

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

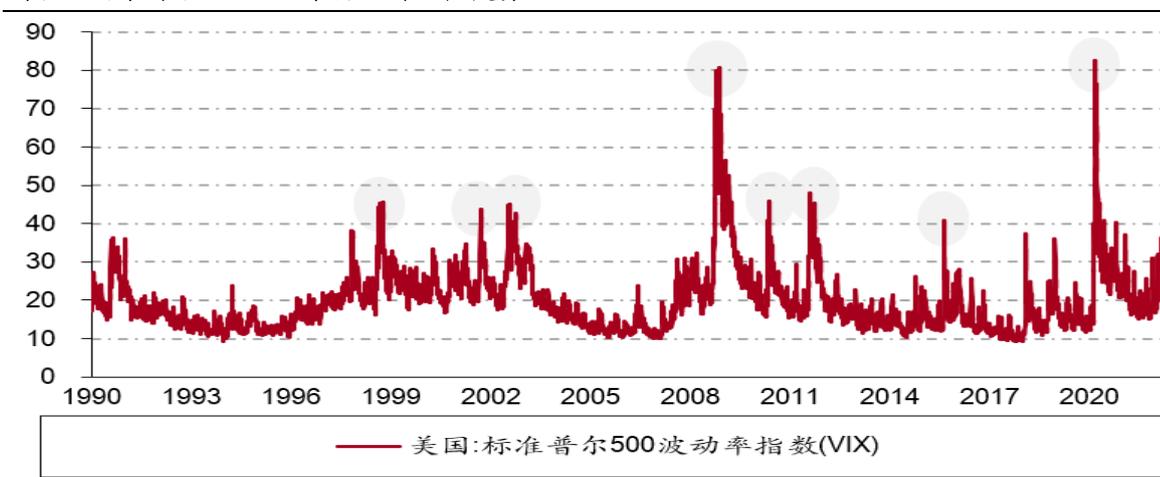
2月24日俄乌冲突爆发，以往风险货币属性明显的人民币汇率表现较为强势。人民币避险货币属性引发市场热议。如何认识人民币的避险货币属性？人民币的避险货币属性等同于人民币是避险资产吗？本文拟就此展开讨论，具体内容如下：传统避险货币和人民币在历次风险事件发生前后是如何表现的？俄乌冲突对国际金融市场的影响如何？传统避险货币的理论影响因素和实际升值机制分别是什么？人民币与传统避险货币有哪些不同？

