

基于汇率对贸易影响问题的综述

常江

(厦门大学金融系,福建 厦门 361005)

【摘要】而现阶段人民币面临着强劲的升值压力,人民币升值是否能平衡我国的贸易收支,从而在不影响我国经济稳步发展的前提下,解决西方国家提出的所谓人民币低估的危害。就此,本文以汇率变动对贸易收支变化的影响为综述重点,总结汇率变动对贸易影响的理论发展及国内外实证结果。

【关键字】马歇尔-勒纳条件;J曲线效应;弹性

汇率是一国货币单位兑换他国货币单位的比率,是一个国家进行国际经济活动时最重要的综合性价格指标,在国际金融和国际贸易活动中执行着价格转换职能。汇率把国际价格与国内价格联系起来,并且决定了一国从事国际贸易的货物和劳务之间的相对价格。它的变动对一国对外贸易的平衡与国内经济活动的波动都具有深刻的影响。

一、理论综述

(一)基于局部均衡的弹性理论

1、马歇尔—勒纳条件

马歇尔—勒纳条件最早由琼·罗宾逊于1937年在马歇尔局部均衡分析的基础上发展起来,它考虑货币贬值对贸易收支差额的影响,而它的根据则由马歇尔提出,并由勒纳加以发展。从理论上讲,在汇率传递系数不为零的情况下,一国货币贬值将导致本国以外币表示的出口商品价格下降,而以本币表示的进口商品的价格上升。然而在实践中,许多国家在货币贬值后非但没有改善贸易收支反而使贸易收支恶化,对此,弹性理论指出,只有当进出口商品的需求价格弹性之和大于1,即符合马歇尔—勒纳条件时,货币贬值才能改善贸易收支。(1)马歇尔—勒纳条件的假设:收入、其他商品价格、就业、偏好等其他贸易条件保持不变,只考虑汇率变动对进出口商品价格和数量的影响;贸易商品的供给几乎是完全弹性;没有资本流动,国际收支等于贸易收支;贸易最初是平衡的。(2)马歇尔—勒纳条件的公式为:

$$\eta + \eta^* - 1 > 0$$

η 和 η^* 分别代表本国的进口需求价格弹性和出口需求价格弹性。

2、基于一般均衡的理论分析

马歇尔—勒纳条件成立时,贬值虽然能改善贸易收支,但贸易条件则恶化了,因此贬值在改善贸易收支的同时有可能使该国的福利下降。早期以局部均衡分析为基础的弹性理论对汇率变动的贸易收支效应分析有一定的局限性,弹性分析法没有对汇率变动后的贸易调整过程进行分析,也未考虑汇率变动后可能引发的国内收支变动、价格变动、货币供应量变动、国际资本流动等对贸易流量的影响,之后对这些问题研究又形成了时滞效应分析法。

时滞效应分析法(J曲线效应)

时滞效应分析法认为,货币贬值后,厂商会根据汇率的变动调整其进出口商品价格、产量和贸易量。签订合同时,一般认为进口合同比出口合同用外币支付的比重高,本币贬值,总的出口利润的增加不足以补偿总的进口成本的增加,导致贸易收支立即下降。在汇率传递阶段,虽然相对价格发生了变化,但在短期,进口数量难以下降,出口的供给和需求也没有弹性,也就是说数量调整慢于价格调整,汇率贬值后贸易收支可能进一步恶化。在长期,进出口需求弹性增加,当马歇尔—勒纳条件成立时,贸易收支开始改善。整个过程中,贸易收支与汇率的关系在时间上呈“J”曲线形态,故被称为“J曲线效应”。

二、实证研究综述

(一)国外成果

Krugman和Baldwin(1987)、Heike与Hooper(1987)以及Moffett(1989)等分别对美国的实际汇率与贸易收支之间的关系进行了研究,得出实际汇率贬值有利于改善一国的贸易收支的结论。Marquez(1990)以欠发达国家整体为对象,研究的时间段为1973年—1985年,采用季度数据,结论为:进出口价格弹性之和分别为-1.44和-0.78,马歇尔—勒纳条件得以满足,贬值在一定程度上可以改善贸易收支。

在J曲线效应研究方面,Meade(1988)研究认为汇率机制较为灵活和经济开放程度较高的国家汇率变动的J曲线效应比较明显,理由是该国贸易收支差额的变动能够通过外汇市场进行传导,较充分地反映到汇率形成机制中;同样,以汇率、利率等表现的金融资产价格在发生变动时,也能较快地影响进出口贸易等实物资产价格的调整,并最终影响其国际收支的状况。

