

# 国际趋势: 货币升值引领股市大幅上涨

□苑德军 李谦 李衡

通过对 20 世纪 80 年代中期以来美国、日本和韩国等国家货币升值与股指变动之间的实证分析,我们可以得出本币长期升值会引致股市大幅上涨的结论。在当前人民币处于持续升值大背景下,这一分析对于认识人民币升值与中国股市波动之间的关系具有重要的启示性。

尽管汇率变动会影响股价变动,但在汇率变动的不同阶段上,汇率变动对股价变动的程度是有差别的。在本币升值幅度较小或升值趋势不明显的阶段,汇率可能并不是影响股价的主要因素。但是,在本币长期且大幅度升值期间,人们容易形成强烈的本币升值预期,该预期可能会传导到其他金融资产价格上。受此影响,股价可能会对汇率变动作出强烈的反应。不过,由于人们对汇率变动的预期不同,使得股价与汇率变动在汇率变动的不同阶段上呈现出不同的关系。下面,我们仅以本币长期且大幅度升值阶段情况为例,对股价与汇率变动关系作相关分析。

## 本币较长期且大幅度升值 整体股价会大幅上涨

当本币大幅度升值时,投资或投机资本就会大量购买以本币计价的金融资产,其中一个主要流向就是股市。包括国外投资或投机资本在内的巨额资本流入股市,不仅会推高本国股票价格,而且还会促使本币进一步升值。本币升值及本国资产价格上涨,提高了资本流入的获利程度,又促使资本加速流入。上述过程形成自我强化的循环,结果是本币升值过程伴随着股票价格的上涨过程。无论是在美国和日本等发达国家,还是韩国和巴西等新兴市场国家,在本币的升值周期内,股市都是大幅上涨的。

从发达国家如美国和日本的情况看,在 1995 年美国财长鲁宾提出“强势美元”的口号之后,美元开始了 20 世纪中期以来最长的一个升值周期。1995 年至 2000 年,美元名义有效汇率指数从 85.03 上升到 103.13,美元平均每年升值 3.9%。同时,道琼斯工业平均指数从 3844 点上升到 10787 点,平均每年升值 22.9%。也就是说,在这段美元升值期间,美元每升值 1 个百分点,道琼斯工业平均指数上涨 5.8 个百分点。

同样,1985 年,因高额经常项目顺差及“广场协议”G5 国家达成的美元贬值协议,日元相对美元大幅升值。日元升值导致以日元计价的金融资产升值,大量资本流入日本金融市场,并拉动股价大幅上涨。从 1985 年 2 月底到 1987 年 12 月底,日元兑美元汇率从 259.45 日元/美元下降到 121.01 日元/美元,日元相对美元升值 114.4%。同期的“日经 225 种股价平均指数”则从 12322 点上涨到 21564 点,累计上涨了 75%,日元相对美元每升值 1 个百分点,“日经 225 指数”上涨 0.7 个百分点(见表 1)。而且,日本股指上涨相对日

元汇率变动还有一个明显的滞后期。1988 年至 1989 年期间,日元相对美元虽然暂时停止升值,但日本股市仍然持续上涨,在 1987 年 12 月到 1989 年 12 月间,“日经 225 指数”从 21564 点上涨到 38915 点,累计上涨 80.5%。

从新兴市场国家的情况看,本币在升值周期内股市大幅上涨,在新兴市场国家也是如此。以韩国为例,在东南亚金融危机之后,韩国经济开始出现强劲增长,韩元相对美元开始了长达数年的升值。从 1997 年底到 2005 年底,韩元兑美元汇率从 1695.0 韩元/美元下降到 1007.4 韩元/美元,韩元平均每年升值 6.7%。同期的韩国汉城综合指数从 376 点上升到 1379 点,平均每年升值 17.6%。韩元相对美元每升值 1 个百分点,汉城综合指数上涨 2.6 个百分点。

自 2002 年以来,在弱势美元的国际金融背景下,由于韩国经常项目顺差等原因,韩元成为几个主要国家与地区货币中相对美元升值幅度最大的货币。在韩元升值期间,韩国的资产价格大幅上涨,导致国外投机资本流入,韩元进一步升值。韩国政府及韩国央行为了缓解韩元升值的压力,采取了外汇市场干预、放松资本流出管制及限制企业海外借款等措施。可以说,在本币升值背景、升值原因,以及升值期间政府采取的缓解升值压力的措施等方面,韩国都表现出与中国惊人的相似性。

表 1 对美国、日本、韩国和巴西四国股指与汇率的变动关系作了一个总结。可以看出,在本币长期大幅升值期间,不同国家的股指相对于汇率出现不同的变动特征。美国和巴西的弹性相对较高。美国股市在本币升值幅度相对较小的情况下大幅升值,巴西则在本币升值幅度较大的情况下股指出现了更高的涨幅。而日本和韩国的弹性则相对较低。尤其是日本,在本币大幅度升值期间,股指仅上涨 21.8%。美国和巴西的资本项目都已经完全开放,便于资本流入享受升值的收益,因此两国的弹性较高。尽管日本的资本项目在本币升值期间已经开放,但日本是商业银行在金融领域占主导地位,资本市场较不发达的国家,因此股市上涨出现一定的滞后。而韩国则由于资本项目未完全开放,而导致股指上涨幅度明显低于其他国家。

当然,在本币升值周期内,除汇率外,其他一些因素也会对股市上涨产生正面影响,如本国经济增长、国际股市走势和政府的货币政策等。之所以在阐述股指上升时没有考虑这些因素,是出于讨论问题的需要。

## 本币升值期间汇率对本国部分行业股指也有突出影响

具体到行业来看,本币升值对不同行业有不同影响。下面依据较为长期和短期数据来分别说明这个问题。

从较长期的视角分析,以财务分析的角度看,对航空业来说,由于进口油是其运营成本的主要部分,本币升值可以使其成本大幅度下降并提高收益。在 1985 年之后日元长达数年的升值过程中,日元升值使日本股市中航空业股指大幅上涨。1985 年 1 月至 1989 年 12 月间,日经指数上涨 224.5%,而航

空业股指则上涨 363.3%(见图 1)。从汇率的角度看,本币升值期间或本币出现升值预期时,国外资本流入本国导致本国金融资产价格上涨,从而使本国金融机构的资产升值。这是本币升值预期引致股指上涨的主要原因。另外,对商业银行这样的金融机构来说,在本币升值期间,本币的贷款投放增加,也会引致银行的经营业绩提高。美国的数据表明,美元升值对美国金融业股指指数有较大的正面影响。1996 年 1 月至 2001 年 12 月,道琼斯工业指数上涨 85.7%,而金融业股指指数上涨 120.2%(见图 2)。

从短期的视角分析,以美国为例,美元升值期间股价涨幅明显超过大盘指数的行业,主要有建材、电力、航空、房地产、钢铁和煤炭等,而以煤炭业尤为显著。2004 年 12 月至 2005 年 12 月间,受美元连续小步加息的影响,美元相对其他国际货币升值。同期,道琼斯工业平均指数下跌 0.6%,但建材业股指指数上涨 9.9%,电力行业股指指数上涨 12.9%,航空业股指指数上涨 8.6%,房地产业股指指数上涨 4.1%,钢铁行业股指指数上涨 17.0%,煤炭业股指指数上涨幅度更是高达 76.6%。期间,行业股指大幅下跌的行业有汽车业,下跌 39%(见表 2)。

从韩国的情况看,韩国升值期间股价涨幅明显超过大盘指数的行业,包括建筑、机械、化工、纺织服装、金融、食品饮料和医药等,而以建筑业和机械行业尤为明显。2003 年 3 月至 2006 年 11 月,汉城综合指数上涨 159%,而建筑业股指指数上涨 422.4%,机械行业股指指数上涨 349.7%,医药行业股指指数上涨 278.7%,金融业股指指数上涨 220.3%,钢铁行业股指指数上涨 200.5%和食品饮料行业股指指数上涨 191.5%。期间,行业股指相对上涨缓慢的行业有纺织业和电力煤气业,分别上涨 77.5%和 96.8%(见表 3)。

## 本币升值对股市上涨影响的四点看法

通过前面的分析,可以得出四点结论:第一,从较长期的趋势看,本币升值对股价上涨具有无可置疑的推动作用。一个比较开放的资本市场,在本币较长期升值的刺激下,国外资本大量和持续流入,从而成为推动股价上涨的重要力量。

第二,从日本、美国、韩国、巴西四国各自的股指看,在本币较长期升值期间内,相同幅度的本币升值,对各国股市有着不同程度的影响。当本币升值 1% 时,日本、美国、韩国、巴西股指分别上涨 0.7、5.8、3 和 2.6 个百分点。1995 年至 1999 年,虽然美元升值幅度有限,但此间美国股市却持续大幅上涨。由于资本项目开放程度较高,比较方便资本大量流入,因此在巴西雷亚尔大幅度升值的情况下,巴西股市也大幅上涨。这表明,汇率变动对股市影响进程的快慢和影响程度的大小,与一国资本账户的开放程度和本国发达国家的股市,对汇率变动必然存在一定的时滞。

第三,从日本、美国和韩国的情况看,本币升值期间股价上涨幅度较大的行业,有航空业、金融业、钢铁行业、

建筑业、煤炭业和机械行业等。由于本币升值降低了进口设备或其他流入企业的资产的资金成本,而且使以本币计价的资产价值得到提升,同时降低了以外币计价的负债,因此,这些行业的估值水平得到一定程度的提升,股价升值幅度明显超过其他行业。从我国人民币升值以来股价提升幅度较大的行业看也大抵如此。

第四,我国尚未实现人民币在资本项目下的可兑换,资本市场的开放

程度还不高。尽管 QFII 的额度日益放大,但与迅速扩容的股市相比,还远远不成比例。因此,在人民币升值情况下,国外资本流入对股价的拉动作用还不突出。不过,随着资本市场对外开放进程的加快,这种拉动作用会逐渐增强。所以,在我们着力推进资本市场开放的同时,也应加强对海外资本流入的监管,避免大量“热钱”从非正规渠道流入冲击股市,形成资产价格泡沫。

## 看点

●在本币长期且大幅度升值期间,人们容易形成强烈的本币升值预期,该预期可能会传导到其他金融资产价格上。受此影响,股价可能会对汇率变动作出强烈的反应。不过,由于人们对汇率变动的预期不同,使得股价与汇率变动在汇率变动的不同阶段上呈现出不同的关系。

●当本币大幅度升值时,投资或投机资本就会大量购买以本币计价的金融资产,其中一个主要流向就是股市。包括国外投资或投机资本在内的巨额资本流入股市,不仅会推高本国股票价格,而且还会促使本币进一步升值。本币升值及本国资产价格上涨,提高了资本流入的获利程度,又促使资本加速流入。上述过程形成自我强化的循环,结果是本币升值过程伴随着股票价格的上涨过程。无论是在美国和日本等发达国家,还是韩国和巴西等新兴市场国家,在本币的升值周期内,股市都是大幅上涨的。

●可以得出四点结论:第一,从较长期的趋势看,本币升值对股价上涨具有无可置疑的推动作用。第二,从日本、美国、韩国、巴西四国各自的股指看,在本币较长期升值期间内,相同幅度的本币升值,对各国股市有着不同程度的影响。第三,从日本、美国和韩国的情况看,本币升值期间股价上涨幅度较大的行业,有航空业、金融业、钢铁行业、建筑业、煤炭业和机械行业等。第四,我国尚未实现人民币在资本项目下的可兑换,资本市场的开放程度还不高。在我们着力推进资本市场开放的同时,也应加强对海外资本流入的监管,避免大量“热钱”从非正规渠道流入冲击股市,形成资产价格泡沫。

## 编余

眼下,人民币升值是中国股市高涨行情演绎的一大核心主题,与人民币升值主线密切相关的行业如银行和房地产等大市值公司股票大幅上涨,成功地推升 A 股指指数并突破 2000 点大关。

那么,从全球范围看,在本币长期且大幅度升值阶段,本币升值是否会对升值国家的股市上涨产生很大的影响呢?这是当前投资者关心的一个热门话题。本文作者从理论但主要侧重于实证方面,以美国、日本和韩国等国案例,向我们揭示了汇率升值将会对股市上涨产生一种正面的影响。并且,汇率升值对升值国家的相关行业指数上涨也有突出的影响。

