总量研究中心

汇率分析专题系列之二

宏观经济报告

人民币走向升值之路
—基于人民币汇率的短期和长期视角

引言：3 月以来，美元指数出现一波明显的下行，人民币兑美元汇率也随之升值。在上一篇汇率分析专题中，我们构建了美元指数的短期和长期分析框架，并根据该框架对美元指数进行了分析，进而得出美元指数短期见底概率上升、长期存在贬值压力的结论。同时，在此背景下，我们简要分析了人民币汇率的走势。本文基于人民币汇率的短期和长期视角，进一步深入分析人民币汇率在未来一段时间的走势。

一、更新人民币汇率的分析框架：引入短期影响因素后的经典框架。传统的利率平价理论并不太适合用于人民币汇率分析，因为中国的资本项目并未完全开放，因此通常使用更一般化的经典汇率分析框架来分析人民币汇率。经典的汇率分析框架主要包括经济基本面和交易需求两大方面的分析，该框架下影响汇率的主要因素有：经济增长、利率水平、国际收支以及通胀水平。但经典的分析框架对人民币汇率的解释力度有所下降，我们通过加入影响汇率波动的短期因素：市场情绪、超预期的货币政策、突发事件、其他类资产的价格等，从而对经典汇率分析框架做了进一步拓展，使其能够更好解释汇率的波动。

二、短期视角下，如果美元指数见底，人民币兑美元一定会贬值吗？当前，人民币汇率的形成机制为“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”。在对一篮子货币保持相对稳定的前提下，人民币兑美元汇率一般与美元指数呈反向走势（美元指数下行，人民币兑美元升值）。在上篇汇率分析专题报告中，我们认为，短期美元指数见底概率上升，那是否意味着人民币兑美元汇率也将上升（贬值）？并不一定。首先，前期美元指数的跌幅与人民币汇率升值幅度并不对等。其次，美元指数反映的更多是美欧之间基本面差异，中美之间的基本面差异可能短期并未发生变化。第三，市场情绪修复明显，人民币升值预期上升。

三、长期视角下，人民币兑美元存在一定的升值压力。首先，中国经济在全球经济中的占比不断上升，中美经济总量的差距不断缩小。中长期视角下，中国的潜在经济增速虽然在减速，但依然高于美国，中国经济总量对全球经济的影响力仍在不断扩大。而且，随着中国经济结构调整的完成，中国经济对全球经济的重要性也在不断上升，这有利于人民币在全球贸易和结算中发挥更大的作用，从而对人民币汇率形成支撑。其次，“双循环”战略的实施，有望对全要素生产率形成支撑。虽然劳动生产率对潜在经济增长的贡献有所下降，但中国的全要素生产率对经济增长的贡献正在上升。这既有利于延缓中国的潜在经济增速的下滑，也有利于中国的潜在增长稳定在一个相对较高的水平。第三，人民币的国际化正在加速推进。除了前述两点要素的影响外，中国的对外开放力度和汇率制度改革也正在不断深化，这有利于加快人民币的国际化，从而在长期对人民币形成正面提振。

四、人民币汇率的走势，对大类资产配置有何意义？第一，中美利差可能持续保持较高水平，甚至进一步走阔。短期来看，尽管美债收益率短期存在上行动能，但中国国债收益率的上行动力可能更强。长期来看，中美潜在增长率的差异扩大，可能导致中美利差的结构性走阔。第二，人民币资产的吸引力得到支撑。第三，中国国债对外资吸引力上升。中国国债收益率是全球主要经济体中最高的，叠加汇率升值溢价后，对外资吸引力进一步上升。第四，外资流入有望对 A 股形成长期的支撑。

风险提示：全球格局巨变，中美冲突加剧，造成人民币汇率波动。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

引言： 3
一、更新人民币汇率的分析框架：引入短期影响因素后的经典框架 3
1、经典汇率分析框架：经济基本面和交易需求最终决定汇率走势 3
2、新的汇率分析框架：加入短期波动因素 4
二、短期视角下，如果美元指数见底，人民币兑美元一定会贬值吗？ 5
1、当前的人民币汇率形成机制及复盘 5
2、当前的汇率形势有何不同？ 6
三、长期视角下，人民币对美元存在一定的升值压力 8
1、中国经济在全球的重要性上升 8
2、中国的“双循环”战略对未来一段时间的汇率形成正向提振 9
3、人民币国际化正在加速推进 10
四、人民币汇率的走势，对大类资产配置有何意义？ 12
1、中美利差可能走阔 12
2、中国资产的吸引力有望保持 13
3、中国国债对外资吸引力上升 14
4、A 股也将受益于外资增加配置 14

图表目录

图表 1：经典汇率分析框架 3
图表 2：影响汇率的短期因素 4
图表 3：新的人民币汇率分析框架 5
图表 4：“8.11 汇改”后人民币兑美元汇率和美元指数反向走势明显 6
图表 5：美元指数的跌幅与人民币汇率升值幅度并不对等 7
图表 6：美元指数主要构成 7
图表 7：美德利差与美元指数相关性较高 7
图表 8：一年期 NDF 由升转跌 8
图表 9：即期汇率：美元兑人民币-USDCNG：即期汇利差率走低 8
图表 10：中国经济占全球比重上行 9
图表 11：双循环内容整理 9
图表 12：人民币国际化章程梳理 10
图表 13：跨境贸易人民币业务结算金额从 2012 年上行 12
图表 14：人民币全球国际支付排名上升到第五名 12
图表 15：外资占 A 股比重上升 12
图表 16：央行人民币货币互换规模不断上行 12
图表 17：中美利差将进一步走阔 13
图表 18：外汇储备连续 5 个月上行 13
图表 19：国际收支总体保持平稳 13
图表 20：外国人持有国债和政府支持债券上行 14
图表 21：上证指数和即期汇率：美元兑人民币相关性较高 15

引言：

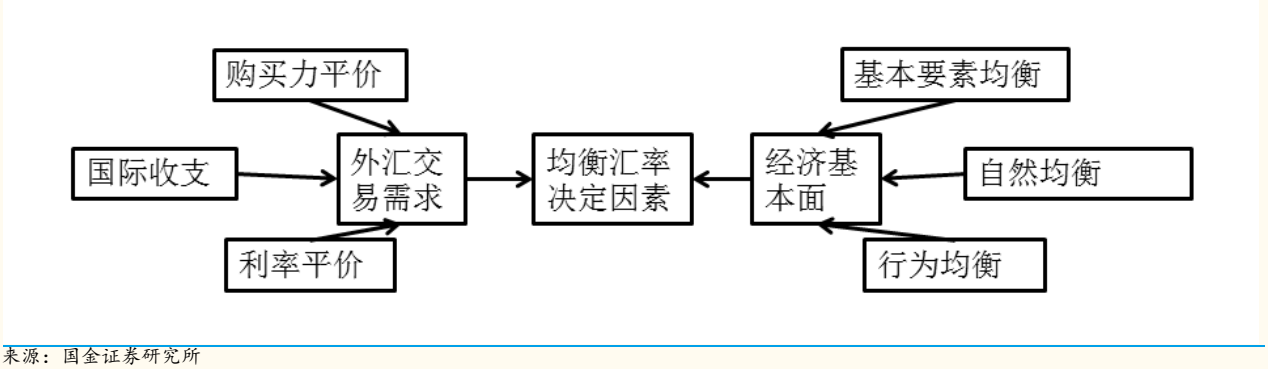
3 月以来，美元指数出现一波明显的下行，人民币兑美元汇率也随之升值。在上一篇汇率分析专题中，我们构建了美元指数的短期和长期分析框架，并根据该框架对美元指数进行了分析，进而得出美元指数短期见底概率上升和长期贬值压力下降的结论。同时，在此背景下，我们简要分析了人民币汇率的走势。本文基于人民币汇率的短期和长期视角，进一步深入分析人民币汇率在未来一段时间的走势。

