



管涛：人民币显现避险货币特征 坚持稳慎推进国际化





在俄乌冲突过程中,西方发起了对俄的联合制裁,这个事件发生以后,国际上对现行的国际货币体系有很多讨论,甚至提出来“布雷顿森林体系 3.0 版本”,会形成两个平行的体系。我结合中国的情况提供一些观察的视角,从三个方面做下汇报。

第一,俄乌冲突之初人民币呈现非典型的避险货币特征。

今年 2 月底,俄乌冲突刚刚爆发时,美元大涨,在这样的情况下,人民币走出了“美元强,人民币更强”的行情,即美元升值,人民币对美元继续升值。到 3 月初,人民币升到了四年来新高,升到 6.3 附近。当时,

人民币被贴上了“避险货币”的标签。

我们对此，要非常冷静地看待人民币避险货币的特征。和美元相比，人民币还不是通常意义非常典型的避险货币。因为当美元发挥传统的避险货币特点时，通常是美元涨，国际投资者把货币换成美元以后，逃向安全资产，购买美国国债投向安全资产。结果，在美元涨的过程中，美债收益率下降。到3月10日，十年期美债收益率比2月23日最多跌了20多个基点。但中国恰恰相反，人民币对美元仍然非常强势，但在这个过程中，十年期中债收益率反而上涨，最多涨了7个基点，这意味着对中国国债的需求减弱导致中债的收益率上涨，中债的价格下跌。从滞后公布的债券通的数据可以看到，2月份，外资净减持了人民币债券包括国债合计803亿元人民币。所以，显然人民币和美元完全不是一个量级的等价的所谓避险资产。特别是到3月份以后，还出现了外资同时减持人民币债券和人民币股票的情况。

第二、近期外资连续净减持人民币债券或源于资产再平衡效应。

我们可以看到，外资在2-4月份连续3个月净减持人民币债券，各减持了803亿、1125亿、1085亿元人民币，合计3014亿元人民币。为什么会减持？想当然的一个原因是中美国债收益率差收敛甚至倒挂，人民币债券的吸引力下降。但是，这没有很强的解释力。尽管中美国债收益率差收敛甚至倒挂，人民币债券的吸引力是下降的，但是人民币债券仍然是正收益，而欧债、日元债券还是负收益。所以，人民币债券相对还是有一定

的吸引力，用利差不能完全解释这种净减持行为。

当然也有另外一种视角，是否是非经济因素导致的，大家为了规避地缘政治风险而减持人民币债券。这也很难理解，如果说减持人民币资产是出于规避地缘政治风险的原因，那么股票是典型的风险资产，但同期 2 月份沪股通项下境外净增持人民币股票，只是在 3 月份出现了一波净减持人民币股票 451 亿。但 3 月份下半月，当国务院金融委会议召开，回应了市场关切以后，下半月外资又回流了 200 来亿；到了 4 月份人民币出现急跌，外资依然净增持人民币股票 63 亿元。所以，要从风险资产表现来看，看不到外资出于规避地缘政治风险的原因在减持人民币资产。

可见，外资减持人民币债券应该还有其他的原因。为什么会有这种情况？我个人初步猜测，这可能是源于资产再平衡效应，需要从经济方面找原因。

今年以来，由于西方国家通胀上行，货币紧缩预期增强，西方国家的债券收益率上行，债券价格下降。所以，用美元对冲的全球债券指数今年前四个月下跌了 7.5%。反过来，由于中国央行货币政策坚持以我为主，为了稳增长，保持流动性合理充裕，我们的市场利率下降，中债价格同期上涨了 1.4%。这对外部国投资者会带来资产再平衡效应。

什么是资产再平衡效应？通俗地讲，就是由于海外债券价格的下跌，持有的海外债券资产缩水，人民币债券价格上涨，就意味着在给定其他条件不变的情况下，人民币债券资产在整个债券投资组合中的占比上升。但

为了达到资产再平衡的目的，就必须因为美债、欧债资产缩水，占比下降的情况，而为了让人民币避免出现资产超配，则必须减持人民币资产。这在一定意义上可以解释 2 月份以来出现了外资净减持人民币的情况，即可能不完全是非经济的因素导致的。这也让我们对当前国际货币格局的发展演变有清醒的认识，避免过度反应。当然，因为这还只是近两三个月的情况，还有待进一步观察。

第三、积极推动国际货币体系多极化的变革。

怎么应对这样的形势？中国政府明确要积极参与全球治理体系的改革，推动治理体系的多极化，避免经济脱钩。因此，针对货币新冷战，依然要坚持扩大开放。

具体来看，俄乌冲突之后引发的对俄制裁，国际社会已经开始检讨。比如国际货币基金组织指出，这种联合制裁对现行基于信用基础的国际货币体系是极大的伤害，可能会影响其他国家持有美元、欧元的储备资产。最近，美国财长耶伦开始质疑，美方冻结俄罗斯官方储备资产的做法，可能是不合法的。

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_42319

