

假如人民币升值压力再次来临：没有无痛的选择

目前境内外市场人民币汇率升值趋势尚未确立。但在新一轮全球大放水背景下，不排除中国会重现 2008 年国际金融危机之后的情景，即可能面临新一轮资本流入以及由此带来的人民币升值压力。对我们而言，如果出现此种情形，将是老问题、新挑战，需要未雨绸缪。

- 2008 年金融危机之后，全球主要经济体采取了大规模刺激政策，中国遭遇了大量资本流入和人民币升值压力。自今年初疫情暴发以来，全球主要经济体不得不重启大规模刺激政策。虽然人民币升值趋势尚未确立，但不排除重现上次金融危机之后的情景，即人民币再次面临升值压力。
- 与十多年前相比，中国最大的变化之一是汇率机制的灵活性明显提高。如果新一轮资本流入中国，人民币汇率有可能出现较快升值。但从 1980 年代美国和日本的经验来看，在灵活汇率制度下，缓解汇率升值压力没有好的答案。
- 应对人民币可能再次面临的升值压力，我们需要采取一揽子措施，包括坚持制度型对外开放，深化汇率市场化改革，推进金融双向开放，加快国内资本市场建设，健全宏观调控机制，以及加快经济转型升级。虽然上述举措不一定能够完全消除汇率升值带来的冲击，但有助于增强中国经济和金融体系韧性，延长我们的战略机遇期。

风险提示：海外疫情超预期，经济恢复不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

联系人：管涛
tao.guan@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300120030020

联系人：刘立品
lipin.liu@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119080013

目录

一、本轮全球大放水可能导致人民币再次面临升值压力 4

二、灵活汇率机制下经济内外均衡协调发展面临的挑战 6

三、坚持制度型对外开放 9

具体举措 9

四、深化汇率市场化改革 10

具体举措 10

五、有序推进金融双向开放 11

具体举措 11

六、加快国内资本市场建设 13

具体举措 13

七、健全宏观调控机制 14

具体举措 14

八、加快经济转型升级 15

具体举措 15

九、主要结论 16

图表目录

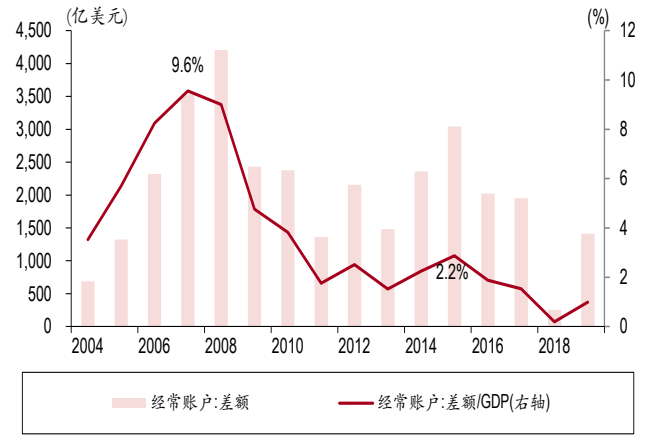
图表 1. 经常项目顺差占 GDP 比重从 2007 年见顶回落.....4
图表 2. “8.11”汇改前民间货币错配严重.....4
图表 3. 2020 年 IMF 对全球经济的预测情况（%）.....5
图表 4. 1970 年度美国经济陷入滞胀泥潭.....6
图表 5. 1980 年代上半期美元指数持续上升.....7
图表 6. 同期美国贸易赤字规模不断扩大.....7
图表 7. 《广场协议》签署后日元兑美元大幅升值.....7
图表 8. 自 1986 年起日本不断调低官方贴现率.....7
图表 9. 港股通和陆股通累计买入成交净额.....11

一、本轮全球大放水可能导致人民币再次面临升值压力

2008 年国际金融危机暴发后，以美国为代表的主要经济体采取了大规模刺激政策，导致全球流动性泛滥。包括中国在内的新兴经济体遭遇了大规模资本流入和本币升值压力。当时，我们一方面以增加外汇储备的方式阻止人民币过快升值，辅之以控流入、扩流出措施，促进国际收支、外汇收支总体平衡。另一方面提出扩内需、调结构、减顺差、促平衡的经济再平衡目标，从恢复经济对内平衡入手解决经济对外失衡问题。“稳出口、扩进口、减顺差”是当时外贸总的政策导向。

