

人民币是避险货币吗？

俄乌冲突爆发后，人民币初步表现出避险货币特征，但只是非典型的避险货币。

- 避险货币是指全球投资者选择规避风险或者经济基本面不确定性增加时出现升值的货币。1990年以来的VIX指数阶段性高点前后，美元指数在市场恐慌情绪高点以上涨为主，日元避险属性明显强于瑞郎，而包括人民币在内的新兴市场货币表现出明显的风险属性。
- 2月24日，俄乌冲突爆发后，市场恐慌情绪加剧，全球资金逃向安全资产，推动美债和黄金价格上涨、美元指数上行，欧元、英镑如期大跌，但人民币汇率意外走强，表现出一定的避险货币属性。
- 从理论影响因素来看，一国稳定的经济政治环境、较强的货币流动性以及长期低利率环境是货币避险属性发挥的主要影响因素。从实际升值机制来看，美元避险升值的核心在于美国的避风港角色，往往表现为“债汇双升”；日元和瑞郎的避险升值机制主要是套息交易平仓和升值预期的自我实现。
- 中国稳定的宏观经济环境是保持人民币购买力稳定的重要基础，但在金融市场发展、金融开放程度和利率水平等多个方面与美国、日本和瑞士存在差异。俄乌冲突之后，人民币虽然初具避险货币特征，但人民币债券缺乏安全资产属性。
- 人民币资产能否成为避险资产，取决于相关风险对中国而言是优势项还是劣势项。如果中国能够免受风险波及，或受风险事件的影响较小，人民币就有可能成为避险资产；但如果中国身涉其中，人民币就难以成为避险资产。

风险提示：地缘政治局势超预期，美联储货币紧缩超预期，国内疫情发展超预期。

相关研究报告

《2月外汇市场分析报告：境内外汇供求意外反转，人民币展现非典型的避险货币特征》
20220321

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

目录

| | |
|--|-----------|
| 一、传统避险货币和人民币在历次风险事件后如何表现? | 5 |
| 美元在恐慌情绪高点以上涨为主 | 5 |
| 日元的避险属性明显强于瑞郎 | 6 |
| 人民币表现出明显的风险属性 | 7 |
| 二、俄乌冲突爆发导致全球资金逃向安全资产 | 8 |
| 10 年期美债收益率急跌，一度跌破 1.8% | 8 |
| 黄金价格飙升，一度升破 2000 美元/盎司 | 8 |
| 美元指数明显上涨，日元、瑞郎走势较弱 | 9 |
| 俄乌冲突发生后，欧元、英镑明显走弱 | 9 |
| 新兴货币跌幅较大，人民币汇率继续升值 | 10 |
| 三、避险货币的理论影响因素和实际升值机制 | 11 |
| 避险货币的理论影响因素 | 11 |
| 避险货币的实际升值机制 | 11 |
| 四、人民币初步具有避险货币特征，但只是非典型的避险货币 | 15 |
| 人民币成为避险货币的理论条件尚不成熟 | 15 |
| 人民币汇率表现出避险特征，但人民币债券缺乏安全资产属性 | 16 |
| 五、主要结论 | 18 |
| 风险提示: | 18 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1. 标准普尔 500 波动率指数 (VIX) 走势..... | 5 |
| 图表 2. 历次风险事件发生前后美元指数表现..... | 6 |
| 图表 3. 历次风险事件发生前后美元兑日元汇率表现..... | 6 |
| 图表 4. 历次风险事件发生前后美元兑瑞郎表现..... | 6 |
| 图表 5. 历次风险事件发生前后新兴市场货币指数表现..... | 7 |
| 图表 6. 历次风险事件发生前后美元兑人民币表现..... | 7 |
| 图表 7. 俄乌冲突发生后各类资产表现 (单位: %, 个基点) | 8 |
| 图表 8. 10 年期美债收益率及其实际收益率 (单位: %) | 8 |
| 图表 9. 伦敦现货黄金价格 (单位: 美元/盎司) | 9 |
| 图表 10. 俄乌冲突前后美元指数表现..... | 9 |
| 图表 11. 俄乌冲突前后日元和瑞郎表现..... | 9 |
| 图表 12. 俄乌冲突前后欧元和英镑走势..... | 10 |
| 图表 13. 俄乌冲突前后新兴市场货币指数和人民币汇率走势 (单位: %) | 10 |
| 图表 14. 美元指数与全球 PMI 负相关性较强..... | 11 |
| 图表 15. 日本国际投资净头寸..... | 11 |
| 图表 16. 历次风险事件发生前后美元指数和 10Y 美债表现..... | 12 |
| 图表 17. VIX 指数与外国投资者持有美债变动额..... | 12 |
| 图表 18. 2022 年美联储持有美债和美债总额变动..... | 12 |
| 图表 19. 瑞士非储备性质的金融账户差额与瑞郎汇率走势..... | 13 |
| 图表 20. 日本非储备性质的金融账户差额与日元汇率走势..... | 13 |
| 图表 21. 日元汇率与非商业多头净持仓..... | 14 |
| 图表 22. 中国与美国、日本和瑞士金融市场发展程度对比 (单位: %, 十亿美元) | 15 |
| 图表 23. 中国利率明显高于美国、日本和瑞士..... | 15 |
| 图表 24. 中国民间部门对外净头寸..... | 15 |
| 图表 25. 历次风险事件发生前后人民币汇率收盘价和 10Y 中债表现..... | 16 |
| 图表 26. 10 年期中美国债收益率差值明显收窄..... | 17 |
| 图表 27. 境外投资者持有人民币债券变动情况..... | 17 |
| 图表 28. 2019 年 4 月主要货币日均交易量情况..... | 17 |
| 图表 29. 中国债券市场是全球第二大债券市场..... | 17 |

