

货币政策公告对人民币汇率的影响研究

——基于汇率预期和投资者行为视角

金成晓 孙萌晨

[摘要] 本文通过高频利率意外和股价意外的协同关系识别货币政策公告发布的政策冲击和信息冲击,研究货币政策公告发布对人民币汇率的影响。研究发现:货币政策公告的紧缩性政策冲击和信息冲击均会推动人民币汇率贬值,“8.11 汇改”前后人民币汇率对政策冲击的响应方向均为贬值,对信息冲击的响应方向由升值转为贬值。影响机制分析表明,政策冲击和信息冲击会通过积累汇率贬值预期和引发投资者关注行为两个渠道影响人民币汇率贬值。

[关键词] 货币政策公告;人民币汇率;汇率预期;投资者行为

[文章编号] 1009 - 9190 (2023)08 - 0014 - 11 [JEL 分类号] E52;F31 [文献标志码] A

DOI:10.16529/j.cnki.11-4613/f.2023.08.002

Research on Impact of Monetary Policy Announcement on RMB Exchange Rate

——From Perspectives of Exchange Rate Expectation and Investor Behavior

JIN Cheng-xiao SUN Meng-chen

[Abstract] This paper identifies the policy shocks and information shocks of monetary policy announcements through the synergistic relationship between high-frequency interest rate surprises and stock price surprises, and studies the impact of monetary policy announcements on the RMB exchange rate. The results show that both the tightening policy shocks and information shocks of monetary policy announcements promote the depreciation of the RMB exchange rate. Before and after the “8.11 Exchange Rate Reform”, the response direction of the RMB exchange rate to policy shocks is depreciation, and the response direction to information shocks has shifted from appreciation to depreciation. The analysis of the impact mechanism indicates that policy shocks and information shocks affect the depreciation of the RMB exchange rate through two channels: accumulating expectations of exchange rate depreciation and triggering investor attention behavior.

[Key words] monetary policy announcement; RMB exchange rate; exchange rate expectation; investor behavior

一、引言

随着中国资本市场开放程度的提高,国内外市场联系更加紧密,国际金融市场不确定性加剧等一系列外部风险对中国经济系统产生一定冲击。汇率在缓冲国际市场冲击、保障中国经济平稳方面发挥着重要作用,深化汇率市场改革、保持汇率在合理均衡区间的稳定是有效降低国际金融风险、全面推进“双循环”发展格局的重要保障。受美联储持续加息,美元指数持续走高的影响,2022年9月15日,离岸人民币对美元汇率贬值至7.0133,这是继2019年8月和2020年1月以来三年内的第三次“破7”,引发市场投资者强烈关注。同时,中国央行于2022年9月15日下调外汇存款准备金率两个百分点,9月28日将远期售汇业务的外汇风险准备金率上调至20%,旨在向外汇市场传递积极信号,稳定市场汇率预期,缓解贬值压力。

[作者简介] 金成晓,吉林大学数量经济研究中心教授、博士生导师;孙萌晨(通讯作者),吉林大学商学与管理学院博士生(长春,130012),E-mail:sunmcjlu@163.com。

[基金项目] 国家自然科学基金项目“中国金融周期的波动特征、形成机理及其与经济周期的动态关联机制研究”(71873056);教育部规划基金项目“基于状态识别与工具协调的货币政策与宏观审慎政策双支柱调控框架研究”(19YJA790036)。

随着货币政策透明度的提升,多种形式的央行沟通逐渐成为引导市场预期的重要货币政策工具。除直接汇率沟通外,中国人民银行定期发布货币政策公告和货币政策执行报告,其中包含重要的金融数据信息和系统性的前瞻性指引,这将直接更新投资者赖以决策的信息集,改变市场投资行为。Jarociński 和 Karadi (2020)认为,货币政策公告发布同时产生信息冲击和政策冲击两种冲击,对经济基本面产生不同影响。随着人民币汇率市场化改革的推进,人民币对美元汇率双向波动态势显著,市场因素在汇率定价中起决定性作用,货币政策公告的发布对外汇市场的影响不容小觑。本文主要提出以下问题:人民币汇率对货币政策公告信息冲击和政策冲击的响应是否不同?2015年8月央行调整中间价报价机制,“8.11 汇改”前后人民币汇率的反应是否有显著差异?货币政策公告对人民币汇率的影响机制是什么?

