

■中国证券业协会 2007 年度科研课题获奖成果

# 人民币升值与证券市场影响机制

◎孔庆龙、樊锐、申团营、张智勇、梁愈  
(报送单位:中国民族证券有限责任公司)

自 2005 年 7 月 21 日人民币升值制度改革以来,人民币升值多跌少,特别是对美元汇率踏上单边升值之路,到 2007 年 11 月份,升值幅度累计达 8.71%,而且升值势头丝毫不减。而中国证券市场也从 2005 年 6 月份的最低 998 点一路高歌猛进,到 2007 年 10 月份达到 6124 点的高位,累计升幅达到 514%。

而在此期间,随着外汇储备激增,流动性过剩、资产价格包括房地产、贵金属和股票价格上涨等问题开始困扰我国金融体系和宏观经济。那么,人民币升值和证券市场的大幅走高之间是巧合还是具有内在的联系?如果有,其中的影响机制又是怎样的呢?

从经典的经济理论出发,人民币升值对证券市场的影响机制至少存在两个因素——价值因素和价格因素,三条途径——估值水平、供求关系和调控政策。前者属于价值因素,后者属于价格因素。其中对估值水平的影响是通过进出口的价格水平高低和贸易条件好坏来影响企业特别是上市公司的利润实现,这种利润的影响会有两个阶段:在初期由于国外需求对中国出口商品的价格弹性较低,人民币升值会增加出口额和利润,但最终会通过国际市场价格上涨和出口企业生产成本特别是房地产和原材料增加影响到国内企业竞争力和出口额;而对调控政策的影响则直接决定贴现率的高低。对证券市场供求关系影响主要是人民币升值及其预期带来的汇兑收益对国际资本产生较强吸引力,这些汇率敏感资金的超常进入对人民币资产特别是股票、房地产、贵金属及原材料价格甚至债券市场产生推动作用,而人民币升值带来的巨额外汇储备又使得中国央行投放了超额的基础货币,造成国内的流动性过剩问题也给资产价格特别是证券市场股票价格和债券收益率产生较大影响,并且在处理“不可能三角”上的两难境地也使得利率性紧缩政策效果不明显。

## 一、人民币汇率升值与上证指数收益率呈正相关关系

为了分析方便,抓住重点,在下面的行文里面,如果未作特别说明,人民币升值将以人民币对美元走势来代表中国企业的国际结算中 80%以上使用美元),证券市场将以股票市场特别是上证指数为代表。分析人民币升值对证券市场的影响机制,首先要看二者之间的相关性如何,特别是 2005 年 7 月人民币汇改开始到目前为止,人民币升值期间和股票指数有无相关性,相关程度如何。

1、人民币升值过程和股指走势趋势。2005 年 7 月 21 日人民币汇率改革之后,到 2006 年属于人民币小幅升值时期。人民币价格调整呈微幅状态,价格水平虽然处于单边之中,但幅度较小,压力微弱。在此期间,人民币汇率上升的压力主要来自金融改革的推进。

2006 年在人民币破 8 之后,升值速度开始加快。特别是进入 2007 年,由于美元汇率升值与贬值的不确定性,其升值态势转为对不同货币的升值与贬值不一,而人民币处于中间、敏感水平,成为国内外众多投资、投机者的聚焦点。为此,中国人民银行宣布,从 2007 年 5 月 21 日起,人民币兑美元交易价的浮动幅度从千分之三扩大至千分之五。人民币汇价在急速上升中进行了政策调整。人民币在年内连续刷新纪录。

2005 年 7 月,我国股票市场指数呈现持续大幅度上扬的态势,上证综合指数由 998 点上升至 2007 年 10 月 16 日的 6124 点,上涨了 5 倍多。截至 2007 年 10 月 31 日,我国上市公司 A 股总市值达到 352827 亿元,流通市值达到 86299 亿元。

