

## 人民币是避险货币吗？

### 摘要：

通过归纳美元、瑞士法郎以及日元成为避险货币的原因，我们发现成为避险货币必须具备两个必要条件，一是货币所在国政治稳定，国内金融市场成熟、完备；二是属于自由流通货币，且流动性好。其他可选条件包括经济实力雄厚、外汇储备充足、与外部重大事件相对独立。每一种货币的成功是必要条件和可选条件的结合。

人民币目前尚不具备成为避险货币的必要条件。一方面，我国国内金融市场仍处于深化阶段，总体而言不够成熟也不够完善；另一方面，资本项目项下的货币自由兑换并未放开，兑换仍以实需原则为主，无法实现自由进出。此外，由于我国利率水平相较主流国家依然较高，因此人民币也无法走日元从融资货币转变为避险货币的路。

本周关注：海内外疫情扩散情况 国内外金融市场变化及相应的货币、财政政策操作

Bigger mind, Bigger future™

智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

[mayan@nawaa.com](mailto:mayan@nawaa.com)

投资咨询资格证号

Z0012651

周骥 0571-87839252

[zhouji@nawaa.com](mailto:zhouji@nawaa.com)

戴朝盛 0571-87839255

[daichaosheng@nawaa.com](mailto:daichaosheng@nawaa.com)

投资咨询资格证号

Z0014822

王映

[wangying@nawaa.com](mailto:wangying@nawaa.com)

## 目录

第 1 章	宏观热点分析 .....	3
1.1.	避险货币特征 .....	3
1.1.1.	美元：实力雄厚+市场完备 .....	3
1.1.2.	瑞士法郎：独立性+信誉佳 .....	3
1.1.3.	日元：外汇储备雄厚+利率低 .....	4
1.1.4.	小结 .....	5
1.2.	人民币是避险货币吗？ .....	6
第 2 章	重要数据一览表 .....	8
	免责声明 .....	9

## 第1章 宏观热点分析

### 1.1. 避险货币特征

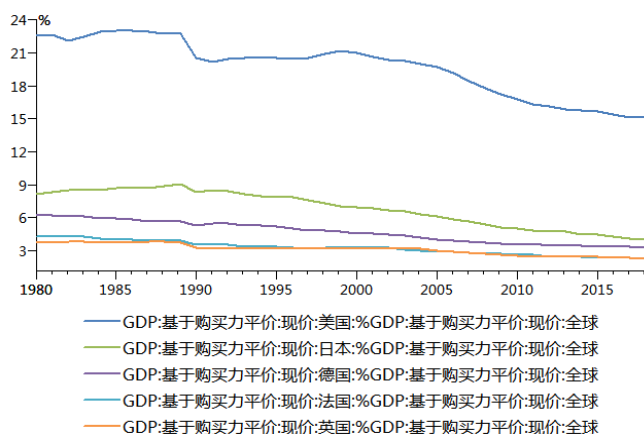
一般来说，避险货币指不易受政治、战争、市场波动等因素影响，当市场上不确定性增加时，投资者会选择持有以最大程度上规避风险的货币。当前世界上，受公认的避险货币只有三种，分别是美元、日元和瑞士法郎。黄金可以发挥避险作用，但其价格本质上由实际利率决定，当实际利率走势与避险需求一致时，黄金体现避险属性。所以在讨论避险货币时，我们不将黄金这种 19 世纪的货币考虑在内。

我们先看一下美元、日元以及瑞士法郎为何成为避险货币。

#### 1.1.1. 美元：实力雄厚+市场完备

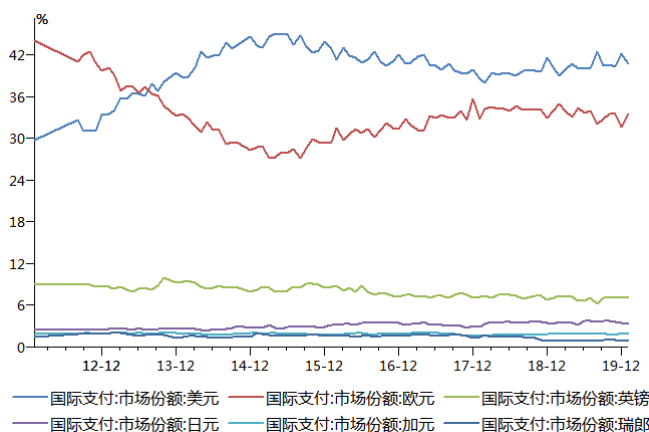
在金本位制度崩溃后，为追求稳定的汇率以减少贸易风险，二战后，西方国家联合起来建立了以美元为核心的布林顿森林体系，美元成了唯一的国际货币，至此奠定了美元强大的用户基础。布林顿森林体系解体后，虽然美元不再是唯一的国际储备货币，但无论是经济、政治还是军事实力，美国依然是全球的主导，加之国内金融市场完善，国际贸易中很多企业依然习惯使用美元结算，金融市场中最具流动性的货币也是美元。当危机来临时，美元俨然是最硬气的流通货币，自然成为避险者的追逐对象。