本文首先以高频事件研究法为建模基础,根据货币政策公告日前后利率与股价的协同关系,对二者的高频变化施加符号限制,将货币政策公告冲击分离为政策冲击和信息冲击,进一步研究人民币汇率对两种冲击的响应差异。其次,本文分别通过改变公告类型、更换股价意外代理变量、更换人民币汇率代理变量等方式进行稳健性检验。最后,本文在理论分析的基础上通过实证结果验证汇率预期和投资者行为两个影响渠道的有效性。本文的边际贡献主要包括以下几点:首先是研究视角的创新,与聚焦公告内容和跨国溢出效应的研究不同,本文从货币政策公告发布事件的视角出发,将高频数据与低频数据相结合,探究信息冲击和政策冲击对人民币汇率的差异化影响;其次是与人民币汇率中间价历史发展脉络相结合,充分考虑“8.11 汇率改革”后市场供求关系对人民币汇率中间价的影响,对汇改前后货币政策公告事件的汇率效应进行对比分析;最后,本文创新性地从离岸市场汇率预期、投资者关注以及情绪角度分析货币政策公告发布对人民币汇率的影响机制,强调整体汇率预期和个体投资者行为的作用。

二、文献综述

现有与货币政策公告相关的文献主要可以分为三部分。一是货币政策公告的溢出效应,即通过事件研究法分析一国货币政策公告的发布对其他国家资产价格的跨国溢出效应。Albagli 等(2019)验证了 FOMC (联邦公开市场委员会)公告对 24 个发达国家和新兴市场经济体的债券市场溢出效应。针对美国货币政策公告对中国的溢出效应,已有学者从信息渠道(陈晓莉、刘春紫,2019)、资产组合渠道(陈雷等,2022)分析美国货币政策公告发布对中国国债收益率的影响。二是从央行沟通的视角出发,以公告内容为基础,通过文本分析法构建指数,进一步分析央行沟通指数对其他宏观经济变量的影响。Hansen 和 McMahon (2016)对央行沟通中前瞻性指引和现有经济状况信息进行指数化后,通过 FAVAR 模型分析其对宏观经济的影响。姜富伟等(2021)发现央行沟通的文本情绪正向冲击股票市场收益率,而文本相似度对股票市场波动性有负效应。张一帆等(2022)发现沟通语调变动和高文本相似度有利于降低国债市场波动。三是公告效应研究,通过公告发布前后窗口期内的市场反应探究资产价格是否会产生预公告溢价。Mueller 等(2017)研究发现由于货币政策不确定性的增加,FOMC 公告日做空美元、做多其他货币的超额回报更高。现有中国市场研究已证实股票价格(贾盾等,2019)、人民币对美元汇率(范小云等,2021)存在预公告溢价效应。

央行相对于投资者具备关于产出或当前商业周期状态的优势信息,公告发布有利于投资者获取更多信息,信息集的更新会加速投资者行为和公众预期的改变,进而对资本市场价格形成影响。货币政策公告作为央行沟通的重要组成成分,可以捕捉政策行动和政策沟通中的意外成分(Gürkaynak, et al., 2005),其发布对外汇市场的作用存在异质性。Mueller 等(2017)发现 FOMC 公告日导致外币对美元汇率的预期超额收益增加。Nakamura 和 Steinsson (2018)认为与传统货币政策渠道相反,美联储加息公告导致人们对经济基本面的乐观情绪增加,信息效应会导致货币紧缩后预期产出增长,且考虑信息效应的菲利普斯曲线斜率更加陡峭。Gürkaynak 等(2021)通过高频事件研究发现,当美联储发布未预期的消息时,美元会贬值,且与大衰退时期的特殊性无关。针对货币政策对人民币汇率的影响,现有研究重点分析沟通内容对汇率的异质性影响,研究方法多为文本分析法。例如:周阳和李雪蓉(2020)认为紧缩货币政策取向的前瞻性指引表明未来货币供应量会下降,国内利率会上升,导致国内外市场对人民币需求的增加,进一步推动人民币升值。丁剑平和刘璐

(2020)通过研究市场预期外的偏差对宏观经济新闻进行衡量,发现新增人民币贷款规模和 M_2 当月同比增速的公告对在、离岸人民币汇率产生贬值冲击,且货币政策不确定性会弱化新闻敏感性。