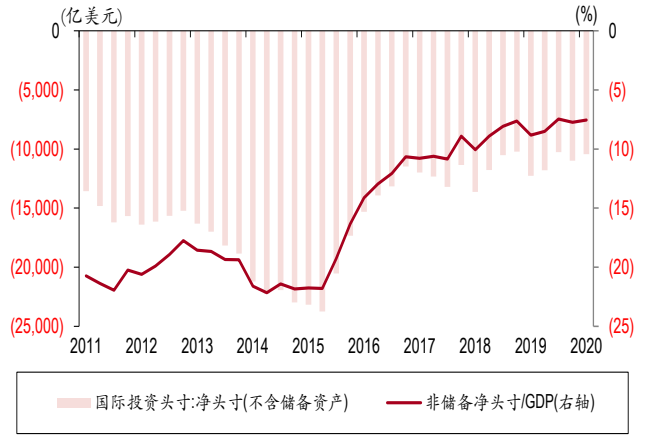
事后来看，以经常项目差额与 GDP 之比衡量的经济再平衡目标取得了预期效果。中国经常项目顺差与 GDP 之比由 2007 年的 9.9%降至 2014 年的 2.2%，位于±4%的国际警戒线以内（见图表 1）。但国际收支持续“双顺差”、外汇储备大幅增加，外汇储备余额从 2006 年底接近 1 万亿美元增加到 2014 年 6 月底的 4 万亿美元，给宏观调控带来了一系列挑战。尤其是 2005 年“7.21”汇改以来，人民币兑美元汇率（以下如非特指，人民币汇率均指人民币兑美元的双边汇率）长期单边升值、缺乏弹性，导致民间部门积累了较为严重的货币错配问题。2015 年 6 月底，以非储备性质国际净头寸衡量的民间对外净负债达到 2.37 万亿美元，相当于年化名义 GDP 的 22%（见图表 2）。以致于 2015 年“8.11”汇改后，经历了一年多时间集中的资产多元化和债务去杠杆的剧烈调整，人民币汇率持续下跌，外汇储备较多减少。

图表 1. 经常项目顺差占 GDP 比重从 2007 年见顶回落



资料来源：万得，中银证券

图表 2. “8.11”汇改前民间货币错配严重



资料来源：万得，中银证券

注：GDP 为往前四个季度滚动合计年化名义 GDP。

今年以来，受新冠疫情全球大流行影响，全球经济一度陷入大停摆、大衰退状态，全球股市也经历了大熔断、大动荡。为应对新冠疫情冲击，全球主要经济体不得不重启大规模的刺激政策。以美国为例，美联储实施了零利率加无限量宽的政策组合，美国财政赤字规模也大幅增加，9 月 2 日美国国会预算办公室发布报告显示，联邦预算赤字预计将达到创纪录的 3.3 万亿美元，相当于美国 GDP 的 16%。

相反，新冠疫情在国内暴发后，中国抗疫措施出手快且有效性高，使国内疫情很快得到控制。得益于此，国内生产经营活动率先重启，经济复苏领先优势明显。IMF 最新预测结果显示，中国是今年唯一预计能够实现正增长的主要经济体（见图表 3）。今年 6 月份以来，厚积薄发的基本面利多战胜层出不穷的消息面利空，支持人民币汇率走强。截至 8 月底，人民币兑美元汇率中间价较 5 月底升值了 4.0%，CFETS 口径的人民币汇率指数升值 0.6%。

目前，境内外市场人民币汇率升值趋势尚未确立。而且，未来即便出现升值，空间有多大也不确定。但在新一轮全球大放水背景下，对我们而言，如何应对未来可能出现的新一轮资本流入，以及由此带来的人民币升值压力，将会是老问题、新挑战，需要未雨绸缪。

图表 3. 2020 年 IMF 对全球经济的预测情况（%）

	2020.04		2020.06		预测值调整	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021
世界产出	(3.0)	5.8	(4.9)	5.4	(1.9)	(0.4)
发达经济体	(6.1)	4.5	(8.0)	4.8	(1.9)	0.3
美国	(5.9)	4.7	(8.0)	4.5	(2.1)	(0.2)
欧元区	(7.5)	4.7	(10.2)	6.0	(2.7)	1.3
日本	(5.2)	3.0	(5.8)	2.4	(0.6)	(0.6)
英国	(6.5)	4.0	(10.2)	6.3	(3.7)	2.3
加拿大	(6.2)	4.2	(8.4)	4.9	(2.2)	0.7
新兴市场和发展中经济体	(1.0)	6.6	(3.0)	5.9	(2.0)	(0.7)
中国	1.2	9.2	1.0	8.2	(0.2)	(1.0)
印度	1.9	7.4	(4.5)	6.0	(6.4)	(1.4)
东盟	(0.6)	7.8	(2.0)	6.2	(1.4)	(1.6)
俄罗斯	(5.5)	4.7	(6.6)	4.1	(1.1)	(0.6)
巴西	(5.3)	2.9	(9.1)	3.6	(3.8)	0.7
墨西哥	(6.6)	3.0	(10.5)	3.3	(3.9)	0.3
南非	(5.8)	4.0	(8.0)	3.5	(2.2)	(0.5)

