

*An Analysis of the Effects of Exchange Rate
Movements on China's Stock Market*

汇率变动对我国股市影响的研究

倪庆东 著



中国海洋大学出版社
CHINA OCEAN UNIVERSITY PRESS

汇率变动对我国股票市场影响的研究

倪庆东 著

中国海洋大学出版社

· 青岛 ·

图书在版编目(CIP)数据

汇率变动对我国股票市场影响的研究 / 倪庆东著. —青岛:
中国海洋大学出版社, 2011.8
ISBN 978-7-81125-729-8
I. ①汇… II. ①倪… III. ①汇率波动-影响-股票市场-
研究-中国IV. ①F832.51
中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 151174 号

出版发行 中国海洋大学出版社
社 址 青岛市香港东路 23 号
邮政编码 266071
出 版 人 杨立敏
网 址 <http://www.ouc-press.com>
电子信箱 wubioucpres@sohu.com
订购电话 0532-82032573(传真)
责任编辑 吴 笔
电 话 0532-85902342
印 制 日照日报印务中心
版 次 2011 年 9 月第 1 版
印 次 2011 年 9 月第 1 次印刷
成品尺寸 170 mm × 230 mm
印 张 12
字 数 184 千字
定 价 30.00 元



目 录

第一章 导 论	(1)
1.1 研究背景与研究意义	(1)
1.2 国内外研究综述	(4)
1.3 研究方法	(16)
1.4 研究思路与研究结构	(17)
1.5 创新与不足之处	(20)
第二章 汇率变动与经济增长	(22)
2.1 汇率与汇率制度	(22)
2.2 汇率的决定	(25)
2.3 汇率变动与经济增长	(36)
第三章 汇率变动对股票市场影响的理论基础	(40)
3.1 汇率变动对股票市场影响的相关概念界定	(40)
3.2 汇率变动对股票市场的作用机制	(42)
3.3 汇率风险与股票市场的价值形成	(50)
3.4 汇率变动对股票市场影响程度的决定因素	(53)
第四章 汇率变动对股票市场影响估计模型及研究方法的演进 ...	(60)
4.1 公司外汇风险暴露模型及其向市场层次的扩展	(60)
4.2 汇率变动对股票市场影响估计方法的发展	(69)
第五章 我国外汇市场与股票市场以及国际股票市场联动	(78)
5.1 外汇市场发展与人民币汇率形成机制改革	(78)

5.2 股票市场发展及其对外开放	(81)
5.3 开放经济条件下,我国股票市场与国际股票市场的联动	(89)
第六章 汇率变动对我国股票市场影响的实证研究	(96)
6.1 国内外宏观经济背景	(96)
6.2 汇率变动对股票市场整体影响的实证研究	(102)
6.3 汇率变动对不同行业影响的实证研究	(112)
6.4 公司外汇风险暴露的实证研究	(118)
第七章 主要结论与政策启示	(122)
7.1 主要结论	(122)
7.2 政策启示	(128)
参考文献	(133)
附录 A 市场层次研究日度数据	(151)
附录 B 市场层次研究月度数据	(178)
附录 C 行业层次研究中行业指数收益率	(180)
附录 D 公司外汇风险暴露研究所选择的上市公司股票代码 ...	(186)
后 记	(187)

第一章 导论

1.1 研究背景与研究意义

作为开放经济的核心变量之一,汇率在一国国民经济和对外经济关系中具有举足轻重的作用,汇率波动是宏观经济不确定性的重要来源,不仅影响一国对外贸易、国际资本流动、物价水平等,而且影响微观视野中的公司业绩、经济行为和价值。在经济全球化、大宗商品定价国际化背景下,汇率变动对一国经济和股票市场的影响是本币汇率变动和大宗商品主要定价货币汇率变动共同作用的结果。汇率变动对股票市场的影响从作用范围上可以分为三个层次:即股票市场层次,是指汇率变动对股票市场走势的影响,反映宏观的汇率风险水平;行业层次,是指汇率变化对行业指数的影响,汇率变化对不同行业的影响;公司层次即公司的外汇风险暴露,是指公司价值即股票价格对汇率的敏感程度,反映微观的风险暴露水平。20世纪70年代以来,随着浮动汇率制度的推行,汇率变动对股票市场的影响成为各国学者和业界广泛关注的重要课题。加强该领域的研究,无论对投资者资产配置、跨国公司降低资本成本,还是对货币当局采取适当的货币政策措施,减缓金融资产价格波动对金融市场的冲击,实现宏观经济稳定具有重要意义。