通过文献梳理可以发现,现有关于货币政策公告对宏观经济影响的研究多集中于跨国溢出效应及股票、债券市场,对人民币汇率的相关研究多集中于央行沟通内容视角,公告发布冲击汇率的文献往往与 FOMC 公告相关,对中国货币政策公告发布影响的研究较少。且现有文献多关注币值的升贬,较少聚焦公告发布引发汇率变动背后的影响机制。基于已有文献,本文从货币政策公告对汇率变动的冲击出发,进一步分析该结果的传导渠道,为提升预期管理效果提供实证经验。

三、理论分析

未预期到的紧缩性货币政策冲击可以由利率意外表示,利率冲击与汇率之间的关系根据非抛补利率平价可得式(1):

$$1+i_t=(1+i_t^*)\frac{e_{t+1}}{e_t} \quad (1)$$

其中 i_t 表示本国利率, i_t^* 表示国外利率, e_t 表示汇率。理论上当本国提高利率产生正利差时,出于套利动机资本流向本国,本币升值。但由于交易成本、风险溢价和粘性价格等因素,只有当国内外利差达到门槛值才会符合非抛补利率平价公式,产生促进本币升值的效果(Craigheada, et al., 2010)。

由于信息不对称,人民币汇率不仅受货币政策公告发布的政策影响,当投资者在分析货币政策公告后将更新其信息集并据此进行决策,因此人民币汇率还会受到货币政策公告发布的信息冲击的影响。一方面,当货币政策公告表现出紧缩性货币政策冲击时,说明当前经济过热,央行传达经济利好消息并收紧货币政策(Jarociński and Karadi, 2020),对人民币汇率产生支撑作用。另一方面,紧缩性货币政策导向会传递降低未来投资、压缩需求的利空信息,对资产价格产生下行压力,不利于人民币汇率升值。2015年8月11日央行调整中间价报价机制,强调市场因素在汇率定价中的决定性作用,人民币汇率双向波动增强,汇改前后公开市场信息对人民币汇率影响可能存在差异。基于上述分析,本文提出假说1。

H1: 货币政策公告发布会对人民币汇率产生影响,且在汇改前后存在差异。

短期人民币汇率走势主要受市场供求关系、汇率预期、央行政策等因素的影响,其中汇率预期反映了市场对影响汇率走势的现有宏观经济基本面信息的判断和预测,将影响汇率水平。江春等(2018)采用 NARDL 模型分析人民币汇率动态变化的成因,结果显示,相比于息差、产出缺口差等宏观经济变量,汇率预期的影响最为重要,由于央行干预的存在,其正向波动在短期助推汇率升值,长期引发汇率贬值。

央行预期引导包括《货币政策执行报告》等文本型的书面沟通和行长采访等形式的口头沟通,可以降低市场预期的不确定性。朱宁等(2016)认为央行书面沟通传递的信息更为准确,能有效影响汇率预期,平抑汇率波动,紧缩政策导向的信息会导致人民币汇率降低。定期发布的货币政策公告是央行书面沟通的主要组成部分,有利于降低央行与市场参与者之间的信息不对称程度,提升货币政策透明度,从而实现对公众预期的有效引导,及时释放预期积累形成的市场压力,防止市场出现非理性适应性预期,降低汇率出现单边升值或者贬值的风险,平抑市场汇率剧烈波动。本文认为,存在货币政策公告对汇率预期进行有效引导从而调控汇率水平保持基本稳定的影响渠道。因此本文提出假说2。

H2: 货币政策公告发布事件会通过汇率预期渠道对人民币汇率产生影响。

从外汇市场中套利、套汇行为的存在可以看出投资者行为对汇率变动影响深远,司登奎等(2019)将投资者情绪纳入汇率变动成因分析中,发现乐观情绪助推人民币汇率短期升值,悲观情绪长期效应较显著且存在时变特征。现有研究从行为金融学出发,认为投资者关注程度能够表征交易行为,对资产价格产生影响。Yuan(2015)通过道琼斯指数记录事件和头版新闻事件研究市场关注度对股票市场交易量及价格的影响,发现高度关注会导致个体投资者异常抛售行为,降低股票市场价格水平。