资料来源：IMF，中银证券

二、灵活汇率机制下经济内外均衡协调发展面临的挑战

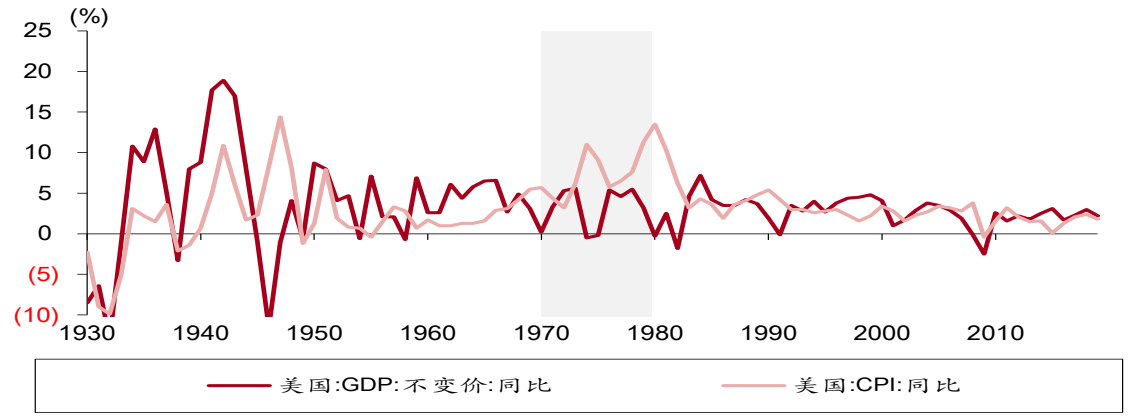
显然，面对全球低利率、宽流动性可能再度引发的热钱流入，我们两次不可能踏入同一条河流。这主要是因为与十多年前相比，人民币汇率机制的灵活性明显提高。2017 年人民币汇率止跌回升，打破了“8.11”汇改后人民币汇率单边下跌走势。此后，汇率双向波动、市场预期分化。特别是 2019 年 8 月人民币汇率破 7，打开了汇率可上可下的双向浮动空间，汇率弹性增加，汇率杠杆调节作用进一步发挥。2020 年以来，人民币有管理的浮动汇率制度经历了全球疫情大流行、经济大衰退、金融大动荡等极端市场情形的考验，汇率围绕 7 上下波动，成为吸收内外部冲击的减震器。因此，2019 年人民币汇率破 7，被称之为“不叫改革的改革”，是汇率市场化改革的进一步深化。

2020 年初中美达成第一阶段经贸协议之后，进一步确立了中国央行基本退出外汇市场常态化干预的政策立场，也就意味着我们不可能再像上次危机那样，以增加外汇储备的方式阻止人民币汇率升值。况且，上次资本大量流入时期，我们在有管理的浮动汇率制度下，以小步快走、渐进升值的方式来化解人民币的长期升值压力，其结果是，一方面导致了全球对中国货币操纵的指责，并集体施压人民币汇率重估，使我们在对外经贸交往中处于被动；另一方面令人民币成为全球利差交易的主要货币，吸引了套利资本流入，埋下了货币错配、资本流向逆转的隐患。

然而，关于最优汇率选择（包括汇率制度和汇率政策）的国际共识是，没有一种汇率选择适合所有国家以及一个国家的所有时期。上次金融危机，我们见证了人民币汇率缺乏弹性造成的一系列问题，之后也为之付出了一些代价。这次我们却可能要经受汇率弹性增加带来的一系列挑战。

在灵活汇率机制下，如果容忍汇率升值，可能会出现汇率超调风险，1980 年代上半期的美元泡沫就是前车之鉴。1970 年代，两次石油危机冲击，令美国深陷“低增长、高通胀”经济滞胀的泥潭（见图表 4）。1980 年代初，沃尔克领导的美联储为反通胀而采取高利率政策，引起美元汇率升值。联邦基金利率最高升至 1981 年 7 月的 22.36%，美元指数从 1980 年 7 月的 84.12 升至 1985 年 2 月的 164.72，上涨了近一倍（见图表 5）。美元高估削弱了美国商品出口竞争力，同时促使美国消费者从买本国产品转为买外国产品，美国贸易赤字规模增大。货物贸易赤字规模从 1980 年三季度的 31.8 亿美元扩大至 1985 年一季度的 285.46 亿美元，经常项目差额占 GDP 比重由 1980 年三季度的+0.61%下降至 1986 年四季度的-3.37%（见图表 6）。在此背景下，1985 年 9 月西方五国签署《广场协议》，同意联合干预实现美元贬值之后，美元飞涨态势才最终停止。这也是 1970 年代布雷顿森林体系解体，国际货币体系进入固定与浮动汇率并行的无体系时代后，汇率政策首次再度纳入国际经济政策协调的范畴。沃尔克反通胀时期的强美元被视为一次典型的美元泡沫。

图表 4. 1970 年度美国经济陷入滞胀泥潭



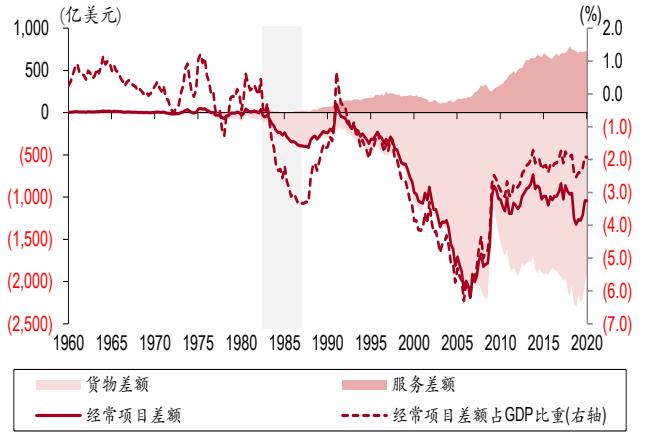
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 1980 年代上半期美元指数持续上升