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

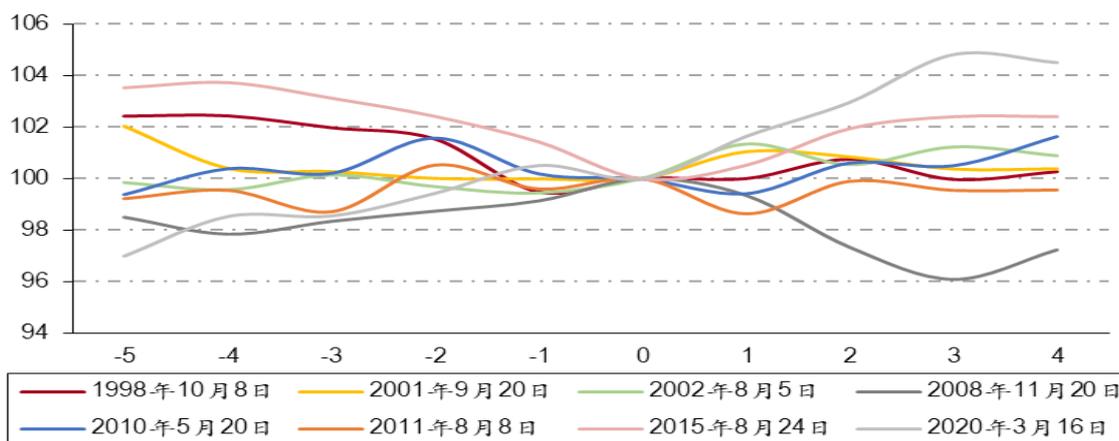


资料来源：万得，中银证券

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



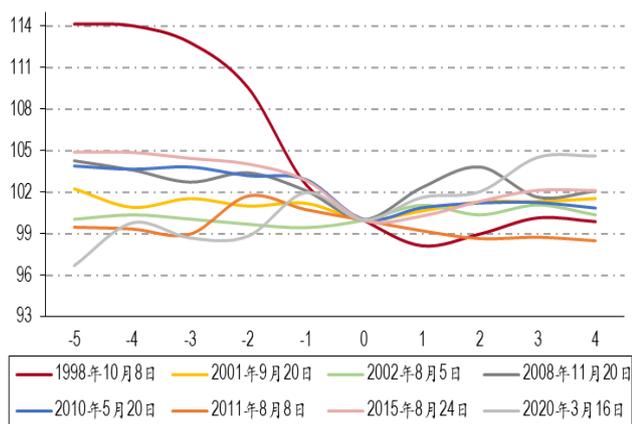
资料来源：万得，中银证券

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）。

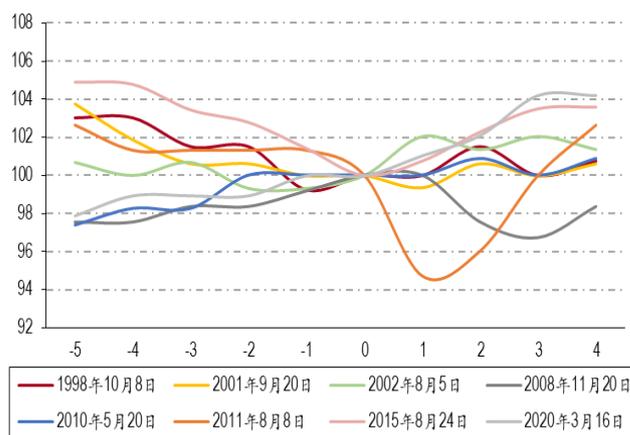
瑞郎：8个时间段内，VIX指数达到阶段性高点当天的瑞郎较上一交易日升值的次数为2（2011年8月8日、2015年8月24日分别升值1.3%、1.4%），持平次数为3，贬值次数为3（贬值幅度均小于1%）；此后5个交易日均值较前5个交易日均值升值和贬值的次数均为4（最大升值幅度为2011年8月8日的2.9%，最大贬值幅度为2020年3月16日的3.3%）（见图表4）。

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



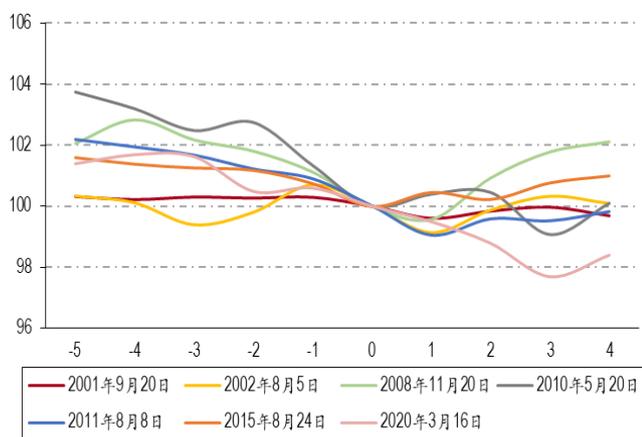
资料来源：万得，中银证券

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）。

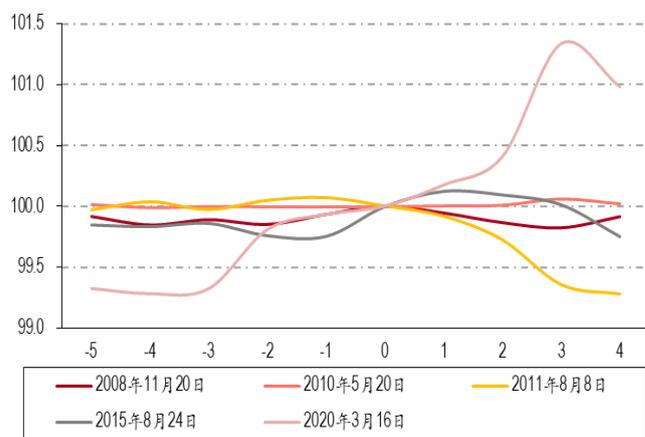
人民币：由于人民币在 2005 年“7.21”汇改之前变化幅度较小，我们只分析 2005 年以来风险事件发生后人民币汇率收盘价走势。5 个时间段内，VIX 指数达到阶段性高点当天的人民币汇率较上一交易日贬值次数为 3（最大贬值幅度为 2015 年 8 月 24 日的 0.25%），基本持平次数为 1，小幅升值次数为 1；此后 5 个交易日均值较前 5 个交易日均值贬值次数为 4，升值次数为 1（见图表 6）。单日和均值升值均出现在 2011 年 8 月 8 日，分别升值了 0.07%、0.36%。不过，此后人民币贬值压力明显增强，风险货币属性突出。2011 年 9 月下旬至 12 月底，68 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：%）



资料来源：万得，中银证券

黄金价格飙升，一度升破2000美元/盎司

疫情自2020年初暴发以来，金价在2020年8月一度升破2000美元/盎司，此后震荡下行，在1700~1800美元/盎司反复震荡。俄乌冲突发生后，金价迅速突破2000美元/盎司，2月24日至3月8日累计上涨7.1%，期间均值为1942美元/盎司，较2月1日至23日均值上涨5.1%（见图表9）。“乱世买黄金”。黄金再度扮演了避险资产角色。

图表 9. 伦敦现货黄金价格 (单位: 美元/盎司)



资料来源: 万得, 中银证券

美元指数明显上涨, 日元、瑞郎走势较弱

2021年, 受美国在发达经济体中经济率先复苏、通胀上行、货币紧缩预期影响, 洲际交易所 (ICE) 美元指数止跌反弹, 全年上涨 6.7%, 从年内低点 89 升至年末 96。但 2022 年以来, 在其他发达经济体逐步复苏, 主要央行尤其是欧洲央行也开始酝酿加快货币退出步伐的情况下, 美元指数总体在 95~97 附近震荡。直到俄乌冲突爆发, 美指再度走强。2月 24 日至 3 月 8 日, 美元指数接连升破 97、98、99 关口, 累计上涨 3.0%, 期间均值较 2 月 1 日至 23 日期间均值上涨 2.0% (见图表 10)。

同为传统避险货币的日元和瑞郎表现则相对较弱, 2 月 24 日至 3 月 8 日, 两者时点汇率分别下跌了 0.6%、1.2%, 均值汇率变动较小。以往避险属性明显的日元汇率在这次不升反跌, 主要是因为日本与其他主要央行货币政策分化, 投资者发起套息交易卖出日元, 加之国际油价上涨导致日本贸易条件恶化等因素共同导致。不过, 无论从时点汇率还是平均汇率看, 日元和瑞郎变动均远小于同期美指变动, 仍体现了避险货币特征 (见图表 11)。

