

National
Economy
Security
Research

国民经济安全研究

——股市、汇市、期市、房市联动
与我国经济安全

上海财经大学财经研究所 中国经济研究中心

上海财经大学出版社

上海市重点学科建设项目资助,项目编号 B802

上海财经大学“十一五”“211”工程三期重点学科建设项目资助

国民经济安全研究

——股市、汇市、期市、房市联动
与我国经济安全

上海财经大学财经研究所·中国经济研究中心



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

国民经济安全研究:股市、汇市、期市、房市联动与我国经济安全/上海财经大学财经研究所·中国经济研究中心编. —上海:上海财经大学出版社, 2011. 6

ISBN 978-7-5642-1061-8/F · 1061

I. ①国… II. ①上… III. ①经济-国家安全-研究-中国
IV. F123

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 075777 号

☐ 责任编辑 张 虹
☐ 封面设计 未 名
☐ 责任校对 卓 妍 赵 伟

GUOMIN JINGJI ANQUAN YANJIU

国民经济安全研究

——股市、汇市、期市、房市联动与我国经济安全

上海财经大学财经研究所·中国经济研究中心

上海财经大学出版社出版发行

(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海市印刷七厂印刷

宝山葭村书刊装订厂装订

2011 年 6 月第 1 版 2011 年 6 月第 1 次印刷

787mm×1092mm 1/16 13 印张 211 千字

定价: 27.00 元

前 言

2008年以来,由美国房地产金融市场的“次贷危机”引发的经济金融危机,是人类历史上波及面最广、损失最巨大的经济金融危机。这次危机最先由美国住房市场价格持续大幅下跌引起,导致相关房地产相关金融商品、金融保险商品以及金融衍生品缩水下跌,甚至归零,不能偿还到期承诺,由此引发相关金融机构的财政危机以至破产倒闭,进而诱发股票市场的暴跌,与此同时,以美元和黄金为代表的避险金融商品却扶摇直上,商品市场在经历了逆向反动之后,随后就是瀑布式的暴跌入泥,然后,因为失业的不断加剧,各国进口不断减少,进而影响到世界贸易,由此波及实体经济。

事实上,这次旷古烁今的经济金融危机的源头——美国房地产市场——早在2006年年中价格就已经见顶并开始缓慢回落,股票市场是在2007年第三季度末、第四季度初才见顶并开始回落,房地产价格在2007年年中到2009年年初这一年半的时间里急速而持续地大幅下跌是本次危机第一动力。股票市场在此过程中基本与之同步略后地暴跌。商品市场在2008年上半年经历了与房地产市场和股票市场完全相反的走势——暴涨,这很大程度上是国际投机资本的巨大功劳,这种不可持久的反动在2008年7月之后直到年末,经历了惊天地、泣鬼神式的报复性暴跌。

本次经济金融危机淋漓尽致地展现了当今全球经济越来越显著的股票市场、房地产市场、外汇市场、期货市场彼此联动,相互影响,交错共振,影响巨大。本次危机只是显著而充分地暴露了它们彼此之间紧密的联动关系,但这种联动机制一直存在,一直在加强。这种联动机制并不会因为本次经济金融危机的结束而结束,相反,它将一直处于不断强化之中。而这种联动机制对于各国经济安全、对于世界经济的安全,都是极端重要的。因此,研究这几

大市场彼此间的联动关系以及它们对于经济安全的影响,成为我们经济研究者面临的重大课题。本书的出发点即在于此。

对于这一重大课题,既有的研究并不充分。我们课题组虽然也经过多次研究讨论,但是由于水平之限,只能做一个抛砖引玉的启示性研究。能够引发更多同仁和有兴趣者来关心、研究这个重大问题,将研究推向深入,是我们的期待。

本书由上海财经大学中国经济研究中心策划,由李健负责组稿、统筹。本书各章分工如下:第一章由张祥建、温德经负责撰写;第二章由计小青、曲亚楠负责撰写;第三章由杨晔、汪若君负责撰写;第四章由李健、陈硕负责撰写;第五章由张延锋负责撰写。

