



管涛：俄乌冲突下对人民币的四点思考



意见领袖 | 管涛

导读



以下为发言全文：

1

俄乌冲突使人民币初步显现了一定避险货币的特征，但人民币并非典型意义的避险资产

回顾一下今年以来的人民币汇率走势，我们有这么几个观察：

排除 2 月底以来俄乌冲突全面爆发带来的影响，从量价来看，前两个月人民币汇率依然总体偏强，但升值动能减弱。从价格来看，实际上今年前两个月，美元指数的最大跌幅超过了去年同期，但人民币对美元的最大涨幅没有超过去年同期，包括多边汇率也没有超过去年同期。

从数量来看，1 月份比较明显的，外汇是供大于求的，银行即期远期（含期权）结售汇是顺差 149 亿美元，支持人民币继续升值。但 1 月份的结售汇顺差比去年的 12 月份，还有去年同期下降了 66%。到了 2 月份，前述结售汇变成了逆差 65 亿美元。2 月份的人民币走强有一点是量价背离：从供求关系来看人民币应该是跌的，从价格来看人民币还是在。我们可以看到，即便是没有俄乌冲突的影响，实际上今年人民币强势动能也在减弱。

2 月 24 号俄乌冲突全面爆发后，人民币曾经走出一波美元强人民币更强的行情，3 月 8 号之前对美元的总体上是偏强的。在 2 月 24 号到 3 月 8 号，美元升值反映了美元是传统的避险货币。实际上，日元、瑞朗这两种传统的避险货币对美元走的都没有人民币对美元强，甚至这两个货币对美元是略有贬值的。最近大家讨论更多的问题是，日元在这次地缘政治风险事件中没有扮演避险货币的角色，最近这段时间还跌破 120，跌到了 2015 年以来的新低。

即便是 2 月底到 3 月初这一波行情里人民币走得比较强，也不同于典型的避险资产。一般美元强的时候是避险资金逃向安全资产，美元涨，美债也在涨，美债收益率下跌，美债价格上涨。这一次中国的情况是，虽然人民币对美元走得很强，但中债收益率反而是上升的。原因是在 2 月份，境外净减持人民币债券 803 亿人民币，其中净减持人民币国债 354 亿。虽然外汇市场上人民币表现很强，但是债券市场，外资主要是在减持人民币国债，包括其他的债券，这个都是债券通开通以来的最大规模。最新的数

据，3 月份外资在继续减持人民币债券，规模跌到 1125 亿元。

3 月份以后还有新变化，外资不但减持人民币债券，还减持人民币股票。3 月初到 3 月 15 号，陆股通净卖出人民币股票是 645 亿。316 国务院金稳委会议后，市场信心有所回暖，外资重新回流，全月的净卖出规模到降到了 451 亿。

这就告诉我们，人民币可能初步显现了一定的避险货币的特征，但并不是典型意义上的避险资产，更多是区域性的避险货币。某些经济体，受到地缘政治风险的影响，逃向人民币资产，但其他的大部分的外国投资者，可能由于种种原因，为了规避风险，减少海外的风险敞口。所以，人民币是不是避险货币？我们要搞清楚就是风险来自哪里，谁在避险？

2

中美货币政策分化对跨境资本流动和人民币汇率的影响

到目前为止，我们度过了所谓的第一个阶段。第一个阶段是美联储缩减购债阶段，造成人民币对美元虽仍在升值，但升值已经放缓，而且由于国内疫情大幅反弹，多点散发，叠加地缘政治风险外溢的冲击，放大了影响，在 2 月份甚至出现了净流出。

现在美联储货币紧缩已进入下一个阶段——加息缩表。从 2014 年的经验来看，在缩减购债阶段，2014 年年初的时候，人民币还在加速升值，最多升到 6.04 附近，那个时候市场认为人民币会破 6 进 5 的时代。到了下

半年，外汇市场供不应求，结售汇持续逆差；到了年底，银行间市场人民币的收盘价相对于当天的中间价持续在偏贬值的方向，偏贬值的幅度超过1%。人民币汇率调整的压力并不完全源于2015年发生的股市异动和汇市震荡，在这些事件发生之前，外汇市场形势已经在变化。所以，从这个意义上讲，我们对于内外部环境变化，特别是中美货币政策分化对中国资本流动、汇率走势的影响，要加强监测，不能掉以轻心。

3

外资在中国金融市场绝对存量巨大，若出现外资集中减持等事件，应提前做好风险防控预案

中国即便是遭遇了类似2015年的情形，但我们有底气来应付这种情形。张瑜谈到股市和汇市的关系的时候，她总说人民币升值吸引外资流入，人民币贬值吸引外资流出。我认为二者关系有时可能恰恰相反。非常典型的就3月中旬以来的这波人民币汇率回调，不是因为人民币贬值导致外资流出，而是因为外资减持人民币资产，它要在境外把减持人民币资产换成外汇，造成了离岸人民币汇率CNH相当于在岸人民币汇率CNY的持续偏贬值，拉动了人民币的汇率回调。这一波人民币贬值是境外离岸市场驱动的。

我们不去探讨CNH、CNY的差价不代表预期，但是差价到了一定的程度以后，它就会刺激跨市场套利，除非把这个差价给套平，这种套利活动才会停止，否则，它就是无风险的套利。在CNH相对CNY偏贬值的

时候，一定是大家想方设法到离岸市场去结汇，到在岸市场购汇。但由于制度上的安排，债券通、股票通项下的购汇结汇都必须在离岸市场完成，他们都是净卖出人民币资产，所以他们在境外完成了购汇，造成了 CNH 的偏弱。到了 4 月份这两个差价在收敛，意味着前两个月的这一波减持的高潮可能是暂时过去了。

为什么说中国遇到了 2015 年那种情形，我们能够从容应对，有这么几个方面的原因：

第一个原因是民间的货币错配有很大的改善。因为 811 汇改之前，有 20 年的人民币单边升值，所以民间积累了大量的对外负债。在这样的情况下，人民币的意外贬值触发了市场的集中调整。

到去年年底，民间部门的对外净负债是 1.44 万亿美元，比 2015 年 6 月底降了将近 1 万亿美元，那时候是 2.37 万亿，占 GDP 比重是 22%，降到了现在只有 8%。这个是经历过 2018 年中美货币政策错位带来的挑战，经历过 2019 年 8 月份人民币破 7 带来的冲击，更加经历过 2020 年 5 月底人民币跌到 7.20 附近的压力测试，所以我们有信心的。

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_41121

