

人民币国际化：背景、机遇与投资机会

核心观点

多极化的货币体系背后隐含的是美元霸主地位的衰落及人民币国际化的二次腾飞，货币职能视角下人民币在各项职能所占份额比例稳步提升，“一带一路”建设推进助力人民币国际化不断取得突破，富有弹性的市场化汇率、A股进一步向国际化接轨、港股通人民币计价加速推进的路径方向明确，同时重视由此带来的基建、能源、交运类央国企大展宏图的出海机遇。

多极化货币体系的构建推动人民币二次腾飞

美元霸权体系衰落的潜在不利因素：中美经济体量的对比已不可同日而语、美国自身债务的高企、通胀与老龄化将推动美元购买力中枢的下移、美国军事实力的领先优势正在被侵蚀。

货币职能视角下的国际化进程与“一带一路”助推

一国主权信用货币国际化的本质在于货币职能的延伸，中国进出口份额与人民币贸易结算占比稳步攀升；价值贮藏功能近年来也不断彰显，在全球外汇储备中占据的份额快速上升；基于金融交易的职能，同样可以看到人民币份额的显著提升；“一带一路”建设提升了沿线国家与中国之间的贸易便利程度，极大促进了相互间贸易量的增长，推动了中国对外投资的增长和金融基础设施的建设与完善，人民币的贸易结算职能与投融资需求得以提升。

人民币国际化将伴随更趋完善的在岸与离岸金融市场建设

汇率政策需要适应不同发展阶段，以人民币国际化作为目标，在保持货币政策的自主独立毋庸置疑的前提下，资本自由流动的管制趋于宽松、更加富有弹性的市场化汇率的路径演进方向应该是明确的。人民币国际化的推进意味着人民币回流途径的不断拓展与管理机制的不断完善变得至关重要，外资配置比例仍有明显的上行空间；国际化程度的提高将会推动基本面盈利驱动的“价值投资”理念更加深入人心；港股通人民币计价的落地同样会助力人民币国际化的推进。

主题视角掘金：关注重要抓手“一带一路”

作为人民币国际化重要抓手的“一带一路”建设推进将为基建、能源、交运类央国企提供大展宏图的出海机遇，助力其实现价值重塑；跨境支付与数字人民币同样存在重要发展机会，后续“人民币国际化”迎反复催化仍然值得期待。

风险提示：数据测算误差、地缘政治风险、美国通胀超预期、地方债务风险、房地产周期继续下行。

投资策略

陈果

chenguodcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521120006

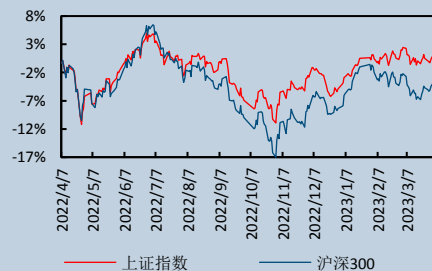
姚皓天

yaohaotian@csc.com.cn

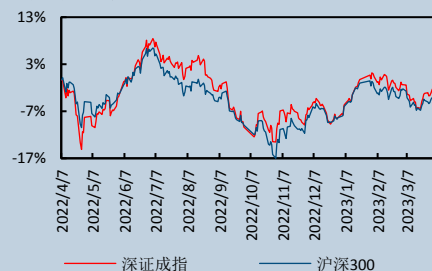
SAC 编号:S1440523020001

发布日期：2023年04月07日

上证指数走势图



深证成指走势图





目录

前言	1
一、多极化货币体系的时代或将来临	1
构建多极化的货币体系将推动人民币国际化的二次腾飞.....	1
二、人民币国际化进程中的积极催化	3
货币职能视角下的国际化进程	3
“一带一路”建设助推人民币国际化.....	7
三、人民币国际化对资产定价影响几何?	9
推动汇率弹性增强	9
离岸与在岸金融市场的建设趋于完善	11
主题视角掘金：关注重要抓手“一带一路”.....	15
风险分析	16

前言

近日，巴西政府宣布，巴西已与中国达成协议，可以本币进行贸易结算。对此，外交部发言人表示：“中国和巴西今年初签署了在巴西建立人民币清算安排的合作备忘录，巴西人民币清算安排的建立有利于中国与巴西两国企业和金融机构使用人民币进行跨境交易，促进双边的贸易投资便利化。”3月22日，中俄经济合作重点方向发展规划的联合声明中同样提到“在双边贸易、投资、贷款和其他经贸往来中适应市场需求稳步提升本币结算比重”。

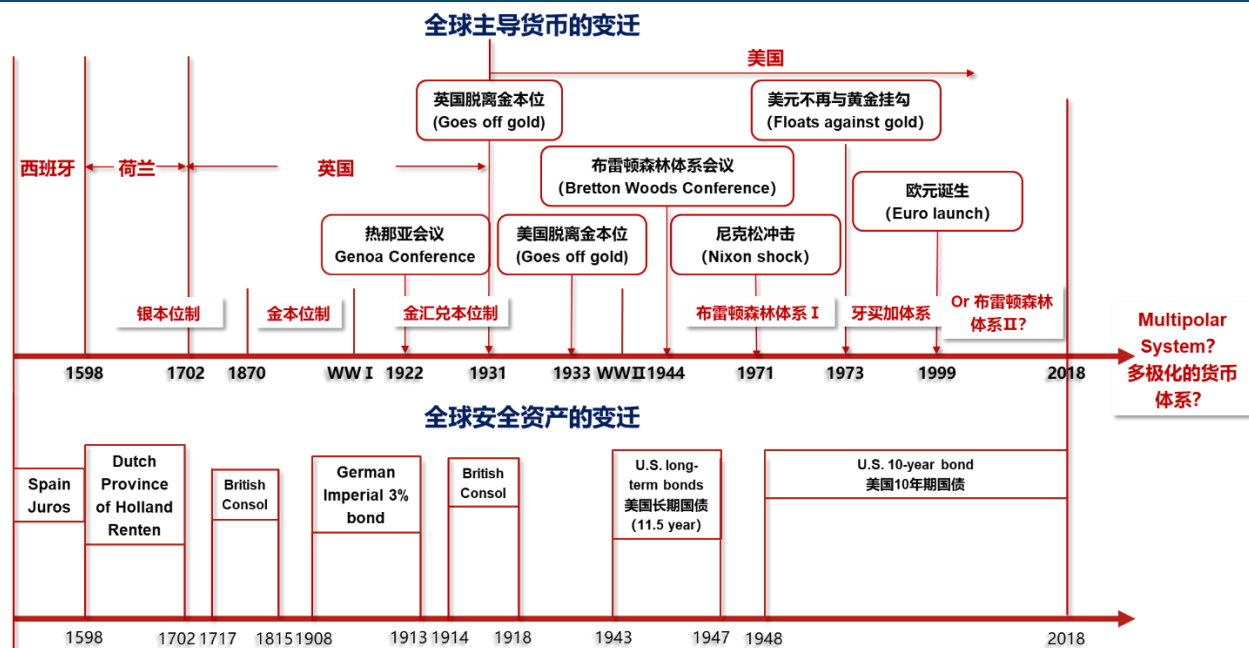
这一系列的进展可以被视为人民币国际化推进的象征，因此本篇报告尝试讨论以下几个问题：当下人民币国际化的进程如何？今年恰逢“一带一路”倡议十周年，加之后续“一带一路”国际合作高峰论坛的举办，推进“一带一路”建设如何助力人民币国际化？而对于投资者而言，更为重要的可能是人民币国际化对于资产定价的影响几何？又会孕育哪些投资机会？

一、多极化货币体系的时代或将来临

构建多极化的货币体系将推动人民币国际化的二次腾飞

最近有关“对抗美元霸权体系”的讨论逐渐增多，而关于推动“人民币国际化”的消息利好频传。基于此，我们回顾了全球货币体系的历史演进及对应的全球安全资产的变迁，首先尝试性地总结和推演美元霸主地位衰落的潜在不利因素及人民币崛起的积极催化。