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 同期美国贸易赤字规模不断扩大



资料来源：万得，中银证券

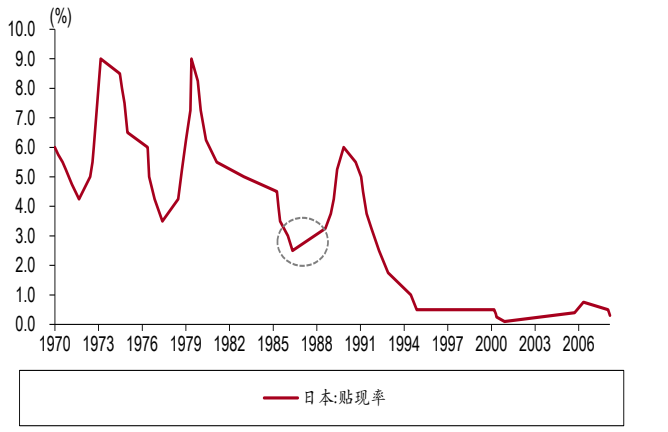
在灵活汇率机制下，如果阻止汇率升值，则又可能会出现资产泡沫风险，1990 年代以来日本经济停滞就殷鉴不远。1980 年代上半期，美元泡沫是美国经济的烦恼，而《广场协议》之后日元飙升则又成为了日本经济的梦魇。《广场协议》签署之前，日本经济快速增长加大日元升值压力，但日本银行一直通过频繁的市场买入阻止日元升值。《广场协议》的签署迫使日元兑美元汇率大幅升值。截至 1986 年底，日元升值了 52.5%（见图表 7）。1986 年日本经济增长率出现大幅下滑，由上年的 6.2%下降至 3.2%。由于忽视了潜在经济增长下台阶的事实，而过度担心贸易摩擦、日元升值对经济增长的负面影响，日本采取了如下应对措施：一是以大规模基础设施建设和生活质量提高为政策主要切入点来扩大内需，以降低对海外市场的依赖，减少日美贸易失衡；二是自 1986 年开始接连调低官方贴现率，以支持扩大内需，并降低日元资产的国际吸引力。在 1987 年 2 月《卢浮宫协议》签署后，日本进一步下调贴现率至 2.5%的低位，一直持续到 1989 年 5 月（见图表 8）。但是，低利率环境导致了日本股票和房地产市场价格飞涨，资产泡沫进一步膨胀。直到 1989 年起日本银行连续加息，先后刺破了股市和房地产泡沫，日本经济骤然减速并自此陷入长期停滞。

图表 7.《广场协议》签署后日元兑美元大幅升值



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 自 1986 年起日本不断调低官方贴现率



资料来源：万得，中银证券

注：横坐标为贴现率变动日期。

由此可见，在灵活汇率机制下，缓解汇率升值压力没有好的答案。特别是在中国资本市场开放程度不断扩大的背景下，国际短期资本流动日益频繁。这种顺周期的短期资本流动会加剧人民币汇率波动。如果坚持正常的货币政策空间，维持高利率，容忍汇率过快升值，可能会打击中国出口，促使国内需求向外转换，并加速国内产业转移；如果随大流采取低利率政策，阻止汇率过快升值，又可能会带来信贷膨胀、资产泡沫甚至通货膨胀的风险。这些都是本轮全球大放水可能对中国带来的挑战。为应对这些挑战，我们认为可以从以下六方面着手采取相关措施。

三、坚持制度型对外开放

制度是长期、稳定、透明和可预期的。只有坚持制度型对外开放，才有助于稳定长期资金信心，使人民币从金融意义上成为真正的避险资产。2017 年底中共十九大指出，中国特色社会主义进入新时代，并明确要主动参与和推动经济全球化进程，发展更高层次的开放型经济。2018 年底中央经济工作会议首次提出，推动由商品和要素流动型开放向规则等制度型开放转变。

具体举措

一是加强与国际规则接轨。对外开放主要包括两个层次。第一个层次是引入外资机构或资金；第二个层次是尊重并适应国际规则，最终实现与国际规则接轨，这是更高层次的开放。没有第二个层次的开放，第一个层次的开放不会走远。目前，中国对外开放力度更多集中于第一个层次上，而第二个层次的开放上，仍然存在很大的提升空间。因此，未来需要进一步加强与国际规则的衔接，解决长期资金进入中国的规则障碍。

二是稳步推进对外开放。中国对外开放一直遵循有序、渐进的原则。得益于此，才使得我们在获取开放收益的同时，也把开放风险控制在了可控范围之内。日前印发的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》和《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》两个重要的改革纲领性文件，都强调要稳步推进人民币国际化，有序实现人民币资本项目可兑换。这样做，既有利于降低资本流动冲击风险，维护国家经济金融安全，又有助于积小胜为大胜，凝聚改革共识，还有利于保持政策连续性和稳定性，维护国家对外形象。

