

人民币升值预期与国际油价 关系的实证研究

刘 浚

(上海财经大学 财经研究所, 上海 200433)

摘 要:文章在回顾国内外研究国际油价与汇率关系的基础上,运用溢出效应模型、协整检验、VEC 模型对人民币汇率形成机制改革之后国际油价与人民币升值预期的关系进行了实证分析。结果发现:国际油价与人民币升值预期之间具有长期均衡关系,但仅仅存在国际油价对人民币升值预期的单向传导作用,溢出效应方面也只有国际油价对人民币无本金交割远期交易汇率的单向收益溢出效应与波动溢出效应。从短期看,国际油价上涨会削弱人民币升值预期,而从长期看则会增强人民币升值预期。

关键词:人民币升值预期;无本金交割远期交易;汇率;国际油价

中图分类号:F830.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2011)01-0091-10

一、引 言

随着经济全球化的不断深化,国际金融市场的联系日趋紧密,不同国家(地区)股市、期市、汇市间的互动关系越来越引起投资者注意。虽然金融危机的爆发重创了世界经济,但各金融品种的联动性并未就此放缓,尤其是美元与国际油价的负相关性体现得淋漓尽致。很显然,这是汇市与油市内联联系的真实写照,也是美元作为大宗商品计价货币的作用体现。然而,自进入 2010 年,国际油价投资者不再仅仅关注美元走势,人民币升值问题吸引了越来越多的眼球。特别是近期有关人民币升值的呼声甚嚣尘上,不仅欧美各国对人民币汇率不断施压,印度、巴西等发展中国家也明确表态支持人民币升值。在此局势下,人民币升值与否被认为是决定国际油价走向的重要因素。这一状况的出现一方面在于近些年我国石油进口持续攀升,人民币升值可能进一步刺激石油进口需求,从而推高油价;另一方面则是 2005 年汇改后人民币大幅升值,而同期大宗商品经历三年多牛市,如今人民币升值预期的再次升温不能不令人浮想联翩。人民币升值是否会真的推动国际油价上涨?人民币升值预期变化会不会影响国际油价?这一系列问题值得深入研究。本文试图利用溢出

收稿日期:2010-09-03

作者简介:刘 浚(1981—),男,湖南隆回人,上海财经大学财经研究所博士研究生。

效应模型、VEC模型对人民币汇率、人民币升值预期与国际油价之间的动态关系进行实证检验以为此类问题的解答提供科学可信的经验证据。

二、文献综述

20世纪70年代爆发的两次石油危机对欧美国家造成了重大冲击,为此研究国际油价对宏观经济的影响成为一时热点。在这一背景下,以汇率与油价关系为主题的研究也开始受到关注。Krugman(1980)最早对油价与美元的关系进行研究,他通过一个动态的资产组合局部均衡模型分析发现油价上涨最初会导致美元升值,但长期会引起美元贬值。随后Krugman(1983)构建三区域模型来分析油价冲击对汇率的影响。他假设世界由美国、德国和OPEC三个贸易实体组成,美国、德国对OPEC出口商品并相互贸易,OPEC则进口商品出口石油。石油价格上涨后,三个贸易实体之间的贸易收支失衡,需要调整汇率以恢复均衡。在没有资本流动的情况下,一国汇率的变化主要取决于进口需求弹性和该国从OPEC进口石油的份额。反之,则取决于OPEC风险资产中流向该国的份额及OPEC进口商品总额中源于该国的比重。Goluh(1983)以财富转移为核心建立资产组合模型来研究油价上涨对汇率的影响,并通过对美、英、德、日和OPEC 1972—1980年的数据进行实证分析来解释两次石油危机中汇率的不同反应,得出的结论与Krugman基本一致。Amano和Norden(1995)则分析了实际油价与德、日、美汇率的关系,并解释了为什么实际油价冲击对实际汇率有着重要作用。Chaudhuria和Daniel(1998)同样发现美元实际汇率的不稳定源于实际油价的不稳定。Chen与Chen(2007)通过分析1972年1月至2005年10月西方七国的面板数据发现,实际汇率与实际油价间具有稳定关系,并且原油价格对汇率有着很强的预测能力。Coudert(2008)的经验研究也表明1974—2004年实际油价上涨与美元实际有效汇率上升相关联,其解释为油价上涨将改善美国对外净资产状况从而推动美元升值。Lizardo和Mollick(2010)通过在汇率的货币模型中加入油价因素发现,20世纪70年代到2008年油价的上涨导致美元对石油出口国货币的贬值,同时也引起日本等石油进口国货币对美元的贬值。

