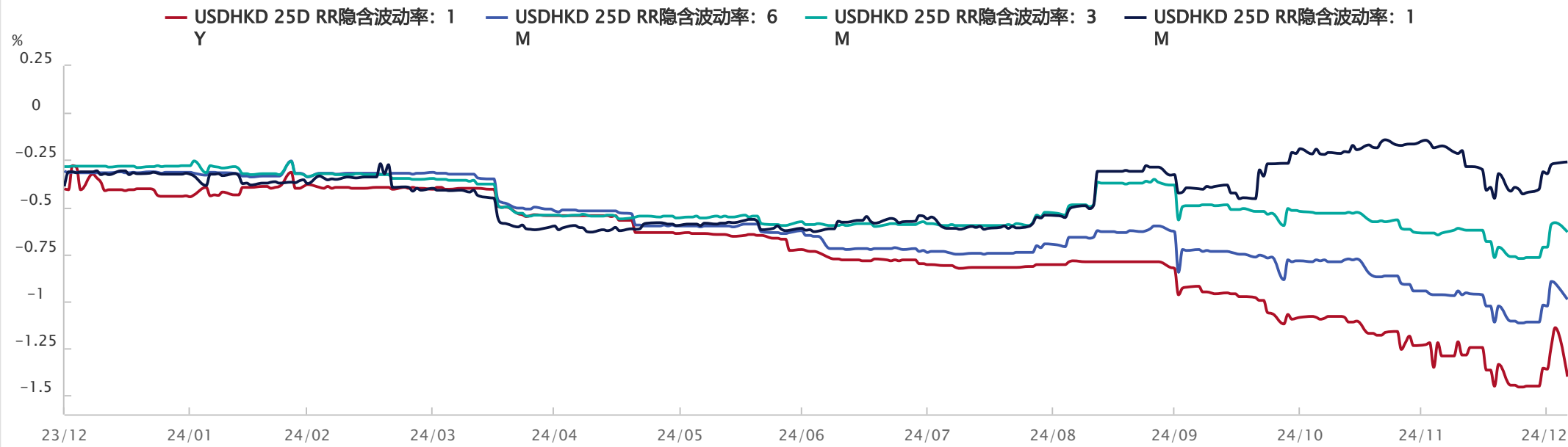
source: 同花顺,南华研究,彭博,wind

图：各主要国家服务业PMI对比图



source: 同花顺,南华研究

图：近期各期限USDHKD风险逆转指标走势



source: 彭博,南华研究

图：各主要期限的USDHKD风险逆转指标历史走势情况



免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦  
邮编：310008  
全国统一客服热线：400 8888 910  
网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)  
股票简称：南华期货  
股票代码：603093

Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富