图表1：全球货币体系及相应安全资产的变迁



资料来源：NBER WP 《Rethinking Exchange Rate Regimes》，《A Model of The International Monetary System》，中信建投证券

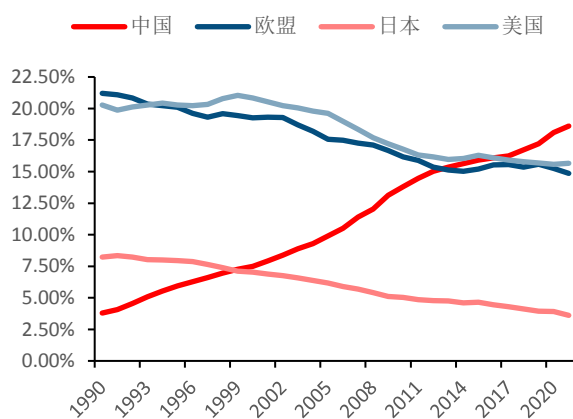
1) 中美经济体量的对比已不可同日而语，美国经济总量份额正在受到挑战。一国经济体量在全球所占份额是该国货币走向国际化的至关重要的前提条件之一。伴随以中国为首的新兴市场国家经济的快速崛起，美国经济体量排名的下滑清晰可见。如果基于购买力平价视角，美国经济体量的份额早已被中国所反超，美元地位因为人民币崛起而受到挑战的潜在可能性巨大。

2) 美国自身债务的高企，并将面临“现代特里芬难题”（Modern Triffin Dilemma）。“特里芬难题”预言了布雷顿森林体系的崩溃，即全球贸易往来的发展需要美元供给的同时扩张，与作为国际储备货币的美元需要维持自身币值稳定，两者诉求之间的矛盾。然而，当下这种难题依然存在，部分学者将 21 世纪以来的国际货币体系格局称为“布雷顿森林体系 II”，当下的特里芬难题意味着美国需要保持经常帐户健康的同时，满足世界其余各国对于安全资产的需求，即美债。而令人担忧的是，根据 CBO 的预测，美国公众持有的联邦债务将在 2024 年超过 GDP 的 100%，在 2053 年达到 GDP 的 194.6%，高额的债务负担在美债利率以创近 40 年记录飙升之际，无疑将会面临考验。

3) 通胀与老龄化的逆风或将推动美元购买力中枢的下移。疫后美国通胀的“狂飙”依然没有被克服，对于“美联储会否放弃 2% 的通胀目标”讨论也开始不绝于耳。而更为重要的是，曾经所谓“输出通缩”的中国的劳动力数量红利正在向质量红利转换，美国过去面临的“低利率、低通胀”的经济环境正在面临扭转。

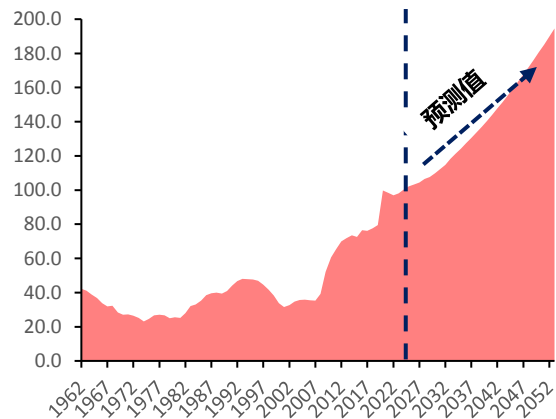
4) 美国军事实力的领先优势正在被侵蚀。一个有意思的学术界研究结论是，将一国持有美元占外汇储备的比例与该国与美国贸易往来的比例进行对比，可以发现受美国军事保护的国家会更多地持有美元作为外汇储备，而相对比下，自身拥有核武器的国家这一比例就要低得多。近年来正在发生的一个显著的趋势是，中国的军事实力正在变得愈发强大，甚至在某些领域已经不逊色于美国。

图表2： 购买力平价视角下的经济体量份额对比



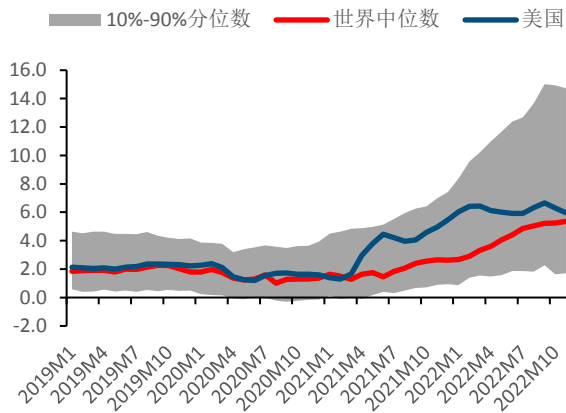
资料来源：World Bank Database，中信建投证券

图表3： 公众持有的联邦债务的变化趋势



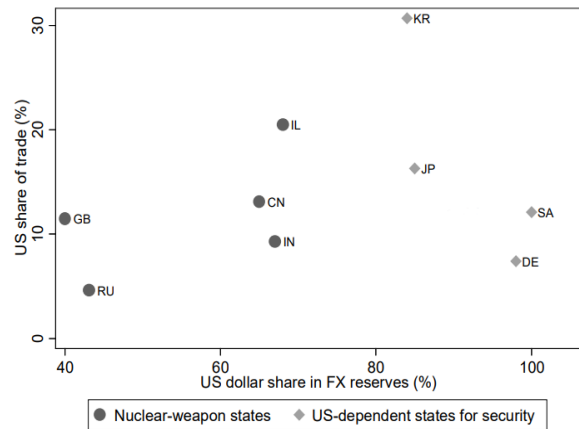
资料来源：Congressional Budget Office，中信建投证券

图表4：全球通胀中枢的抬升



资料来源：World Economic Outlook，中信建投证券

图表5：地缘视角下的外汇储备



资料来源：《The Geopolitics Of International Currency Choice》(Eichengreen et al, 2019)，中信建投证券

二、人民币国际化进程中的积极催化

货币职能视角下的国际化进程

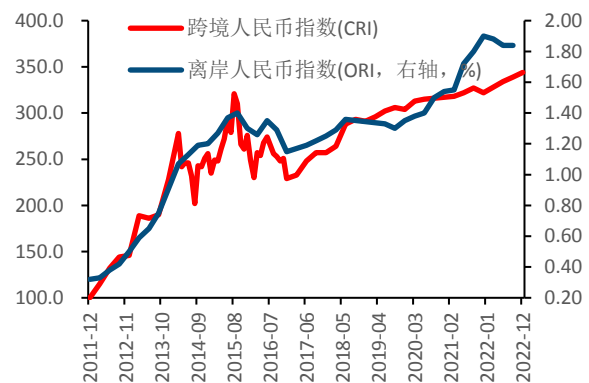
人民币国际化的趋势清晰可见。一国主权信用货币国际化的本质在于货币职能的延伸，即在全球范围内行使货币主要职能，通常又以以下三个方面的维度进行观察：计价单位（贸易计价结算、金融资产计价、锚货币职能等）、价值贮藏（私人部门的证券投资、官方部门的外汇储备等）与交易媒介（跨境结算、干预货币等）。而以上主要职能的行使需要通过货币的大规模跨境流动来实现，为此我们使用中国银行编制并发布的跨境人民币指数（CRI）与离岸人民币指数（ORI）来衡量人民币跨境流转与使用情况，及综合反映人民币国际化程度。我们可以发现，2020年以来人民币国际化的进程不断取得突破，ORI与CRI分别与2020年下半年与2021年中创下2015年以来的新高。

图表6：货币国际化潜在的行使职能

	职能角色		
	计价单位	价值贮藏	交易媒介
私人部门	贸易计价、 证券计价...	证券投资、 现金囤积...	跨境支付、 周转货币
政府官方	锚货币、 汇率钉住	外汇储备	干预货币、 “最后贷款人”