一、更新人民币汇率的分析框架：引入短期影响因素后的经典框架

1、经典汇率分析框架：经济基本面和交易需求最终决定汇率走势

经典的汇率分析从两个视角出发：第一，从经济要素的角度出发，认为汇率本质上由两国经济基本面运行状况的相对强弱主导。第二，从交易因素出发，认为汇率主要取决于外汇的交易需求。

图表 1：经典汇率分析框架



来源：国金证券研究所

1）经济要素的角度：基本要素均衡汇率理论、自然均衡汇率理论以及行为均衡汇率理论

基本要素均衡汇率理论。该理论将均衡汇率定义与宏观经济均衡相一致时的汇率。宏观经济均衡包括内部均衡与外部均衡两个方面，内部均衡指的是通货膨胀率和充分就业率之间的均衡，外部均衡指的是经常项目的均衡。该均衡认为经济增长、通货膨胀以及国际贸易最终决定均衡汇率。

自然均衡汇率理论。其基本概念是在不考虑周期性因素、投机资本流动和国际储备变动的情况下，由实际基本经济因素决定的能够使国际收支实现均衡的中期实际均衡汇率。它刻画的是一个动态均衡的概念，即由于资本、债务和外生经济基础变量随着时间的变动而变动，所以自然均衡汇率是一个移动均衡汇率。

行为均衡汇率理论。该理论认为总的汇率失调是由影响汇率波动的长期、中期经济基础因素以及短期暂时性影响因素及误差项决定，其中短期暂时性的影响因素包括实际汇率的预期、国内外实际利率差异、风险溢价等等。

整体上看，汇率均衡理论认为无论长期、中期还是短期的角度，两国经济基本面的相对运行状况是决定汇率的核心因素。

2）交易因素的角度：主要有购买力平价理论、国际收支理论以及利率平价理论

购买力平价理论。该理论包括两个方面，第一是绝对购买力平价理论，认为两国货币的购买力决定最终汇率；第二是相对购买力平价理论，认为两国货币购买力的变动决定汇率的变动。逻辑上，当一国货币购买力下降时，该国货币相对另一国货币应是相对贬值的。

国际收支理论。认为外汇买卖有两个原因：贸易和投机。贸易对应的是经常项目，投机对应的是资本账户。当国际收支出现顺差容易导致该国货币升值，当收支出现逆差容易导致该国货币贬值，这里的国际收支不仅包括贸易项还包括资本项。

利率平价理论。两国利差=本币预期贬值率=（本币预期汇率（或远期汇率）-本币即期汇率）/本币预期汇率。利率平价理论认为两国的利差应等于本币的预期贬值率，这是一个资本完全流动下的静态均衡状态，其衡量了投资者在选择持有不同币种之间的利益权衡。因此当均衡不能维持时，利差的变动会反应在汇率上。例如，当中美利差缩小，投资者因套利机会将在即期市场上将人民币换成美元，而在远期市场上将美元换回人民币，这导致人民币即期汇率贬值而远期汇率升值，重新达到利率平价均衡。

综上所述，三个理论分别从货币保值、支付以及投机的角度进行分析，理性人选择外汇还是持有本币，取决于该货币保值、支付和投机的能力有多大，因此汇率实际上取决于外汇交易需求。

2、新的汇率分析框架：加入短期波动因素

经典的汇率分析框架主要是从经济要素以及交易需求两个角度判断均衡时汇率的决定因素，其更注重影响汇率的长期和本质因素。但从短期看，有一些因素能够影响汇率的短期走势，例如市场情绪、超预期的货币政策、突发事件、其他类资产的价格等等。我们对经典的汇率分析框架做了进一步的扩展，使其能够更完全解释汇率的波动。

图表 2：影响汇率的短期因素

货币政策	两国货币政策通过影响利率，从而影响两国利差，导致汇率变动
	我国现阶段货币政策主要受国内经济增长的影响
美元指数	美元指数与人民币呈反向波动关系
	美元指数主要受美国经济、欧洲经济的影响
市场情绪	市场情绪通过交易传递到汇率变化上
	市场情绪主要受到其他类资产价格的波动、未来两国经济预期等
风险事件	风险事件通过影响市场情绪以及未来预期从而影响人民币汇率
	突发性的风险事件往往会导致汇率大幅变动：例如英国脱欧、贸易摩擦、外交关系等
资产价格变动	资产价格通过市场情绪、风险偏好等方面影响汇率市场的交易
	资产价格的变动受到多方面因素扰动，如经济基本面、国家政策、流动性等

来源：国金证券研究所

1）影响汇率的短期因素

货币政策。两国货币政策一般通过两个因素影响汇率，一是利率，二是情绪。超预期的降息、加息等政策会短时间内影响跨境资本的流动，从而影响汇率需求。而货币政策所带来的情绪冲击会让市场投资者对未来经济和货币政策产生预期，从而影响汇率。例如 2019 年年初，美联储释放宽松信号（停止加息并于 9 月停止缩表）使得美元大跌，推升人民币走强。