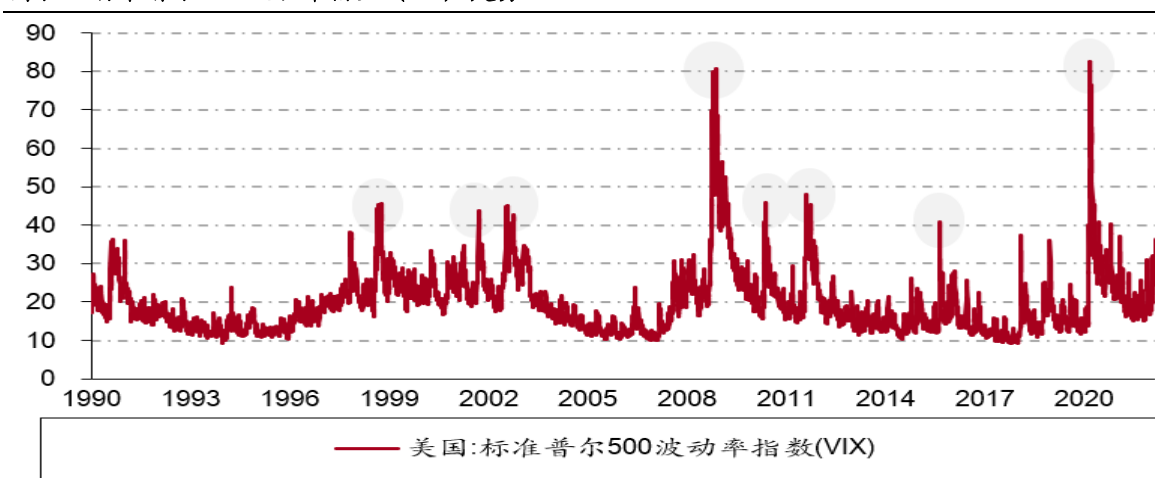
2月24日俄乌冲突爆发，以往风险货币属性明显的人民币汇率表现较为强势。人民币避险货币属性引发市场热议。如何认识人民币的避险货币属性？人民币的避险货币属性等同于人民币是避险资产吗？本文拟就此展开讨论，具体内容如下：传统避险货币和人民币在历次风险事件发生前后是如何表现的？俄乌冲突对国际金融市场的影响如何？传统避险货币的理论影响因素和实际升值机制分别是什么？人民币与传统避险货币有哪些不同？

一、传统避险货币和人民币在历次风险事件后如何表现？

所谓避险货币，是指当全球投资者选择规避风险或者经济基本面不确定性增加时出现升值的货币。美元、日元和瑞郎通常被视为避险货币。VIX 指数反映市场对未来 30 天波动率的预期。通常 VIX 指数超过 40 时，表明市场处于非理性恐慌状态。因此，我们以 VIX 指数大于 40 为标准，以 1990 年以来不同时间段 VIX 指数最高点为零点，分析零点前后传统避险货币和人民币汇率的表现。