资料来源：中信建投证券

图表7：人民币跨境流转使用不断取得突破



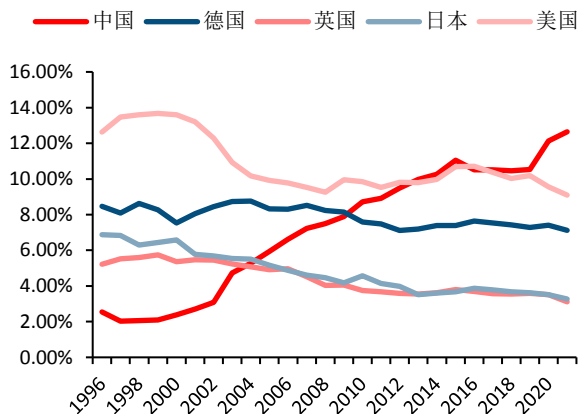
资料来源：中国银行官网，中信建投证券

以 ORI 与 CRI 指数的变化趋势形成对于人民币国际化程度的总体概览后，我们可以基于以上所提出的三个货币国际化的主要职能，对于人民币国际化的现状进行简要拆分：

1) 中国进出口份额与人民币贸易结算占比稳步上升。国际贸易计价结算职能的行使必须要以一国在全球范围内强大的进出口份额作为重要的前提条件，而中国自 2001 年加入 WTO 后深度融入全球化的产业链分工所带来的在世界范围内的出口份额提升清晰可见，并且已经超越美国成为世界第一，尤其自 2020 年新冠肺炎疫情冲击后，中国凭借出色的疫情防控成效和供应链韧性与优势，出口份额由此进一步明显提升。而进口方面，中国占据的份额也正在不断接近美国。更进一步，以经常项目下跨境人民币结算金额占货物与服务贸易总额的比重来更加直观地表征其贸易结算职能，2016 年以来这一比例维持稳步上升的趋势，而值得注意的是，2022 年中枢发生明显上移，始终维持在 20% 以上，意味着越来越多的国家、企业选择人民币进行贸易结算。

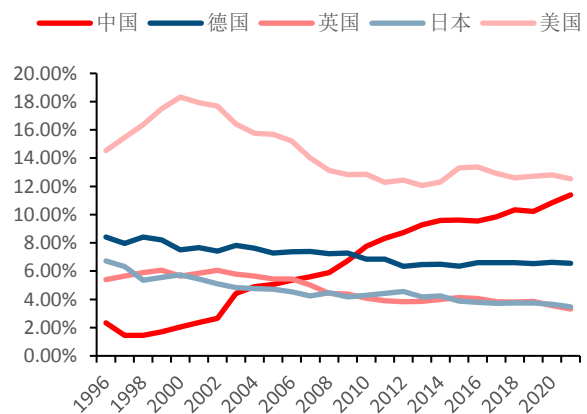
如果基于全球支付份额的变化视角，根据 Swift 发布的数据，人民币的市场份额排名基本保持在第五位左右，占比始终保持在 2%-3% 之间。而一个重要的变化是，中国在 2015 年 10 月启动了 CIPS，一个专司人民币跨境支付清算业务的批发类支付系统，央行发布的数据显示 2022 年 CIPS 的处理金额已经达到 96.7 万亿人民币。