图表 10. 俄乌冲突前后美元指数表现



资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 俄乌冲突前后日元和瑞郎表现



资料来源: 万得, 中银证券

俄乌冲突发生后, 欧元、英镑明显走弱

2021 年上半年, 欧元和英镑汇率先上后下; 下半年, 随着美联储转向鹰派、美元走强, 欧元、英镑走弱, 二者最低分别跌至 1.12、1.32。2022 年 1 月, 欧元和英镑继续走弱, 2 月份初有所反弹, 但此后再次一路下跌。尤其是, 俄乌冲突爆发后, 能源价格上涨, 压制欧洲经济复苏, 欧元和英镑明显走弱。2 月 24 日至 3 月 7 日, 二者分别跌至 1.09、1.31, 累计下跌 4.0%、3.3% (见图表 12)。

图表 12. 俄乌冲突前后欧元和英镑走势

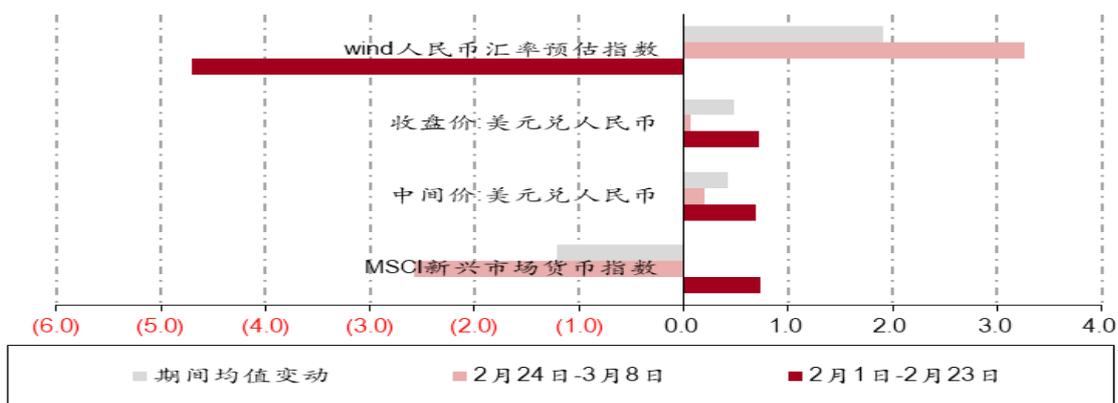


资料来源：万得，中银证券

新兴货币跌幅较大，人民币汇率继续升值

俄乌冲突爆发前期，新兴市场货币与人民币均在升值。2月1日至2月23日，MSCI新兴市场货币指数累计上涨0.8%，略大于人民币汇率中间价0.7%的涨幅。不过，俄乌冲突之后，新兴市场货币转为下跌，而人民币仍在升值。从时点汇率来看，2月24日至3月8日，MSCI新兴市场货币指数累计下跌2.6%，人民币中间价和收盘价则分别上涨0.2%、0.1%，强于其他非美货币，因此万得人民币汇率预估指数上涨3.3%。从均值汇率来看，2月24日至3月8日人民币中间价和收盘价均值分别较2月1日至2月23日期间均值分别上涨0.4%、0.5%，表明俄乌冲突之后人民币确实走得比较强（见图表 13）。

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：%）



资料来源：彭博，万得，中银证券

注：人民币双边汇率涨跌幅是指人民币兑美元的涨跌幅，正值代表人民币兑美元升值，负值代表人民币兑美元贬值。

三、避险货币的理论影响因素和实际升值机制

避险货币的理论影响因素

一是国家经济政治稳定。一国经济政治局势相对稳定是保障该国货币币值稳定的重要基础。美国的经济实力及其在国际贸易和金融市场中的重要地位，有效推动了美元结算、计价、投融资和储备功能的发挥，美元成为全球第一大支付货币和储备货币，也塑造了美元的逆周期属性，即当全球经济下行时，资金往往流入美国，推动美元升值（见图表 14）。而瑞士是永久中立国，当外部发生地缘政治冲突时，其受到的负面影响较少，保障了瑞郎的购买力稳定。

二是货币流动性较强。货币流动性状况决定全球投资者是否可以在风险事件发生后迅速将其他货币和资产转换为该国货币。可见，一国完备的金融体系和较高的金融开放程度是避险货币属性发挥的重要条件。Chinn 等（2006）根据 IMF《汇兑安排与汇兑限制》年报对各国跨境金融交易限制的评估编制的资本账户开放程度指数显示，美国、日本和瑞士资本账户开放指数在 1990 年代已经升到最大值²。BIS 数据显示，2019 年 4 月，美元、日元和瑞郎的日均交易量为 5.8 万亿、1.1 万亿和 3270 亿美元，在全球排名分别为第一、第三和第七。充足的流动性可以使国内外投资者在短时间内快速调整金融资产结构，达到规避风险的目的。