图 1.1.1：主要发达国家 GDP 全球占比



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.2：主流货币国际支付市场份额



数据来源：Wind 南华研究

#### 1.1.2. 瑞士法郎：独立性+信誉佳

瑞士是全球首个永久中立国。1815 年，维也纳会议签订《巴黎和约》，明确承认瑞士为永久中立国，瑞士的中立地位获得世界认可。也因为永久中立国的身份，瑞士得以在两次世界大战中安然无恙，国内政治和经济局势保持相对稳定。

瑞士法郎的信誉主要归功于其与黄金的密切联系。瑞士是最后一个放弃金本位的国家。瑞士宪法曾要求，每一瑞郎必须以 40% 黄金储备作为后盾，该政策从 20 世纪 20 年代开始实施，直到 1997 年在美国等经济、政治手段压制下废止。至今，瑞士央行的黄金储备量依然在全球名列前茅。

此外，瑞士对外国人在境内存款采取严格保密措施，也令瑞士成为国际游资的“庇护所”。不少欧美的顶级富豪都愿意把一部分钱保管在瑞士银行，同时他们也愿意把相当的份额兑换成瑞士法郎，保管在瑞士的银行里。因此，以信誉高、保密制度完善著称的瑞士银行业吸引了大量外国资金，也有利于加强瑞士法郎的国际储备地位。

表 1.1.1: 全球前十大黄金储备国<sup>1</sup>

排名	国家	黄金储备 (吨)
1	美国	8133.46
2	德国	3366.49
3	意大利	2451.84
4	法国	2436.01
5	俄罗斯	2206.99
6	中国	1926.53
7	瑞士	1040.00
8	日本	765.22
9	印度	634.96
10	荷兰	612.45

数据来源: Wind 南华研究

### 1.1.3. 日元：外汇储备雄厚+利率低

日元能成为避险货币首先要归功于日本雄厚的经济实力。二战后，日本国内发愤图强，经济快速增长。进入 1970 年代，日本经济赶上西方强国，成为亚洲经济强国，并越居发达国家之列，为日元币值稳定提供坚实的经济基础，也令日元的国际地位日益提升，成为国际主要货币之一。目前日本仍是世界第三大经济体。

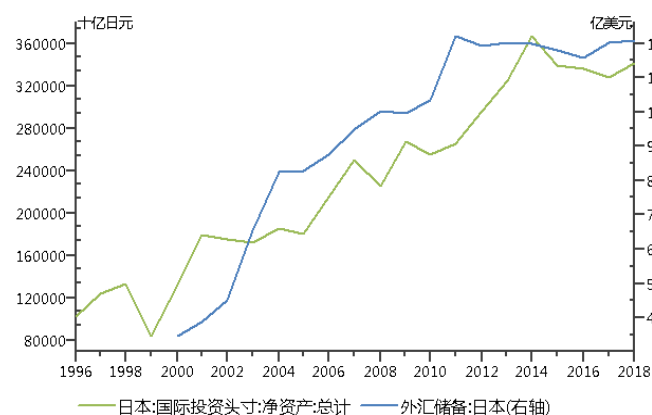
此外，日本大额外汇储备和国际投资头寸也让机构不敢轻易做空日元。一方面，日本目前是全球第二大外汇储备国，图 1.1.3 中可以看到日本外汇储备长期保持增值趋势。另一方面，日本国际对外投资头寸增长也很快。图 1.1.4 显示，虽然公共部门持有头寸减少，但除银行以外的机构和个人大幅增持海外资产。

