
日本汇率与股价之间的迭代影响

刘 柏 张艾莲

内容提要：受国际经济一体化的影响，金融市场的联动性愈发明显。日本自 20 世纪 70 年代开始实行浮动汇率制度，汇率市场作为连接国内外经济的平台对股票市场产生重要的影响，而股票市场又通过作用于外国资本流动对货币币值产生干扰，但是由于市场定价、时滞和非对称对冲等原因的作用，日本汇率和股价之间的迭代影响是非对称的，汇率的影响力更为显著，呈现时变的迭代效果。日本汇率和股价之间的作用关系对中国的启示在于，在逐步开放资本市场的进程下，在阶段性汇率制度的实施过程中，建立反周期非对称的金融改革模式，以平抑市场波动产生的风险冲击和损失代偿。

关键词：日元汇率 股价 迭代影响 市场波动

作者简介：刘柏、张艾莲，吉林大学商学院副教授。

中图分类号：F832. 5 **文献标识码：**A

文章编号：1002 - 7874 (2013) 01 - 0068 - 14

基金项目：国家社会科学基金项目“完善人民币汇率形成机制及应对升值压力研究”（编号：11BJY141）、教育部人文社会科学研究青年基金项目“汇率与国际收支协动变化的中国经济发展模式研究”（编号：10YJC790164）。

在世界经济不断融合的背景下，一国经济活动与外部经济的关联度日益密切。在对外经济交往中，作为各国货币兑换价格的汇率是联系不同国家的重要经济变量，成为各国关注的重点。股票市场作为一国经济的“晴雨表”，除了受到国内不同层次和界面的经济因素的影响，还受到国外境况的影响。

日本分阶段对国内金融市场进行开放，对股票市场的影响因素不局限于国内要素，汇率的波动影响股价的涨跌，股价的上升和下降同样会作用于汇率的变动，股票市场与汇率之间是迭代影响的，是多种影响因素博弈叠加形成且影响方向和程度在不同阶段呈现差异的态势。日本在经济发展进程中经历了不同汇率制度下汇率与股价的协动变化，其经验

教训对中国经济未来发展具有重要启示。

一 汇率与股价之间关系的理论基础

在经济学领域中，不同学派对汇率与股价之间的关系进行了分析。

在传统利率平价理论中，汇率与股价之间的协调关系通过中介经济变量发挥作用。当两国或地区的利率存在差异时，资金会从利率较低的国家流向利率较高的国家，资金的流动引致汇率和利率发生变化，利率的变动导致股价出现浮动；另一方面，对货币本身价值的不同预期导致贴现利率出现不同变化趋势，因此企业财务核算的现值计算各不相同。这体现了汇率在股价形成机制中，特别是在金融资产的国际性质方面发挥着主导性作用。^①

资产组合分析理论认为，两个国家均衡汇率水平取决于这两个国家债券供给和需求的相对数量，当一国发行债券数量较多时，该国货币币值处于贬值状态，否则与之相反；另一方面，以高预期报酬率为目标的投资者配置不同国家金融资产时，外汇供给方与需求方力量的变化会影响汇率水平波动。^②

货币分析理论认为国内债券与国外债券是完全替代的，两个国家的均衡汇率水平是由各自货币供给和需求对比决定的。在其他条件保持不变的情况下，当一国货币的供给数量较高时，货币币值呈现同幅度的贬值；当对一国货币的需求增加时，货币币值呈升值状态。^③

（一）汇率与股价之间的传导机制

整体而言，汇率通过两个途径影响股价变化：（1）货币供给。在一国汇率受管制的条件下，中央银行对汇率的干预措施会左右货币供给量，货币供给量发生变化继而作用于股价的变动。具体表现形式是，当一国货币币值面临升值压力时，为了维持汇率稳定，该国中央银行会释

^① Hibiki Ichiue and Kentaro Koyama, "Regime switches in exchange rate volatility and uncovered interest parity", *Journal of International Money and Finance*, 2011 (30), pp. 1436 - 50.

^② David O. Cushman, "A portfolio balance approach to the Canadian - U. S. exchange rate", *Review of Financial Economics*, 2007 (16), pp. 305 - 20.