8 个时间段的阶段性高点分别是：1998 年 10 月 8 日（亚洲金融危机），2001 年 9 月 20 日（“9.11”事件），2002 年 8 月 5 日（互联网泡沫破裂），2008 年 11 月 20 日（全球金融海啸），2010 年 5 月 20 日（希腊债务危机），2011 年 8 月 8 日（美债信用评级），2015 年 8 月 24 日（全球股市动荡），2020 年 3 月 16 日（全球疫情蔓延）（见图表 1）。

图表 1. 标准普尔 500 波动率指数 (VIX) 走势

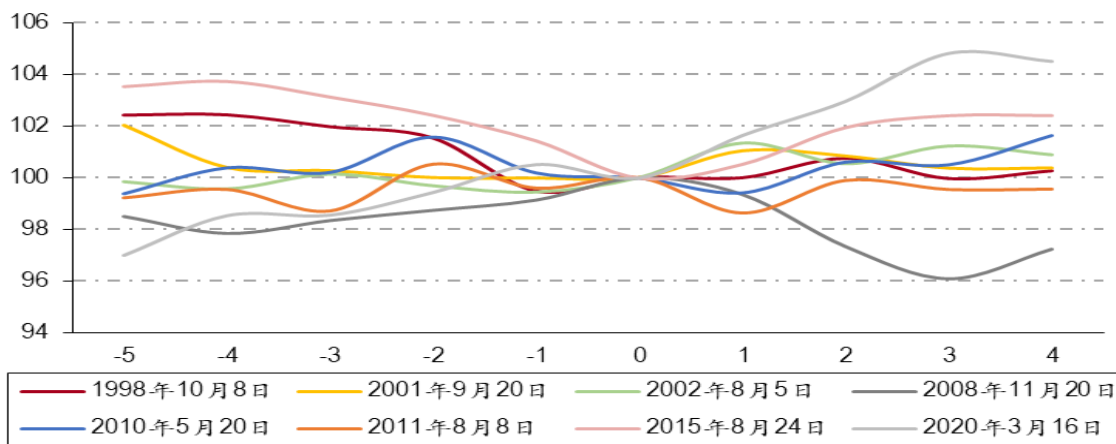


资料来源：万得，中银证券

美元在恐慌情绪高点以上涨为主

8 个时间段内，VIX 指数达到阶段性高点当天的美元指数较上一交易日上涨的次数为 4（最大涨幅为 2008 年 11 月 20 日的 0.9%），基本持平次数为 1，贬值次数为 3（最大跌幅为 2015 年 8 月 24 日的 1.4%）；此后 5 个交易日（包括 VIX 高点当天，下同）均值较前 5 个交易日均值上涨和下跌次数均为 3（最大涨幅为 2020 年 3 月 16 日的 4.0%，最大跌幅为 1998 年 10 月 8 日的 1.4%），基本持平次数为 2（见图表 2）。

图表 2. 历次风险事件发生前后美元指数表现



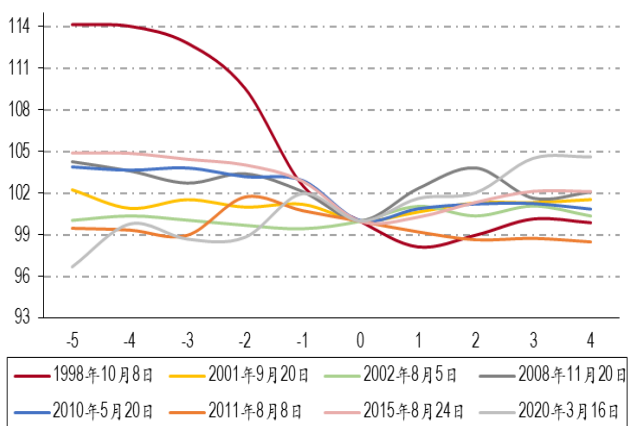
资料来源：万得，中银证券

日元的避险属性明显强于瑞郎

日元：8个时间段内，VIX指数达到阶段性高点当天的日元较上一交易日升值的次数为7（最大升值幅度为2010年5月20日、2015年8月24日的2.9%），贬值次数为1（2002年8月5日贬值0.5%）；此后5个交易日均值较前5个交易日均值升值的次数为6（最大升值幅度为1998年10月8日的11.3%），贬值的次数为2（最大贬值幅度为2020年3月16日的3.3%）（见图表3）。

