



张明：上海黄金是人民币 汇率风险的对冲工具和安全 全港吗？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张明、林娟、吴春晓



摘要：在人民币国际化进程中，人民币的汇率风险不断扩大。上海黄金作为重要的避险资产，在一般市场条件尤其是在极端市场条件下能否有效地规避人民币的汇率风险是一个值得探讨的问题。本文基于常量和时变 Copula 模型研究了“8.11”汇改以来上海黄金现货与 8 种主要人民币汇率之间的对冲和安全港效应。研究发现：（1）上海黄金现货能够稳定地对冲人民币兑欧元、澳元、新元和英镑的汇率风险以及人民币有效汇率风险。此外，当这些汇率出现大幅波动时，上海黄金能够稳定地发挥安全港作用。

（2）针对人民币兑日元和美元的汇率风险，上海黄金的对冲和安全港功能具有明显的时变特征。（3）机制分析的实证结果显示，2019 年 4 月前中美利差机制起主导作用，上海黄金无法对冲人民币兑美元的汇率风险；4 月后投资避险机制起主导作用，上海黄金能够有效地对冲人民币兑美元的汇

率风险。

一、引言

随着中国金融市场的加快开放与人民币国际化的不断深化，人民币汇率波动幅度不断增大。这不仅会给持有人民币资产的投资者带来巨大汇率风险，也会显著增加央行宏观调控的难度。自中美贸易战爆发以来，人民币汇率波动加剧。在此背景下，寻找一种在一般市场情形和极端市场情形下都能稳定对冲人民币汇率风险的资产意义重大。黄金一直被视为重要的避险资产。传统文献主要研究了以美元计价的国际黄金能否对冲美元的汇率风险。例如，Capie 等，Joy，Reboredo 通过研究证实了国际黄金可以有效地对冲美元的汇率风险。不少国内学者也对这一问题进行了研究，例如，傅瑜，金蕾和年四伍，张明等。一些学者也探究了黄金对其他可自由兑换货币的风险对冲功能。例如，Pukthuanthong 和 Roll 发现，除以美元计价的黄金能够规避美元的汇率风险外，以欧元、英镑和日元计价的黄金也能够相应地规避欧元、英镑和日元的汇率风险。

近年来，中国已经成为最大的黄金生产国和出口国，中国黄金市场的发展规模不断扩大。2016 年 4 月上海黄金交易所发行首个以人民币计价的黄金基准价格——“上海金”基准价，这标志着中国对黄金定价能力的增强和对国际黄金市场影响力的提升。作为一种以人民币定价的避险品种，上海黄金为投资者提供了资产配置的新选择。然而，鲜有文献关注上海黄金的风险规避功能 (Hoang 等，Ming 等)。本文将主要研究以人民币标价

的上海黄金是否能够用于规避人民币的汇率风险。

Baur 和 Lucey 首次提出了“对冲” (hedge) 和“安全港” (safe haven) 的定义。对冲是指在平均水平上 (市场平稳时期), 某一避险资产收益与目标资产或资产组合收益不相关或呈负相关。而安全港是指在极端条件下 (金融危机或市场动荡时期), 某一避险资产收益与目标资产或资产组合收益不相关或呈负相关。在此基础上, Baur 和 McDermott 进一步将对冲效应区分为弱对冲效应 (收益不相关) 和强对冲效应 (收益呈负相关), 并且将安全港效应区分为弱安全港效应 (收益不相关) 和强安全港效应 (收益呈负相关)。根据上述定义可以看出, 对冲效应和安全港效应存在显著区别。对冲效应侧重平均水平下的风险对冲能力, 而安全港效应更强调市场发生大幅震荡时的风险规避能力。

基于对冲和安全港的定义, 大量文献考察了国际黄金对股票市场的对冲和安全港效应, 例如 Baur 和 Lucey, Baur 和 McDermott, Beckmann 等, Nguyen 等, Bekiros 等等。少数文献研究了国际黄金对外汇市场的对冲和安全港效应。Joy 利用动态条件相关模型 (DCC 模型) 研究了 23 年间国际黄金对美元贬值的对冲和安全港功能。通过考察 16 种美元汇率数据, 他发现黄金是美元贬值的对冲工具, 但黄金的安全港功能表现较差。Reboredo 运用 Copula 方法发现以美元计价的黄金和各美元汇率之间既存在对冲效应也存在安全港效应。黄金对于对冲美元汇率风险有重要作用。Reboredo 和 Rivera-Castro 运用似然比检验方法研究发现国际黄金在平

均水平上是美元贬值的对冲工具，但是在美元大幅贬值时仅具有弱安全港效应。O'Connor 等对与黄金有关的金融经济学研究做了全面的综述。

研究上海黄金的对冲和安全港功能的文献主要有两篇。Ming 等使用分位数回归方法讨论了上海黄金期货是否是中国股市风险的对冲工具和安全港。结果发现，黄金在平均水平上不能对冲中国股市风险，然而在极端市场条件下，黄金是中国股市风险的安全港。刘志蛟和刘力臻使用虚拟变量 EGARCH 模型研究了上海黄金对人民币兑美元和人民币兑欧元汇率贬值的对冲效应，并使用分位数回归方法研究了上海黄金的安全港效应。他们发现上海黄金对汇率贬值风险的规避作用随币种变化而变化；仅在黄金市场自身处于牛市条件下，黄金才是人民币兑美元汇率过度贬值的安全港。此外，黄金在平均水平上是人民币兑欧元汇率贬值的对冲工具和安全港。与刘志蛟和刘力臻不同，本文将使用 Copula 模型探讨上海黄金现货是否是人民币汇率风险的对冲工具和安全港。在汇率的选取上，考虑了与人民币相关的 7 种不同的双边汇率以及人民币名义有效汇率。Copula 函数既能捕捉变量之间的相关关系，又能刻画变量之间的尾部依存关系，因而能够将对冲效应和安全港效应纳入统一的研究框架。此外，与刘志蛟和刘力臻使用静态分位数回归方法不同，本文使用动态 Copula 模型很好地捕捉了上海黄金对冲和安全港效应的动态变化过程。

本文的实证结果显示，除美元和港元外，上海黄金是人民币兑欧元、日元、澳元、新元和英镑双边汇率，以及人民币有效汇率的对冲工具和安

全港。此外，上海黄金对人民币兑美元和港元汇率的对冲和安全港功能具有明显的阶段性特征。2019年4月以前，美联储实行加息政策，中美利差缩小。国际黄金价格的下跌幅度超过了人民币兑美元汇率的贬值幅度，上海黄金无法对冲人民币兑美元的汇率风险。4月以后，中美贸易战影响加剧。全球经济不确定性增加带来投资者避险需求上升。国际黄金价格上涨伴随着人民币兑美元贬值，上海黄金能够较好地对冲人民币兑美元的汇率风险。

本文主要有三点贡献：第一，使用 Copula 模型将上海黄金对人民币汇率风险的对冲和安全港功能纳入统一的研究框架，是国内较早全面研究上海黄金外汇风险规避能力的论文；第二，采用广义自回归得分（GAS）Copula 模型（Creal 等），很好地捕捉了上海黄金避险功能的动态变化过程；第三，提出了上海黄金对冲人民币兑美元汇率风险的两种重要机制：中美利差机制和投资避险机制，并进行实证分析。

本文剩余部分的结构安排如下：第 2 部分介绍实证方法。第 3 部分是文章的数据介绍；第 4 部分提供经验分析和实证数据支持；第 5 部分对上

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_27235