(二)国内成果

近年来,国内有关人民币汇率变动对贸易收支影响的研究也取得了一些进展,但基于我国的实证研究并没有统一的研究结果。

部分研究成果认为我国的进出口需求的价格弹性严重不足。这意味着汇率贬值非但不能改善贸易收支,反而会导致进出口状况的恶化,因而汇率贬值政策有负效果。

张明(2001)采用1985年—1998年的年度数据,对中国美国的GDP、生产者价格指数、人民币名义汇率及中国的进出口贸易额分别计算了年度进出口弹性和马歇尔—勒纳条件,得出结论:在年度进出口弹性分析中,我国从1985年以来的年进出口需求弹性之和一般都大于1,说明在大多数年份我国实行人民币贬值的方法可以有效改善国际收支;但在回归分析中,我国长期出口商品需求弹性为-0.0056,进口商品需求弹性为-0.0566,长期进出口商品需求弹性之和为-0.0622,不满足马歇尔—勒纳条件,说明人民币贬值不能改善我国的贸易收支。

任兆璋、宁忠忠(2004)采用1978年到2002年的年度数据对中国对外贸易收支差额与人民币实际汇率之间的关系进行了分析,发现二者间不仅判定系数低,且协整检验和Granger因果关系分析均显示不存在长期均衡关系,人民币贬值或升值对中国的贸易收支以及中国对美国的贸易差额的影响十分有限,因此汇率政策并不是调节中国经常项目收支状况的有效手段。同时,还实证分析表明,与中美之间的关系类似,日元实际汇率与日美贸易收支差额之间在长期中没有明显的稳定均衡关系。说明美国迫使日元升值以改善对日贸易逆差的政策在实践中是无效的。

第二种看法就是汇率贬值能够改善贸易收支。

朱真丽、宁妮(2002)采用1981年—2000年我国进出口的有关数据进行多边回归分析,得出我国进出口价格弹性之和为-2.71,满足马歇尔—勒纳条件,货币贬值能够改善贸易收支。同时,对香港、日本和美国进行双边分析,得出中国对美国的出口受影响的程度将大于因世界经济总体放缓出口总额受到的影响;中国从日本的进口可能会有较大幅度的增长,日本低靡的经济形势给中国扩大出口带来了困难;对香港的出口与香港的经济增长不相关,因此香港的国民收入总量的增长对内地贸易收支的改善作用不显著。

在J曲线效应方面,国内研究也取得了一定的进展。

唐海燕(1995)从理论上论证了汇率变动与贸易收支的长期相关性,即汇率贬值的累积性效应。在J曲线效应的基础上提出了W形曲线效应。W形曲线效应表明,如果一国长期持续地实行本币贬值以改善贸易收支,则反而可能会使贸易收支恶化。如果一国不得不实行连续的货币贬值,那么两次贬值之间的时间间隔至少应长于前一次贬值的作用时滞。

(下转第25页)

行为金融理论与证券投资策略研究

杨昀

(贵州财经学院会计学院, 贵州 贵阳 550004)

【摘要】本文介绍了行为金融学在证券投资领域的基本理论模型,探讨在我国证券投资市场上,运用行为金融学理论研究投资者行为,对证券投资行为进行分析,针对非理性市场行为的投资策略来实现投资赢利目标。

【关键词】行为金融;证券投资;投资者行为

行为金融理论将心理学尤其是行为科学理论融入到金融学之中,从微观个体行为以及产生这种行为的心理、社会动因来解释、研究和预测证券市场的现象和问题,逐步形成了自己的理论框架,建立了行为投资决策模型。

一、行为金融对投资者行为的实证研究结论

1、过度自信。人的心理中往往有过分高估自己能力和知识的倾向,表现为投资决策中过分相信自身的判断和决策,而忽视了客观情况变化造成决策失误的可能性。

2、抛锚性错误。投资者对于证券价格的变动预测通商品购买一样,也需要一定信息作为参照的锚。抛锚性往往导致投资者对新的、正面的信息反应不足。

3、羊群行为。股市中的“羊群行为”是指投资者由于受其他投资者投资策略的影响而采取相同的投资策略。

4、噪声交易。非理性投资者把与价值无关的信息认为是与价值有关,或者某些投资者人为地制造虚假信息,而其他投资者无法识别其真伪,这两种信息被认为是噪声,相应产生的交易称为噪声交易。

5、过度反应与反应不足。过度反应是由DeBondt和Thaler(1985)最早发现的,他们发现投资者对于近期的好消息不是做出正确的贝叶斯反应,而是过度反应致使股票价格超过其内在价值。

6、处置效应。“处置效应”是指投资者长时期持有套牢的股票而过早抛出赢利的股票的现象。

7、动量效应。在一定持有期内,平均而言,如果某只股票或某些股票组合在前一段时期内涨幅较好,那么,下一段时期内,该股票或股票组合仍将有良好表现。此外还有过度恐惧与政策依赖性心理,遗憾、暴富心理与赌博心理和轮涨轮跌效应(补涨补跌效应)及小盘股、新股效应。

二、行为金融理论指导下的证券投资策略

考察我国证券市场的投资者行为特点,我们总结出我国金融市场的投资策略:

1、针对过度反应的反向投资策略。反向投资策略就是买进过去表现差的股票而卖出过去表现好的股票来进行套利的投资方法。

2、动量交易策略。即预先对股票收益和交易量设定过滤准则,当股票收益或股票收益和交易量同时满足过滤准则就买入或卖出股票的投资策略。

3、成本平均策略。指投资者在将现金投资为股票时,通常

总是按照预定的计划根据不同的价格分批地进行,以备不测时摊低成本,从而规避一次性投入可能带来的较大风险的策略。

4、时间分散化策略。指根据投资股票的风险将随着投资期限的延长而降低的信念,建议投资者在年轻时将其资产组合中的较大比重投资于股票,而随着年龄的增长将此比例逐步减少的投资策略。

5、小公司效应策略。小公司效应是指小盘股比大盘股的收益率高。Banz(1981)发现股票市值随着公司规模增大而减少的趋势。Siegl(1998)研究发现,平均而言小盘股比大盘股的年收益率高出4.7%,而且小公司效应大部分集中在1月份。根据小公司效应而采用的投资策略称为小公司效应策略。

6、组合投资策略。行为金融学认为,证券市场并不是有效的(一般指半强式有效,semi-strong efficient),这就意味着传统的证券组合投资理论中,“在有效市场中,投资者不可能获得与其所承担风险不对称的额外收益”的提法在实践中是不成立的。也就是说,通过选择合适的组合投资策略,投资者将可能获得额外收益。

7、针对羊群行为的相反策略。由于市场中广泛存在的羊群行为,证券价格的过度反应将是不可避免的,以致出现“涨过了头”或者“跌过了头”。投资者可以利用可以预期的股市价格反转,采取相反投资策略(contrarian strategy)来进行套利交易。

此外还有购买并持有策略,利用行为偏差,ST投资策略等。

三、应用行为金融理论指导证券投资要注意的问题

在具体运用这些投资策略时还要注意以下几点问题:

1、行为金融理论本身也是处于不断发展之中。因此在应用行为金融投资策略时,要防止教条化。

2、要切忌对国外现有行为投资策略的简单模仿。中国金融市场与发达的金融市场的共性与特殊性决定了我们在运用行为金融投资策略时,不是对国外现有行为投资策略的简单模仿,而应当掌握行为金融学的理论方法,对中国证券市场的行为特点进行深入研究,探索适应我国证券市场运行特点的我们自己的行为金融学投资策略。

3、行为投资策略不是一成不变的。随着金融市场的发展、金融监管的深入及投资者结构的改善,我国金融市场行为金融现象会发生很大的变化。

4、不同投资者需要有不同的投资策略,只有呼吁所有各层次的投资者共同参与探讨我国行为金融问题,行为金融投资策略才能在我国有用武之地。

【参考文献】

[1] 阳建伟,蒋馥.行为金融:理论、模型与实践[J].上海经济研究,2001,(4).

[2] 杨胜刚.金融噪声交易理论对传统金融理论的挑战[J].经济动态,2001,(5).

(上接第29页)

徐康宁、施海洋(2002)用普通最小二乘法,以1979年—1997年的年平均汇率,分别与同期、滞后一年和滞后二年的外贸出口额拟合三个一元线性回归模型,并分别求三个模型的拟合优度和F检验值。得出三个回归模型都能通过常规的统计检验,其中滞后一年的模型是最优的,其可信度最大,即滞后一年的出口额与人民币汇率的相关性最强,这说明认为人民币贬值对中国外贸出口的影响的时滞大约为一年是合理的。

通过对以上学者们的研究成果的分析,在弹性分析方面由于选取的样本区间不同,使用的参数有所差别,采用的研究角度和方法也不尽相同,使得结论大相径庭。从时间上看,他们分别研究了我国70年代、80年代和90年代的情况,比较结论可知,随着时间的推移,中国对外贸易价格弹性是在逐步增大的,这与我国经济不断发展、对外开放力度不断加强的宏观经济基本情况是相适应的。

【参考文献】

[1] Heike, W. I., and P. Hoopes, The U.S. Deficit in the 1980s: An Empirical analysis. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, 1987.

[2] Moffett, M.H. The J-curve Revisited: An Empirical Examination of the United States. Journal of International Money and Finance. 1989, 8(3).

[3] 张明.人民币贬值与我国贸易收支的关系研究—关于国际收支弹性理论的实证分析[J].金融教学与研究,2001,(1).

[4] 任兆璋,宁忠忠.人民币实际汇率与贸易收支实证分析[J].现代财经,2004,(11).

[5] 徐璋勇,刘彤安,樊正棠.对我国汇率变动与进出口贸易增长关系的实证分析[J].西北大学学报(哲学社会科学版),1999,(4).