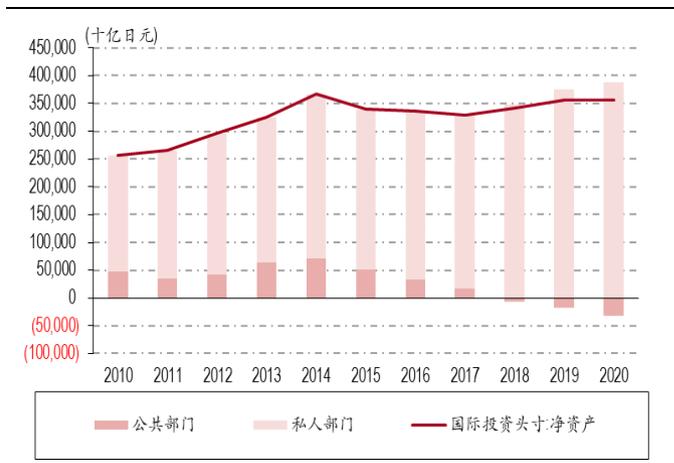
三是长期低利率环境。日本的长期低利率环境，一方面促使日元成为融资货币，即投资者在 risk-on 时期会借入低息日元、买入高息货币资产，risk-off 时期会卖出高息货币资产、买入低息日元，进而推动日元升值；另一方面促使国内居民增加海外投资，积累了大量对外净资产头寸（见图表 15），当外部风险事件发生后，日本国内投资者可能减持海外资产，资金回流日本，推动日元升值。

图表 14. 美元指数与全球 PMI 负相关性较强



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 日本国际投资净头寸



资料来源：万得，中银证券

避险货币的实际升值机制

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”

统计发现，除了 2011 年 8 月、2015 年 8 月外，美元指数在其他 7 个时间段 VIX 高点前后 5 个交易日中均有上涨，其中有 4 个时间段美元上涨伴随美债收益率回落，尤其是 2008 年 11 月和 2010 年 5 月，美债收益率分别回落 62 个、34 个基点，当月外资分别增持美债 560 亿、70 亿美元；2020 年 3 月是特例，美元指数和美债收益率同时上涨，当月外资减持美债 277 亿美元（见图表 16）。从历史数据来看，当 VIX 指数处于高位时，外资确实以增持美债为主（见图表 17）。

² http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm

以近期情况为例。2022年以来，受美国通胀加速上行、美联储加快紧缩的影响，10年期美债收益率飙升。到2月23日，美债收益率较去年底累计上涨47BP。然而，俄乌冲突发生后，尽管美联储仍在加速缩减购债，但美债收益率急速下行。2月24日至3月7日，10年期美债收益率最多较2月23日回调了27BP。据统计，2月24日至3月9日，美联储净增持美债116亿美元，仅相当于同期美债新增额的12.7%，占比较1月6日至2月23日期间低了4.8个百分点（见图表18）。

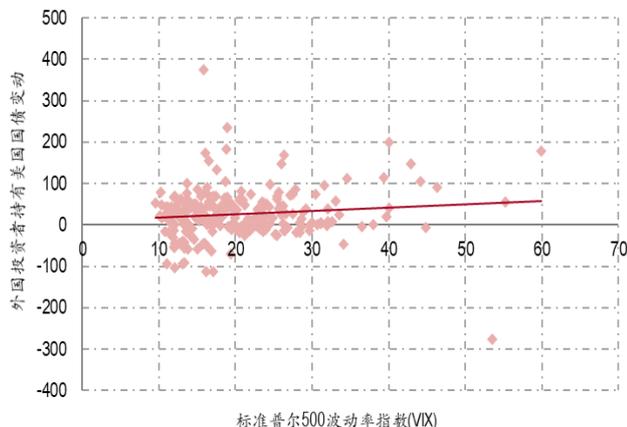
图表 16. 历次风险事件发生前后美元指数和 10Y 美债表现

	1998/10/8	2001/9/20	2002/8/5	2008/11/20	2010/5/20	2011/8/8	2015/8/24	2020/3/16	2022/3/7
-5	95.4 4.3	114.2 4.6	107.1 4.6	86.9 3.8	85.4 3.6	74.3 2.8	96.8 2.2	95.1 0.5	96.7 1.8
-4	95.4 4.3	112.3 4.6	106.8 4.7	86.3 3.7	86.3 3.4	74.6 2.7	97.0 2.2	96.6 0.8	97.4 1.7
-3	94.9 4.2	112.2 4.6	107.4 4.5	86.8 3.7	86.1 3.5	73.9 2.6	96.4 2.1	96.6 0.8	97.4 1.9
-2	94.5 4.2	111.9 4.7	106.9 4.5	87.1 3.5	87.3 3.4	75.3 2.5	95.8 2.1	97.4 0.9	97.7 1.9
-1	92.6 4.3	111.9 4.7	106.7 4.3	87.5 3.4	86.1 3.4	74.6 2.6	94.9 2.1	98.5 0.9	98.5 1.7
0	93.1 4.6	111.9 4.8	107.3 4.3	88.2 3.1	86.0 3.3	74.9 2.4	93.5 2.0	98.0 0.7	99.3 1.8
1	93.1 4.8	113.0 4.7	108.7 4.4	87.7 3.2	85.5 3.2	73.9 2.2	94.0 2.1	99.6 1.0	99.1 1.9
2	93.8 4.7	112.8 4.7	107.8 4.4	85.9 3.4	86.5 3.2	74.8 2.2	95.3 2.2	100.9 1.2	98.0 1.9
3	93.1 4.6	112.3 4.7	108.6 4.4	84.8 3.1	86.4 3.2	74.6 2.3	95.8 2.2	102.7 1.1	98.5 2.0
4	93.4 4.6	112.3 4.7	108.2 4.3	85.8 3.0	87.4 3.2	74.6 2.2	95.8 2.2	102.4 0.9	99.1 2.0

