

中信证券研究部

核心观点



崔嶸
海外宏观经济首席
分析师
S1010517040001



李翀
海外宏观经济
分析师
S1010522100001

根据央行数据，人民币国际化程度居全球第五位，上升势头明显，在官方储备、跨境收付和外汇交易方面进展显著，但在国际信贷、离岸资产和跨境贸易计价方面则仍有待进一步提升。结合日元和马克的国际化经验，我们认为短期内人民币大幅升值的可能性不大，通过稳健发展和渐进改革以推进保持币值稳定则更加重要。短期内建议重点关注境内外资本市场的双向交互和人民币锚定重点资源品种能力的提升。

■ 人民币国际化推进的现状：小步快跑，任重道远

整体水平：人民币国际化位居全球第五位，上升势头明显。近期人民币国际化在外汇储备、货币互换、跨境收付和外汇交易方面进展显著，而在国际信贷、衍生品市场、离岸资产和跨境贸易计价等方面则仍有待进一步提升。

价值储藏：官方外汇储备占比逼近 3%，私人部门仍需加强。官方储备提升明显，结合 IMF 数据，人民币全球官方外汇储备占比逼近 3%，SDR 权重上升至 12.28%；私人部门人民币国际地位仍然较低。

交易媒介：跨境收付份额升至第四，外汇交易业务位居第五。结合央行数据，人民币跨境收付份额升至第四，近年来经常项目实现收益快速增长，中国不断加大对外投资，逐渐改变跨境人民币收付结构，人民币资产对境外投资者保持较高吸引力，近期资金流动逐渐转暖；外汇交易方面，2022 年人民币收付双向外汇交易占全球总收付规模的比重约为 7%，进步显著。

记账单位：支持外贸人民币结算的国家较多，但占比依然较低。从外贸和国际债券本币计价角度来看，尽管支持人民币结算的国家较多，但目前以人民币结算的外贸金额占比仍偏低。此外，结合各国/地区与我国经济关联度和人民币计价的进展，我们认为我国经济和人民币定价大宗商品的能力排序为：**黑色系>工业金属>能源>贵金属。**

■ 德国马克、日元国际化对人民币国际化的借鉴：人民币国际化仍需静待花开。我们以日元和马克的国际化道路为例梳理经验教训以及借鉴意义。我们判断，短期内由人民币国际化带来的升值幅度或不大，人民币币值或仍保持稳定，长周期上人民币或持续升值，具体来看：

历史经验：稳健发展和渐进推进改革保持币值稳定更加重要。相对日本来说，德国在本币国际化方面较为成功，其借助区域国家的力量整合推进国际化，坚持较强的货币政策独立性，强调保持币值稳定，在资本账户开放的过程中出台多项措施调控短期资本流动，最终较好地实现了本币的国际化。

借鉴意义：重点聚焦提升经济实力和金融监管与汇率开放的再平衡。结合海外市场的历史经验教训，我们认为人民币国际化中应重点增强经济实力，提升外贸竞争力；协调货币与汇率政策，维持币值稳定；坚持审慎、渐进式的金融改革；加强资本账户管控，防止资产泡沫，并充分发挥区域经济和货币合作。

■ 投资含义：关注境内外资本市场的双向交互和人民币定价大宗商品能力的提升。

近期人民币国际化关注点应重点聚焦：1. “去美元化”背景下人民币在国际储备中的占比提升；2.对主要资源国和重点资源品种推进本币结算和贸易的进展；3.投融资领域，近期建议聚焦境内外资本市场的联动；4.短期内外贸人民币计价业务参与国家数量增长或仍可期，但份额显著增长仍需静待花开。

■ 风险因素：经济复苏不及预期；货政目标转向；国际化进程（快）慢于预期；其他国家货币政策目标；美联储加息终点的变化。

目录

人民币国际化推进的现状：小步快跑，任重道远.....	4
整体水平：人民币国际化位居全球第五位，上升势头明显	4
价值储藏：官方外汇储备占比逼近 3%，私人部门仍需加强	5
交易媒介：提高对外开放水平助力人民币跨境收付份额提升	7
记账单位：支持外贸人民币结算的国家较多，但占比依较低	9
德国马克、日元国际化对人民币国际化的借鉴：人民币国际化仍需静待花开	12
历史经验：稳健发展和渐进推进助力币值稳定更加重要	12
借鉴意义：重点聚焦提升经济实力和金融监管与汇率放开再平衡	17
投资含义：关注境内外资本市场的双向交互和人民币对大宗商品定价能力的边际提升 .	19
风险因素	21

插图目录

图 1：全球官方外汇储备规模和人民币占比	6
图 2：2009 年以来央行人民币互换规模	7
图 3：1995 年以来场外利率衍生品份额	7
图 4：2021 年人民币跨境收付金额国别和地区分布情况	8
图 5：2013 年以来人民币跨境收付业务资本和金融项目规模	8
图 6：2012 年以来人民币跨境收付业务经常项目规模	9
图 7：2012 年以来跨境直接投资业务人民币跨境收付情况	9
图 8：2023 年 2 月人民币外汇即期交易国家或地区排名	9
图 9：1989 年以来场外外汇交易占比份额	9
图 10：2005-2021 年进出口使用人民币计价的国家和计价份额	10
图 11：2022 年国际债券计价货币份额	11
图 12：1960 年以来马克和日元币值走势趋势	11
图 13：1960-1990 年日本通胀和股市走势	14
图 14：1960-1990 年西德通胀和股市走势	14
图 15：1950-2000 年德国（西德）政策利率与货币市场利率	15
图 16：1956 年以来德国（西德）1-10 年期国债利率	15
图 17：1955 年以来日本政策利率和隔夜拆解利率	16
图 18：1972 年以来日本 1-10 年期国债利率	16
图 19：1960 年以来西德（德国）GDP 增速	16
图 20：1955 年以来日本 GDP 增速	16
图 21：1970 年以来西德（德国）贸易占 GDP 比重	17
图 22：1960 年以来日本贸易占 GDP 比重	17
图 23：我国矿产资源储量及资源的全球集中度	19
图 24：近 5 年北向资金买卖总额及 A 股成交规模占比	21
图 25：近 5 年南向资金买卖总额及港股成交规模占比	21

表格目录

表 1: 货币国际化综合指标	4
表 2: 人民币国际化思路	5
表 3: 2009 年以来中国人民银行与主要国家、地区或机构的货币互换	6
表 4: 境外机构和个人持有境内人民币金融资产情况	8
表 5: 锚定人民币的国家和地区	10
表 6: 德国马克国际化进程相关的重要事件	12
表 7: 日元国际化进程中的重要事件	13
表 8: HS6 级产品分类下我国产业链应对外部风险韧性亟需提升的上游资源品	20

近期在我国积极有为的外交举措下，我国与“一带一路”国家的战略合作佳音频传，人民币国际化进程呈现“小步快跑”的特点。人民币国际化进程和现状如何？未来可能的重点发展方向有哪些？结合海外市场历史有哪些经验和教训？本文将通过盘点当前人民币国际化进程，并复盘德国马克和日本日元在国际化进程中的经验教训，分析人民币国际化的可借鉴意义和未来的主要聚焦点。

■ 人民币国际化推进的现状：小步快跑，任重道远

整体水平：人民币国际化位居全球第五位，上升势头明显

表 1：货币国际化综合指标

一级指标	二级指标	数据来源
支付货币	全球支付货币份额	SWIFT
	国际银行业对外负债	BIS、国家外汇管理局
投资货币	外汇交易市场份额	BIS
	外汇即期交易使用份额	SWIFT
	利率衍生品市场份额	BIS
融资货币	全球贸易融资货币份额	SWIFT
	国际银行业对外债权	BIS、国家外汇管理局
	国际债券发行比例	BIS
储备货币	全球外汇储备币种构成	IMF

资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

一般来看，货币的国际化程度应综合衡量其能为居民和非居民提供价值储藏、交易媒介和记账单位的功能。国际上通用的衡量标准重点关注货币的支付份额、投资能力、融资能力和储备份额的进展。就人民币而言，国际化道路主要集中在以下三个大的视角：

1) **价值储藏**，主要集中在货币储备、投资及信贷等几个方面。货币储备方面，除了最受市场关注的本币国际储备占比及排名外，货币互换业务的壮大也是一大看点。投融资方面，则涵盖了境内外资本市场的联动、离岸市场的债券市场发行、股权投资规模、利率衍生品市场及离岸融资份额的发展状况；

2) **交易媒介**，主要包括支付、交易、清算等几个方面。主要涵盖贸易和金融交易本币结算等领域。除了跨境贸易结算以及区域贸易框架下的本币结算进展，该领域目前最受市场关注的是外资配置人民币金融产品的热情和资金流向；

3) **记账单位**，主要关注本币在金融产品上的计价能力。提高人民币在全球经济中的“锚货币”地位是人民币国际化道路的最终目标之一，也是上述交易、支付、投资、融资能力不断提升的综合体现。该领域目前市场重点关注的是人民币对大宗商品的锚定能力¹和跨境外贸人民币计价占比。

¹ 参考中信证券研究部研报《海外地缘政治点评之八-中国促沙特伊朗复交，关注人民币国际化进程》（2023-03-12）

综合来看，近期人民币国际化程度稳居全球第五，上升势头明显。结合中国人民银行公布的数据，近年来人民币国际化指数总体呈上升态势。2021 年末，人民币国际化综合指数为 2.80，同比上升 17%。同期，美元、欧元、英镑、日元等主要国际货币国际化指数分别为 58.13、21.81、8.77 和 4.93。2022 年第一季度，人民币国际化综合指数为 2.86，同比上升 14%。同期，美元、欧元、英镑、日元等国际货币国际化指数分别为 58.13、21.56、8.87 和 4.96。