虽然国际油价对欧美经济的冲击聚集了更多研究者的目光,但随着经济全球化的发展,不少学者开始关注小国汇率与油价的关系。Akram(2002)分析了油价波动与挪威汇率的非线性关系,发现油价在下跌过程中或低于每桶14美元时与挪威汇率有较强的负向关系。Narayan等(2008)利用GARCH与EGARCH模型研究发现,2000—2006年国际油价上涨导致斐济币升值。Plante(2009)则分析了一个小国开放经济体面对油价冲击时的货币政策反应,他发现名义汇率关键取决于石油成本对劳动成本的比率。而Nikbakht(2010)对2000年1月至2007年12月OPEC七国月度面板数据的分析也发

现实际油价与 OPEC 成员国的实际汇率有着长期稳定关系。

国际油价影响汇率的研究比较丰富,主要反映的是油价波动对国际贸易的影响,同时也涉及国际资金的流动,但关于汇率变化如何影响国际油价的研究则相对沉寂。只有 OPEC(1987)在其官方评论运用局部均衡模型分析发现美元升值将导致原油价格下滑,反之亦然。2002—2008 年国际油价大幅上涨,而同期美元大幅贬值,并且贬值周期与油价上涨阶段高度重合。于是有关美元贬值推高油价的声音不绝于耳。Yousefi 与 Wirjanto(2005)研究发现,当美元汇率改变时 OPEC 各成员国将通过原油价格调整来稳定出口收入并维持其原有市场份额。刘湘云、朱春明(2008)对美元贬值和油价变动相关性进行实证分析发现,美元指数下跌 1%,会导致原油价格上涨 0.6996%。Breitenfellner 和 Cuaresma(2008)则认为美元对欧元汇率与油价的负相关性来源于供给、石油出口国的消费能力以及石油相关的投资等几个方面,并指出利用美元对欧元汇率可以显著改善对原油价格的预测。

概括而言,大部分文献都着眼于油价波动对汇率的影响,即主要通过影响通胀形势、国际贸易收支、资金流动等途径对名义汇率产生冲击,进而影响实际汇率水平。其中又以对油价与美元关系的研究最为丰富,大量理论研究和实证分析均表明国际油价波动是导致美元实际汇率变化的主要因素。

然而,有关国际油价与人民币关系的研究相对滞后,直到近几年才真正受到学界关注。郭智(2007)从理论和实践角度分析油价上涨对人民币汇率的影响,认为油价主要通过国际收支和国内经济两方面影响汇率,但不能确定油价上涨使汇率上升还是下降。吴丽华、傅春(2007)则认为油价上涨对人民币汇率的不利影响在逐年增大,而人民币升值对石油价格的影响是微弱的。Huang 和 Guo(2007)通过建立四维度 SVAR 模型分析油价对人民币实际汇率的影响,发现实际油价冲击将导致人民币小幅升值。王楠、张晓峒(2009)运用 ECM 模型分析发现人民币汇率和国际油价之间存在长期均衡关系,但仅存在油价变动将引起人民币汇率同方向变化的单向因果关系。

总的来看,目前对人民币汇率与国际油价关系的研究还略显薄弱,而对人民币升值与国际油价的关系则基本上无人涉及。很显然,要配合人民币国际化的趋势,人民币汇率与国际油价关系的理论与实证研究有待进一步深化。由于我国实施外汇管制,国内汇市并未完全市场化,目前的研究结论难以反映现实状况。因此,本文把目光拓宽至活跃于中国香港、新加坡等地的人民币无本金交割远期交易市场,希望通过其反映出来的人民币升值预期来实证研究人民币汇率与国际油价的相互关系,以得到更为准确的结论。

三、数据来源与研究方法

(一)数据来源与处理

本文选取了从 2005 年 7 月 1 日到 2010 年 3 月 31 日的人民币无本金交割远期交易(NDF)一年期报价、人民币对美元中间价(USDCNY)和 BRENT 近月原油期货(LCO)日数据。剔除空缺数据,NDF 与 LCO 共1 223组样本,NDF、LCO 与 USDCNY 共1 151组样本。为了避免异方差,对上述所有变量进行对数处理,相关变量的差分形式对应其收益率。数据均取自路透财经数据库,分析采用 Eviews6.0 软件。