随着经济全球化和金融一体化的发展,我国经济与外部的联系日益紧密。2005年货物进出口贸易总额为14220亿美元,仅次于美国和德国,居全球第三位,占全球货物进出口贸易总额的6.7%,2008年我国货物进出口额达到25616亿美元,居全球第二位。与此同时,我国外贸依存度^①不断提高,2005年达到63.9%,到2007年已达66.8%。外贸依存度的提高说明我国日益融入全球经济,

^①外贸依存度是指一国对外贸易总额与国内生产总值(GDP)的比值,用于衡量该国经济对国际市场依赖程度的高低。

同时也说明汇率变动对宏观经济的影响将不断加深。

改革开放前,人民币实行固定汇率制度,汇率长期被高估。1994年1月1日,汇率体制进行改革,以银行间统一的外汇市场取代调剂市场,取消了汇率地区间差异,实施有管理浮动汇率制,人民币汇率并轨到1美元兑8.70元人民币。1994年的汇率并轨,确立了单一的有管理的浮动汇率制,为我国汇率制度进一步完善奠定了基础。1997年以前,人民币汇率稳中有升,但此后由于亚洲金融危机爆发,我国主动收窄了人民币汇率浮动区间,保持汇率稳定。

随着亚洲金融危机的影响逐步减弱,我国经济持续平稳较快增长,经常项目和资本项目双顺差持续扩大,外汇储备快速增长。2005年6月末,我国外汇储备达到7110亿美元。随着贸易顺差的迅速扩大,贸易摩擦也进一步加剧。为了缓解对外贸易不平衡、减少贸易摩擦、提升企业国际竞争力,2005年7月21日人民币汇率形成机制改革启动,我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率不再盯住单一美元,形成更富弹性的人民币汇率机制。当日19时,美元对人民币交易价格一次性升值2%,由1美元兑8.27元人民币调整为1美元兑8.11元人民币。此后,人民币汇率浮动区间有所扩大,人民币升值幅度不断提高,截至2008年12月31日,人民币兑美元汇率中间价为1美元兑6.8346元人民币,汇改以来人民币累计升值幅度达到21%。

从美元指数来看,2005年7月以来,美元指数总体上走出了一条逐步贬值的走势,其间美元贬值的最大幅度约为20%,与人民币的升值幅度相近,但美元贬值的过程并不像人民币升值那样一路而上,而是在贬值的大趋势下伴随着一些时段的升值在里面;到2008年下半年美元开始止跌回升,到2008年底美元相对7月份的低点升值达12%。相比之下,人民币对美元汇率走出的是一条逐步升值的走势,到2008年7月以后人民币对美元汇率暂缓了升值的步伐,开始保持稳定。从波动幅度来看,美元指数的波动幅度远远大于人民币兑美元汇率的波动幅度,可见,从币值变化的过程来看,美元汇率变化要比人民币复杂,即贬值中包含着特定阶段的升值;从汇率波动的幅度来看,美元汇率的波动幅度也要大于人民币兑美元汇率。因此,人民币汇率对美元汇率波动无法完全覆盖美元汇率波动引发的大宗商品价格的波动给国内经济乃至股票市场带来的风险。

从我国股票市场发展来看,我国股票市场是在向市场经济转轨过程中不断发展起来的新兴市场,市场存在股权分置,上市公司改制不彻底、治理结构不完善,市场交易制度单一、缺乏避险机制等问题。尽管经过股权分置等一系列市场化改革,市场各项制度不断完善,但“新兴加转轨”的特征并没有发生根本改变,市场稳定机制、诚信文化、投资者结构和行为方式等与成熟市场仍存在较大差距,市场主体的自我约束和相互制衡机制尚未形成,使得市场稳定性差、投机气氛重,对信息存在过度反应。如:2005年12月31日,沪深股市总市值为3.12万亿元;2007年沪深股市超常增长,年底的总市值达到32.71万亿元,但2008年我国股票市场连续暴跌、行情低迷,截至2008年12月31日沪深股市总市值仅余12.14万亿元。因此,对于市场机制不完善、市场波动大、抗冲击能力弱的新兴市场而言,如何在人民币汇率形成机制改革和股票市场国际化进程中有效控制汇率风险,实现金融和经济稳定具有重要意义。

