

论人民币升值对世界证券市场的影响——以美国证券市场为例

暨南大学经济学院 郭红兵，弛继伟 来源：《投资与证券》2007年第1期

一、引言

根据前不久世界贸易组织发布的2005年世界贸易报告，我国货物进出口贸易额排名世界第三位，服务贸易额排名世界第七位，占世界贸易的出口比重由2004年的6.5%上升到7.3%，进口比重由5.9%上升到6.1%。2006年1月25日，国家统计局公布我国2005年GDP增长率为9.9%，总量达到22257亿美元。我国在全球最大经济体排名中已从第六位跃升到第四位。另据统计，我国经济增长对全球经济增长的贡献是25%，对全球商品需求增长的贡献是50%。因此，我国已经成为一个名副其实的经济贸易大国。

另一方面，人民币正稳步向国际化货币迈进。近些年来，在俄罗斯、蒙古、越南、老挝和缅甸，人民币已是边境贸易的主要结算货币。在新加坡、马来西亚和泰国，中国游客在就餐、购物时已基本能用人民币结算。中国银联今年将开通意大利、荷兰、瑞士、俄罗斯、哈萨克斯坦、埃及等六国的受理业务，使银联卡在全球的受理面达到24个国家和地区，98%的华人经常往来地区都将可受理银联卡人民币业务。人民币在国际上越来越受欢迎。

总之，随着我国经济贸易实力的增强和人民币向国际化货币的迈进，研究人民币升值对国际证券市场的影响可以为国际投资和汇率政策等方面提供决策依据，具有重要的现实和前瞻意义。

那么，人民币升值将如何影响世界证券市场呢？

二、人民币升值影响世界证券市场的机制分析

人民币升值可通过以下机制影响世界证券市场。

(一) 贸易机制

根据国际收支调节的弹性论，在满足马歇尔—勒纳条件的前提下，一国货币贬值，将改善该国的贸易收支。对于那些对中国贸易依存度大的国家来说，人民币升值将显著改变它们的进出口状况，进而影响对中国进出口依存度大的上市公司的基本面及业绩。本币对人民币贬值可降低本币对中国商品的购买力，提高进口成本，抑制对中国产品的进口，减少对中国

的投资；但同时会增加对中国的出口，提高相关企业的业绩，提高相关上市公司的资产价值。一般来说，本币贬值的受益者，主要是国际销售或产品国际定价，但成本主要由国内价格水平决定的公司；本币贬值的受损者，主要是那些在国内销售或产品国内定价，但成本受国际价格水平影响的公司。本币升值则相反。

(二) 资本机制

根据货币替代理论，在货币自由兑换的前提下，一国货币贬值，本国货币资产收益率相对较低，就会引发大规模的货币兑换，导致资金外流或资金外逃。本币升值则会吸引国际投机资本，通过各种渠道进入本国证券市场进行套汇，以获得以本币计值资产升值的收益，导致证券资产价格上涨；并吸引更多国际资本流入，进一步加大升值压力，推动证券价格上涨。

(三) 预期机制

预期机制能够放大或缩小资本机制的效果，是在汇率尚未真正发生变化的情况下只是基于对汇率未来走向的预期而对经济和证券市场产生影响的机制。在信息不对称、未来不确定的环境下，投资者往往根据预期来采取行动。例如，如果投资者预期某国货币将相对人民币贬值，他们就会把资金撤出该国证券市场转投中国证券市场，当很多人都这样想这样做的时候，就会导致该国货币真正相对人民币贬值，这是一个自我实现、自我强化的过程。东南亚金融危机表明，投资者心理预期已成为外汇市场与证券市场价格相互影响的主要传导机制。因此，尽管人民币小幅升值对世界证券市场的影响有限，但升值预期及预期变化却会对世界证券市场产生值得警惕的影响。当巨额国际游资流窜于国际资本市场之间，一国货币币值相对于人民币升值预期的波动可能会引发国际游资大规模进出该国市场，导致该国证券市场的剧烈动荡。

(四) 市场传递机制

在金融日趋国际化的今天，由于金融业务技术自动化、电子化的发展，金融业务能在全球范围内 24 小时连续不断地运转，在任何一个国家都可以参与全球任何一个主要金融市场的业务活动。国内金融市场和国际金融市场日益融合，并以国际金融中心为依托，通过信息网络和金融网络形成了全球统一的不受时空限制的无国界的全球金融市场。在这种情况下，人民币升值对一个证券市场的影响必然会传递到其他证券市场。