表 2：人民币国际化思路

人民币功能	官方储备	私人用途
价值储藏	国际储备	货币替代和投资
		中国香港人民币储备
		政策性和商业银行等在中国香港发行债券
		财政部等在中国香港发行人民币国债
交易媒介	载体货币	QFII 方式下人民币股权投资
		计价货币
	跨境支付系统	
	货币互换	《中国人民银行关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》项下规定的范围
记账单位	锚货币	大宗商品锚定能力
		债券发行计价货币

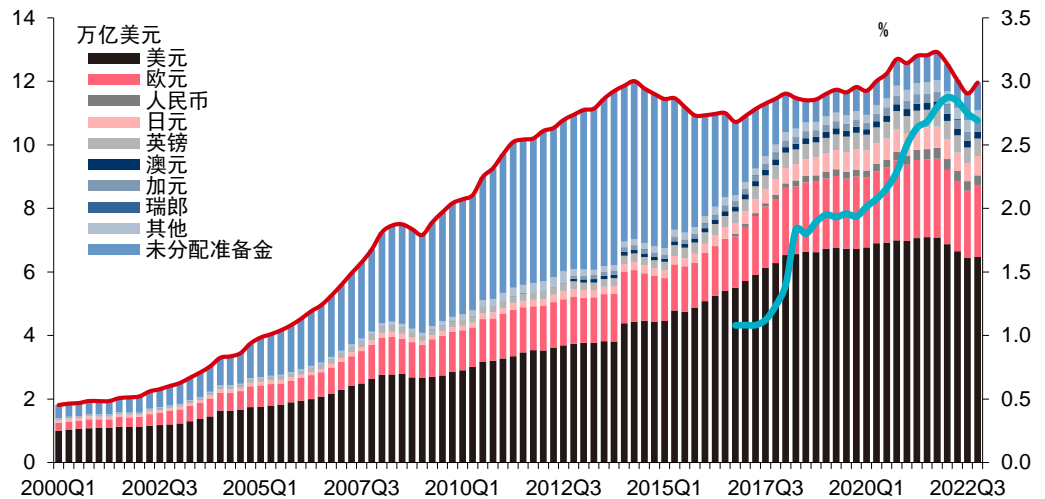
资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

近期外贸人民币计价成果丰硕，不过仍任重道远。分项目看，近期人民币国际化进程在外汇储备、货币互换、跨境收付和外汇交易方面进展显著，国际化程度基本位于整体平均水平及以上位置，而在国际信贷、衍生品市场、离岸资产计价、跨境贸易计价等方面则仍有待进一步提升。特别是在市场颇为关注的外贸领域，近期人民币实现本币计价等重大外交成果。不过，尽管佳音频传，但人民币计价的外贸份额占比仍较低，发展前景广阔但仍需静待花开。

价值储藏：官方外汇储备占比逼近 3%，私人部门仍需加强

人民币官方外汇储备占比逼近 3%，货币互换持续推进。外汇储备方面，根据 IMF 的数据，截至 2022 年底，人民币在全球官方外汇储备规模约为 2984 亿美元，全球第五，位居美元、欧元、日元和英镑之后。同时，人民币在 SDR 中权重上升至 12.28%，反映出国际市场对人民币可自由使用程度提高的认可。纵向对比看，人民币官方外汇储备占比尽管与其他主要币种仍存在较大差距，但进步较快，2022 年底在全球外汇储备中占比逼近 3%。事实上，人民币外汇储备的增加离不开我国货币互换的持续努力。自 2008 年末开始，中国人民银行积极同世界各国特别是“一带一路”国家央行开展货币互换业务。截止到目前，中国人民银行已经累计与超过 40 个国家、地区或国际机构的中央银行或货币当局签署过双边本币互换协议，有效金额约为 3.7 万亿元。

图 1：全球官方外汇储备规模和人民币占比



资料来源：IMF，中信证券研究部

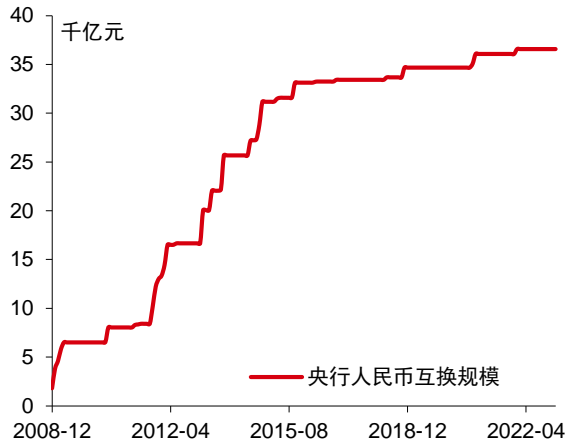
表 3：2009 年以来中国人民银行与主要国家、地区或机构的货币互换

区域或机构	互换国家、地区或机构	首次互换时间	最新互换金额（亿人民币）
东亚	中国香港	2009 年	8000
	韩国	2009 年	4000
	蒙古	2011 年	150
	日本	2018 年	2000
东南亚	中国澳门	2019 年	300
	马来西亚	2009 年	1800
	印度尼西亚	2009 年	2500
	新加坡	2010 年	3000
	泰国	2011 年	700
中亚	老挝	2020 年	60
	乌兹别克斯坦	2011 年	7
	哈萨克斯坦	2011 年	70
	亚美尼亚	2015 年	10
南亚	塔吉克斯坦	2015 年	30
	巴基斯坦	2011 年	300
	斯里兰卡	2014 年	100
西亚	卡塔尔	2015 年	350
	格鲁吉亚	2015 年	/
	阿联酋	2015 年	350
非洲	南非	2015 年	300
	摩洛哥	2016 年	100
	埃及	2016 年	180
	尼日利亚	2018 年	150
东欧	白俄罗斯	2009 年	70
	乌克兰	2012 年	150
	匈牙利	2013 年	400
	俄罗斯	2014 年	1500
西欧	冰岛	2010 年	35
	英格兰	2013 年	3500
	瑞士	2014 年	1500
南欧	土耳其	2012 年	350
	阿尔巴尼亚	2013 年	20
欧盟	塞尔维亚	2016 年	15
北美	欧央行	2013 年	3500
	加拿大	2014 年	2000

区域或机构	互换国家、地区或机构	首次互换时间	最新互换金额（亿人民币）
拉美	阿根廷	2009 年	700
	巴西	2013 年	1900
	苏里南	2015 年	10
	智利	2015 年	500
南太	新西兰	2011 年	250
	澳大利亚	2012 年	2000

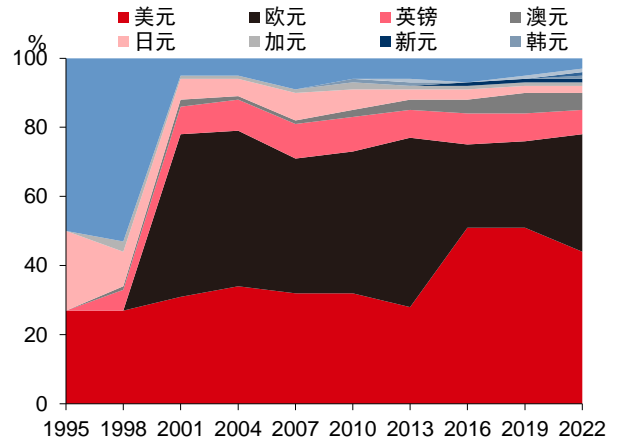
资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

图 2：2009 年以来央行人民币互换规模



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：1995 年以来场外利率衍生品份额



资料来源：BIS，中信证券研究部（人民币占比约为 0.57%）

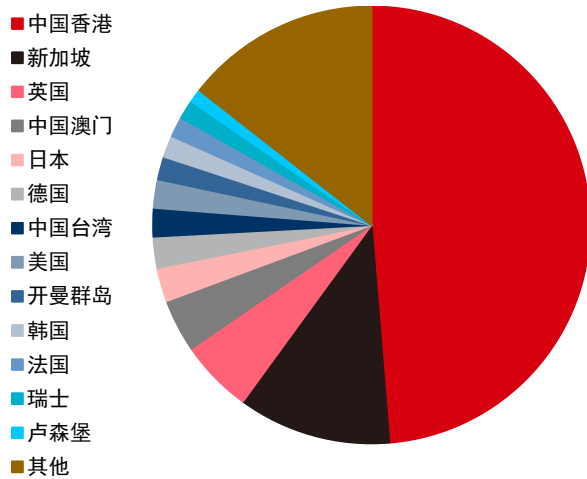
私人部门价值储藏方面，人民币国际地位仍有待进一步提高。信贷方面，人民币国际信贷份额经历“过山车”。结合中国人民银行数据，2020 年人民币在全球信贷份额为 0.62%，排位低于瑞士法郎和其他主要货币，不过该指标同比回升 9.14%，金融机构人民币境外贷款规模同比增长 13.56%；**利率衍生工具市场方面，2022 年人民币份额仅排名第十。**2022 年人民币在全球场外利率衍生品市场中的份额仅 0.57%，份额全球第十，低于捷克克朗。目前来看，国际投资者对人民币资产的市场需求和潜在价值仍未充分发现。对于全球投资者而言，（在决定）将一种货币作为资产持有时，其币值稳定、货币发行国的金融深度、流动性状况都是投资者重点关注的衡量标准。例如，在 2008 年美国次贷危机、2011 年欧洲债务危机后，美元和欧元的份额都出现了明显的回落，从私人部门价值储藏的角度看，在此期间美元和欧元的国际地位都出现了一定的分化和逆转。因此在当前深化金融体制机制改革、强化跨境资金的风险监测能力的背景下，保持人民币币值稳定并培育壮大国内衍生品市场或是当前的主要着力点。