表 1 变量含义

简称	USDCNY	NDF	YNDF	CNY1Y	LCO	YLCO
含义	人民币对美元中间价	人民币对美元一年期汇率	NDF 收益率	人民币对美元升值预期	BRENT 近月原油期货	LCO 收益率

由于受突发经济、政治事件的影响,某些油价与汇率数值明显偏离其他数值,这会对模型选择产生影响,因此需要检测出这些离群值并进行处理,以得到更加精确的检验结果。针对金融数据的特点,本文选择 ARIMA 模型对油价与人民币汇率数据进行检测,结果发现两者的离群值分别为 5 个、6 个。为了不影响后面的实证分析,剔除离群值,所以样本数相应减少。

同时,本文参照金融市场收益率的计算方法来量化人民币升值预期,公式为: $CNY1Y = \ln USDCNY - \ln NDF$,这不仅可以有效减少异方差的影响,也可以反映人民币贬值预期。

(二)研究方法

本文将首先对上述数据进行描述性统计分析,接着利用溢出效应模型判断人民币 NDF 汇率与国际油价收益率之间是否存在收益溢出效应和波动溢出效应,然后通过协整检验分析人民币升值预期与国际油价间的长期关系,进而建立 VEC 模型分析两者变动的长短期动态联系。

在研究收益率条件均值溢出效应时,本文将采用向量自回归模型(VAR)。这是因为两个市场收益率之间的影响可能是相互的,采用 VAR 模型可以避免内生性问题。同时,为了描述两个市场之间的波动关联性,本文采用 Hamao(1990)提出的波动溢出效应模型来分析国际油价与人民币 NDF 汇率波动之间的短期互动性。其步骤是首先估计各个市场的单变量 GARCH 模型。描述平均收益率的 GARCH (p, q)模型由两部分组成。第一部分是均值方程:

$$R_t = \alpha + \gamma X_t + \sum_{i=1}^m \theta_i R_{t-i} + \sum_{j=1}^n \eta_j \varepsilon_{t-j} + \varepsilon_t \quad (1)$$

(1)式表示 R_t 的数据生成过程服从 ARMA(m,n)。假设绝对残差序列不是单纯的白噪声过程,而是一个条件方差过程。在已知信息集 $I_{t-1} = \{Y_s, \varepsilon_s; s \leq t-1\}$ 的条件下,假设绝对残差序列的条件分布为正态分布,具有时变的条件方差($\varepsilon_t | I_{t-1} \sim N(0, h_t)$)。模型的第二部分是方差方程(条件异方差序列满足):

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \epsilon_{A,t-i}^2 + \sum_{j=1}^p \beta_j h_{A,t-j}; \alpha_0 > 0, \alpha_i \geq 0, \beta_j \geq 0 \tag{2}$$

其次是利用市场 B 第 t-1 期的残差平方 $\epsilon_{B,t-1}^2$ 作为该市场收益波动程度的衡量指标,来考察该波动对市场 A 第 t 期波动的影响,从而检测出两市场间的波动溢出效应。市场 B 向市场 A 的短期溢出效应可以表示为:

$$h_{A,t} = \omega + \sum_{i=1}^q \phi_i \epsilon_{A,t-i}^2 + \sum_{j=1}^p \varphi_j h_{A,t-j} + \sum_{k=1}^r \xi_k \epsilon_{B,t-k}^2 \tag{3}$$

其中, $\epsilon_{B,t-k}^2$ 表示前 k 期市场 B 上的收益率冲击,是现实当中已经实现的绝对波动程度。如果这些扰动项的系数在统计上显著为正,则说明存在显著的溢出效应。同样,类似的过程也可以度量市场 A 向市场 B 的溢出效应。

四、计量分析

(一)溢出效应分析

1. 基本统计。首先对两组收益率数据进行基本统计分析,由表 2 可知峰度值都大于 3,呈现出明显的尖峰特征,并且 J-B 检验值都较大,不服从正态分布。同时 ADF 检验结果表明两组序列都是平稳的。Q 统计值显示油价收益率存在显著的自相关性,而汇价收益率不存在明显的线性自相关性;不过两个 $Q^2(10)$ 统计值均在 1% 水平下显著,说明两个序列都存在非线性自相关性(异方差特性)。

