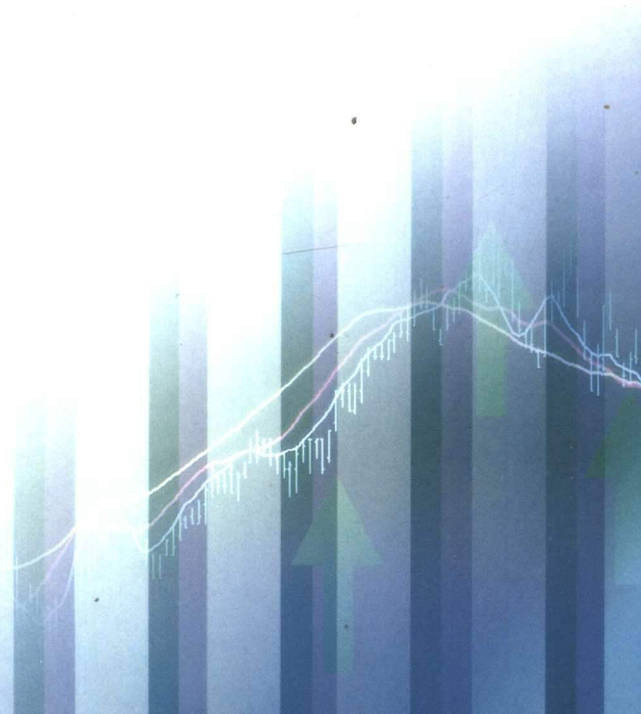




江西财经大学博士论文文库

汇率与股价的 关联效应

陈雁云/著





江西财经大学博士论文文库

汇率与股价的 关联效应

陈雁云/著



经济管理出版社

ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

汇率与股价的关联效应：兼论对产业发展的影响/
陈雁云著. —北京：经济管理出版社，2006.10

ISBN 978-7-80207-692-1

I. 汇... II. 陈... III. 汇率—关系—股票—
研究 IV. F820.2 F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 027031 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010) 51915602 邮编：100038

印刷：北京交通印务实业公司

经销：新华书店

责任编辑：张 马

技术编辑：杨 玲

责任校对：超 凡

880mm×1230mm/32

11.125 印张 277 千字

2006 年 10 月第 1 版

2006 年 10 月第 1 次印刷

定价：26.00 元

书号：ISBN 978-7-80207-692-1/F·567

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部

负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974

邮编：100836

总 序

在漫漫历史长河中，江西英才辈出，涌现了陶渊明、欧阳修、曾巩、王安石、朱熹、文天祥、宋应星、汤显祖、詹天佑等一大批文学家、政治家、科学家，为中华文明的发展作出了重要的贡献。江西财经大学坐落于赣江之畔、鄱湖之滨的历史文化名城——南昌。其前身是建于1923年的江西省商业学校，经几代江财人的努力，已经发展成为一所以经济类、管理类为主体的多科性教学研究型大学。现有管理科学与工程一级学科博士点1个，产业经济学、财政学、政治经济学、会计学、西方经济学等5个二级学科博士学位授权点，应用经济学博士后流动站1个，博士、硕士研究生导师300余人。进入21世纪以来，学校各项事业的发展正迈上一个新的台阶，尤其是研究生教育的快速发展。

目前，我校正处于实现建设一流多科性教学研究型大学的战略目标的重要时期，而实现这一战略目标的关键就是，学校的发展要从量的扩张转向质的提升，从做大向做强转变。

毫无疑问，培养高层次、高素质的人才是实现我校



“质的提升”与“做强”目标的必由之路。博士研究生作为国家培养的高层次专门人才，是社会各行各业骨干的后备军，其创新能力的高低标志着我国高层次教育水平的高低，对我国社会的人才素质与智力品质有着重要的影响。基于这一认识，我校始终把提高创新能力作为研究生教育的核心工作。为此，我们广聘名师，集聚优质师资资源，培育和构建一流学科队伍。目前我校拥有近400位博士的师资团队，为我校的可持续发展奠定了良好的人才基础。在图书信息资料建设、实验室建设等方面也投入了大量的人力物力，扎扎实实地推进了我校的“养大气、育大师”工程，为提高我校研究生的培养质量提供了较好的硬件资源支持。

为检阅我校博士研究生培养质量，展示江财学子的学术成果，促进我校学科建设的进一步发展，提高我校研究生教育的质量，我们于2004年出版了《江西财经大学博士论文文库》。这套文库的出版引起了社会的良好反响，获得了社会的广泛好评，我们深受鼓舞。于是，我们不揣浅陋，再次推出《江西财经大学博士论文文库》（第二辑），这套文库收录了我校博士研究生在校期间潜心研究的部分较为优秀的成果。虽不乏前沿性、创新性的观点、方法与理论，但其中也存在一定的问学旅程中学步的痕迹，有着诸多不足，祈请广大专家、学者批评指正！我相信，在广大读者的关心爱护下，《江西财经大学博士论文文库》将会汇集越来越多的优秀学术成果。



在《江西财经大学博士论文文库》（第二辑）顺利出版之际，我要衷心感谢经济管理出版社张世贤社长对《江西财经大学博士文库》（第二辑）的大力支持，衷心感谢各位责编为文库所付出的辛勤劳动。

是为序。

廖进球

2006年9月10日

序

近十年来，经济全球化、金融一体化将国际金融市场推向前所未有的深度和广度迅猛发展，金融市场之间的关联愈加紧密，短期投机资金在汇市和股市上异常活跃，使金融市场的危机可能性加大，从而可能造成整个金融市场及国民经济的危机。20世纪90年代以来，全球出现了接二连三的金融危机，影响较大的是1992年欧洲汇率机制危机、1994年墨西哥金融危机和1997年亚洲金融危机。近年来，中国的人民币汇率实际上是固定的，各种金融隐患都被汇率固定和资本控制所掩盖。2005年7月21日汇率改革后，汇率出现一定的变动，有可能对其他金融市场（如股票市场）及国民经济各产业产生较大的影响。

正因为如此，研究金融市场之间的价格波动关联及其影响，特别是为中国政府提供防范金融资产价格紊乱传播的理论基础和对策，就成为国内学术界一项十分重要的任务，具有相当的紧迫性。陈雁云的专著《汇率与股价的关联效应——兼论对产业发展的影响》就是尝试该任务的一部力作，这部著作是以他的博士论文为基础改写而出版的，作为他的导师，我非常



欣慰。

2003年，陈雁云在报考我的学生中以第一名的优异成绩被录取为江西财经大学产业经济学博士研究生。三年来他刻苦钻研，阅读了大量中外文献，在学业上不断进步，科研能力也日益提高，取得了不少科研成果，这本专著是他倾注了三年的心血锻造而成的。

在读硕阶段，陈雁云学习的是金融专业，长期关注金融市场尤其是股票市场和外汇市场的发展，于是我引导他选择“人民币汇率和资本市场的关系”作为他主要的研究领域，并尝试与产业经济学的研究相结合。这便是陈雁云撰写本书的基本动因。

现有文献中，西方学者已经发展起来两种理论来建立汇率和股价之间的关系，一是以 Dornbusch and Fisher (1980) 提出的汇率决定的流量导向模型为代表，二是股票导向模型或资产组合平衡模型 (Branson, 1983; Frankel, 1983)。但是，现有研究成果涉及发展中市场的研究较少，中国这方面的研究成果更为稀缺。《汇率与股价的关联效应——兼论对产业发展的影响》一书，全面而深入地探讨了汇率与股价关系的理论依据，巧妙地采用计量经济学、数理经济学的各种数据处理方法，检验出中国方面的汇率和股价的关联效应结果。从内容来看，本书具有以下几个鲜明的特征：