交易媒介：提高对外开放水平助力人民币跨境收付份额提升

国际结算和跨境收付方面，2022 年人民币国际支付份额占比排名升至第四。结合中国人民银行和 SWIFT 数据，2022 年人民币国际支付份额超越日元成为全球第四大支付货币。就国内而言，上海、北京、深圳人民币跨境收入量继续位列全国前三名，合计占比接近 80%；而就收付伙伴而言，除港澳台地区外，排名靠前的主要有新加坡、英国、日本、德国等国。综合经常项目及资本和金融项目的数据，近期人民币跨境收付业务有如下几点亮点：

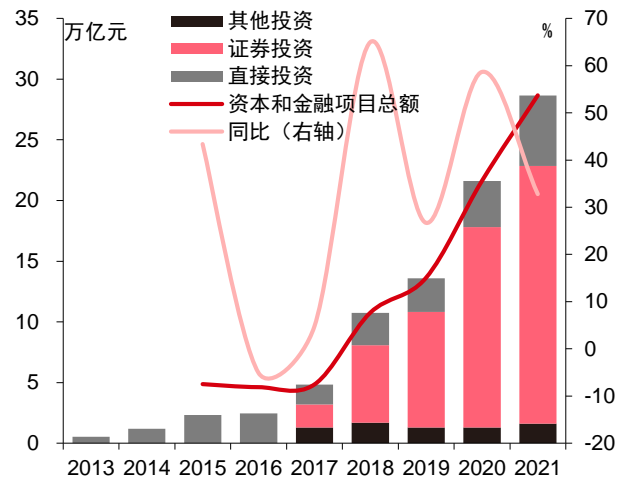
1) **经常项目实现收益快速增长。**根据中国人民银行的数据，2021 年我国人民币跨境收付业务经常项目实现收益 1.01 万亿元，较 2017 年的 4871 亿元实现翻倍，近 5 年年均增速超过 20%；

图 4：2021 年人民币跨境收付金额国别和地区分布情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：2013 年以来人民币跨境收付业务资本和金融项目规模



资料来源：Wind，中信证券研究部（部分项目统计时长略有差异）

2) **企业出海和对外投资逐渐改变跨境投资人民币收付结构。**从人民币收付业务的视角来看，伴随着我国企业出海扩大对外投资²的趋势，对外投资相对 FDI 本币跨境收付的比值在逐渐回落，2023 年 2 月降至 1.93（2020-2022 年对外投资与 FDI 本币跨境收付比值基本位于 3-4 左右），跨境人民币业务服务实体经济能力持续提升；

表 4：境外机构和個人持有境内人民币金融资产情况（亿元）

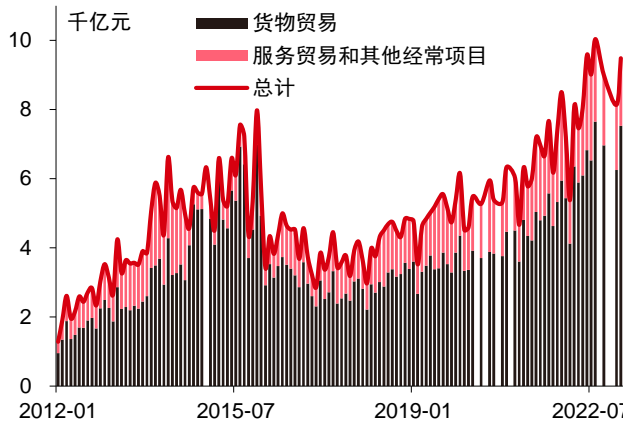
资产类别	2020-12	2021-3	2021-6	2021-9	2021-12	2022-3	2022-6	2022-9	2022-12
股票	34065.6	33613.65	37634.29	35607.43	39419.9	31860.39	35741.58	30285.41	31959.90
债券	33350.8	36520.97	38376.83	39393.92	40904.54	39586.83	36453.07	34770.74	34582.44
贷款	9630.2	10989.1	11648.05	11610.85	11372.28	11896.27	11731.82	11531.35	12223.67
存款	12803.3	12816.09	14895.69	15183.46	16600.15	14719.45	16727.29	18535.25	17418.19
合计	89849.9	93939.81	102554.86	101795.66	108296.87	98062.94	100653.76	95122.75	96184.20

资料来源：中国人民银行，中信证券研究部

3) **人民币资产对境外投资者保持较高吸引力。**尽管偶有反复，趋势上看境外主体持有境内人民币股票、债券、贷款及存款等金融资产的规模不断上升，外资流入境内资本市场规模持续扩大，成交规模和定价能力边际提升。今年以来，伴随着当前我国经济复苏和“东升西降”的趋势下，人民币资产对外资的吸引力逐渐回暖。

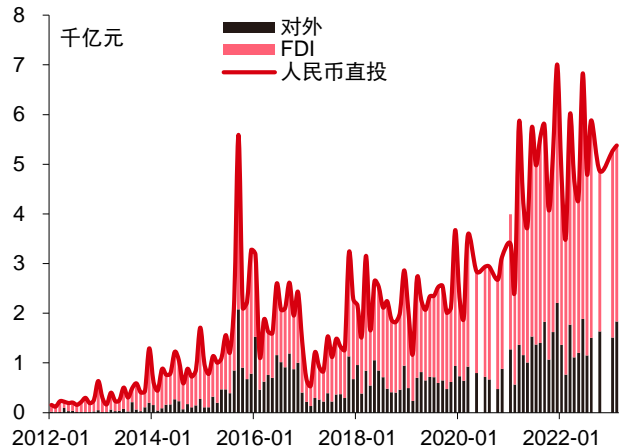
² 参考中信证券研究部研报《国别产业研究系列之四-寻找对石油国和东南亚投资中的受益行业》（2023-03-10）

图 6：2012 年以来人民币跨境收付业务经常项目规模



资料来源：Wind，中信证券研究部（经常项目还包含收益和转移支付数据）

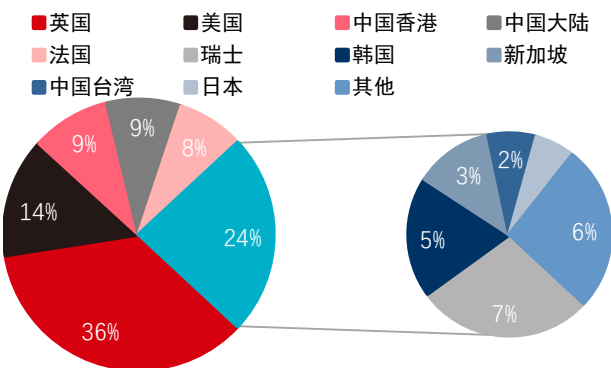
图 7：2012 年以来跨境直接投资业务人民币跨境收付情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

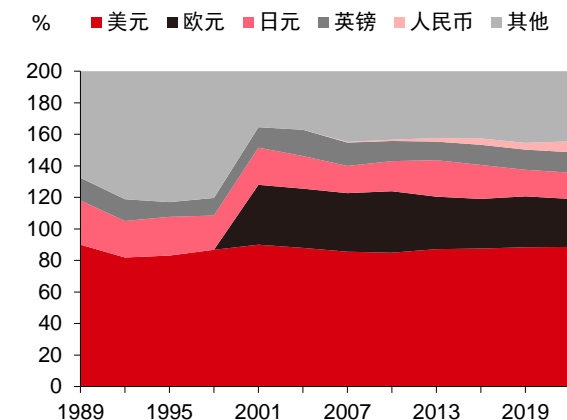
外汇交易方面，人民币国际化迅速发展，目前位居第五。2015 年“811 汇改”后，人民币汇率进入双向波动通道，人民币在全球外汇交易中的份额持续上升。从数据上看，汇率市场化改革提升了人民币外汇市场的流动性，2015 年以来人民币在全球外汇交易中的份额持续上升，2022 年人民币收付双向外汇交易占比份额约为 7%（收付双向合计总份额为 200%），全球份额位于第五，相比于 2015 年的仅 1% 进步明显。分区域看，2023 年 2 月，人民币外汇即期交易主要位于英国、美国及大中华地区等。

图 8：2023 年 2 月人民币外汇即期交易国家或地区排名



资料来源：BIS，中信证券研究部

图 9：1989 年以来场外外汇交易占比份额



资料来源：BIS，中信证券研究部（注：收付双向合计共 200%）

记账单位：支持外贸人民币结算的国家较多，但占比依较低

第一，人民币的“锚货币”能力。人民币在各国（地区）的汇率安排中的重要性持续凸显，影响力的辐射区域分布广泛。参考张潇（2022）³的“货币锚”模型分析结果，美元仍是当前全球影响力最大的货币，是全球 63 个国家和地区的货币锚，欧元的影响力则

³ 张潇. 区域经济合作与人民币国际化问题研究[D].南开大学,2022.DOI:10.27254/d.cnki.gnkau.2022.000016.