我们欢迎社会各界人士与我们一起进一步深化研究这个重大的、非常有意义的经济问题。

著者谨识
2011年5月

目 录

前 言	1
第一章 股市、汇市、期市、房市联动的一般理论	1
一、股市与汇市的联动	1
二、股市与房市的联动	12
三、股市与期市的联动	20
四、房市与期市的联动	26
五、汇市与期市的联动	30
六、房市与汇市的联动	36
参考文献	48
第二章 股市波动及其对汇市、期市、房市和我国经济安全 的影响研究	52
一、引言	52
二、股市波动对汇市的影响	53
三、股市波动对期市的影响	69
四、股市波动对房市的影响	79
五、研究结论及政策建议	88
参考文献	89
第三章 汇市波动及其对股市、期市、房市和我国经济安全 的影响研究	93
一、汇市波动的经济效应	94
二、汇市波动的国际经验——德国、日本的经验和启示	123

三、防止汇市大幅波动的政策建议	128
参考文献	131
第四章 期市波动及其对汇市、股市、房市和我国经济安全的影响研究	135
一、期货市场与汇市、股市、房市联动机制及链条	135
二、期货市场与汇市、股市、房市联动的市场表现	137
三、期货市场及关联市场波动对我国经济安全的影响	142
四、政策建议	156
参考文献	158
第五章 房地产市场波动及其对股市、期市、汇市和我国经济安全的影响研究	160
一、房地产行业的基本属性	160
二、房地产市场与国民经济发展	161
三、我国房地产市场发展与风险分析	171
三、我国房市与金融市场的联动关系分析	181
四、推动我国房地产市场健康发展的建议	194
参考文献	201

第一章

股市、汇市、期市、房市 联动的一般理论

一、股市与汇市的联动

20 世纪 70 年代初,国际金融体系发生了巨大的变化:布雷顿森林体系崩溃,浮动汇率制取代固定汇率制,资本流动迅猛发展,阻碍资本流动和外汇交易的各种限制逐渐被取消。国际金融体系所发生的这些变化,一方面极大地拓宽了投资机会,另一方面汇率波动的频繁和剧烈也放大了投资风险。这促成了理论界有关外汇市场与股票市场相互作用关系研究的繁荣。尤其自 20 世纪 90 年代以来,随着经济全球化以及资本流动全球化的发展,不同市场之间的联动关系越来越明显,特别是随着机构投资者在全球范围内进行资产配置和组合管理,外汇市场对资产市场价格的影响越来越大,汇率风险成为资产市场投资的主要系统性风险之一,有关二者关系的理论和实证研究更是层出不穷。有关汇率和资产价格关系的研究,到目前为止,主要集中于汇率和股价的关系,间或有研究汇率与债券价格或房地产价格的。

关于汇率和股价的关系,西方学者较早就有关注并形成了两种成熟的理论:现金流导向模型和资产选择模型。前者着眼于微观层面,强调经常项目对汇率变化的影响,认为汇率变动通过影响国际竞争力和贸易平衡,从而影响企业的进出口和收入水平并波及企业股票的价格。后者则强调资本项目影响汇率变化的重要性,认为预期汇率变化会引起投资者调整其资产组合(如持有预期

币值上升的货币计价的股票和债券),导致资本的国际流动,引起汇率变化,同时改变资产供求关系,影响资产价格。而股票价格的变动会通过财富效应进一步影响一国货币需求,从而影响汇率。

(一)汇率变动对股票价格的影响机制分析

1. 流量分析模型

流量分析模型认为汇率波动对股票市场的影响主要通过两个机制:一是实际汇率水平和经济活动之间的作用机制。实际汇率的贬值将会提高本国商品对国外商品的竞争力,从而提高国内总需求和总产出的水平。二是经济活动与股市表现的作用机制。具体来说,由于公司的股票价格反映了公司预期现金流及盈利能力,而公司预期现金流及盈利能力很大程度上受国内总需求的宏观环境所影响,因此,股票价格反映了现在及预期的经济活动。经济活动可以用下列指标衡量,如工业产值、实际经济增长率、失业率和企业利润等。因此,流量分析模型认为,存在着从汇率到股票价格的正向因果关系,即本币贬值将促使股票价格上升。

现实中,汇率波动对企业价值有多种影响途径,为了清晰地反映汇率波动对企业价值不同的影响渠道,学者们构建了不同的模型进行理论分析。Shapiro(1975)是最早采用建模方法研究汇率和企业价值关系的经济学家,他所构建的两国模型显示,本币贬值将增加本国企业的价值,降低其国外竞争对手的价值。Dumas(1978)和 Hodder(1982)分别对 Shapiro 模型进行了扩展,他们均假设企业同时在国内和国外开展业务,汇率波动会影响企业的采购、销售和收付款,从而影响企业的利润。Dumas(1978)认为,尽管企业的交易风险是已知的,但作为未来汇率波动、宏观经济影响和企业应对行为函数的总风险,则存在着不确定性。