三是保障法规稳定性。尽量提高立法层次，减少由一个部门决定收放、存废的规范性文件层次的立法，维护法规的权威性、连续性和稳定性，是增强投资者信心，吸引长期资本流入的关键。之所以在经贸摩擦和疫情冲击的背景下，去中国化的全球产业重构迄今尚未发生，与 2019 年中国出台新《外商投资法》，引入准入前国民待遇原则加负面清单管理，对外商投资促进、保护和管理给予了法律规定和制度保障不无关系。

四、深化汇率市场化改革

在 2008 年危机应对中，人民币因为缺乏汇率弹性，一度成为全球利差交易的主要货币。虽然 2006 年底中央经济工作会议就曾明确指出，中国国际收支的主要矛盾已经从外汇短缺转为贸易顺差过大、外汇储备增长过快。但为了防止人民币汇率快速升值进一步打击中国出口，进而影响就业和社会稳定，中国进行了大规模外汇市场干预。外汇储备持续增加，外汇占款大幅上升，成为央行投放基础货币的主要渠道。为了降低基础货币投放压力，央行不得不采取大规模的冲销干预措施，包括滚动发行央票、多次提高法定存款准备金率等，央行货币政策受到严重掣肘。

2017 年第五次全国金融工作会议已经明确，扩大金融对外开放的首要任务是深化人民币汇率形成机制改革。近年来，人民币汇率市场化程度明显提高，确实改善了宏观调控。2018 年，人民币汇率屡屡承压，但有关部门除了采取部分宏观审慎措施外，未采取进一步的资本外汇管制措施。今年，在内外部不确定、不稳定因素骤增背景下，人民币汇率双向波动，成为吸收内外部冲击的减震器，促进了国际收支和外汇收支平衡，提高了央行货币政策的独立性。

深化汇率市场化改革是制度型开放的重要组成部分。当今主要国际货币大都实行浮动汇率制度。IMF 公布的八大外汇储备货币中，美元、英镑、日元、澳元、加元均是自由浮动，欧元对欧元区外的其他货币是自由浮动，瑞士法郎自 2015 年开始也重归自由浮动。随着人民币国际化程度不断提高，未来人民币汇率更加灵活也是大势所趋。

具体举措

一是改进汇率调控机制。现行的中间价报价模型由上日收盘价、篮子货币汇率变化和逆周期因子三部分构成。当前人民币汇率中间价的确定主要基于美元汇率走势，并不反映中国经济基本面情况。在模型中引入逆周期因子，虽然增强了汇率调控能力，但同时也影响了汇率政策的透明度。并且，中间价报价公式不利于市场自主定价。未来可以继续优化中间价形成机制，并研究适时进一步扩大乃至取消汇率浮动区间。此外，还需要改进央行与市场的沟通，增加汇率政策透明度，以合理引导市场预期。

二是加快外汇市场建设。在交易主体方面，可以通过引入更多境内非银行金融机构、符合条件的非金融机构、货币经纪公司以及境外机构参与外汇市场交易，以提高外汇市场交易流动性，完善外汇市场价格发现功能。在交易规则方面，可以适时适度放宽实需原则（即人民币外汇市场交易必须有真实、合规的贸易或者投融资背景），按照先即期后衍生、先场外市场后场内市场的顺序分步推进。在交易产品方面，可以开发“一带一路”沿线国家货币的 ETF 或者汇率指数产品，开发人民币外汇期货，支持符合条件的金融机构开发与汇率波动性挂钩的产品等，提升投资者参与外汇市场的积极性，增加外汇市场深度和广度。

三是加强市场风险教育。汇率市场化程度提高，需要越来越成熟的外汇市场参与者。引导市场增加对汇率波动的容忍度，增强对汇率涨跌的利弊认识，这样有助于促进市场形成汇率双向波动预期。引导市场树立风险中性意识，对汇率双向波动风险都要管理。

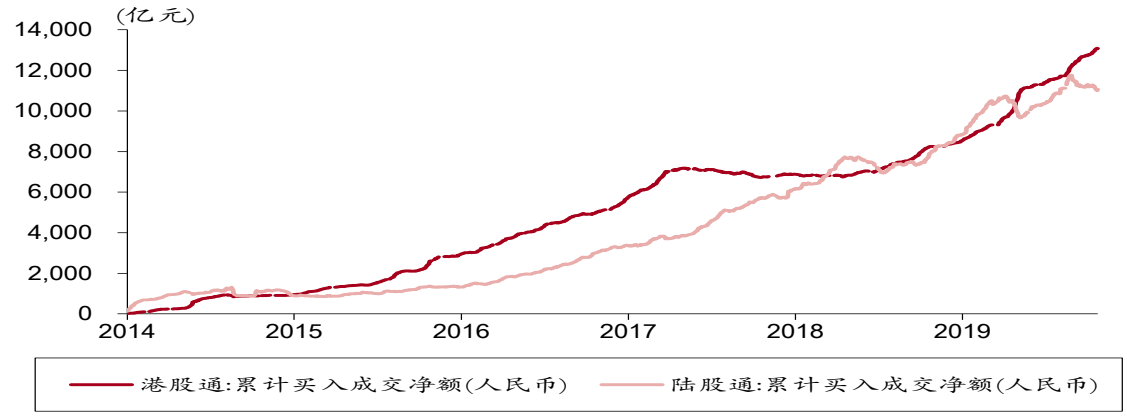
五、有序推进金融双向开放

成熟市场经济的国际收支调节机制是汇率自由浮动负责价格出清，资本自由流动负责数量出清，国际收支平衡表中的经常项目与资本项目呈镜像关系，即经常项目如果是逆差，资本项目就肯定是顺差，反之亦然。