资料来源：万得，中银证券

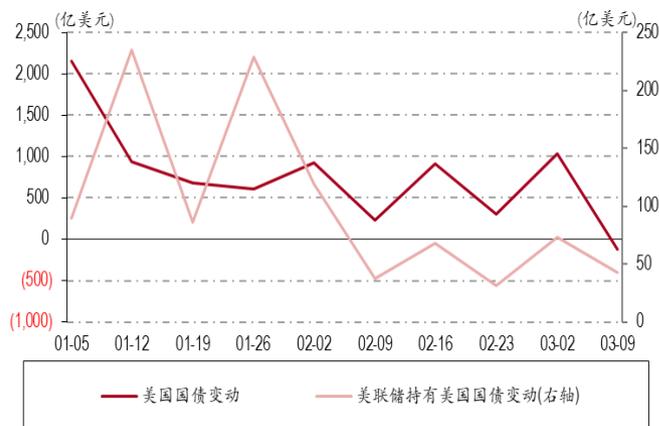
注：上、下框线对应10个交易日中的美元指数高点或低点；黄色框线意味着债券和汇率同方向变动，绿色框线意味着反方向变动。

图表 17. VIX 指数与外国投资者持有美债变动额



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 2022 年美联储持有美债和美债总额变动



资料来源：万得，中银证券

日元、瑞郎的避险升值机制主要是套息交易平仓&升值预期自我实现

正如美元升值一样，通常认为，外资在市场动荡期间会流入更安全的政治和经济环境中推动日元和瑞郎升值。此前国际金融机构普遍认为，瑞郎在全球金融危机和欧洲主权债务危机期间的升值主要受资本流入推动。例如，IMF (2012) 指出 2011 年夏天欧元区动荡带来的避险资金流入将瑞郎推至新高³；OECD (2011) 指出，在一些欧元区债务市场动荡背景下，瑞郎受益于资本流入，贸易加权实际汇率升至创纪录水平⁴。

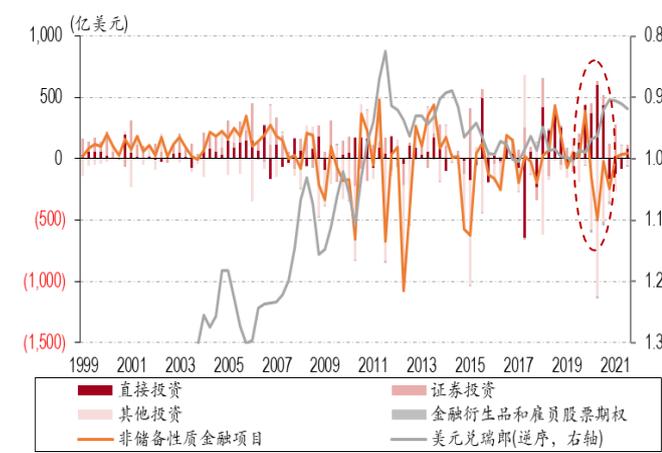
³ IMF, Article IV staff report on Switzerland, 2012, P4, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12106.pdf>.

⁴ OECD, Economic survey of Switzerland 2011, P11,

https://read.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-switzerland-2011_eco_surveys-che-2011-en#page13.

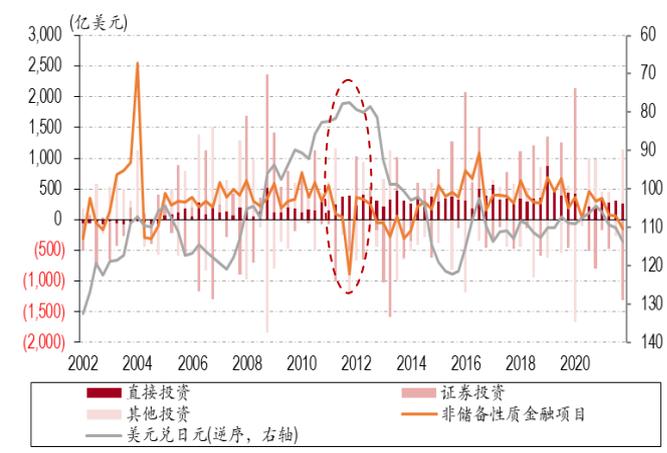
不过，从数据上来看，瑞士和日本非储备性质的金融账户差额与其本币汇率走势之间不存在明确关系，例如 2020 年全年瑞士金融项目出现较大规模逆差，但瑞郎在持续升值；2011 年三、四季度日本金融项目顺差收窄至转为逆差，日元也在升值（见图表 19 和 20）。部分学术研究也对上述机制提出挑战。De Carvalho Filho (2013) 研究发现，瑞郎避险升值伴随私人资本流入，但主要是由瑞士居民减少资本流出驱动：初始阶段，资本净流入主要是由于瑞士居民减少外债证券购买、瑞士银行减少外汇敞口；几个季度之后，避险事件可能和瑞士居民减少对外直接投资有关⁵。Yesin (2017) 研究表明，资本流入对瑞郎实际有效汇率变化的解释力度较小，只有组合投资流入在部分样本阶段对瑞郎有解释力度，但解释力在样本范围扩大之后消失⁶。IMF 的一篇工作论文 (2013) 也指出，日元避险升值并未伴随明显的跨境资本流入⁷。

图表 19. 瑞士非储备性质的金融账户差额与瑞郎汇率走势



资料来源：CEIC，中银证券

图表 20. 日本非储备性质的金融账户差额与日元汇率走势



资料来源：万得，中银证券

为什么日元和瑞郎升值与跨境资本流动之间的关系不明显？我们认为，对此的解释可能有二。一是，套息交易平仓没有体现在国际收支数据中。日元和瑞郎均为低息货币，套息交易平仓是市场动荡时期推动两种货币升值的重要渠道。然而，如果套息交易发起或平仓是在居民与非居民之间展开，相关操作不会体现在以净额列示的国际收支数据中⁸。

