下载日志已记录，仅供内部参考

陆家嘴论坛之后：人民币国际化的主动破局

“通往再平衡之路”系列之五

报告发布日期 2026 年 06 月 27 日

证券分析师

孙国翔 执业证书编号：S0860523080009
香港证监会牌照：BXR433
sunguoxiang@orientsec.com.cn
021-63326320

孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320

黄汝南 执业证书编号：S0860525120004
香港证监会牌照：BTB507
huangrunan@orientsec.com.cn
010-66210535

陈至奕 执业证书编号：S0860519090001
香港证监会牌照：BUK982
chenzhiyi@orientsec.com.cn
021-63326320

刘姜枫 执业证书编号：S0860526010002
liujiangfeng@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

欧洲防务叙事：告别各自为战，走向有限抱团 2026-06-22
美国高利率环境下，科技投融资的“免疫力”从何而来？：——宏观视角下的科技金融（1） 2026-06-22
欧盟未就对华增量贸易措施达成共识 2026-06-22

研究结论

- **美伊冲突后，美国能源国和科技国的双重身份仍在支撑美元地位，导致去年流行的“去美元化”叙事中断。**一方面，美伊冲突爆发后，美国不仅本身作为全球关键能源出口国充分受益，各国仍有需要从美国购买美元计价能源，并且全球大宗商品仍以美元作为核心计价货币，持续高企的油价容易引发部分国家美元外汇储备短缺的问题，进而对美元汇率形成支撑。另一方面，高通胀环境进一步加剧了全球传统产业与科技产业的发展分化，美国作为全球最关键的科技强国，经济相对表现明显更强。
- **但战争同时也使得美元在结算领域暴露出裂隙，给“人民币国际化”提供了历史机遇。**一国经济实力增强，并不必然推动其货币成长为全球主流结算货币，货币国际化仍需金融体系提供流动性，放大实体贸易作用；反之，一国经济实力持续走弱，必然导致其主权货币全球结算地位下降。虽然全球金融流量远超实体经济，但金融活动无法脱离实体贸易的底座，贸易衍生的信用证等融资业务均依托于实体经济。此外，2026 年 3 月，人民币在中东能源贸易结算中份额已明显上升，美元“唯一”地位受到动摇，后续还需继续观察美伊谈判期间，美元在中东能源结算的占比是维持现状，还是逐步回归冲突前水平。
- **“人民币国际化”起步需要什么条件？大平台+流动性。**目前中国贸易规模已经足够庞大，仅看进口份额亦达到一战后美国水平，实体基础已然夯实。因此当前重点在于流动性供给，**且今年央行离岸金融工具的拓展，远比资本项目开放更具看点。**
- **货币国际化初期，央行金融工具才是破局关键。**回溯美元国际化的经验，1913 年《联邦储备法》后，美联储通过做市与贴现机制培育美元贸易承兑汇票市场，弥补其缺乏成熟二级融资市场的短板；1930 年代美联储退出私人承兑市场导致美元贸易信贷崩溃，正反两面均印证央行"最后做市商"角色的不可或缺。二战后马歇尔计划主动输出流动性，夯实欧洲美元使用需求，最终催生离岸市场扩张。央行工具效果显著的机理在于：通过为离岸贸易融资设置成本上限、截断尾部风险，鼓励企业切换融资币种；而企业倾向于统一融资与经营计价货币，实现从融资工具到计价货币切换的传导。
- **中美在央行层面离岸流动性投放工具的差距已显著缩小。**2026 年 6 月新创设境外央行类机构回购工具，为境外官方机构提供短期流动性便利；同时本币互换协议持续扩容，后续建议重点关注与大宗出口国（如沙特），以及“一带一路”国家的本币互换动态。
- **"人民币国际化"可以减轻权益市场面临的汇率波动风险。**2026 年一季度，人民币持续升值已经令出口敞口较高的企业出现大规模汇兑损失。相较之下，美国企业鲜有受到汇损困扰，根源在于美元在全球贸易计价中的主导地位使其豁免大部分交易层面的汇率风险。未来一段时间内，“人民币国际化”主要在"一带一路"国家推进，而这些国家恰恰面临本币汇率波动剧烈、储备不足等风险，人民币计价结算需求高度对口。

风险提示

- 美伊冲突结果仍有不确定性，短期内美元地位走势难以判断；
- 离岸金融工具被用于金融空转的风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

“去美元化”叙事中断，但“裂隙”已现 5
回顾 2025：“去美元化”阶段性提速 5
进入 2026：美国能源国和科技国的双重身份仍在支撑美元地位 8
但美元在结算领域的“裂隙”已经出现 9
“人民币国际化”叙事起步需要什么条件？大平台+流动性 13
2025 年“人民币国际化”进程尚不明显 13
央行金融工具逐渐落地，催化“人民币国际化”加速 14
2026 年重点关注央行离岸金融工具动态 16
“人民币国际化”可以减轻权益市场面临的汇率波动风险 18
风险提示 19
附录 19
BCA Researc 主流货币属性评分 19

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：美元地位指标一览显示，总体上美元仍占据主导地位（%）.....5
图 2：美元与其他主流货币和黄金相比，安全性和避险属性相对优势较小.....6
图 3：固定汇率视角下，全球官方尚未加速替换美元储备（%）.....6
图 4：美国境内证券海外投资者净流入规模（百万美元，3 个月滚动合计值）.....6
图 5：2025 年 4 月起，美国长债与美元出现明显分化，说明美元和美债避险属性均下滑.....7
图 6： Swift 体系中，25 年美元结算的份额不降反升（%）.....7
图 7：25 年美元外汇合约未平仓外汇合约占比基本稳定（%）.....7
图 8：25 年美元在全球场外外汇交易额份额也基本稳定（净额计算方式，%）.....8
图 9：美元离岸信贷占美元、欧元、日元离岸信贷中的比例（%）.....8
图 10： PMI 差值显示，2026 年 2-4 月科技国和资源国制造业走势明显更强（%）.....9
图 11：能源出口地位和交易结算需求支撑美元指数不低于美伊冲突前（左：1973 年 3 月=100；右：美元/桶）.....9
图 12：沙特经常项目差额（百万里亚尔）.....9
图 13：页岩气革命大幅影响了美国的能源消费进口依赖度（%）.....9
图 14：SWIFT 中美元份额与美国进口份额（%）.....11
图 15：SWIFT 中美元份额与美国进口份额（%，仅 2023 年 7 月后）.....11
图 16：美元在全球官方的额储备份额及美国进口份额（%）.....12
图 17：日元在全球官方的额储备份额及日本进口份额（%）.....12
图 18：中国对外投资结构和美国更相似，以实体产业投资为主，与日本有别（%，仅资产端）12
图 19：2025 美国与全球贸易增速出现明显分化.....13
图 20：需重点关注 2026 年美国进口份额能否回到历史中枢水平.....13
图 21：全球美元和黄金在外汇储备中的占比（%）.....13
图 22：2025 年虽然有“去美元化”，但尚未出现“人民币国际化”.....14
图 23： 中国跨境使用人民币结算占比估计值（MA3，%）.....14
图 24：20 世纪 20 年代，在美联储金融工具的支持下，美元超越英镑，成为主要的国际货币...15
图 25： 19 和 20 世纪美国在全球范围内的进口份额（%）.....16
图 26：欧洲重点工业国和日本二战后贸易差额情况（百万美元）.....16
图 27： 1975 年欧洲离岸美元规模已经通过自主扩张反超全球美元储备.....16
图 28：马歇尔计划的资金用途主要是用于战后重建（年频）.....16
图 29：中国央行本币互换规模上限（亿元）.....17
图 30：与中国签署本币互换后，离岸人民币融资成本中枢下移、尾部波动收敛.....17
图 31：汇损对美国企业净利润的影响明显小于日本企业.....18
图 32：汇率波动对美国企业现金流的影响明显小于日本企业.....18

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：BCA Research 对各主流货币的评分.....19

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

“去美元化”叙事中断，但“裂隙”已现

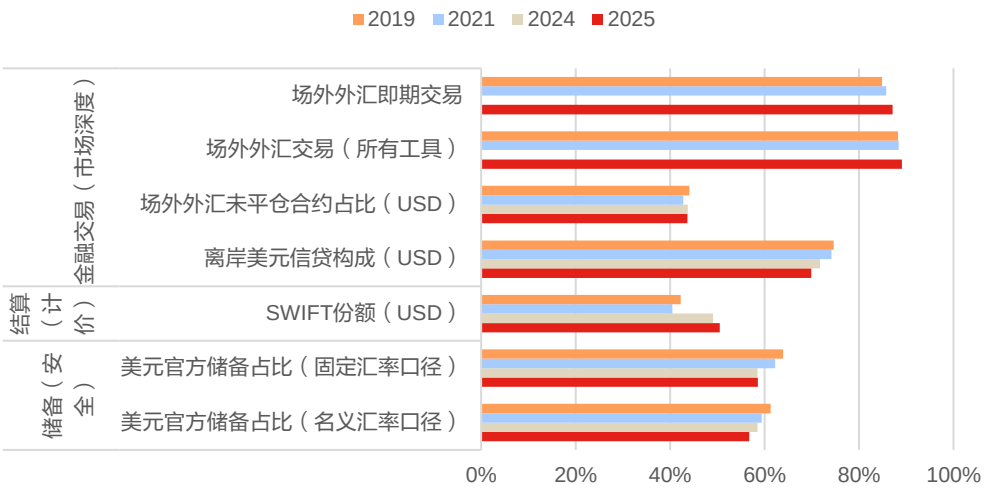
回顾 2025：“去美元化”阶段性提速

2025 年 4 月美国“解放日”关税落地后，全球“去美元化”进程出现阶段性提速。特朗普“解放日”关税落地后，市场对“去美元化”趋势的关注度持续升温，核心原因主要包括以下两点：一是特朗普政府频繁对盟友采取施压举措，包括格陵兰、加拿大领土争端干预、关税政策反复调整，以及干预美联储决策等行为，引发全球对美元体系的普遍担忧；二是从市场现实来看，全球官方美元储备份额持续快速回落，黄金储备占比持续攀升。欧洲央行 2026 年 6 月 2 日发布的报告显示，截至 2025 年末，黄金在全球官方储备资产总额中的占比已升至 27%，成为全球官方储备第一大资产。

但需要注意的是，2025 年美元不同货币职能地位的变化情况截然不同，其中相对优势小的领域，松动最为明显。根据 BCA Research 的研究结论，美元在制度可靠性、市场深度、离岸市场规模、多元化避险能力及最后贷款人职能等方面，全面优于其他主流货币。但从相对优势的程度来看，美元的核心竞争力集中体现在国际市场流动性、离岸金融市场深度与贸易计价功能上，在资产安全性、风险对冲避险能力方面的相对优势较小。相应地，“去美元化”进程率先在美元的薄弱职能领域加速推进。

- **储备地位方面，重启长期下行态势。**参考 IMF 公布的全球官方储备数据，自俄乌冲突爆发至特朗普政府“解放日”关税落地前，固定汇率口径下的全球美元储备份额下滑速度持续放缓，甚至阶段性企稳。而 2025 年 4 月美国“解放日”关税正式落地后，无论是否剔除汇率波动因素干扰，全球官方美元储备份额均重启下行趋势，美元储备的长期缩水态势再度显现。
- **避险属性方面，信用支撑明显动摇。**2025 年 5 月 16 日，国际信用评级机构穆迪将美国主权信用评级从 Aaa 下调至 Aa1，美国自此失去全球仅存的 AAA 最高主权信用评级。同时，2025 年 5 月以来，全球投资者对美资产的配置偏好出现结构性分化，市场资金仍青睐美股、科技类企业债等风险资产，但对美债、银行负债等传统低风险、类无风险资产的资金净流入规模大幅萎缩。最终市场呈现出美元指数走弱、美国长期国债利率持续上行的反常现象。

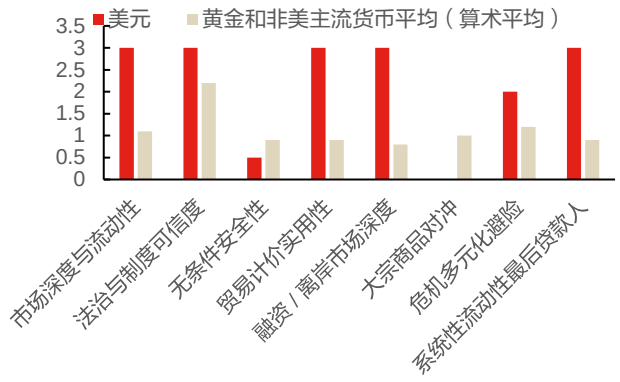
图 1：美元地位指标一览显示，总体上美元仍占据主导地位（%）



下载日志已记录，仅供内部参考

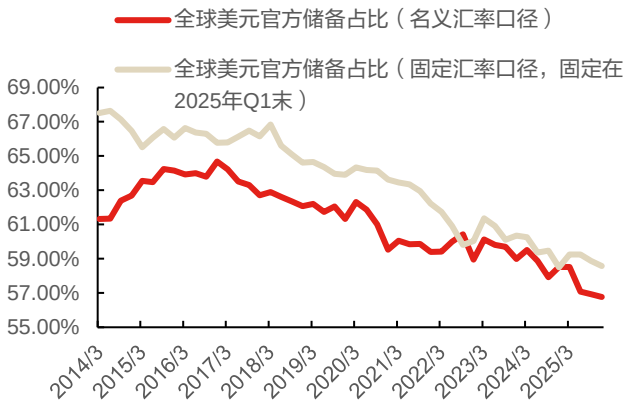
数据来源：CEIC，同花顺，Wind，东方证券研究所 备注：数据一般采用年末数据；场外外汇未平仓合约占比实际数据是 2025 年 6 月；场外外汇交易相关数据 2021 年的样本点实际上采用的是 2022 年的数据，2024 年数据缺失。几个时间点取样分别对应疫情前；俄乌冲突前；特朗普就任前；特朗普就任后

图 2：美元与其他主流货币和黄金相比，安全性和避险属性相对优势较小



数据来源：BCA Research，东方证券研究所 备注：非美主流货币包含欧元、人民币、日元、加元/澳元；具体分项评分详见附录

图 3：固定汇率视角下，全球官方尚未加速替换美元储备（%）



数据来源：同花顺，东方证券研究所 备注：最新数据为 2025 年 Q4

图 4：美国境内证券海外投资者净流入规模（百万美元，3 个月滚动合计值）

	长期证券	短期国库券及其他托管债券	银行负债	总净流入	私人部门合计	私人:中长期国债	私人:政府机构债券	私人:企业债	私人:股票	官方部门合计
2026-02	161207	116905	-14869	263243	183062	13993	49074	76442	154301	80181
2026-01	298996	25994	-55157	269833	161087	22386	17156	75638	175563	108746
2025-12	327686	29997	-72064	285619	247530	2457	22375	88066	211839	38089
2025-11	399618	9631	-66139	343110	340272	45277	24711	103336	236310	2838
2025-10	335912	25571	-39048	322435	404336	66642	57987	81535	255155	-81901
2025-09	342336	4456	-35839	310953	401818	137239	56204	81000	194735	-90865
2025-08	328029	16629	-52552	292106	289952	106109	39942	81216	199499	2154
2025-07	452598	14971	-36968	430601	421124	171150	48325	92538	213471	9477
2025-06	391054	23395	19061	433510	426284	81425	25063	85816	237331	7226
2025-05	394354	36800	21556	452710	517993	156950	22388	109499	126560	-65283
2025-04	240205	94973	71142	406320	386810	161599	-348	83700	42064	19510
2025-03	224479	142002	17903	384384	306469	233943	9685	93248	36297	77915
2025-02	119360	174808	15708	309876	300691	151125	28698	65383	97648	9185
2025-01	67702	123880	2774	194363	220147	-10347	20263	45542	210421	-25784

数据来源：同花顺，东方证券研究所 备注：红色和蓝色分别代表规模较大或较小，对比的样本区间是 2023 年 3 月-2026 年 2 月

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：2025 年 4 月起，美国长债与美元出现明显分化，说明美元和美债避险属性均下滑



数据来源：同花顺，东方证券研究所

相较于储备属性与避险能力，2025 年美元在计价、实体交易及金融结算领域的核心优势，依旧是支撑其货币地位的关键因素。具体分析如下：

- **一是美元在 Swift 系统中的地位整体较为稳固。**截至 2026 年 3 月，美元在 SWIFT 体系中的份额已基本回升至 2025 年 4 月“解放日”关税政策落地前的水平。不过需注意，SWIFT 统计口径存在固有局限性，在大宗商品贸易领域，部分遭受美国制裁的核心大宗出口国并未纳入 SWIFT 统计范围。典型案例为 2026 年 1 月 1 日，伊朗正式宣布对华原油贸易实现 100%人民币结算，彻底绕开 SWIFT 系统。2024 年第四季度，中俄油气出口贸易中人民币、卢布的本币结算份额已达 83%；俄罗斯副总理奥韦尔丘克在 2026 年 4 月 3 日明确表示，俄中贸易本币结算进程已基本完成，结算占比升至 95%。
- **二是美元计价外汇工具仍是全球主流的风险对冲手段。**无论从外汇工具交易量还是未平仓合约规模来看，2025 年美元在外汇衍生品市场的深度依旧获得全球市场的高度认可。2025 年，部分海外投资者采取“做多美元资产、做空美元汇率”的交易策略，即持续增持美国股票、企业债等美元资产，同时通过外汇远期、期权工具对冲美元贬值风险。
- **三是全球离岸信贷市场中，美元计价信贷份额维持历史高位区间。**2025 年美元整体贬值幅度较大，当年 4-12 月美元指数同比降幅在 4.8%-8%之间波动。在这一背景下，2025 年全球离岸市场美元计价信贷份额仅回落 1.9 个百分点左右，充分体现出离岸美元信贷份额具备极强的市场韧性。

图 6： Swift 体系中，25 年美元结算的份额不降反升（%）

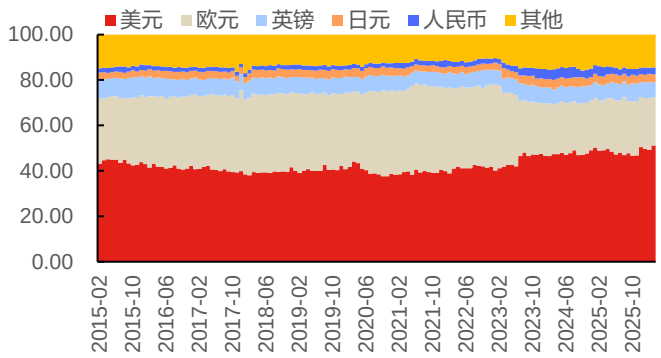
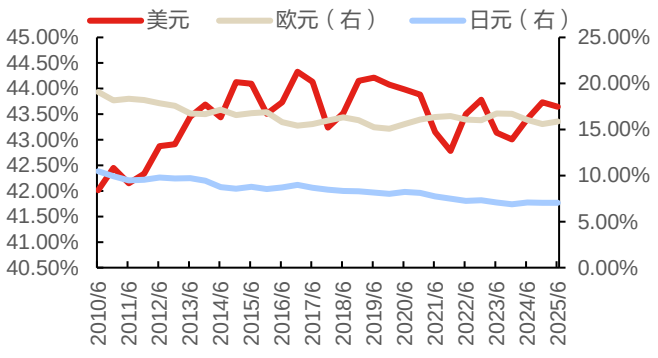


图 7：25 年美元外汇合约未平仓外汇合约占比基本稳定（%）



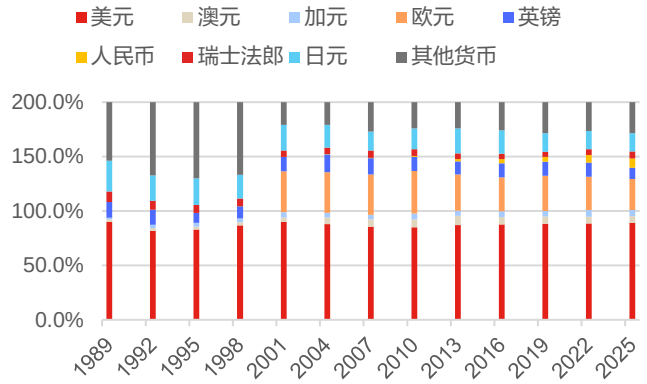
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

数据来源：同花顺，东方证券研究所

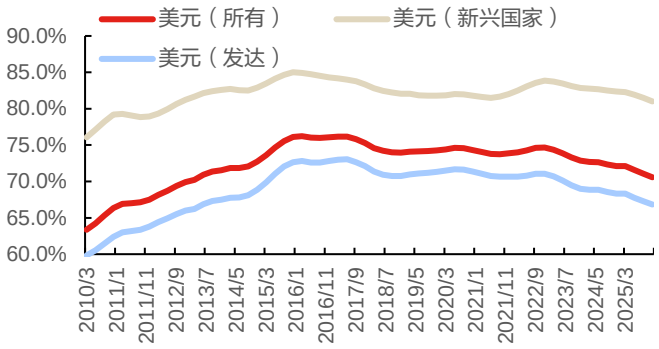
数据来源：CEIC，东方证券研究所

图 8：25 年美元在全球场外外汇交易额份额也基本稳定（净额计算方式，%）



数据来源：CEIC，东方证券研究所 备注：交易两端是两种货币，所以总和为200%

图 9：美元离岸信贷占美元、欧元、日元离岸信贷中的比例（%）



数据来源：BIS，CEIC，东方证券研究所 备注：BIS 原始数据中只有美元、欧元、日元三种货币口径的离岸信贷数据，因此份额本质上是在这三个当中计算；所有信贷均按照当期汇率调整至美元口径。

进入 2026：美国能源国和科技国的双重身份仍在支撑美元地位

美伊冲突的短期冲击，对多数国家货币地位的负面影响远大于美元。此次冲突进一步巩固了美元在金融交易、大宗商品结算领域的强势优势，让美元整体国际货币地位不降反升。具体原因主要分为两方面：

一方面，全球大宗商品仍以美元为核心计价货币，油价上涨极易引发各国短期美元储备紧缺，进而对美元汇率形成强力支撑。参考韩国中央日版的数据，综合环球银行金融电信协会(SWIFT)及人民币跨境支付系统(CIPS)等统计数据，2024-2025 年全球原油交易仍有 80%以美元结算。同时，全球多数工业国能源进口依存度偏高，美伊冲突一度推动国际油价从 60-70 美元/桶暴涨至 100 美元/桶以上，截至 6 月 18 日美伊协议有一定进展后，油价仍系统性高于以前的水平，加剧了各国外汇储备压力。并且，即便部分国家停止采购美元计价的中东石油，进口美国生产的石油也需要使用美元结算，持续消耗各国存量外汇储备。因此，2026 年 3 月土耳其（石油进口依赖度达 90%）等能源进口依赖型国家的央行，采取“战术性”抛售黄金的操作，兑换美元流动性，以补充美元外汇储备，满足大宗商品贸易的结算刚需。

此外，美伊冲突期间，海湾国家财政收入大幅缩水，陷入严重的美元流动性紧缺困境，海湾国家通过货币互换渠道寻求美元流动性。这一现象也说明，受跨境贸易、金融兑付的刚性流动性需求约束，美伊冲突短期内并未削弱全球市场的美元持有意愿。

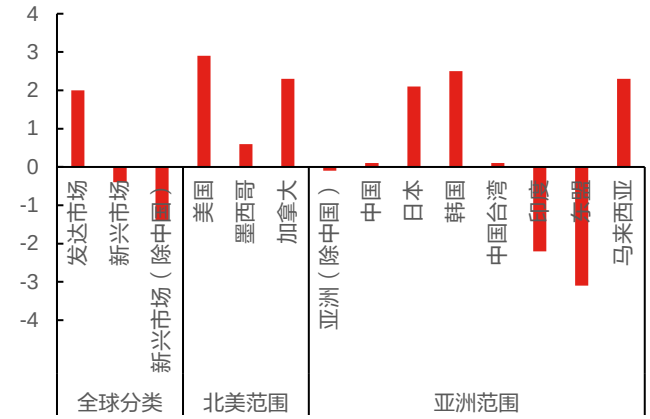
另一方面，高通胀环境进一步加剧了全球传统产业与科技产业的发展分化。美国兼具资源出口大国与顶尖科技强国的双重属性，在全球能源供给受到冲击的情况下，经济基本面相对韧性更强，整体经济相对表现会优于全球绝大多数经济体。从制造业 PMI 数据维度可以佐证，美伊冲突爆发后，拥有电子、AI 核心科技优势或优质资源出口优势的经济体，综合经济表现显著领先其他国家。全球层面，发达国家经济韧性整体强于新兴市场国家，若剔除具备硬核科技实力的中国，二者的发展差距将进一步拉大。北美区域内，同时拥有科技与资源出口双重优势的美国，经济表现优于

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

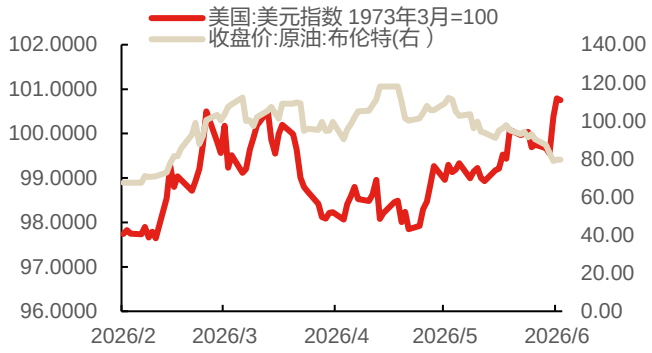
纯资源出口型国家加拿大，以及以工业品贸易为核心的墨西哥，墨西哥油气出口规模远弱于美、加两国。放眼亚洲，具备科技产业优势的中国、中国台湾、日本、韩国，以及拥有资源出口优势的马来西亚，制造业 PMI 走势整体更为稳健，经济抗冲击能力更强。

图 10： PMI 差值显示，2026 年 2-4 月科技国和资源国制造业走势明显更强（%）



数据来源：CEIC，东方证券研究所

图 11：能源出口地位和交易结算需求支撑美元指数不低于美伊冲突前（左：1973 年 3 月=100；右：美元/桶）



数据来源：同花顺，东方证券研究所

但美元在结算领域的“裂隙”已经出现

美国爆发页岩气革命后，石油美元体系的结构性矛盾开始出现。传统石油美元体系的根基，依托于美国对海湾国家形成的“安全换能源定价”合作模式，同时依托全球亚欧工业国依托低成本能源搭建的工业体系得以稳固。但在美国页岩气革命的推动下，美国已转型为全球核心能源出口国，彻底打破了传统石油美元的运行逻辑，美国与中东国家的石油美元联系从直接联系模式，转为需要通过亚洲与欧洲的间接联系模式。具体来看：

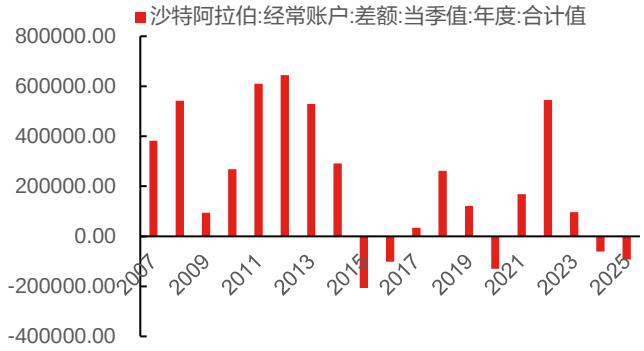
- **对美国而言，其对中东能源的进口依赖度大幅降低，持续投入成本维护霍尔木兹海峡通航安全的显性经济收益弱化。**
- **对海湾国家而言相对复杂一些，美国页岩气产能与出口规模的扩张长期压制国际油气价格，直接压缩其财政收入空间，部分国家甚至需要动用外汇储备填补贸易赤字，大幅约束了海湾国家的投资能力。**从数据来看，2014 年美国页岩气产销量大幅攀升后，沙特已有五年出现经常项目贸易逆差，2024-2025 年更是连续出现经常项目逆差，而在 2013 年之前，即便是金融危机油价低迷阶段，沙特始终保持经常项目顺差。
- **除此之外，美国能源净出口国的身份转变，使其不再是石油美元循环的核心起点，海湾国家的外汇盈余不再单一回流美债，转而以离岸美元资产及多元化投资形式配置。**据阿拉伯海湾商业观察 AGBI 数据显示，2019 年 7 月美国正式转为能源净出口国至 2025 年 4 月，沙特持有美债规模缩减近三分之一；2025 年以来，海湾主权财富基金持续拓宽投资渠道、布局战略性资产，目前海湾国家 70%的资产为权益类资产，虽美元资产仍占据主导地位，但不再是传统单一的美债回流循环模式。

图 12：沙特经常项目差额（百万里亚尔）

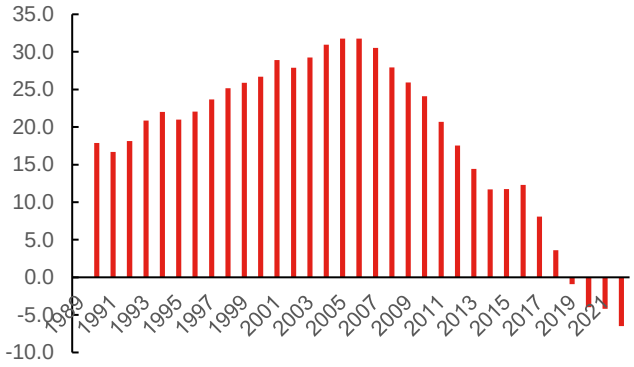
图 13：页岩气革命大幅影响了美国的能源消费进口依赖度（%）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：同花顺，东方证券研究所 备注：2025 年统计截至 Q3



数据来源：世界银行，东方证券研究所

一国经济实力增强，并不必然推动其货币成长为全球主流结算货币，货币国际化进程还需要依靠金融体系提供流动性，放大实体贸易的作用。但与之相对，一国经济实力的持续走弱，必然会导致其主权货币的全球结算地位下降。

跨境贸易规模是支撑他国使用该国货币结算的底层核心基础，美元的全球结算地位，同样依托美国庞大的贸易需求支撑。

- **全球金融交易体量远超实体经济，是全球结算需求的主要贡献。**从实际数据来看，SWIFT 体系中，证券交易、衍生品结算、银行间批发性资金调拨等金融相关交易，占全球交易总流量的 54%，占比过半。从跨境资本交易规模来看，1993 年美国居民与外国居民之间的股债交易总额，已达到美国国内生产总值的 135%。离岸美元金融市场的扩张速度与体量同样大幅超越实体经济部门，据 Steffen Murau（2018）的研究，早在 1970 至 1975 年，离岸欧元美元市场规模就已超过全球美元储备总量。

- **但是，大量金融需求是由贸易衍生而来，最终表现为美国进口份额与 SWIFT 体系美元份额的高度相关性。**美元进口是一种需要大量使用美元结算的场景，是 SWIFT 报文中美元份额的重要组成部分，但是如前文所说，SWIFT 体系中比重更高的是金融报文，而美国在全球的商品进口份额和美元在 SWIFT 中的份额两者高度趋同则意味着，SWIFT 系统中实体经济和金融的报文数量有极强的相关性，这背后主要有两点原因。

  其一，虽然贸易报文数量更少，但商品进出口贸易会衍生大量信用证、跟单托收、银行保函等供应链融资业务，相应地会触发开证、通知、承兑、付款、再融资等多笔 SWIFT 报文交易。因此，美国进口贸易活跃度提升，会直接带动全球银行体系美元贸易融资报文大幅增长，推高 SWIFT 美元支付份额。

  其二，IMF 相关研究（Adler et al., 2020）指出，出口企业普遍追求营收货币与生产成本货币相匹配（如进口和出口）。因此，美国庞大的贸易需求会通过供应链向上下传导，持续催生企业端美元需求，再经由供应链金融体系进一步放大，导致美国进口份额与 SWIFT 体系美元结算份额走势趋同。

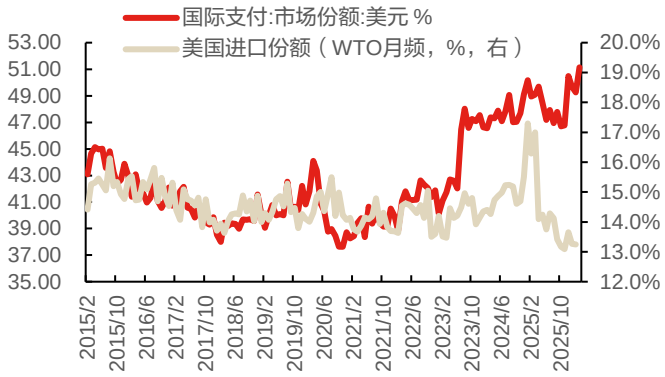
需要补充的是，SWIFT 体系各货币份额的短期波动，可能并非完全源于经济基本面变化，系统统计规则调整影响也不容忽视。结合图 14、图 15 数据可见，2023 年 SWIFT 体系美元份额出现阶段性大幅跳升，据 SWIFT 官方 2023 年 11 月解读，此次异动源于当年 3 月系统启动 ISO 20022 新版本迁移，系统迭代导致欧元等非美货币份额被动缩水，其中欧元份额被动下降 15%左右。剔

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

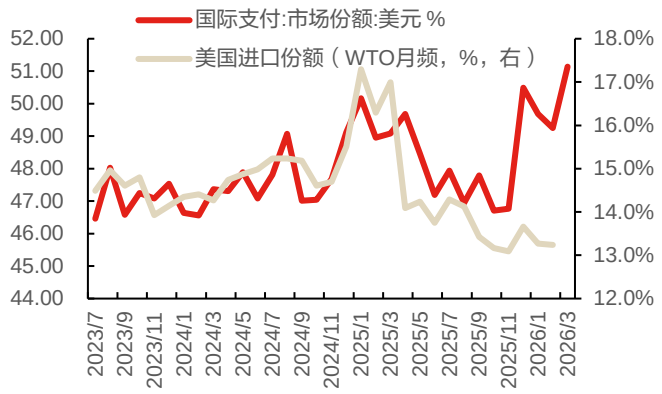
除该统计断点干扰后，美国进口份额与美元 SWIFT 份额的相关逻辑依然成立。与之相似的是，2025 年 12 月美元 SWIFT 份额再度出现大幅抬升，虽 SWIFT 官方尚未释明原因，但本次异动恰逢 2025 年 11 月 25 日 ISO20022 系统完成最终强制切换，波动有可能同样源于系统更新。

图 14：SWIFT 中美元份额与美国进口份额（%）



数据来源：WTO，同花顺，东方证券研究所

图 15：SWIFT 中美元份额与美国进口份额（%，仅 2023 年 7 月后）



数据来源：WTO，同花顺，东方证券研究所

货币储备地位的演变也遵循类似的规律，即美国进口贸易规模是支撑美元储备需求的根基。1980-1985 年，尽管日元储备地位快速提升，但美元全球储备份额仍维持相对高位（从约 68.6%缓降至 64.9%），未出现大幅下跌，同期美国进口份额持续攀升。1985 年 9 月《广场协议》签署后，美元指数在 1985 年 9 月至 1987 年 12 月期间大幅回落 35%，但美元在全球官方的储备份额不降反升。1988 年 BIS 报告（《Reserves and International Liquidity》）显示，当时美元大幅贬值并未显著冲击储备份额，直接原因在于各国央行为缓解本币升值、保护对美出口竞争力，大规模干预买入美元，对冲了私人资本外流的压力，期间各国官方美元储备"价减量增"现象非常显著。而各国亟需保护出口的核心逻辑在于，当时美国贸易规模依然庞大，其全球经贸的系统性并未下降，为保证各自外贸环境稳定，各国央行大规模进行干预的动机十分充分。此外值得一提的是，根据 Jeffrey Frankel（2015）的研究，广场协议后美国进口份额基本稳定的原因在于，美元贬值初期，进口价格上涨带来的估值效应超过了出口增量与进口减量的数量效应，美国进口份额和贸易赤字反而持续扩张。

1988-1991 年，卢浮宫协议落地后，各国央行协调干预逐步退潮（1987 年后各央行购入美元的力度减弱），叠加美国经济阶段性走弱，进口份额显著下滑，以及日本金融改革，美元储备地位出现明显动摇。值得注意的是，这一阶段美元指数整体平稳，美元官方储备地位下滑主要与各国主动抛售美元资产有关。

日元国际化由盛转衰的历程，同样印证了贸易规模和实体经济是货币国际化的根基，仅靠金融体系独木难支。Hiroo Taguchi（1994）的研究，1980 年外汇法修订后，日本资本账户大幅放开，叠加 1980 年代持续巨额经常账户盈余，推动日元在贸易计价、国际债券及银行贷款中的使用显著扩大，持续推动 1980-1991 年日元全球储备份额上升。但随着泡沫破裂，实体贸易规模收缩、金融体系风险集中暴露，即便是 1996 年“金融大爆炸”改革也未能挽回日元的储备地位。

日元储备地位的快速下滑，且韧性远远弱于美元，也与当时日元国际化不彻底密切相关。日本产业链对外投资过于集中在金融和房地产板块，对上下游的扩张和影响力明显不足，无法推动第三方贸易使用日元。

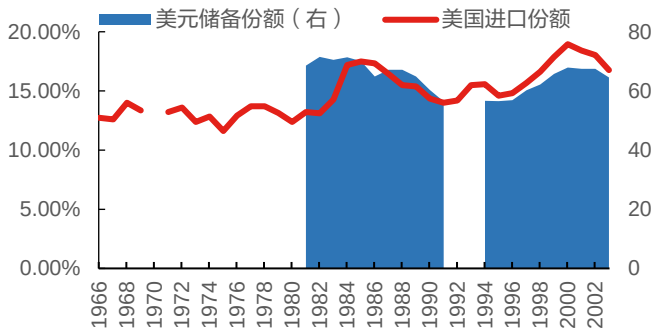
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **日本的主要进口产品主要以美元计价，而非日元。**同样参考 Hiroo Taguchi（1994）的研究，1988 年日本出口日元计价占比达 34.3%，但进口日元计价占比仅为 14.1%，进出口计价比例差距悬殊。核心原因在于，日本进口以食品、能源等大宗商品为主，而这些商品的全球定价长期由美元主导，日本作为买方缺乏货币选择权；加之日元在第三方跨境贸易中的网络外部性不足，导致非日本参与的贸易几乎不使用日元。同时，亚洲各国持有日元资产大多出于对冲日元债务风险的防御性需求，而非主动的储备配置选择，这也使得日元难以成长为真正的全球贸易媒介货币。

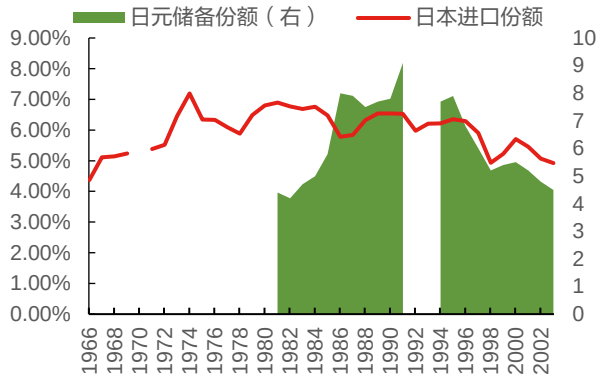
- **日本在进口端的币种选择上缺乏议价能力，关键在于日本海外资本布局“重金融轻实体”的结构性失衡。**依据殷剑峰（2011）的研究（引用的原始数据源于 1995 年的《The Political Economy of Japan Money》），日本国际投资头寸中，对外直接投资仅占海外总资产的 11%，远低于同期美国 28%的水平。彼时日本跨国企业海外布局虽广、品牌知名度高，但有限的对外直接投资并未聚焦资源获取、技术引进、搭建 OEM 实体产业体系等实体经济布局，反而是集中于美国房地产购置、海外证券投资等金融类资产配置。此外，1984 年日本放开汇兑管制后，国内富余资金多在在岸与离岸市场之间流转套利，以"再贷款"等金融空转交易为主，并未落地实体产业投资。在此背景下，日本无法掌控上游大宗商品定价权，表现为进口端的日元计价的比例显著低于出口端，市场仅在与日本开展双边贸易时存在日元使用需求，不存在第三方跨境使用的刚性场景，最终大幅限制了日元的全球化发展空间。

图 16：美元在全球官方的额储备份额及美国进口份额（%）



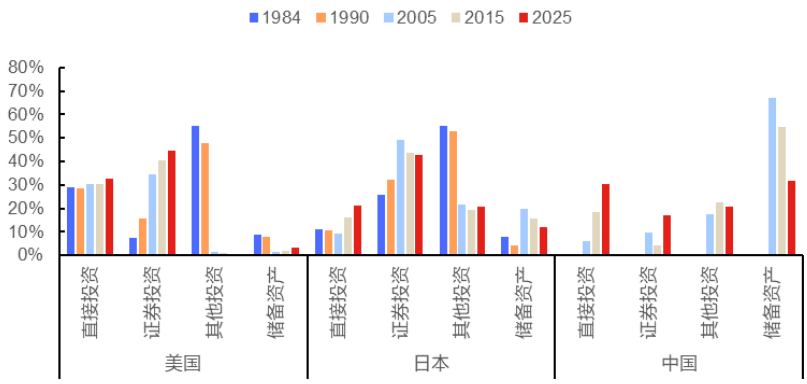
数据来源：IMF，东方证券研究所 备注：1991-1992 年数据缺失

图 17：日元在全球官方的额储备份额及日本进口份额（%）



数据来源：IMF，东方证券研究所 备注：1991-1992 年数据缺失

图 18：中国对外投资结构和美国更相似，以实体产业投资为主，与日本有别（%，仅资产端）

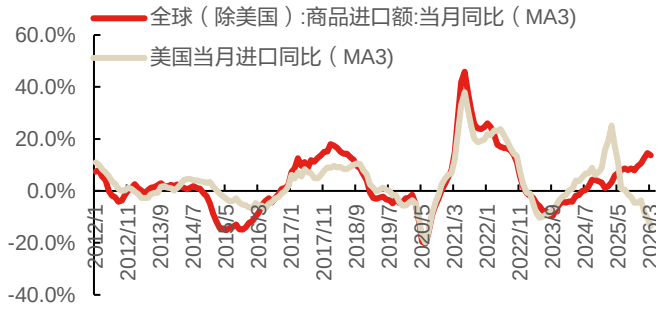


有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

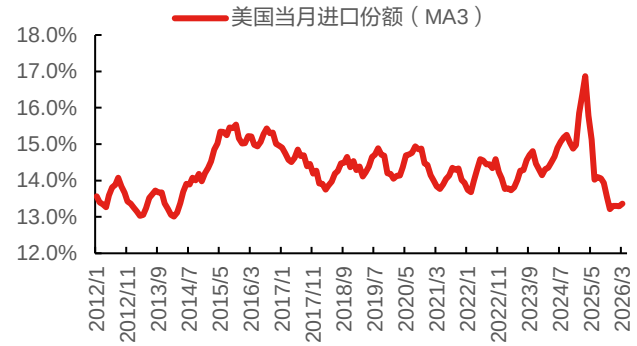
数据来源：CEIC，《人民币国际化：“贸易结算+离岸市场”，还是“资本输出+跨国企业”？——以日元国际化的教训为例》，东方证券研究所 备注：1984 和 1990 年的数据参考文献，其余参考 CEIC 数据

图 19：2025 美国与全球贸易增速出现明显分化



数据来源：WTO，同花顺，东方证券研究所

图 20：需重点关注 2026 年美国进口份额能否回到历史中枢水平



数据来源：WTO，同花顺，东方证券研究所

“人民币国际化”叙事起步需要什么条件？大平台+流动性

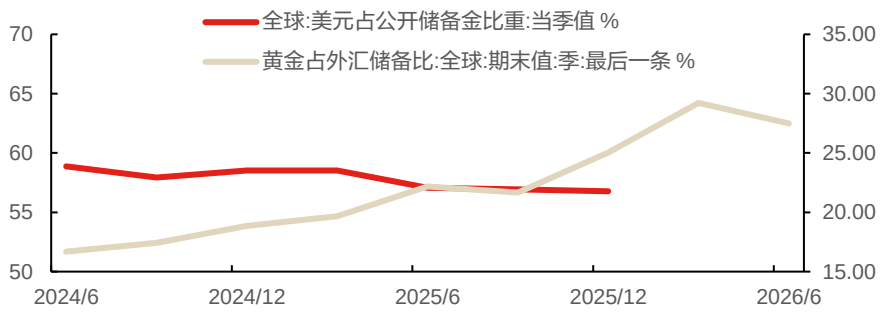
2025 年“人民币国际化”进程尚不明显

2025 年出现了“去美元化”叙事，但是并没有衔接上其他主流货币国际化的叙事。从全球维度来看，在美元安全属性有所弱化的背景下，当前暂无其他主权货币具备接替美元核心地位的条件。因此，如前文所说，全球官方储备资产并未出现美元储备向其他货币储备的广谱转移，而是集中流向黄金资产。最终表现为，2025 年全球外汇储备中黄金占比的抬升幅度，显著高于美元占比的回落幅度。

以人民币为例，虽然 2025 下半年人民币对美元大幅升值，但动能并不是源于人民币国际化加速，而是美元本身走弱：

- 2025 年人民币环球指数和跨境人民币指数均反复震荡，并未趋势走强。
- 2025 年中国跨境贸易人民币结算占比基本保持平稳，整体无明显波动。

图 21：全球美元和黄金在外汇储备中的占比（%）

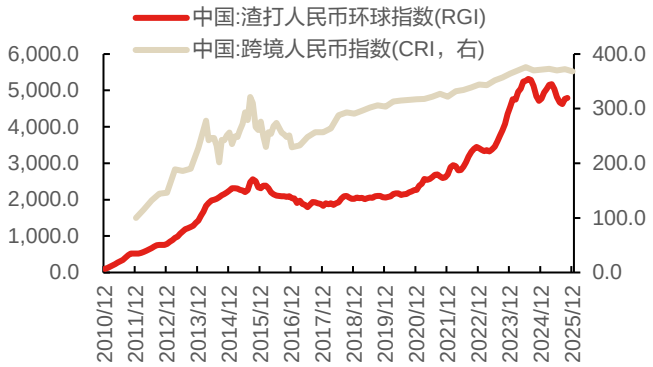


有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

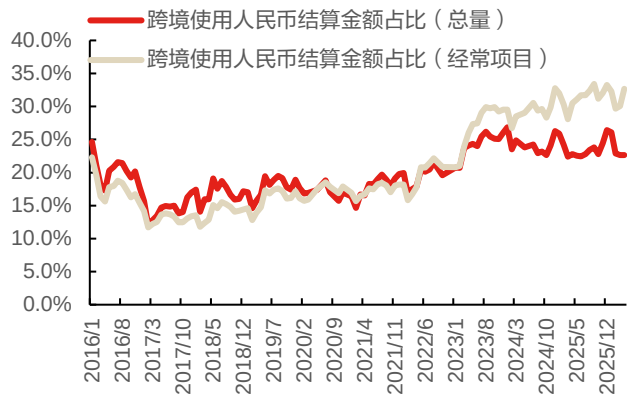
数据来源：同花顺，东方证券研究所 备注，左轴和右轴的刻度范围均为 20 个百分点，以便于对比变化幅度

图 22：2025 年虽然有“去美元化”，但尚未出现“人民币国际化”



数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：渣打人民币环球指数主要从离岸人民币存款、跨境人民币支付、离岸人民币外汇交易、离岸人民币计价债券发行以及外资持有在岸资产等五个核心指标进行评估人民币国际化程度；跨境人民币指数（BOC Cross-border RMB Index，CRI）是由中国银行编制的反映人民币跨境使用活跃程度的综合指标，跟踪人民币跨境流出、境外流转及跨境回流三个环节

图 23：中国跨境使用人民币结算占比估计值（MA3，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：具体估算使用“跨境人民币结算金额/银行代客涉外首付款”进行估算；根据央行《人民币国际化报告（2025）》，截至 2025 年 1-6 月，经常项目人民币跨境收付金额占同期本外币跨境收付金额的比例在 30.6%，和我们估算的口径较为接近

央行金融工具逐渐落地，催化“人民币国际化”加速

中国外贸已经是全球关键的大平台。从贸易规模来看，WTO 年频口径下，2025 年中国在全球范围内的进口和出口份额已经分别达到 9.7%、14.4%（美国分别为 13.2%、8.3%），仅看进口份额，也已经达到了一战后美国的水平。

金融工具提升离岸人民币流动性是当下“人民币国际化”加速的重要一步，尤其是贸易结算领域。与现如今的美国不同，中国经常项目常年保持大额顺差，但这并不阻碍人民币国际化的起步与提速，货币国际化初期的核心关键在于官方的金融渠道。

历史上，各类离岸货币循环体系与离岸市场的建立，实体贸易规模提供了货币使用的"可能性"，官方金融渠道和工具提供“可行性”，是货币国际化起步最关键的催化剂。

- 一战之后，根据相关研究，1912 年美国贸易规模已跃居全球首位。如果仅考虑进口，1914 年美国全球进口份额正式突破 10%，奠定了货币国际化的实体经济基础，但当时美元贸易信贷功能存在明显短板，美国银行受《国民银行法》等监管限制，无法依托本国庞大的贸易规模进入承兑市场，导致美国进出口商与银行必须依靠伦敦市场使用英镑承兑汇票（Eichengreen & Flandreau, 2010）。而推动美元走向国际化的关键，在于 1913 年出台的《联邦储备法》。美联储大力扶持美元贸易承兑汇票市场，通过做市、贴现机制提升美元贸易融资工具的流动性与市场接受度，推动美元在 1920 年代中期超越英镑，成为全球主流的贸易信贷货币，与此同时 1913-1920 年间美国全球进口份额显著抬升，印证了实体进口需求筑牢了美元的使用根基，金融渠道则持续拓宽美元的应用场景，二者相辅相成，推动美元实现非线性的弯道超车。

  后续 1930 年代大萧条来临时，美联储的反向操作也印证了货币国际化初期催化的重要性，尤其是对于民间而言。大萧条爆发后，美联储被迫在捍卫黄金平价与拯救承兑市场之间二选

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

一，在优先选择捍卫黄金平价的情况下，由于美元承兑市场从未建立起类似伦敦 19 世纪那样的独立私人二级市场，美联储这个“唯一买家”离场后，票据流动性迅速枯竭，银行不再愿意发行，投资者不再愿意持有。**但这并不代表美元国际化进程失败，官方的储备需求有所保留——**1930 年代美联储退出私人承兑市场虽导致美元贸易信贷崩溃，却因坚守黄金平价与国家信用，令依托黄金储备的公共债券与官方储备未受冲击；反观英国因黄金储备不足、1931 年放弃金本位及贸易萎缩，英镑信用遭重创，爆发了类似四十年后的“特里芬难题”（黄金储备不足黄金可兑换的承诺动摇），与当下美伊冲突爆发后美元短期得到支撑有相似之处。此消彼长，美元在官方层面的主导地位得以保留。

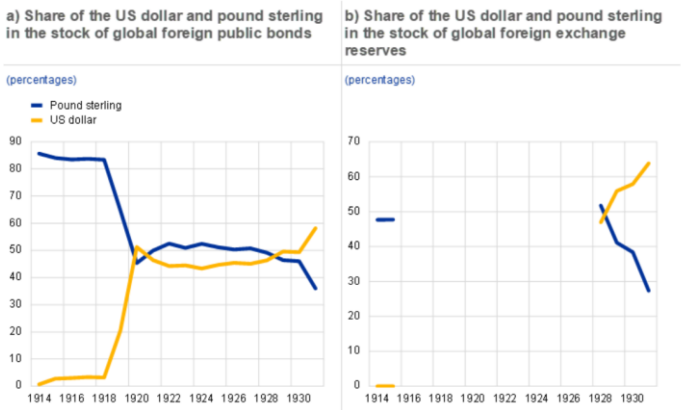
并且值得一提的是，Eichengreen 与 Flandreau（2010）在文中还指出，银行海外分支对美元国际化虽有明显帮助，但非不可或缺。真正关键的是美国实体贸易规模为银行提供客户基础，以及美联储作为“最后做市商”通过贴现和购买承兑汇票创造流动性，海外分支仅起辅助作用，贸易需求与央行政策支持才是美元国际化的核心驱动力。

- **二战后同理，欧洲受战争重创，无法通过对美出口赚取美元，美国依托马歇尔计划，以政府援助、IMF 贷款等形式向欧洲输出美元流动性。**据美国国会研究研究，获得美元的欧洲国家将资金大量用于采购美国的生活物资、工业原料、机械设备等商品，夯实了欧洲重建阶段的美元使用需求，并依托金融体系构建起初步的国际美元循环。根据美国国会研究部（CRS）数据，当时欧洲 70%的援助美元用于采购美国商品，剩余 30%主要用于采购有色金属等美国工业相对竞争优势较弱的品类。

在持续培育美元使用习惯、夯实应用基础后，1958 年欧洲各国货币实现可兑换，伦敦欧洲美元市场顺势诞生。离岸银行通过自主存贷业务创造美元流动性，彻底脱离美国本土的流动性投放体系。在 1972 年布雷顿森林体系崩溃前，美国尚未出现大幅经常项目逆差，但离岸美元市场规模持续高速扩张，1975 年离岸市场自主扩张形成的美元流动性，已反超全球官方美元储备总量。

一战后和二战后美元国际化加速发展的历史经验充分表明，美元跨境使用的底层支撑，来源于全球市场与美国开展经贸往来的真实需求。在此基础上，依托金融与资本项目的主动流动性投放（尤其是央行的政策赋能），能够有效将全球供应链金融的结算币种转换为美元。这一国际化路径，关键在于央行，初期既不依赖货币发行国通过在岸经常项目逆差被动输出流动性，也不完全依托大规模的海外金融机构网点布局，更不是全面的资本项目开放。

图 24：20 世纪 20 年代，在美联储金融工具的支持下，美元超越英镑，成为主要的国际货币

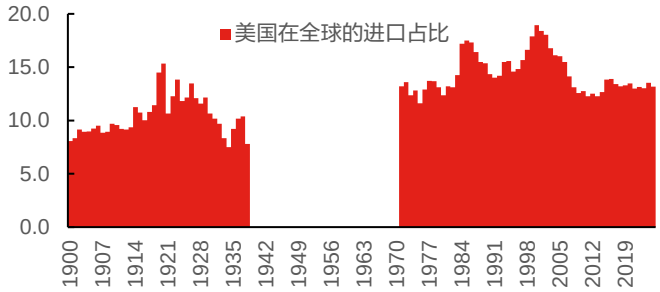


数据来源：ECB，《How is a leading international currency replaced by another? Old versus new evidence》，东方证券研究所 备注：左图代表全球英镑和美元计价的境外公共债券存量占比；右图代表全球央行外汇储备的货币占比

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

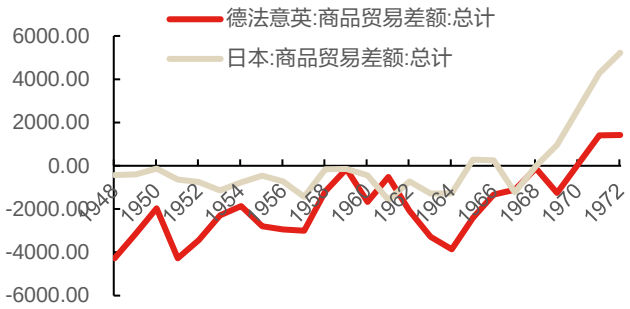
下载日志已记录，仅供内部参考

图 25： 19 和 20 世纪美国在全球范围内的进口份额（%）



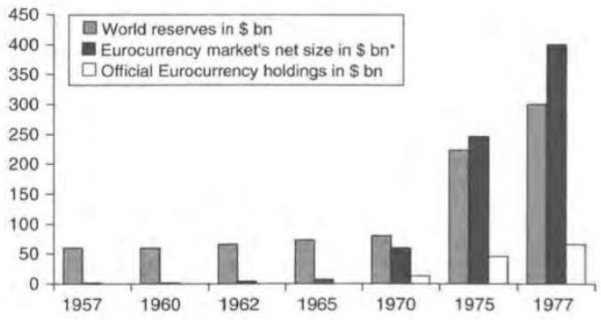
数据来源：University of Cambridge，WTO，东方证券研究所 备注：中间有越 30 年数据缺失

图 26：欧洲重点工业国和日本二战后贸易差额情况（百万美元）



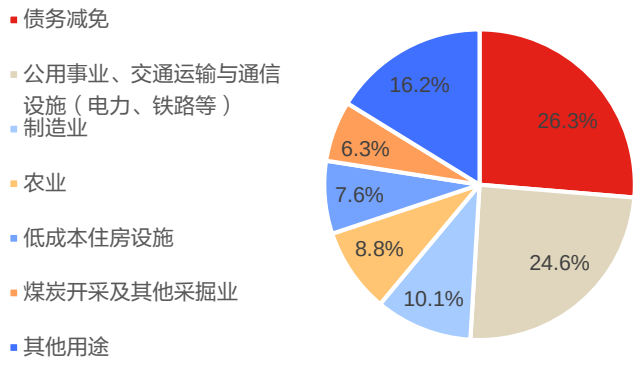
数据来源：同花顺，东方证券研究所 备注：负值代表商品贸易逆差

图 27： 1975 年欧洲离岸美元规模已经通过自主扩张反超全球美元储备



数据来源：《Offshore Dollar Creation and the Emergence of the post-2008 International Monetary System》，东方证券研究所 备注：Official Eurocurrency holdings 代表官方储备管理部门存放在美国本土以外银行（如伦敦、苏黎世）的美元存款

图 28：马歇尔计划的资金用途主要是用于战后重建（年频）



数据来源：CRS，东方证券研究所 备注： 统计数据截至 1951 年 12 月；其他用途是已批准使用资金中未公布细分项的部分。

2026 年重点关注央行离岸金融工具动态

从“十五五”规划中，相关表述为“推进人民币国际化”，“提升资本项目开放水平”，相较于“十四五”时期“稳慎推进人民币国际化”，表述上有明显变化。但考虑到 2026 年美伊冲突持续发酵，国际金融市场波动加剧，跨境资本流动与汇率波动显著上升，资本项目开放大概率仍将需要在宏观审慎监管框架下渐进推进部分开放可兑换的项目（放宽市场准入、扩大投资者范围、丰富风险对冲工具、便利跨境资金汇兑等方面），此前不可兑换的非居民境内发行股票、货币市场工具及衍生产品等核心项目，预计年内难有大幅突破。

在资本项目需要循序渐进提高开放水平的背景下，近期人民币国际化的增量政策支持的观察点可能主要集中在更加自主可控的领域，尤其是央行的离岸金融工具。前文已经提及，央行金融工具在货币国际化起步阶段起到重要作用，对于中国而言，今年央行设立对离岸人民币票据的回购工

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

具，和双边本币互换机制两项工具的进展尤为值得关注。美联储向境外官方机构提供美元流动性的核心机制长期就是“两条腿”：大额央行互换（Swap Lines）与 FIMA 回购便利。如今人民银行也正式具备了对应的“互换+回购”双层架构，如今双方制度空白基本补齐。

- **央行创设境外央行类机构回购工具，可为境外央行、货币当局及主权财富基金持有的人民币高等级债券提供流动性安全网，提高部分人民币资产的短期流动性。**今年央行已经在这方面跨出重要一步，2026 年 6 月 17 日，中国人民银行正式推出该工具，允许境外官方机构以质押式或买断式回购融入短期人民币流动性。该机制通过降低持有高等级人民币债券风险溢价，规避极端情景发生（如被迫出售国债换取流动性），提升的储备吸引力，推动境外增持并改善离岸市场深度。该工具与双边本币互换共同构成“互换+回购”的双层架构，至此，中美在央行层面离岸流动性投放工具的差距已显著缩小。

- **央行本币互换协议则可以通过稳定中长期离岸人民币融资成本，推动企业调整贸易融资及供应链金融的投融资币种，进而通过融资币种与计价币种的互补性，带动人民币跨境支付与结算规模提升。**

  以人民币为例，参考 Bahaj & Reis (2026)基于 2009–2018 年 SWIFT 跨境支付数据的研究，当企业贸易结算从成熟的美元体系切换至人民币体系时，实体企业进口环节的经营性融资需求将从高流动性、机制成熟的美元金融市场，转向流动性相对偏弱的人民币市场，将导致融资利率波动率上升、借贷成本尾部风险显著放大。此时，中国央行可通过货币互换协议为境外人民币贸易融资利率设置上限（ceiling），平抑极端利率波动、截断借贷成本分布的右侧尾部，实质充当离岸人民币贸易融资领域的最后贷款人。

  具体机制可理解为“**互换协议落地→稳定离岸人民币贸易融资成本→鼓励企业切换进口环节融资货币→企业统一融资币种与贸易计价币种→贸易计价货币向人民币调整→人民币跨境支付与贸易融资规模提升→人民币国际化进程加速”。**这一机制与前文提到的 20 世纪初美联储培育美元贸易融资市场的历史具有相似性（“最后贷款人”的职责），央行工具对贸易融资市场的支持在货币国际化初期至关重要，尤其在尚未形成成熟的离岸二级市场时。

  同时，这篇文章还指出，本币互换工具可通过间接连接在区域内形成网络效应，一国无需与特定地区所有央行都建立直接双边互换，而是经由网络中的第三方央行中介获得流动性覆盖，从而放大政策效果。

- **对于今年而言，可关注本币互换扩容，重点观察两类情况。其一，与中国工业联系更紧密的“一带一路”关键节点国，**如埃及 2025 年 4 月开放人民币直接投资、2026 年 6 月续签扩容本币互换，此类安排可为人民币资本项目输出提供流动性安全垫，直接支撑中资企业当地投资与供应链融资需求；**其二，沙特、伊朗等大宗贸易国**，互换机制可为能源矿产贸易人民币计价结算提供最后贷款人支持，截断离岸融资成本尾部风险（如各类票据的贴现业务），推动“石油人民币”贸易融资闭环加速形成。其中 2023 年中国与沙特之间的为期三年的本币互换协议将在 2026 年 11 月到期，届时可观察是否续作，以及规模是否扩容。

图 29：中国央行本币互换规模上限（亿元）

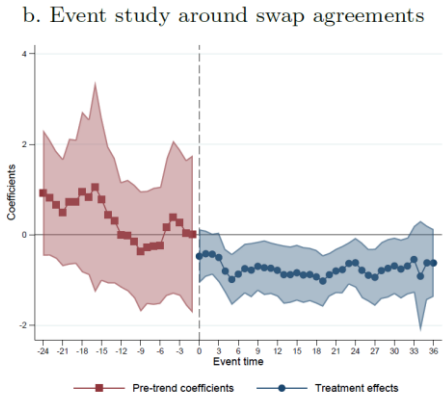
图 30：与中国签署本币互换后，离岸人民币融资成本中枢下移、尾部波动收敛

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：同花顺，东方证券研究所



数据来源：《Jumpstarting an International Currency》，东方证券研究所

“人民币国际化”可以减轻权益市场面临的汇率波动风险

2025 年 4 月以来，受美国关税政策与美伊冲突后全球金融市场剧烈波动影响，人民币汇率持续走强，A 股及港股大量企业遭遇显著汇兑损失。上海证券报指出，2026 年一季度“汇兑损益”成为上市公司一季报高频词，工程机械、跨境电商、消费电子等出口导向型行业成为“重灾区”，较多公司陷入“增收不增利”困局。

相较之下，美国企业鲜有受到汇损困扰，根源在于美元在全球贸易计价中的主导地位使其天然豁免交易层面的汇率风险。美联储理事 Waller（2024）指出，美洲超 96%的贸易以美元计价，全球至少四分之三的非欧贸易采用美元结算。IMF（2020）将这一机制概括为“主导货币定价”下的“自然对冲”——当企业收入与负债以同一主导货币计价时，汇率波动对资产负债表的净冲击被系统性削弱。最关键的是，Adams 与 Verdelhan（2022）的跨国比较研究提供了更直接的会计层面证据。企业天然不存在外币交易敞口美国企业利润表中的外汇交易损益占净利润比例，90%的观测值低于 1.5%，且美元升值对净利润无显著影响；反观日本企业，因大量以美元计价出口，四分之一的企业汇损超过净利润的 6%，汇率每升值 10%，净利润下降 3.6%。综合来看，美国跨国企业的交易性汇损规模仍仅为日本企业的十分之一，且汇率变动对其利润与投资均无显著影响。

相应地，“人民币国际化”对于市场的意义在于，通过改变贸易计价货币，为中国企业提供上述优势。当前中国企业的汇损困境，本质是“外币收入—人民币成本”的货币错配。若更多跨境贸易采用人民币计价结算，并同步发展离岸人民币融资工具，企业便可实现“人民币收入匹配人民币负债”，从根本上消除利润表层面的汇兑损益波动。

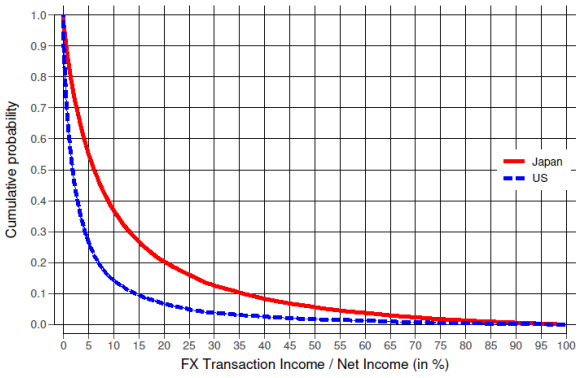
短期内人民币国际化主要在“一带一路”国家推进，而这些国家恰恰面临本币汇率波动剧烈、储备不足和流动性短缺等风险。以人民币计价结算可直接规避当地货币波动，降低交易成本与风险溢价，供需高度对口。对国内权益市场而言，汇损是侵蚀出口企业盈利、压制估值的关键变量。人民币计价份额提升将直接压缩上市公司汇兑损益波动，稳定盈利预期，降低权益资产的汇率风险溢价。

图 31：汇损对美国企业净利润的影响明显小于日本企业

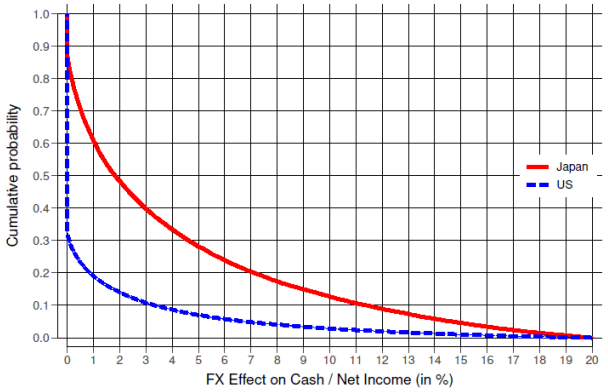
图 32：汇率波动对美国企业现金流的影响明显小于日本企业

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：《FX Transaction and Translation Risk》，东方证券研究所 备注：横轴代表“交易性汇损/净利润”；纵轴代表交易性汇损/净利润”超过 x%的企业占比；曲线下降的越快，代表汇率影响越小



数据来源：《FX Transaction and Translation Risk》，东方证券研究所备注：横轴代表“汇率对现金流的影响/净利润”；纵轴代表“汇率波动对现金流影响/净利润”超过 x%的企业占比；曲线下降的越快，代表汇率影响越小

风险提示

美伊冲突结果仍有不确定性，短期内美元地位走势难以判断。美伊冲突爆发后，全球油价、汇率等市场价格波动明显加剧，美元地位的走向仍具有不确定性。

离岸金融工具被用于金融空转的风险。举例来说，20 世纪日元国际化期间曾出现“再贷款游戏”，大量金融工具被用于套利交易；或者国际间的金融援助或工具仅用于“债务转移”等纯金融目的时，离岸金融工具会显著积累金融风险，形成对比的是二战后马歇尔计划的有效，以及欧债危机期间对希腊援助的失效。根据 Pablo G. Bortz（2015）的研究，欧债危机期间，欧盟（通过 EFSF、ESM、ECB 及双边贷款）向希腊提供了超过 3000 亿欧元的金融援助，但这场输血最终未能形成类似离岸美元体系那样的有效货币循环。核心原因在于，欧盟对希腊救助本质上是"债务转移"而非"流动性投放"，资金在"债权人-债务人"之间空转（54%偿还债务、21%银行资本重组，其余经常项目或实体经济相关），也从未进入实体经济形成贸易与投资的闭环。

附录

BCA Researc 主流货币属性评分

表 1：BCA Research 对各主流货币的评分

八大评分维度	美元	欧元	人民币	日元	加元 / 澳元	黄金	非美平均	美元-非美
市场深度与流动性	3	2	1	1.5	0.5	0.5	1.1	1.9
法治与制度可信度	3	3	0.5	2.5	2	3	2.2	0.8
无条件安全性	0.5	0.5	0	0.5	0.5	3	0.9	-0.4
贸易计价实用性	3	2	1.5	0.5	0.5	0	0.9	2.1

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

融资 / 离岸市场深度	3	2	1	0.5	0.5	0	0.8	2.2
大宗商品对冲	0	0	0	0	3	2	1	-1
危机多元化避险	2	0.5	0	2	0.5	3	1.2	0.8
系统性流动性最后贷款人	3	2	0.5	1.5	0.5	0	0.9	2.1

数据来源：BCA Research，东方证券研究所



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

东方证券 ORIENT SECURITIES

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。