从我国股票市场的对外开放进程来看,QFII与QDII匹配下的双“Q”制度的实施表明股票市场资金出入的双向通道在一定程度上已经打通,国际金融市场对股票市场的影响日益加大。美国次贷危机逐步升级以后,美国标准普尔指数和英国金融时报指数不断创历史新低,拖累全球股票市场下挫,我国股票市场也出现了深幅调整,2005年6月股改行情启动至2007年10月16日上证综指达到顶峰6092.06点,此后步入下跌通道,到2008年12月31日上证综指已跌至1820.80点。因此,经济全球化和证券市场对外开放使得国际股票市场对中国市场的影响不断加大,在研究汇率变动对我国股票市场影响时应当将国际股票市场因素考虑在内。

从国内外学者的研究来看,该领域的研究局限于本币汇率变动对一国股票市场的影响,忽视了大宗商品定价货币汇率变化对一国股票市场带来的冲击。且已有的研究缺乏对汇率变动对我国股票市场影响的作用机制及其决定因素的探讨。本书从汇率变动对我国股票市场的作用机制入手,在这一理论框架下探讨决定上述机制作用程度的因素,综合考虑国际股票市场的联动和我国股票市场的实际,对人民币和美元汇率变动对市场、行业和公司层面的影响及其作用机制、决定因素进行分析,以期对人民币汇率形成机制改革和股票市场国际化进程中汇率风险控制有所裨益。

1.2 国内外研究综述

1.2.1 国外研究现状

近些年来,各国资本项目管制的放松和汇率浮动程度的提高激发了学者和业界对股票市场与外汇市场之间关系的研究兴趣。

1.2.1.1 汇率变动对股票市场影响的理论探讨

自从 20 世纪 70 年代浮动汇率制度诞生以来,大多数国家已经允许其汇率相对于世界主要货币进行一定程度的浮动,在国际资本市场一体化的条件下,如果购买力平价理论(PPP)在两国间成立,那么以任何一种货币表示的实际资产回报应当相等,因为汇率变化仅反映通货膨胀率的差异。另一方面,如果 PPP 不成立,那么以不同货币表示的资产回报将会有差异。这种情况下,未来汇率变化的不确定性将会影响证券的预期回报(Adler 和 Dumas, 1983),汇率波动将是股票发生系统性风险的来源之一。实证研究结果表明,PPP 在短期中通常是不成立的,因此,汇率风险在国际股票市场普遍存在。

汇率决定的流量导向模型(Dornbusch 和 Fisher, 1980)认为,由于汇率变化影响着企业国际竞争力、贸易均衡和一国的真实产出,对公司的现金流和股票价格将产生重要影响;公司股东的自有资本作为财富的一部分有可能通过财富效应影响汇率的变动。Aggarwal(1981)指出,汇率变动可以直接影响跨国公司的股价,间接影响国内公司的股价,从而对一国股票市场带来影响。

Hodder(1982)认为外汇风险暴露只是在市场不完善的条件下才会发生,在短期中价格没有随汇率波动做出调整,这是与一价定律相矛盾的,该模型并没有对汇率通过何种机制影响价格来影响公司价值进行明确阐述,而是从公司的净值出发将公司的外汇风险暴露分解为四个部分:国内价格相关的暴露、外国资产暴露、通货膨胀相关的暴露和公司的外国借款暴露。Hodder 的贡献在于明确地表达了即使是完全从事国内业务的公司也会面临外汇风险暴露并且暴露是伴随价格调整发生的。

Levi(1994)从微观角度探索了公司价值与汇率的关系,他建立了多币种的模型,该模型将税率和公司的各币种资产和负债净头寸考虑在内,并区分了单一产品出口和单一产品进口公司,模型结论是公司对于 j 种货币汇率变动的敏感

性直接取决于 j 国对该公司产品的需求弹性和在 j 国产生的利润。他还指出汇率波动的影响与税率和资本的机会成本负相关。Allayannis(1996)也在相似的框架内进行了分析,他指出出口商和进口商的外汇风险暴露是不对称的,前者是与外国的需求弹性相关的,而后者则取决于本国的需求弹性。上述研究将公司外汇风险暴露与公司的经济和金融特征联系起来,但对公司进出口单一产品的假设过于简化,无法反映公司从事多元化经营的复杂情况。

Allayannis 和 Ihrig(2001)研究了竞争对公司外汇风险暴露的影响,通过使用公司价值围绕日状态变量的 Taylor 系列扩张,他们认为汇率变化通过三种渠道影响公司回报:出口份额、销售市场的竞争结构以及进口份额和进口投入品市场的竞争结构。Marston(2001)则认为外汇风险暴露只是由外币计价的净收入决定,外汇风险暴露是伴随产品需求弹性、边际成本和竞争对手的产量反应而变化的。Allayannis 和 Ihrig、Marston 在研究过程中都探讨了竞争对公司外汇风险暴露的影响,但该研究忽略了汇率变化在长时间内对公司竞争力的影响。

Bodnar 等(2002)运用双寡头模型区分了汇率变化对出口公司价值的三种不同影响,即对利润的影响、对出口商总支出的比例和对出口商本币利润的影响。因此,Bodnar 等(2002)认为定价与盈利能力的传递效应和外汇风险暴露是相关的。在市场份额为常数的条件下,产品替代是与传递效应负相关的,与外汇风险暴露正相关。如果产品替代率为常数,市场份额的上升将减少传递和暴露。此外,该模型认为在本币贬值条件下,由于贬值导致出口公司产品价格上升,对出口商的传递效应是不完全的。Bodnar 的研究局限于双寡头垄断的条件下,对于竞争形势更为复杂的情况未能涉及。

1.2.1.2 汇率变动与股票市场变动关系的实证检验

1. 汇率变动与股票市场变动之间的关系

汇率与股票市场的关系的检验主要集中于三个方面:汇率变化与股票市场的相关性,汇率与股票市场是否存在互动关系,股票市场间的溢出效应及其对二者关系的影响。

(1)汇率与股票市场相关性的检验。汇率与股票市场相关性的研究涉及汇率变化与股票市场指数的变化是否相关。从实证研究的结果来看,有的学者认为二者是无关的。Franck 和 Young(1972)利用两变量的简单回归率先对股价和

汇率关系进行了研究,认为两者是无关的。该研究开创了汇率和股价之间关系研究的先河。研究的样本期间内,各国普遍实行的固定汇率制,汇率波动幅度很小,得出二者无关的结论有一定的合理性。但从对两变量关系的研究方法来看,过于简化,不利于捕捉两者的真实关系。Taylor 和 Tonks(1989)通过对英国、美国 and 当时的西德以及日本的情况进行研究认为各国外汇管制的废除与股票市场的增长没有明显的联系。该研究所隐含的假设是外汇管制的废除能够带来股票市场的增长,但汇率的市场化对股市市场来讲是一把双刃剑。

相比之下, Roll(1992)认为汇率变化与股票市场指数变化是正相关的, Roll(1992)对 1988~1992 年间股票和外汇市场的日度数据进行检验,发现这两个市场是正相关的。Chow 等(1997)运用 1977~1989 年间股票和外汇市场的月度数据,发现股票市场的月度超额回报与实际汇率无关,当时间间隔变长时,与美元坚挺二者正相关。Kyung-Chun Mun(2007)研究了汇率波动在国际股票市场中的作用,并检验了股票市场是如何随着汇率波动而波动以及汇率波动如何影响股票市场与汇率的相关关系。研究结果表明,汇率波动幅度越大,本国股市的波动越剧烈,说明本国股票市场和外汇市场回报是正相关的。

也有学者认为各国汇率和股票市场的关系不能一概而论。Soenen(1988)、Bernard 和 Galat(2000)等发现在不同的工业国家中汇率和股票市场有不同的关系。美、日、德三国汇率变动与股市变动之间仅存在非常微弱的相关性,其中美、日两国为正相关,而德国则为负相关。同时还发现,汇率波动性与股市波动性之间存在显著的正相关关系。换言之,货币升贬与股市涨跌之间没有稳定的数量关系,但是币值不稳定通常伴随着股市不稳定。该研究还发现,各国汇率变动与股市走向之间的关系在各年度也并非保持相同方向,相同的结论也出现在有关专家对东南亚主要市场的研究中。

可见,汇率变化与股票市场变动的相关性并不能盖棺论定,不同国家汇率变化和股票市场的相关性存在差异,即使同一国家两者的相关关系在不同的阶段也是不同的,在研究二者的关系时必须考虑该国的汇率制度和股票市场的实际,并将相关关系的时变性考虑在内。

(2)汇率与股票市场之间因果关系的检验。汇率变化与股票市场之间因果关系的检验可以发现哪一个变量在二者的关系中起引导作用,从而为汇率变动

与股票市场的影响的分析模型提供理论依据。

Bahmani-Oskooee 和 Sohrabian(1992)第一次将协整分析用于对股价和汇率关系的检验,认为标准普尔 500 指数和美国实际有效汇率至少在短期内存在因果关系。该研究为运用协整技术来分析股价和汇率的长期关系做出了有益的尝试。Granger 等(2000)认为在亚洲大多数国家或地区,汇率与股价有着很强的互动关系。Yuko Hashimoto, Takatoshi Ito(2004)检验了亚洲金融危机期间汇率和股票价格之间的互动,研究结果显示,存在汇率和股票价格的传染,但相比之下,股票价格更易受汇率和其他国家股价的影响。而 Chien-Chung Nieh, Cheng-Few Lee(2001)对 1993~1996 年 G7 国家股价和汇率的关系进行检验,发现股票价格和汇率之间没有显著的长期关系,短期关系只是次日在 G7 的某些国家存在。上述学者对发达国家和发展中国家汇率与股票市场指数的因果关系进行了研究,但有的研究时段较窄,有的研究囿于特定阶段,所得的结论不具普遍性。

多数研究认为存在汇率到股票市场的单向因果关系。Ajayi 和 Mougoue(1996)通过对 8 个发达国家 1985~1991 年的汇率与股票市场的跨时分析,得出的结论是从短期看本币的升值对股票市场有促进作用,而从长期角度来考察则有一定的反面作用。Apte(2001)通过 EGARCH 模型研究了印度的名义汇率与股市波动性的关系,发现存在由外汇市场到股票市场的正向溢出,反之则不然。Abul F M Shamsuddin, Jae H Kim(2003)在考虑汇率与股票价格之间相关性的条件下,对澳大利亚股市与美国和日本股市之间的一体化进行了研究,该研究发现汇率变化对股票回报有影响,但反之则不成立。Ming-Shiun Pan, Robert Chi Wing Fok, Y Angela Liu(2007)对亚洲 7 个国家和地区 1988 年 1 月至 1998 年 12 月外汇市场与股票市场的因果关系进行研究,认为在东南亚金融危机之前,日本、马来西亚和泰国,汇率变化对股票市场具有引导作用,在金融危机期间,7 个国家或地区的股票市场对外汇市场都没有引导作用,但除了马来西亚之外,其余国家和地区汇率变化对股票市场具有引导作用。该研究还发现,汇率和股票价格的关系因汇率制度、贸易规模和资本管制程度以及产权市场的规模的不同而不同。可见,随着研究方法的不断进步,对汇率变动与股票市场指数间的因果关系的检验不断深入,对其决定因素的探讨也在不断展开。

(3)股票市场之间联动的研究。随着全球经济和金融一体化的发展,股票市

场的联动日益引起学界、业界以及决策者的关注,早在 20 世纪 70 年代就有学者提出国际股市存在联动。Latha Ramchand, Raul Susmel (1998) Francois Longin, Bruno Solnik (2001) 认为发达国家股票市场存在联动,且国际股票市场的联动主要受太平洋和北美市场波动影响。Chin-Wen Hsin (2004), Robert-Paul Berben, W Jos Chin-Wen Hsin (2005), Claudio Morana, Andrea Beltratti (2006) 对美国、欧洲和亚太地区的发达国家和地区的股票市场的数据进行研究发现,这些市场的股票价格、收益、波动性的联动程度和相关程度不断提高。美国股市对研究中所有的股市普遍有重要影响。Echeverría 和 García, 陈漓高等 (2006) 对发达国家与新兴证券市场 1991~2005 年的联动情况进行了检验,认为发达国家对新兴证券市场有很强的解释能力。上述研究对全球股市中起引导作用的市场进行了探讨,其中美国股票市场对全球股市的引导作用得到学者和业界的普遍认可。

鉴于国际股票市场之间的联动和溢出效应的存在,在研究本国股票市场时应当考虑国际股票市场的作用。Obstfeld 和 Rogoff (1995) 著名的 Redux 模型,虽然将价格粘性引入经常账户,并根据福利分析对汇率和生产政策来加以评估,但模型中未考虑国际资产市场这一重要变量。Hau 和 Rey (2002) 在 Redux 模型的基础上,引入了国际资产市场,运用美国和 17 个 OECD 国家 1980~2001 年的数据,研究汇率和股票收益之间的关系。认为汇率和股票的价格是共同决定的,外部冲击会通过外汇市场的传导引发国内股票价格的变动,即本国货币升值会导致国内股票和债券价格的上涨和外国股票价格的下跌。但该研究仅仅从金融资产的供求出发,忽略了汇率变化对实体经济的影响。Kate Phylaktis, Fabiola Ravazzolo (2005) 对一组太平洋国家东南亚金融危机之前和危机期间外汇市场和股票市场进行研究,研究得出以下结论:无论一国外汇管制和股票市场的开放程度如何,该国的股票市场与外汇市场都是正相关的,将这两个市场的变动联系起来的是美国股票市场。外汇管制不是决定国内股票市场和外汇市场以及国内和国际股票市场关系的重要变量。笔者认为,随着经济全球化的发展,一国股票市场与汇率的关系日益紧密,但外汇管制程度将对汇率变动和股票市场变动的相关程度起重要作用。

(4) 汇率变动对股票市场指数变动的影响。早期的国际资产定价理论模型认为在汇率偏离购买力平价的情况下,预期股票回报包含汇率风险溢价 (Adler

和 Dumas, 1983)。Ferson 和 Harvey (1993) 认为国际市场组合投资回报和有效汇率是解释一国股票市场回报的两个最重要的因素。Dumas 和 Solnik (1995) 以及 De Santis 和 Gerard (1998) 的研究认为发达国家股票市场存在显著的外汇风险。Choi 等 (1998) 的研究显示, 日本股票市场的外汇风险在使用不同的汇率时差别较大, 在使用双边汇率时, 无论在日元坚挺还是疲软时都是显著的; 而在使用有效汇率时, 结果却不尽一致。Amalia Di Iorio, Robert Faff (2002) 运用 1988~1998 年的数据进行检验, 结果表明, 澳大利亚经济相对疲软、澳元处于弱势状态时, 即贬值时, 对股票市场的影响显著。Dilip K Patro 等 (2002) 分析了 16 个 OECD 国家 1980~1997 年股票指数回报中外汇风险的显著性和决定因素。GARCH 模型的估计结果表明, 汇率变动对股票市场有显著影响, 且这一影响是时变的, 通过面板数据分析发现进口、出口、信用评级和税收收入等宏观经济变量有助于解释这一影响。

上述研究虽然为发达国家汇率变化对股票市场有显著影响提供了强有力的证据, 但这些证据不足以得出汇率对不同市场的影响都显著的结论, 比如说新兴市场, 在这些市场中本地风险可能更为重要。Phylaktis 和 Ravazzolo (2004) 认为在一体化进程中, 包含汇率风险的模型更适合于亚太股票市场。Carrieri 和 Majerbi (2006) 对亚洲和拉丁美洲主要新兴市场的全球和本地风险因素进行检验, 结果表明: 在不考虑本地市场风险时, 汇率风险因素高度显著; 而在考虑本地市场风险时, 汇率风险则不再显著。这说明汇率风险和本地市场风险可能是由相似的因素引起的, 将这两个因素分解开来对国际资产定价模型的检验非常重要。Carrieri 和 Majerbi 的研究为股票市场中汇率风险的估计方法进行了有益的探索, 从而为估计方法的发展进行了有益的探索。Francesca Carrieri (2006) 对新兴市场的汇率风险和本地市场风险进行了检验, 结果表明新兴股票市场中汇率风险和本地市场风险都很显著, 这与发达国家股票市场的结论相一致, 然而, 平均而言, 汇率风险占到整个风险溢价的 15%, 本地市场风险占到 50%, 在一些国家占到 80%。因此, 新兴市场的资产定价模型如果不包含汇率风险和本地市场风险, 则存在模型设定问题, 这对风险组合管理决策或公司对外直接投资而言是需要考虑的两个重要风险因素。Chu-Sheng Tai (2007) 对亚洲金融危机期间 6 个亚洲发展中国家和地区的股票市场和外汇市场的关系进行检验, 发现股票

价格包含了货币风险,投资者对所承受的汇率风险要求补偿。Mohan Nandha 等(2007)通过建立国际套利定价(IAPT)模型检验了亚太地区 15 个国家和地区 1994~2004 年的风险,考虑到国际油价和汇率变化以及股票指数回报之间的关系。研究结果表明有 9 个国家的股票市场对汇率的变化敏感,系统风险和外汇市场的变化增加了该地区股票市场的敏感性。上述学者的研究为汇率变动对新兴市场的影响提供了有力的实证证据,汇率变动对以上新兴市场的影响显著与这些市场推行的金融自由化和外汇管制的放松紧密相关。

2. 汇率变动对各行业影响的研究

由于各国股票市场行业回报的数据比较容易获得,汇率变动对股票市场影响的检验,多数研究用的是行业数据,Ceglowski(1989)的研究发现美元贬值促进了炼油、工业机器、器具和运输以及酒店业的销售,但建筑和耐用品行业在样本期间却受到负面影响。Philippe Jorion(1991)运用两因素模型和六因素的套利定价模型研究了美元汇率变动对美国股票收益的影响,认为汇率变动对美国不同行业产生不同的影响,但与外汇风险相关的风险溢价在统计上并不显著,说明汇率风险是可以分散的。Bodnar 和 Gentry(1993)发现加拿大、美国和日本在 1979~1988 年间分别有 21%、28%和 35%的行业受到汇率变化的显著影响,加拿大和日本汇率变动对不同行业影响程度的差别要比美国大。他们因此得出结论:经济规模越小、开放程度越高的国家行业间所面临的汇率风险差异越大。

Chow 等(1997)认为当样本范围在 1 年及以上时,美元汇率变化与美国行业股票回报显著正相关,且样本范围越大越显著。该研究还利用行业 EPS 分析了汇率变化对每个行业的现金流的影响,认为汇率变化对短期现金流的影响为负,长期为正。该研究结论揭示了先前集中于月度范围内的研究无法发现股票回报和汇率之间关系的原因。John M Griffin, Renc M Stulz(2001)运用 1975~1997 年 6 个成熟资本市场的行业指数,系统地检验了汇率变动和行业竞争对股票回报影响。研究发现,无论美国还是外贸依存度更高的其他国家,汇率冲击在解释行业间股票回报差异上的作用都很小。当时间间隔变长时,行业效应比汇率效应更为明显,在年度数据分析中,汇率变化仅能解释行业平均超额收益的 1.5%,共同的行业效应则能解释 3.8%。Griffin 和 Stulz(2001)的研究显示美国行业组合回报对汇率变动不显著的结论也适用于经济更为开放的行业组合回报。

因此,样本的范围和行业组合回报率的选择是决定汇率对股票市场的影响是否具有统计上的显著性的重要因素。

Amalia Di Iorio, Robert Faff(2001)分析了澳大利亚 1988~1998 年不同行业股票日回报率对汇率变化的敏感性,研究结果表明澳大利亚股票市场存在较强的滞后的外汇风险暴露,双边汇率得出的研究结果比多边汇率显著得多。由于亚洲金融危机的发生,样本的最后 3 年中多数行业的汇率敏感性和滞后效应都在增强。亚洲金融危机使得全球的投资者都认识到如果忽略亚洲股票市场的货币风险将会对资产组合收益产生重要影响。Prabhath Jayasinghe 和 Albert K. Tsui(2007)运用二元 GJR-GARCH 模型分析了日本 14 个行业的外汇风险状况,结果表明,汇率变动对汽车和零部件行业、电器和电子设备、消费品和纺织、信息技术、硬件行业的影响为正;对石油和建筑材料行业的影响为负。此外,汽车和零部件、多元化行业、电器和电子设备、工程和机械、消费品以及纺织、软件和计算机服务这六个部门中的每一个部门回报的波动都与汇率的波动显著相关,说明汇率波动幅度的增加将会导致这些部门回报的波动增大。该研究还进一步发现行业回报的波动存在不对称效应。上述研究对汇率对股票市场的滞后影响,模型估计中汇率形式的选择以及对各行业抵御汇率风险的能力等进行了探索,但由于各市场和行业组合收益率的计算方法以及汇率形式差别较大,使得这些研究的可比性不强。

3. 汇率变动对公司的影响即公司外汇风险暴露的研究

使用行业水平的数据存在的问题是:由于行业内的公司的外汇风险暴露的方向不同,行业实际面临的外汇风险比估计值要高得多,此外,多数行业指数都是以价值为权重的,行业中的大公司所占的权重较大,这就使得运用行业指数对汇率变动进行回归无法反映行业内公司外汇风险暴露的总体状况。因此,在检验行业外汇风险暴露的同时应对公司的外汇风险暴露进行检验。Khoo(1994)、Muller 和 Verschoor(2004)指出,与公司水平的外汇风险暴露相比,汇率变动对资产组合的影响的显著性水平较低。这些发现在 Allayannis(1996)的论文中得到验证,他指出 1976~1990 年间汽车行业规模最大的三家公司的外汇风险暴露水平存在较大差异。

公司外汇风险暴露的研究最初集中于美国市场。Miller 和 Reuer(1998)分析了 1988~1992 年间美国 404 个制造业公司,发现有 13%~17%的公司存在外汇

风险暴露。He 和 Ng(1998)的研究认为 25% 的日本跨国公司的股票回报包含显著的外汇风险暴露。Katrina Bradley, Peter Moles(2001)检验了英国非金融公司的外汇风险暴露,认为当英镑贬值时英国公司的利润率和销售额上升,外国投入品的成本上升;当英镑升值时,情况正好相反。有 75% 的公司根据汇率变化调整了其产量,该研究发现了显著的行业效应。与其他研究一样,该研究发现外汇风险暴露并没有理论上那么大。Kiyamaz(2003)研究了新兴市场经济体的外汇风险暴露,发现 1991~1998 年间 109 个土耳其公司中约有 50% 的公司有显著的外汇风险暴露。可见,随着经济全球化的发展,汇率变动对各国公司价值的影响不断加深,投资者也要求对该风险进行补偿,但外汇风险暴露并没有理论上那么大,则是令研究人员困惑的一个问题。

Jorion(1990)通过检验 1971~1987 年 287 个美国跨国公司的股票月回报率,发现名义汇率变动对股票回报的影响在 5% 的置信水平下并不显著。对一些公司来说,汇率变动对股票收益率的正向作用正好被其他一些负面因素的作用给抵消了,导致了微弱的,甚至为零的净汇率效应。Amihud(1994)对 1982~1988 年美国 32 个最大的出口公司进行研究,发现仍然没有显著的外汇风险暴露,即使是 8 个最大的出口公司的组合收益率对汇率变动也不敏感。John M. Griffin, Renc M. Stulz(2001)认为汇率的变化虽然会影响出口企业的利润,但是对股东财富的影响很小,毕竟影响股东财富的因素是多方面的。并且,公司能够迅速地运用金融工具高效地对汇率风险进行规避。Joseph(2002)认为汇率与股票收益率的弱相关可能是以下原因引起的:一是公司风险暴露的影响在减弱;二是公司参与全球化的程度不高;三是公司采取的套期保值活动;四是外汇风险暴露度量的分类以及所采用的方法。笔者认为,外汇风险暴露的时变性也是实证研究中使用单一模型形式得出的外汇风险暴露不显著的重要原因之一。

1.2.1.3 汇率变动对股票市场影响的决定因素的研究

大量的文献致力于外汇风险暴露决定因素的研究,其中大多采用两阶段的回归的方法,强调包括公司规模、套期保值活动、公司财务状况、公司的成本和收入结构、竞争力和竞争环境、公司及其竞争对手的定价策略等在内的一套复杂的参数在决定股票市场对汇率波动的敏感程度中的作用。Allayannis 和 Weston(2001)研究了 1990~1995 年非金融行业跨国公司的外汇风险暴露,指出在