仅次于美元，全球共有 48 个国家和地区的汇率变动参考欧元变动。而人民币已经成为全球 40 个国家的货币锚，主要集中在东南亚、非洲、北欧、拉美及南太地区，位列第三（我们认为锚定程度或有不同）。由此可见，在全球经济体的汇率安排中，人民币已经成为仅次于美元和欧元的第三大具有显著影响力的货币。国际货币体系正在从“美元-欧元”的“二极体系”逐渐过渡到“三极体系”，美元、欧元和人民币都占据了重要的地位。（Fratzscher et al., 2014⁴）

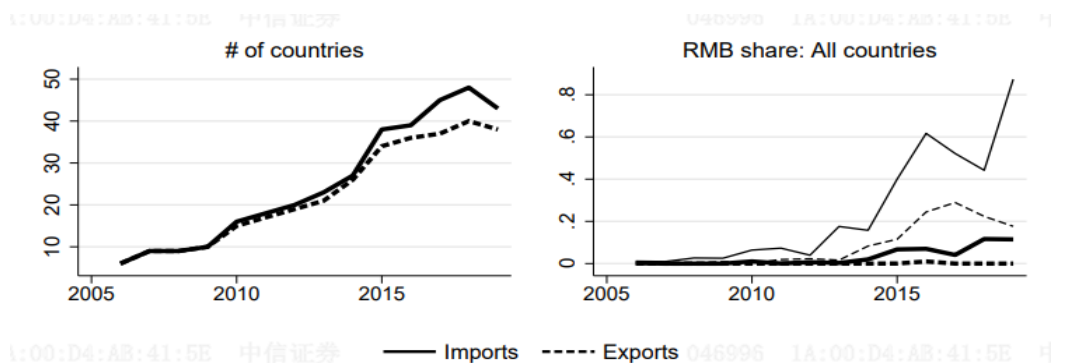
表 5：锚定人民币的国家和地区

区域	锚定人民币的国家/地区
东南亚	新加坡、泰国、老挝、印度尼西亚、文莱、菲律宾、马来西亚
东亚	中国台湾、韩国
中亚	哈萨克斯坦
西亚	格鲁吉亚
南欧	土耳其
北欧	瑞典、挪威
非洲	利比里亚、斯威士兰、莱索托、南非、纳米比亚、博茨瓦纳、南苏丹、佛得角、津巴布韦、埃及、加纳
北美	加拿大
拉美	哥伦比亚、智利、洪都拉斯、阿根廷、墨西哥、巴西
南太	澳大利亚、新加坡、所罗门群岛、瑙鲁、基里巴斯、萨摩亚、斐济

资料来源：张潇《区域经济合作与人民币国际化问题研究》，中信证券研究部

第二. 贸易结算情况。人民币在贸易计价和结算中的占比依然较低。尽管在 2005 年以来国际贸易中将人民币纳入计价货币的国家数目和人民币计价份额都呈现上升趋势，但目前人民币在贸易计价中的地位仍然较低。2020 年以来人民币在全球进出口计价中的份额均不足 1%。相比之下，美元和欧元在全球进出口中的计价份额超过 90%。具体来看，人民币贸易计价在不同国家和地区进展不同，目前相对进展较快的为俄罗斯、东南亚和中东石油国等国家/地区。

图 10：2005-2021 年进出口使用人民币计价的国家和地区数量（左）和计价份额（右）



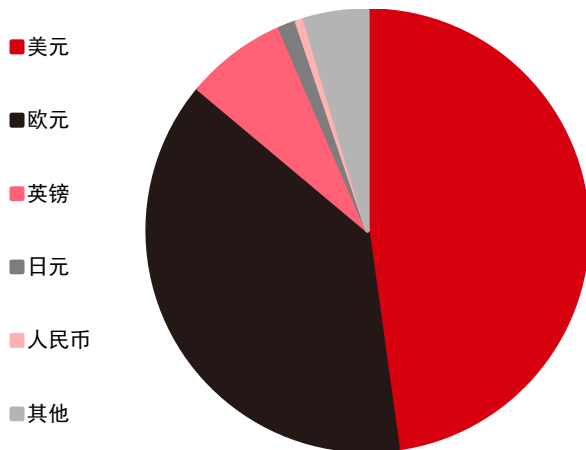
资料来源：Georgiadiset al., (2021)⁵，中信证券研究部（注：右图的粗线是各国出口和进口中人民币计价份额的中值；细线为人民币计价份额的 75%分位）

⁴ Fratzscher, Marcel, and Arnaud Mehl. "China's dominance hypothesis and the emergence of a tri-polar global currency system." *The Economic Journal* 124.581 (2014): 1343-1370.

⁵ Georgiadis, G., Mehl, A., Mezo, H. L., & Tille, C. (2021). Fundamentals vs. policies: can the US dollar's dominance in global trade be dented?.

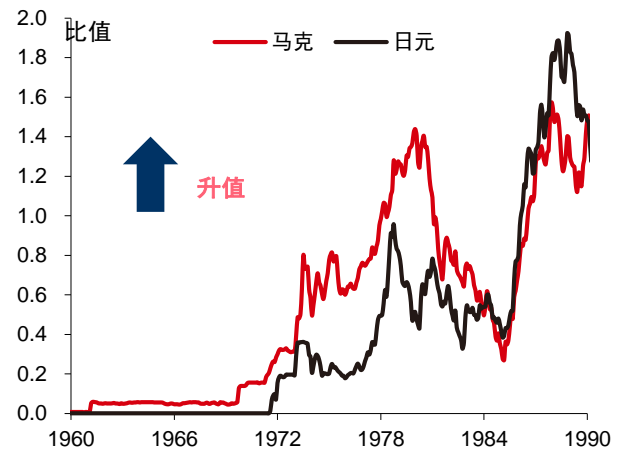
第三. 国际债券计价情况，潜力广阔，静待花开。2011 年开始我国启动 RDQII 限额，逐步放松人民币在国际投融资领域的限制。尽管整体来看国际债券中人民币计价的份额持续上升，不过当前人民币在主要货币中仍排名靠后，在国际债券中的占比不足 1%，且波动较大。国际债券人民币计价是货币国际化、债券品种丰富程度、金融市场稳定性和资产吸引力的综合结果，发展道路仍任重道远。

图 11：2022 年国际债券计价货币份额



资料来源：BIS，中信证券研究部

图 12：1960 年以来马克和日元币值走势趋势



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

第四. 我国经济和人民币定价大宗商品的能力排序为：黑色系>工业金属>能源>贵金属。结合我国上游资源战略保供和金融安全战略需求来看，提高我国经济和人民币定价大宗商品的能力是当务之急，一方面是指大宗商品价格与我国经济的关联程度，另一方面是指大宗商品以人民币计价的进展情况。整体来看，我们判断目前我国经济及人民币定价大宗商品的能力排序为黑色系>工业金属>能源>贵金属。近期，在石油贸易结算方面，我国接连实现突破，目前已经有伊朗、委内瑞拉、俄罗斯及伊拉克宣布接受人民币结算石油贸易，后续应重点关注其他国家的石油贸易结算动态特别是 OPEC 对于人民币结算的态度，持续关注在自主可控视角下，我国经济和人民币对农产品、贵金属、新能源类大宗的定价能力的提升。

德国马克、日元国际化对人民币国际化的借鉴：人民币国际化仍需静待花开

在近期人民币国际化热点聚焦的背景下，市场最为关注的便是人民币升值及对应的配置建议。2023年4月14日（星期五）在岸人民币兑美元收盘报价6.8465，较上一交易日官方收盘价涨226点，较上日夜盘收盘涨185点。下面，我们以日本日元和德国马克的国际化道路为例梳理经验教训以及对人民币的借鉴意义。

历史经验：稳健发展和渐进推进助力币值稳定更加重要

日元和德国马克的国际化有共同的国际背景，但二者选择的路径和最终的结果不同。

相同点：国际背景和过程较为相似

1) **共同的国际背景**：二战后日本和德国充分利用战后有利的国际环境，迅速从废墟中恢复，并在1960-70年代取得经济的高速增长。日本借助美国在朝鲜战争和越南战争中的军事订单，通过发展外向型经济、大力发展教育、吸收高科技产业，经济迅速崛起，并在1968年经济总量超过英国一跃成为全球第二大经济体。德国借助于较高的劳动者素质和较好的工业基础，充分利用美国马歇尔计划的资金援助，发展外向型经济，促进与欧洲国家的合作，迅速成为欧洲头号强国。伴随着50-60年代两国经济的迅速崛起，日元和德国马克在60年代频繁爆发的美元危机中先后踏上了货币国际化之路，期间经历了布雷顿森林体系瓦解。

表6：德国马克国际化进程相关的重要事件

时间	德国马克国际化进程相关的重要事件
1948年6月20日	德国马克（DeutscheMark,简称D-Mark）正式在联邦德国流通。
1957年	德国通过了《联邦银行法》，在立法上保证了德国中央银行——德意志联邦银行的预算和人员安排基本不受政府制约。
1950年代	为了平衡国际收支， 逐步放松了对资本流出的限制 ，但未完全放松。
1954年9月	废除了限制马克自由兑换的“封锁马克账户”，设立自由资本马克帐户，放宽了对非居民在西德投资的限制。
1959年1月1日	德国马克实现经常项目下可自由兑换。
1960年6月	限制德国银行向非居民存款支付利息，以及非居民购买本国货币市场票据，居民与非居民间回购协议下的证券交易。
1961年3月3日	在取得德国联邦银行同意的情况下，联邦政府将德国马克的对外汇率提高5%，对美元挂钩汇率确定为4马克，而不再是4.2马克换1美元。
1962年	德国修改《信用制度法》并调整利率限制对象。
1964年	宣布对外国人所持固息证券收益征收25%的赋税，以减少国外资金流入压力。
1967年	全面解除利率管制 。但中央银行并没有完全放弃对利率的干预，转而推行储蓄存款标准利率制，旨在引导市场预期，避免过度竞争引起金融不稳定。
1968年11月	要求本国银行获得许可证后才可以接受与跨境商品和服务无关的国外资金。
1969年10月24日	联邦政府决定将德国马克升值9.3%，对美元挂钩汇率改为3.66马克，取代之前的4马克换1美元。
1960年代	限制可发行的债券的种类 。联邦银行规定，只允许发行标准的固定利率债券，严格禁止发行具有创新性质的金融工具，包括浮动利率债券、零息债券、以及与货币和利率掉期有关的债券等。
1971年5月10日	德国联邦政府宣布放开马克汇率，实行自由浮动的汇率制度。
1972年3月	建立现金存款系统 。作为对银行提出准备金要求的补充，要求居民把在海外获得的信贷收入作为没有利息的存款存入中央银行。
1972年	成为世界第二大储备货币。
1973年	已废除绝大多数资本流出限制 ，逐步扩大德国企业在国际货币市场上发行马克债券的权力。对居民的境外借款

时间	德国马克国际化进程相关的重要事件
	进行审核，同时限制居民向非居民转让国内债权以及非居民购买国内股票。
1973 年底	德国中央银行取消储蓄存款标准利率和信贷规模管理。
1974 年	德意志联邦银行率先在西方国家中实行货币目标制。
1975 年 9 月	联邦银行对资本流入的限制开始减少。
1979 年 3 月 13 日	欧洲货币体系正式启动。
1970 年代	限制外国官方机构持有德国证券。
1981 年 3 月	联邦银行取消了对非居民购买国内证券和货币市场票据的限制。
1984 年 12 月	德国马克实现资本项目自由化。
1985 年	取消对以欧洲马克为单位的欧洲债券发行规模和发行时间的限制，进一步放松资本管制。
1985 年 9 月 22 日	美国、日本、西德、法国和英国的财政部长和中央银行行长在纽约广场饭店举行会议，达成五国政府联合干预外汇市场，诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值，以解决美国巨额贸易赤字问题的协议，即“广场协议”。
1986 以后	采取一系列措施扩大银行业务范围，促进国际金融市场的快速发展。
1991 年	欧共体首脑签署马斯特里赫特条约，为统一货币定下了具体的时间表。
1997 年	提出第三次振兴金融市场法案，促进了股票市场、信托业及金融控股公司的自由化。

资料来源：欧央行，IMF，BIS，中信证券研究部

2) 时间上来看经历了三个阶段：德国马克国际化经历了 50 年代起步、60 年代发展以及 70-80 年代借助于发展区域货币合作、90 年代未成功的三个阶段；日元国际化经历了 60 年代起步、70-80 年代发展、90 年代衰落的三个阶段。随着经济和对外贸易的不断扩大，德国 50 年代放松外汇管制，实行马克自由兑换，1954 年 9 月西德设立自由资本马克账户，放宽了对非居民在西德投资的限制；1960 年 7 月日本大藏省将日元列为对外贸易结算货币，并允许非居民开设自由日元账户持有日元，由此开启了日元国际化道路。

表 7：日元国际化进程中的重要事件

时间	日元国际化进程中的重要事件
1949 年 4 月	1949 年 4 月，美驻日总司令部制定日元价格 1 美元=360 日元。这一价格一直持续到 1971 年夏天。（这一汇率价格的决定对日后日本前进的对外出口做出了巨大的贡献）。
1952 年	加入国际货币基金组织，一年后，1 美元=360 日元的固定汇率作为国际货币基金组织的官方汇率得到追认。
1960 年 7 月	日本创设了非居民日元存款自由结算制度。
1964 年	正式成为国际货币基金协定“第 8 成员国”开始承担日元自由兑换的义务， 经常项目可以自由兑换 。这一事件标志着日元国际化的开始
1970 年 11 月	允许发行以日元计值的外债,形成了日益庞大的欧洲日元市场
1971 年	由于尼克松冲击，布雷顿森林体系事实上已经崩溃。日元在这一年开始升值，从 1971 年的 1 美元=310 多日元升值到 1 美元=280 日元
1972 年 5 月	日本政府废除“外汇集中制度”，允许民间持有外汇。
1972 年 9 月	日本政府允许非居民在日本国内发行以外币计价的债券
1973 年	布雷顿森林体系瓦解，日本开始实行完全的浮动汇率制度。
1975 年	芬兰国债作为第一号的日元国债得以发行，随后 11 月又发行了新西兰国债。后来的几年中，大概按照每隔两到三个月发行一期债券。早起日元债券全部集中在外国国债及国际开发机构发行的债券，规模也比较小
1976 年	尼日利亚将日元作为其外汇储备货币。随后，沙特、马来西亚等国也相继将日元作为其国际储备资产的一部分。
1980 年 12 月	修订《外汇法》(即《外汇及外国贸易管理法》),这是日元国际化的重要标志。修订的《外汇法》使得金融机构的外汇资本交易实现了自由化,增大了日元在国际贸易和收支结算中使用的机会。
1983 年 10 月	在综合经济对策里加进“促进日元的国际交易，完善金融、资本市场等的环境”的内容；财务大臣表示“日本作为主要发达国家的一员，今后应该积极推进日元国际化及金融资本市场的自由化”的讲话
1984 年 5 月	日美两国发表《日元美元委员会报告》，大藏省提出《金融自由化、日元国际化的现状和展望》。以上两份报告被视为日元国际化真正开始的标志
1985 年 3 月	大藏省的私人咨询机构外国外汇等审议会根据上述两份报告，发表了《关于日元国际化》的答辨。从此日本将日元国际化作为一大正常目标
1985 年 3 月	日本外汇与其他交易委员会为推动日元国际化提出了一下具体的措施: 1、金融自由化；2、实行欧洲日元交易自由化；3、建立东京离岸市场 ，以方便东京欧洲日元的交易。该委员会后来连续举行了 6 此会谈，在改名“日美金融市场工作小组”后又举行了 4 此会谈。随后，双方在讨论金融市场自由化问题的基础上，将重点转移到国际金融市场的发展变化等重大问题上。截止到 1991 年达成了一系列协议，其后曾一度中断，1993 年再次举行，专门围绕相互市场准入如问题，继续商谈金融协议。

时间	日元国际化进程中的重要事件
1985年9月22日	美国、日本、联邦德国、法国以及英国的财政部长和中央银行行长在纽约广场饭店举行会议，达成五国政府联合干预外汇市场，诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值，以解决美国巨额贸易赤字问题的协议，即“广场协议”。
1986年4月	《前川报告》出台，该报告提出了经济结构调整的大政方针，报告认为：“从世界协调发展的角度看，大范围的经常收支持续不均衡，是我国经济运行的危机”。报告提出了5项具体措施：在扩大内需方面：加强住宅和城市开发，住宅减税，抑制地价，调整地权，充实消费，整备地方社会资本；在向国际协调性产业结构转变方面：国际分工、直接投资、农业政策；在改善市场准入和促进产品进口方面：落实行动计划、有助于国际分工的海外投资、有节制的企业行动；在稳定国际通货价格和金融自由化国际化方面：日本自身的政策努力和有关国家的协调介入、金融资本市场的自由化和日元的国际化。最后，在推行国际合作和为世界经济做出贡献方面：扩大从发展中国家的进口、解决累计债务问题、经济技术合作、科学技术文化方面的国际交流等。
1986年12月	东京离岸市场正式建立
1988年1月	向国外开放日元商业票据
1988年1月	向国外开放外汇商业票据
1989年4月	政府放松对东京离岸市场的管制
1989年5月	向（日本）国内居民开放了中长期欧洲日元贷款
1989年6月	解除了对欧洲日元债券和居民的海外存款限制,实现了欧洲日元业务的全面自由化。
1995年4月	经济对策阁僚回忆发表了《紧急日元升值经济对策》，其内容基本沿袭了《前川报告》，增加的内容有：“扩大国际机场建设中外国企业加入的机会”、“扩大经济开放”、“促进对日投资”、“研究事业环境的国际协调问题”、“尽早处理金融机构的不良债权问题”等，基本上没有脱离过去那种“零敲碎打”的渐进主义窠臼。大概是迫于日元升值的压力，最后还是提到了“推进日元的国际化”，但仅仅停留在提出推进日元计价交易和加强与亚洲各国货币当局之间的联系这一水平上。
1997年	将《外汇及对外贸易管理法》更名为《外汇及对外贸易法》。向实行真正的自由化原则过渡。
1998年4月	再次修订《外汇及对外贸易法》
1998年5月	财务大臣松永光在加拿大召开 APEC 财政部长会议上发表推进日元国际化的正式申明
1999年4月	外汇等审议会汇报《面向 21 世纪的日元国际化》
1999年9月	大藏省设立了专门研讨日元国际化政策的“日元国际化推进研究会”，研究日元亚洲化的具体事宜，
2000年5月	在泰国清迈召开的亚洲开发银行年会上，日本提出建立东亚“货币互换协议”的建议。

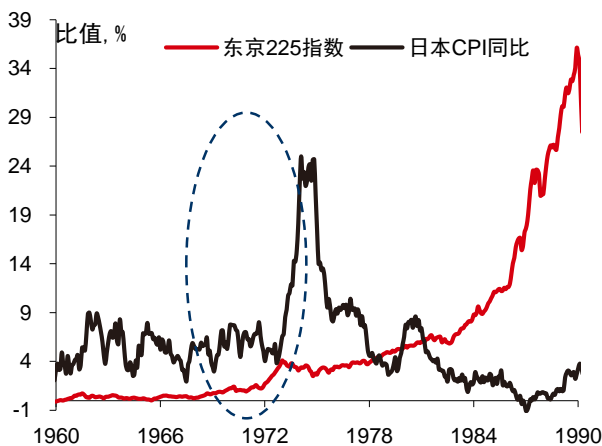
资料来源：日本财务省，IMF，中信证券研究部

3) **过程相似**：二者均经历了经常账户和资本账户的开放过程；均通过大力发展外向型经济扩大本币的影响力；并经历了国力上升、本币升值的过程。

不同点：币值稳定、资本管制、货政目标和国际化方式明显不同

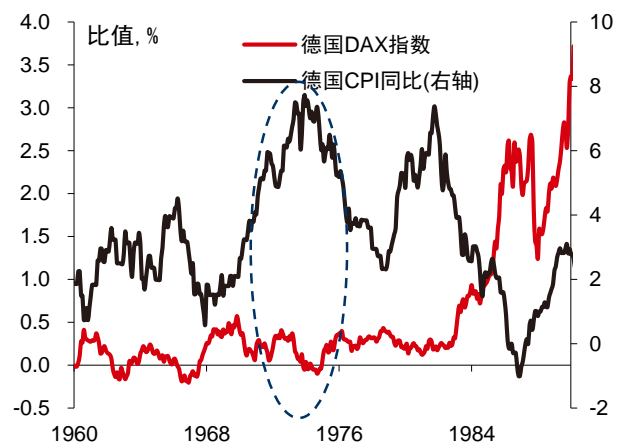
1) **结果不同**：目前德国马克在国际贸易结算、国际金融交易以及国际储备体系中所占比重均明显超过日元，马克成功借助欧元实现国际化，而日元国际化 90 年代后受阻。

图 13：1960-1990 年日本通胀和股市走势



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

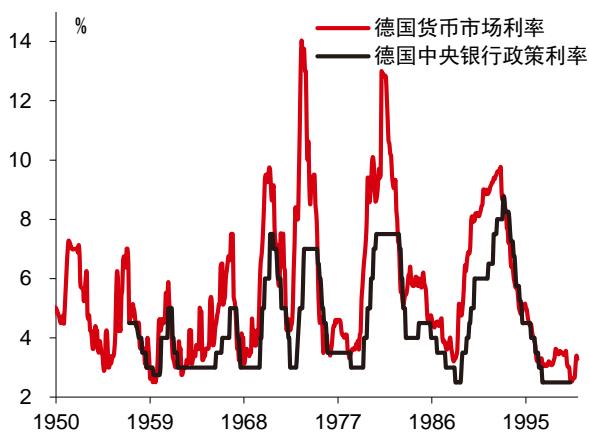
图 14：1960-1990 年西德通胀和股市走势



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

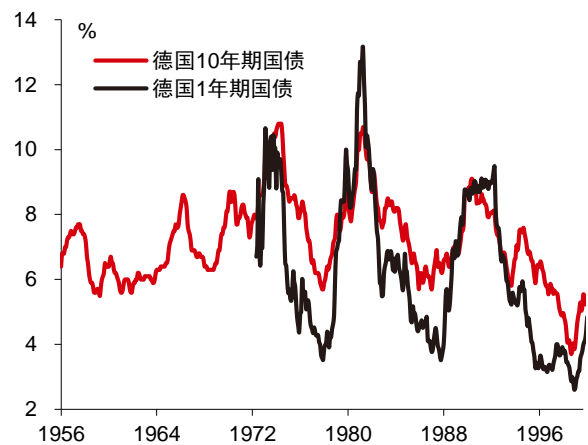
2) **币值的稳定程度不同,带来各自货币信誉的不同。**币值稳定包括对内价值(物价)稳定和对外价值(汇价)稳定两方面。币值的稳定可降低货币兑换和持有成本、减少汇率损失,从而有利于提高货币的国际信誉、提高货币在国际贸易和金融交易中的使用频率、扩大货币使用范围、坚定非居民持有本币的信心。一方面德国长期以维护其国内物价稳定为目标,70-80年代石油危机时期,德国CPI整体明显低于日本,另一方面,德国对马克汇率干预得少、主动调整、且调整较早,使得马克的升值幅度相对日元更为平缓。因此,从历史上看,马克币值的稳定性好于日元,这使得其交易成本降低、非居民更愿意持有马克,并导致马克在全球储备货币中的地位上升。也正是由于马克渐进式、稳步、主动的升值,以及德国国内物价稳定,德国资本市场在1985年广场协议后没有出现类似日本一样严重的资产泡沫。

图 15: 1950-2000 年德国(西德)政策利率与货币市场利率



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

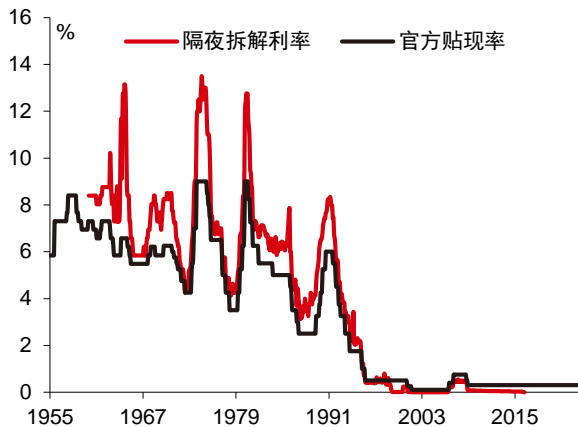
图 16: 1956 年以来德国(西德) 1-10 年期国债利率



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

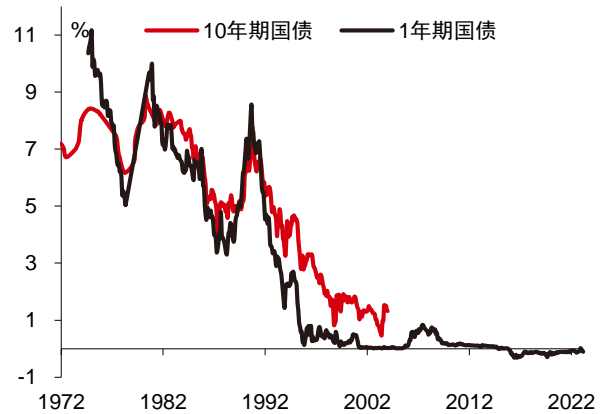
3) **资本账户的开放进度不同。**德国 50 年代宣布资本账户开放后,为保持其国内经济和货币政策的效果,曾多次出台措施调控短期资本流动,直到 80 年代才真正实现资本账户完全开放(具体来看,日本 1964 年实行经常项目可自由兑换,1979 年实行资本项目下可自由兑换,两者相隔仅 16 年;而德国 1958 年实行经常项目可自由兑换,1984 年实行资本项目下可自由兑换,期间相隔长达 25 年)。德国有足够的时间缓冲市场开放带来的冲击,从而保证了其国内经济平稳运行、币值稳定。由此可见,德国一直保持有相当程度的资本管制,直到国际化后期(80 年代中后期)才逐步解除,最终实现了资本账户自由化。

图 17: 1955 年以来日本政策利率和隔夜拆解利率



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 18: 1972 年以来日本 1-10 年期国债利率

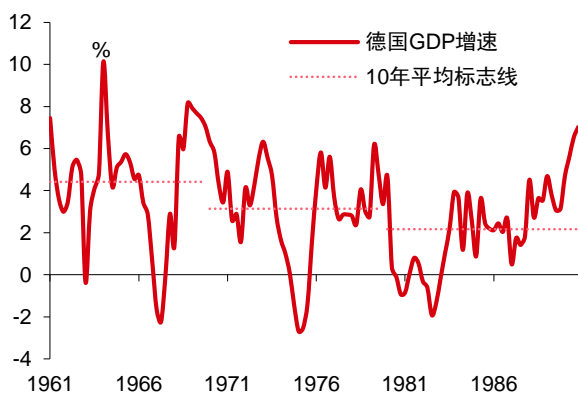


资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

4) **货币政策的目标选择不同，导致采取的政策措施不同。**德国央行货币政策拥有较高的独立性，其始终以稳定其国内物价为主要目标，汇率稳定服从于物价稳定。相反，日本央行的独立性较弱，政策目标更偏向于经济增长。1985 年 9 月 22 日的广场协议之后，日本迫于美国政府的压力，推动日元快速升值，同时为了防止升值带来的经济下行压力，日本央行采取了激进宽松的货币政策，尤其是在通胀 83 年回落之后、85 年广场协议之后降息的节奏更激进，最终导致过多的流动性流入股市和房地产市场，形成严重的资产泡沫。而德国在广场协议后，采取审慎的宽松政策，始终以稳定国内物价为目标，保持了货币政策的独立性。