长期低息环境是日元成为避险货币的直接原因。90 年代的房市泡沫后，日本进入了“逝去的 20 年”。为刺激经济，日本央行自 1998 年开始实施低利率，2001 年开启首轮 QE 的同时又采取零利率政策，2016 年年初，正式进入负利率。从图 1.1.5 中也可以看到过去 20 年里，日本央行政策目标利率最高不超过 0.5%。从目前现有情况来看，日本央行还将大概率长期维持低利率甚至是负利率。

正因为日本的低息环境，加上金融市场流动性充足，众多投资机构选择借入日元去购买高收益资产。当风险来临时，高风险高收益资产普遍大跌，投资者只能反向操作，导致日元需求上升，令日元走势与风险资产成反比，体现避险属性。因此，从一定程度来说，日元的避险属性与美元、瑞士法郎等不同，它是由交易产生的。

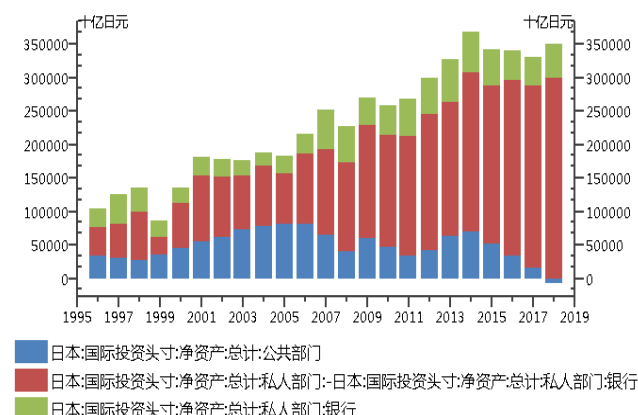
<sup>1</sup> 中国和俄罗斯的数据只更新至 2019 年 6 月，其余国家均已更新至 2019 年 12 月。

图 1.1.3: 日本外汇储备及国际投资头寸



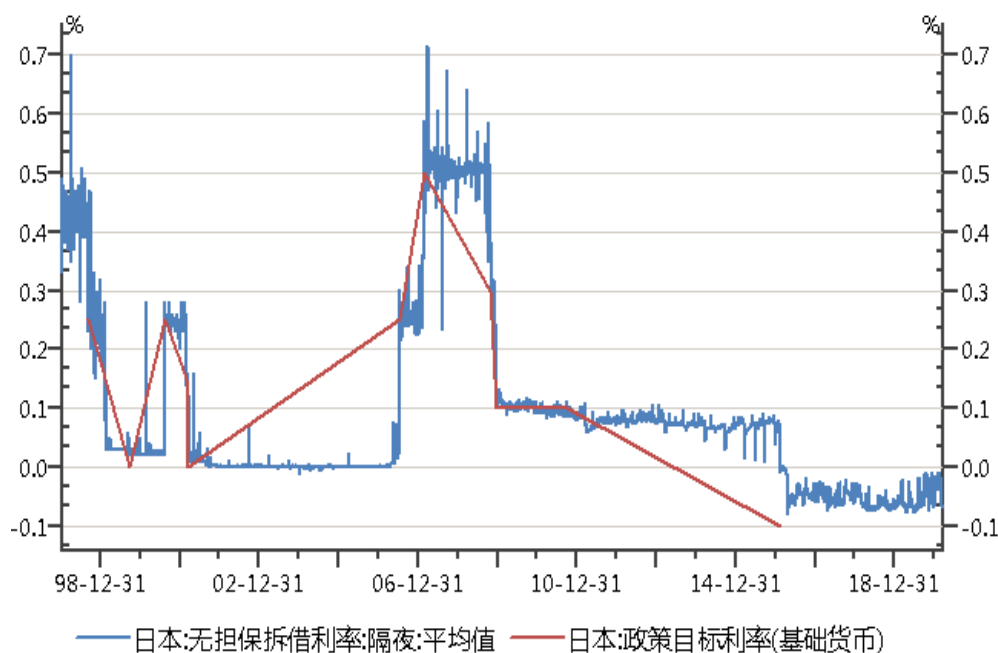
数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.4: 日本央行政策目标利率



数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.5: 日本央行政策目标利率



数据来源: Wind 南华研究

### 1.1.4. 小结

对美元、瑞士法郎以及日元成为避险货币的原因进行归纳，我们可以发现要成为避险货币，有必要条件和可选条件之分。如下表所示，必要条件包括条件一（货币所在国政治稳定，国内金融市场成熟、完备）、条件三（自由流通货币，流动性好），其他为可选条件。

