



张明：人民币已经是全球避险货币了吗？



意见领袖 | 张明

大家好，很高兴参加今天的讨论会。我之前仔细阅读过何青教授的工作论文，从中获益匪浅。今天，我主要从三个方面进行评论。意见仅供大家参考。



一、人民币作为避险货币的影响因素中的变量选取

1、外汇储备增长率

本文指出，如果外汇储备增长越快，则该货币自身稳健性越强。其实，储备增长在一定程度上反映了央行干预外汇市场的程度，储备增长快的时候往往是央行为了维持人民币对美元汇率的大致稳定而进行的公开市场操作。在储备增长快的时候，往往就是人民币和美元汇率走势比较相似的时候。

候。2017年后，中国外汇储备稳定在3.1-3.3万亿美元左右，2 外汇储备增速总体有限。我认为储备增长率是否能够显著提高人民币作为避险货币的能力，这一点需要进一步论证。

2、中国股市总价值/GDP

在此前的论文版本中，何教授用中国股市总价值/GDP 来衡量中国金融市场的总规模和流动性，我个人觉得股市未必是很好的衡量方式，相比之下中国债券市场是更好的衡量方式，且债市也更多受到外国投资者的青睐。在今天的版本中，论文已经改成了债市了。不过从披露的结果看，债市交乘项的显著程度不高，只有一颗星。

3、在岸离岸市场人民币汇差

文章中用到香港和内地在岸离岸市场的人民币汇差作为一种金融投机性指标，这在2015年“8.11”汇改前是非常好的指标，但在2015年以后，在岸、离岸市场价差已经不太显著了。这里隐含了一个人民币是升值预期还是贬值预期的指标，如果用香港 NDF 市场和香港在岸市场汇率变动差来衡量会更好。

4、(总资产+总负债) /GDP

在金融开放程度的衡量中，之前版本用的是(总资产+总负债)/GDP。衡量中国金融开放度，在总资产里面建议要把官方储备资产剔除，因为官方储备资产和私人部门资产的性质是不一样的，在遭遇外部冲击下两者的

表现也是不一样的。

5、中国 GDP 全球占比

在新版本中，何教授用中国 GDP 全球占比做了一个交乘项，并解释为国民经济处于恢复态势。用中国经济相对于全球的比重来解释这个指标更好，而不要用国民经济处于恢复态势，因为指标是 GDP 存量占比，而不是增量。

二、人民币成为避险货币的真实原因

文章采用门限回归模型来识别人民币的避险资产属性。我同意这个方法，但我想提几点疑惑。

首先，人民币目前体现出来的避险货币特点，是否因为人民币在很多时候相对于美元汇率更加稳定所导致的？换句话说，人民币在 VIX 指数上升时对欧元、英镑等其他货币的明显升值，是人民币的独特性使然，还是由于人民币盯住了美元，而跟随美元对这些货币升值使然呢？要解释这一点，在我们回归中的确要把美元本身的运动控制住。丁教授在其研究中提出，如果把美元运动控制住，人民币作为避险货币的显著性会有一个比较明显的下降，这一点和我个人直观的印象比较相符。

其次，何教授提到，在新冠疫情暴发后一段时间内，人民币对其他货币汇率明显升值，尤其在 2020 年下半年体现得非常明显。但我个人想，这个解释是否可以用疫情在中国和全球爆发的错峰来解释？当疫情在全球

爆发时，中国的疫情防控已经取得了明显进展，所以，人民币对其他货币有一个明显升值，但这一点更多的是基于短期因素，而不是长期结构性因素。

再次，目前人民币体现出的避险特点是否与中国金融市场不够开放有关？正是因为中国金融市场与资本账户还未完全开放，导致中国国内资产价格和全球资产价格运动是不同步的，无论是股市、债券市场还是货币市场都具有这种不同步性。这种不同步性表现在外汇市场上，是否会产生所谓的避险效应。

在今年上半年特别是 5 月份前，金融市场上很多分析认为，人民币体现了避险货币的特点，因为在当时人民币对美元大致保持稳定，但美元对其他货币有非常显著的升值。但从今年 4、5 月之后，随着人民币对美元的大幅贬值，认为人民币是典型安全资产的声音在市场上明显地偃旗息鼓了。所以，我个人认为，所谓的人民币作为避险货币的特征，可能是因为我在本部分点评的因素所造成的，其中哪些可以归结到避险货币或其他因素，在研究上可以做进一步的分离与识别。

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_50556