(五) 利率机制

当一国货币相对于另一国货币贬值或升值，引起或加剧国内的通胀或通缩，如果该国为了稳定物价水平，相应地提高或降低利率，则利率的变化必然引发证券市场价格的相应波动；另一方面，当一国货币相对于另一国货币贬值或升值，引起国际资金的撤出或流入，该国为了维持外汇市场上货币供求的均衡，也可能相应地提高或降低利率，从而引发证券市场价格的相应波动。

三、实证分析：以美国证券市场为例

由于地缘关系、经济贸易关系以及市场开放和发达程度等方面差异，人民币升值对世界各国证券市场的影响是不同的，但影响的机制是基本一样的，差别只在于不同的机制对不同市场的作用程度。由于人民币升值是直接针对美元的，美国证券市场又是世界上最发达的证券市场，并且美国和中国互为最重要的贸易伙伴之一，因此，我们选取美国的证券市场为例，来分析人民币升值通过上述机制对它的影响。

(一) 贸易机制分析

根据我国商务部的统计资料，2005年，美国是我国的第一大出口贸易伙伴和第六大进口贸易伙伴，而我国是美国的第四大出口贸易伙伴和第二大进口贸易伙伴，分别占其总出口额的4.6%和总进口额的14.6%。人民币升值必然会通过贸易机制影响到美国的证券市场。人民币升值，受益的首先是那些产品出口到中国(见表1)的公司，受损的则主要是那些从中国进口产品(见表2)的公司。

表 2 2005 年美国从中国进口十大商品类别

商品类别	项目	占比(%)	国别占比(%)
自动数据处理设备及其部件等		12.3	47.1
无线电话、电报、广播电视发送设备;摄像机		5.1	35.2
专用于打字机及文字处理的办公机器零、附件		4.1	33.2
橡、塑、皮革或再生革外底,皮革鞋面的鞋靴		3.1	65.2
其他玩具;娱乐用模型;各种智力玩具		3.0	88.3
其他家具及零件		3.0	45.3
电视接收装置;视频监视器及视频投影机		2.0	23.1
游艺场所、桌上或室内游戏用品		2.0	72.0
坐具(包括能作床用的两用椅)及其零件		1.9	36.2
衣箱、手提包及类似容器		1.9	74.0

资料来源:商务部网站。

因此,受影响最大的上市公司是那些批发零售商,由于美国的批发零售业采取了全球采购的策略,哪里便宜就去哪里买,从而出现从中国大量进口,美元相对人民币贬值将使其在中国的采购成本上升,收益下降,从而影响到其股票市值。另一方面,美元贬值使美国制造业和出口商提高了竞争力,拓展了海外销售,获利增加,显然有利于提高其股票市值。尤其是那些海外营收比重较大的企业,在汇兑收益与价格竞争优势的帮助下,应是美元贬值的主要受惠者。

(二) 资本机制分析

人民币升值,美元相对贬值,从资本机制来看,对美国证券市场是不利的。国际游资有相当部分当初就是冲着美元强势而来的,美国股票、美国政府债券等以美元计价的资产收益在美元贬值时会缩水,美元贬值幅度越大,美元资产投资收益缩水越严重;反之,美元保持坚挺或升值,往往能给投资者带来超额利润。美元贬值,投资美股、美债不能再从汇率上得到好处,还要在相当程度上承受由于美国证券市场动荡造成的直接损失,美国证券市场对国际游资的吸引力显然会大受影响。美国的证券市场不能提供比其他市场更高的收益率,国际游资就会撤出美国证券市场,以避免因为美元汇率下跌而遭受损失。

特别是,人民币升值对美国国库券的影响是不利的。如果我国央行对其外汇进行多样化处理,以使得外汇持有情况与参考的一揽子外币相匹配,我国央行将出售大量的美国国库券。如果人民币升值导致更多的亚洲国家货币升值,这些亚洲国家也会分散外币持有,美国国库券市场将面临严峻挑战。随着各国央行、证券市场的投资者、投机者从美国大规模抽走资金,

美国的证券市场会失去上涨的动力，甚至原地踏步都难以维持。由于财富效应，证券市场的不景气会导致美国人无法维持其惯有的消费方式。而据美国商务部统计，2005年，美国私人消费支出增长3.6%，带动经济增长2.49个百分点，仍为经济增长的主要动力。因此，人民币升值是对美国经济的一个严重威胁，一旦国内消费不振导致经济基本面受损，美国证券市场的下行将不可避免。

(三)心理预期机制分析

当前，在世界范围内存在货币供应过多和流动性过剩的问题。世界三大经济体美国、日本、欧盟长期奉行低利率的货币政策，加上美国巨额贸易逆差带来美元发行的泛滥，使全球资本进入了空前富裕的时代。据国际货币基金组织预计，目前国际游资的规模大约在7万亿美元左右。这些巨额资本为了实现最佳的资源配置，必然要到处寻求投资的场所，投向世界每一个有利可图的角落。

任何一个国家的证券市场，受到国际游资进出的冲击必定产生震荡。规模大、容量大的市场抵抗和消化国际游资冲击的能力就强，反之就弱。美国股票市场是全球规模最大的股票市场，占到全球的50%左右，拥有以兆美元计的上市股票价值(中美日三国股票市场比较见表3)。而美国债券市场协会的统计数字表明，2005年底美国债券市场总规模超过了25万亿美元。这意味着国际游资难以在美国证券市场兴风作浪。美国凭借发达完善的证券市场 and 世界货币体系中领导者的话语权，通过美元汇率的升或降，指挥着国际游资的流向、流量和流速的变化。当强势美元出现，国际游资流向美国；当弱势美元抬头，游资又流向货币升值国家和地区，如果这些国家和地区的证券市场不发达，调控能力差，往往给金融体系和国民经济带来很大冲击和破坏。

表3 中、美、日三国股票市场比较

项目 国别	2005年上市 公司数(个)	2005年总市 值(百万美元)	2004年总市 值占GDP比 重(%)	2004年股票 交易额占 GDP比重(%)	2005年换手 率(%)
美国	5 231	16 323 726	139.4	165.3	126.5
日本	3 220	3 678 262	79.6	74.2	103.5
中国(内地)	1 387	780 763	33.1	38.7	82.6

资料来源：世界银行网站。

如今全球金融市场高度一致预期，受中国经济持续强劲增长支撑，人民币币值今后将更趋坚挺，致使全球巨额游资退出美元资产，流向人民币资产，据统计，上千亿美元国际游资已经进入中国内地，还有大量游资环伺海外。“人民币升值”和“美元贬值”预期引发的全球资本世纪大流动，将对美国证券市场和中国证券市场产生程度不一的影响。

(四) 市场传递机制分析

近几年来，由于我国加入世界贸易组织以及证券市场 QFII 制度的实施，我国证券市场的国际化程度越来越高，与世界市场的联动也越来越强。QFII 在我国证券市场的比重不断加大，间接地打通了我国证券市场与国际证券市场的通道。因此，人民币升值对国内证券市场的影响也会间接传递到包括美国证券市场在内的世界其他证券市场。

而美国经济作为世界经济的火车头，其证券市场走势对世界各国的证券市场尤其是开放度高的证券市场的走势都会产生一定的影响。美国纽约证券市场的道琼斯指数、NASDAQ 指数已经成为对各国证券市场走势预期的重要指标。经济全球化使得证券市场波动性的溢出效应即市场价格上的波动性从美国证券市场传递到其他国家的证券市场越来越明显。如果人民币升值及升值预期对美国证券市场的影响足够大，必将通过这一机制传递到其他国家和地区的证券市场。

另外，美元贬值，以美元标价的原油、金属和原材料价格上涨，使期货、现货、期价、股价境内外联动态势越来越紧，演绎出美元强则期价和股价趋低，美元弱则期价和股价趋高的态势。

(五) 利率机制分析

强势美元有助遏制通货膨胀，弱势美元则容易导致通货膨胀。据专家测算，美元贬值 10%，相当于核心通货膨胀率上升 1%。美国劳工部 2006 年 2 月 22 日发布报告显示，2006 年 1 月 CPI 较上年同期攀升 4%，创 2005 年 10 月以来最大年增幅。最近各类数据显示，美国仍然存在通胀抬头趋势。如果美元继续贬值，无异于使美国的通胀火上浇油。通货膨胀率的上升，必然会导致美联储提高利率，因为美联储的主要职责就是抑制通货膨胀和稳定物价。为反通胀，自 2004 年以来美联储已经连续 16 次等幅加息。美联储一旦再次加息，美国的基准利率将从目前的 5% 提高到 5.25% 甚至更高。由于证券资产价格与利率一般来说呈反向变化，美联储加息短期内将对美国股票市场和债券市场形成不利影响。但另一方面，美元利率提升使美元资产吸引力增大，将吸引国际资金流向美国，这对美国证券市场又是有利的。值

值得注意的是，美联储加息可能导致美国经济的紧缩，这将直接影。向到世界各国对美国的出口，作为“经济增长的发动机”的国际贸易减缓，会影响世界经济增长。在这种形势下，全球股市可能出现下跌调整。

四、结论和建议

以上我们探讨了人民币升值和升值预期影响世界证券市场的 5 个机制，并以美国证券市场为例进行了实证分析。我们看到，人民币升值和升值预期通过不同的机制对一国的证券市场的影响是不同的，这体现在影响效果的强弱和方向等方面。对于美国证券市场来说，由于美国资本账户的完全开放性，资本机制的作用效果应该是最强的，而预期机制进一步强化了这一机制。显然，资本机制和利率机制对美国证券市场的作用效果是相反的，资本机制不利于美国证券市场，利率机制却抵消了这种不利影响。至于贸易机制和市场传递机制，毕竟由于中美两国经贸和市场力量的悬殊，人民币升值通过这两个机制对美国证券市场的影响效果不强。因此，总的说来，人民币升值对美国证券市场的影响并不显著。当然，由于不同的国家与中国的经贸关系和地缘关系不同，以及市场的开放和发达程度不同，相同的机制对不同国家的证券市场影响是不同的，这需要具体情况具体分析。

就我国来说，鉴于人民币升值对世界证券市场的影响，应该注意防范这其中隐藏的风险，并应尽可能地从中获取应得的利益。对此笔者建议：

(一) 密切关注国际游资的动向，防范金融风险的发生

在美元贬值和人民币升值预期这两个变量的共同作用下，大量美元涌入人民币资产，以期获取升值收益。中美两国金融力量不对称，两国证券市场的规模和容量悬殊，我国劣势多优势少，证券市场风险控制机制不健全，因此，在发达经济体(主要是美国)和发展中经济体(主要是我国)之间进行博弈的国际游资，无论其在短时间内大量流向何方，都会对我国的经济金融安全造成严重威胁。我们必须加强对国际资金的监管，密切关注国际游资的动向，防范金融风险的发生。

(二) 大力发展我国证券市场，增强抵抗国际游资冲击的能力

证券市场越发达、规模越大、功能越健全，抵抗国际游资冲击的能力就越强。近年来，尽管我国的证券市场有了很大的发展，但与美国相比，除了在规模上要远远落后之外，更重要的是证券品种还不够完备，证券市场结构还不够完善，另外，证券市场功能也不够健全，

证券市场效率更是低下,在这种情况下,一旦我国资本账户完全放开,后果不堪设想。因此,我国应大力发展证券市场,加强证券市场的制度基础建设,促使我国证券市场加速走向繁荣发达。

(三)尽快推出 QDII,争取更多的国际市场收益

QDII 的推出可为中国的投资者开拓国际投资的平台,获取国际证券市场的投资收益。例如,当前美元与人民币的利差显著,因为固定收益产品的收益率与利率联系密切,各国的债券收益率是受本币利率影响的,现阶段美元利率比较高,相应的各类美元计价的债券收益率也会比较高,我国的投资者近期通过 QDII 投资美元债券市场可以获得比投资中国债券市场更高的投资收益。因此,我国应尽快推出 QDII,鼓励中国投资者投资境外证券市场。我国为世界经济的发展做出了重大贡献,我国人民应该能够分享世界经济的好处。

参考文献:

- [1]姜波克. 国际金融新编[M]. 上海: 复旦大学出版社, 2002。
- [2]王园林. 中国证券市场应对人民币升值的措施[J]. 国际经贸探索, 2003, (11): 36-38.
- [3]王维, 江利. 人民币升值对中国证券市场的利弊浅析[J]. 湖北财经高等专科学校学报, 2003(6): 41—43.
- [4]吴世亮, 李孝君. 证券市场博弈人民币升值[J]. 国际融资, 2004, (1): 39-41.
- [5]李朝贤. 人民币升值预期对我国证券市场不同行业及其投资策略的预期影响[J]. 内蒙古财经学院学报, 2004(3): 48-51.
- [6]徐传豹人民币升值对证券市场的影响[J]. 股市动态分析, 2005, (16): 9—10.
- [7]曾祥文. 逐鹿汇率博弈新元素——利率体制转向汇率体制的证券市场[J]. 股市动态分析, 2005, (30): 13—15.
- [8]陈 述. 升值时代三大市场的战略把握——国际视野下跨市场的投资选择[J]. 股市动态分析, 2005, (31): 13—15.