美元指数。美元指数与人民币汇率呈反向的波动关系，美元指数下降将导致人民币升值。短期而言，美元指数主要受到美国经济和欧洲经济市场预期的影响。

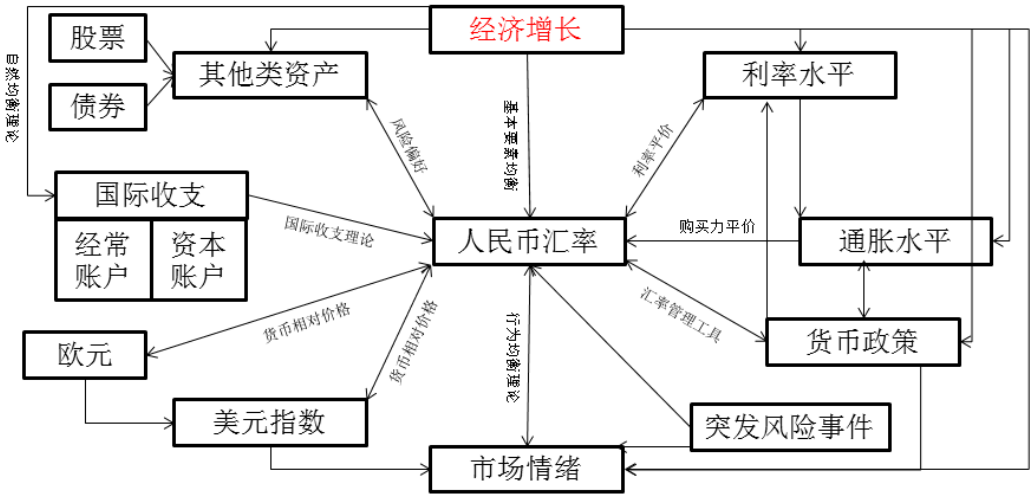
市场情绪和突发风险事件。情绪一般通过市场交易传递到汇率的变化上，其他类资产价格例如股票、债券、商品等的变动都会影响市场情绪从而改变风险偏好，对汇率造成影响。而突发风险事件也会导致汇率大幅波动，例如英国脱欧、中美贸易摩擦等等。

资产价格变动。资产价格的变动也会影响汇率市场的交易，主要从两个渠道：一是资本流动渠道，当一国资产价格上涨，例如股票市场，将会导致外资对该资产需求上升，从而推升本国汇率。二是情绪的角度，当一国股票市场上涨将推升市场风险偏好，从而导致该国汇率升值。

2）新的人民币汇率分析框架

我们将影响人民币汇率的短期因素加入经典的汇率分析框架中，得到新的人民币汇率分析框架。这一框架可以分成三部分来看：第一，汇率的影响因素主要有九点，分别是经济增长、利率水平、通胀、货币政策、突发风险事件、市场情绪、美元指数、国际收支、其他类资产。第二，这些因素是相互交织相互影响的，无法独立的。第三，经济增长或者说两国经济基本面的相对运行状况是汇率分析的核心，它可以通过影响其他因素在综合地影响汇率。

图表 3：新的人民币汇率分析框架



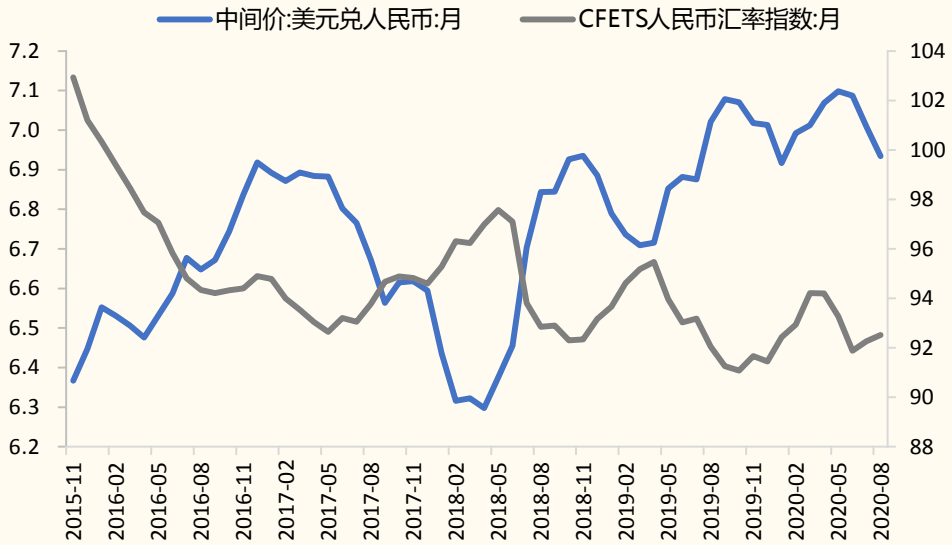
来源：国金证券研究所

二、短期视角下，如果美元指数见底，人民币兑美元一定会贬值吗？

1、当前的人民币汇率形成机制及复盘

人民币汇率的形成机制为“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”。从历史上来看，人民币汇率制度在 1981 年-1993 年经历了双重汇率制度及单一汇率制度；在 1994 年-1995 年，开始以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度；在 1997 年到 2005 年汇改前，人民币汇率主要盯住美元的汇率制度； 2015 年 8 月中国人民银行宣布实施人民币汇率形成机制改革，调整汇率中间价报价机制，其中主要内容是做市商参考上日银行间外汇市场收盘汇率，向中国外汇交易中心提供中间价报价，即参考收盘价决定第二天的中间价。此次改革优化了人民币汇率中间价的形成机制，提升中间价市场化程度和基准地位。2016 年 2 月，中国人民银行明确宣布实行“收盘价+篮子货币”的定价机制，收盘价的变化反映了外汇市场上人民币贬值或者升值压力的方向和强度。2017 年 5 月，中国人民银行在人民币兑美元汇率中间价报价模型中引入了逆周期因子，能够适度对冲市场情绪的顺周期波动，缓解外汇市场可能存在的“羊群效应”。之后在对一篮子货币保持相对稳定的前提下，人民币兑美元汇率一般与美元指数呈反向走势。

图表 4：“8.11 汇改”后人民币兑美元汇率和美元指数反向走势明显



来源：Wind，国金证券研究所

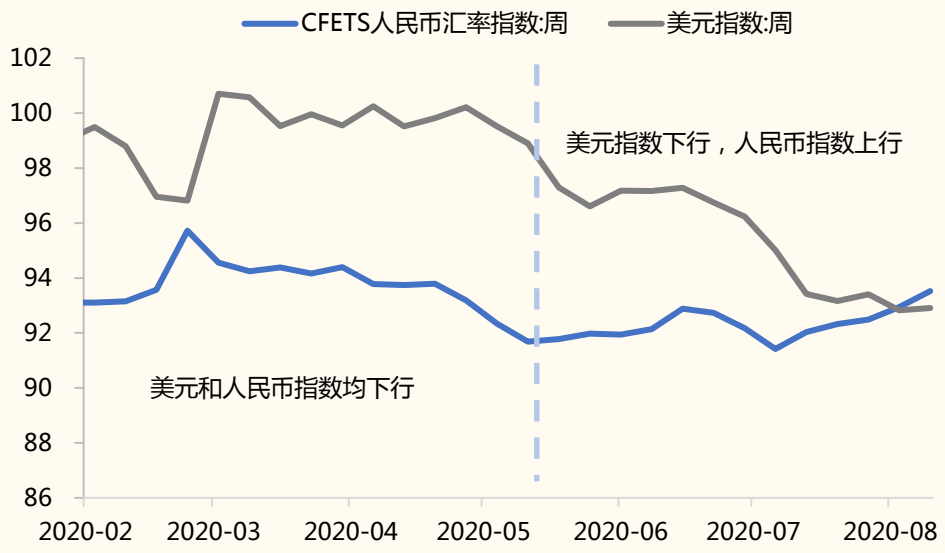
2、当前的汇率形势有何不同？

在上篇汇率分析专题报告中，我们认为，短期美元指数见底概率上升，那是否意味着人民币兑美元汇率也将上升？并不一定。

首先，前期美元指数的跌幅与人民币汇率升值幅度并不对等。在 3 月底流动性危机缓解美元指数下行的背景下，人民币指数并没有出现回升，反而呈震荡下行，主要由于：市场认为在海外疫情不确定的影响下，将对我国外需造成比较严重的负面冲击；美国宣布对华为实施新限制，打击半导体芯片供应导致市场预计中美关系有进一步恶化的可能，由于贸易战的直接影响在于冲击进出口贸易市场，影响经常项目，进而影响国际收支账户导致人民币兑美元贬值。数据显示，截至 5 月底，美元指数在 3 月底后贬值了 1.7%左右，而人民币指数贬值了 4% 左右。人民币本轮的升值开始于 5 月底，美元指数加速下行，人民币开始呈上行趋势。数据显示，截至 8 月底，美元指数在 5 月底之后又贬值了 6%