2008 年金融危机之后，为了减缓热钱流入，各部门加强了资本流动管理，既防控热钱流入，又扩大资本流出。但事后来看，跨境资本净流入规模并没有明显减少。2010 年之后，国际收支总顺差、外汇储备增加的主要来源由经常项目顺差转为资本项目顺差。2005 至 2009 年期间，经常项目和资本项目顺差对国际收支总顺差的贡献比例约为 7：3，2011 年和 2013 年，二者对国际收支总顺差的贡献比例接近 4：6。资本流动管理效果不佳，与人民币汇率长期单边升值有关。

2015 年“8.11”汇改之后，人民币意外贬值导致大量资本外流。央行通过 2016 年初引入由上日收盘价和篮子货币汇率走势共同决定的汇率中间价报价机制，2017 年 5 月底在报价机制中引入更好反映经济基本面变化和对冲市场顺周期行为的逆周期因子，创造性地解决了有管理浮动汇率安排面临的透明度和公信力问题。2017 年成为“8.11”汇改的分水岭。此后，人民币汇率由单边下跌转向双向波动，市场预期开始分化，资源多元化配置的市场意识在逐渐形成（如自股票通业务开通以来，绝大部分时间，港股通累计净买入额均略超过陆股通累计净买入额，见图表 9），国际收支经常项目与资本项目自主平衡的新格局也初步形成。

图表 9. 港股通和陆股通累计买入成交净额



资料来源：万得，中银证券

具体举措

一是适时扩大资本流出。金融开放应继续坚持渐进式、管道式开放模式。在全球疫情形势稳定、经济复苏态势进一步确定之后，可以适时考虑扩大股票和债券项下对外投资的渠道和规模，提高合格境内机构投资者（QDII）额度，合格境内有限合伙人（QDLP）和合格境内投资者境外投资（QDIE）额度，并支持国内有能力和有条件的企业开展真实合规的对外投资。

二是提升统计数据质量。在扩大金融开放过程中，加强统计工作尤其是跨境资本流动监测统计至关重要，不能既无管理又无数据，统计质量只能提高不能下降。例如，中国国际收支平衡表中，净误差与遗漏长期为负且规模较大引发市场热议。有观点认为，这反映了中国存在较为严重的资本外逃现象。然而，争议净误差与遗漏负值是不是资本外逃，其实际政策涵义不大，更重要的工作应该是提高国际收支统计质量，更好为宏观决策和市场分析服务。

三是加强宏微观审慎管理。随着人民币汇率市场化程度提高，金融开放程度不断扩大，金融监管方式也需要从传统的行政手段转向市场化更高的宏观审慎政策，在金融开放和资本管制之间建立防火墙、缓冲带，避免一放就乱、一收就死。未来如有必要，当局可研究引入新的托宾税措施，例如像巴西、智利等新兴市场引入了无息存款准备金（URR）制度调节外来证券投资、对外借债。微观监管要从合规性监管逐步转向审慎性监管，从规则性监管逐步转向原则性监管，在提升金融业务便利性同时，也可以提高监管效率。

四是强化金融市场教育。从投资者角度来看，应该树立金融风险意识，不要用市场判断取代市场操作，要做到“未料胜先料败”，学习运用适当的工具和适当的成本管理和控制好自己的投资风险敞口；在选择投资产品时，投资者自身要理性判断自己的风险偏好和承受能力，投资熟悉的市场和熟悉的产品，树立买者自负意识。从投资中介角度来看，应该加强投资者适当性管理，充分揭示金融产品的风险属性，将适当的产品提供给具有相应风险承受能力的投资者，加强投资者保护。

六、加快国内资本市场建设

新兴市场“原罪”有两个表现，一是新兴市场本币不可自由兑换，面临国际清偿能力的硬约束，既害怕本币汇率升值影响出口，进而影响偿债能力，又害怕本币汇率贬值，增加偿债负担；二是新兴市场本地金融市场欠发达，过度依赖海外市场筹资特别是中长期融资，造成了新兴市场普遍的货币错配和期限错配。从中国经验来看，上次资本流入的主要原因之一是，国内资本市场不发达，储蓄不能有效转化为投资，典型代表是阿里巴巴、腾讯到境外上市融资，一方面加大了资本流入压力，另一方面也导致国内投资者错过了分享优秀企业成长红利的机会。

在中美关系日益紧张的背景下，前期瑞幸财务造假事件引发了美国对中概股的信任危机。美国政府借此升级对中国企业的打压，增加中国企业在美上市风险。面对中概股退市威胁，加快国内资本市场建设，支持中国优秀企业回国上市融资，更加具有现实意义。同时，鉴于目前中国公共卫生相对安全、市场前景相对确定，经济复苏具有领先优势，加之人民币资产处于估值洼地，人民币资产对于美国投资人而言仍有吸引力。从这个角度来看，加快国内资本市场建设，提升外资进入中国市场的便利性，密切同全球的金融联系，可以减少金融脱钩风险。