第一，研究主题鲜明。人民币汇率升值是当前及未来时期影响我国经济发展与国际经济关系的一个重要问题。近年来关于人民币汇率的研究可谓汗牛充栋，但是



大多数研究主题集中在人民币汇率对进出口、就业等实体经济因素的影响等研究上。陈雁云独辟蹊径，专注于人民币汇率与股价的关联效应及其对产业发展的影响，这个研究领域参考的文献少，但是其驰骋的空间很大。而且，目前股票市场改革和人民币汇率改革正在稳步推进当中，人民币汇率与股价的关联效应已经浮出水面，其相关的研究也是迫在眉睫。当然，由于目前中国处在转轨环境中，人民币汇率与股价的关联效应必然呈现为复杂多变的状态，研究起来并非易事。本书既为人民币汇率的研究拓展了新的视野，也为产业发展理论在金融一体化、经济全球化时代的研究开辟了新的空间。

第二，理论研究系统。本书对汇率与股价关系的理论基础与依据进行了系统的探索，探索的视角首先选择汇率和股价这两个对象，然后逐步扩大对汇率和股价所处市场环境的分析，包括金融市场（含货币市场、外汇市场和股票市场）的均衡分析，商品市场和金融市场的一般均衡分析，汇率制度、股票市场制度、货币政策、财政政策对汇率与股价关联的影响，从而基本实现在整个经济系统中对汇率和股价关联的系统分析，展示了一幅汇率和股价关联的整体图景。

第三，实证分析充分。本书借助翔实而高频率的外汇市场和股票市场的交易数据及相关资料，进行人民币汇率与股价的关联效应的实证分析和案例分析，以数据和实例佐证本书观点。在数据分析中，应用数



据的原序列、一阶差分序列、对数序列及一阶差分的对数序列进行充分的实证分析，并大量采用国内外该领域研究中常用的主流分析工具，如 Pearson 相关分析、Granger 因果检验、Johansen 协整检验及误差修正模型、ARCH 系列模型，所作的实证分析十分全面、充分。

第四，研究见解新颖。在系统的理论研究和充分的实证分析基础之上，关于本书独到的研究主题，作者提出了许多新颖的结论和见解。如 2005 年 7 月 21 日汇率改革前后人民币汇率都存在由于人民币钉住美元即汇率管制所导致的“过贬”或升值的空间，这空间掩盖或者压制了人民币汇率与股价本来的反向关系。最值得一提的是，作者指出目前人民币汇率与股价的关联效应处于“一波三折”的过渡形态。这些结论和见解有助于政府在推进股票市场和汇率改革的进程中有一个良好的政策协调，并根据汇率与股价的关联效应作出维护国民经济产业安全与发展的相应对策。

金融一体化、经济全球化时代的金融资产价格波动的关联效应及其影响研究是一个重大的研究课题，陈雁云同志的专著是这一研究领域的重要成果。当然，作者的研究还存在较多的不足之处，由于时间有限和数据的可得性，搜集的相关资料还不全，有些论述不是那么精练，所得结论也不是那么严密。希望作者在下一步的工作中不断深化这方面的研究，以取得关于金融资产价格关联及其影响研究的高水准学术成果，为



金融改革和中国防范金融风险提供理论支撑和政策建议。

何维达

于北京科技大学

2006年6月30日

前 言

股市价格指数是国民经济的“晴雨表”，能够灵敏地反映实体经济的细微变化；而汇率是货币的国际价格，汇率的变动反映货币国际购买力的变化，也反映决定本币国际购买力的经济基本面的变化。股价和汇率既是两个主要金融子市场的价格，又同为反映国民经济实力的指标，那么两者之间可能存在内在的关联，汇率的波动可能导致股价的波动，反之亦然。汇率与股价的关联效应可能通过货币市场的利率等中介来传导，也可能以资产组合和调整的方式直接进行。

关于汇率和股价之间的关系，已有两种成熟的理论：汇率决定的流量导向模型和股票导向模型或资产组合平衡模型。前者认为存在由汇率到股价的单向因果关系；而后者认为存在由股价到汇率的单向因果关系。西方学者也已经对这两大市场的相互影响做过细致的实证研究，如 Abdalla 和 Murinde (1997) 证明：在印度等四国存在汇率变动对股价的单向影响。Granger 等 (2000) 的实证分析认为，在亚洲大多数国家（马来西亚等），汇率与股票价格有着很强的互动关系。因此，本书——《汇率与股价的关联效应——兼论对产业发展



的影响》，一方面具有一定的理论意义，将丰富产业经济学理论和金融市场理论（主要是金融市场之间的相互影响及传播理论）；另一方面又具有一定的实践意义，可以根据汇率与股价的关联效应作出相应的对策，使政府在推进股票市场发展和迈向浮动汇率制的进程中有一个良好的政策协调，防止两个市场间不利变动的传播及扩大，从而减少金融危机发生的可能性，维护金融市场和国民经济各产业的发展。

目前虽然对关于人民币汇率升值问题的观点莫衷一是，但是无论是支持人民币汇率升值的一方还是反对的一方，至少在增加人民币汇率弹性这一方面达成了共识，即需要扩大人民币汇率的波动区间。扩大人民币汇率的波动区间，意味着人民币汇率将出现与以往相比较大的变动，所以本书关注汇率变动的研究是恰逢其时。

近年来人民币升值的预期在某几个时段如 2004 年初、2004 年第三季度等，已经对中国的股票市场起到短暂的“激扬”股价的作用，而 2005 年 7 月 21 日汇率改革（以下简称“7·21 汇改”）中人民币的升值对股市的影响更是一览无余（2005 年 7 月 22 日上证指数上涨 25 点）。对于各产业及个股而言，不同产业及处于不同产业的公司股票面临不同的际遇，如外币债务比重较高的产业及原材料进口产业（航空、造纸等受益产业）将受到利好影响，而传统的出口优势型产业（如纺织服装、家电产业等）和国际化定价的产业（如有色金属产业）将直接受损。



随着人民币汇率弹性的加大和股市中股权分置改革的深入，人民币汇率与股价的联动将浮出水面，“人民币汇率与股价的关联效应”这个原本被视为“研究鸡肋”的主题将越来越受到研究的重视。在人民币汇率改革和股权分置改革的关键时刻，本书关于人民币汇率与股价关系的研究具有一定的前瞻性，对于国民经济的各产业及金融市场的运行与操作、安全与发展而言，具有一定的现实指导意义。

本书综合运用金融理论、产业经济学理论、计量经济学等经济学理论进行分析与论述。其中，突出定量分析和实证分析。本书将收集人民币对美元、日元、欧元的名义汇率、人民币名义和实际有效汇率、上证股价指数等数据进行汇率和股价关系的定量实证分析，并采用国内外该领域研究中常用的主流分析工具，如 Pearson 相关分析，Granger 因果检验，Johansen 协整检验及误差修正模型，ARCH、GARCH 及 EGARCH 模型；再引用大量案例分析来说明汇率和股价的关联效应，如 1997 年东南亚金融危机中汇率和股价双双下跌、“7·21 汇改”中人民币升值对股市产生的影响等，并注重案例的解释与灵活运用；在最后一章“维护金融市场和各产业发展的对策”中应用完全信息动态博弈方法来分析“7·21 汇改”前后管理层与投机者之间关于人民币升值的博弈行为。

本书的主要内容如下：

首先，对汇率与股价关系的各种相关理论与实践作



全面分析，系统论证汇率与股价的关联效应——“汇率与股价的关联效应是存在的，且不同情境下汇率与股价的关联迥异”，并深入探讨汇率与股价的四个波动传导中介——利率、贸易余额、资本流动、心理预期。

其次，通过相关分析、因果检验、协整检验、误差修正模型、ARCH 系列模型来逐步展开人民币汇率与股价的关联效应的实证分析，通过实证结果验证“不同情境下汇率与股价的关联迥异”的观点。因为中国的汇率制度、外汇管理制度、股权分置制度等金融制度都具有中国特有的情况，所以中国特色情境下两者的关联自然与众不同。

再次，根据论证结果“不同情境下汇率与股价的关联迥异”，推断出中国的汇率和股价波动关联的情境发生变化（如人民币汇率加大弹性、股价形成机制完善）后，两者的关联效应将越来越显著，人民币汇率波动与股价波动将产生较大的相互影响。接着着重分析人民币汇率和股价波动对各产业发展的影响。

最后，鉴于人民币汇率与股价的关联效应将越来越显著及汇率和股价波动对各产业发展的影响，提出维护金融市场和各产业发展的对策。

通过本书对汇率与股价的关联效应及其对产业发展影响的深入研究，得出以下核心结论及各个子结论。不同情境下汇率与股价的关联迥异，目前人民币汇率与股价的关联处于过渡形态——“由股价到汇率的单向反向因果关系”到“由汇率到股价的单向反向因果关系”，



再到“由股价到汇率的单向（甚至是双向）正向因果关系”的过渡；随着人民币汇率弹性的加大和股价形成机制的完善，汇率与股价的关联效应将越来越显著，必须提出维护金融市场和各产业发展的对策。

主要的子结论如下：

(1) 汇率与股价的波动关联是存在的，且不同情境下汇率与股价的关联迥异，即不同外部环境条件下，汇率与股价之间表现出不同的关联形式、方式、方向、正负性、时滞等。且两者的关联具有一般的形态，即当一国金融市场不发达并处于资本管制时，两者关联主要反映为由汇率到股价的单向反向因果关系；而当一国金融市场成熟并允许资本自由流动时，两者关联主要反映为由股价到汇率的单向（甚至是双向）正向因果关系。

(2) 本书发现由于人民币钉住美元，这种实际的固定汇率制度使汇率和股价之间不具备直接的关联，表面上看人民币汇率和股价的关联程度很小，但政府基于汇率稳定的目标而采取的各项宏观政策成为间接对股价形成影响的重要因素。

(3) “7·21 汇改”之前数据的相关分析、因果检验、协整分析结果似乎说明我国汇率和股价的关系已经越过流量导向模型的适用阶段，而步入股票导向模型的适用阶段，但实证结果剖析的结论是目前人民币汇率与股价的关联处于过渡形态——“由股价到汇率的单向反向因果关系”向“由股价到汇率的单向（甚至是双向）正向因果关系”的过渡。这个结论并不因“7·21 汇改”



之后的实证结果而改变，只是其过渡的形式会一波三折——“由股价到汇率的单向反向因果关系”到“由汇率到股价的单向反向因果关系”，再到“由股价到汇率的单向（甚至是双向）正向因果关系”的过渡。

(4) 人民币升值对各产业发展的影响不一，如外币债务比重较高的产业及原材料进口产业（航空、造纸等受益产业）将受到利好影响，而传统的出口优势型产业（如纺织服装、家电产业等）和国际化定价的产业（如有色金属产业）将直接受损。

(5) 鉴于人民币汇率与股价的关联效应将越来越显著，提出维护金融市场和各产业发展的对策。一方面，针对目前汇率和股价关联“非正常化”的特征，应该放松汇率及外汇市场等方面的管制，并尽快解决股市中股权分置等问题以完善股价形成机制，使汇率与股价的关系回归市场化的正常状态；另一方面，针对汇率弹性的加大，汇率和股价联动效应逐渐显现，也要实施一定的管理或规制措施以防止金融震荡的传播与加剧，保证金融市场和国民经济各产业的发展。

本书虽然得出一些有创新性的结论，但还存在以下不足之处：

(1) 由于数据的可得性，在 IMF 的 IFS 网页上找不到有效汇率的逐日数据，使实证分析的一些结果缺少逐日数据的进一步证明。在人民币由钉住美元改为参考一揽子货币的今天，这更显得是一大缺憾。

(2) 本书应用诸多经济金融理论，系统论证了汇率