表 2 样本基本统计特征

	样本数	峰度	J-B 正态值	Q(10)	Q ² (10)	ADF 统计量
YNDF	1 212	11.46	3 667.14(0)	9.36(0.49)	342.14(0)	-26.25(0)
YLCO	1 212	5.17	246.46(0)	26.01(0)	635.02(0)	8.15(0)

2. 收益溢出效应模型估计。VAR 模型检验了人民币 NDF 汇率与油价之间的均值收益溢出关系(线性)。从表 3 的估计结果可知,在对人民币 NDF 汇率的解释中 YLCO(-1)的系数在 5% 显著性水平下显著异于零,说明国际油价对人民币汇率存在均值收益溢出效应,这主要是因为我国石油进口量不断增长,对外依存度持续提升,导致人民币 NDF 汇率对国际油价变动的敏感性增强。而在对国际油价的解释中 YNDF(-1)的系数统计上不显著,说明人民币 NDF 汇率对国际油价不存在均值收益溢出效应,这可以解释为我国的汇率制度和资本项目管制阻碍了资本自由流动,因而人民币汇率对国际油

表 3 人民币 NDF 汇率收益率和国际油价收益率 VAR 模型估计结果

解释变量	被解释变量					
	YLCO			YNDF		
	系数	T 统计值	P 值	系数	T 统计值	P 值
YLCO(-1)	-0.0741	-2.54019	0.02918	-0.01133	-3.19951	0.00354
YNDF(-1)	0.00925	0.03852	0.24005	-0.02273	-0.78016	0.02913
常数项	0.00032	0.48274	0.00067	-0.00017	-2.03928	8.1E-05

价的影响很难被发现。综上所述,人民币汇率市场与国际油价之间只存在国际油价到人民币汇率的短期单向引导关系。

3.波动溢出效应模型估计。首先建立各自的 GARCH 模型。考虑到两组序列均存在比较显著的尖峰特征,故采用基于 GED 分布的极大似然估计。国际油市的 GARCH(1,1)模型为:

$$\text{均值方程: } YLCO_t = -0.867YLCO_{t-1} + 0.842MA(1) + \epsilon_{1t} \\ (-6.249) \quad (5.554)$$

$$\text{方差方程: } h_{1t} = 0.00000469 + 0.0489\epsilon_{1t-1}^2 + 0.941h_{1t-1} \\ (1.781) \quad (3.757) \quad (57.958)$$

$Q(10) = 6.615(0.677)$, $Q^2(10) = 7.855(0.549)$ 。方差方程中 ARCH 项和 GARCH 项系数之和为 0.99, 小于 1, 满足参数约束条件。同时, 标准残差及其平方的 Q 统计量 p 值显著大于 10%, 说明建立 GARCH 模型后不存在自相关和波动集聚现象。同样, 人民币 NDF 汇率收益率模型为:

$$\text{均值方程: } YNDF_t = -0.000215 - 0.9318YNDF_{t-1} + 0.876MA(1) + \epsilon_{2t} \\ (-2.802) \quad (-37.608) \quad (47.991)$$

$$\text{方差方程: } h_{2t} = 0.0000000503 + 0.101526\epsilon_{2t-1}^2 + 0.89797h_{2t-1} \\ (1.971) \quad (4.433) \quad (44.812)$$

$Q(10) = 2.301(0.986)$, $Q^2(10) = 1.117(0.999)$ 。方差方程中 ARCH 项和 GARCH 项系数之和为 0.9995, 小于 1, 满足参数约束条件。而标准残差与标准残差平方的 Q 统计量 p 值显著大于 10%, 说明建立 GARCH 模型后不存在自相关和波动集聚现象。

综合来看, 两个方差方程的 ARCH 项与 GARCH 项系数之和都非常接近于 1, 说明波动冲击的衰退十分缓慢。其中, 人民币 NDF 汇率波动冲击的 89.8% 传递到下一期, 而油价波动冲击的 94.1% 延续到下一期。这表明国际油市波动集聚现象与持续性更为明显。