左右，但人民币升值了 1.1%左右，美元兑人民币也从 5 月底的 7.13 贬值到目前的 6.83。

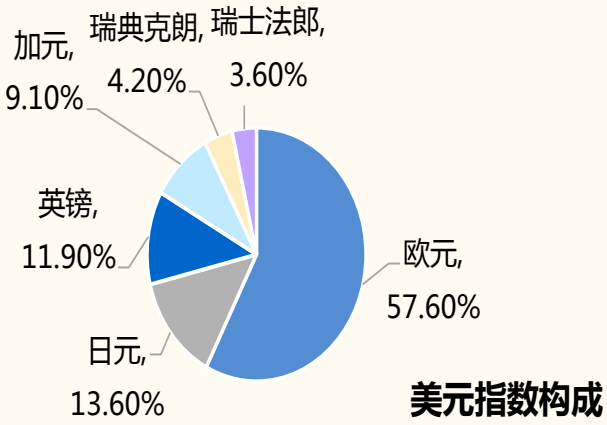
图表 5：美元指数的跌幅与人民币汇率升值幅度并不对等



来源：Wind，国金证券研究所

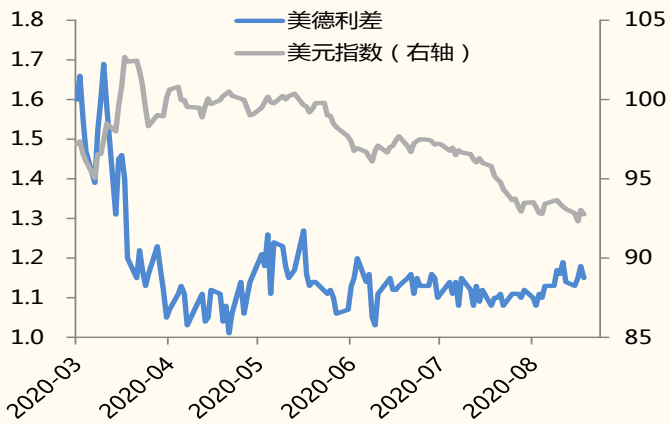
其次，美元指数反映的更多是美欧之间基本面差异，中美之间的基本面差异可能短期可能并未发生变化。美元指数是美元对一揽子货币汇率的加权平均。从美元指数的构成中分析，欧元在美元指数的构成中比重达到 57.60%，是最重要的货币之一。我们之前在报告《美元开启长期贬值周期了吗？》中提出，美元指数的主要驱动因子在于市场对美欧货币政策边际变化程度的定价。前期，为缓解流动性危机，美联储采取了大规模的宽松政策是前期美元指数大幅下行的主要原因，此外欧美政府应对疫情执政力的差异和疫情发展导致的经济面之间的差异进一步推动美元指数下行。同时，前期中国对疫情的控制，以及中国经济的恢复力度和速度也好于美国，形成了支撑人民币兑美元短期升值的基本面。未来 2-3 个季度，尽管美国经济会从疫情中恢复，美国货币政策的宽松程度也开始与欧元区收敛，但中国经济恢复的速度仍有望超过美国，也就是说中美经济增速的差异仍有望对人民币兑美元汇率形成支撑。

图表 6：美元指数主要构成



来源：Wind，国金证券研究所

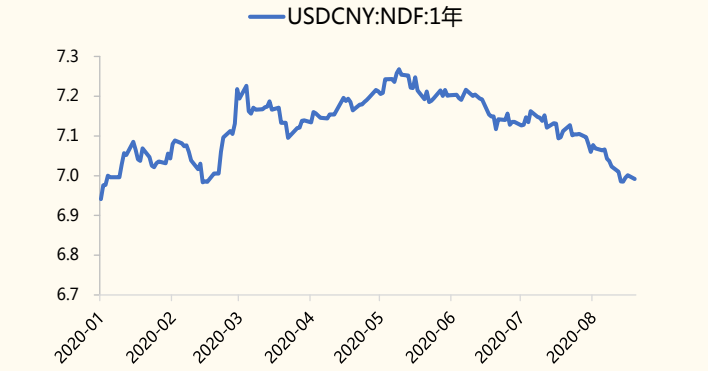
图表 7：美德利差与美元指数相关性较高



来源：Wind，国金证券研究所

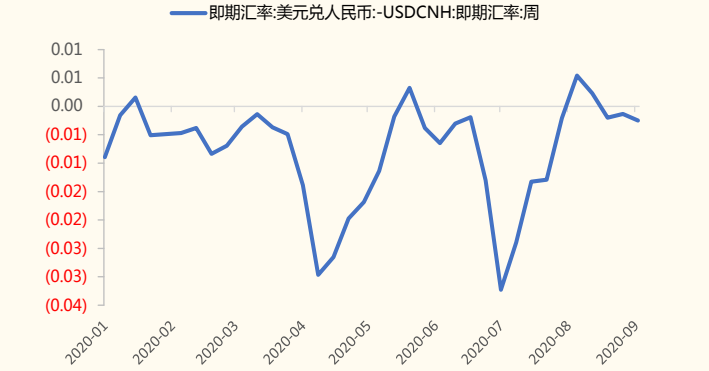
第三，从当前情绪面来看，市场情绪修复明显，人民币升值预期上行。从远期利率来看，NDF 由于其离岸特点，所以市场化的程度较大，从一定程度上可以汇率的预期变动。从当前数据来看，一年期的 NDF 从 5 月高点的 7.26 回落到当前的 6.99。另外，从在岸和离岸人民币汇率的利差来看，利差出现回落，说明市场对于人民币升值预期回升。

图表 8：一年期NDF 由升转跌



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：即期汇率：美元兑人民币-USDCNG：即期汇利差率走低