例如，当非居民发起日元套息交易时，向日本的银行借入低息日元、买入高息澳元对外投资，在日本的 BOP 中体现为银行部门增加海外债权、减少海外资产运用；当国际金融动荡时，非居民套息交易平仓，卖出澳元、买入日元，向日本的银行归还日元贷款，在日本的 BOP 中体现为银行部门减少海外债权、增加海外资产运用。这两种交易都体现金融账户资产方的变化，以净额列示，故从 BOP 数据中看不到其真实的变动情况。如果套息交易是在居民之间或非居民之间展开，不涉及国际收支交易，自然更不会反映在国际收支数据中。不过，上述操作因为涉及外汇买卖，仍然会影响汇率走势。

⁵ Irineu de Carvalho Filho, Risk-off episodes and Swiss Franc Appreciation: the Role of Capital Flows, 2013, Study Center Gerzensee Working Paper 13.07.

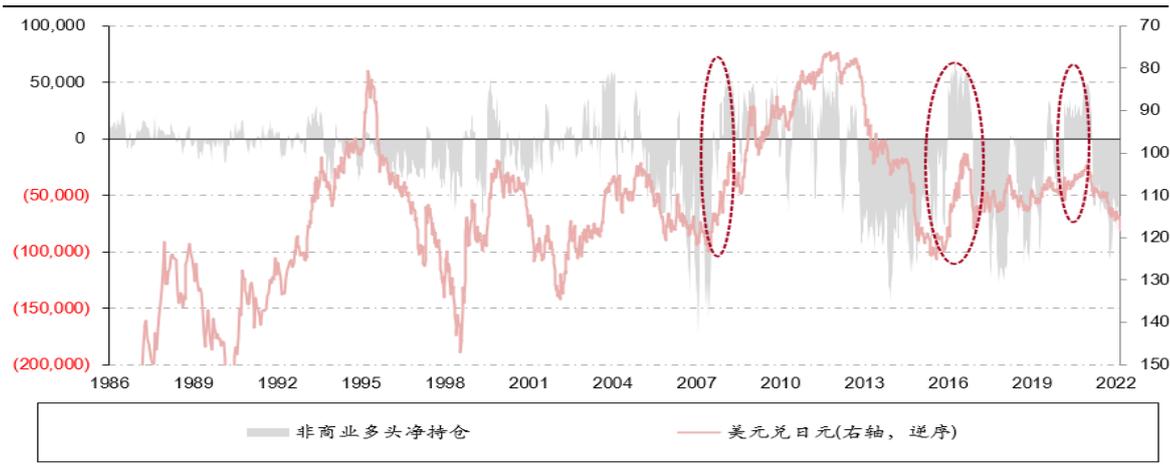
⁶ Pinar Yesin, Capital Flows and the Swiss Franc, Swiss Journal of Economics and Statistics, 2017, Vol.153 (4).

⁷ Dennis Botman, Irineu de Carvalho Filho, and W. Raphael Lam, The Curious Case of the Yen as a Safe Haven Currency: A Forensic Analysis, IMF Working Paper, November 2013.

⁸ 根据 IMF 编制的国际收支手册 5.0 版，国际收支平衡表中的金融账户的资产方（对外投资）和负债方（外来投资），除直接投资是按发生额统计外，证券投资、金融衍生品交易及其他投资等项目均按净额统计。

二是，避险货币升值预期的自我实现。2011年3月11日，日本地震发生后，市场普遍预期日本保险公司为了应付赔付会将抛售其海外资产进而推动日元升值，而实际上海外资产并未出现抛售，日元兑美元汇率却在3月11日至16日四个交易日累计升值了7.1%。前述IMF（2013）的研究表明，日元避险升值更多反映为市场参与者风险认知变化触发的衍生品交易上。从数据上可以看出，2008年金融危机以来，日元汇率和非商业多头净持仓正相关关系较为明显，2008年、2015年和2020年3月，市场恐慌情绪上升、日元升值时，非商业多头净持仓均明显增加（见图表21）。在跨境资本没有明显流入的情况下，日元升值可能反映市场主体并非真正对日元资产感兴趣，而是基于以往风险事件期间日元升值的普遍现象，出于惯性进行衍生品交易的结果。

图表 21. 日元汇率与非商业多头净持仓



资料来源：万得，中银证券

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

人民币成为避险货币的理论条件尚不成熟

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。但目前来看，中国在金融市场发展、金融开放程度和利率水平等多个方面与美国、日本和瑞士存在较大差异。这些因素决定了人民币虽然初步具有避险特征，但不同于传统的避险货币。

人民币流动性仍然有限。如前所述，完备的金融体系和较高的开放程度是提高货币流动性，使国内外投资者在短时间内可以快速调整金融资产结构，达到规避风险的重要条件。但与发达经济体相比，中国金融体系尚待完善，金融市场缺乏深度和广度，资本账户开放程度指数也长期维持在 0.2，远小于美国、日本和瑞士的资本账户开放程度（见图表 23）。这些问题限制了境外投资者大规模持有人民币资产的意愿和能力。