Hodder(1982)的模型隐含着汇率将通过影响价格而影响企业价值,他将企业外汇风险敞口分为四类:与国内价格相关的风险,国外真实资产风险,与通货膨胀相关的风险,以及企业国外借款的风险,从而使国内企业也要受不可预期的汇率波动的影响,而企业的外汇风险则取决于价格调整的速度。Cornell 和 Shapiro(1983),Flood 和 Lessard(1986)则是基于公司财务制度的角度来构建模型的,其研究思路是,由于企业价值是其当前和未来现金流的折现值,那么汇率变动对企业价值的影响可由汇率变动对这些现金流的影响来反映。Flood 和 Lessard(1986)研究了企业的运营现金流和所谓的运营外汇风险,并将该风险进一步划分为汇率波

动的竞争力风险和换算风险。Booth 和 Rotenberg (1990)将 Flood 和 Lessard 的模型进一步推广,加入了商品套利的限制条件,其研究显示,企业的真实价格、成本结构、贴现率、对相对购买力平价的偏离、与限制套利相关的交易成本,是影响企业外汇风险的主要因素。

Hekman(1985)的模型将企业定价理论、企业所面对的宏观经济变量以及汇率波动的预期理论联系在一起。Hekman 假设企业所面对的所有宏观经济变量都取决于预期汇率波动所服从的随机过程的初始率,并假设资本市场完善,Cobb-Douglas 生产函数具有不变生产参数和不变收益率。在这些假设下,Hekman 考察了预期汇率波动对企业价值三个构成部分的影响,即企业税后非财务运营现金流的价值,企业未偿债券的价值,以及远期外汇合约的价值。Hekman 模型的意义在于,它强调了企业保值决策和投融资决策在汇率影响企业价值中的重要作用。

与 Shapiro(1975)的研究类似,Levi(1994)也是从微观经济的角度考察汇率与企业价值的关系,将企业的外汇风险与其经济和金融特征联系起来。Levi 构建了一个多币种模型,针对每一币种,都考虑了税率和企业的净资产与净负债。Levi 将企业分为只出口一种产品的和只进口一种产品的两类,研究显示,企业对汇率波动的敏感度与该国产品的需求状况及利润状况直接有关,而且汇率波动对企业价值的影响,与税率和资本的机会成本负相关。与 Levi 的研究类似,Allayannis(1996)分析了出口企业和进口企业的外汇风险,发现两者不是对称的,前者与外国的需求弹性有关,而后者取决于本国的需求弹性。

Allayannis 和 Ihrig (2001)的研究则侧重于竞争结构,他们利用企业价值在某日期状态变量的泰勒级数展开式,说明了汇率变动可以通过三种渠道影响企业的收益率:企业产品销售市场的竞争结构,出口份额和行业结构,以及进口份额和进口要素市场的竞争结构。在 Von Ungern-Sternberg 和 Von Weizsacker(1990)的研究基础上,Marston (2001)的研究表明,尽管企业的交易风险由以外币标价的净收入决定,但经济风险则取决于竞争对手的产品需求弹性、边际成本函数以及产出反应函数。

Bodnar et al. (2002)则从另一个角度对企业的外汇风险进行了分解,他们构建的双寡头模型将汇率变动对出口企业价值的影响分为三类:第一类是汇率变动对企业利润的影响(交易风险、合

约风险和换算风险);第二类是汇率变动对出口企业总支出的影响;第三类是汇率通过影响价格,进而影响出口企业以本币计价的净利润,后两种影响对应着企业的经济风险。Bodnar et al. (2002)的研究显示,由于企业定价对企业利润的影响,汇率对价格的传导效果与企业的汇率风险联系在一起。

综上所述,以上理论分析模型表明,企业价值对汇率变动的反应依赖于众多的参数,如企业的经营特点、进出口结构、国外业务的份额、标价币种、要素进口市场和产品销售市场的竞争状况,等等。需要指出的是,对于哪个参数对汇率和企业价值关系的影响最大,经济学家并没有形成一致的看法,事实上,也不可能建立一个将汇率对企业价值的所有影响机制全都包罗在内的模型。