图表8：中国出口份额已经成为世界第一



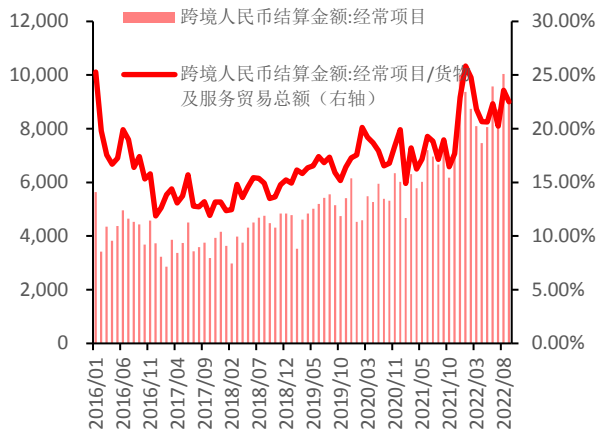
资料来源：World Bank Database，中信建投证券

图表9：中国进口份额正在不断接近美国



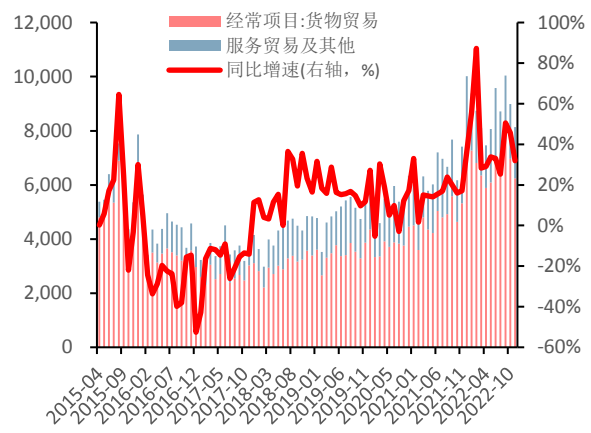
资料来源：World Bank Database，中信建投证券

图表10： 跨境人民币结算金额占比不断上升



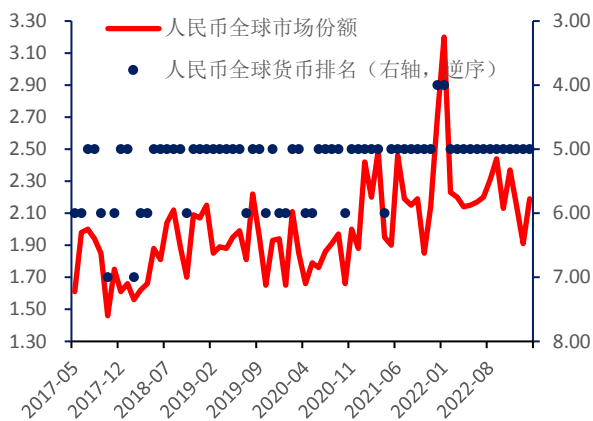
资料来源：商务部，CEIC，中信建投证券

图表11： 人民币跨境结算金额经常项目变化趋势



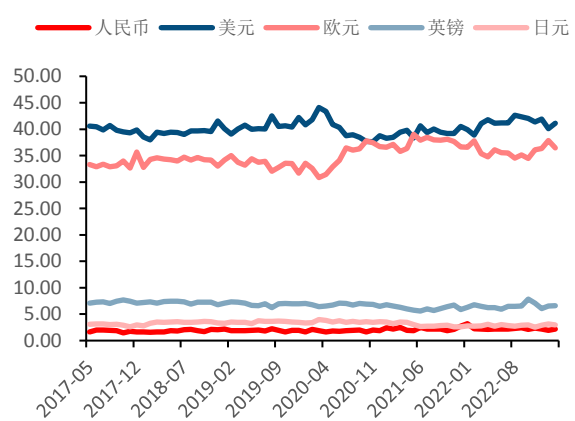
资料来源：iFInd，中信建投证券（左轴单位：亿元）

图表12： 人民币全球支付占比份额及排名



资料来源：Swift，中信建投证券（左轴单位：%）

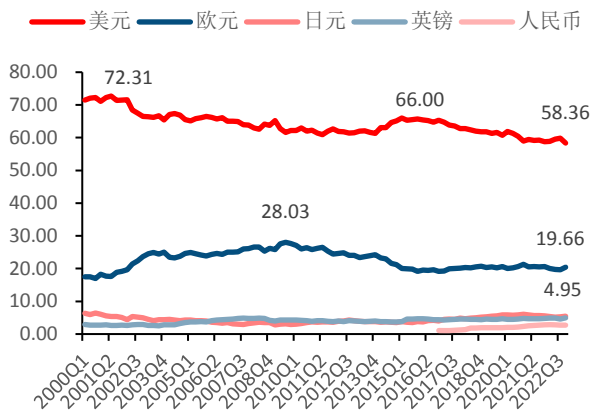
图表13： 全球主要货币支付份额变化



资料来源：Swift，中信建投证券（单位：%）

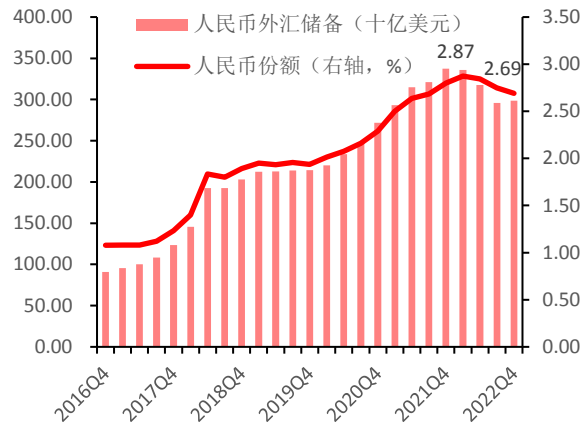
2) 人民币价值贮藏功能近年来也不断彰显。对于政府官方部门而言，一国货币价值贮藏功能最好的体现即其持有的外汇储备的多寡。作为实现经济内外平衡（外汇干预、交易性需求等）的重要调节手段，将某国货币持有为外汇储备是对一国经济发展、主权信用的认可。随着 2016 年 10 月 1 日，人民币被正式纳入 SDR 货币篮子后，人民币在全球外汇储备中占据的份额快速上升，从 2016 年 Q4 的 1% 左右，最高上升到 2022 年 Q1 的 2.87%；绝对数额从 900 亿美元左右升至 22Q4 的 2980 亿美元左右。而至于私人部门层面，海外投资者对于人民币资产的配置比例的提升同样是显著的，尤其是在股票与债券市场上，2014 年 11 月沪港通、2016 年 12 月深港通、2017 年 7 月债券“北向通”及 2021 年 9 月“南向通”的开通，加之 A 股接连被纳入 MSCI、FTSE 等全球股票指数体系等系列重要举措都推动了人民币的价值贮藏功能得以彰显。

图表14：全球主要货币外汇储备份额变化



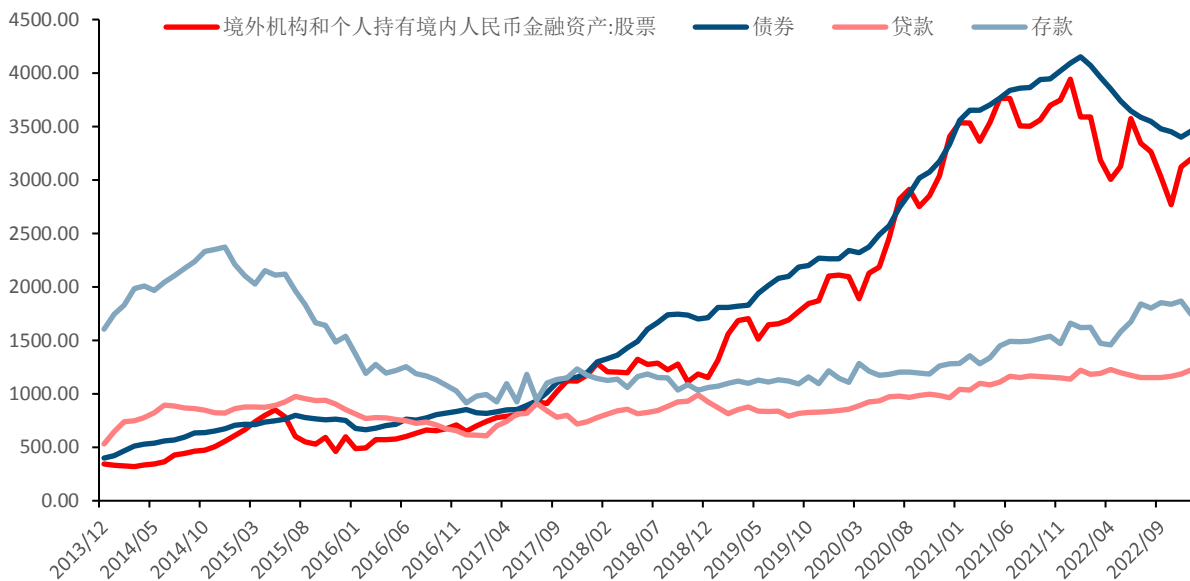
资料来源：IMF Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserve, 中信建投证券（单位：%）

图表15：人民币在外汇储备份额中的占比不断上升



资料来源：IMF Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserve, 中信建投证券（右轴单位：%）

图表16：境外机构和个人持有的境内人民币金融资产（单位：十亿人民币）

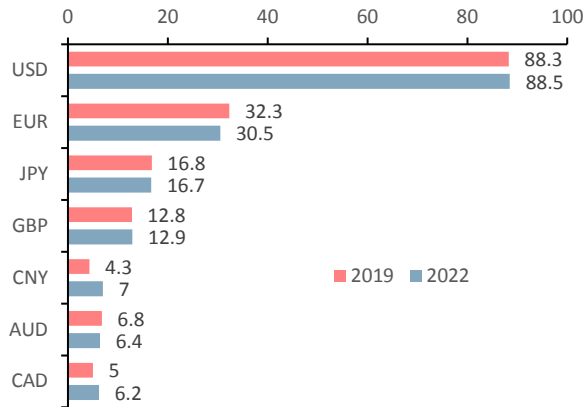


资料来源：中国人民银行，CEIC，中信建投证券

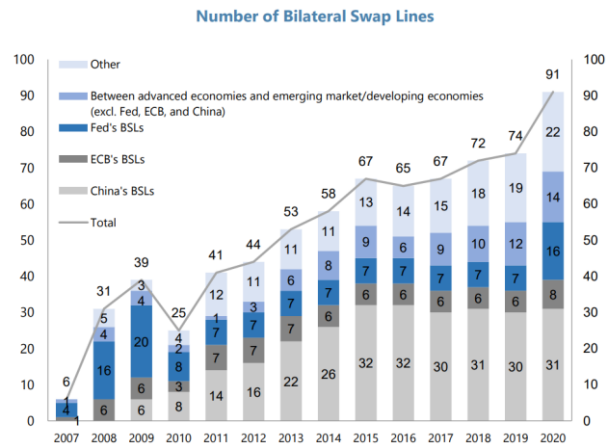
3) 基于人民币金融交易的部分角度，同样可以看到人民币份额的提升。首先想要说明的是人民币国际化并非简单地指实现资本项目下的自由兑换，货币国际化的概念应该比资本项目可自由兑换更加宽泛；同时，货币国际化并不必然要求资本项目下的可自由兑换。而众所周知，人民币还尚未在资本项目下实现完全可自由兑换，但人民币金融交易职能还是实现了相对明显的提升。以较为常见的全球外汇交易占比来看，根据 BIS 最新公布的数据，人民币自 2019 年调查以来的市场份额增幅是所有主要货币中最大的，排名从 2019 年的第八位上升至

当下的第五位。此外，在 08 年全球金融危机以后，人民币在维护全球金融稳定方面起到了重要的作用，中国引领了全球双边互换协议网络的扩张（可有效补充其他国家外汇储备等）。