另外，从金融开放角度来看，中国作为全球第二大经济体，未来融入金融全球化的步伐会越来越大。跨境资本流动，尤其是通过股市和债市吸引的国际短期资本流动的规模和频次会日渐增加。建设有深度广度、有流动性的资本市场，也有助于吸收内外震荡、抵御跨境资本流动冲击。

具体举措

一是加强基础制度建设。积极落实《上市公司治理准则》，深化并购重组市场化改革，强化并严格执行退市制度等方式，推进上市公司优胜劣汰，提升上市公司整体质量。加强市场交易监管，加大内幕交易、市场操纵等违法活动的处罚力度，保护投资者权益，净化资本市场环境。引导养老金进入资本市场，适当放宽部分机构投资者的投资范围和投资比例限制等方式，扩大机构投资者资金规模，减少市场的顺周期性和羊群效应。

二是加强多层次市场建设。构建多层次资本市场是中国资本市场的建设目标，也是提升金融资源配置效率的重要途径。今年 4 月发布的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》明确，推进资本要素市场化配置，健全多层次资本市场体系。从中央层面明确了完善多层次市场体系对提升资源配置效率的重要性。多层次资本市场为不同类型企业提供多样化的融资服务，提高储蓄转化为投资的效率，也有助于减少企业对外资过度依赖，进而引发货币错配风险。

三是有序扩大市场双向开放。近年来，中国资本市场双向开放步伐不断加快。在债券市场上，2018 年 9 月央行、财政部发布《全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法》，意味着境外投资主体在核准之后基本上都可以在国内债券市场融资。在股票市场上，目前外资可以通过陆股通等渠道配置人民币资产，但境外企业尚未在 A 股发行上市。未来需要加快推进境外企业 A 股发行上市，以此推动会计标准、市场监管标准等与国际接轨，提高资本市场的国际竞争力。

四是加强金融监管能力建设。中国经济快速发展，融资需求旺盛，金融创新业务发展很快。因此，监管要适应金融创新发展形势，平衡金融创新和金融稳定的关系，在发展中规范、规范中发展。在监管模式上，金融监管要从当前分业的机构监管转向行为监管、功能监管，对同类业务实行同样的监管标准。所有机构包括非金融机构开展金融业务，也要坚持持牌监管，实现金融监管全覆盖。

七、健全宏观调控机制

科学的宏观调控，有效的政府治理，是发挥社会主义市场经济体制优势的内在要求。在宏观调控中，中央银行和财政部、中央政府和地方政府均发挥着重要作用。但中国具体实践中，仍然存在央行货币政策透明度不高，货币财政政策协调性不够，中央和地方政府权责不明晰等问题，影响了宏观政策效果，也不利于及时化解金融风险。健全宏观调控机制，提高政府宏观调控水平，是推动经济平稳发展的客观需要。

具体举措

一是建设现代中央银行制度。建设现代中央银行制度，是十九届四中全会明确提出的重大部署。与传统中央银行制度相比，现代中央银行制度更加注重价格稳定、注重运用价格型调控框架、注重与公众的沟通、注重独立性、注重金融监管。建设现代中央银行制度需要做好以下几方面工作：从决策机制、目标设置、政策传导、工具体系等方面，改进货币政策治理体系；健全宏观审慎政策框架和系统性金融风险防范处置体系；建立现代金融基础设施和中央银行金融服务体系；建立高效的货币财政政策协同机制以及中央银行财务制度。其中的关键是培育价格性调控工具，提高政策透明度。

二是加快建立现代财税制度。5 月份公布的《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》中提及，加快建立现代财税制度，主要内容包括，处理好中央和地方财政的关系，提高财政资金使用效率，建立政府举债融资机制，清理规范地方融资平台公司，深化税收制度改革等。这些确实是中国财税制度长期存在的痛点。自分税制改革之后，地方政府财权与事权不匹配问题长期存在。为完成经济增长目标以及上级政府摊派的“无资金”任务，地方政府不得不大规模举债。同时，相较于受《预算法》约束的一般公共预算而言，地方政府投资项目信息公开程度明显较弱，影响财政资金使用效率，这也在一定程度上增加了地方政府隐性债务风险。根据 IMF 的测算，2016 年中国广义（增扩）政府债务总额占 GDP 比重为 62%[1]。地方政府隐性债务成为中国金融体系的重大隐患。因此，相较于前期市场热议的财政赤字货币化问题，我们更应该重视的是，进一步理清中央和地方政府的关系，加强财政纪律对地方政府的约束，并将隐性债务显性化，防范化解隐性债务增量和存量风险。

[1] *IMF，People's Republic of China, Selected Issues, Country Report No. 17/248, July 14, 2017，https://www.imf.org/~/media/Files/Publications/CR/2017/cr17248.ashx*