^③ Gianluca Benigno, "Real exchange rate persistence and monetary policy rules", *Journal of Monetary Economics*, 2004 (51), pp. 473 - 502.

出本国货币购买外汇, 货币供给量增加; 在货币需求不变的情况下, 货币的机会成本下降, 乘数效应引致投资上涨, 投入到股票市场和其他类型金融市场的资金增加, 由此推动股价上涨。(2) 进出口影响。当一国货币的汇率上升时, 出口产品数量减少, 进口产品数量相应增加, 出口企业的利润下降, 连带股价下跌; 与此相反, 当货币贬值时, 出口产品数量的增加将提升出口企业的利润, 进而推动股价上涨。

实证研究表明, 股价对汇率的影响主要通过三种路径: 一是国内出口产品在国际市场上的竞争力, 二是进口产品的价格, 三是以国外货币计价的企业资产价值。^① 而且, 在长期和短期两种不同的时间段内, 股市对汇率的影响存在差异。在短期内, 股价持续上升通常表示该国的经济发展状态良好, 预期通货膨胀率较高, 货币市值因此趋于贬值。而从长期看, 当居民财富由本国和外国货币以及金融产品构成时, 若外生经济变量造成国内股价下降的话, 居民财富价值下滑, 对本国货币的需求相应减少, 利率下降, 预期利润下降, 外资流出, 对本国货币的需求减少, 导致本国货币贬值。^②

(二) 汇率与股价之间的非对称影响

对汇率和股票价格之间关系的传统研究假设汇率风险暴露是对称的, 这意味着无论本国货币升值还是贬值, 公司的反应是相同的。但是, 公司行为的理论模型体现了非对称暴露, 其实汇率风险暴露可以视为股票收益对汇率波动的敏感度。^③ 股票收益对汇率波动的非对称模型体现在以下变量因素上。

1. 非对称市场定价

在一定范畴内, 股票价格对货币价值波动的非对称反应源自非对称市场定价行为。市场定价行为主要是根据国际市场的竞争力调整出口产

^① Bodnar G. M. and W. M. Gentry, "The exchange rate exposure and industry characteristics: evidence from Canada, Japan and U. S", *Journal of International Money and Finance*, 1993 (12), pp. 29 - 45.

^② Bahamani - Oskooee M. and A. Sohrabian, "Stock price and the effective exchange rate of the Dollar", *Applied Economics*, 1992, pp. 459 - 64.

^③ Adler M. and Dumas B., "The exposure of long - term foreign currency bonds", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1980 (15), pp. 973 - 95. Adler M. and Dumas B., "Exposure to currency risk: definition and measurement", *Financial Management*, 1984 (13), pp. 41 - 50.

品价格^①，其对货币升值和贬值的反应是非对称的^②。在本币升值的过程中，以市场占有率为目标的公司会激发出更为显著的市场定价行为。因为以外币计价的出口产品价格上涨将降低销售量，从而导致部分市场份额丧失。为了避免这一状况发生，出口商宁愿降低国内利润，也要保持国外价格不变。而在本币贬值的过程中，市场定价行为程度则相对趋缓。这是因为出口商追求的是维持较低的以外币计价的价格而不是提高利润水平。所以，本币贬值引致的资金流动增长幅度小于本币升值引致的资金流动下降幅度。

实证研究显示，日本制造业企业的产品定价确实存在市场定价行为的非对称性，其中小客车、摩托车、小货车、微波炉和摄像机等产品在日元升值时的市场定价行为比较显著。而在本币贬值的条件下，当政府限制性措施出台或者公司因自身因素采取数量限制措施时，市场定价行为更为显著。^③ 究其原因，是因为在通常情况下，本币贬值使得以外币计价的出口产品价格下降，因而刺激销售数量的增加，但是当限制性因素使得销售数量维持不变时，出口商将提高外国价格以出清市场。

2. 时滞

股价对汇率反应的非对称性也源自时滞因素。时滞是指产生效果的动因已经不存在时，其作用依然存在。当本币贬值时，出口产品的价格竞争力获得提升，出口销量增加，结果是出口利润上升，吸引更多的企业进入出口市场。但是，当本币升值时，出口产品的竞争力下降，出口利润降低，仍然坚持经营出口业务的出口商并不退出市场，此时称出口商的行为是时滞。^④ 时滞会导致公司投资的沉没成本较高，如进入成本等。另外，时滞的产生使得竞争格局也呈非对称性，因此风险暴露也是非对称的。^⑤

① Marston R. C. , “Pricing to market in Japanese manufacturing”, *Journal of International Economics*, 1990 (29), pp. 217 - 36.

② Knetter M. M. , “Is export price adjustment asymmetric?: evaluating the market share and marketing bottlenecks hypotheses”, *Journal of International Money and Finance*, 1994 (13), pp. 55 - 70.

③ Marston R. C. , “Pricing to market in Japanese manufacturing”, *Journal of International Economics*, 1990 (29), pp. 217 - 36.

④ Baldwin R. and Krugman P. , “Persistent trade effects of large exchange rate shocks”, *Quarterly Journal of Economics*, 1989 (104), pp. 635 - 54.

⑤ Ljungqvist L. , “Hysteresis in international trade: a general equilibrium analysis”, *Journal of International Money and Finance*, 1994 (13), pp. 387 - 99.

换言之,当本币疲软时,出口产品具有竞争力,新的出口商会进入市场形成新的竞争格局,市场原有出口商的资金流动不会增加到没有新进入者的程度。但是,当外界环境发生改变时,如本币坚挺或出口商不退出市场的话,所有出口商的资金流动会降低,甚至当公司出现经营亏损时,公司仍然不会退出市场。

3. 非对称对冲

当公司实施单边对冲以防范风险如货币期权时,就会发生非对称对冲。持净多头头寸的公司,如持有外币应收账款的出口商,在本币升值的时候会选择进行对冲,而在本币贬值时不采取对冲行为。相反,那些持净短仓的公司,如需要支付外币的进口商,当本币贬值时会进行对冲,而在本币升值时保持不变。所以,非对称对冲行为也会对货币流动产生非对称影响。

二 日本汇率与股票价格的波动态势

(一) 日本汇率的变动趋势

日本汇率制度的变迁与整体经济环境息息相关,其调整是为了适应经济环境的变动。日本汇率的波动,总是与美国经济相关联,所以在此以美元兑日元汇率水平的变动来分析日本汇率。可以说,在一定程度上,日元币值的升与降都受到美国的影响和压力。

20 世纪 40 年代中期以后,日本通过众多刺激政策和措施实现了经济的腾飞式发展,并于 1968 年成为仅次于美国的资本主义世界第二经济大国。由于日本是面积狭窄的岛国,资源匮乏,地理局限使得其与其他国家或地区的经济往来格外重要,出口对日本具有至关重要的作用。自 1949 年至 1971 年,在布雷顿森林体系下,美元兑日元汇率固定为 1 美元兑 360 日元。日本坚持固定汇率制度,较低的日元币值使得日本的出口产品在国际市场具有竞争优势,推动了出口产业的发展,也拉动了国内经济的重新复苏,对日本经济的长期高速增长起到了保障作用。

日本经济总量的增长和经济实力的提升导致贸易摩擦频发,尤其是美国对日贸易赤字不断攀升,促使以美国为首的国际社会对日元升值施加压力。在布雷顿森林体系瓦解之后,受各种因素的影响,1971 年 12

月日本将1美元兑360日元的汇率水平调整为1美元兑308日元，浮动空间是上下2.25%之间，这是日元进入升值通道最早的一次较大幅度调整。从1973年起日本实施有管理的浮动汇率制度，美元兑日元汇率开始处于波动状态。^① 1973年初的汇率水平是1美元兑302日元，到1984年年末升值到1美元兑248日元，升值18%。^②

进入20世纪80年代，受滞胀的影响，美国经济发展缓慢，虽然美国政府实施了减税计划刺激经济，并且实施高利率以抑制货币供给，但同时也带来了负面经济后果，最明显的是催生了高额的财政赤字和经常账户逆差。1980年美国财政赤字与国内生产总值（GDP）之比为2.9%，到1985年已增至5.2%，其中经常账户赤字与GDP之比为3%。^③ 而且美国的高利率吸引了国外资金的流入，使得美元大幅升值72%。贸易、国内就业等方面的压力，美国开始寻求国际社会进行汇率协调，尤其是日元的升值。1985年9月，五国集团达成了“广场协议”，开始对浮动汇率进行干预，要求日元与马克大幅升值以抵补高估的美元价格。根据这一协定，在两年半的时间内，美元兑日元汇率从1美元兑237日元升至1美元兑120日元。^④ 受日元升值的影响，日本经济增长率从1985年的4.2%降至1986年的3.1%。^⑤

如日本汇率走势图所示，1985年后，日元升值压力迅速释放，在1985年1月至1988年6月日元汇率升值一倍。其后继续震荡升值，但是幅度明显减弱，1995年4月日元升值达到高峰即1美元兑84日元，当然这也与1995年的国际经济形势相关。日本在阪神大地震后赎回了部分海外资金，而且美日汽车贸易谈判破裂，导致日元大幅升值。之后，在1995年至2007年的长达十余年间，日元汇率基本在1美元兑120日元的狭窄置信区间波动，变化幅度小。从2008年开始，日元再

① 参见谢非、陈利军、秦建成：《中日两国汇率发展历程及启示》，《重庆大学学报（社会科学版）》2009年第6期。

② “Board of Governors of the Federal Reserve System for Japan/U. S. Foreign Exchange Rate”，<http://research.stlouisfed.org/fred2/series/EXJPUS?cid=95>。

③ 华融证券：《人民币升值预期下的资源与资产》，2009年10月。

④ “Board of Governors of the Federal Reserve System for Japan/U. S. Foreign Exchange Rate”，<http://research.stlouisfed.org/fred2/series/EXJPUS?cid=95>。

⑤ 内閣府经济社会総合研究所『年次経済財政報告』、1986～1987年。

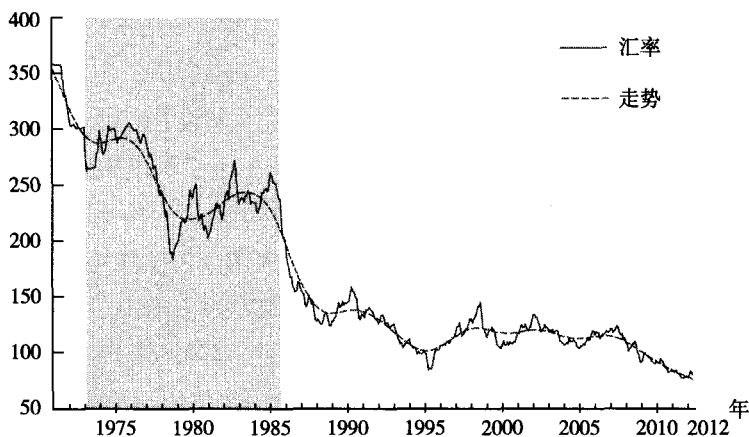


图 1 日本汇率走势图 (1971 年 1 月至 2012 年 5 月)

资料来源：“Board of Governors of the Federal Reserve System for Japan/U. S. Foreign Exchange Rate”, <http://research.stlouisfed.org/fred2/series/EXJPUS?cid=95>.

次进入升值通道，从 1 美元兑 120 日元升至 1 美元兑 80 日元左右，虽然升值幅度不及自由汇率制度实施之初，但是汇率变化趋势也发生了区制性变化。其后日元币值继续升值，2012 年的高峰值达到 1 美元兑 77 日元。

纵观日元汇率走势的发展，可以看到，从 1971 年日本开始放弃固定汇率制度以来，日元汇率水平在 40 多年的时间内升值了 70% 以上；日元的升值和贬值极易受到其他国家或地区经济变化的影响，而与其经济基本面状况的关联程度则不高，即便是日元升值期间，日本国内经济表现并不一定理想，这主要取决于日本经济与国际外汇市场之间的密切关系。

而且，日元汇率走势还表明，在一定区间内，无论日本经济如何波动，汇率水平通常都会回归至 1 美元兑 120 日元的水平附近，这是因为日本与主要贸易伙伴国之间的经济实力对比未发生明显改变，在长期内体现了均值回归的特性。

(二) 日本股票价格的走势状况

日本的股票市场 and 外汇市场都是其不可或缺的金融体系要素。早在 1878 年，日本就在东京成立了股票交易所，1948 年东京证券交易所得以重建和恢复。至于外汇市场，自 20 世纪 70 年代起，日本开始推行金融自由化和国际化政策，并于 1980 年 12 月推出了《外汇修正法》。该

法取消了外汇管制，日本居民可以自行进行外汇存款和贷款业务，同时该法还赋予证券发行、投资和资本交易自由。

随着日本金融市场自由化进程的加快，国际化特征愈发明显，金融市场参与者关注的重点是资本报酬率。正如证券投资组合观点所认为的，在其他条件不变的情况下，证券持有人通过比较证券投资收益的高低决定持有证券的比例。^① 日本的金融市场受国际资金流动影响，汇率波动幅度较大，因此导致日本证券市场的不稳定。

由日经指数走势图显示，从1985年年初至1989年年末，在较短的时期内，日经指数一路飙升，增长了124.49%，1989年12月达到最高值。在日本股票市场高涨的阶段，企业融资渠道转向直接投资，导致信用较好的企业退出银行贷款市场，银行转而以风险高的企业为客户，这部分客户集中于以房地产为代表的行业，导致风险系数骤增。当经济泡沫破灭之后，企业生产下降、库存增加，银行的不良债权迅速增加，成为日本银行发展的掣肘，并引发通货紧缩，经济形势进入下滑通道并开始急速下降，国内生产总值也面临缩水，日本经济由此经历了持久的经济低迷。

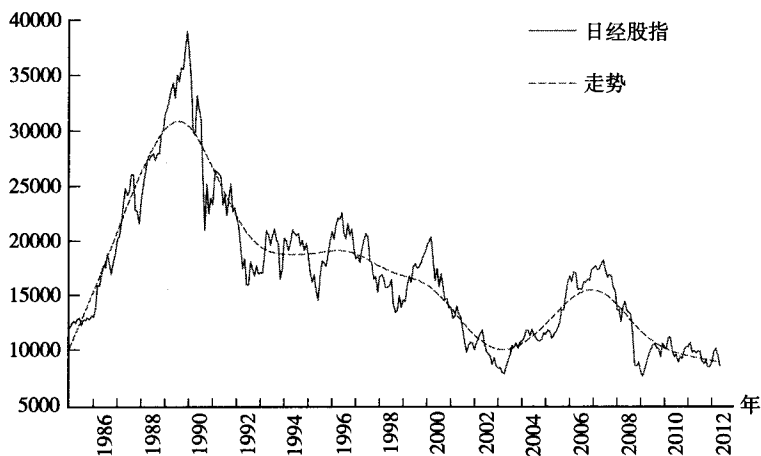


图2 日本日经指数走势图 (1985年1月至2012年5月)

资料来源：「日经平均株価」、「日本经济新闻」、<http://indexes.nikkei.co.jp/nkave>。

^① Branson W. H. and D. W. Henderson, "The specification and influence of asset markets", in R. W. Jones and P. B. Kenen eds., *Handbook of international economics*, 1985 (2), pp. 749 - 805.

从 1990 年年初至 2003 年年初，在较长的时期内日经指数呈缓速下滑之势，尤其是在 20 世纪 90 年代初降幅较大，1992 年年初已降至 20000 点以下。这与日本宏观经济总体表现相一致，体现出日本陷入低利率、低增长的经济低迷阶段。截至 2001 年年中，日经股指已经跌至 1985 年年初的水平，降幅约为 70%，上市公司的股票市值也大幅下挫。而整个 90 年代中，由于日本对外证券交易下降，资本收支出现盈余，日本成为资本输入大国。在 2003 年至 2012 年期间，日经指数形成了先升后降的单峰形态，在 2007 年达到高值后再次下降。日本股市经历了长期熊市，即使在 2005 年有所反弹，但距离其历史最高点仍然有 70% 之距。

通过比较“广场协议”之后日本汇率和股价的走势可知，从 1985 年至 1989 年，二者的走势呈反方向变化，即汇率水平大幅升值的同时，日经指数反而大幅上扬。从 1990 年至 1993 年，日本的股价出现了大幅下滑，而汇率水平升值幅度趋缓，二者之间未呈现前一个阶段的同方向变化，且变化幅度减小。从 1993 年至 2003 年，股价呈缓慢下降的态势，汇率水平虽然变化不大，但还是出现了小幅贬值，二者未呈现同向变化。从 2003 年至 2007 年，股价呈现低增长趋势，但是汇率变化不明显。在 2007 年之后，股市和汇率水平都呈现下降态势，表明在汇率升值的同时股价下降。

三 日本汇率与股价的相互影响

不同阶段的不同走势表现出，日本的汇率与股价之间的关系并未呈现统一的同向关系，而且变化幅度不一致，具有非对称性。

（一）汇率与股价的协动变化

由日本汇率走势和股票价格的变化趋势可知，日元汇率和股票价格指数的变动之间存在关联，并具有一定的规律性。在日元短期大幅升值初期，股票价格指数同样呈上升之势。但在其后日元出现小幅升值期间，股票价格指数却出现小幅下降。这种汇率与股价非一致同向变化体现了非对称性，是日本实施浮动汇率制度和资本管制的表征。

20 世纪 80 年代以来，日本经济出现了两个截然不同的阶段。1986

年，在汽车、电子等主导产业的推动下，日本经济整体表现良好，经济实力逐渐增强，国内生产总值不断攀升，经济企划厅也宣布“景气来临”。至80年代末，日本的经济实力在世界多个领域都占有重要地位。

但是，20世纪80年代中期开始的日元升值态势引发了市场对日元持续升值的预期，日元升值在价格层面削弱了出口产品的竞争力，也弱化了投资规模。与此同时，相对于出口产品价格的上升，进口商品价格的下降趋势预期使得消费者延期消费，由此导致国内需求不景气，物价下跌，产品销售不利，日本的股票市场也陷入低潮期。到1990年，日本股市出现大逆转，急速下降，股价以及房地产价格的崩溃标志着日本经济进入低迷状态。

1985年的“广场协议”决定提高其他国家兑美元的汇率，由于日本与美国的贸易摩擦频发，使得日元首先面临升值，而且升值幅度较大。随着日元升值的趋势不断强化，日本的外币资产也快速增长，外汇储备不断攀升，从而促使基础货币投放增大，国内货币供给量的增加使得市场流动性日益活跃，在为企业融资提供便利的同时也为股票市场提供了资金支撑。同时，日元升值对日本出口主导型经济造成巨大冲击，出口额下降。但是日本企业“重视市场份额”、积极谋求“提高市场占有率”的经营战略，促使其加快结构调整、提高生产效率，进而提升产品的附加值，扩大出口。^①

为了刺激经济复苏和实现经济结构转型，日本推出了刺激经济政策和金融自由化措施，从1986年年初至1987年年初连续五次降低贴现率。这虽然在一定程度上缓解了企业的资金压力，但也对金融市场造成了负面影响。日本传统的高储蓄行为和贸易盈余带来的规模庞大的剩余资本在国内有限的市场容量中无法有效流动，只能流向高收益率市场即股票市场和房地产市场，股价应运而涨。

但是在刺激经济增长的过程中，日本未能有效地预期国内消费市场，日本传统的节俭观念限制了国内消费市场的迅速扩张；另一方面，日本未能有效防范剩余资本流动带来的风险，金融自由化进程放大了资

^① 香西泰·高橋克秀「貿易構造と国際収支—日本の場合—」、大蔵省財政金融研究所『ファイナンシャル・レビュー』1989年3月号。

本流动的投机负面效果。因此，日本在金融开放进程中的激进措施，是诱发股市暴涨的根本原因。

（二）汇率与股价的非对称关系

汇率与股票价格之间的协同变化是通过多种渠道传递实现的，包括利率、货币供应量等众多因素，各种因素通过间接或直接、单一或联合的形式产生不同程度的影响和时滞。在日本开放资本市场且开放程度不断扩大的条件下，政策措施引导汇率和股票价格之间的协同变化在不同阶段呈现不同的状态。

在有效市场假说成立的条件下，汇率变动遵循“平赌”过程，无法通过公开的信息对汇率进行预测。^①但是，毋庸置疑的是，汇率市场的变动相互影响，形成波动聚类。许多学者对汇率市场的波动程度和预测进行了分析，认为汇率波动形成的聚类现象源于两方面：一是如果对市场产生影响的信息传递过程是聚类形态的，则无论市场是否有效，资产报酬或价格变化呈现聚类现象；二是市场对信息的动态反应相异，不同的市场参与者接受信息的时间不同，反应程度也各不相同，在市场出现大幅震荡时，反应的不同造成了聚类现象。^②

美国与日本之间货币兑换比例的改变，对日本股市的影响体现了镜像互补原理。全球经济可以视为一个平衡总体，当一个国家经济出现失衡时，其他国家会呈现相对应的弥补型失衡。因此，当美国经济发生改变之际，日本会受其影响而产生变化，这是美国和日本的贸易高度依赖、经济密切往来的结果。当美国为刺激经济而扩大货币供给量时，需要其他国家信用扩张进行接收。日本作为开放度较高的国家必然受到这方面的影响，汇率成为经济体内外的传递桥梁。因此，在国家风险防范过程中，不能割裂不同市场之间的关联。对汇率进行干预，必然会对股市造成影响，对股市进行调控也必然作用于汇率水平。但是，从 1982 年至 1983 年，日本政府对机构投资者对外证券投资的增长设置了上限，

① Fama E. F., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, 1970 (30), pp. 383 - 17.

② Domowitz I. and C. S. Hakkio, “Conditional Variance and Risk Premium in the Foreign Exchange Market”, *Journal of International Economics*, 1985 (19), pp. 47 - 65. Engle R. F., D. Lilien and R. Robins, “Estimating Time Varying Risk Premia in the Term Structure: the ARCH - M Model”, *Econometrica*, 1986 (55), pp. 391 - 407.

却未能从根本上抑制日元汇率的下跌。^① 日本汇率和股市发展就是基于二者之间的迭代影响。

在一国的宏观经济运行过程中，股票市场和外汇市场是国家对企业进行调控的主要渠道，企业参与股票市场和外汇市场所引致的股价和汇率水平变动同时为政府相关部门提供信息。在认知不同金融市场之间的联动作用基础上，才能够保障政策实施的有效性，实现预期的目标。日本汇率走势和股价趋势的双重变现显示，二者之间的协调关系不具有同升同降过程，体现了非对称关系。日本虽然实施了自由浮动汇率制度，但是在金融国际化的演进过程中，外汇市场和股票市场之间的关系也体现了不同经济区制下的转变，体现了汇率的非线性价值累积记忆过程。商品市场假说认为汇率变化会影响跨国公司的市场竞争力和财务核算，并影响其利润和股票价格。^② 即使从事对外贸易往来业务少的国家，其国内公司同样会面临汇率风险，因为公司的投入、产出或者商品需求都受到汇率波动影响。^③ 因此，汇率变化对股价的迭代影响取决于日本的国际贸易规模和贸易差额所具有的重要程度。而日本自由的金融环境和外汇管制的放松，为国际投资和投资组合多样化提供了基础和可能性。日本实施的浮动汇率制度加剧了外汇波动程度，同时也增加了股票市场的投资风险。

四 对中国的启示

进入 21 世纪以来，中国经济发生了结构性改变，改革开放使得中国的开放程度越来越深。在开放过程中，中国国际收支中的经常项目已经实现了人民币自由兑换，进出口总额已从 1980 年 1 月的 27.93 亿美元增长至 2011 年 12 月的 3435.8 亿美元，增幅为 12201%。虽然资本账户还未完全开放，但是金融领域的开放进程正逐步展开，外商直接投资

^① 深尾光洋「日本の為替管理の自由化と国際収支構造内の変化」、日本銀行金融研究所「金融研究」1989 年第 8 卷 4 号。

^② Dornbusch R. and Fischer S., "Exchange Rates and Current Account", *American Economic Review*, 1980 (70) .

^③ Adler M. & Dumas B., "Exposure to currency risk; Definition and measurement", *Financial Management*, 1984 (13), pp. 41 - 50.

和证券投资的规模日益扩大,所有经济行为都受到汇率水平的影响。中国金融领域的开放和工业的快速发展吸引了外国资金的大量涌入,汇率作用下的资金流动对中国出口企业的效益和成本核算造成影响,股市作为企业整体经营业务的综合反应,同样体现了汇率波动。外汇市场和股票市场作为风险程度较高的金融市场,汇率与股票价格之间的双边作用机制对中国未来金融传导机制构建具有重要影响,明晰二者之间的关系能够为防范风险奠定基础。

日本的汇率和股价之间的关系对中国的启示在于:

首先,在逐步开放资本市场的进程中,在制定汇率和股市的相关政策措施时,须基于二者相互影响关系的方向、强度和时间性,建立反周期非对称的金融改革模式来平抑市场波动产生的风险冲击和损失代偿。反周期措施能够在宏观经济波动引致股市涨跌之前对股市走势进行引导和调控,避免大幅度的波动;而非对称措施符合汇率和股市之间关系的特征,能够在股市上涨和下跌的过程中采取不同强度的措施,以符合经济发展的需要。

其次,汇率和股票价格之间的关系是在对外经济和宏观经济运行背景下的具体体现,若要实现二者之间的良性循环,需在宏观层面调整产业结构,重点培养技术含量高、竞争力强的产业,这是中国缓解人民币升值压力的根本所在。产业的发展会带动具备经济效益和社会效益的企业不断壮大,企业整体水平的提升不仅能够使企业在股票市场有良好表现,而且在对外经济中占有优势竞争力,为汇率和股价的稳定变化奠定基础。

再次,在汇率和股价之间的传递过程中,资本流动需要借助货币市场和资本市场作为媒介,因为随着经济的发展和金融体系的完善,各种不同类型的金融市场已经形成统一整体。通过利率水平变化调控货币和资本市场的资本流动,可以实现汇率和股价之间的有效联动。因此,中国若要实现汇率和股价的高效资源配置和传递,需加快发展利率决定、结构和传导的市场化进程。

同时也需要注意,现阶段中国与日本的经济状况还有所不同,因此需要有取舍地借鉴日本的经验教训。

第一,在汇率制度方面,中国实现了从固定汇率制度向有管理的浮

动汇率制度转变，但日本已经跨越了这一阶段实施了自由浮动汇率制度。另一方面，中国和日本在汇率制度的演进过程中都受到来自国际社会尤其是美国的压力。中国汇率出现阶段性调控，调整机制是非线性的，汇率水平在调控基础上阶段性升值。随着改革的深入，中国股市不断完善，市场力量的影响力愈发占据主导地位，调控措施在保证股票市场健康理性发展的同时还应提供良好的外部环境。

第二，与日本股市相比，中国股市也出现过大幅的上升和下降，而且股指最高值时远远超过了日本股市在1990年触顶时的收益，鉴于两国股市上升的持久动力是国家经济实力的迅速提升，现阶段中国经济仍处于上升趋势，而股指达到高峰时的日本经济陷入低迷，另一方面，两国的开放程度使得股市的流动性相对充足。加入世贸组织后，虽然中国在金融领域的开放速度不及经常项目，但是开放程度不断加深，汇率与股票价格之间的影响会进一步加强。在汇率对股票价格反应敏感度的提升方面，在逐步、渐进、有序地开放资本市场的前提下，应保持汇率有管理的离散浮动。^①即在短期内，在预先设定的置信区间内对汇率水平进行小规模干预，使汇率水平在一定幅度内波动；在长期内，当宏观经济体系发生基础性改变时，调整原有的汇率波动区间，设定新的波动置信区间，汇率水平离散式变化，并处于可预测的区间内。有效的汇率制度选择能够为中国股票市场运行提供有力的保障。通过汇率水平区间的设定和调整，由于事前设定了波动置信区间，市场参与者能够对未来的汇率走势有较为清晰的路径，形成理性预期并进行风险防范，能够实现预期的高效益。对汇率水平设定恰当的置信区间，既给予反应市场供给和需求变化的汇率浮动空间，又避免由于区间的过度狭窄使得干预措施过度频繁。

(责任编辑：叶琳)

^① 参见赵振全、刘柏：《基于政策性国际收支变动的有管理离散浮动汇率制度的探讨》，《管理世界》2007年第11期。