图表17： 外汇市场交易量份额变化（单位：%）



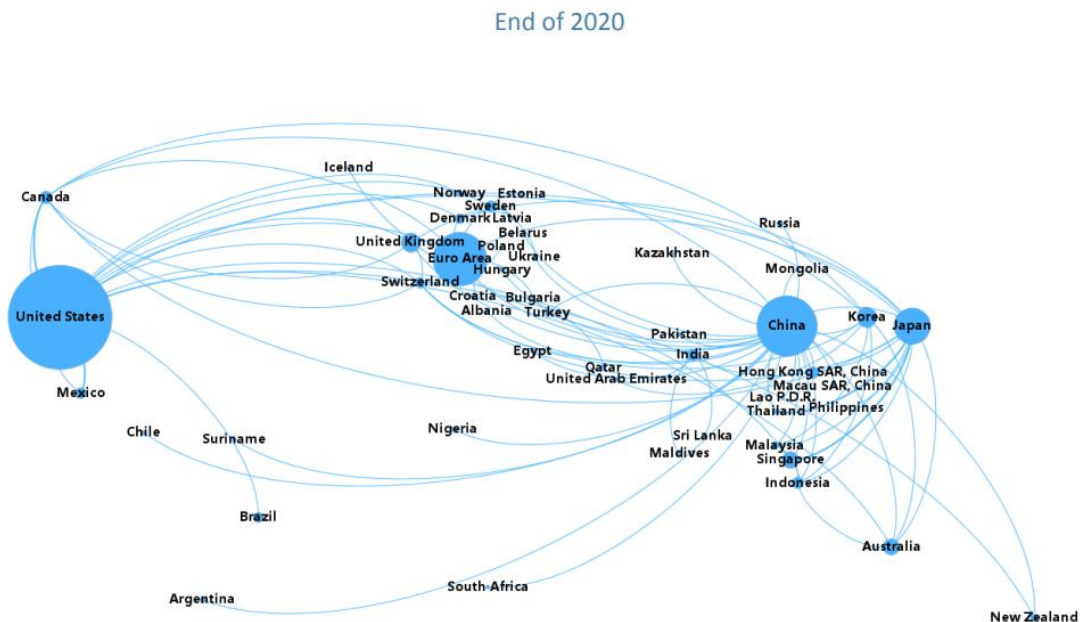
图表18： 双边互换协议的交易数



资料来源：BIS, Triennial Central Bank Survey, 中信建投证券（注：由于每次交易包含两种货币，因此总和为200%）

资料来源：IMF WP, Evolution of Bilateral Swap Lines, 中信建投证券

图表19： 全球双边互换协议网络



资料来源：IMF WP, Evolution of Bilateral Swap Lines, 中信建投证券

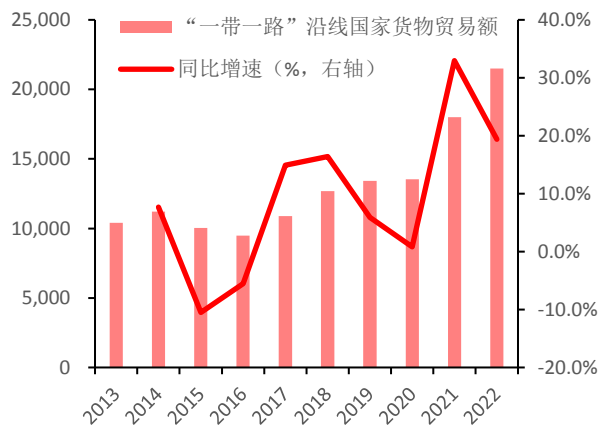
“一带一路”建设助推人民币国际化

2013年，习近平总书记出访哈萨克斯坦期间，提出了“一带一路”倡议。2023年恰逢“一带一路”倡议提出十

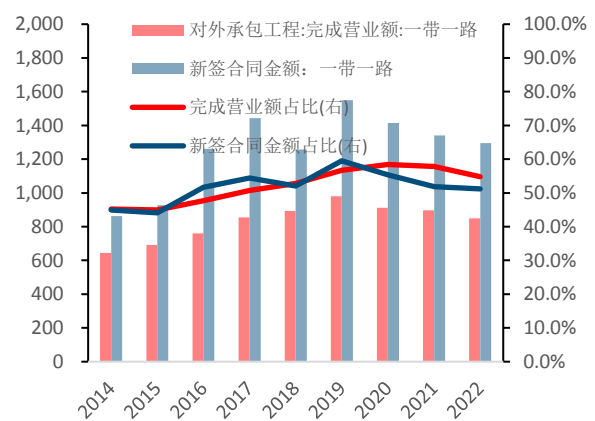
周年，十年来，中国与“一带一路”沿线国家的合作日趋紧密，为推动人民币国际化提供了至关重要的机遇。对此，依旧基于货币国际化行使主要职能的角度讨论“一带一路”如何推动人民币国际化：

1) 人民币的贸易结算职能与投融资需求提升。贸易方面，“一带一路”建设提升了沿线国家与中国之间的贸易便利程度（如：中欧班列，据统计：2022年运行中欧班列1.6万列、发送160万标箱，同比增速分别达到9%和10%），进而极大促进了沿线国家与中国间贸易量的增长，增强了中国与沿线国家之间的产业联系。2022年，中国与“一带一路”沿线国家贸易规模创下新高，货物贸易额达13.8万亿元，同比增长19.4%，高于外贸整体增速11.7个百分点。投融资方面，“一带一路”建设同样推动了中国对外投资的增长，中国与“一带一路”沿线国家基础设施互联互通稳步推进，助力“中国制造”优势出海。中国在“一带一路”沿线国家的工程承包占对外承包工程的比例近年来都在50%以上。

图表20：中国与“一带一路”沿线国家货物贸易额



图表21：“一带一路”建设在中国对外承包工程中的地位

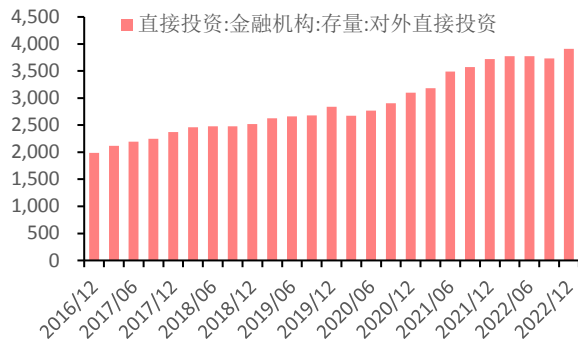


资料来源：《中国“一带一路”贸易投资发展报告》，中信建投证券（单位：亿美元）

资料来源：商务部，CEIC，中信建投证券（左轴单位：亿美元）

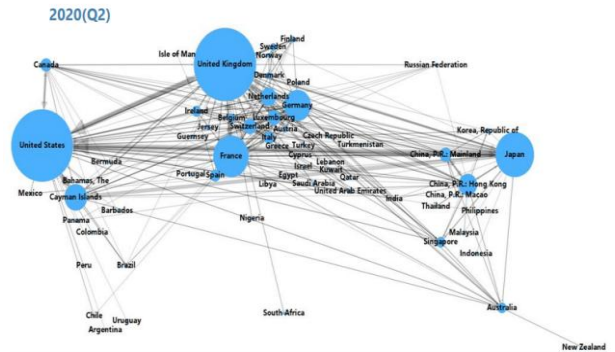
2) “一带一路”推动金融基础设施的完善。发达的金融市场，完善的金融基础设施建设是一国货币走向国际化的重要前提之一，长时间以来美元霸权地位的维持离不开其高度发达的金融市场，因此金融发展水平的提升将会成为人民币国际化的关键一步，而“一带一路”建设的推进同样为此提供了契机。中国金融机构为“一带一路”建设提供了大量的融资支持，据《中国“一带一路”贸易投资发展报告2021》公布的数据，截至2019年末已有11家中资银行在29个“一带一路”沿线国家设立了近80家一级分支机构。亚洲基础设施投资银行（“亚投行”）更是树立了国际多边合作的新典范，也逐步收获了国际社会的高度认可。

图表22: 金融机构对外直接投资存量(单位:亿美元)



资料来源: CEIC, 中信建投证券

图表23: 世界各国银行跨境资产与负债联系及规模



资料来源: IMF, Evolution of Bilateral Swap Lines, 中信建投证券

三、人民币国际化对资产定价影响几何?