货币政策公告包含重要信息,会影响投资者行为。公告宣布能使消费者获知央行决策内容,影响消费者

信心和信念(Lamla and Vinogradov, 2019)。其次,公告能够降低投资者获取宏观基本面信息和未来政策走向信息的成本,提高信息的准确度和权威性,降低投资者的认知偏差,减少市场噪音,从而防止投资者非理性决策的集中出现。张博等(2021)认为货币政策信息对投资者决策有明显影响,货币政策环境直接传达信号或间接通过市场投资价值影响投资者情绪。理论上,存在货币政策公告发布影响投资者关注或情绪,进而更新投资者决策依赖的公开信息集,从而对人民币汇率产生冲击这一传导渠道,因此本文提出假说3。

H3: 货币政策公告发布事件会通过投资者行为渠道对人民币汇率产生影响。

四、研究设计

(一)模型构建

VAR模型的简化形式如式(2):

$$Y_t = c + \sum_{p=1}^p A^p Y_{t-p} + u_t, u_t \sim N(0, \Sigma) \quad (2)$$

其中 Y_t 是内生变量向量, $Y_t = (m_t, y_t)'$, y_t 为 t 月宏观经济变量向量, m_t 为高频金融变量向量。 c 为常数向量, A^p 为滞后 p 阶的系数矩阵, u_t 为残差向量,服从高斯分布。相对于 y_t , 高频变量 m_t 相当于外生变量,具有零均值且不依赖于 m_t 和 y_t 的滞后,本文将系数矩阵和常数向量中的相应系数设定为 0。为防止参数的过度拟合,假设随机游走过程可以近似描述宏观经济时间序列的变动,模型系数先验概率服从独立正态逆威沙特分布, $p(A, \Sigma) = p(A)p(\Sigma)$, 共轭先验为

$$p(\Sigma | S, v) = IW(S, v) \quad (3)$$

$$p(\beta | A, Q) = N(b, Q) \quad (4)$$

$$\beta = \text{vec}(A) \quad (5)$$

IW 为逆威沙特分布, N 为正态分布, S 为主对角线元素为 σ_i^2 的对角矩阵, σ_i^2 是变量 i 具有 p 阶滞后的自回归中的标准误差,设置逆威沙特分布的自由度 $v = k + 2$ 使 Σ 先验均值存在, $A = (c_y, A_{ym}^1, A_{yy}^1, \dots, A_{ym}^p)'$, 实证分析中对上述 VAR 模型使用基于贝叶斯估计的 Gibbs 抽样方法估计参数,迭代 10 000 次,将前 2 000 次作为预烧舍弃,之后每四次迭代保存一次。

(二)冲击识别

货币政策会通过直接影响股票折现价值或间接影响不确定程度对股价进行调节,本文通过公告日前后股价的变动识别冲击。王少林等(2015)运用 FAVAR-BL 模型对利率和真实股票指数的同期关系进行测算,结果显示前者非预期地上升 100 基点,后者下降 8%。陈浪南和刘劲松(2018)通过 TVP-FAVAR 模型对资产价格受利率冲击的时变特征进行研究,结果显示上证综指当期收益率受正向利率冲击而下降。上述文献研究结果表明利率正向变动会引起股价的下降,即二者为负向联动关系。样本区间内高频变量 m_t 的散点分布图如图 1 所示,横纵轴分别表示利率意外和股价意外,其中有 55.68% 的样本数据点位于第一、三象限,利率意外和股价意外存在同期的正向协同关系。与标准模型预测结果不符可能是源于市场噪声,也可能源于信息冲击。

为识别货币政策冲击和信息冲击,本文根据 Jarociński 和 Karadi(2020)的做法对货币政策公告的影响施加符号约束,具体的符号约束规则如表 1 所示。在紧缩性货币政策冲击的情况下,将利率意外的反应限定为正值,理论上利率升高会减少未来股息贴现,降低股票价值,因此将股价意外的反应限制为负值。对于信息冲击来说,虽然紧缩性货币政策的利