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）

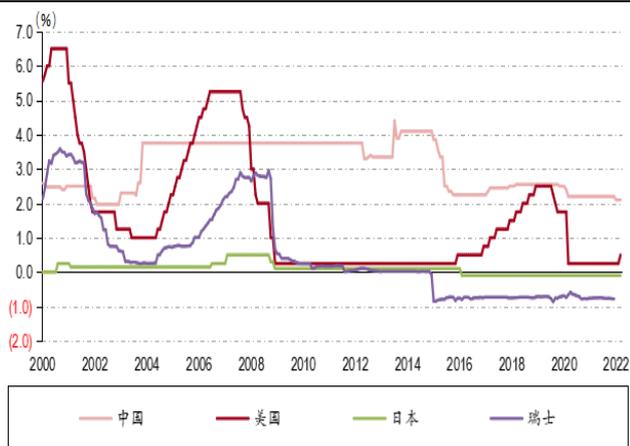
指标	美国	日本	瑞士	中国
上市公司总市值/GDP	194.3	132.8	266.1	83.0
外汇日均交易规模	5824	1108	327	285
资本账户开放指数	1.0	1.0	1.0	0.2

资料来源：世界银行，BIS，Chinn 等（2006），万得，中银证券

注：上市公司总市值/GDP 为 2020 年数据；外汇交易规模为 2019 年 4 月日均交易数据；资本账户开放指数为 2019 年数据。

人民币投资货币属性明显。一国利率水平主要由潜在产出增速等因素决定。得益于中国经济增长速度较快，中国利率水平明显高于发达国家（见图表 24）。高利率环境意味着人民币并非套息交易中的融资货币，而是投资货币。基于同样的原因，剔除储备资产之后，中国对外金融负债规模大于金融资产，即民间部门是对外净负债（见图表 25）。随着中国金融开放程度不断加深，对外资产和负债规模基本处于趋势上行状态。这意味着，尚无证据表明外部风险事件会通过本国资金回流推动人民币升值，但人民币资产对境外投资者而言具有较强吸引力。

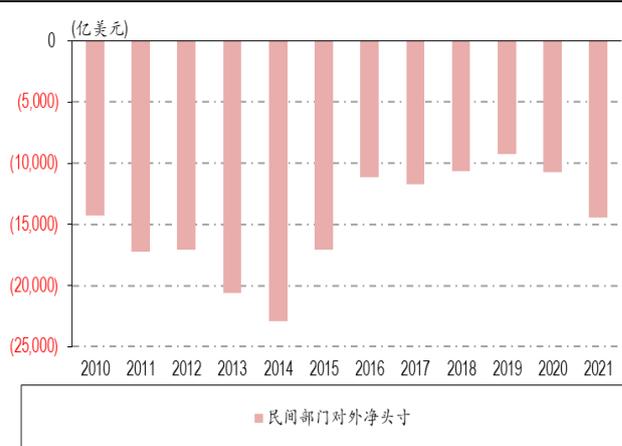
图表 23. 中国利率明显高于美国、日本和瑞士



资料来源：万得，中银证券

注：中国利率为 7 天期逆回购利率，美国为联邦基金目标利率，日本为政策目标利率(基础货币)，瑞士为瑞郎 3 月期 Libor 利率。

图表 24. 中国民间部门对外净头寸



资料来源：国家外汇管理局，中银证券

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

统计发现，6个时间段内，只有2011年8月VIX指数高点前后5个交易日内人民币汇率有所升值，中债收益率回落；其他时间段人民币均为贬值，但中债收益率有升有降，显示市场恐慌期间，人民币汇率和中债收益率没有规律性联系（见图表25）。

2022年2月，无论是人民币时点汇率还是平均汇率均较上月有所上涨，但日均中美利差较上月收窄17BP至81BP，跌至所谓舒适区80~100BP的下限附近（见图表26）。受此影响，2月份，债券通项下，境外机构净减持人民币债券804亿元，为2021年4月份以来首次净减持，并且是债券通业务启动以来最大单月净减持规模，其中人民币国债净减持354亿元，贡献了44%（见图表27）。

之所以人民币汇率具有避险货币特征而人民币债券缺乏安全资产属性，原因可能在于来华避险资金的代表性不足。俄乌冲突发生后，西方联合对俄罗斯进行经济金融制裁，限制其使用美元、欧元、英镑、日元等主要国际货币，同时冻结了俄罗斯央行、主权财富基金及部分商业实体在美国和其他主要西方国家的资产。对于俄罗斯或其他有类似地缘政治风险的经济体或市场主体来讲，人民币就成了其避险货币，孕育了这波美元强、人民币更强的行情。不排除他们用外币兑换人民币以后买入了人民币债券。但2月份境外净减持境内人民币债券意味着这部分避险资金显然不抵利差收窄和其他因素导致抛售的资金规模。

这部分避险资金对汇市、债市影响不同的原因可能与外汇市场和债券市场规模大小差异有关。BIS数据显示，2019年4月人民币日均交易量为2850亿美元，是全球第八大交易货币（见图表28）；而2021年9月末中国债券市场规模为20.6万亿美元，仅次于美国的48.2万亿美元，是全球第二大债券市场（见图表29）。即便有避险资金进入中国购买人民币债券，但这部分资金规模可能相对于国内债券市场而言仍然偏小，因而对债市影响有限。

