



管涛：人民币是避险货币吗？



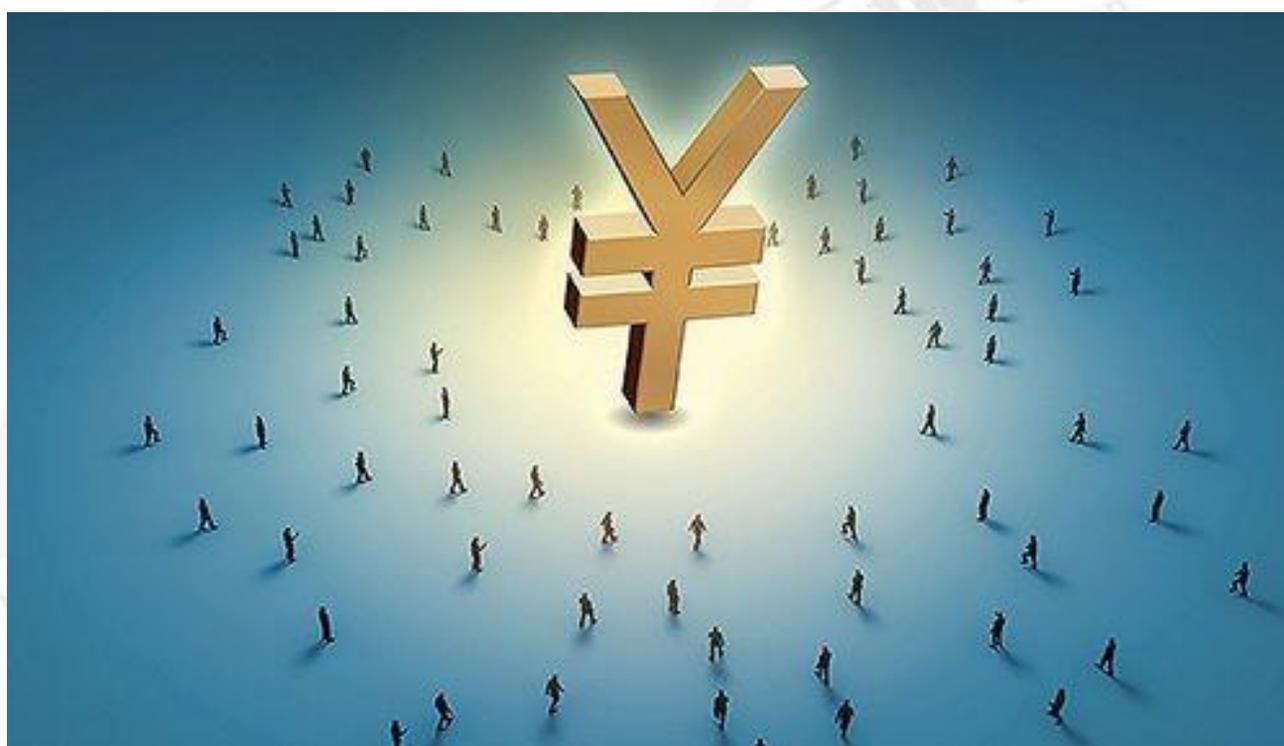
意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）

摘要

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。

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？	4
美元在恐慌情绪高点以上涨为主	4
日元的避险属性明显强于瑞郎	5
人民币表现出明显的风险属性	5
二、俄乌冲突爆发导致全球资金逃向安全资产	7
10年期美债收益率急跌，一度跌破1.8%	7
黄金价格飙升，一度升破2000美元/盎司	7
美元指数明显上涨，日元、瑞郎走势较弱	8
俄乌冲突发生后，欧元、英镑明显走弱	8
新兴货币跌幅较大，人民币汇率继续升值	9
三、避险货币的理论影响因素和实际升值机制	10
避险货币的理论影响因素	10
避险货币的实际升值机制	10
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	14
人民币成为避险货币的理论条件尚不成熟	14
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	14
五、主要结论	17

正文

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

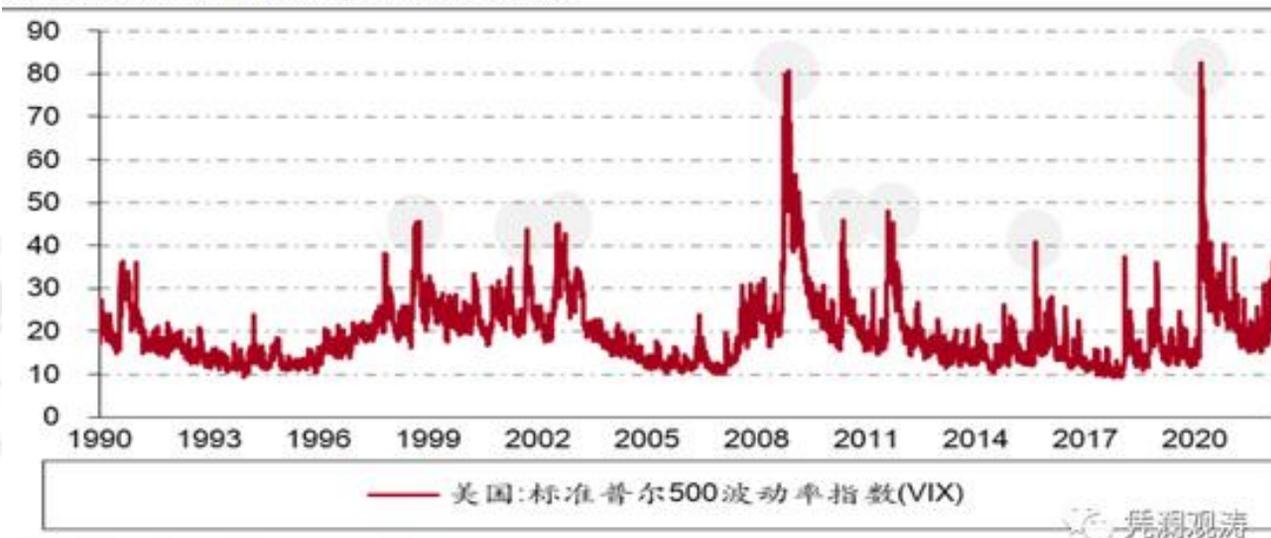
后是如何表现的？俄乌冲突对国际金融市场的影响如何？传统避险货币的理论影响因素和实际升值机制分别是什么？人民币与传统避险货币有哪些不同？