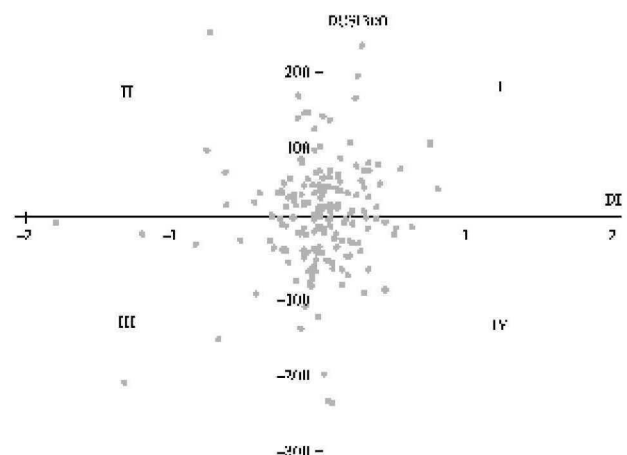


图 1 高频变量 m_t 散点分布

率意外仍为正值,但公告中的信息给股票市场传递积极的预期信号,导致股价指数持续走高,因此将股价意外的反应限定为正值。对模型中的其他低频变量不施加符号约束。

(三)变量选取及数据来源

广义货币供应量 M_2 是重要的货币政策中介目

标,货币性新闻对人民币汇率的影响较强(朱孟楠、闫帅,2018)。中国人民银行每月发布金融统计数据报告(M_2 公告),公布货币供应量余额、增速以及其他相关金融数据,本文通过 M_2 公告发布时间前后货币政策意外与股价意外的协同关系进行冲击识别。 M_2 公告时间数据来自于 WIND 的全球经济日历数据库,数据起始于 2010 年 1 月,通过对中国人民银行官网的数据解读进行手动整理,将样本区间扩展至 2007M2-2022M5,共包含 184 个 M_2 公告发布日。央行按季度发布的货币政策执行报告日期数据由中国人民银行官网手动整理而得,样本区间为 2007Q1-2022Q2,与 M_2 公告样本区间保持一致,共包含 62 个公告发布日。模型中包含的经济变量如下,数据均来源于 WIND 数据库。

高频变量 m_t : (1)利率意外(DI),由于未预期的货币政策可用市场利率的变动来表征,基于数据可得性,参考熊海芳和王志强(2012)对货币政策意外的衡量,本文选取货币政策公告发布日前后 1 个交易日的 7 日银行间同业拆借加权利率的变动表示货币政策意外。(2)股价意外(DCSI300),本文旨在观察股票市场在货币政策公告日前后的整体性变动,出于对股市数据代表性的考虑,选取以流动性和规模为标准的沪深 300 指数在货币政策公告发布日前后 1 个交易日的变动衡量股票市场的反应,并用覆盖沪深证券交易所全部 A 股股票的万得全 A 指数做稳健性检验。

低频变量 y_t : (1)人民币汇率。我们选取人民币对美元中间价月度平均值(EX)衡量人民币名义汇率。稳健性分析包含更换汇率变量,选取人民币名义有效汇率指数表示人民币名义汇率,数值增大表示人民币升值。(2)其他经济变量。参考张成思和计兴辰(2019)的研究,货币市场和股票市场的代理变量分别是广义货币供应量 M_2 增长率(M_2)和沪深 300 指数的月度收益率(CSI300)。由于 M_2 公告每月发布,GDP 数据按季度发布,出于对数据频度一致性的考量,参考既有文献一般处理方法,产出和价格分别采用月度工业增加值同比增长率(IAV)和 CPI 同比增长率(CPI)衡量。

表 2 为 y_t 变量的描述性统计结果,前三列分别显示各变量的 ADF 检验、PP 检验和 KPSS 检验统计量,综合三种单位根检验结果,说明各时间序列均是平稳过程,可以排除伪回归的可能性,满足 VAR 模型建立要求。各变量峰度值均高于正态分布的峰度值,呈现“尖峰厚尾”特征,工业增加值同比增长率在样本区间内的波动程度最大。

表 2 描述性统计

序列	ADF	PP	KPSS	均值	标准差	最小值	最大值	峰度	偏度
CPI	-2.046 8**	-2.870 2*	0.051 4	2.600 8	1.967 9	-1.800 0	8.700 0	3.898 2	0.707 4
EX	-3.250 5***	-3.000 7**	0.087 8	6.638 0	0.375 9	6.104 3	7.754 6	3.474 8	0.751 6
IAV	-6.679 4***	-6.909 4***	0.097 2	9.364 7	6.578 9	-25.870 0	52.340 0	15.988 8	0.949 9
CSI300	-12.346 2***	-12.573 0***	0.030 1	0.002 9	0.083 2	-0.299 1	0.246 3	4.937 1	-0.505 2
M_2	-13.859 2***	-13.954 4***	0.071 0	0.010 7	0.010 2	-0.012 8	0.046 1	3.893 2	0.657 5