表 4 波动溢出效应模型估计结果

	h1 方差方程	h2 方差方程			
	ϵ_{2t-1}^2	ϵ_{1t-1}^2	ϵ_{1t-2}^2	ϵ_{1t-3}^2	ϵ_{1t-4}^2
系数	-5.28E-08	9.76E-08	1.50E-08	8.92E-08	-3.19E-08
T 统计值	-0.26782	2.86597	0.43841	2.61552	-0.93444
P 值	0	0	0	0	0

根据 GARCH 模型可以得到前期残差平方数据, 这里进而分析两市之间的波动溢出效应。根据 AIC、SC 准则确定人民币 NDF 汇率对国际油价溢出的最佳滞后阶数为 1 阶, 而国际油价对人民币 NDF 汇率最佳滞后阶数为 4 阶。从估计结果来看, 两市之间仅仅存在国际油价对人民币 NDF 汇率单向波动溢出效应。具体来讲, 国际油价波动对人民币 NDF 汇率具有明显的波动溢出效应(ϵ_{1t-1}^2 、 ϵ_{1t-2}^2 与 ϵ_{1t-3}^2 的系数都统计上显著为正), 但是并不存在人民币 NDF 汇率变化对国际油价的波动溢出效应(ϵ_{2t-1}^2 的系数为负, 没有意义)。这一结果与收益溢出效应结果一致, 说明我国人民币汇率在与国际油价关系

中处于被动地位,人民币汇率并不能成为我国缓和国际油价冲击的有效工具。

(二)人民币升值预期与国际油价的互动关系

1. 协整检验。通过平稳性检验容易知道人民币升值预期和国际油价对数序列均是一阶单整序列 $I(1)$,说明两者之间可能存在着长期稳定关系。在此进行 Johansen 协整检验,本文假设序列含有确定性线性趋势,协整方程有截距项。根据 AIC 和 SC 准则,滞后阶数为 5 阶。从表 5 的人民币升值预期和国际油价协整检验结果可知,无论是迹检验还是最大特征值检验都在 5% 的显著性水平上表明人民币升值预期和国际油价之间存在着协整关系,也就是说,人民币升值预期和国际油价之间存在着长期稳定关系。

表 5 人民币升值预期和国际油价协整检验结果

协整秩 H_0	特征值	迹统计值	5%临界值	概率	最大特征值	5%临界值	概率
None	0.0255	36.9379	18.3977	0	29.3337	17.1477	0.0005
Atmost1	0.0066	7.6042	3.8415	0.0058	7.6042	3.8415	0.0058

2. VEC 模型分析。通过协整分析已知人民币升值预期与国际油价之间存在着协整关系,因此可以进一步进行 VEC 模型分析。依照 SC、AIC 准则,选择最佳滞后 5 阶。从表 6 结果看,人民币升值预期的 ECM 项拒绝原假设,说明人民币升值预期受到两者长期稳定关系的影响(正向);国际油价的 ECM 项也拒绝原假设,表明国际油价也受长期稳定关系的影响(正向)。在影响力度方面,人民币升值预期偏离长期均衡后仅仅以 0.69% 的调整力度重新回归至均衡状态;而对国际油价来讲这种调整力度要强烈得多,达到 12.4%。这说明国际油市具有大涨大跌的特性,在偏离均衡状态时将出现比较大的正向误差调整。不过,从短期影响来看,仅仅存在国际油价对人民币升值预期的单向传导作用,并且传导方向会随时间而改变。前一天油价上涨 1%,第 1、第 3 和第 4 天人民币升值预期分别提升 0.00098%、0.00163% 和 0.00559%,

表 6 人民币升值预期和国际油价 VEC 模型结果

解释变量	被解释变量					
	D(CNY1Y)			D(LCO)		
	系数	P 值	T 统计值	系数	P 值	T 统计值
常数项	-0.000032	-0.00010	-0.31460	0.00034	-0.00076	0.44050
ECM_{t-1}	0.006943	-0.00379	1.83366	0.12406	-0.02891	4.29148
$D(CNY1Y(-1))$	-0.077380	-0.03079	-2.51335	0.11817	-0.23506	0.50271
$D(CNY1Y(-2))$	-0.033656	-0.03083	-1.09157	0.27404	-0.23540	1.16413
$D(CNY1Y(-3))$	-0.080757	-0.03075	-2.62645	0.21346	-0.23475	0.90928
$D(CNY1Y(-4))$	-0.064308	-0.03076	-2.09044	-0.63026	-0.23487	-2.68343
$D(CNY1Y(-5))$	-0.075656	-0.03075	-2.46003	-0.28048	-0.23480	-1.19453
$D(LCO(-1))$	0.000980	-0.00398	0.24689	-0.10835	-0.03036	-3.56908
$D(LCO(-2))$	-0.00579	-0.00399	-1.44948	-0.00524	-0.03049	-0.17184
$D(LCO(-3))$	0.001630	-0.00399	0.40819	0.00198	-0.03047	0.06485
$D(LCO(-4))$	0.005590	-0.00398	1.40459	0.02971	-0.03041	0.97683
$D(LCO(-5))$	-0.00561	-0.00396	-1.41523	-0.04625	-0.03026	-1.52818

注: ECM_{t-1} 为误差修正项, $ECM = CNY1Y(-1) - 0.116642LCO(-1) + 0.46$ 。

但第2、第5天则分别下滑0.00579%、0.00561%。同时,短期国际油价的自身滞后影响前两天和第5天为负向(第1天作用力度比较强),第3、第4天是正向;而人民币升值预期短期的自身滞后影响都为负向。总的来说,人民币升值预期与国际油价之间存在长期动态均衡关系,但短期内仅仅存在国际油价对人民币升值预期的单向传导关系。

五、结 论

经过全球金融危机的冲击,世界经济慢慢步入复苏轨道。欧美各国为了保住来之不易的经济成果、维护各自的经济利益,不断挑起贸易争端,于是人民币升值问题再次成为全球关注的焦点。基于人民币升值预期下国际资金流动可能给我国金融市场带来的冲击,本文利用溢出效应模型、协整检验与VEC模型分析了2005年7月至2010年3月期间人民币升值预期变化与国际油价之间的动态关系。基于以上实证检验结果,得出以下结论:

1. 人民币升值预期和国际油价之间存在着长期的协整关系,但短期内仅存在国际油价对人民币升值预期的单向传导作用。同样,溢出效应模型结果也显示只有国际油价对人民币NDF汇率的单向溢出效应,即当前人民币汇率只能被动接受国际油价的冲击。这一结论可以在一定程度上反驳当前人民币升值与否决定国际油价走向的言论。而造成人民币汇率在与国际油价关系中处于被动地位的原因,可能受制于外汇管制,国内外资金并不能顺畅地进行套利操作,减弱了人民币汇率变动对国际油市的影响。同时,我国资本市场发展水平不高,人民币国际化程度有限,很难通过市场操作化解国际油价的冲击。不过,随着我国金融市场的快速发展和人民币国际化进程的不断深化,人民币汇率变化和国际油价波动的直接互动性将越来越显著,人民币汇率有望成为我国缓和国际油价冲击的有效手段。

2. 短期来看,人民币升值预期和国际油价之间存在负向关系,即油价上涨短期会削弱人民币升值预期。这可解释为,国际油价上涨导致我国外汇支出增大,从而引发人民币贬值预期。同时,国际油价上涨带动国内大宗商品价格上涨,加大我国通胀压力,导致人民币贬值。人民币汇率和国际油价这种短期关系符合资产组合理念,但国际油价较少受到人民币汇率变化的影响。

3. 长期来看,人民币升值预期和国际油价之间存在正向关系,油价上涨1%将引起人民币升值预期上升0.117%。同样,收益溢出效应也显示国际油价上涨将引发人民币NDF汇率收益率下滑,这也是人民币升值预期增强的体现。造成这一状况的原因可能有两个:一是国际油价上涨同样冲击欧美经济,为了削弱油价影响,欧美可能通过货币贬值来增加出口以缩减国际收支缺口(利用其大国地位影响国际油价);二是国际油价上涨不能从根本上削弱我国商品在国际市场上的竞争力,欧美消费者受原油价格影响导致收入减少反

而会增加购买价格更低的中国商品。与短期影响一致的是,国际油价处于主动地位,人民币汇率变化对国际油价的影响比较微弱。

国际油价上涨造成人民币升值预期的先抑后扬可能说明人民币无本金交割远期交易市场的投资者面对国际油价上涨首先想到其对我国宏观经济的负面影响,从而做出看空人民币的投资选择,同时也会吸引部分资金由汇市流向国际油市。但长期国际油价推高人民币升值预期可解释为人民币升值预期的变动主要源于投资者对我国经济形势,特别是与欧美贸易状况对比的预期判断,而在影响这一判断的因素中国际油价作用不大。并且在油价上涨过程中,政府出于稳定宏观经济的考虑,并不愿意采用一步到位的方式重估币值,这反而刺激市场不断产生人民币进一步升值的预期。

参考文献:

- [1]郭基伟,谢敬东,唐国庆.基于异常值分析的变压器在线监测方法[J].电力系统及其自动化学报,2003,(12):64—66.
- [2]郭智.石油价格上涨对人民币汇率的影响分析[J].中国集体经济,2007,(8):103—104.
- [3]刘湘云,朱春明.美元贬值和石油价格变动相关性的实证分析[J].国际金融研究,2008,(11):50—55.
- [4]吴丽华,傅春.石油价格与汇率的相关性研究[J].福建金融,2007,(3):15—17.
- [5]王楠,张晓峒.人民币汇率与国际石油价格协整分析[J].东北亚论坛,2009,(3):9—15.
- [6]Amano R A, Norden S V. Exchange rates and oil prices[R]. Working Paper, Bank of Canada, 1995.
- [7]Breitenfellner A, Cuaresma J. Crude oil prices and the USD/EUR exchange rate[J]. Monetary Policy & The Economy, 2008,(4):102—121.
- [8]Chaudhuria K, Daniel B C. Long-run equilibrium real exchange rates and oil prices[J]. Economics Letters, 1998, 58:231—238.
- [9]Chen S S, Chen H C. Oil prices and real exchange rates[J]. Energy Economics, 2007, 29:390—404.
- [10]Coudert V, Mignon V, Penot A. Oil price and the dollar[J]. Energy Studies Review, 2008,(15):2.
- [11]Golub S S. Oil Prices and exchange rates [J]. The Economic Journal, 1983,(9):576—593.
- [12]Hamao Y, Masulis R W. Correlations in price changes and volatility across international stock markets[J]. Review of Financial Studies, 1990,(3):281—307.
- [13]Huang Y, GUO F. The role of oil price shocks on China's real exchange rate[J]. China Economic Review, 2007,(18):403—416.
- [14]Krugman P. Oil and the dollar[R]. National Bureau of Economic Research Working Paper, No. 554, 1980.
- [15]Krugman P. Oil shocks and exchange rate dynamics[A]. Frenkel J A. Exchange Rates

- and International Macroeconomics [C]. University of Chicago Press, 1983: 259—284.
- [16] Lizardo R A, Mollick A V. Oil price fluctuations and U.S. dollar exchange rates[J]. Energy Economics, 2010 32: 399—408.
- [17] Narayan P K, Narayan S, Prasad A. A understanding the oil price-exchange rate nexus for the Fiji islands[J]. Energy Economics, 2008, 30: 2686—2696.
- [18] Nikbakht L. Oil prices and exchange rates: The case of OPEC[J]. Business Intelligence Journal, 2010, (1): 83—92.
- [19] Plante M. Exchange rates, oil price shocks, and monetary policy in an economy with traded and non-traded goods[R]. CAEPR Working Paper, No. 016, 2009.
- [20] Yousefi A, Wirjanto T S. A stylized exchange rate pass-through model of crude oil price formation[J]. OPEC Review, 2005, (9): 177—197.

An Empirical Study of the Relationship between the Expectation of RMB Appreciation and International Oil Prices

LIU Jun

*(Institute of Finance and Economics, Shanghai University
of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)*

Abstract: On the basis of foreign and domestic researches on the relationship between international oil prices and exchange rates, the paper applies spillover-effect model, co-integration test and VEC model to carry out an empirical study on the relationship between international oil prices and the expectation of RMB appreciation after the reform of RMB exchange rates formation mechanism. The results show that there is a long-term equilibrium relationship between international oil prices and the expectation of RMB appreciation, but there merely exists a one-way conducting function from international oil prices to the expectation of RMB appreciation. Similarly, international oil prices have the one-way spillover effects with regard to returns and fluctuations on RMB NDF exchange rates. In the short term, the rise of international oil prices will weaken the expectation of RMB appreciation, but in the long term, it will strengthen the expectation of RMB appreciation.

Key words: expectation of RMB appreciation; NDF; exchange rate; international oil price
(责任编辑 周一叶)