

相关研究

《眼前的通缩，远方的通胀——兼论如何看待油价持续走低》2020.04.28

《全球放水，泡沫重来》2020.04.26

《疫情之下，谁是赢家？》2020.04.19

如何避免被美元收割 ——货币政策独立、货币自由兑换！

投资要点：

- **美国金融霸权的威胁。**无论是从国际支付还是国际储备的份额来看，美元的占比都在 50% 左右甚至以上，这使得美元成为当仁不让的全球储备货币，从而拥有了巨大的金融霸权。其金融霸权首先体现为美元资产的安全性。当前，全球的美元储备总额高达 6.7 万亿美元，所有这些美元资产大部分都存放于美国的金融体系，这就给了美国施加威胁的机会。其次体现为美元的使用权力，也就是从美国主导的 SWIFT 系统除名，禁止使用美元来交易。
- **美元定期收割全世界。**凭借着储备货币的地位，美联储也成为全球的央行，其利率走势引领全球。但美国的货币政策主要是为了美国国内的经济服务，而其他国家的经济周期和美国未必同步，如果跟随美国使用同样的货币政策，就可能导致经济出现过热或者过冷，也就是可能会出现资产泡沫，进而在泡沫破灭之后被收割。即便是强如欧元区和日本，也避免不了跟随美国掉进宽松的陷阱，出现资产泡沫并破裂，最终出现经济的长期停滞。
- **保持货币政策独立性。**同样是面临汇率大幅升值的压力，德国在 80 年代并没有像日本一样大幅放松货币政策，而是短期小幅放松货币政策，在经济企稳之后立即开始大幅加息，这使得德国的房地产市场没有出现日本似的大泡沫。在产业政策方面，德国坚持发展现代制造业，不把房地产作为支柱产业。由于经济中不存在泡沫，因而德国从来没有被美国通过货币政策收割过，其经济持续增长，人均 GDP 已经接近美国的水平。当前美国又带头开启了史无前例的宽松货币政策，这对中国房地产市场的平稳发展将是巨大的挑战。
- **资产冻结概率极低。**万一美国冻结我们在美资产该怎么办呢？首先，我们认为美国采用资产冻结政策的概率极低，因为美元并非没有竞争对手，假设中国因此全部转向欧元作为国际支付和储备手段，那么欧元可能会超过美元成为全球第一大储备货币，这显然更不利于美国。其次，中国是全球第二大经济体，也是美国许多企业的重要销售市场，我们估算仅苹果等十家美国公司来自中国销售所贡献的市值就超过 5000 亿美元，这与中国持有的 1 万亿美元美债其实是在一个数量级，这其实是我们对美国的对等威慑手段。
- **推动人民币国际化。**虽然美元占全球支付和储备资产的比重仍在 50% 左右，但美国经济占全球的比重已经降至 25%，这说明美国的经济霸权已经开始走下坡路，其金融霸权或许也会逐渐衰落。未来最有希望挑战美元地位的是人民币，随着利率市场化步入尾声，以及海外普遍的零利率和负利率，人民币国际化也迎来了重要的窗口期。总结来说，在疫情冲击之下，我们要坚持货币政策的独立性，避免房地产泡沫，同时加快推进人民币自由兑换，让人民币的国际地位与中国的经济地位相匹配，这样就有希望真正消除美国金融霸权的威胁。

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

目 录

1. 美国金融霸权的威胁.....	6
2. 美元定期收割全世界.....	8
3. 保持货币政策独立性.....	11
4. 资产冻结概率极低.....	14
5. 推动人民币国际化.....	16

图目录

图 1	富时中国 A50 期货、离岸人民币对美元汇率	5
图 2	近半年特朗普工作满意度调查变化 (%)	5
图 3	美国 GDP、商品贸易占比全球	6
图 4	美元占国际支付、国际储备的份额 (%)	6
图 5	全球、中国外汇储备总额 (亿美元)	7
图 6	美国主导的世界银行金融电讯协会 (SWIFT)	7
图 7	1998 年-2001 年美国、欧元区、日本央行基准利率 (%)	8
图 8	2004 年-2009 年美国、欧元区、日本央行基准利率 (%)	9
图 9	美国、中国基准利率 (%)	9
图 10	美国、日本基准利率 (%)	10
图 11	日本 GDP、城市地价指数 (万亿日元)	10
图 12	美国、欧元区央行基准利率 (%)	10
图 13	欧元区 19 国 GDP、意大利房价指数 (亿欧元)	11
图 14	德国马克、日元对美元汇率	11
图 15	德国、日本央行贴现率 (%)	12
图 16	德国、日本房价指数	12
图 17	德国、美国人均 GDP (美元)	13
图 18	美联储总资产 (亿美元)	13
图 19	中原一线城市房价指数、广义货币 M2 (万亿人民币)	14
图 20	欧元占国际支付、国际储备的份额 (%)	14
图 21	美国在华、中国在美直接投资 (亿美元)	15
图 22	全球强权更替中各项要素的变化顺序	16
图 23	中国经济贸易, 人民币国际支付、国际储备占全球比重	17
图 24	全球主要央行基准利率 (%)	17
图 25	外资持有人民币股票和债券资产 (亿人民币)	18

表目录

表 1 10 家美国上市公司中国营收与市值贡献（亿美元）	15
------------------------------------	----

今年五一，中国迎来了疫情爆发之后的最长假期，文化和旅游部 4 日发布数据显示，假期前四天，全国接待国内游客总人数 1.04 亿人次，家庭出行、都市休闲和周边游成为热门选择，这也意味着中国经济正在逐渐恢复元气。

然而令人意想不到的，就在五月一日，离岸人民币对美元汇率跌破了 7.13，单日大幅贬值了 550 个基点。与此同时，在新加坡上市交易的富时中国 A50 期货下跌超过 4%。是谁又在背后偷袭中国资产？

图1 富时中国 A50 期货、离岸人民币对美元汇率



资料来源：Wind，海通证券研究所

据环球时报援引路透社报道，美国总统特朗普在当地时间周四被问及是否会考虑让美国停止偿还债务，以作为惩罚北京的一种方式时说道：“我可以采取不同的做法，目的相同，但金额更大，只要提高（对中国的）关税就可以。所以，我不必这样做。”其威胁加征关税的言论损人害己，不仅导致人民币资产下跌，美股也在 5 月 1 日集体下跌 3% 左右。

目前，美国感染新冠肺炎的人数已经超过 110 万，死于新冠肺炎的人数也接近 7 万，均排在全球第一位。由于抗疫不利，特朗普最为自豪的工作满意度已经从 3 月底最高的 47.1% 降至 4 月末的 44.1%，接近半年新低。而今年恰逢美国大选年，为了争取连任成功，其未必会认真抗疫，反而可能罔顾事实，通过甩锅追责来转移视线。

图2 近半年特朗普工作满意度调查变化 (%)



资料来源：Realclearpolitics，海通证券研究所

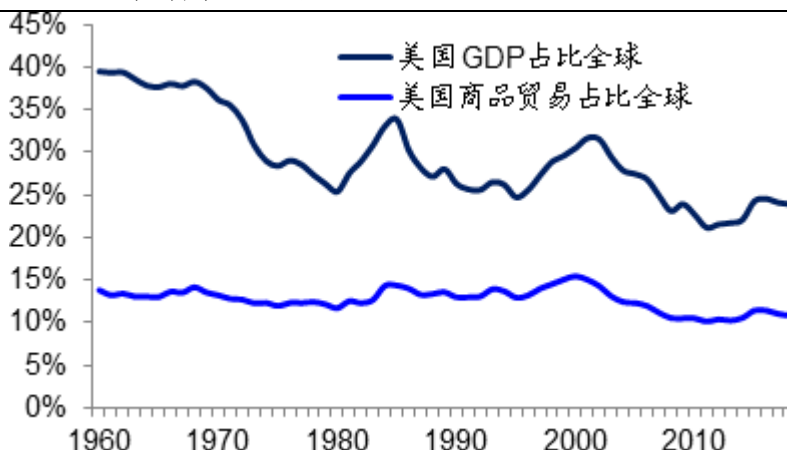
中国抗疫的努力和成效有目共睹，美国部分政客颠倒黑白的图谋不会得逞。但由于美国拥有强大的金融霸权，我们必须对其可能采取的部分霸凌行为高度重视。

1. 美国金融霸权的威胁

全球储备货币地位。

从经济来看，目前美国虽然依旧是全球第一大经济体，但其占全球 GDP 的比重已经从 1960 年代最高的 40% 左右降至 2019 年的 25%。而在商品贸易方面，美国占全球的比重已经降至 10% 左右，在 2013 年以后就被中国超越而降为全球第二大贸易体。

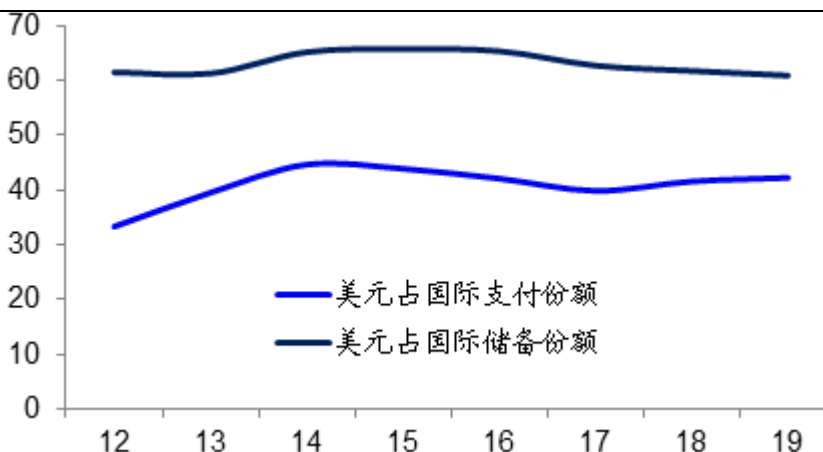
图3 美国 GDP、商品贸易占比全球



资料来源：Wind，海通证券研究所

但是在金融方面，美国依然拥有无与伦比的优势，体现在两个方面。首先是在国际支付市场上，截止 2020 年 3 月，美元的份额高达 44.1%，超过排第二的欧元的 30.84%。其次是在国际储备的份额上，根据 IMF 的最新数据，其成员国 2019 年的外汇储备总额为 11.8 万亿美元，其中美元的份额高达 61%，远超排第二的欧元的 20.5%。

图4 美元占国际支付、国际储备的份额 (%)



资料来源：Wind，IMF，海通证券研究所

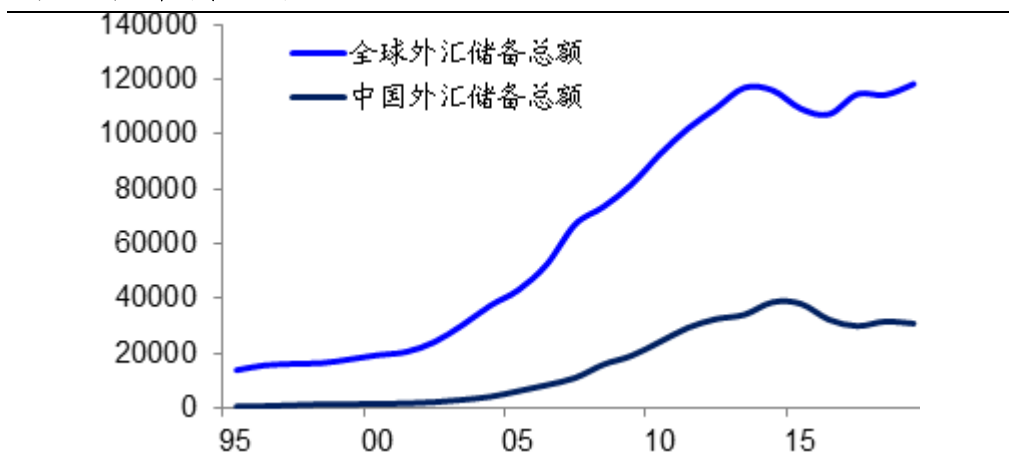
也就是说，无论是从国际支付还是国际储备的份额来看，美元的占比都在 50% 左右甚至以上，远超其 25% 的全球经济占比。正是凭借这一无与伦比的优势，美元成为当仁不让的全球储备货币，从而拥有了巨大的金融霸权。

美元资产的安全性。

美国金融霸权的第一个重要体现，就是美元资产的安全性。

当前，全球的美元储备总额高达 6.7 万亿美元，这还仅仅是各国官方所拥有的美元资产，如果加上私人拥有的美元资产规模还要大得多。而在中国所拥有 3.2 万亿美元的外汇储备中，很大一部分也是美元资产，仅美国国债的持有量就超过 1 万亿美元。

图5 全球、中国外汇储备总额（亿美元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

而所有这些美元资产大部分都存放于美国的金融体系，这就给了美国施加威胁的机会，其中美国财政部海外资产控制办公室（OFAC）扮演着重要的角色。

OFAC 最早可以追溯到 1940 年成立的外国资金管制办公室（FFC），在二战时期，它对德国和日本在美国的资产进行冻结。朝鲜战争时期，外国资产控制办公室正式成立，其目的是控制朝鲜和中国在美国的资产。之后，古巴、越南、伊朗、伊拉克、利比亚、缅甸、叙利亚、巴拿马、俄罗斯等国的资产都曾经遭遇过美国的冻结。

美元的使用权力。

美国金融霸权的第二个重要体现，就是美元的使用权力，也就是禁止使用美元来交易。

要从事国际贸易，就必需进行跨境支付清算，而目前全球居霸主地位的是以美元为中心的 SWIFT 系统。SWIFT 成立于 1973 年，从 1977 年开始正式投入运营。通过 SWIFT 的报文平台，全球主要的金融机构可以互联互通，从而完成资金的支付和清算。

虽然从表面上来看，SWIFT 是一个总部设立在比利时的国际银行间非营利性合作组织，在荷兰、瑞士和美国分别设立了数据交换中心。但在 911 事件之后，美国通过了法案，要求 SWIFT 共享数据，以监测非法组织的资金通道，从此以后美国对 SWIFT 系统的控制能力大幅增强，可以随时将其用作制裁国际对手的武器。

图6 美国主导的世界银行金融电讯协会（SWIFT）



资料来源：新华网，路透社，海通证券研究所

例如伊朗和朝鲜的主要银行，就曾经在 2012 和 2017 年分别被从 SWIFT 系统切断。

而在 2014 年以后，由于乌克兰危机的爆发，美国曾多次提及要借助 SWIFT 系统来直接切断同俄罗斯的联系，虽然并没有正式实施，但这一威胁从来没有中断过。

在 2012 年 7 月，美国财政部宣布对中国昆仑银行进行制裁，关闭了昆仑银行的美元结算通道，导致其只能用欧元和人民币结汇。而在 2019 年 6 月，据中国金融时报援引美国《华盛顿邮报》报道，中国三家银行涉及违反朝鲜制裁的有关规定，或面临被切断美元清算渠道的风险，导致了当时中国部分银行股价的大幅下跌。

因此，无论是冻结美元资产还是限制美元交易能力，美国金融霸权对我们的威胁是客观存在的。

2. 美元定期收割全世界

美国金融霸权的另一面则相对比较隐蔽，美国通过其储备货币的地位，定期放松或者收紧货币政策，在缓解美国国内经济和债务压力的同时，也在收割全世界。

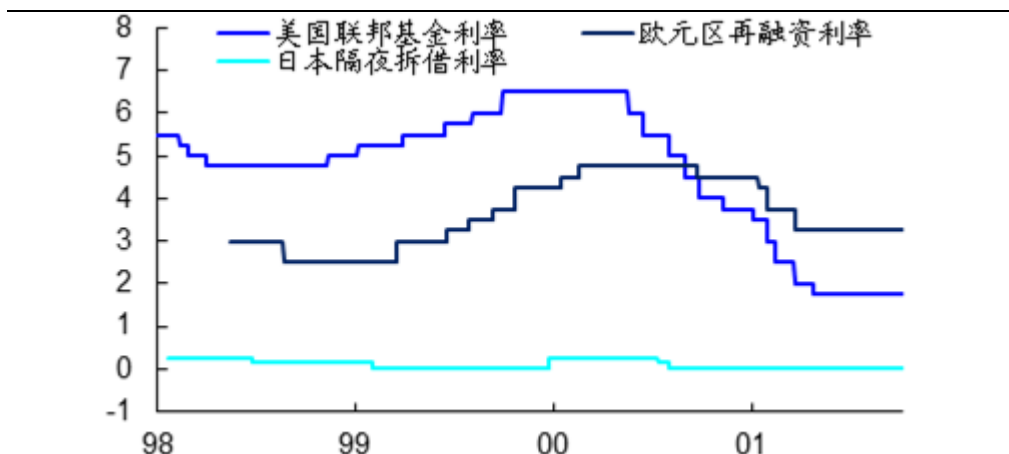
全球的中央银行。

凭借着美元全球储备货币的地位，美联储也成为全球的中央银行，其利率走势领先于全世界。

在过去的 20 多年，美国经历过三轮完整的利率周期，我们发现其每一轮利率的上行或者下行均领先于其他主要经济体。

第一轮利率周期始于 1999 年，美国从 99 年 6 月开始加息，而在 5 个月之后欧央行才开始加息，而日本央行则是到 2000 年 8 月才勉强跟随美国加了一次息。等到科网股泡沫破灭之后，美国从 01 年 1 月就率先启动了降息周期，日本央行在 2 月份立即跟进降息，而欧央行在 01 年 5 月份也启动了降息周期。

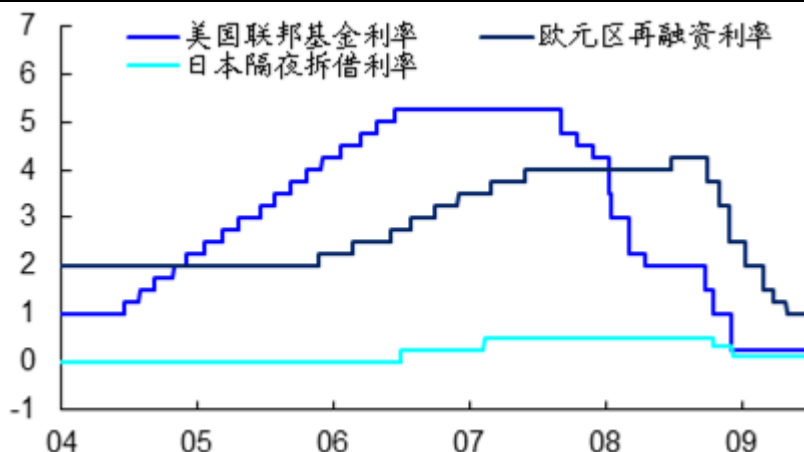
图7 1998 年-2001 年美国、欧元区、日本央行基准利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

第二轮利率周期始于 2004 年，美国从 04 年 12 月开始加息，欧央行在 1 年之后的 05 年 12 月开始加息，而日本则是在 06 年 7 月开始加息。而等到地产泡沫出现破灭迹象之时，美国从 07 年 9 月开始降息，欧日央行都是等到 08 年 10 月全球金融危机爆发之后才开始降息。

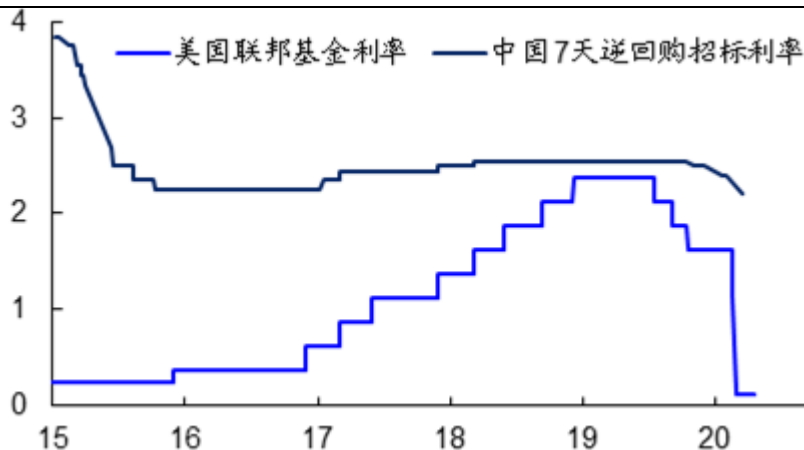
图8 2004年-2009年美国、欧元区、日本央行基准利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

第三轮利率周期始于 2015 年，美国从 15 年 12 月开始加息，这一次欧洲和日本都元气大伤，无法跟随美国启动利率周期，而中国则是在 17 年 2 月正式上调 7 天逆回购招标利率，也跟随美国开始加息。而在 19 年 7 月，美国再次开始降息，而中国央行则是在 19 年 11 月开始下调 7 天逆回购招标利率，也跟随美国进入了降息周期。

图9 美国、中国基准利率（%）



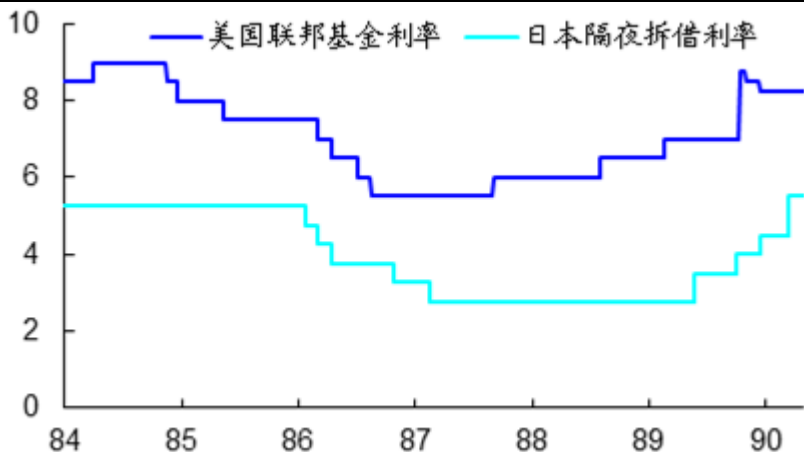
资料来源：Wind，海通证券研究所

货币松紧收割全球。

美联储的两大目标是保持物价稳定和充分就业，其实是为了美国经济服务的，因而其利率变化主要是顺应美国的经济周期变化。而其他国家的经济周期和美国不一定同步，如果跟随美国使用同样的货币政策，就可能导致经济出现过热或者过冷，也就是可能会出现资产泡沫，进而在泡沫破灭之后被收割。

例如在 1984 年 11 月，由于经济增速下行，美联储率先启动了新一轮降息。而在 1985 年 9 月广场协议签订之后，日元兑美元大幅升值，使得日本经济在 1986 年开始大幅减速，日本也从 86 年 1 月开始重新启动了降息周期。

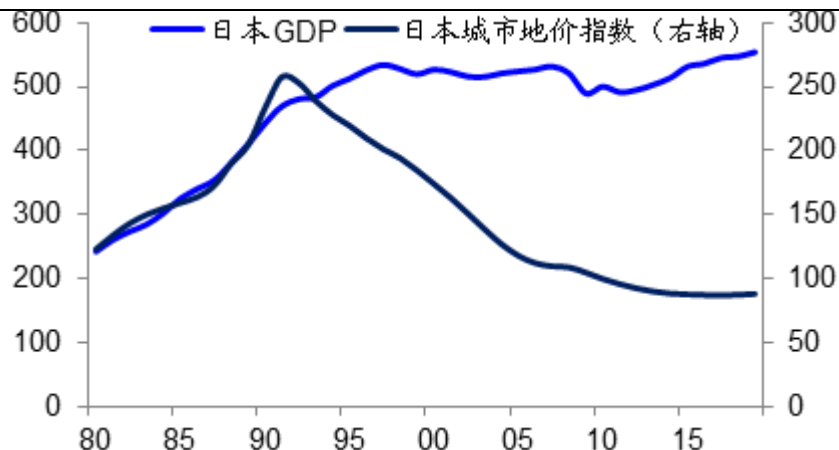
图10 美国、日本基准利率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

美国受益于美元贬值和利率下降,其经济在1987年以后明显恢复,因而在1987年美国率先启动了新一轮加息,而日本则沉浸在宽松货币环境中,一直到1989年才开始加息,然而为时已晚,股市和房市的泡沫已经大到无法收拾,结果泡沫破灭之后经济停滞了20年。

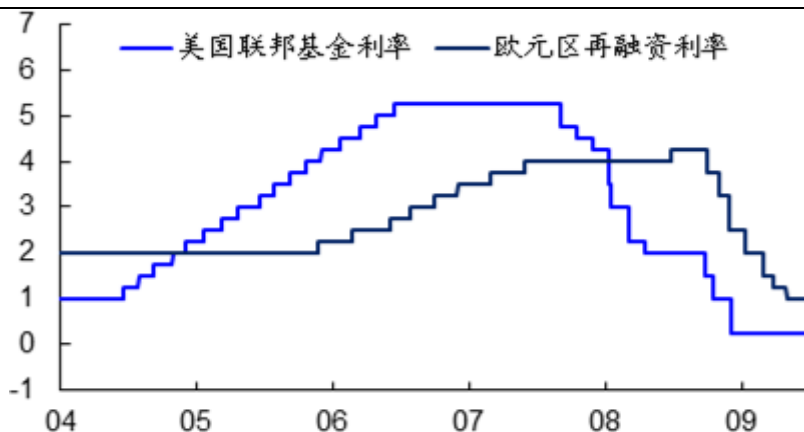
图11 日本 GDP、城市地价指数 (万亿日元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

在01年美国科网股泡沫破灭之后,欧元区跟随美国开始了降息。而美国在04年12月以后率先启动加息周期,而欧元区则比美国多宽松了1年,这使得意大利、西班牙、希腊等南欧国家出现了不逊色于美国的地产泡沫。

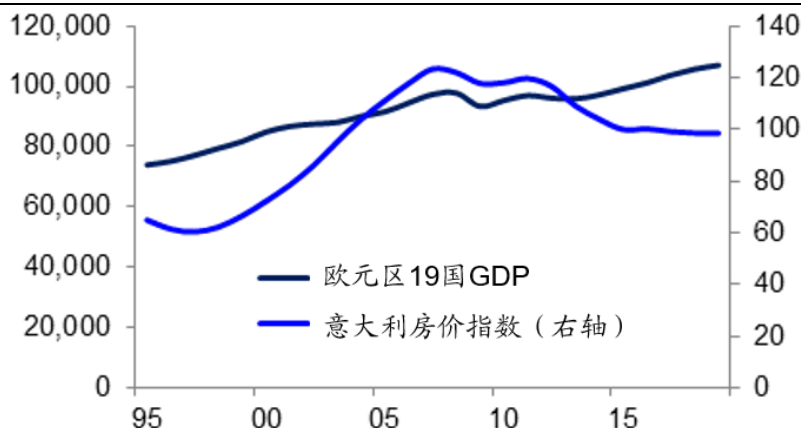
图12 美国、欧元区央行基准利率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

之后欧元区的降息也滞后于美国，美国在 07 年 12 月已经开始降息，而欧央行一直到 08 年 7 月还在加息，由于泡沫过大叠加货币过于收紧，使得南欧国家遭遇重创，之后又引爆了欧债危机。在 08 年金融危机之后，欧元区经济一直没有恢复元气，其 19 年 GDP 为 10.7 万亿欧元，仅比 08 年增长 9.5%，相当于经济停滞了 10 年。

图13 欧元区 19 国 GDP、意大利房价指数（亿欧元）



资料来源：欧盟统计局，Macrohistory database，海通证券研究所

由此可见，即便是强如欧元区和日本，由于其货币政策从属于美国，也避免不了出现经济的过热和过冷，最终出现经济的长期停滞。

3. 保持货币政策独立性

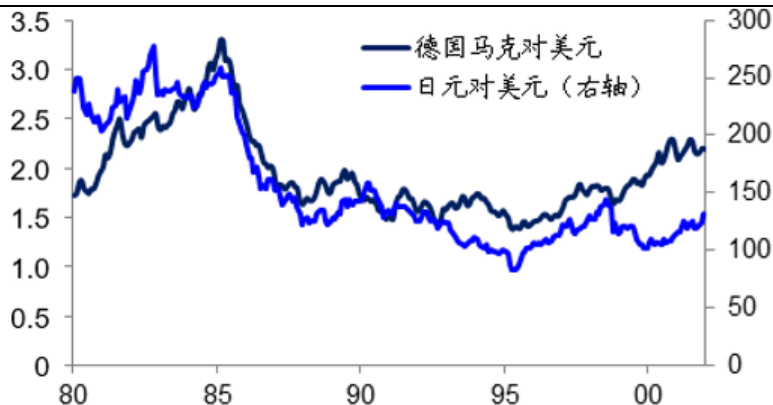
美元作为全球储备货币，在全球支付、储备资产等方面占据统治性的地位，进而使得美联储成为全球的央行，而美国的货币政策又主导了全球的货币政策周期，看上去大家都避免不了受美国金融霸权的影响。

独立的德国央行。

然而有一个国家却成功地抵御了来自美国方面的政策压力，从来没有产生过大的资产泡沫，而且经济保持了稳定增长，它就是德国。

其实在 1985 年，受到广场协定压力的不仅是日本，还有德国。在 1985 年之后，德国马克也被迫对美元开始大幅升值。在 1985 年，1 美元最高可以兑换 3.3 德国马克，而到了 1987 年末的时候已经只能兑换 1.63 德国马克，在不到 3 年之内德国马克对美元汇率几乎升值了一倍。

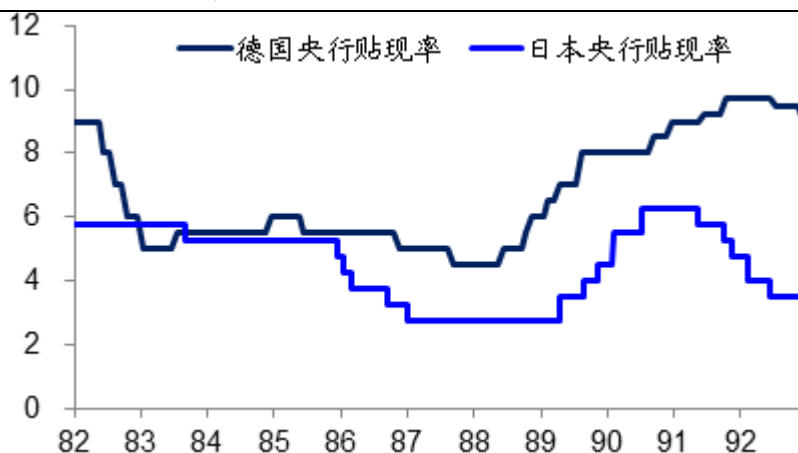
图14 德国马克、日元对美元汇率



资料来源：Wind，圣路易斯联储，海通证券研究所

由于汇率的大幅升值，德国的出口和日本一样在 1986/87 连续两年萎缩。但不同的是，德国并没有像日本那样大幅放松货币政策。从 1985 年到 1987 年，德国央行将其基准利率从 6% 下调至 4.5%，下调幅度为 25%；而同期日本则是把基准利率从 5.25% 下调至 2.75%，利率下调了近一半。

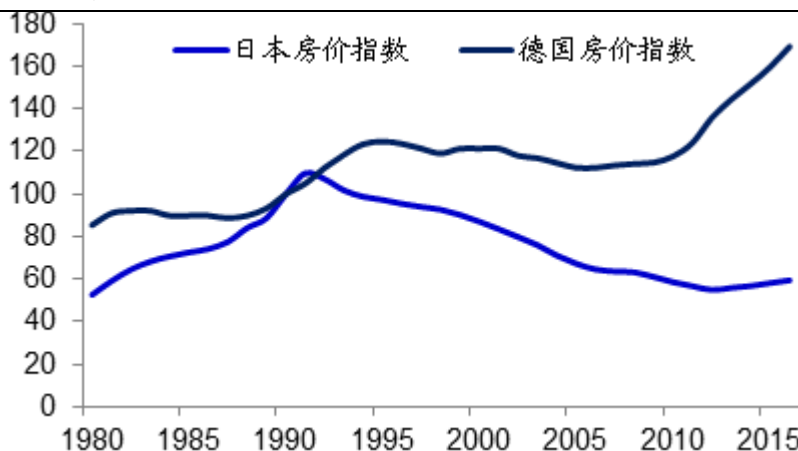
图15 德国、日本央行贴现率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

而从 1988 年 7 月份起，德国又重新开始加息，而日本直到 1989 年 5 月才开始加息，比德国差不多晚了一年时间。由于不同的货币政策取向，结果也导致了不同的房价表现。从 1985 年到 1991 年，德国的房价上涨了 17%，而同期日本的房价涨幅高达 51%。最终日本经济在泡沫破灭之后失去了 20 年，而德国经济则是持续创出新高。

图16 德国、日本房价指数



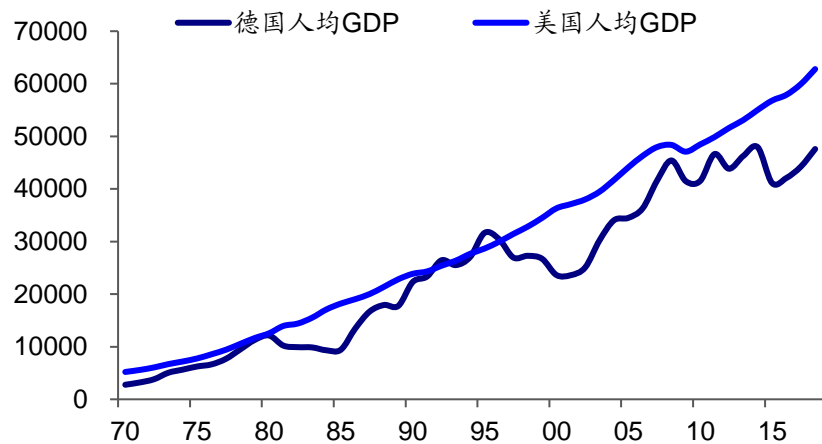
资料来源：Macrohistory database，海通证券研究所

当然，德国经济保持稳定增长的背后，除了稳健的货币政策，还离不开其产业发展的定位。德国始终将现代制造业作为经济发展的主导产业，机械制造、汽车、电子设备和化工制造是德国工业的四大支柱产业。而房地产行业在德国更多的是具有福利性质的服务性产业，而非国民经济的支柱产业。

正是从保障居民住房福利的角度出发，德国通过各项政策保障住房供给，大力发展租赁市场，对房地产交易环节收重税，同时通过官方提供权威性和约束性的基准房价来限制涨价，从而极大地抑制了房产炒作。

由于经济中不存在泡沫，也就不存在所谓的泡沫破灭，因而德国从来没有被美国通过货币政策的变化收割过，其经济持续增长，人均 GDP 与美国的差距始终未被显著拉开。

图17 德国、美国人均 GDP（美元）



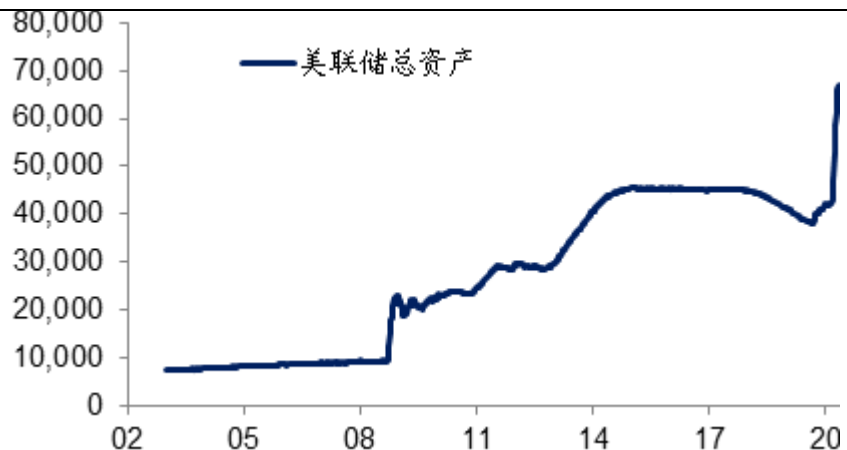
资料来源：Wind，海通证券研究所

警惕宽松起泡沫。

德国与日本的经济和政策对比，对我们当前的经济形势也有重要的借鉴意义。

一方面，新冠疫情突如其来，对全球经济造成了巨大的伤害。在美国的带领之下，全球央行出台了史无前例的宽松货币政策，包括零利率和不限量的量化宽松，仅美联储今年以来就新增购买了 2.5 万亿美元的资产，其资产规模比去年末扩张了 60%。超级宽松的货币环境有助于对冲疫情的冲击，稳定短期经济增长。

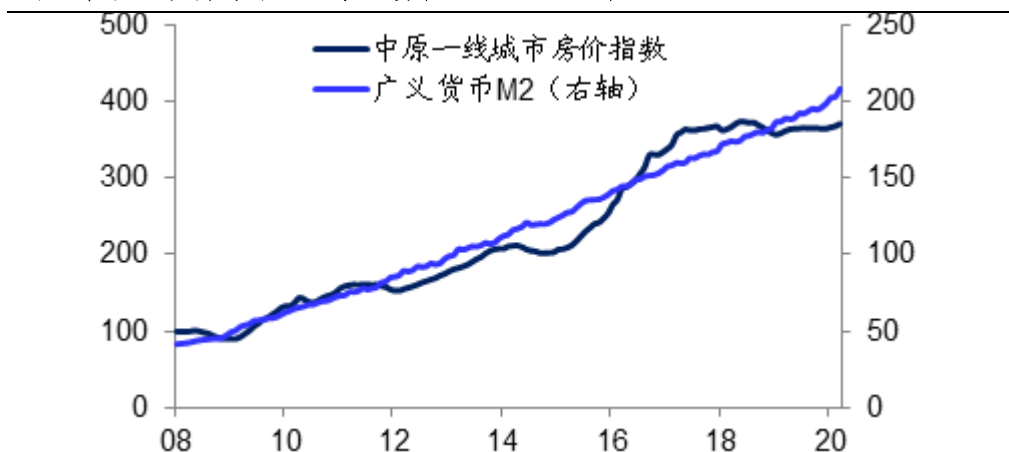
图18 美联储总资产（亿美元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

但是另一方面，如果着眼于更长期的经济发展，我们需要对美国宽松的货币政策保持高度的戒备。因为美国通过提供廉价的信贷，可以刺激全球各国经济再起泡沫，从而将美国经济拉出泥潭。而未来一旦美国经济重新康复，其势必会重新进入紧缩周期，而届时廉价的信贷将会消失，吹大的泡沫将会面临再次破灭的风险。对于中国而言，在宽松的货币政策之下，已经不低的房价或再度面临泡沫化的风险，如何将资金导入科技创新和制造业而非房地产市场，将是巨大的挑战。

图19 中原一线城市房价指数、广义货币 M2（万亿人民币）



资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 资产冻结概率极低

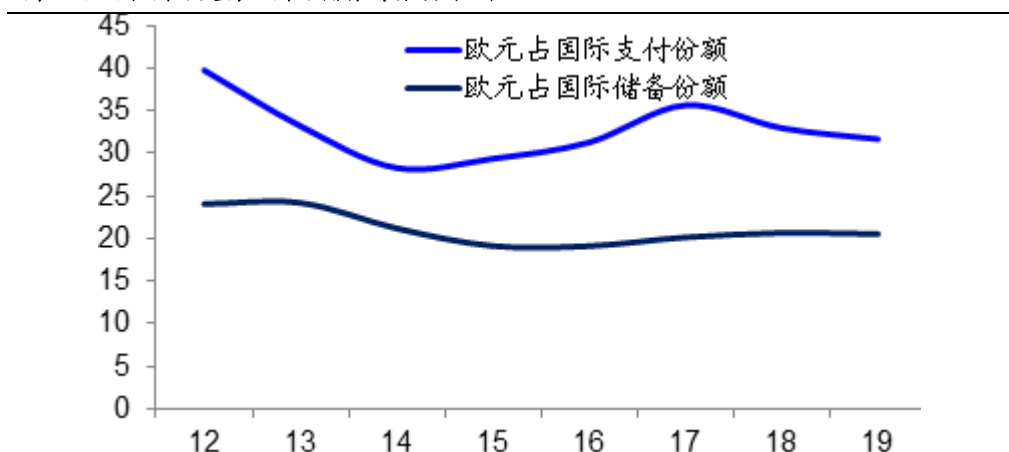
如果说货币政策的独立性靠我们自身的定力就可以实现，万一美国冻结我们在美资产，或是禁止我们重要的企业使用美元交易，那我们该怎么办呢？

美元并非没有对手。

首先，我们认为美国采用资产冻结政策的概率极低，因为这会极大地损害美元全球储备货币的地位。

虽然美元在全球支付和储备资产等领域占据了统治地位，但并非垄断地位，欧元、日元等依然是强大的竞争对手。如果美国冻结我们的美元资产，由于中国是全球第一大贸易体和外汇储备拥有国，假设中国全部转向欧元作为国际支付和储备手段，那么欧元可能会超过美元成为全球第一大储备货币。

图20 欧元占国际支付、国际储备的份额（%）



资料来源：Wind，IMF，海通证券研究所

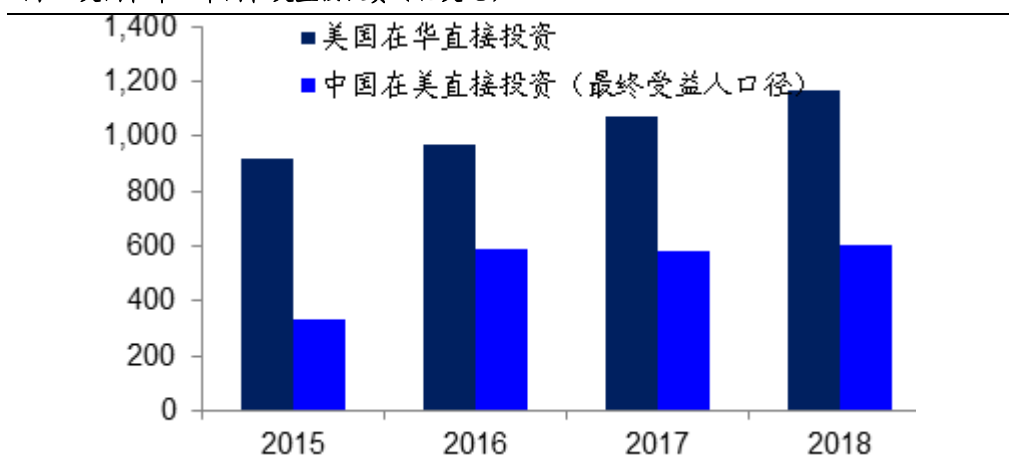
而自从欧元诞生之后，美国一直不遗余力地打压欧元，如果逼迫中欧联手而使得欧元做大，这将是美国最不愿意看到的现象。

中国可以对等反制。

其次，资产冻结是双刃剑，因为我们也可以冻结美国在华资产。

根据美国经济研究局的数据，截止 2018 年，美国在华直接投资存量为 1165 亿美元（基于历史成本价格调整后），中国在美国的直接投资存量为 602 亿美元（按最终受益人口口径统计），单就直接投资而言，美国在华投资大于中国在美投资。

图21 美国在华、中国在美国直接投资（亿美元）



资料来源：BEA，海通证券研究所

但在金融市场上，由于人民币尚未自由兑换，中国持有的美元资产远高于美国持有的人民币资产。截止今年 2 月，中国持有的美国国债就超过 1 万亿美元，而同期美国银行持有的中国债权仅 300 亿美元。

但实际上，中国对美国金融市场的影响并不小，因为中国是全球第二大经济体，也是美国许多企业的重要销售市场，对美国诸多企业的市值都有巨大的贡献。

例如，美国苹果公司的市值接近 1.3 万亿美元，其中来自中国市场的销售占比约为 15%，这意味着中国市场对其市值的贡献约为 2000 亿美元。脸谱公司当前的市值接近 6000 亿美元，根据 Pivotal Research Group 的研究，2018 年脸谱从中国获得的广告收入约占其总收入的 10%，意味着中国贡献了 600 亿美元的市值。

无论是消费类的公司可口可乐、星巴克、宝洁，还是科技类的公司英特尔、高通、英伟达、特斯拉、美光，中国市场都贡献了可观的销售份额，我们统计上述 10 家公司中来自于中国市场的市值就超过 5000 亿美元。

表 1 10 家美国上市公司中国营收与市值贡献（亿美元）

	市值	中国营收占比	中国市场贡献 市值
苹果	12827	15%	1924
脸谱	5848	10%	585
宝洁	2866	7%	201
英特尔	2455	24%	589
可口可乐	1939	15%	291
英伟达	1783	20%	357
特斯拉	1411	24%	339
高通	851	63%	536
星巴克	840	11%	88
美光	494	51%	252
合计	31314	18%	5161

资料来源：Wind，海通证券研究所，营收占比为 17-19 年数据，市值为 20 年 5 月 4 日数据，合计营收占比取中值数据

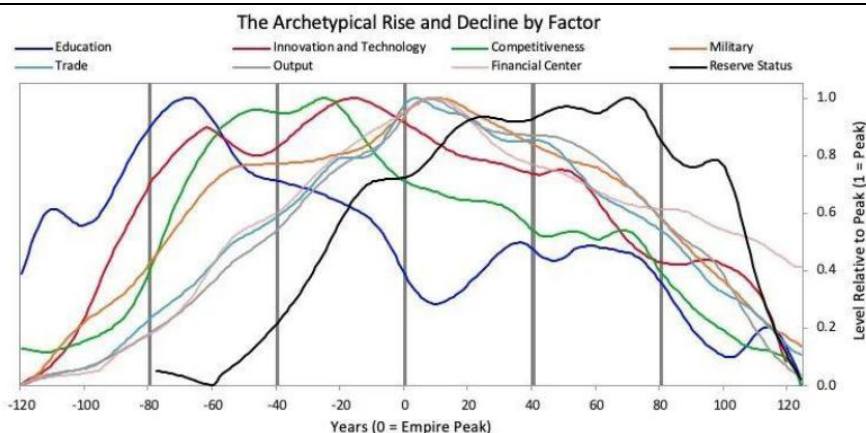
因此，中国市场对美国股市的影响超过 5000 亿美元，这与中国持有的 1 万亿美元美债其实是在一个数量级，这其实是我们的对等威慑手段，会制约美国出台相应政策的能力。

5. 推动人民币国际化

储备货币也在更替。

在达里奥的最新文章《正在改变的世界秩序》中，他研究了过去 500 年中所有强权国家及货币体系的兴衰，发现强权国家维持强盛的周期通常在 150 年-250 年。其中教育、科技和竞争力等往往领先崛起；随后军事、贸易、产出等指标开始上升，金融中心也随之诞生；而最后形成的才是储备货币地位，而储备货币地位的下降也往往预示着强权走向衰退。

图22 全球强权更替中各项要素的变化顺序



资料来源：Dalio, the changing world order, 海通证券研究所

以美国为例，其在 19 世纪后期的经济总量已经超过了英国，成为全球第一，但美元真正取代英镑成为全球储备货币还是在二战结束之后。

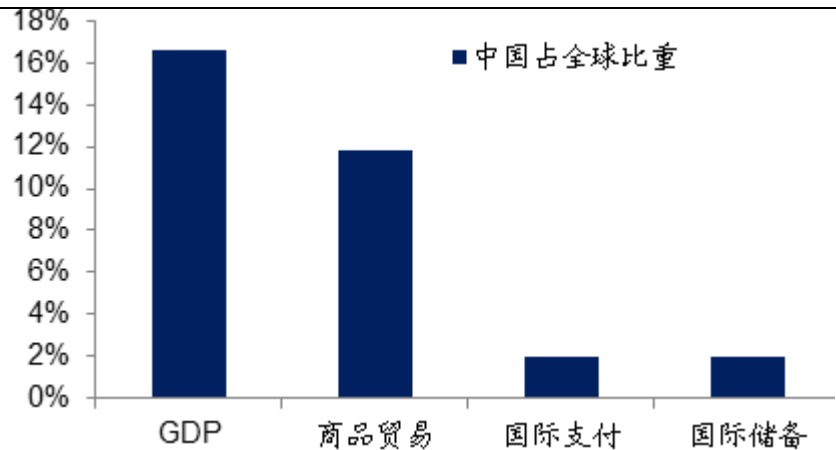
而当前美国成立已经接近 250 年，虽然美元占全球支付和储备资产的比重仍在 50% 左右，但美国经济占全球的比重已经降至 25%，这说明美国的经济霸权已经开始走下坡路，未来其金融霸权或许也会逐渐走向衰落。

推进人民币国际化。

纵观全世界，欧洲和日本经济长期停滞，唯有中国经济依然在持续扩张，因而人民币未来是最有希望对美元形成挑战的货币。

尤其重要的是，当前人民币的国际地位和中国的经济地位极不匹配。截止 2019 年，中国占全球经济的比重已经接近 17%，但 19 年末人民币仅占国际储备的 1.96%，占国际支付的份额也仅为 1.94%。

图23 中国经济贸易，人民币国际支付、国际储备占全球比重



资料来源：Wind，海通证券研究所，均为 2019 年数据

因此，未来的希望其实在于推进人民币国际化，如果人民币在国际储备和支付上的份额能与我国经济份额相当，就可以从根本上打消美国金融霸权对我们的威胁。

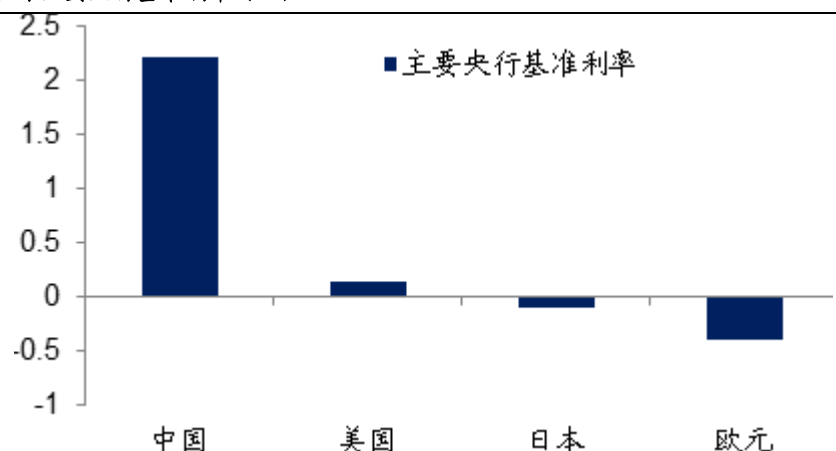
我国早在 1996 年已经实现了经常项目下的可自由兑换，在 2008 年修订后的《外汇管理条例》明确企业和个人可以按规定保留外汇或者将外汇卖给银行，强制结售汇制度正式废止。

而在资本项目下，对资金流入的限制正在逐步取消，例如在 2019 年 9 月，外汇管理局正式宣布取消合格境外投资者（QFII / RQFII）的投资额度限制。但在资金流出方面，依然有着严格的限制，例如居民每年有着 5 万美元的购汇限额，而且个人购汇不得用于境外证券投资；对机构的境外证券投资也有着额度限制，截止 2020 年 4 月政府批准的 QDII 投资额度仅为 1040 亿美元。

我们认为，未来不妨考虑进一步加快资本项目的开放。一方面，随着央行推进贷款利率挂钩 LPR 的改革，中国的利率市场化已经步入尾声阶段，目前仅剩存款利率还没有市场化，但由于货币基金利率已经降至 2% 以下，与 1 年期定存利率基本接轨，存款利率市场化其实已经不远，而利率市场化是汇率市场化的前提。

另一方面，我国开放资本项目的主要担忧在于资本外流，但当前全球主要经济体均在实施零利率或者负利率，而中国依然保持着可观的正利率，加上中国股市的估值依然低于美欧等发达市场，意味着资金流出的压力有限。

图24 全球主要央行基准利率（%）

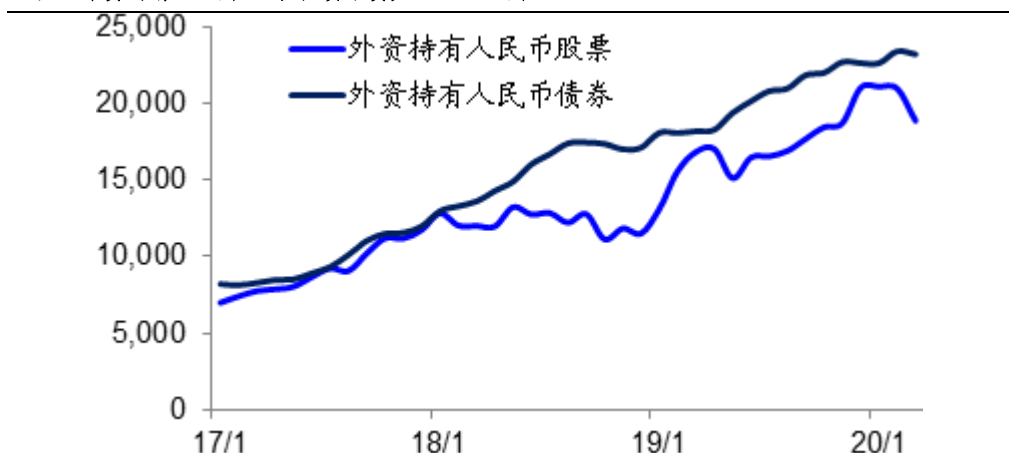


资料来源：Wind，海通证券研究所，中国为 7 天逆回购招标利率，数据截至 20 年 5 月 4 日

事实上，2019 年境外投资者持有的中国股票和债券资产分别增加了 9500 亿和 5500 亿，同比分别增长了 82% 和 32%。在 2020 年 1 季度，外资持有中国股票资产下降了

2100 亿，比去年末下降 10%；而持有中国债券资产增加了 570 亿，比去年末增加 2.5%。两者变化幅度分别与同期中国股市和债市的涨跌幅相当，这意味着今年以来虽然疫情严重，但外资并未大规模流出。

图25 外资持有人民币股票和债券资产（亿人民币）



资料来源：Wind，海通证券研究所

因此，在疫情的冲击之下，我们需要坚持货币政策的独立性，避免全球放水导致房地产再起泡沫，同时加快推进人民币自由兑换，让人民币的国际地位与中国的经济地位相匹配，这样我们就有希望真正消除美国金融霸权的威胁。

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭宏实(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgg12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑 蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张青青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
张弋 01050949962 zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
联系人
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
周丹 zd12213@htsec.com
联系人
吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒昶 zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
巩柏舍 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 lijw@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com