注: ADF、PP、KPSS 分别表示扩展的 Dickey-Fuller 检验统计量、Phillips-Perron 检验统计量和 KPSS 检验统计量, *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的显著性水平拒绝原假设,其中 ADF 检验和 PP 检验的原假设为存在单位根, KPSS 检验的原假设为时间序列平稳。

五、实证分析

(一)人民币汇率对政策冲击和信息冲击的响应

本文首先基于带有符号限制的 VAR 模型探讨货币政策公告的政策冲击与信息冲击对人民币汇率中间

表 1 符号约束

	利率	股价指数	低频变量
货币政策冲击	+	-	×
信息冲击	+	+	×

注: +、-、× 分别表示对变量正向约束、负向约束和无约束。

价的影响,脉冲响应结果如图 2 所示,实线表示均值脉冲响应结果,虚线部分表示 68% 的置信区间。宏观经济变量对两种冲击的响应产生较大差异,这说明 M_2 公告存在信息冲击,将产生与政策冲击不同的结果。前两列图分别反映了利率意外与股价意外的负、正协同关系,体现出识别冲击的符号限制。

根据非抛补套利理论,资本倾向于流向高利率国家套利,导致该国货币升值,因此当中国提高利率直至产生相对于美国的正利差并超过一定阈值时,人民币对美元汇率会升值,否则为贬值或零效应。图 2 上半部分为货币政策公告政策冲击结果,汇率对一个标准差的正向政策冲击正向响应,即人民币受紧缩性政策冲击后贬值,冲击当期响应幅度较小,贬值幅度随时间推移先增大,在第 4 期达到最大值,后逐渐收敛至稳态。结合理论分析,公告的政策冲击所提高的利率并没有产生明显的中美利差,受资本管制等因素的影响,套利空间不足以吸引资本跨国流动,反而引起汇率的贬值效应。通货膨胀对政策冲击呈现负响应,第 9 期抑制程度达到最大 (-0.054),紧缩性政策冲击能有效抑制通货膨胀,具有一定程度的逆周期调控效果。紧缩性政策冲击对产出、货币供应量均有显著负向影响,股价收益率当期出现负响应,正向利率冲击会刺激储蓄,引起市场货币流通量减少,抑制消费和投资,进而导致利空股票市场和产出降低。

图 2 下半部分为信息冲击的脉冲响应结果。人民币汇率中间价对一个标准差紧缩性信息冲击存在正向响应,冲击方向和当期出现响应与政策冲击脉冲响应结果保持一致,持续时间及强度均小于政策冲击的结果,紧缩性公告产生的未来政策导向为压缩需求,减少投资,对人民币产生下行压力,经济过热收紧货币政策从而提振投资者对现有经济环境信心的信息效应未发挥作用。通货膨胀对信息冲击的响应显著为正,在 12 期达到最大值 0.084,公告的信息效应在调控通胀方面发挥作用,相当于传递正需求侧冲击,不利于在经济过热时逆周期调控通胀,从响应强度来看,信息冲击已抵消政策冲击对通货膨胀的抑制效果。由脉冲响应结果可知,信息冲击对实际产出和货币供应量的影响并不显著,Hansen 和 McMahon(2016)也指出 FOMC 沟通对实际经济变量的影响不强,这可能是因为货币政策公告属于央行书面沟通的一部分,其对产出的影响效果存在一定的局限性,例如隋建利和刘碧莹(2023)发现“利率政策”主题的口头渠道沟通能够促进产出增长,而相关主题的书面沟通渠道不存在信息效应。紧缩性信息冲击对股价收益率有显著正向影响,未预期的紧缩性货币政策能提高投资者对当前经济发展的信心,符合经济过热时央行传达利好消息并收紧货币政策的情况,这与 Jarociński 和 Karadi(2020)关于股价指数的研究结果一致。