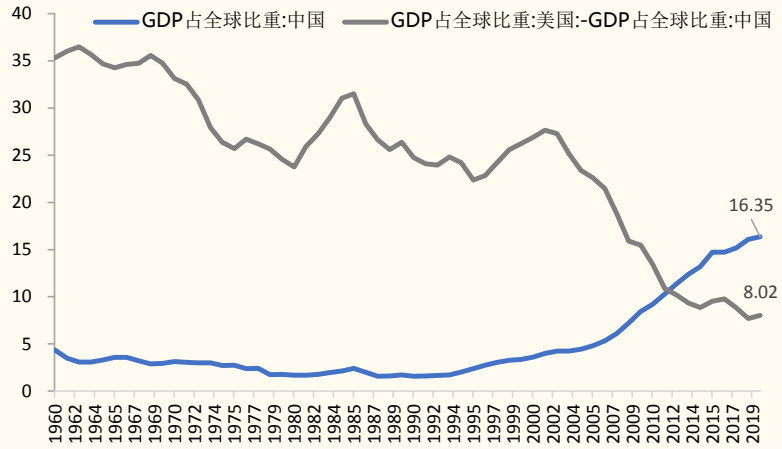
来源：Wind，国金证券研究所

三、长期视角下，人民币对美元存在一定的升值压力

1、中国经济在全球的重要性上升

中国经济在全球经济中的占比不断上升，中美经济总量的差距不断缩小。20 世纪 80 年代以来，随着经济全球化浪潮的迅速推进，中国保持了长期相对较快增长势头，促使其在全球的地位持续上升。2008 年国际金融危机爆发后，全球经济格局调整的进程有所加快。同时，主要发达国家经济受到财政和债务危机的拖累，导致复苏缓慢，对全球影响力明显下降，中国经济的结构性转型成为拉动世界经济增长的主要力量。根据世界银行的数据显示，截至 2019 年，中国 GDP 占全球比重为 16.35%，远高于 2000 年的 3.60%，其中中国贡献了全球制造业总产出的 35%，意味着全球经济对中国经济的依存度相对有所上升。同时，中国和美国 GDP 占全球的比重差距也从 2000 年的 26.89 个百分点缩小到 2019 年的 8.02 个百分点。从长期来看，中国和美国经济差距的缩小，将对人民币汇率形成长期的支撑。

图表 10：中国经济占全球比重上行



来源：Wind，国金证券研究所

2、中国的“双循环”战略对未来一段时间的汇率形成正向提振

“双循环”战略的实施，有望对全要素生产率形成支撑。随着全球民粹主义的抬头、中美摩擦的加剧，以及中国经济总量占全球比重的上行，我国需要从依靠“国际大循环”逐步转变到“以国内大循环为主，国内国际双循环互相促进”的新发展格局。具体转变主要是依靠消费升级来确保居民可支配收入的增长，通过大力推动科技创新，加快关键核心技术攻关，以及进一步加快对外开放的步伐，实现国内改革与对外开放的相互促进。目的为了通过国内的循环，促进产业链的升级扩张，进一步在全球产业链上攀升。“双循环”战略的实施，有望对潜在经济增长率形成支撑。这几年中国的潜在增长率相对平稳，随着劳动力市场分配均匀带来的劳动生产率上行，叠加科技创新带动全要素生产率上行，为未来潜在增长率的相对优势打下基础，也对人民币汇率形成支撑。

图表 11：双循环内容整理

颁布时间	会议&座谈	具体内容
5 月 14 日	中央政治局常委会会议	基于供给、需求视角首次提出了“双循环”概念：“要深化供给侧结构性改革，充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”。
5 月 23 日	习近平总数居与政协委员	“逐步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，培育新形势下我国参与国际合作和竞争新优势”。
7 月 21 日	习近平总书记与企业家座谈	强调了“大循环”与“双循环”的内在逻辑关系。进一步明确指出以下三点：第一，“中国开放的大门不会关闭，只会越开越大。以国内大循环为主体，绝不是关起门来封闭运行”。第二，“国内循环为主，是通过发挥内需潜力，使国内市场和国际市场更好联通，更好利用国际国内两个市场、两种资源，实现更加强劲可持续的发展”。第三，“从长远看，经济全球化仍是历史潮流，我们要站在历史正确的一边，坚持深化改革、扩大开放，加强科技领域开放合作，推动建设开放型世界经济”。
7 月 30 日	中共中央政治局会议	会议指出，“当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，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，建立疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制。”
8 月 24 日	习近平在经济社会领域专家座谈会	在会上表示，要以畅通国民经济循环为主，构建新发展格局，推动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，是根据我国发展阶段环境条件变化提出来的，是重塑我国国际合作和竞争新优势的战略抉择。应该坚持供给侧结构性改革这个战略方向，继续扩大内需，加速生产分配流通消费，更多依托国内市场提升供给体系，牵引供给，创造需求，打造动态平衡新发展格局。加大内循环，绝不是封闭的国内循环，而是开放的国内国际双循环。
9 月 1 日	习近平在中央全面深化改革委员会第十五次会议	强调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，是根据我国发展阶段、环境、条件变化作出的战略决策，是事关全局的系统性深层次变革。

		主要包括：1）坚定不移扩大对外开放，增强国内国际经济联动效应；2）激发中西部高等教育； 3）统筹推进医疗管理体制； 4）健全粮食安全制度体系。

来源：公共信息整理，国金证券研究所

3、人民币国际化正在加速推进

中国人民银行在《2020 年人民币国际化报告》中表示，人民币继续保持在全球货币体系中的稳定地位，人民币国际化已再上新台阶。根据 IMF 的定义，货币国际化的本质是以本国发达的金融市场为依托，本币通过经常项目、资本项目和境外货币自由兑换等方式流出与回流，向全世界提供流动性的一个过程。因此要成为国际货币，本币需要兼备以下三种要素：贸易结算货币、投融资货币、储备货币三种功能。从贸易结算功能来看，2009 年 7 月，央行发布了《跨境贸易人民币结算试点管理办法》，主要目的支持银行为企业提供跨境贸易人民币结算服务。截至 7 月，人民币跨境交易结算金额从 2012 年的 1284 亿元增长到 5954 亿元。美元的霸权低位主要来自于对全球大宗商品的定价权，尤其是作为原油贸易的计价货币，2018 年 3 月在上海证券交易所推出的以人民币计价的原油期货，使得人民币作为国际计价货币更上一层楼。数据显示，人民币在全球货币支付排名从 2010 年的第 35 名上升到当前的第 5 名。从投融资功能来看，近年来资本市场对外开放的程度逐渐打开，从当前机构持股市值看，截至 9 月 4 日，年陆港通和 QFII 合计持股为 3.59%左右，外资占流动 A 股比例逐步上升。另外在今年 5 月，中国人民银行等推出了《金融支持粤港澳大湾区建设意见》，进一步促进人民币双向流动。从储备功能来看，储备货币是指中央银行和主要金融机构持有的用于国际交易的大量货币。人民币在 2016 年正式纳入货币基金组织（IMF）特别提款权（SDR）货币篮子，权重高达 10.92%，仅次于 41.73%和欧元的 30.93%，并高于日元的 8.33%。储备货币可以通过出口贸易将获得的人民币在本国的离岸人民币市场上换汇，进而形成国家的人民币储备，也有可以由央行的货币互换选择主动成为人民币的储备国。数据显示，截至 7 月，央行的货币互换高达 3.47 万亿元，远高于 08 年年底的 0.18 万亿元，表明人民币作为全球货币储备功能的作用有所提升。