八、加快经济转型升级

长期以来，中国一直致力于转变经济发展方式。亚洲金融危机时期，中国首次提出扩大内需政策。随着入世红利不断释放，外需对经济增长的拉动作用再次凸显。2005 年“十一五”规划建议提出，要加快经济结构的战略性调整，进一步扩大国内需求，调整投资和消费的关系，增强消费对经济增长的拉动作用。2006 年底中央经济工作会议指出，必须把促进国际收支平衡作为保持宏观经济稳定的重要任务，并提出，保持经济平稳较快发展要正确处理好投资和消费的关系、内需和外需的关系，最根本的是扩大国内消费需求。2008 年全球金融危机暴发，再次凸显扩大内需的重要性。之后，扩大内需战略又被多次提及，一直延续至今。今年 7 月 30 日，中央政治局会议提出，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

具体举措

以内循环为主体，有助于减轻对外需的依赖。经过十多年的调整，中国经济增长已经由过度依赖投资出口转向消费投资出口协调拉动。内需对经济的拉动作用上升。以出口占 GDP 比重衡量对外依存度的话，2019 年中国对外依存度为 17.4%，较 2006 年的高点 35.4%下降了 18 个百分点。但在大国里，中国对外依存度依然较高，2019 年美国是 11.8%，日本是 13.9%。以国内大循环为主体，就是要充分发挥中国经济率先复苏、市场潜力广阔等优势，降低外部冲击带来的挑战。

双循环相互促进，有助于增强经济发展韧性。扩大内需是大国经济转型的必经之路，但这并不意味着要中国要放弃国际市场。近年来，外部环境和中国发展要素禀赋发生变化，导致过去中国市场和资源“两头在外”的国际大循环动能明显减弱。随着中国在世界经济中的地位持续上升，开放与国际经贸规则逐步接轨，同世界经济的联系将会更加紧密。“双循环”新发展格局将支持中国以“世界工厂+世界市场”的新定位，参与更高层次的国际经济合作与竞争，更好利用两个市场、两种资源。

坚持创新发展，有助于提高非价格竞争力。虽然中国经济实力不断增强，但在关键技术领域对外依赖较为严重。近年来中美在技术领域的冲突，进一步使我们认识到推动经济从过去的粗放型增长向创新型增长加快转变、实现核心技术自主创新、提高非价格竞争力的紧迫性。7 月 21 日，习近平总书记在企业家座谈会上也提出，要大力推动科技创新，加快关键核心技术攻关，打造未来发展新优势。对于外贸企业而言，尤其需要加快推动外贸发展方式从过去以量取胜转向以质取胜，加强自主出口品牌建设，提高非价格竞争力，争取产品定价权，增强抵御汇率波动风险的能力。

九、主要结论

2008 年国际金融危机之后，全球主要经济体采取大规模刺激政策，导致全球流动性泛滥。中国经历了大规模资本流入以及人民币升值压力。增加外汇储备、加强资本流动管理，以及恢复经济对内平衡是中国应对上一轮人民币升值压力的主要措施。事后来看，经济再平衡目标完成较好，但增加外汇储备和资本流动管理措施效果不佳。

今年初新冠疫情暴发以来，全球主要经济体再次采取大规模刺激政策。未来中国有可能重现上次金融危机之后的情形。但与十多年前相比，中国最大的变化之一就是汇率机制的灵活性明显提高。如果新一轮资金流入中国，人民币汇率会再次面临升值压力。从 1980 年代美国和日本的经验来看，在灵活汇率制度下，应对汇率升值压力没有好的答案。

正如 2016 年周小川行长所说，“我觉得中国作为一个经济大国，更重要的还是考虑中国整个宏观经济的整体情况，不会是过度基于外部经济或者资本流动来制定我们的宏观经济政策”[2]，中国经济对外平衡要服从对内平衡。应对人民币可能再次面临的升值压力，仍然需要从经济对内再平衡入手。为此，我们要围绕 7 月 30 日中央政治局会议提出的“加快形成以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局”，采取一揽子应对措施：推动制度型而非功利性开放，减少投机性较强的短期资本流动带来的冲击；深化汇率市场化改革，减少对货币政策的掣肘；推动金融双向开放，发挥资本流出的缓冲作用；加快国内资本市场建设，减少对外资的过度依赖和货币错配风险；健全宏观调控机制，提高国内政策有效性；加快经济转型升级，减少外部冲击影响。

当然，上述举措不一定能够完全消除汇率升值带来的冲击。经济表现好的经济体可能面临资本流入、汇率升值压力，而汇率升值有可能产生需求转换效应，即将一部分需求由买国货转换为买外国货。通过这种转换效应，一种情形是，好的经济体将坏的经济体拉起来更多；另一种情形是，坏的经济体将好的经济体拉下得更多。好的经济体，经济表现好的时候持续越长，那么其面临资本流入和汇率升值压力的时间持续也就越长。在此过程中，一些经济金融的脆弱性如产业空心化、资产泡沫化、货币错配等也会逐渐积聚。采取前述一揽子措施，有助于增强中国经济和金融体系的韧性，延长我们的战略机遇期，虽不能消除所有风险，但有助于防患未然。

风险提示：海外疫情超预期，经济恢复不及预期。

[2] *周小川:“央行行长周小川 2 月 26 日记者会实录”, 2016 年 2 月 26 日, http://www.askci.com/news/finance/2016/02/26/149376c5j.shtml*。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371