推动汇率弹性增强

汇率政策需要适应不同发展阶段,更加富有弹性的汇率与人民币国际化的推进相辅相成。如果说哪种大类资产受到人民币国际化引起的影响和变化最为直接,那无疑应该就是人民币汇率本身。在经典的蒙代尔三元悖论下,资本自由流动、汇率稳定与货币政策独立,三者只能取其二。而由于中国作为一个社会主义市场经济体制的大型转轨经济体及新兴市场国家,面临的“不可能三角”是非等边的,相机抉择是更好的选择。

因此,中国汇率政策与特定发展阶段相对应的特征非常显著,从最初的鼓励贸易、吸引外资的出口导向型政策带来的持续“双顺差”(固定汇率为主),到2005年721汇改后人民币汇率渐进升值的调整以减少对外需的过分依赖、追求产业转型升级与可持续发展(低估的人民币汇率不利于产业升级),再到2015年811汇改后汇率波动幅度的进一步扩大,央行干预频率的大幅减少。与之对应的是,货币政策范式的不断调整与进化,基础货币投放模式的转变就是很好的印证,从曾经外汇占款下的被动投放到央行投放主动性的不断增强。至于资本的自由流动,前任央行行长周小川曾表示“从国际经验看,在经常项目可兑换的情况下,资本项目管制很难充分有效”。伴随着全球金融一体化的趋势,海内外资本市场联动性的不断增强,资本跨境流动的诉求正在变得愈发强烈,中国也在近年来不断开放自己的金融市场。

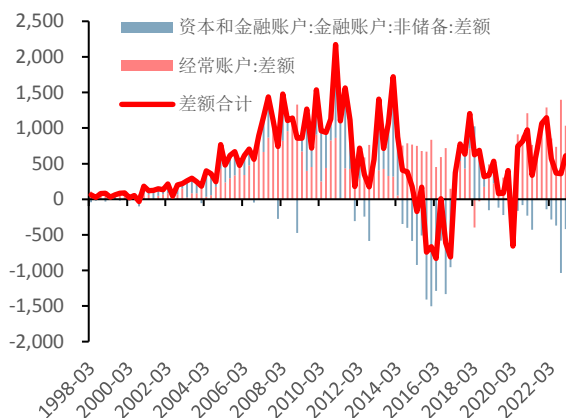
因此,如果以人民币国际化作为目标,保持货币政策的自主独立毋庸置疑的前提下,资本自由流动的管制趋于宽松、更加富有弹性的市场化汇率的路径演进方向应该是明确的。

图表24：人民币汇率弹性不断增强



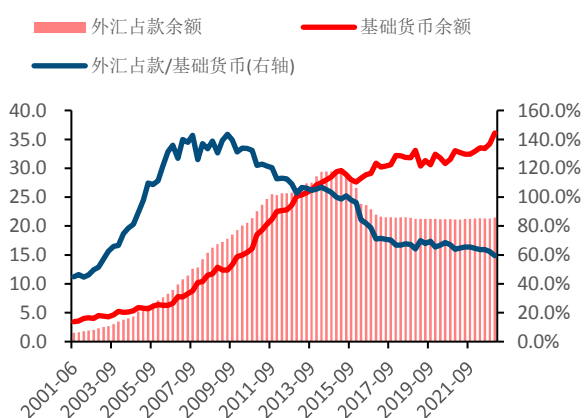
资料来源：Wind，中信建投证券

图表25：曾经的持续“双顺差”有明显改变



资料来源：CEIC，中信建投证券（单位：亿美元）

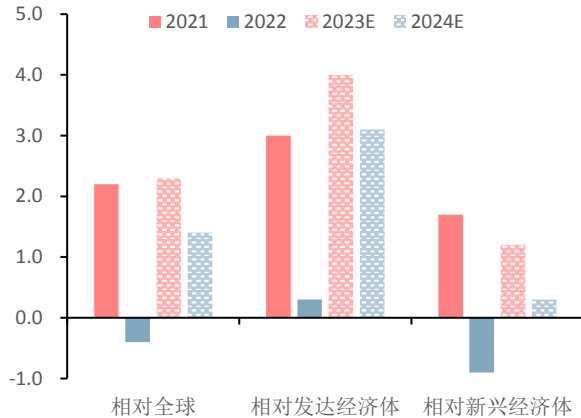
图表26：基础货币投放模式的转变



资料来源：CEIC，中信建投证券（单位：万亿元）

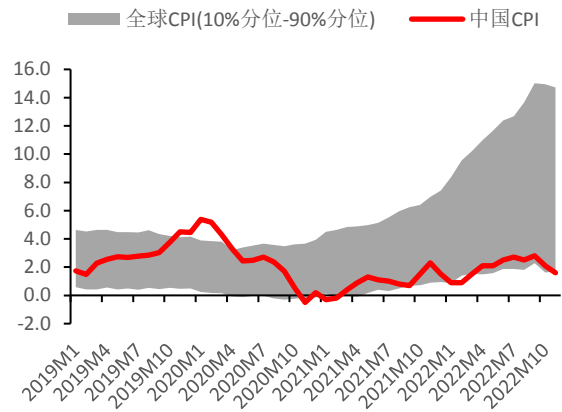
弹性增强不改人民币中长期升值趋势。国别间经济基本面增长的相对强弱才是中长期维度内决定汇率走势的根本因素，由于疫后各国经济恢复程度的快慢不一，加之海外疫情期间大水漫灌与国内较强的货币政策定力的鲜明对比，中国与世界主要经济体间的经济、货币周期出现了一定的错位，在2022年中国经济增长的相对优势并不明显，人民币由此受到了一定的贬值压力；然而，随着中国经济复苏之路的开启，根据IMF的最新预测，中国GDP增速的相对优势将会重新得以凸显，为人民币升值奠定了坚实的基础。除此之外，另外一个重要的变化是作为全球货币锚的美元，或将因为通胀中枢一时难以回到疫情前的水平，而出现购买力水平的下移；同时，中国的低通胀水平在世界范围内都相对明显，因此构成了人民币升值的又一重大有利因素。更为重要的是，人民币国际化推进过程中，人民币占国际支付、外汇储备份额（如图7、图9所示）的不断上升或将成为其升值背后的核心观察变量。