比较人民币汇率走势和上证指数的运行轨迹,我们把二者汇改以来的图形叠加,可以清晰地看到二者皆成单边上扬走势,这从大趋势上说明二者具有相似的运行趋势。

2、人民币升值与上证指数相关性分析。虽然过去的两年多时间里人民币升值和上证指数走势有所吻合,但二者的相关性如何呢?我们知道,股价是上市公司股票的买卖价格,汇率则是货币的交换价格,许多国内外学者通过实证研究发现两者的确存在显著的相关关系。

为了研究人民币和上证指数走势在短期波动上的关系,我们把二者的变动情况叠加,可以较为清楚地看到二者短期趋势的一致性(见图),其中人民币

就人民币升值对证券市场的影响来说,股票价格上涨是最为明显的特征。人民币升值和证券市场影响机制之间最为核心的传导机制在于外汇制度,包括汇率形成机制、外汇储备制度和资本管制制度。另外,大力增加股票等资产供给也是较好的平抑办法。

先行的迹象更加明显,可以明显看出,人民币对美元的汇率升值与证券市场上证综合指数收益率呈正相关关系。

## 二、人民币升值对证券市场估值水平的影响

我们知道,利润是影响公司估值的最重要指标,利润的变化将直接导致公司价值高低。人民币汇率的变动将使得上市公司的进出口价格水平发生变化,从而会影响到销售和利润水平。也就是说,人民币升值最直接的影响就是上市公司中的进出口部分的变化。

1、国外本币升值对外贸影响的历史分析。一种比较想当然的观点是,随着一个国家货币升值,该国商品在国际市场上价格随之提高,在其它条件相似情况下,该国商品在国际市场上的竞争力下降,该国出口贸易必然受到升值的影响而呈现负面效应。但事实上如何呢?

首先,我们先来看历史上日本和德国在经济腾飞时期汇率与国家对外贸易特别是贸易顺差的关系。

20 世纪 70 年代以后,随着日本贸易部门劳动生产率的不提高,日本商品的国际竞争力日益增强,贸易盈余也开始大量产生,日本由贸易基本平衡国向长期贸易顺差国转变。从图 4 可以看出,在 1970-1990 年这段时期,随着日元汇率的不断升值,日本的贸易顺差表现出长期增加的趋势,特别是广场协议美国迫使日本在 1984-1988 年大幅度升值日元的几年时间,日本的贸易顺差并没有显著减少。

与日本相似的地方是,在 20 世纪 60 年代到 90 年代,德国经济也成为世界经济最耀眼的亮点之一。从 20 世纪 60 年代末马克兑美元 4.17:1 的双边名义汇率,到 90 年代的 1.49:1,马克对美元名义汇率累计升值 2.79 倍;同期内,经过贸易加权的名义汇率升值 2.43 倍,而在此期间,德国的贸易顺差仍呈现出不断放大的趋势。

因此,通过考察上个世纪日本和德国在经济起飞时期本币汇率升值与该国贸易顺差的关系可以发现,在经济开始高速发展时期,汇率升值并不直接意味着对出口贸易的萎缩和贸易顺差的减少。这一历史性的考察结果和大家普遍认为的升值会导致紧缩的观点不太一致。这一点可以这么分析,升值导致的价格上涨点是否导致出口额或者顺差的下降关键还要看消费者的价格弹性以及当时经济总量扩大引发的拉动效应。如果某些行业产品比如当时日本的小汽车,在价格远远低于市场平均水平时,其汇率升值引发的价格上涨对销售量虽然产生负面影响,但比起价格上涨的幅度来是较小的。

2、人民币升值对中国外贸部门的影响。上面这一点和中国目前的情况非常相似,我们考察了人民币汇改以来,中国对外贸易中进、出口以及贸易顺差的变化趋势,目前中国的外贸依存度在 60-70%以上,在世界各国中是较大的,外贸的兴衰对国民经济具有很大影响。

自汇率改革以来,随着人民币汇率不断升值,中国对外贸易出口和进出口总额都在稳定增加,贸易顺差保持着随人民币汇率上升而增加的趋势,中国的对外出口贸易和盈余并没有表现出与人民币汇率负相关的趋势。

我们认为,之所以出现这种情况,有四个主要原因:一是中国出口商品价格非常低廉,在诸多劳动密集型产业市场份额很高,些微的人民币升值带来的价格上涨还不足以引发销售量的大幅下降,也就是拐点尚未来临;中国的出口产品在很多国家中已经产生了巨大的替代效应,中国廉价的劳动力使得中国出口商品的价格已经处在世界最低水平,因此,人民币的小幅升值不可能改变中国商品进口国家消费者的购买行为。二是人民币有效汇率的升值幅度,即考虑到人民币兑其他一揽子主要贸易伙伴货币的汇率升值并未大幅度升值。三是中国国民经济快速增长引发的整体贸易市场的扩大。四是国际收支账户上错误与遗漏项下与日剧增的顺差(投机资本或热钱)。

考虑到以上几点原因,并参照日本和德国在经济腾飞时期汇率升值与贸

易顺差的关系,我们认为,随着中国经济的高速发展,人民币汇率将在很长时期内继续升值,中国对外贸易与顺差将在长时间内保持增长的趋势。

## 三、人民币升值对证券市场供求关系的影响机制

证券市场中的价格水平,不论股票还是债券,其价格不仅决定于内在价值,而且资金的充沛程度及其决定的市场供求关系也是影响价格的重要因素。人民币升值对证券市场资金供求关系的影响,主要有两条途径:一是人民币升值和人民币汇率机制带来的贸易顺差,占用了央行巨量的基础货币投放,造成某种程度的流动性过剩。二是人民币升值及其预期引发大量国际资本进入中国境内,证券市场是其投放的重要渠道,引发证券价格上涨。其中一是国内资金因素,二是国际资本因素。

1、人民币升值与流动性过剩。中国货币流动性过剩主要表现在以下指标:(1)货币供应量相对实体经济供应量增长较快。自 2000 年以来,我国货币供应量增长较快,广义货币 M2 供应量与 GDP 的差额不断扩大,相对实体经济供应量过度,从而造成了流动性过剩。(2)银行人民币存贷差的不断增长。而资料显示,我国广义货币季供应量与季名义 GDP 之比(M2/GDP)对上证综合指数季度收益率具有先行推动作用。

外汇储备的激增导致的央行基础货币投放是流动性过剩的重要原因。高额贸易顺差与人民币预期升值直接促使外汇储备快速增长,外汇占款成了中国货币供给的主渠道。外汇储备余额表现出与广义货币供应量高度一致的走势,如果对外汇储备和广义货币供应进行回归,其相关系数高达 0.988269。

根据中国国家统计局万东华、江明清等人(2007)的研究,我国当前出现的流动性过剩一个直接原因是国际收支,特别是贸易顺差持续扩大的结果。他们因贸易顺差带来的外汇占款从各层次货币供应量中扣除,发现调整后的各层次货币供应量增速及其与国内生产总值的比值均大幅下降。贸易顺差扩大带来的外汇占款增加是形成流动性过剩问题的直接原因。

外汇储备大量增加的主要原因在于中国经常项目贸易顺差的持续增加和外商直接投资以及伪装成经常项目交易的变相资本流动(也就是人们通常所说的“热钱”)。人民币对美元的汇率带来升值的压力,国外的一部分热钱预期人民币对美元升值,从而不断进入中国境内,这种“自我强化”的恶性循环也是一个重要原因。

2、人民币升值与短期资本流入。人民币升值客观上造成央行国内资金投放过量,流动性过剩下的资金泛滥必将造成证券市场的波瀾。如果说这种现状属于“不得已”而为之的话,国际投机性资本的逐利活动就是主观意愿非常强烈的行为。

如何界定国际短期资本流动是非常困难的,这批资金的最大特点就是快速而隐蔽。即为一般意义上所谓的“热钱”,又称游资。这部分国际资本流动,具有较高的流动性和保密性,追求高收益,承担高风险,以在国际金融市场上快速流动进行投机获利为重要特征,主要来源于跨国公司手中掌握的流动资金及一些暂时闲置或过剩资金,国际银行拥有的短期资金及其外汇、信贷业务资金,各国国际储备资产的保值性运用的一部分资金,各种投资基金及其他专项基金等。

目前划分热钱的做法,是按照资金期限。一般而言,借贷或者投资期限在一年以下的为短期资本,一年以上的为长期资本。然而,随着国际金融市场的发展和金融工具创新,长期和短期资本界限越来越模糊,长期资本可以通过新金融工具变为短期资本,而短期资金也有可能变为长期资本。国际上对短期资本流动比较权威的定义是:C.P. Kindleberger 提出的,主张按照国际资本流动的动机定义短期资本流动。我们认为,短期资本流动的主要风险在于其流动方向突然变化给宏观经济带来威胁,因此,带有短期逐利性质的随时可能改变方向的资本流动,我们都归入热钱的估算范围,同时我们也将资金流动

期限长短考虑在内。具体包括,国际收支平衡表(BOP)内的短期资本流动,以及一些隐蔽性短期资本流动等。

国际短期资本进入的主要渠道有以下四种类型:其一,虚假贸易;其二,增资扩股;其三,通过货币流转与转换,地下钱庄,货柜车夹带现金,海外华侨对国内亲属汇款等方式进入。

基于热钱的高度流动性与保密性,即便是可获得准确数据的、资本可自由流动的西方发达国家,无论采用何种热钱界定方法,都难以精确计算热钱流动的具体规模,至于存在资本管制,统计数据不完备或者误差较大的发展中国家而言,测算就更为困难。尽管存在着很多难题,但基于现有数据,可以通过研究各数据相互逻辑关系对短期资本的流动进行估算,从而获得短期资本流动数据的估算结果。

大量短期资本在人民币升值预期下进入中国,不仅影响我国货币政策的独立性,而且进一步加大了我国巨额外汇储备对我国国内外经济政策的影响。主要表现为:(1)大规模短期资本流入引起国内资产价格泡沫;(2)极端情况下引起金融市场动荡;(3)降低我国货币政策的独立性。

## 四、结论和三点政策建议

在中国经济发展现阶段,人民币升值总体上促进了外汇储备的增加。由外汇储备增加导致的央行基础货币过度投放和人民币升值引发的国际资本流入则大大增加了股市的资金供给,导致股票价格飙升。而央行调控目标的多元化和稳定汇率、资本流动以及货币政策独立性的不可兼得,使得“金融压抑”加剧,利率的低企促使资产价格进一步上涨。

就人民币升值对证券市场的影响来说,股票价格上涨是最为明显的特征。当然还存在其他的影响,但限于篇幅,不再赘述。虽然证券市场价格上涨促进了企业融资,但如果涨幅超出了一定范围,会导致资源配置的低下和股票市场风险的过度积累,必须有所警惕。我们可以看到,人民币升值和证券市场影响机制之间最为核心的传导机制在于外汇制度,包括汇率形成机制和外汇储备制度和资本管制制度。另外,大力增加股票等资产供给也是较好的平抑办法。我们就从这几个方面入手探讨化解方法。

1、改善汇率形成机制。汇率的政府决定或者有管制的浮动往往会低估人民币或者币值,如果没有市场化的汇率形成机制,央行就要干预市场稳定币值,但市场资金的套利活动会持续存在,干预的成本会逐渐加大。目前的银行间外汇市场只是一个与现行外汇体制相适应的银行间结售汇头寸平衡市场,而不是一个市场经济体制下真正的“交易市场”。

因此,为市场提供市值价格信号是“解绑”央行的最好办法。需要积极发展外汇市场,完善即期外汇市场,建立远期外汇市场。加快市场产品开发,为外汇衍生品的推出奠定基础。远期市场的存在有助于规避汇率风险的机构或投资者提供套期保值的便利,更有助于为中央银行进行市场干预提供中、减轻央行吞吐负担。可以采取坐商制度,只要交易性收益大于成本就是可行的,可以利用内部数据,提前进行布局。扩大人民币汇率波动区间,尽可能形成市值的随机波动,加大投机资本的风

险。不能让市场形成稳定而强烈的预期。目前人民币稳定升值的办法就是不合时宜的。正如 Frankel(1999)所说,没有任何一种汇率制度会适应所有国家或所有国家的任何时候,探讨人民币汇率制度的“终极目标”就显得没有必要,也是有害的。

市场化的汇率形成机制需要利率市场化配合,需要稳步扩大同业拆借市场规模,逐步放开其进入限制,扩大拆借市场利率的影响,增强其反映真实市场利率的可信度。大力发展债券(国债、公司债)市场,进行公开市场操作的国债市场,卖出国债买入人民币,来抵消大量收购外汇而多投放的人民币,稳定货币供应量。建立发达的短期货币市场,并灵活运用短期利率进行货币市场操作,通过提高利率(贴现率)或发行高利率的短期信用工具(如国库券),将资金从外汇市场吸引到货币市场,从而减轻外汇市场上的需求压力。

2、改革外汇储备制度特别是结售汇制度。央行结售汇制度变相鼓励企业增加出口,承担了企业应该承担的汇率风险。不仅使汇率风险集中在央行,而且阻碍了外汇市场的发展。在此制度下,一切流入的境外资金在入境之前都必须兑换成人民币,大大增加了央行基础货币的投放,造成流动性过剩,影响汇率的货币政策。

为了彻底解决流动性过剩问题,必须积极推进外汇管理体制,放宽企业和个人外汇自由,由强制结售汇制向自愿结售汇制转变,由国家集中储备外汇向民间分散外汇转变,由吸引外资进入国内向有条件的对外投资转变。允许内资企业适当持有外汇,将有利于发展外汇市场和分散汇率风险。2006 年 4 月,人民银行推出了调整外汇管理的六项政策(放宽企业开立外汇账户和账户余额的限制、放宽个人经常项目购汇的限额、放宽对企业境外投资用汇的限制和资本项目的用汇限制等),表明了外汇管理正在向市场化和资本账户的有序开放循序渐进地迈进。

增加外汇储备的多元化,分散美元贬值风险。投资欧元等强势货币资产,与欧盟、日本等美元资产较多国家国际组织共同抵御美元攻势。

3、从宽进严出到严进宽出的资本管制。根据“不可能三角理论”,要保持稳定的汇率和独立的货币政策,必须对资本流动进行严格的限制。当资本流动被限制时,可以避免资本套利和流出,消除了国际资本对本国货币的冲击,有效保持汇率的稳定,实现独立运用货币政策调节国内经济的目标。但我们看到,国际投机资本是无孔不入的。并且资本管制也有代价,并随着金融开放程度的加深,管制成本越来越高。

通过资本管制来同时维持固定汇率制和保持货币政策独立性的这一政策组合将是一个短期的过渡性的办法。长期来看,资本管制不是市场经济国家的普遍做法。比较现实的较优选择应是一个放弃若干资本流动自由、放弃若干货币政策独立性、并由中央银行保持干预外汇市场权力的三方妥协的“中间解”。

在国内流动性过剩,资金泛滥的情况下,应当改变宽进严出的资金政策,实行“严进宽出”的反向策略。大力推进节能减排和项目论证,提高利用外资的科技含量。应当允许国内金融机构、企业使用自有外汇或通过人民币购汇进行境外投资,提高用汇和汇出的便利化程度;积极研究和探索境内企业和金融机构为“走出去”企业提供外汇支持的渠道。积极发展资本市场的 QDII 制度。探索采取并购方式参股境外金融机构。鼓励购买美国、加拿大、澳大利亚等国农田,相应出让国内农业土地用于商品房开发。

(本文有较大删节,全文见中国证券网 http://www.cnstock.com)

## 今日看板

### 信息是现代社会的“三公”与效率的保障

◎亚夫

四川汶川大地震举世震惊。在这场灾难面前,中国人表现出来的勇气与效率,同样引起全世界的高度关注。抗震救灾工作之所以如此有力、有序、有效,除了强大的组织力与改革开放 30 年积累起来的综合国力外,还有一个特质,就是信息传播的全面、及时、有效。这既满足了海内外公众对灾害及救灾信息的高度需求,也博得了国际社会的充分肯定。

从本次救灾信息到目前为止的传播特点看,它的广泛、对称、及时、深入,都是前所未有的。信息是现代社会的“三公”与效率的保障。无论是信息的发布者、传播者,还是接受者,在这次救灾活动中,表现出的高度社会关切、人性关怀与社会互动,以及由此产生的巨大社会效果,也是前所未有的。

首先,从信息发布者这个层面看,与事件直接相关的当事方能否及时发布准确、有效的信息,对社会的影响非常大。自地震爆发以来,国新办等机构几乎每天都要组织一场甚至多场记者招待会,邀请相关部门专家与主管,直接回答社会公众最关心的问题,提供必要的基础数据与基本信息。这样做,不仅能解释疑惑,更有利于社会各方以最理性、最有效的方式作出反应。

其次,从信息传播者这个层面看,各类传媒能否在第一时间,全面、客观、公正、深入、对称地反映事件的真相,既是对公众知情权的尊重,也是对媒体自身专业素养的考验,对媒体社会责任、公民意识与人文关怀的考验。这次汶川大地震,境内外媒体全方位持续不断地在一线报道,特别是对灾区各方面信息的对称性传播,对社会各方了解灾区不同情况,满足不同信息需求十分重要。只有对各利害相关方信息进行对称性传播,才能满足大多数人的需求。

此外,从信息接受者这个层面看,社会各方的反应不仅与信息是否有效传递直接相关,与信息的质量,信息是否全面、客观、及时、透明地反映事实真相直接相关,而且有效的信息也直接影响了社会各方的互动行为,从而对事件的进程产生直接影响。这次抗震救灾,之所以引起海内外如此巨大的反响和积极回应,正是与信息的全方位透明与及时传播有关。而对受众知情权的尊重,且由此产生了如此明显的正面效果,非常值得重视。

其实,当代社会既是一个信息社会,也是一个公民社会。这次救灾信息的全方位传播,反映了一个现代公民社会对基本信息的立体需求,反映了信息在现代生活中所具有的特殊作用。也就是说,在某种程度上,信息已是人们思想的资源、生活的资源与行为的资源。同时也是社会管理效率的见证与防腐剂。这次救灾信息的大传播,其意义已超出了救灾本身。对资本市场来说,也有极为重要的启示。

首先,按照“三公”原则,信息的及时性传播,可以安定社会,稳定市场。任何信息,如果不能及时准确地传播,都有可能造成无谓的损失,特别是对弱势群体造成无谓的伤害;其次,信息的有效性传播,可以减少社会的盲目无序,提高市场运行效率。只有把最真实的信息在第一时间告诉受众,才能减少盲目;再次,信息的对称性传播,可以实现公民的信息权益公平。不仅是不同社会群体和利益相关方的信息输出机会均等,同时也有信息享用的权益均等。这对当前的资本市场来说,具有特别现实的意义。

资本市场本来是信用、信息、信心“三信”市场。信息对市场的意义是不言而喻的。可惜在现实生活中,资本市场的信息传播并非时时如它应该的那样及时、准确、全面、对称、透明。此次抗震救灾在信息传播方面的实践说明,只有全面、及时、有效地传播信息,才能产生良好的社会效果。惟有如此,资本市场才能走上与当代公民社会相称的运行轨道,发挥它的积极作用。