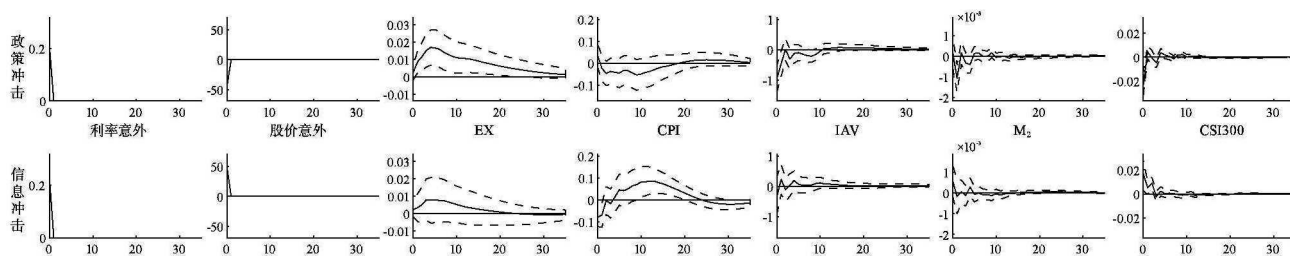
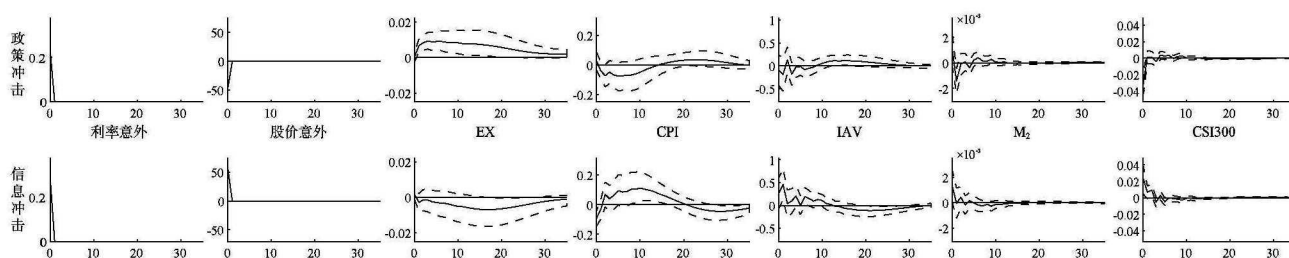
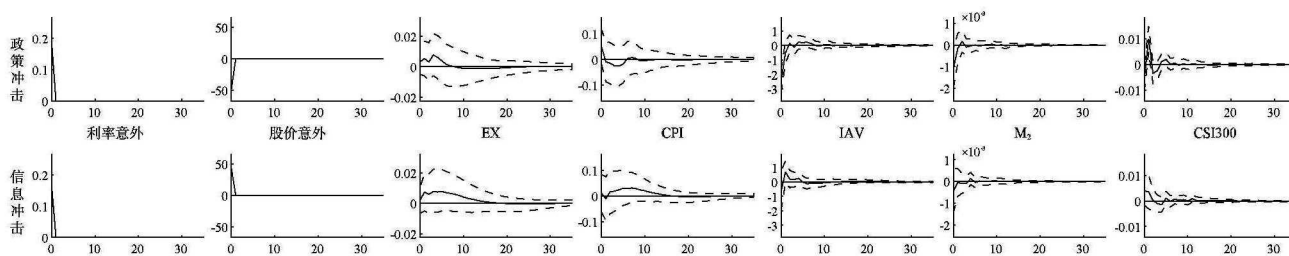


图 2 M_2 公告的脉冲响应结果

(二)“8.11 汇率改革”的影响

“8.11 汇改”后人民币对美元汇率中间价报价机制有所改变,央行结束常态式干预,汇率双向波动态势显著,有利于释放预期积累压力,市场因素在人民币对美元中间价决定机制中发挥重大作用,因此有必要以“8.11 汇改”为样本分割点,检验人民币汇率对 M_2 公告的政策冲击和信息冲击的响应是否存在差异。图 3 和图 4 分别报告了汇改前、后人民币汇率对公告冲击的脉冲响应结果。

由图 3 可知,汇改前人民币汇率受紧缩性政策冲击迅速出现显著贬值,在第 3 期达到最大值且持续保持多期高位响应,贬值幅度与全样本差距不大,但响应更及时。不同的是,人民币汇率受一个单位标准差的紧缩性信息冲击后升值,该升值响应显著滞后于政策冲击后的贬值响应。这说明信息效应在汇改前样本中的有效性,紧缩性货币政策公告传达了国内宏观经济层面的积极信息,提振市场信心,有助于产生人民币升值预期或降低贬值预期,进而促使人民币升值, M_2 公告的信息效应发挥作用。这与周阳和李雪蓉(2020)的