2. 存量分析模型

存量分析侧重的是资本和金融账户在汇率决定中的作用。存量分析又可以分为两类:投资组合理论和货币理论。“投资组合理论”来自于马克威茨的资产组合理论,该理论认为,投资者在本国货币、本国债券和股票,以及国际债券和股票之间配置资产、构建投资组合,在这一过程中,汇率的作用在于平衡各种资产的供给与需求。国内股票价格的上扬将通过直接和间接两条渠道导致本币的升值:一方面,国内股票价格的上升将刺激投资者卖出国外资产,转换为本国货币以购买更多的国内股票,本币需求的上升将推动本币升值;另一方面,国内资产价格的上升会扩大投资者的财富,从而增加投资者的货币需求,刺激国内利率的上升,更高的利率吸引了外国资本的流入,提高了国外对本币的需求,从而带来外汇市场上本币的升值。因此,资产组合理论认为,股价对汇率存在着负向的影响,即股价上扬(下跌),将导致本币升值(贬值)。根据货币理论,汇率是一种资产的价格(一单位外币的本币价格),因此,与其他资产一样,现实中的汇率由预期未来汇率决定,任何影响未来汇率的因素或消息都会影响当前的汇率。导致汇率变化的因素可能不同于导致股价变化的因素,从而现实中两者的相关性较弱。

(二)汇率变动影响股票价格的研究历程

有关汇率与股价关系的研究最早可追溯到 Franck 和 Young (1972),他们发现二者不存在显著的相关关系。早期对该领域的研究主要是针对美国市场,重点分析汇率变动对股票市场是否存在影响,以及如何影响等问题。随着金融市场的不断融合,对该领

域的研究也越来越深入,研究范围从最初仅考察汇率与股票市场之间的相关关系,逐步扩展到深入研究汇率对股票市场的传导机制、溢出效应、风险定价及风险管理等方面;研究方法则从最初的相关性检验,拓展到协整、格兰杰因果分析等;研究对象也从美国、日本等发达国家拓展到亚太等新兴市场国家。

1. 外汇市场与股票市场相关关系的研究——20 世纪 80 年代到 20 世纪末

有关汇率与股价关系的早期实证研究,主要侧重于考察二者之间是否存在相关关系,以及相关关系如何。这类研究可以分为两类:一类侧重于行业和企业等微观层面的研究,另一类则关注的是宏观层面二者关系的考察。

(1) 微观层面的实证检验

微观层面的实证研究主要侧重于从外汇风险的角度,分析汇率变动对单个企业股票价格的影响,以及汇率风险是否在企业股票价格中得到反映。流量理论认为,汇率变动直接影响企业的成本和收益,这不会改变企业的资本净值,还会影响股票市场投资者的预期和投资行为,从而影响股票价格。尽管理论和外汇衍生产品在企业风险防范中的广泛使用,都隐含着汇率和股价之间存在着因果关系,但微观层面的实证检验结果却大多与理论和实践相悖。

Jorion(1990,1991)研究发现美国公司股票收益率对名义汇率变动不敏感。类似地,Bodnar 和 Gentry(1993),以及 Bartov 和 Bodnar(1994)的研究也未发现美元汇率变动与美国企业股票收益率之间存在显著的关系。针对以上汇率与股市关系的实证结果,Amihud(1994)试图通过精选样本来加以改进,但依然没发现汇率对企业股票价格有显著影响。Choi 和 Prasad(1995),Miller 和 Reuer(1998)的研究发现只有很小比例的企业股价对外汇风险敏感,与前人研究结论基本一致。Chow et al.(1997)同时考察了 1977~1989 年间债券和股票的月度收益率,发现汇率变动与债券收益率存在着显著的正相关关系,但股票收益率对汇率波动缺乏显著的敏感度。

大多数实证研究关注的是美国金融市场,但也有一些研究考察了其他市场。He 和 Ng(1998)研究了 171 家日本的跨国企业,结果发现只有 25%的样本企业股票收益率对汇率波动反应显著。Chamberlain et al.(1997)比较了美国的银行持股公司和日本的银