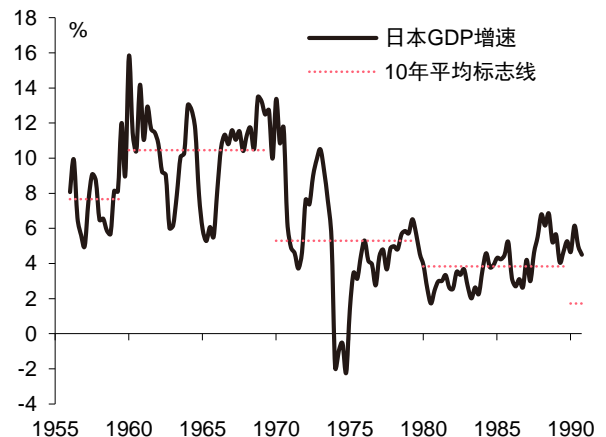
5) **国际化的方式不同。**日元以单打独斗的方式挑战美元，在经济实力提升的不同阶段，单靠货币可兑换不同阶段的推进来实现国际化；而马克则借助区域国家的整体力量、通过发展欧洲区域内贸易和货币联盟，以区域货币为载体实现国际化。

图 19: 1960 年以来西德（德国）GDP 增速



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

图 20: 1955 年以来日本 GDP 增速



资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

国际化期间资产价格表现的异同：德日通胀和股市显著差异出现在 1970-1980 年代。

CPI：德国围绕在 5% 左右波动，石油危机时略高，1981 年后回落；日本石油危机时期 CPI 很高，最高达 23%，这与日本高石油依存度有关。股市：德国股市的大幅上涨出现在国际化后期，80-90 年涨幅 2.5 倍；之前 60-70 年波动上升，涨幅不到 1 倍，70-80 年股市盘整；而日本股市从 60 年代开始一直持续上涨，涨幅不断扩大，60-70 年涨幅 85%，70-80 年涨幅 2.4 倍，80-90 年涨幅 4.4 倍，形成严重的资产泡沫。利率和债市收益率：德日利率和债市收益率波动周期基本相似，但德国基准利率升降周期交替，波动中枢在 4.45% 左右，而日本基准利率在长周期上中枢不断下移。

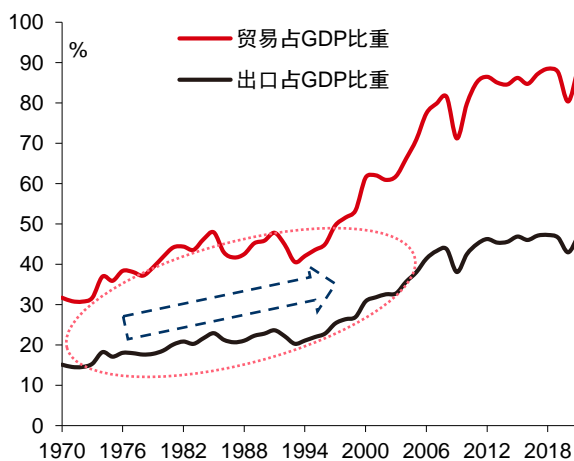
国际化期间币值表现的异同：在马克和日元国际化过程中，长周期看，两者均实现 60% 以上的升值幅度，其中日元在 1985 年之后的升值幅度明显高于马克，这也为日本国内资产价格泡沫埋下隐患。值得一提的是，美元指数在 1980-1984 年和 1996-2001 年分别出现了两轮升值周期。在美元升值周期中，马克兑美元汇率的贬值幅度明显大于日元兑美元。这与两者对汇率的干预、货币政策的独立性以及对广场协议的应对措施不同有关。

借鉴意义：重点聚焦提升经济实力和金融监管与汇率放开的再平衡

中国政府主动推进人民币国际化是从 2009 年开始的。结合德国马克和日元国际化的经验教训，我们认为未来人民币国际化的推进需要把握的核心如下：

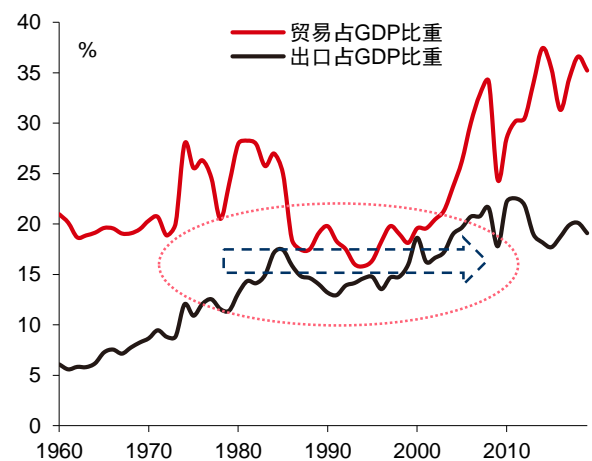
1. 增强经济实力，提升贸易占比。经济实力、贸易水平与货币国际化有很强的相关性。强劲的经济发展势头是马克国际化的坚强后盾，德国的产品在国际贸易中拥有较高的竞争力，其长期保持贸易强国的地位，并且德国出口产品的 80% 是以马克计价的，这极大地提高了国际市场对德国马克的需求。70-90 年代德国经济实力与贸易在全球的占比均有提升；而日本 90 年后经济步入衰退，贸易占比 60-90 年代间（尤其是 85 年之后）基本维持不变。

图 21：1970 年以来西德（德国）贸易占 GDP 比重



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 22：1960 年以来日本贸易占 GDP 比重



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

2. 协调货币与汇率政策，维持币值稳定。德国货币政策的有效性和独立性（明确的货币政策目标）使得马克对内价值长期稳定，对外价值渐进式升值，成功推动了马克的国际化。借鉴德国的经验，中国也需要保持货币政策的独立性，协调货币政策与汇率政策，对内进一步通过加快资源价格、收入分配方案和金融改革来降低对出口的依赖，增加人民币的内在价值；对外适度加强对资本流动的管制，减少汇率干预（可以使人民币的升贬值压力及时释放，减弱因汇率干预而对货币政策带来的影响），发挥汇率对国际收支的自我调节机制。与 70-80 年代德国和日本面临的高通胀不同，目前中国乃至全球面临通缩的风险更大，我国的货币政策要发挥稳定物价的作用，在保持人民币汇率不剧烈波动的前提下，增加汇率弹性，减少对外汇的干预，发挥汇率的自我调节机制。币值稳定并不意味着一直保持升值趋势，比如在美元的两次升值周期中，德国马克贬值的幅度明显超过日元，但并没有影响到之后马克国际化目标的实现。此外，在面对美国对人民币汇率的施压，中国要从实际情况和自身利益出发。人民币汇率制度的调整和改革应坚持自主性、可控性、渐进性的原则，避免激进、过快地推行。广场协议后，日本采取妥协态度，在短期内采取了被动式快速升值、以及激进货币宽松的策略，结果导致严重资产泡沫；而德国则采取消极抵制态度，坚决不主动干预汇率，并没有采取以牺牲其国内物价稳定为代价而激进降息的策略，同时德国积极推动区域货币合作，通过区域汇联动机制，分摊了马克升值成本。

对于中国来说，人民币升值并不能根本解决中美贸易逆差的问题，而是两国经济和贸易结构造成的。随着中国经济发展和国际市场地位的提升，人民币具有内在升值的要求。从长周期看，当面对美元大幅升值周期时，中国应采取适度贬值的策略，减少对汇率的干预，增加汇率弹性，主动改革汇率形成机制，更多发挥市场作用。

3. 审慎、渐进式的金融改革（金融自由化、汇率改革）。80 年代中期开始，德国相继取消或放松了绝大部分金融市场限制，使得马克在国际金融市场上的份额逐步上升，从 1974 年的 7.3% 上升至 1980 年的 21.7%。德国完善的金融体系为其国内外居民提供了安全性较高、流动性及盈利性较好的金融工具，降低了资金供需双方进出市场的成本，为国际货币供求双方提供了便利。金融自由化水平的提高以及资本市场的开放，为非居民手中的马克提供了价值储藏、投资增殖的场所，提高了国外居民对马克的持有意愿，满足了国际社会对马克的需求，为马克赢得国际金融市场的重要地位。

借鉴德国的经验，中国应加快国内金融领域改革，努力发展壮大国内以及离岸金融市场建设。具体措施包括：大力发展直接融资体系，尤其是债券市场；努力支持村镇银行、小额贷款公司等中小间接融资机构的发展，尽快建立存款保险机制；在金融市场全面对外开放之前，优先对民间资本开放国内金融市场；提高金融监管水平，通过金融监管机构的整合重组来应对金融机构事实上已经开展混业经营的局面；大力发展离岸金融中心建设，丰富在岸和离岸人民币金融产品种类。

4. 资本账户管控，防止资产泡沫。中国应采取德国式的审慎、渐进、可控地推进资本账户开放，避免资本账户过快开放引发系统性金融危机。

5. 推进区域经济和货币合作。马克国际地位的提升固然与德国的经济实力、德央行稳定币值的政策以及金融市场的开放和发展有密切关系，但是欧洲货币一体化的不断发展也从制度上进一步推进了马克的国际化，使其最终成为主要的国际储备货币与国际金融市场上的计价货币，完成从区域货币到国际货币的转变。而日元采用单打独斗的方式，在东