图表27：中国 GDP 相对其他经济体增速之差



资料来源：WEO，中信建投证券（单位：%）

图表28：全球通胀高企，中国通胀低



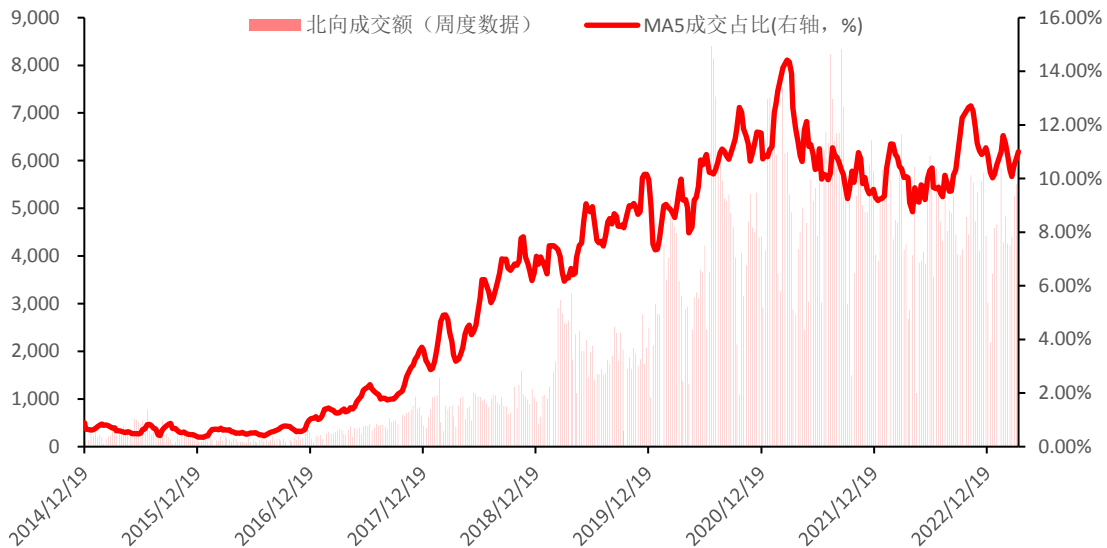
资料来源：WEO，中信建投证券（单位：%）

离岸与在岸金融市场的建设趋于完善

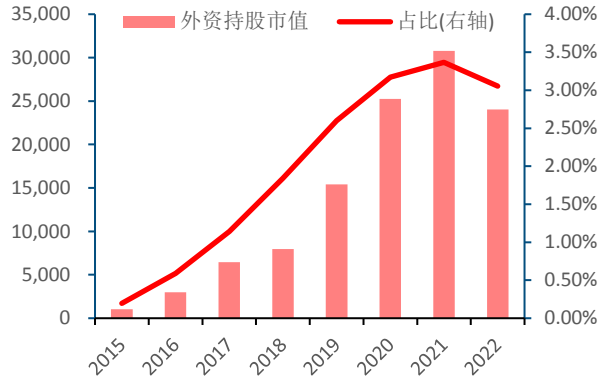
如前所述，人民币国际化的推进意味着跨境资本流动渠道的逐步畅通，真正实现货币国际化需要兼顾“走出去”与“流回来”，即人民币在国际化的进程中同样会面临类似“特里芬难题”的考验，中国需要为流向境外的人民币提供安全、稳定的资产配置栖身之地，因此人民币回流途径的不断拓展与管理机制的不断完善变得至关重要。可以看到的是，过去多年离岸人民币市场的建设已经取得了一定的成效，以人民币计价的产品也正愈发丰富；与此同时，对在岸金融市场的建设与开放的重视同样将会是人民币国际化进程中必不可少的环节。而港股与 A 股分别作为中国离岸与在岸资本市场的重要组成部分，将与人民币国际化交互影响。

（1）A 股市场向国际化更进一步

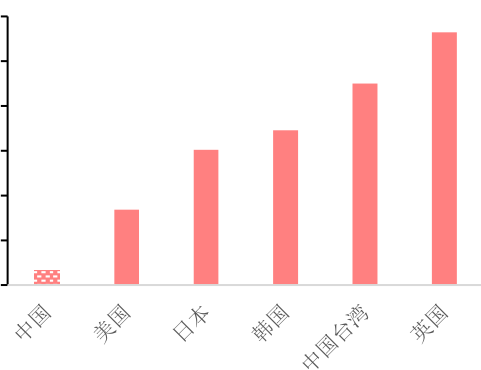
倘若人民币回流途径的不断拓展与完善，外资配置 A 股市场的比例仍有明显的上行空间。沪深港通的相继开通、不断被纳入国际主流指数体系、QFII 与 RQFII 额度限制的取消等系列举措，都象征着 A 股市场的国际化进程已经取得了显著的成效。与之对应的是，外资成为了影响 A 股市场边际定价权的一股重要力量。如果以北向资金周度成交额占全市场比重的角度来看，2021 年其比例达到近 14.5% 左右，近年来其中枢一直维持在 10% 左右。而基于外资持股占 A 股总市值比重的视角，这一比例目前大致在 3%-4% 之间（不同口径下的统计结果存在差异），与世界主要各国或地区主要市场横向比较下，仍然存在明显的上行空间。中国人民银行公布的“境外机构和个人持有的境内人民币金融资产”显示，股票类资产的持有金额在 2021 年期间甚至一度超过了表现相对更加稳健的债券类资产。那么可以预见的是，作为大类资产配置的重要选项，人民币回流途径的完善与拓展将会让境外人民币的持有者能够享受到中国高质量发展的红利。

图表29：北向资金成为掌握 A 股边际定价权的一股重要力量


资料来源：Wind，中信建投证券

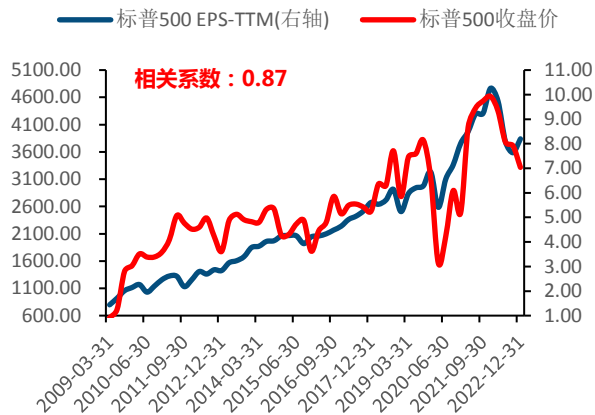
图表30：外资持股比例的不断上升


资料来源：iFInd，中信建投证券（包括陆股通、外资私募、QFII/RQFII，资料来源：各国证券交易所、中央银行等，中信建投证券数据为每年年末时点数据）

图表31：中国外资持股比例的上行仍有明显空间


国际化程度的提高将会推动基本面盈利驱动的“价值投资”理念更加深入人心。经历了 2015 年大开大合的市场波动后，叠加外资、公募等成熟机构投资者定价权的提升，A 股市场的主流投资理念发生了一定转变。过往更多依赖于流动性的资金博弈驱动向企业盈利驱动的切换已经变得相对显著，沪深 300 指数的股价走势与 EPS 的相关性愈发明显，价值投资的理念开始逐渐深入人心。但若与公认的国际资本市场风向标的美股市场相比较，A 股投资理念与风格的天平可能在人民币国际化逐步推进的过程中还会面临再倾斜。

图表32：标普 500 指数股价与 EPS 走势



资料来源：iFind，中信建投证券（EPS 数据为滚动过去 4 季度）

图表33：沪深 300 指数股价与 EPS 走势



资料来源：iFind，中信建投证券（EPS 数据为滚动过去 4 季度）

更加富有弹性的市场化汇率或将强化资本流动与股票市场间的联动性。经典的学术理论中汇率对于股票市场的影响途径多种多样（贸易、资产负债表、资本流动、汇率预期等等），因此不应该简单线性地理解两者之间的相关性，并且短期维度内两者之间更多是交互影响的关系。当然，同样不可否认的是，2015 年 811 汇改后，尤其自 2017 年以来人民币汇率与股票市场的联动性有显著增强的趋势；并且当人民币汇率存在单边持续升值或贬值趋势时，联动现象愈发明显。而伴随着人民币国际化进程中资本市场开放程度的提高，增强的联动性趋势有望延续；且如前所述，中长期维度内的人民币汇率升值趋势同样会增强 A 股资产的吸引力。