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（美债信用降级），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）。

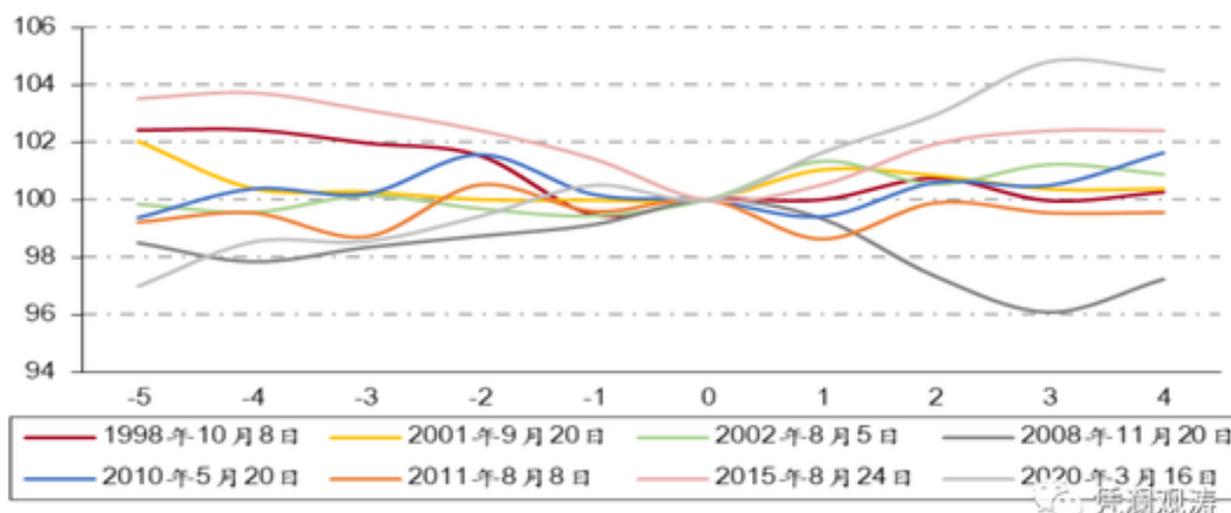
图表 1. 标准普尔 500 波动率指数 (VIX) 走势



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



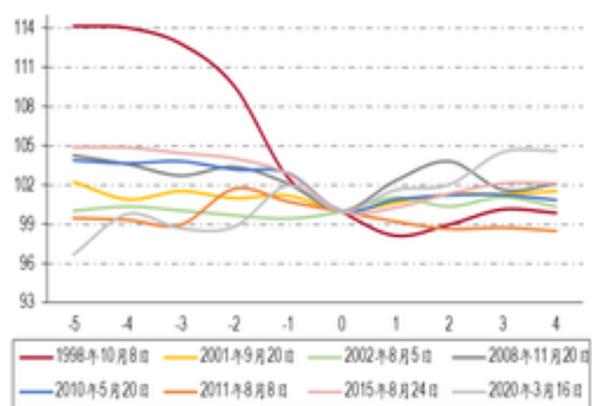
资料来源：万得，中银证券

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）。

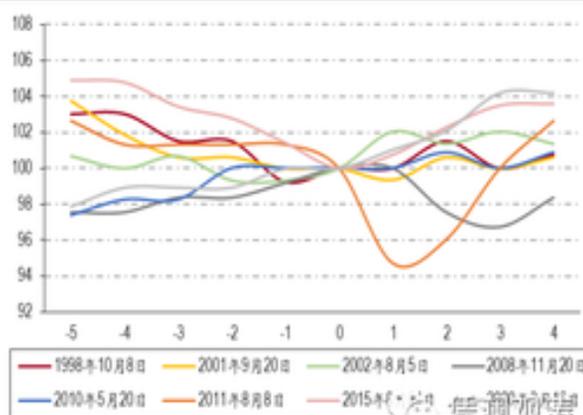
瑞郎：8 个时间段内，VIX 指数达到阶段性高点当天的瑞郎较上一交易日升值的次数为 2（2011 年 8 月 8 日、2015 年 8 月 24 日分别升值 1.3%、1.4%），持平次数为 3，贬值次数为 3（贬值幅度均小于 1%）；此后 5 个交易日均值较前 5 个交易日均值升值和贬值的次数均为 4（最大升值幅度为 2011 年 8 月 8 日的 2.9%，最大贬值幅度为 2020 年 3 月 16 日的 3.3%）（见图表 4）。

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前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 and 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，我们分析 2005 年以来风险事件发生前后人民币汇率收盘价走势。5 个时间

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_40324