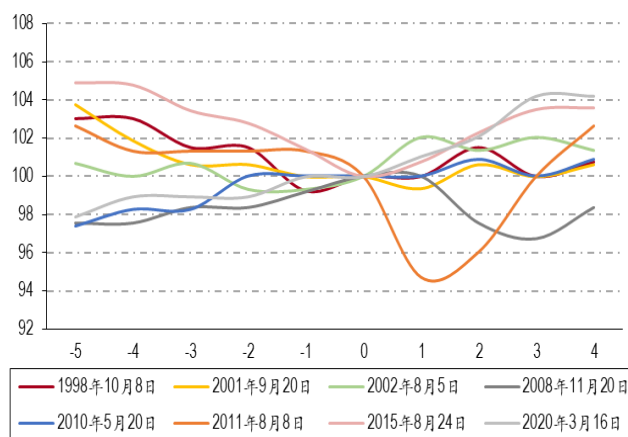
瑞郎：8个时间段内，VIX指数达到阶段性高点当天的瑞郎较上一交易日升值的次数为2（2011年8月8日、2015年8月24日分别升值1.3%、1.4%），持平次数为3，贬值次数为3（贬值幅度均小于1%）；此后5个交易日均值较前5个交易日均值升值和贬值的次数均为4（最大升值幅度为2011年8月8日的2.9%，最大贬值幅度为2020年3月16日的3.3%）（见图表4）。

图表 3. 历次风险事件发生前后美元兑日元汇率表现



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 历次风险事件发生前后美元兑瑞郎表现



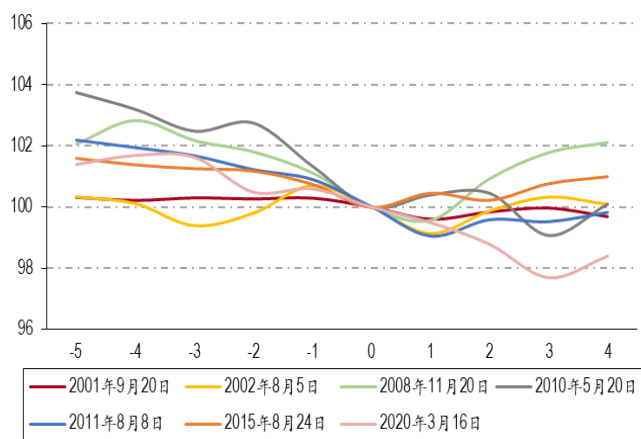
资料来源：万得，中银证券

人民币表现出明显的风险属性

新兴货币：由于 MSCI 新兴市场货币指数自 1999 年开始公布日度数据，因此我们只能观察 1999 年以来风险事件发生后新兴市场货币走势。7 个时间段内，VIX 指数达到阶段性高点当天的新兴市场货币指数较上一交易日，以及此后 5 个交易日均值较前 5 个交易日均值无一例外均出现下跌，单日和均值最大跌幅均出现在 2010 年 5 月 20 日，分别下跌 1.3%、2.6%（见图表 5）。

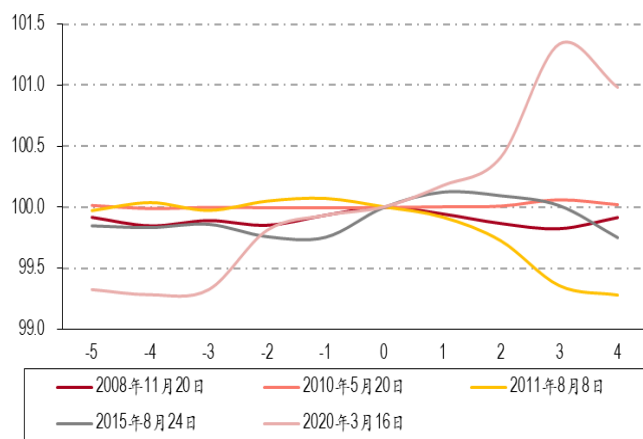
人民币：由于人民币在 2005 年“7.21”汇改之前变化幅度较小，我们只分析 2005 年以来风险事件发生后人民币汇率收盘价走势。5 个时间段内，VIX 指数达到阶段性高点当天的人民币汇率较上一交易日贬值次数为 3（最大贬值幅度为 2015 年 8 月 24 日的 0.25%），基本持平次数为 1，小幅升值次数为 1；此后 5 个交易日均值较前 5 个交易日均值贬值次数为 4，升值次数为 1（见图表 6）。单日和均值升值均出现在 2011 年 8 月 8 日，分别升值了 0.07%、0.36%。不过，此后人民币贬值压力明显增强，风险货币属性突出。2011 年 9 月下旬至 12 月底，68 个交易日中有 63 个交易日人民币汇率收盘价弱于中间价，期间二者偏离幅度均值为 0.3%（2011 年 12 月份头两周，人民币汇率连续触及跌停位置¹）。不过，总体来看，人民币的风险属性仍然弱于新兴市场货币总体。

图表 5. 历次风险事件发生后新兴市场货币指数表现



资料来源：彭博，中银证券

图表 6. 历次风险事件发生后美元兑人民币表现



资料来源：万得，中银证券

¹ 第一财经日报，“外管局：双向波动符合人民币改革方向跌停不等于贬值”，2011 年 12 月 19 日。

二、俄乌冲突爆发导致全球资金逃向安全资产

2022年2月24日，俄罗斯总统普京发表全国讲话，正式宣布俄军在乌克兰东部地区的军事行动。俄乌冲突爆发后，市场恐慌情绪加剧，VIX指数从2月23日的31.0最高升至3月7日的36.5。受此影响，全球资金逃向安全资产，推动美债和黄金价格上涨、美元指数上行，欧元、英镑如期大跌，不过人民币意外走强，表现出一定的避险货币属性（见图表7）。由于3月9日以后，市场关注点重新转向欧洲央行的议息会议，故本文仅分析3月8日之前地缘政治因素对国际金融市场的影响。

图表7. 俄乌冲突发生后各类资产表现（单位：%、个基点）

| 时间 | 伦敦金现 | 10Y美债 | 美元指数 | 日元兑美元 | 瑞郎兑美元 | 欧元兑美元 | 英镑兑美元 | 人民币中间价 | 人民币收盘价 | 人民币预估指数 | 新兴货币指数 |
|-------------------------|------|--------|------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|--------|
| 3月8日较2月23日变动 | 7.1 | (13.0) | 3.0 | (0.6) | (1.2) | (3.6) | (3.3) | 0.2 | 0.1 | 3.3 | (2.6) |
| 2月24日至3月8日均值较2月1日至23日变动 | 5.1 | (9.5) | 2.0 | (0.1) | 0.1 | (2.5) | (1.9) | 0.4 | 0.5 | 1.9 | (1.2) |

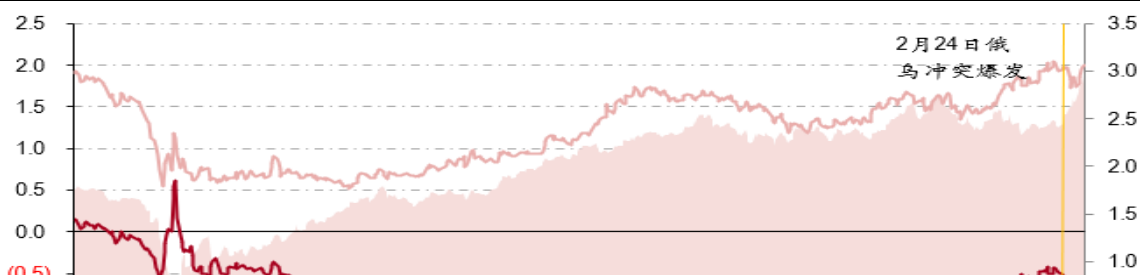
资料来源：万得，彭博，中银证券

注：黄金价格为伦敦现货黄金价格；双边汇率均为本币兑美元汇率，正值代表本币升值，负值代表贬值；人民币预估指数是wind人民币汇率预估指数；新兴货币指数是指MSCI新兴市场货币指数。

10年期美债收益率急跌，一度跌破1.8%

2022年以来，受美国通胀加速上行、美联储加快紧缩的影响，全球无风险资产定价之锚——10年期美债收益率飙升。到2月23日，美债收益率连破1.60%、1.70%、1.80%、1.90%关口，一度升破2%，收在1.99%，较去年底累计上涨47BP。然而，俄乌军事冲突发生后，美债收益率急速下行，3月8日收在1.86%，较2月23日回落了13BP；2月24日至3月8日，美债收益率均值为1.84%，较2月1日至2月23日均值回落9.5BP（见图表8）。

图表8. 10年期美债收益率及其实际收益率（单位：%）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40271