图表34：沪深 300 指数与人民币汇率走势

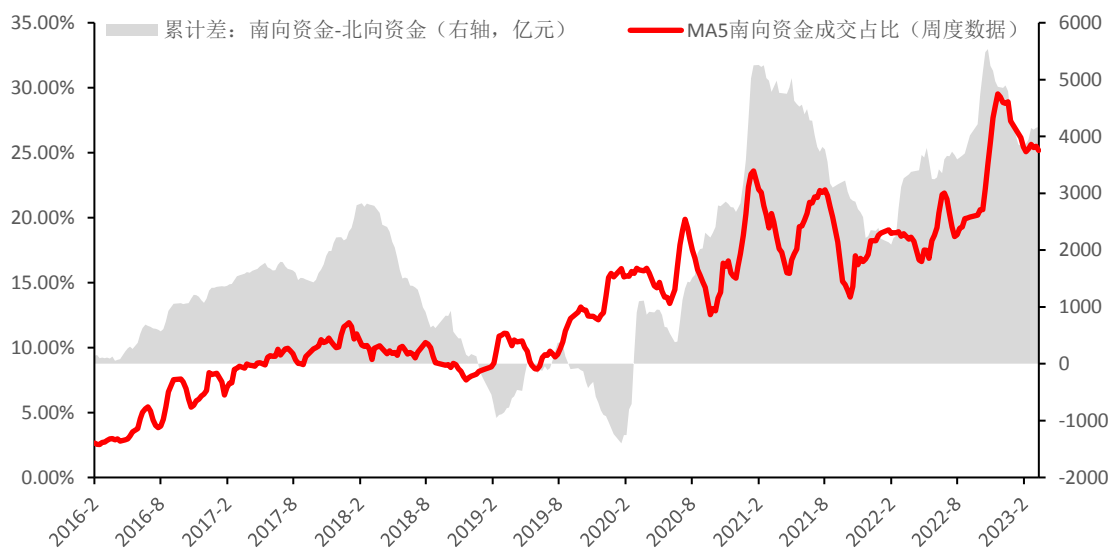


资料来源：Wind，中信建投证券

(2) 港股通人民币计价有望加速推进

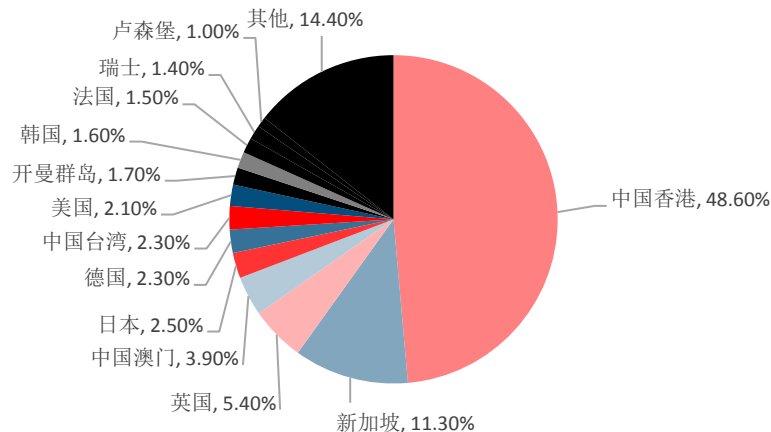
港股通人民币计价将解决汇率风险与盈利换算问题，同时助力人民币国际化。随着香港与内地市场互联互通机制建设的愈发成熟，港股通人民币计价的影响也变得愈发重要。近年来，南向资金在港股的定价权不断上升，占港股成交的比重最高达到接近 30%（周度数据），因此人民币在港的交易需求也逐步提高。在现有的交易机制下，人民币投资者持有港股需要承受汇率波动的风险，港股通人民币计价的推进可以有效解决这一问题；而除了交易层面以外，其同样可以解决在港上市的内地公司基于人民币收入的报表换算问题。如果能够推动港股通人民币计价的措施落地，中长期维度内港股市场有望吸引更多人民币资金参与交易，一定程度上能够提升港股市场流动性；同时随着人民币资金的沉淀，又能够巩固香港作为人民币离岸中心的地位，以助力人民币国际化。

图表35：南向资金不断流入港股，成交占比逐步攀升



资料来源：Wind，中信建投证券

图表36：2021年人民币跨境收付金额国别和地区分布情况



资料来源：中国人民银行，中信建投证券

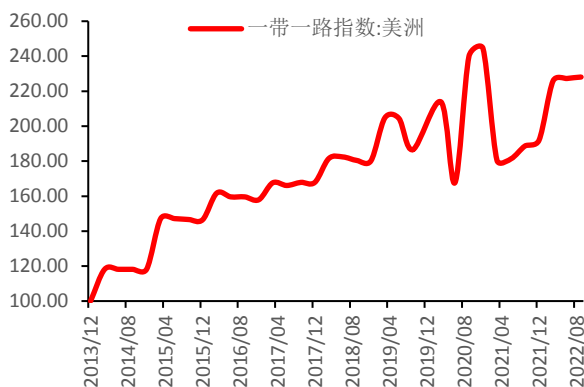
主题视角掘金：关注重要抓手“一带一路”

近期，有关“人民币国际化”的消息密集催化，引发热议，关于“石油-美元体系”终结的推论逐步影响市场。从3月15日，中国进出口银行与沙特国家银行成功落地首笔人民币贷款合作；到3月21日，俄罗斯总统普京与中国国家主席习近平会谈时表示，俄罗斯准备使用人民币用于与其他国家的外贸结算；再到3月30日，巴西政府表示，巴西已与中国达成协议，不再使用美元作为中间货币，而是以本币进行贸易。4月4日，马来西亚总理在中国访问时公开提出成立“亚洲货币基金组织”，其表示亚洲国家经济实力已今非昔比，马来西亚“没有理由继续依赖美元”了。我们认为，后续“人民币国际化”仍有望继续迎来反复催化，而今年又恰逢“人民币国际化”推进重要抓手——“一带一路”倡议提出十周年，同时有第三届国际合作高峰论坛举办，值得期待，重点梳理以下投资机会：

1) “人民币国际化”催化下，作为重要抓手的“一带一路”建设推进将为央国企业的价值重估提供契机。从去年12月首届中阿峰会的召开，到今年3月推动沙伊复交，中国再度谱写特色大国外交新篇章，“一带一路”沿线合作增长点不断涌现。沿线国家对于基础设施建设，可再生能源合作等需求的不断涌现将会助力“中国制造”优势出海；而中国构建多元化的能源互联体系的诉求也将能够得到满足。中国与沿线国家间互补性强，能够携手走出一条互利共赢之路，基建、能源、交运等行业有望充分受益。巧合的是，央国企正是这些领域内当之无愧的主角，“一带一路”推进将为其提供大展宏图的出海机遇。

2) 跨境支付与数字人民币同样迎来重要发展机会。“人民币国际化”将有效提升人民币跨境结算需求，作为跨境人民币支付的重要基础设施，CIPS将迎重要发展机会，提升其在国际清算体系中的地位。然而，CIPS的存在仍然需要依托于SWIFT（指令发送、交换等），而“俄乌冲突”引发了各国对于SWIFT系统安全性的担忧，因此数字人民币若能在跨境支付领域加速落地，将简化支付流程，摆脱对SWIFT的依赖。

图表37：投资环境改善程度稳步提高



资料来源：欧洲货币机构投资者集团，中信建投证券（注：该指数用来衡量该地区投资环境改善幅度，基期2013Q4=100）

图表38：中东地区2022年来投资环境显著改善



资料来源：欧洲货币机构投资者集团，中信建投证券（注：该指数用来衡量该地区投资环境改善幅度，基期2013Q4=100）

风险分析

- (1) 国内经济复苏或者稳增长政策的效果不及预期，如果国内经济面临企稳压力，地产风险发酵，复苏力度不及预期，那么整体市场走势或继续承压，后续市场对政策刺激效果的信心可能进一步滑落；
- (2) 美联储加息超预期，如果美联储持续激进加息，美元流动性收紧，作为全球资产定价锚的美债利率将面临继续上行风险，国内货币政策也或将面临一定约束；欧洲高债务率高通胀高利率情形下，债务危机再次出现，或面临硬着陆风险。
- (3) 地缘政治风险与房地产周期持续下行，市场风险偏好回落。

分析师介绍

陈果

中信建投证券董事总经理（MD）、研委会副主任、首席策略官。复旦大学理学学士，上海交通大学金融硕士，曾任安信证券首席策略师，研究中心副总经理。因市场把握准确闻名，2020 年疫情冲击下的市场底部提出“黄金坑”与“复苏牛”。2021 年提出从茅指数到宁组合，是“宁组合”的首创者。曾多次荣获新财富、水晶球和金牛奖中国最具价值分析师等奖项，也是 A 股市场最具影响力的策略分析师之一。

姚皓天

复旦大学经济学本科，大数据学院硕士。目前主要负责大势研判、政策与流动性、主题策略等领域。曾任德邦证券策略分析师，2022 年加入中信建投证券研究发展部。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10%-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk