

人民币升值对我国股市的影响

汤 艳

(华南理工大学金融工程研究中心 广州 510006)

【摘要】 本文利用汇率改革以来人民币汇率的月度数据和上证综指的月度数据对人民币升值给我国股市可能产生的影响以及影响途径进行分析,并在风险分析的基础上提供了政策建议。

【关键词】 汇率 股票市场 人民币升值

一、理论研究综述

宏观上,我国经济高速增长,投资需求势头不减,股权分置改革顺利完成,人民币汇率制度改革顺利进行。微观层面上,我国上市公司业绩增长迅猛,近两年一大批大盘蓝筹股公司上市。在这样一个大背景下,人民币升值和我国股市的发展有没有什么联系呢?

国内外很多专家学者都曾经对汇率变动和股票市场的关系进行过研究,但并没有达成共识。多恩布什和费希尔研究了资本自由流动条件下关于汇率波动的流量导向模型,他们提出,由于汇率波动影响一国的国际竞争力、国际收支和该国的实际产出,从而会对公司的现金流和股价产生影响,进而影响即期和远期的股票市场。Bahrain和Sorbian利用格兰杰因果分析法得出汇率变动与股票市场存在相关性的结论。Granger等进行的实证研究也表明,在亚洲的大多数国家,汇率变动与股价是存在着某种互动关系的。Agar-agar以美国市场为例进行了实证研究,发现股价与汇率变动存在着正相关的关系。国内学者张碧琼、李越以1993~2001年的数据研究了深沪指数与汇率波动之间的关系,认为人民币汇率对A股市场存在一定的影响。

但是,也有另外一些学者持有异议。麦金农指出,汇率升值的预期会导致通货紧缩影响消费和投资,并最终对股市造成负面影响。国内学者邢毓静也认为股票的价格和汇率呈负相关关系,并认为人民币的升值会降低股价,这显然和Agar-agar的研究结果截然相反。Anaya和Morgue通过对八个发达国家1985~1991年的汇率和股票市场的跨时期分析认为,短期内汇率升值对股市具有正面影响,而长期则具有一定的反面作用。还有一些学者研究认为,汇率变动对股市根本不存在任何影响,如Chow等对美国的月度数据进行研究发现,股票超回报率与汇率回报率之间没有任何关联。

二、人民币升值与股票市场的关系

从右表可以看出,汇率改革至今,人民币一直处于升值状态(由于这里采用的是月度数据,所以不考虑每个月的日数据变化)。伴随着人民币的升值,上证指数也基本处于上扬态势,其中只有几个月是小幅下跌,但是这种小幅度的下跌与总体

时间	上证指数收盘价	上证指数增长率	人民币汇率	人民币升值基点
2005/07/29	1 083.03		810.80	
2005/08/31	1 162.80	7%	809.73	107
2005/09/30	1 155.61	-1%	809.30	43
2005/10/31	1 092.82	-5%	808.40	90
2005/11/30	1 099.26	1%	807.96	44
2005/12/30	1 161.06	6%	807.09	87
2006/01/25	1 258.05	8%	806.30	79
2006/02/28	1 299.03	3%	804.15	215
2006/03/31	1 298.03	0	801.70	245
2006/04/28	1 440.22	11%	801.65	5
2006/05/31	1 641.30	14%	801.88	23
2006/06/30	1 672.21	2%	799.56	232
2006/07/31	1 612.73	-4%	797.32	224
2006/08/31	1 658.64	3%	795.85	147
2006/09/29	1 752.42	6%	790.87	498
2006/10/31	1 837.99	5%	787.92	295
2006/11/30	2 099.29	14%	784.36	356
2006/12/29	2 675.47	27%	780.87	349
2007/01/31	2 786.33	4%	777.76	311
2007/02/28	2 881.07	3%	774.09	367
2007/03/30	3 183.98	11%	773.42	67
2007/04/30	3 841.27	21%	770.55	287
2007/05/11	4 021.68	5%	768.35	220

注:数据来源于中国人民银行网站。

上涨的大趋势相比是微不足道的。可以看出,股指增长率最高的月份通常是人民币升值基点最大的月份或者紧跟着的那个月份,如2006年3月31日人民币升值245个基点,上证综指增长率即由0过渡到11%。仔细分析图表中的数据还可以找到很多类似的情况,这值得我们思考。

下面,我们再分析一下上证指数收盘价与人民币汇率走势图(见图1、图2)。

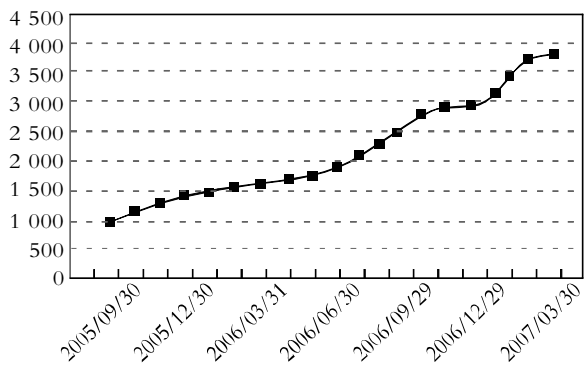


图1 上证指数收盘价走势

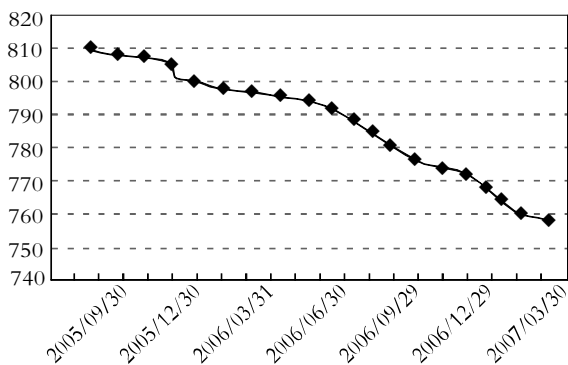


图2 人民币汇率升值走势

如果把图2倒过来(之所以要把图形倒过来,是因为我国汇率采取的是间接标价法,人民币升值反而表现为标价减少),则会出现和图1基本相同的走势,这似乎也说明人民币升值和我国A股牛市具有千丝万缕的联系。

实际上,经过多位学者的理论和实证研究证明,一国货币汇率的变化确实可以通过一些途径来影响该国的股市,那么人民币升值又是如何对我国股市造成影响的呢?

三、人民币升值推动股市上涨的机理

1. 基于宏观基础上的传导。

(1)以增加基础货币为媒介。本币升值通过增加基础货币的供给量为股市融资,也就是通过增加货币的流动性使大量资金进入股市中进行逐利。其作用过程可以总结为:①人民币升值对国内经济和对外贸易产生负面影响→为了抑制这种不利影响,货币当局在外汇市场买入外币、抛出本币→增加了基础货币的投放,使本币的流动性增加→增加的流动性进入股市追逐高额利润→推动股市非理性上涨。②人民币升值→外资进入国内以获取升值所带来的好处→大量外资的涌入必然导致基础货币增加→本币的流动性增加→增加的流动性进入股市追逐高额利润→推动股市非理性上涨。

(2)以利率为中介的传导。以利率为中介的传导机制,最著名的模型是戈登模型: $p=D/(I-g)$ 。其中: D 为股票价格(本文相对应的就是上证综指); I 为股票市场的贴现率; g 为股息的增长率。为了将其与利率联系起来,我们把股票市场的贴现率分解为货币市场的利率水平 r 和股票的风险报酬率 i' ,即 $I=g+i'$ 。再由利率平价公式得知: $f=r-r'$ 。其中: f 为本国货币相

对于外国货币的远期贴水(如果 $r>r'$); r 为本国货币市场利率, r' 为外国货币市场利率。戈登公式可以改写为 $p=D/(r'+f+i'-g)$ 。一般情况下,可以假定国际市场利率比较稳定,因此从上述等式可以得出, p 与 f 成反比,也就是说,股指与本币预期贬值率成反比,或者说与本币的走势成正比。对于我国而言,人民币升值就会导致股市的上涨。这一道理不难理解,当人民币升值时,由于资本的流动性和基础货币供给的增加,很容易导致本国利率的下降,而股市的价格和利率成反向关系,因此股市必然会上涨。

2. 基于微观基础上的传导。

(1)企业角度。人民币升值通过影响微观企业的价值重估来影响上市公司的股价,从而影响整个股票市场。例如对于银行类的企业,由于人民币升值会给她带来更大的流动性,公众和企业对金融服务的需求激增,这必然导致银行的业务量增加。并且由于人民币的升值,我国银行在海外扩张的成本也将大大降低,其可以获得更大的盈利空间,在股市上形成利好消息。这对于房地产行业、证券行业、对外旅游业同样也会产生积极的影响。

(2)投资者角度。对于具有特定偏好的投资者而言,在一定的财富水平和风险偏好的情况下,其倾向于选择能够使其收益最大化的资产组合。当股票市场上的赢利水平高时,投资者自然就会把自己的资产从外汇市场转移到股票市场,而人民币升值以及对升值的预期更加剧了这一进程。另外,投资者对人民币升值的预期也会吸引各种投机资本进入股市,实现汇市和股市的双赢。

四、股市风险分析以及政策建议

1. 人民币升值与我国股市风险的相关性。

(1)当人民币升值预期消失时,国外大量投机资本有可能对中国股市“釜底抽薪”。人民币升值的预期使大量国际投机资本涌入我国,这在很大程度上助长了我国股市的非理性上涨,一旦人民币升值预期达到市场的预期值,外资很快就会撤离我国市场而转到别的地方去套取更多的利润。大量资金的撤离对我国股市无疑会造成很大的负面影响。

(2)我国股市在此轮牛市中所面临的结构性危险。我国股市目前的结构性风险主要表现在:一是流通股市值所占比重很低,截止到今年第一季度末,流通市值为38 972.5亿元,总市值为128 033.4亿元,也就是说流通股市值仅占总市值的30%左右。二是我国股市的投资者结构不稳定,个人投资者已经远远超过了机构投资者。2007年第一季度中国货币政策报告指出,第一季度投资者新开户数为871万户,是2006年全年新开户数的1.7倍。截止到第一季度末,我国股票市场共有投资者8 700万户,到五月份已经超过9 000万户,可见股民入市的疯狂程度。个人投资者大都是非理性投资者,一旦股市出现一点风吹草动,比如外资撤出,很容易由于“羊群效应”引起股市的大幅震荡,威胁股市的安全。三是我国上市公司数量太少,截止到2007年第一季度末,上市公司仅1 461家,这也加大了股市的危险性。

2. 合理引导我国股市健康发展的政策建议。2007年5月6

上市公司流动性选择的影响因素分析

陈霞 干胜道(博士生导师)

(四川大学工商管理学院 成都 610049)

【摘要】 本文基于上市公司价值成长理论,从规模效应、增长机会、未来现金流量的稳定增长性、盈利能力的稳健性等非制度性角度分析各影响因素与上市公司流动性的关系,以便上市公司提高资本效率,实现良性发展。

【关键词】 上市公司 流动性 价值成长理论

现代企业理财越来越重视流动性,而要分析探究上市公司的流动性,必须先找出影响上市公司流动性的因素,选择切实有效、科学的流动性措施,有针对性地化解流动性风险,避免支付危机,谋求公司更大的效益,推进上市公司的适度稳健发展。

一、上市公司流动性选择影响因素研究的必要性

流动性是公司资产的一个专有属性,指在不影响价格的情况下资产或证券可以被买卖的程度,或者是指公司资产以一个合理的价格顺利转化为现金及现金等价物的能力,即变现能力。财务管理专家范霍恩认为,流动性体现了所投资的时间尺度(变现所需的时间)和价格尺度(变现比率的稳定性)之间的关系。

作为上市公司的血液,流动性的功能十分显著,既要能够及时保证支付到期债务,又要能够维持上市公司日常经营的流动性支出,还要能够在上市公司发生突发性财务危机时具备安保性的融资能力。

作为上市公司,为充分有准备地应对股市的沉浮突变,必

日和5月7日,中国人民银行行长周小川在出席国际清算银行中央银行行长例会和董事会时曾表达了对我国目前股市存在泡沫的担忧,这预示着货币政策当局已经开始关注并且将会对股市的发展采取相关措施。

要提高我国股市的抗风险能力,保住我国股市此轮增长的成果,就需要货币政策当局在宏观和微观层面上给予全方位引导。例如,针对我国目前股市散户过多的情况,国家应该对股民进行金融知识普及,加强他们的风险意识,通过各种媒体不断进行渗透,使中小投资者逐渐恢复理性投资。可以尝试建立股票投资保障基金,降低中小股民的投资风险,减轻他们对股票投资的不确定性以及恐慌心理,避免外资突然撤出时出现“羊群效应”,股票投资保障基金可以在很大程度上起到股市“稳定器”的作用。在日涨停板制度的基础上,可以再推出一个月度或者季度涨停板制度,防止股票市场的暴涨暴跌,避免引起过度投机现象。我国迫切需要培养大批高素质的金融决策和政策操作人才,保证金融政策运行和实施的高效。当

须加强自身流动性的科学运筹。这是上市公司运筹帷幄、决胜千里的根基所在。流动性既不能太强,也不能太弱,要根据上市公司自身的实际情况,实事求是,从实际出发。流动性过强,必将加大企业资产的运营成本,这是因为一般情况下流动性资产的盈利能力相对较低;流动性过弱,资产的变现能力不强,上市公司就会有破产的可能。

业界研究上市公司流动性的各种假设,实践中难以成为企业财务战略决策的真实依据,毕竟上市公司存在的市场环境是不完善的,“看不见的手”和“看得见的手”相互作用,给上市公司的经营发展带来了太多的不可预见性因素,上市公司要谋求稳健长远发展,就必须做到以不变应万变。

二、上市公司流动性选择的影响因素

影响上市公司流动性的因素多种多样,既有内在因素也有外在因素,既有主观原因又有客观原因,既有长远性因素也有短暂性因素,既有行业性因素也有政策性因素。本文侧重从上市公司价值成长理论框架角度进行归纳。

1. 规模扩大对上市公司流动性的影响。追求规模扩大是

然,我们还可以通过影响投资者的预期尤其是通过改变人们对人民币升值的过高预期来引导投资者理性投资。另外,货币政策当局要时刻关注股市的基本面,例如通过影响宏观经济运行态势以及通过影响上市公司基本面状况来引导投资者的投资行为。

【注】 本文由广东省普通高校人文社会科学重点研究基地金融工程研究中心资助。

主要参考文献

1. 邢毓静. 证券市场与外汇市场互动关系及宏观政策选择. 当代财经, 2001; 5
2. 袁冬梅, 刘建江. 本币升值影响股票市场的理论与实证研究. 长沙理工大学学报, 2006; 2
3. 刘贛州. 汇率波动与证券市场价格波动的相互作用机制分析. 广西财经学院学报, 2006; 1
4. 刘贛州. 人民币升值对中国证券市场的冲击及对策. 经济纵横, 2005; 6