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

	2008/11/20		2010/5/20		2011/8/8		2015/8/24		2020/3/16		2022/3/7	
	人民币	中债	人民币	中债	人民币	中债	人民币	中债	人民币	中债	人民币	中债
-5	6.8283	2.86	6.8287	3.27	6.4340	4.05	6.3947	3.52	6.9499	2.52	6.3111	2.78
-4	6.8236	2.95	6.8269	3.27	6.4382	4.06	6.3938	3.51	6.9469	2.61	6.3127	2.80
-3	6.8265	3.00	6.8276	3.23	6.4341	4.12	6.3955	3.52	6.9499	2.61	6.3107	2.82
-2	6.8239	3.00	6.8274	3.21	6.4390	4.09	6.3890	3.51	6.9840	2.64	6.3184	2.83
-1	6.8295	3.09	6.8274	3.19	6.4404	4.04	6.3887	3.50	6.9926	2.68	6.3189	2.81
0	6.8340	3.05	6.8275	3.21	6.4360	4.00	6.4044	3.47	6.9974	2.68	6.3183	2.81
1	6.8302	3.00	6.8279	3.20	6.4306	3.96	6.4124	3.46	7.0096	2.71	6.3141	2.83
2	6.8249	3.06	6.8283	3.23	6.4181	3.96	6.4105	3.43	7.0260	2.71	6.3163	2.84
3	6.8220	3.17	6.8318	3.20	6.3945	3.93	6.4053	3.39	7.0910	2.73	6.3216	2.85
4	6.8282	3.10	6.8291	3.23	6.3895	3.93	6.3885	3.38	7.0661	2.68	6.3228	2.79

资料来源：万得，中银证券

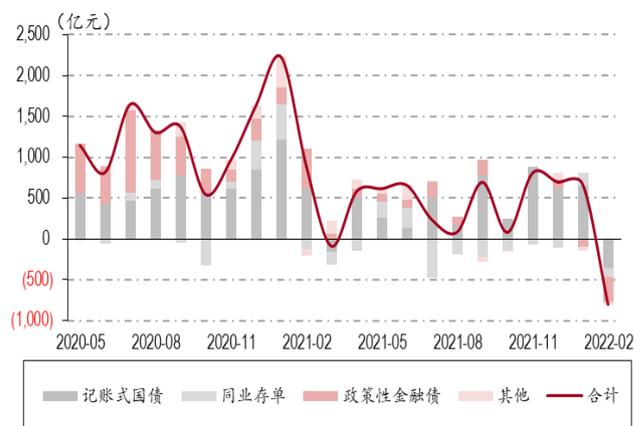
注：上、下框线对应10个交易日中的人民币汇率高点或低点；黄色框线意味着债券和汇率同方向变动，绿色框线意味着反方向变动。

图表 26. 10 年期中美国债收益率差值明显收窄



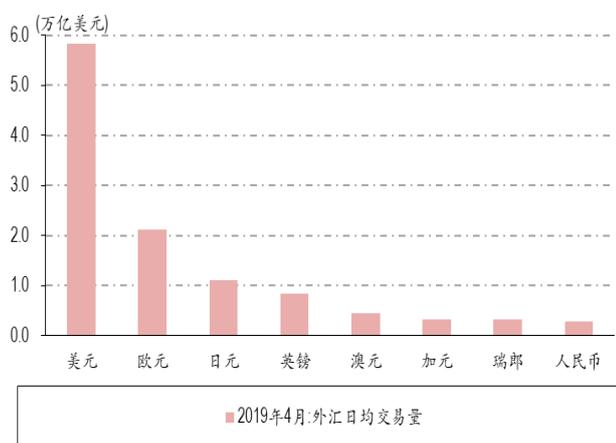
资料来源：万得，中银证券

图表 27. 境外投资者持有人民币债券变动情况



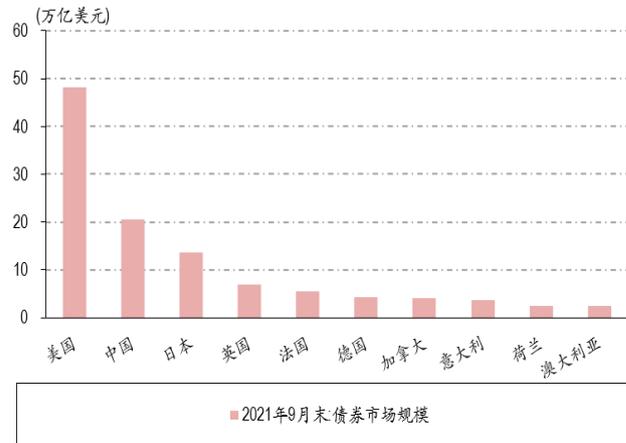
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 2019 年 4 月主要货币日均交易量情况



资料来源：BIS，中银证券

图表 29. 中国债券市场是全球第二大债券市场



资料来源：BIS，中银证券

五、主要结论

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。俄乌冲突爆发后，全球资金逃向安全资产，人民币跟随美元一同升值，初步展现出了避险货币的特征。

从避险货币的理论影响因素来看，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重要条件。从避险货币的实际升值机制来看，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”，而日元和瑞郎的避险升值机制则主要是套息交易平仓和升值预期的自我实现。

目前来看，中国在金融市场发展、金融开放程度和利率水平等多个方面与美国、日本和瑞士存在较大差异，人民币流动性有限且投资货币属性明显，成为避险货币的理论条件尚不成熟。俄乌冲突爆发之后，人民币汇率虽然升值，但2月份人民币债券遭到外资减持，表明人民币并非普遍意义上的避险资产，最多只能算是区域性避险货币。而受地缘政治风险外溢及国内疫情多点散发的影响，2月28日起，CNH相对CNY的偏离重新转为持续偏贬值方向。3月11~15日，因境外减持人民币股票资产，境内外差价达到两分钱。到3月15日，境内外人民币汇率均抹去了2022年以来的所有涨幅。

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弱势项。比如，面对境内外不确定性引发的全球金融动荡，股票作为风险资产，显然难以成为避风港，美股也不例外。再如，对于地缘政治风险，如果中国能够置身事外，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。还如，对于全球经济滞胀的风险，如果中国经济发展能够保持全球领先优势，人民币就有可能成为避险资产，反之则不能。

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。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371