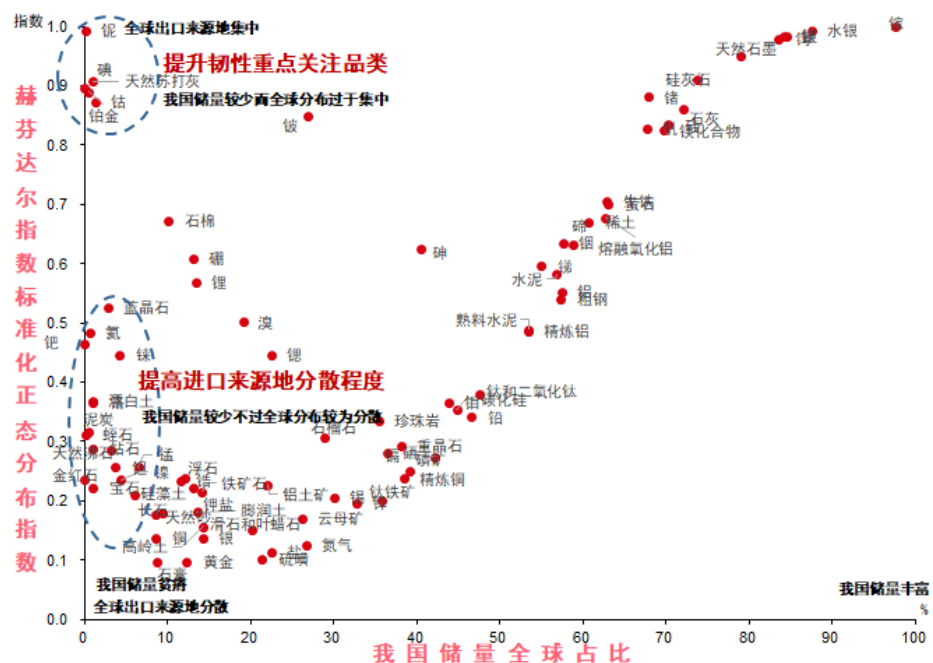
南亚危机时期放任日元贬值，失去了区域国家对日元的信任。人民币国际化从根本上取决于中国经济的发展，但是，在制度层面推进东亚货币合作，以人民币的区域化推动其国际化应该是人民币国际化的一条可行路径。一方面可以加快上海国际金融中心建设、加快推进香港人民币离岸金融中心建设；另一方面，可加快推进中国与东盟自由贸易区建设，扩大中国在东亚经济增长中的作用，并通过经济合作谋求货币合作（签订双边货币互换协议等），以跨境贸易人民币结算、支持企业“走出去”战略为突破推动人民币区域化。

■ 投资含义：关注境内外资本市场的双向交互和人民币对大宗商品定价能力的边际提升

结合人民币国际化现状和海外市场的历史经验教训，尽管中长期人民币升值趋势较为确定，但我们认为短期内人民币受益于国际化进程而大幅升值的可能性不大，人民币国际化应重点关注如下内容：

1. 国际储备的增加和货币互换业务的进展，关注“去美元化”趋势下人民币在国际储备中的提升。根据 IMF 的数据，截至 2022 年四季度，美元在各国央行外汇储备中的占比降到了 58.4%，是 1995 年有数据记录以来的最低水平，而巅峰期这一数字超过 70%。在美联储加息、美国滥用国际机构制裁其他国家、中国经济做大做强的背景下，“去美元化”进程或仍将继续，人民币在国际外汇储备的占比仍有较大的提升空间。收益互换方面，近期新增货币互换国家的速度边际减缓，后续重点关注对主要西方大国的货币互换协议的落地。

图 23：我国矿产资源储量及资源的全球集中度



资料来源：自然资源部，USGS，Statista，GP，中信证券研究部

2. **我国经济和人民币定价大宗商品能力的提升情况，重点关注对主要资源国和重点资源品种的本币结算和贸易的进展。**提升我国经济和人民币对主要大宗商品的定价能力是提升我国产业链自主可控并抵御境外风险性因素的重要抓手，在当前国际形势复杂多变的环境下能更好地维护新安全格局，保障新发展格局，争取把握发展的主动权⁶。同时，在面对俄乌冲突等重大区域事件的影响下，人民币及中国资产所体现出来的避险功能亦是支持境外投资者以人民币来华投资的另一大新动力。**一方面，建议抢抓“去美元化”机遇，加强同相关国家就主要资源品的本币结算业务，**后续应进一步关注 OPEC、拉美、非洲等国家、地区和国际组织在主要资源品的人民币结算和贸易进展；**另一方面，进一步推出人民币计价的大宗商品交易产品。**自 2021 年以来，我国已经上市原油、铁矿石、精对苯二甲酸（PTA）、20 号胶、低硫燃料油、国际铜、棕榈油、碳酸锂等主要品种的人民币计价产品，后续应持续关注更多品种的上市进展。

表 8：HS6 级产品分类下我国产业链应对外部风险韧性亟需提升的上游资源品⁷

行业大类	行业	具体领域
消费	农林牧渔	油脂油料、主粮保供、生物育种及种子板块
	轻工	特殊品类纸浆及包装领域
周期		提升保供能力：钴、铌、天然苏打灰、铂金、碘
	有色	丰富进口来源：钯、金红石、蛭石、泥炭、氦、铬、漂白土、钻石、蓝晶石、沸石、钽、铌、镍、硅藻土、锰、石英、高岭土、蓬松土

资料来源：自然资源部，USGS，Statista，GP，中信证券研究部

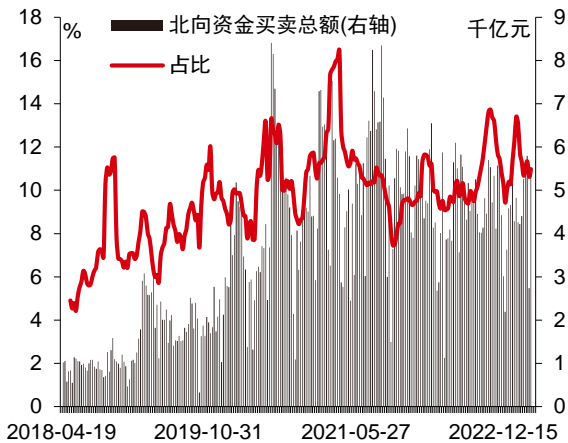
3. **A 股市场与国际资本市场双向交互的进展，投融资领域近期的聚焦点或还在境内外资本市场的联动上。**我们认为资本账户的互联互通和资金跨境流动管控或还将以审慎、渐进、稳步、可控的方式推进。**除了完善人民币计价大宗商品产品外，投融资领域近期的聚焦点或还在境内外资本市场的联动上，例如近期的港股人民币计价的最新情况。**4 月 15 日，已有 12 家港股公司申请增设人民币柜台⁸。种种迹象显示，港股通人民币计价有望加速推进。一方面，在 QFII 与 RQFII 额度限制取消等系列举措的助力下，北上资金成交额及占 A 股的总成交占比持续上升，近期占比持续保持在 10-15% 左右，A 股市场的国际化进程已经取得了显著的成效；另一方面，南向资金对港股等离岸市场的边际定价能力亦在提升，近期占港股成交的比重基本接近 30%。而港股通人民币计价将进一步解决汇率风险和盈利换算问题，持续提升南北向市场的资金流动便捷性。

⁶ 参考中信证券研究部研报《国别产业研究系列专题之六-如何提高锂电池产业链的外部安全？》（2023-04-12）

⁷ 参考中信证券研究部研报《国别产业研究系列专题之三-寻找我国产业链韧性提升的方向》（2023-02-13）

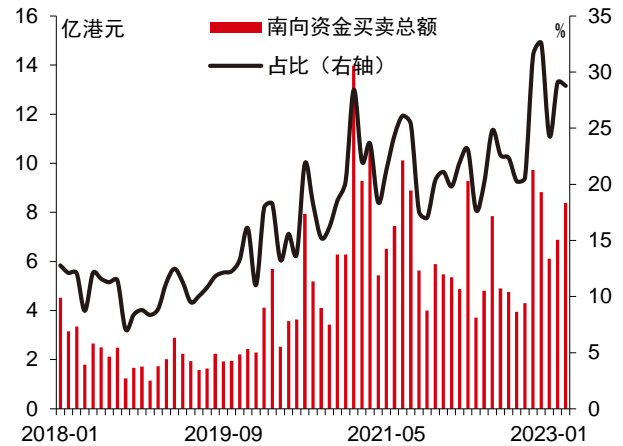
⁸ <https://wallstreetcn.com/livenews/2446334>

图 24：近 5 年北向资金买卖总额及 A 股成交规模占比



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部（周度数据）

图 25：近 5 年南向资金买卖总额及港股成交规模占比



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部（月度数据）

4. 与“一带一路”国家的外贸人民币计价和结算：短期内参与人民币计价和结算的国家数量增长可期，份额显著增长或仍需较长时间。短期内在我国积极有为的外交突破的背景下，与全球各国特别是“一带一路”国家外贸中，采用人民币计价和结算的国家数量或进一步增多，后续或仍有相关成果落地。不过人民币计价的外贸份额产生实质性增长则尚需时日，短期或可关注与俄罗斯等部分国家外贸的人民币计价和结算占比的提高。

■ 风险因素

1. 经济复苏不及预期：我国经济复苏节奏和进程可能会影响到人民币币值变化的预期；
2. 货币政策目标转向：央行货币政策的政策基调、政策工具和落地时点的不同或会影响到人民币币值变化的预期；
3. 人民币国际化速度（快）慢于预期：从长周期角度看，人民币国际化进程有时或（快）慢于市场预期，影响到人民币币值变化的预期；
4. 其他国家的货币政策目标：部分其他国家亦希望通过提高本币结算、增加储备等方式提升自身货币的国际化水平，可能会影响到人民币国际化进程；
5. 美联储加息终点的变化：美联储的货币政策直接影响美元指数的走势，并间接影响到人民币汇率波动。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。