这告诉我们,以汇率变动与股市上涨之间的关系及国际案例看,中国股市行情的上涨才刚刚开始,这是本文给予我们的一个重要暗示或启示。因此,不要轻易以股市指数高低作为判断股市行情发展的依据,而是应当从人民币将持续升值的大背景下来考察中国股市的发展前景。这是判断当前中国股市行情起伏的关键所在。

—亚夫

# 不同理论视野: 货币升值如何影响股市

股价指数是国民经济的“晴雨表”,而汇率变动则反映货币国际购买力的变化。两者既是两个主要的金融市场子市场(股票市场和外汇市场)的价格,又同为反映国民经济运行状况的指标。西方学者较早就关注这两种金融指标的关联程度。关于汇率和股价之间的关系,西方已有两种成熟的理论模型,即汇率决定的流量导向模型和股票导向模型。前者强调经常项目或贸易平衡,认为存在由汇率到股价的反向关系,这种分析主要着眼于微观层面;而后者强调资本项目是动态汇率的主要决定因素,认为存在着由股价到汇率的正向关系,这种分析主要着眼于宏观层面。在微观层面,有观点认为,汇率变动影响国内公司和跨国公司的资产组合的真实价值。总的来说,公司股价暴露在汇率风险

之下的证据并不明显。但是,已经发现资源类股票和实业类股票价格对于汇率变动的反应大不相同。当货币升值时,实业类股票价格表现较好;而货币贬值时,资源类股票的价格则较为坚挺。

在宏观层面,对汇率与股价关系的探索主线,集中在股票综合指数与汇率浮动价值的相互联系上。Smith (1992) 利用美、日、德三个发达国家的构造了一个广义模型进行描述。他的模型得出结论说,股价和汇率之间存在着重要的正向相关关系。但也有学者认为,股价和汇率之间有强烈的负相关关系 (Soenen Hennigar, 1988)。

总的看来,不管在微观还是宏观层面上,对于股价和汇率的关系,无论是从理论还是从实证的角度,都远未达成共识,特别是对这两种金融价

格变量的因果关系及其作用方向还未作出探讨。尚需指出的是,以前的所有研究均未涉及发展中国家的股票市场。在这些市场中,政府的政策导向对股价的影响很大。

Abdalla 和 Murinde (1997) 在这方面做了开拓性的研究。他们首先定义了关于股价和汇率关系的格兰杰因果关系,并利用韩国、菲律宾、印度等发展中国家的数据作了实证研究。他们进行了详细的格兰杰检验 (Granger Test), 最后得出了汇率对股价的影响十分显著的结论,这与以前对发达国家的研究得出的结论一致。在格兰杰因果关系中,汇率变动影响企业的出口并最终影响股票价格。其政策含义为,发展中国家的政府在制订汇率政策时必须十分谨慎,因为汇率制度的选择和政策制定对这些国家还处于萌

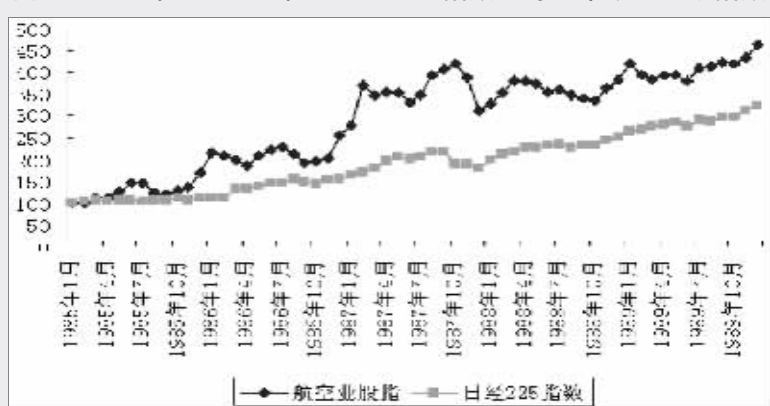
芽中的股市会产生或正或负的冲击。

汇率是国内外资产价格联系的桥梁;在各国走向独立自由浮动汇率的过程中,一般是首先实现本国经常项目的可兑换。这时,汇率反映的是在经常项目基础上的外汇的供给与需求。同样,在这样的条件下,外国资金不可能参与本国股市的炒作,股价的浮动基本上只是反映本国投资者对经济走势和公司业绩的预期。汇率的变化首先必须影响实体经济,然后在股票价格上间接反映出来,因而其时滞较长。对于那些出口导向型的小国(如韩国),这一反向关系十分明显,但这时股价的涨落则几乎没有明显的对汇率的反馈关系。然而,一旦政府实行本币在资本项目下的可自由兑换,情况就截然不同了。在这种情况下,汇率不仅反映经常项目下的外汇供求,而

且也反映资本项目下的外汇进出;它不仅反映实体经济活动,而且也反映金融交易活动。并且,在一个金融自循环的世界中,汇率更主要的是反映金融活动的外汇供求。在资本市场开放的条件下,股票价格则不仅反映本国资金的需求,还反映外国投机资本对本国经济运行状况的预期,股票市场不纯粹是一个国内市场,而是带有某些国际市场的特征,因此国外资金对股价的巨大影响就必须引起十分重视了。这时,汇率下跌反映的是对本国金融资产需求的下降,股价随之下降;反之,汇率升值主要会导致股价的上涨,汇率是正向的因果关系。

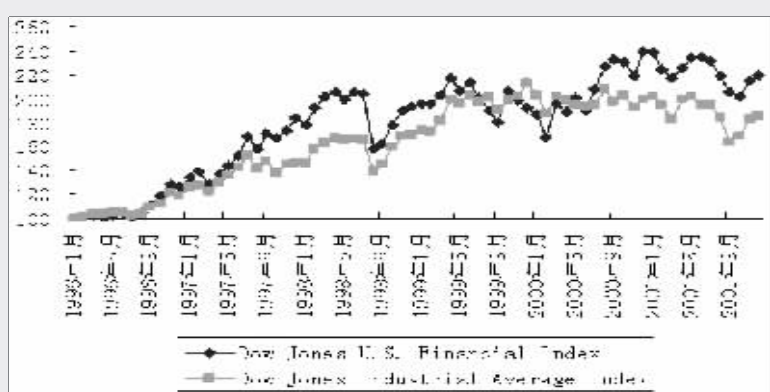
(苑德军: 中国银河证券公司高级经济学家; 李谦: 中国人民大学财政金融学院; 李衡: 北京邮电大学经济管理学院)

图 1 1985 年至 1989 年“日经 225 指数”与日本航空业股指



注: 本图数据为本文作者计算所得,计算方法为以 1985 年 1 月的数值为 100,对 1989 年 12 月的数值作指数化处理。资料来源: Reuters 3000 Xtra 数据库。

图 2 1996 年至 2001 年道琼斯工业平均指数与金融业股指



注: 本图数据为本文作者计算所得,计算方法为以 1996 年 10 月的数值为 100,对 2001 年 10 月的数值作指数化处理。资料来源: Reuters 3000 Xtra 数据库。

表 1 本币长期大幅升值期间四国汇率与股指变动情况表

国家	本币升值幅度 (%)	股指上涨幅度 (%)	弹性
日本 (1985~1987 年)	30.9	21.8	0.7
美国 (1995~2000 年)	3.9	22.9	5.8
韩国 (1998~2005 年)	6.7	17.6	2.6
巴西 (2002~2006 年)	15.0	46.1	3.0

资料来源: 美元名义有效汇率数据来自: IMF, International Financial Statistics, 2005; 其他数据来自: Reuters 3000 Xtra。

表 2 2005 年 12 月美部分行业股指 (令上一年股价指数=100)

道琼斯工业平均指数	煤炭	钢铁	电力	建材	航空	房地产	金融	汽车	
2005 年 12 月	99.4	176.6	117.0	112.9	109.9	108.6	104.1	103.5	61.0

注: 本表数据为本文作者计算所得,计算方法为以 2004 年 12 月的数值为 100,对 2005 年 12 月的数值作指数化处理。资料来源: Reuters 3000 Xtra 数据库。

表 3 2005 年 12 月韩国部分行业股指 (令前一年股价指数=100)

汉城综合指数	机械	钢铁	医药	建筑	食品饮料	金融	电力煤气	纺织	
2006 年 11 月	259	449.7	300.5	378.7	522.4	291.5	320.3	196.8	177.5

注: 本表数据为本文作者计算所得,计算方法为以 2003 年 3 月的数值为 100,对 2005 年 12 月的数值作指数化处理。资料来源: Reuters 3000 Xtra 数据库。