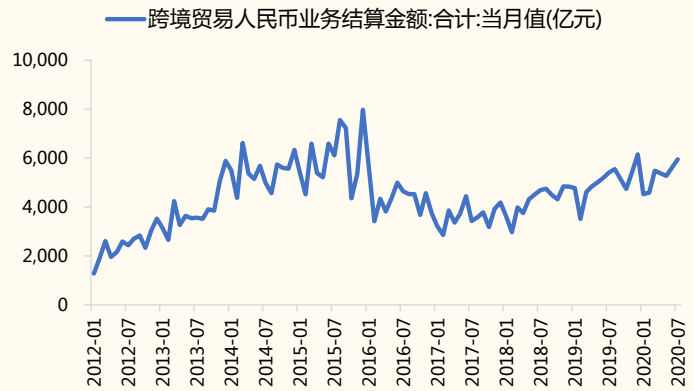
图表 12：人民币国际化章程梳理

颁布时间	颁布文件	具体内容
2015 年 8 月 11 日	中国人民银行发布关于完善人民币兑美元汇率中间价报价的声明	自 2015 年 8 月 11 日起，做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场的收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。
2015 年 10 月 8 日	中国人民银行启动人民币跨境支付系统(一期)。	专司人民币跨境支付清算业务的批发类支付系统。旨在进一步整合现有人民币跨境支付结算渠道和资源，提高跨境清算效率，满足各主要时区的人民币业务发展需要，提高交易的安全性，构建公平的市场竞争环境。
2015 年 11 月 2 日	中国人民银行办公厅发布《关于境外中央银行类机构在境内银行业金融机构开立人民币银行结算账户有关事项的通知》(银办发〔2015〕227 号)。	央行通知明确表示，境内银行业金融机构可为境外中央银行类机构在开立专用存款账户，用于办理其与中国央行开展双边本币互换交易、投资中国银行间债券市场、日常资金管理以及依法开展其他业务等相关资金往来。该账户不得支取现金，确有需要支取现金的，需经中国人民银行批准。
2015 年 11 月 30 日	国际货币基金组织执董会决定将人民币纳入特别提款权(SDR)货币篮子	国际货币基金组织执董会决定将人民币纳入特别提款权(SDR)货币篮子，SDR 货币篮子相应扩大至美元、欧元、人民币、日元、英镑 5 种货币，人民币在 SDR 货币篮子中的权重为 10.92%，美元、欧元、日元和英镑的权重分别为 41.73%、30.93%、8.33%和 8.09%。
2016 年 2 月 24 日	中国人民银行发布 2016 年第 3 号公告，便利符合条件的境外机构投资者投资银行间债券市场	该公告进一步放开了境外机构投资者投资我国银行间债券市场的范围，取消了额度限制，简化了管理流程。《公告》基本放开了所有类型境外机构的准入。同时，符合条件的境外机构投资者通过银行间市场结算代理人完成备案、开户等手续后，即可成为银行间债券市场的

		参与者。
2016 年 6 月 7 日	中国人民银行与美国联邦储备委员会签署了在美国建立人民币清算安排的合作备忘录	中国人民银行宣布同意将人民币合格境外机构投资者（RQFII）试点地区扩大到美国，投资额度为 2500 亿元人民币，授予额度仅次于中国香港。标志着中美两国金融合作迈出新步伐，有利于中美两国企业和金融机构使用人民币进行跨境交易，促进双边贸易、投资便利化。
2016 年 11 月 4 日	中国人民银行、中国证券监督管理委员会联合发布《关于内地与香港股票市场交易互联互通机制有关问题的通知》	为顺利实施内地与香港股票市场交易互联互通机制，规范相关资金流动，中国人民银行、中国证券监督管理委员会发布《关于内地与香港股票市场交易互联互通机制有关问题的通知》。12 月 5 日，正式启动深港通。
2017 年 5 月 23 日	中国人民银行发布《关于印发〈人民币跨境收付信息管理系统管 理办法〉的通知》	加强人民币跨境收付信息管理系统管理，保障人民币跨境收付信息管理系统的安全、稳定、有效运行。
2018 年 1 月 5 日	中国人民银行印发《关于进一步完善人民币跨境业务政策促进贸易投资便利化的通知》(银发〔2018〕3 号)。	一是明确凡依法可使用外汇结算的跨境交易，企业都可以使用人民币结算；二是明确银行可在“展业三原则”的基础上，为个人办理其他经常项目人民币跨境收付业务；三是明确了境外投资者办理碳排放权交易人民币跨境结算业务的相关规定，支持境外投资者以人民币参与境内碳排放权交易；四是便利境外投资者以人民币进行直接投资。
2018 年 6 月 11 日	为规范人民币合格境外机构投资者境内证券投资管理，中国人民银行、国家外汇管理局发布《关于人民币合格境外机构投资者境内证券投资管理有关问题的通知》(银发〔2018〕157 号)	一是取消 QFII 资金汇出 20%比例要求，QFII 可委托托管人办理相关资金汇出。二是取消 QFII、RQFII 本金锁定期要求，QFII、RQFII 可根据投资情况汇出本金。三是允许 QFII、RQFII 开展外汇套期保值，对冲境内投资的汇率风险。
2019 年 9 月 10 日	国家外汇管理局公告取消合格境外机构投资者(QFII)和人民币 合格境外机构投资者(RQFII)投资额度限制。	全面取消合格境外投资者投资额度限制，是国家外汇管理局在合格境外投资者外汇管理领域的又一重大改革举措。此后，具备相应资格的境外机构投资者，只需进行登记即可自主汇入资金开展符合规定的证券投资，境外投资者参与境内金融市场的便利性将再次大幅提升，中国债券市场和股票市场也将更好、更广泛地被国际市场接受。
2019 年 10 月 15 日	中国人民银行与国家外汇管理局联合发布《关于进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》(银发〔2019〕240 号)。	为进一步便利境外机构投资，体现高水平开放要求，中国人民银行会同国家外汇管理局制定了《关于进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》，允许同一境外主体 QFII/RQFII 和直接入市渠道下的债券进行非交易过户，资金账户之间可以直接划转，同时同一境外主体通过上述渠道入市只需备案一次。此次取消合格境外投资者投资额度限制的同时，RQFII 试点国家和地区限制也一并取消。境外机构投资者不同渠道投资银行间市场的政策原则上基本趋同。
2020 年 5 月 14 日	《金融支持粤港澳大湾区建设意见》	《意见》的出台，有利于进一步推进金融开放创新，深化内地与港澳金融合作，提升粤港澳大湾区在国家经济发展和对外开放中的支持引领作用，为建设富有活力和国际竞争力的一流湾区和世界级城市群提供有力的金融支撑。

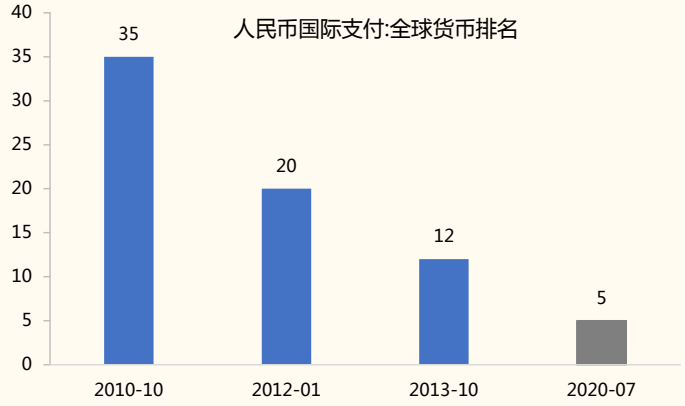
来源：公共信息整理，国金证券研究所

图表 13：跨境贸易人民币业务结算金额从 2012 年上行



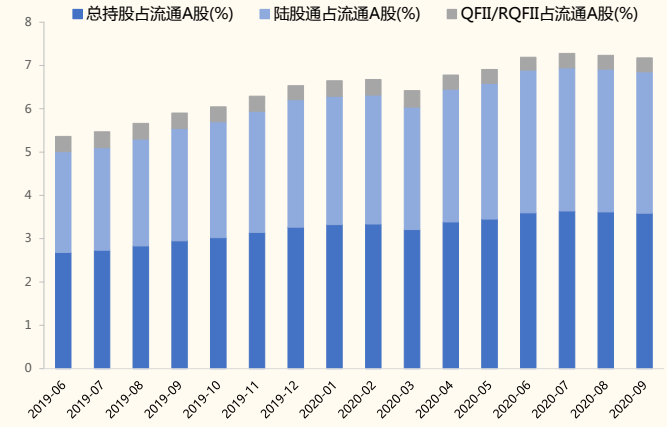
来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：人民币全球国际支付排名上升到第五名



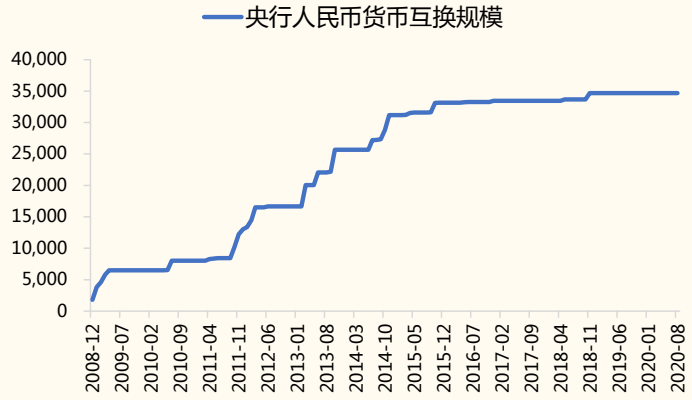
来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：外资占 A 股比重上升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 16：央行人民币货币互换规模不断上行



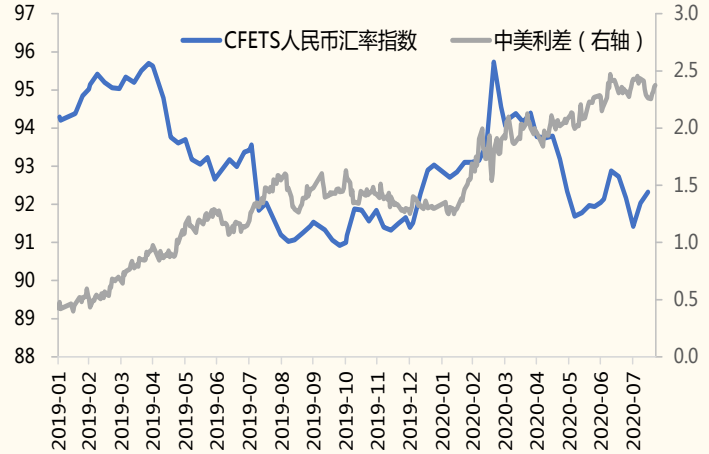
来源：Wind，国金证券研究所

四、人民币汇率的走势，对大类资产配置有何意义？

1、中美利差可能走阔

中美利差可能持续保持较高水平，甚至进一步走阔。尽管美债收益率短期存在上行动能，但中国国债收益率的上行动力可能更强。近期人民币升值主要来自于疫情期间，货币政策相对于其他国家保持“灵活却不失谨慎”。疫情在全球爆发后，美联储下调联邦基金利率目标区间至 0%-0.25%，并采取多种工具保持流动性宽松，导致短端利率(政策利率)维持在低位，同时上周美联储也针对货币政策框架进行了调整，推出“平均通胀制度”，表示由于菲利普斯曲线的平坦，未来劳动市场的过热将不足以成为货币政策收紧的充分理由，美联储退出宽松的时间点靠后将诱导长端利率（对政策变化的预期利率）保持在低位。相比之下，8 月 25 日，中国人民银行货币政策司司长孙国峰表示货币政策需要有更大确定性来应对各种不确定性，维持三个不变：稳健货币政策取向不变，保持灵活适度的操作要求不变，坚持正常货币政策的决心不变。从央行保持对货币政策相对中性和谨慎的态度来看，会推高中美利差进一步走阔。

图表 17：中美利差将进一步走阔

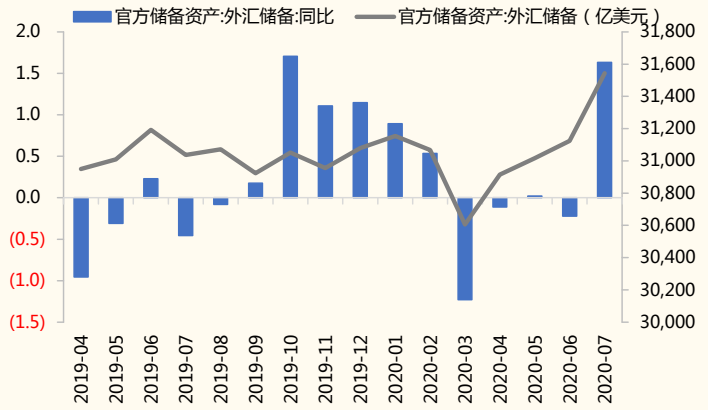


来源：Wind，国金证券研究所

2、中国资产的吸引力有望保持

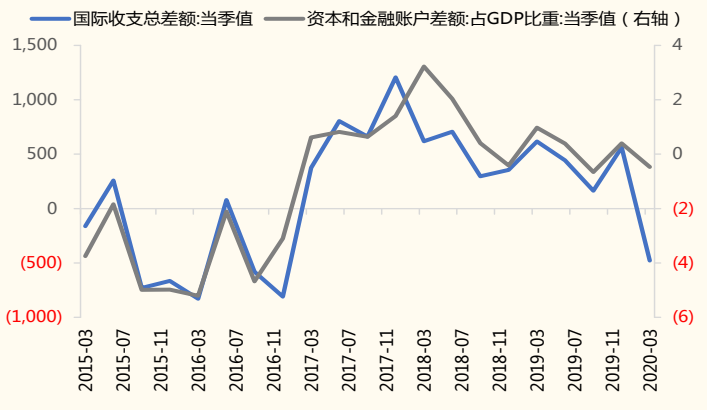
人民币资产的吸引力得到支撑。一方面，中国的经济面相对于其他经济体韧性较强。在全球经济不确定的背景下，虽然经济面临下行压力，但在中国产业转型升级的背景下，其经济发展韧性逐步凸显。数据显示，中国 2 季度 GDP 同比增加 3.2%，相较于其他大部分发达经济体 GDP 在二季度仍陷入负值的背景下，表现相对优异。随着政府宏观调控能力的提升，当前具有充足的政策空间应对贸易保护和全球经济下滑等不利因素带来的新挑战，促使人民币资产吸引力增强。另一方面，人民币汇率预期总体稳定。1 季度国际收支虽然受疫情影响大幅回落，但是外汇储备已经连续 5 个月上升。数据显示，截至 2020 年 8 月末，我国外汇储备规模为 31646 亿美元，较前值上升了 102 亿美元，涨幅为 0.3%，人民币的供求平衡将进一步支持人民币在合理均衡的区间内。长期来看，中国的潜在经济增长力相对美国的优势有望加强，中国经济在全球经济中的影响力有望提高，人民币在全球交易、贸易的地位有望上升，这将在长期支撑人民币兑美元汇率。

图表 18：外汇储备连续 5 个月上行



来源：Wind，国金证券研究所

图表 19：国际收支总体保持平稳

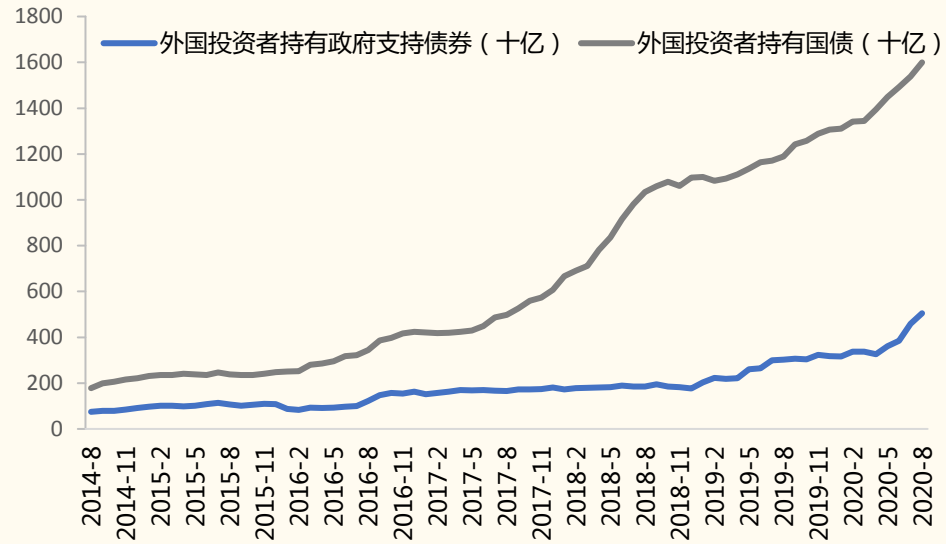


来源：Wind，国金证券研究所

3、中国国债对外资吸引力上升

一方面，利差的变动会带来跨境资本的流动，而套利活动会改变货币供需，因此资金将从低利率国家流向高利率的国家以谋取利润。美国、欧洲、日本等主要经济体均实行零利率或负利率的货币政策，国债等债券收益率已到了极低甚至负的水平，导致市场对其的配置需求降低。相比之下，中国国债收益率是全球主要经济体中最高的，叠加汇率升值溢价后，对外资吸引力将进一步上升。**另一方面，我国的政治经济环境比较稳定，中国国债收益率稳定在 3%左右，在流动性和收益率较好的背景下，全球对中国的信用认可度上行，逐步加大对中国国债的配置。**根据彭博数据显示，从境外机构持债情况来看，8 月境外机构增持我国国债 609.2 亿元，增持我国政策性银行债 462.3 亿元，外资在 8 月份的大幅流入，反映出我国国债对外资的吸引力明显上升。

图表 20：外国人持有国债和政府支持债券上行

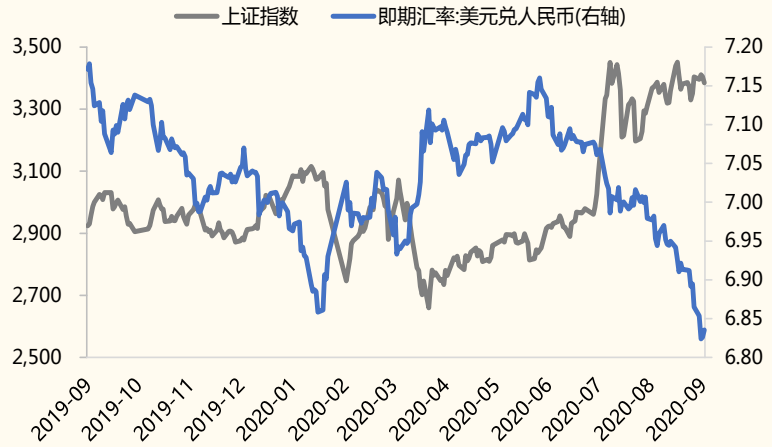


来源：Bloomberg，国金证券研究所

4、A股也将受益于外资增加配置

外资流入有望对 A 股形成长期的支撑。虽然驱动 A 股走势的还是中国经济的基本面和货币政策变化，但 2015 年“811”汇改以来，汇市和股市的相关性不断提高。从资本流动的角度来看，汇率升值直接反映了资本流入的预期，相当于愿意持有人民币资产的资金量预期增加，有利于国内资产价格。中国的资本市场开放步伐在加速，叠加 MSCI 不断提高 A 股比重，在人民币升值的背景下，北上资金加速流入 A 股。从市场情绪和预期的角度来看，随着疫情过后，全球经济开始复苏，叠加中国本轮复苏领先全球意味着市场预期、情绪和风险偏好未来将会持续上升，汇率持续升值恰好对市场预期和情绪向好形成正反馈，从而对 A 股形成支撑。

图表 21：上证指数和即期汇率：美元兑人民币相关性较高



来源：Wind，国金证券研究所

风险提示：

1. 全球格局发生巨变，新的挑战美元的货币变得明朗化，美元需求的快速收缩；
2. 中美冲突进一步加剧，对人民币汇率形成较大影响。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH