

不宜过度解读汇率对股价的影响

汇率和股价之间不存在必然联系。汇率预期可能会在一定程度上通过影响外资流动进而影响股市走势，但汇率升/贬值不等于有升/贬值预期。

- 汇率和股价之间的影响渠道较多，从不同渠道得出二者的关系存在明显差异，无法断言汇率和股价之间存在确定性联系。
- 发达经济体和新兴经济体的经验均表明，汇率和股价的关系在不同经济体之间以及同一经济体的不同时期存在较大差异。
- “7.21”汇改以来，人民币汇率和股价的相关性总体较弱。但不可否认的是，当汇率变动幅度较大时，汇率和股价的相关关系略有增强。汇率预期也可能在一定程度上通过影响北上资金流动进而影响股价。
- 汇率变化对各行业指数的影响不能一概而论。即便对不同类型的行业进行区分后，也难以发现汇率和各行业指数之间存在明确的关系。
- 风险提示：海外疫情超预期，经济恢复不及预期。

相关研究报告

《保汇率还是保房价是个伪命题》 20191229

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：刘立品

lipin.liu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300119080013

目录

1、研究背景与内容安排	4
2、汇率与股价关系的理论介绍	5
理论基础	5
传导渠道	5
小结	6
3、汇率与股价关系的国际比较	7
发达经济体	7
新兴经济体	9
小结	11
4、汇率与股价关系的中国经验	12
汇率水平	12
汇率变动	13
汇率预期	14
小结	14
5、汇率与行业指数的关系介绍	15
外贸依赖度较高的行业	15
持有外币负债较多的行业	16
北上资金重点持仓的行业	17
小结	18
6、主要结论	19

图表目录

图表 1. 2000Q1-2020Q3 年发达经济体汇率和股价的关系	7
图表 2. 2000Q1-2020Q3 新兴经济体汇率和股价的关系	7
图表 3. 欧元、英镑和日元和股票指数的 3 年滚动相关系数	8
图表 4. 美元指数和标普 500 指数走势	8
图表 5. 加元、澳元和股票指数的 3 年滚动相关系数	9
图表 6. CRB 工业原材料价格和加元、澳元汇率高度相关	9
图表 7. 阿根廷、印度、巴西汇率和股指走势	10
图表 8. 俄罗斯卢布汇率和股市	10
图表 9. 马来西亚令吉汇率和股市	10
图表 10. 韩元对美元汇率和韩国综指的 3 年滚动相关系数	11
图表 11. 韩元对美元汇率和韩国综指走势	11
图表 12. 人民币汇率和股价的相关性总体较弱	12
图表 13. 上证综指成分股海外收入占比较小	13
图表 14. 季末非储备对外净头寸情况	13
图表 15. 人民币汇率和上证综指的月度变动幅度	13
图表 16. 北上资金和人民币汇率预期	14
图表 17. 北上资金和上证综指涨跌幅	14
图表 18. 2018 年主要行业进、出口依赖度情况	15
图表 19. 出口依赖度较高的行业汇兑损益情况	16
图表 20. 进口依赖度较高的行业汇兑损益情况	16
图表 21. 出口依赖度较高的行业指数和汇率情况	16
图表 22. 进口依赖度较高的行业指数和汇率情况	16
图表 23. 2019 年各行业美元借款规模以及占负债比重情况	17
图表 24. 2015 至 2019 年外币负债较多的行业汇兑损益情况	17
图表 25. 人民币汇率和航空运输指数表现	17
图表 26. 北上资金持仓占行业流通市值比重	18
图表 27. 行业指数涨跌幅和北上资金持仓变化的相关系数	18

1、研究背景与内容安排

关于汇率与股价关系的讨论由来已久。2020 年 6 月份以来，人民币汇率快速升值，同期国内股市也出现明显上涨。市场上再次出现“人民币升值有利于股市上涨”的观点，代表性的逻辑包括：“人民币升值→提升人民币计价资产对外资的吸引力→刺激外资流入→推动股市上涨→人民币进一步升值...”，“人民币升值→利好部分行业（如航空业）→有利于股市上涨”。但我们认为，汇率和股价同为资产价格，影响因素众多，不宜过度解读汇率对股价的影响。