行,发现很多美国银行持股公司的股票收益率与汇率波动相关,但只有少数日本银行的股票收益率与汇率相关。还有些学者研究了新兴市场经济体,Khoo(1994)研究发现,澳大利亚采矿类上市公司的股票收益率对汇率变动反应敏感,但汇率波动仅能解释股票收益率变化的很小部分。Glaum、Brunner 和 Himmerl(2000)研究发现,德国马克兑美元汇率变化对德国企业股票收益率有显著影响,但影响效果会随时间变化。Kiymaz(2003)研究了土耳其的 109 家企业从 1991~1998 年间的数
据,发现大约 50%的企业对汇率波动敏感。

此外,关于汇率对行业股票组合收益率的影响,Allayannis(1995)曾指出,由于汇率变动对不同企业股价的影响可能会相互抵消,所以利用加总后得到的行业股票收益率进行检验,可能降低二者的相关性。该观点得到 Khoo(1994)、Choi 和 Prasad(1995)以及 Muller 和 Verschoor(2004)的进一步验证,他们的研究均发现,相比于企业层面,汇率对行业股票组合的影响下降了。

对于大多数实证结论与理论和现实实践的背离,研究者主要有三种解释。第一种解释认为,公司可能利用金融衍生工具进行套期保值来最小化其外汇风险敞口。企业理论上面临着外汇汇率波动的风险,但企业能够有效地管理,从而使得企业价值实际上可以免受外汇汇率变化的影响。第二种解释是,投资者不了解企业的外汇风险敞口,所以无法对汇率变化及时做出反应,直到汇率变化对企业现金流产生可观察到的影响时,投资者才会做出迟滞的反应。第三种解释是,现有实证检验存在方法和数据的缺陷,从而它们的结论的可信性受到了极大地削弱。

(2)宏观层面的实证检验

宏观层面的研究集中于分析汇率变动对整体市场股票指数的影响。从宏观层面来说,汇率变动对股票市场的影响主要通过三个机制:一是收入机制,二是物价机制,三是国际资本流动机制(自由兑换货币)。总体来看,宏观层面的实证研究文献大多显示股票价格与汇率之间存在相对较强的关系。Aggarwal(1981),Soenen 和 Hanniger(1988),Ma 和 Kao(1990),Roll(1992),采用简单回归法,印证了二者确实存在相关性,但影响方向不确定;Solnik(1987),Bhandari 和 Genberg(1990),Solocha 和 Saidi(1995)采用类似的方法,但没能发现股市和汇市存在显著的相关关系。Bahmani-Oskooee 和 Sohrabian(1992),Nieh 和 Lee(2001),Nath

和 Samanta(2003), Bhattacharya 和 Mukherjee(2003), Rahman 和 Uddin(2009)利用协整方法和格兰杰因果检验,没能发现汇率和股价的显著关系;而 Rittenberg(1993), Ajayi 和 Mougoue(1996), Ajayi et al. (1998), Pan, Fok 和 Lui(1999), Wu(2000), Pan et al. (2000), Ramasamy et al. (2001), Hatemi-J 和 Irandoust(2002)采用类似方法进行实证研究,结果印证了汇率和股价的相互作用关系,但作用方向不确定;此外, Yu(1997), Abdalla 和 Murinde(1997), Granger、Huang 和 Yang(1998), Granger et al. (2000), Amare 和 Mohsin(2000), Ramasamy 和 Yeung(2001), Smyth 和 Nandha(2003), Muhammad 和 Rasheed(2003), Hussain 和 Liew(2004)考察了多个样本国家的股市与汇市关系,研究结果因研究对象和研究期间的不同而不同。

随着研究的深入,宏观层面的研究范围逐渐从单纯分析外汇市场与股票市场的关系,扩展到分析多个金融市场之间、多个宏观经济变量之间的关系。Swanson(2003)以美国、德国和日本分别作为美洲、欧洲和亚洲的代表,分析了从 1993~1997 年间样本国家的股票市场、外汇市场和货币市场之间的关系。研究发现股票市场之间的跨境联系最为紧密,任何一国的股票市场对其他两国股票市场影响巨大,其中以美国和德国股市尤甚,而日本股票市场对美、德两国的影响较小。研究还表明,汇率对股票市场和货币市场的影响方向不确定,德国马克对德国股票市场影响是反向的,即强势马克则对应着弱势的股市,日元与日本股市的关系也是这样,但美元价值与美国股市则呈正向关系,美元强势时,美国股市也处于牛市,格兰杰因果检验证明了这一关系。

总体来说,流量理论认为汇率变化会影响国际竞争力和贸易余额,从而影响实际经济变量,如真实收入和产出。因此,从宏观层面来看,汇率波动对一国股票市场总体的影响似乎取决于一国国际贸易在经济中的重要性以及贸易失衡的程度。

2. 两者关系的动态趋势和影响因素研究——20 世纪末至今

从 20 世纪 90 年代起,各国金融自由化的步伐加快,国际经济金融一体化的程度进一步加深,国际资本流动规模迅猛增长,金融危机发生的频率和影响程度大大提高,国际宏观经济形势的重大变化,促使学者开始着手研究股价与汇率二者关系在新形势下的变化趋势及其主要影响因素。

(1) 金融危机对二者关系的影响研究

20 世纪 90 年代以来,由于全球金融一体化进程的加快和资本跨国移动的迅猛增长,国际金融危机发生的频率也大大提高——1992 年的欧洲货币体系危机,1994 年的墨西哥比索危机,1997 年的亚洲金融危机,1998 年的俄罗斯和拉丁美洲金融危机,以及 2007 年发端于美国的全球金融危机。金融危机可能会加强股市与汇市的联系:金融危机期间,危机国往往经历本币的急剧贬值,本币的大幅贬值降低了国内资产吸引力,导致股价下跌,而股市等金融资产价格的暴跌可能进一步引发资本外逃和本币贬值。金融危机期间,股价和汇率是否存在相互影响、相互作用的关系,二者关系在危机期间是否异于非危机时期,二者关系在金融危机的迅速扩散和传播中扮演了何种角色,这些问题激发了学者对金融危机与股市汇市关系相互作用的研究兴趣。

Malliaris 和 Urrutia(1992)研究了美国 1987 年股灾对 6 种股票市场指数的影响,结果没有发现股市崩溃前后汇率和股指收益率之间存在任何超前或滞后关系,但在股市下跌的当月二者存在着单向的因果关系,且各指数存在相互反馈的关系。与此结论类似,Phylaktis 和 Ravazzolo(2000)采用协整和多变量格兰杰因果检验,分析了 1980~1998 年间太平洋地区若干国家的股价与汇率之间的长期和短期动态关系,发现股票和外汇市场存在正相关关系,而且美国股票市场是这些联系的桥梁。进一步的递归估计分析显示,1997 年亚洲金融危机对两个市场的长期关系只有短暂的影响。

Pan、Fok 和 Lui(2001)的研究发现,1988~1998 年间亚洲七个国家或地区每日的汇率变动对股价有显著影响,而股价对汇率的因果影响显著性较弱。此外,1997 年亚洲金融危机期间以及危机后,二者相互作用的关系加强了。该结论与 Granger et al. (2000)的研究结论一致,后者分析了亚洲金融危机期间股市与汇市的关系,并发现二者总体上存在着某些反馈关系。Ramasamy 和 Yeung(2001)考察了东亚九国(地区)股市与汇市之间的因果关系,发现二者的影响方向会随研究期间的变化而变化:金融危机发生的四年间(1997~2000 年),除了中国香港地区,其余所有样本国家的股价都是引起汇率变动的原因,而香港的股市和汇市存在着双向因果关系。

Climent、Miguel 和 Olmeda(2004)认为,20 世纪 90 年代以来发生的金融危机,越来越清晰地表明,汇率与股票市场价格之间的关系对于金融危机的传播有重要影响。作者运用亚洲和欧洲共 23

个国家 1990~1999 年间汇率和股市收益率的日数据,实证考察了两者之间的相互作用关系及 1992 年欧洲货币体系危机和 1997 年亚洲金融危机对二者关系的影响。研究发现,汇率和股市收益率之间的短期关系似乎要比长期关系更明显,而且亚洲国家的股市和汇市之间的线性和非线性因果关系要更明显。此外,欧洲货币体系危机和亚洲金融危机对样本国汇市和股市关系的影响相似,均加强了汇市对股市的影响效果。

Halim、Lean 和 Wong(2006)利用样本国家 1991 年 1 月 1 日到 2002 年 12 月 31 日的股市指数和汇率的周数据,采用协整检验和格兰杰因果检验方法,考察了金融危机对亚洲七国和地区资本市场与外汇市场的协整关系及双向因果关系的影响。研究发现,在亚洲金融危机之前,除了菲律宾和马来西亚,其他所有样本国家的汇率与股价之间都不存在因果关系,但金融危机后,二者的因果关系有所增强,但美国“9·11”事件后,有两个国家的因果关系重又恢复到亚洲金融危机前的水平。总体来说,亚洲金融危机对亚洲国家外汇市场与资本市场的因果关系有显著地直接影响,而“9·11”事件对二者关系则基本没有影响,而且,亚洲的外汇市场和资本市场在“9·11”后变得更成熟、更有效率。

(2)放松管制和金融一体化对二者关系的影响研究

Phylaktis 和 Ravazzolo(2000)研究发现,样本国家放松资本管制的措施,对股市和汇市的关系并无影响,外汇管制的放松,既非汇率和股价关系的必要条件,也非充分条件。正如 Bekaert 和 Harvey(2000)所指出的,放松管制,并不必然吸引外国投资者投资于本国,投资者对其母国的投资偏好以及对国家风险、投资信息等方面的考虑,可能会阻止其进行国际投资。

Murinde 和 Poshakwale(2004)考察了欧元推出前后欧洲转型经济体(匈牙利、捷克斯洛伐克和波兰)的汇市和股市关系,研究发现,在欧元推出前,匈牙利存在着从股价到汇率的单向因果关系,而捷克和波兰则存在着汇率和股价的相互作用关系;欧元推出后,三个样本国家均存在着从汇率到股价的单向因果关系。该研究结果反映了样本国家与欧盟经济的一体化程度在不断加强。Bartram 和 Karolyi(2006)研究了来自 18 个欧洲国家、美国和日本的 3 220 家非金融类企业的外汇风险敞口,及 1999 年欧元推出对此的影响。结果发现,只有 10% 的样本国家外汇风险敞口发生了显著变化,欧元推出降低了这些非金融企业的外汇风险敞口,其中,欧

元区跨国公司外汇风险敞口的变化量最大,其次是非欧元区的欧洲企业,最后是欧洲之外的企业,不过平均来看,这些企业外汇风险敞口的变化量很小。

(3) 股票价格与汇率之间的关系

理论上对汇市与股市关系存在两种解释:传统解释(traditional approach)和投资组合解释(portfolio approach)。传统解释认为,外汇市场的波动导致股票价格变化,其理论逻辑大致是:汇率变动→产品需求→产出和收益→股票价格。投资组合解释则认为是股票市场的波动导致汇率变化,其理论逻辑大致为:股票价格变动→财富→货币需求→利率→资本流动→汇率。

然而,实证研究结果却与理论不完全一致。Aggarwal (1981)认为汇率变动会直接影响多国公司的股票价格,间接影响国内公司的股票价格;但汇率变动导致公司股价上升还是下降依赖于该公司是出口型企业还是进口型企业。Ajayi 和 Mougoue (1996)使用日数据研究了8个发达国家的股票与汇率,认为它们之间存在长期的双向联系:股票价格上升对本国货币价值有正效应;本币贬值对股票市场有负效应。Bodnar 和 Gentry (1993)对日本、加拿大和美国市场的研究,却没有发现汇率和股票价格之间存在显著的同期关系。Nieh 和 Lee (2001)的研究发现,在G-7国家中汇率和股价不存在明显的长期关系,但在部分国家中存在短期关系;而在美国市场没有发现二者存在长期或短期关系。1997年亚洲金融危机的爆发,促使研究转向新兴市场经济国家。Granger、Huang 和 Yang(2000)使用日数据对1997年亚洲金融危机中9个国家和地区的汇率和股市关系研究表明,韩国市场符合传统方式,菲律宾市场则符合投资组合方式;在中国香港地区、马来西亚、新加坡、中国台湾地区和泰国市场上的汇率与股价存在很强的相互反馈关系,而在日本和印度尼西亚市场未能发现汇率与股价有明显联系。Pan et al. (2007)对东亚地区的研究发现,在1997年亚洲金融危机之前,中国香港地区、日本、马来西亚和泰国的市场存在着从汇率到股市的因果关系,中国香港地区、韩国、新加坡存在从股市到汇率的因果关系;在金融危机期间,没有一个国家和地区存在从股价到汇率的因果关系,只有马来西亚存在从汇率到股价的因果关系。

Ajayi 和 Mougoue(1996)运用8个发达国家的数据分析了股票价格与汇率之间的短期和长期关系。他们的研究表明股票价格的上涨导致美国和英国两国货币的贬值,同时货币贬值又导致短