表 1.1.2: 三大避险货币的特征

条件序列	条件内容	美元	瑞士法郎	日元
1	货币所在国政治稳定，国内金融市场成熟	是	是	是

2	贸易顺差国，外汇储备充足	否	是	是
3	与外部重大事件相对独立	否	是	否
4	自由流通货币，流动性好	是	是	是
5	经济实力雄厚	是	非顶尖	是

数据来源：Wind 南华研究

## 1.2. 人民币是避险货币吗？

虽然我国经济实力不容质疑，经济总量当前已位列全球第二位，甚至根据世界银行购买力平价方法计算，我国 GDP 总量早在 2016 年已跃居全球首位，但由于我国国内金融市场仍处于深化阶段，总体而言不够成熟也不够完善，另一方面，资本项目的货币自由兑换并未放开，人民币兑换仍以实需原则为主，无法实现自由进出，因此，上文所说的两个必要条件，人民币均不满足。从这个角度上来看，人民币离避险货币还有一段距离。

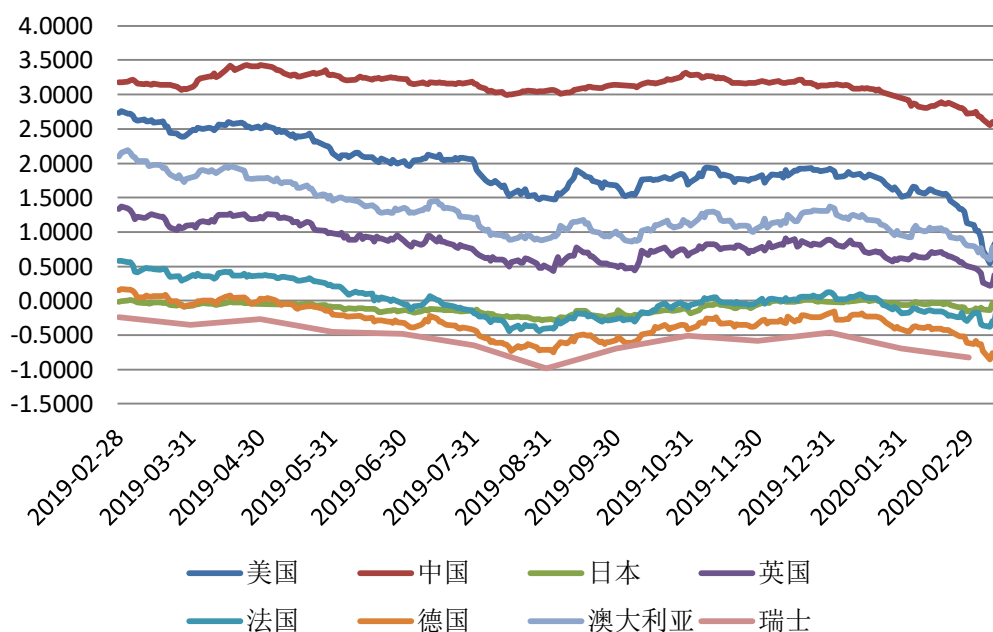
从可选条件来看，美元和瑞士法郎成为避险货币有其历史原因，我国尚不具备。日元发展成为避险货币一定程度上是由日本国内的低息环境促成。图 1.2.1 展示了主要国家 10 年期国债利率的走势，可以看出来当前我国利率处于较高水平，不可能成为融资货币，因此我们目前也很难走日本的道路。总而言之，人民币当前尚不具备成为避险货币的条件。

表 1.2.1：三大避险货币的特征

条件序列	条件内容	美元	瑞士法郎	日元	人民币
1	货币所在国政治稳定，国内金融市场成熟	是	是	是	市场不够完善
2	贸易顺差国，外汇储备雄厚	否	是	是	是
3	与外部重大事件相对独立	否	是	否	否
4	自由流通货币，流动性好	是	是	是	否
5	经济实力	是	非顶尖	是	是