本文主体共分为五部分：

第一部分是汇率与股价关系的理论介绍，分为理论基础和传导渠道。

第二部分是汇率与股价关系的国际比较，分析主要发达经济体和新兴经济体的汇率和股票的关系。

第三部分是汇率与股价关系的中国经验，从汇率水平、汇率变动、汇率预期三个方面，分别看人民币汇率与国内股市之间的联系。

第四部分是人民币汇率与行业指数的关系，分析人民币汇率与不同类型行业上市公司汇兑损益以及行业指数表现的关系。

第五部分是本文的主要结论。

2、汇率与股价关系的理论介绍

理论基础

目前解释汇率和股价关系的理论主要有两个：一是 Dornbusch 和 Fisher (1980) 提出的流量导向模型 (flow-oriented models)¹；二是 Branson (1983) 和 Frankel (1983) 提出的存量导向模型 (stock-oriented models)²。其中，流量导向模型指出，汇率变化影响出口竞争力和贸易收支差额，进而影响一国实际收入和产出，从而对股票价格产生影响。存量导向模型指出，股价上涨将吸引外资流入，促使外国投资者卖出外币、买入本币，从而导致本币升值，两者间存在由股价到汇率的单向因果关系。

传导渠道

国际贸易渠道

汇率变化关系到具有国际业务的上市公司进出口情况，对公司利润、股票价格产生影响。本币贬值对应出口竞争力提升、进口成本提高，利好出口型企业股价，不利于进口型企业股价；相反，本币升值利好进口型企业股价，不利于出口型企业股价。

这在宏观层面上体现为：汇率变化影响一国贸易增长、经济增长，进而影响该国股价表现。对于出口导向型国家而言，本币贬值有助于拉动经济增长，带动股票价格上涨；反之则会导致股票价格下跌。因此，基于国际贸易渠道，这些国家的汇率（直接标价法，下同）和股票价格之间应该是正相关关系。

资产负债表渠道

汇率变化除了影响上市公司进出口情况外，还会影响持有的外币资产负债情况。本币贬值会强化持有外币资产企业的资产负债表，缓解其财务压力，进而带动股价上涨；削弱持有外币债务企业的资产负债表，加大其财务压力，进而带动股价下跌。相反，本币升值则有利于持有外币债务企业的股票价格，不利于持有外币资产企业的股票价格。

这在宏观层面上体现为：汇率变化通过资产负债表渠道对经济活动产生扩张或紧缩影响，进而影响该国股价表现。对于民间部门持有大量对外净债务的国家而言，本币贬值会对经济活动产生紧缩性影响，带动股票价格下跌；反之则带动股票价格上涨，这些国家的汇率和股票价格之间应该是负相关关系。对于持有大量对外净债权的国家而言，本币贬值会对经济活动产生扩张性影响，带动股票价格上涨；反之，则带动股票价格下跌，这些国家的汇率和股票价格之间应该是正相关关系。

资本流动渠道

在资本市场开放情况下，国际资本流动会在汇率和股票价格之间建立连接。一方面，汇率变动预期会影响国际资本流动方向，引起股票价格变动。如果国际资本流动引发国内投资者的“羊群效应”，则会进一步加剧股票价格变动。当一国货币存在升值预期时，会吸引国际资本流入，尤其是投机性较强、流动频繁的短期资本，进而带动股票价格上涨。相反，贬值预期则会促使国际资本流出，带动股票价格下跌。

另一方面，国内股票收益率情况也会影响国际资本流动方向，影响本币需求进而引起汇率变化。当外国投资者对一国股票市场更乐观时，国际资本会增加股票投资，促使本币升值。反之，则会减少股票投资，促使本币贬值。因此，基于资本流动渠道，汇率和股票价格之间应该是负相关关系。

¹ Dornbusch, R. and S. Fisher, 1980, "Exchange Rates and the Current Account", *American Economic Review*, 70:960-971.

² Branson, W., 1983, "Macroeconomic Determinants of Real Exchange Rate Risk", *Managing Foreign Exchange Rate Risk*, Cambridge University Press, Cambridge.

Frankel J.A., 1983, "Monetary and portfolio-balance models of exchange rate determination", *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*, MIT Press, Cambridge.

货币供给渠道

降低汇率波动性的外汇干预措施也可能影响股票价格。当汇率过度波动对经济产生较大负面冲击时，货币当局可能需要进行外汇市场干预。为抑制本币升值对国内经济和对外贸易产生紧缩性影响，货币当局会在外汇市场上买入美元，投放基础货币，在不做对冲操作的情况下，增加的流动性会推动股票价格上涨。反之，货币当局在市场抛售美元，回笼基础货币，减少的流动性会拖累股票价格下跌。

小结

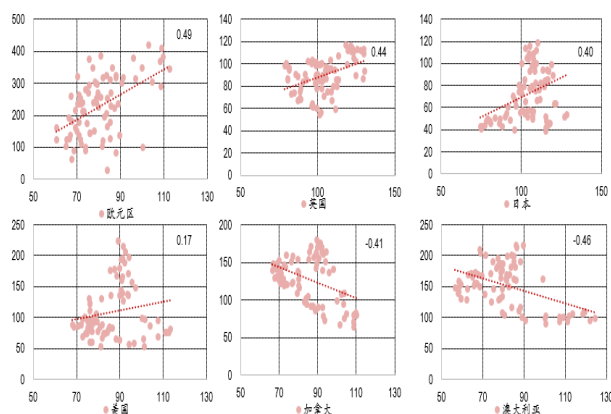
汇率和股票价格之间的传导渠道主要有国际贸易、资产负债表、资本流动和货币供给四种，但不同角度得出汇率和股价的关系有所不同。因此，不能断言汇率和股价之间存在必然联系。下文，我们将从国际比较、中国经验以及行业指数入手，分析汇率和股价之间的具体关系，避免以偏概全。

3、汇率与股价关系的国际比较

发达经济体和新兴经济体的外汇市场和股票市场存在明显区别。在进行汇率和股价关系的国际比较分析时，我们需要加以区分。这里选择的发达经济体包括：美国、欧元区、英国、日本、加拿大、澳大利亚；选择的新兴经济体包括：俄罗斯、韩国、印度、马来西亚、阿根廷、巴西。

我们选取 2000Q1 至 2020Q3 期间各经济体本币汇率和代表性股指数据。结合图表 1、2 可以看出，汇率和股价的关系在不同国家表现不一。在发达经济体中，欧元区、英国和日本汇率和股价之间大致呈正相关关系，美元指数和标普 500 指数的相关性较弱，加拿大、澳大利亚汇率和股价呈负相关关系（见图表 1）。在新兴经济体中，阿根廷、印度、巴西汇率和股价呈现正相关关系，俄罗斯、马来西亚汇率和股价相关关系不明显，韩国汇率和股价大致呈负相关关系（见图表 2）。下面，我们对每种情况逐一进行分析。

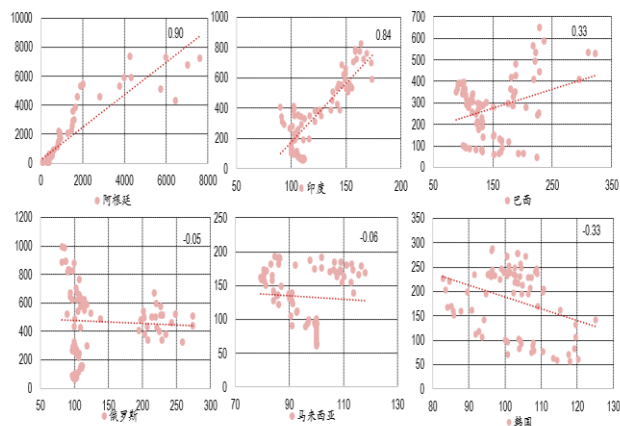
图表 1. 2000Q1-2020Q3 年发达经济体汇率和股价的关系



资料来源：BIS，万得，中银证券

注：横轴是各国货币兑美元汇率指数（直接标价法），包括美元指数，纵轴是各国股票市场指数³（设定 2000Q1=100）。

图表 2. 2000Q1-2020Q3 新兴经济体汇率和股价的关系



资料来源：BIS，万得，中银证券

注：横轴是各国货币兑美元汇率指数（直接标价法），纵轴是各国股票市场指数⁴（设定 2000Q1=100）。

发达经济体

正相关：欧元区、英国、日本

2000Q1 至 2020Q3 期间，欧元区、英国和日本汇率和股价相关性总体为正，意味着本币贬值、股市上涨。但 3 年滚动相关系数显示，各国汇率和股价的相关关系并不稳定。

在欧元区，2011 年以前、2015 年至 2018 年两个时间段里，美元兑欧元汇率和股价呈正相关关系，2011 年至 2014 年、2019 年以来的两个时间段里相关系数转为负值。在英国，美元兑英镑汇率和股价的相关系数变动较为频繁，2019 年以来也降为负值。在日本，2000 年至 2004 年期间，美元兑日元汇率和股价呈负相关关系：日元先贬后升，日经 225 指数先跌后涨；2005 年至今，二者走势较为一致，转为正相关（见图表 3）。

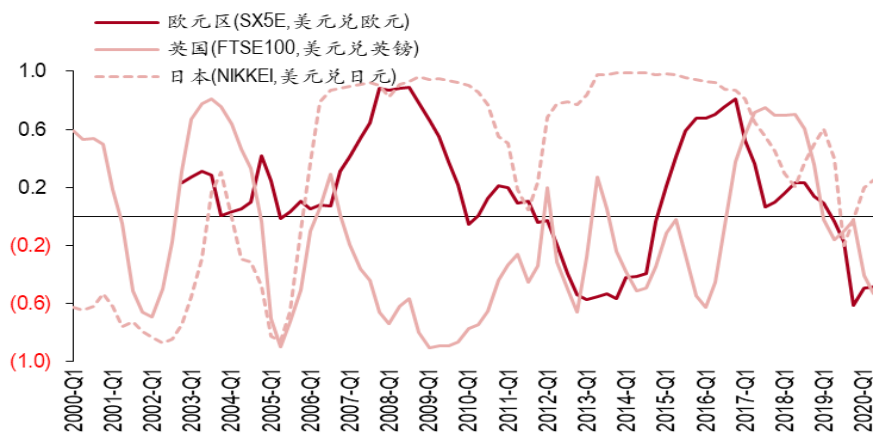
³ 选取的股票指数分别为：欧元区 STOXX50 指数、富时 100 指数、日经 225 指数、标普 500 指数、多伦多 300 指数、澳大利亚普通股指数。

⁴ 选取的股票指数分别为：阿根廷 MERV 指数、印度 SENSEX30 指数、巴西 IBOVESPA 指数、俄罗斯 RTS 指数、吉隆坡指数、韩国综指。

欧元区、英国汇率和股价之间的正相关关系，与各国股市海外敞口大小有关。彭博数据显示，STOXX50 指数、FTSE100 指数成分股中分别约有 85.2%、66.0% 的收入来自海外。因此，本币升值会削弱出口企业竞争力并造成汇兑损失，导致股市下跌，反之则会推动股市上涨。对于日本，一方面，日经 225 指数成分股中约有 37.9% 的收入来自海外，日元贬值会通过国际贸易渠道对股市产生提振作用；另一方面，日本持有大量对外净资产，日元贬值又会通过资产负债表渠道带动股价上涨。此外，2012 年之后，日元贬值和股市上涨的势头则主要是受宽松货币政策的影响。

而由于汇率和股价还受到多种其他因素的影响，因此二者之间的正相关关系不稳定。例如，外汇风险对冲操作可能导致汇率对股价的实际影响有限；在全球经济快速扩张时，即便汇率升值会打击出口，其带来的影响也相对较小；外汇市场逐险/避险交易模式变化也会影响汇率和股价的关系，如 2011 年至 2012 年欧债危机期间，欧元承压、欧股下跌，美元兑欧元汇率和股价呈负相关关系。

图表 3. 欧元、英镑和日元和股票指数的 3 年滚动相关系数



资料来源：万得，BIS，中银证券

弱相关：美国

彭博数据显示，标普 500 指数成分股中约有 45.0% 的收入来自海外。因此，理论上，美元走强会损害跨国公司的海外盈利，导致股市下跌。但是 2000Q1 至 2020Q3 期间，美元指数和标普 500 指数的总体相关性较弱，相关系数仅为 0.17。从图表 4 也可以看出，2003 年之后美元走弱、美股反弹；2008 年金融危机后，美元总体走强，美股也走出了十年长牛；2020 年 3 月份流动性危机过后，美元从 102 的高位回落至 91 附近，美股则出现明显反弹，至今标普 500 指数已超过年初水平。

图表 4 美元指数和标普 500 指数走势

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_755