数据来源：Wind 南华研究

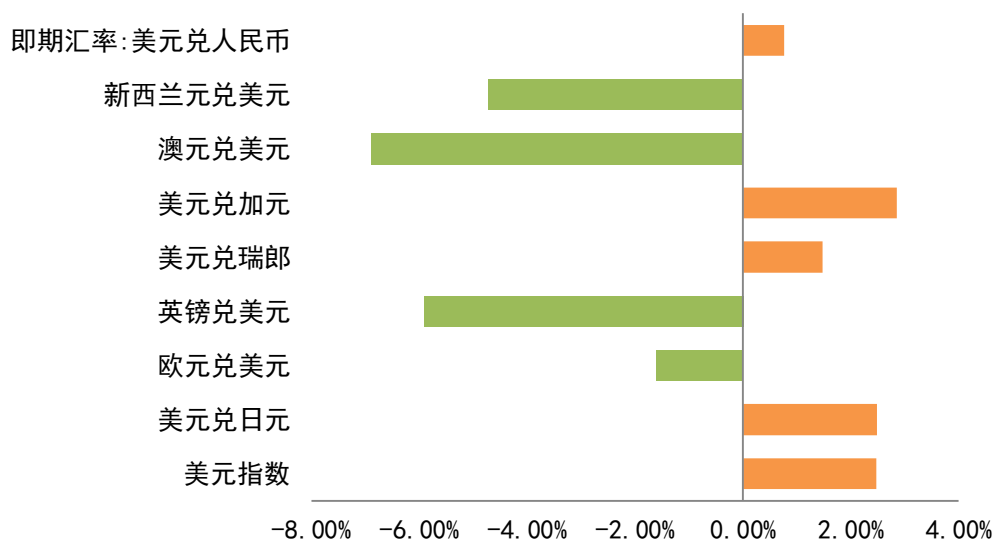
图 1.2.1：主要国家 10 年期国债利率（%）



数据来源：Wind 南华研究

本周美股发生三次熔断，再次创造历史。从图 1.2.1 上看，人民币表现相对稳健，贬值力度不大，仅为 0.76%，但这是基于国内当前疫情已经相对控制住，且原油事件对国内影响相对有益为前提的，本身事件存在一定的特殊性。因此人民币当前走势不足以证明人民币的避险属性。

图 1.2.2：本周主要货币涨跌幅



数据来源：Wind 南华研究

## 第2章 重要数据一览表

表 2.1.1 上周国内重要经济数据

指标	前值	预期值	今值
2 月 CPI:同比(%)	5.4	4.9	5.2
2 月 PPI:同比(%)	0.1	-0.2789	-0.4
2 月 M0:同比(%)	6.6	---	10.9
2 月 M1:同比(%)	---	---	4.8
2 月 M2:同比(%)	8.4	8.4722	8.8
2 月社会融资规模:当月值(亿元)	50700	---	8554
2 月新增人民币贷款(亿元)	33400	11960	9057

数据来源: Wind 南华研究

表 2.1.2 上周国际重要经济数据

国家/地区	指标名称	前值	预期	今值
日本	第四季度 GDP(修正):同比(%)	1.7	---	-0.7
法国	第四季度 GDP(修正):同比:季调(%)	1.5	---	0.9
欧盟	第四季度欧元区:GDP(终值):环比:季调(%)	0.3	0.2	0.1
欧盟	第四季度欧元区:实际 GDP(终值):同比:季调(%)	1.3	1.2	1
美国	2 月 CPI:季调:环比	0.1	---	0.1
美国	2 月 CPI:同比(%)	2.5	---	2.3
美国	2 月核心 CPI:季调:环比	0.2	---	0.2
美国	2 月核心 CPI:同比(%)	2.3	---	2.4
欧盟	1 月欧元区:工业生产指数:同比(%)	-3.6	-3.4	-1.9
美国	2 月 PPI:最终需求:环比:季调(%)	0.5	---	-0.6
美国	2 月 PPI:最终需求:剔除食品和能源:环比:季调	0.5	---	-0.3
美国	2 月 PPI:最终需求:剔除食品和能源:同比:季调	1.7	---	1.3
美国	2 月 PPI:最终需求:同比:季调(%)	2.1	---	1.3
美国	2 月核心 PPI:环比:季调(%)	0.3	---	-0.1
美国	2 月核心 PPI:同比:季调(%)	0.7	---	0.5
美国	3 月 07 日当周初次申请失业金人数:季调(人)	215000	---	211000
德国	2 月 CPI:环比(%)	-0.6	0.4	0.4
德国	2 月 CPI:同比(%)	1.7	1.7	1.7

数据来源: Wind 南华研究



## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点