图3 汇改前 M_2 公告的脉冲响应结果图4 汇改后 M_2 公告的脉冲响应结果

研究结果相似,即紧缩的前瞻性指引预示国内利率升高,对人民币的需求增加,有助于人民币升值。其次,汇改前央行对人民币汇率施行有管理的升值,在市场层面容易形成较为显著的升值预期。汇改前 M_2 公告冲击对通货膨胀、股市收益率的影响与全样本没有明显差异,产出受政策冲击存在先负向后正向的脉冲响应,受信息冲击存在先正向后负向的响应,第2期受信息冲击的脉冲响应几乎达到0.5,体现 M_2 公告中当前经济基本面积极信息短期提振经济的作用。

汇改后人民币汇率的脉冲响应结果如图4所示,汇率对紧缩性政策冲击和信息冲击均产生贬值响应,响应幅度及响应时期远小于全样本脉冲结果,汇改后市场因素在对美元汇率中间价的决定机制中占有重要作用,定期发布的 M_2 公告冲击力度减小,紧缩性公告的未来政策导向产生减少投资的利空信息,大量市场参与者选择规避风险,对人民币汇率形成贬值压力,现有宏观积极信息不足以支撑汇率升值,信息效应失效。从政策冲击和信息冲击的对比来看,汇改后汇率对政策冲击的响应呈现短期“超调”特征,信息冲击的影响更为持久,双重贬值效应叠加,人民币对美元汇率将会出现显著贬值。

(三)稳健性分析

为证实货币政策公告对人民币汇率冲击的稳健性,本文分别从股价意外代理变量、货币政策公告的类型以及人民币汇率代理变量三个方面对基准分析结果进行补充说明。

1. m_t 变量——更换股价意外代理变量

基准分析中,本文使用沪深300指数的变动充当识别冲击的股价意外,沪深300指数包含规模大、流动性好的300只证券,主要体现指数的代表性。现从全面性出发,选取覆盖沪深交易所全部A股的万得全A指数的变动识别政策冲击和信息冲击,脉冲响应结果如图5所示,人民币汇率对政策冲击和信息冲击的响应与基准分析主要研究结果基本保持一致,高频股价意外的更改不会影响本文基准研究结果。

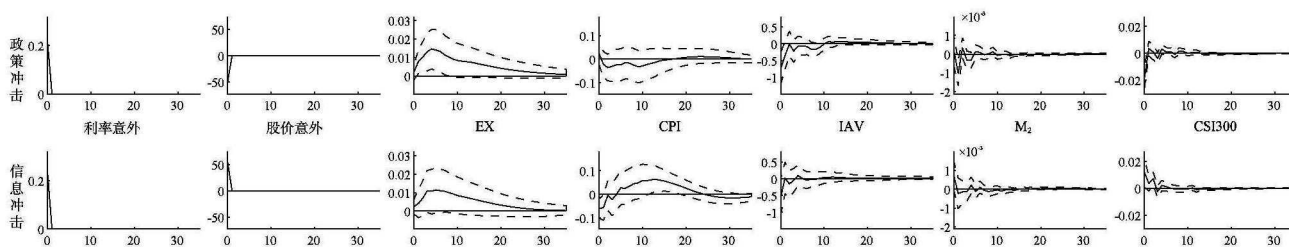


图5 更换股价代理变量的脉冲响应结果

2. 公告类型——货币政策执行报告

相比于每月发布的 M_2 公告，中国人民银行每季度发布的货币政策执行报告中除包含经济指标和历史回顾，更重要的是包含未来经济展望和下一阶段主要政策方向等前瞻性指引，对未来货币政策走向的信息披露更加明确和全面，对市场参与者的影响更为重要，国内已有多篇文献通过货币政策执行报告构建指数量化央行沟通，研究其对汇率或汇率预期的影响。本部分选取货币政策执行报告作为事件研究的基准，将 m_t 设定为执行报告公布日前后一个交易日的利率变动和股价变动，重新对公告冲击进行识别，并进一步分析其对人民币汇率产生的影响。出于对数据频度一致性的考量，其余宏观经济变量均取季度均值^①。货币政策执行报告的脉冲响应结果如图 6 所示，首先从政策冲击来看，对短期汇率的影响与 M_2 公告冲击的结果在脉冲响应方向上保持一致，汇率在当期对紧缩性政策冲击的响应达到 0.04，这说明货币政策执行报告的发布对人民币汇率的影响极大，远大于 M_2 公告形成的冲击，引发剧烈的贬值效应。与前文不同的是，7 期后汇率转为微弱的负向响应，货币政策执行报告中的紧缩性政策实施发挥应有的效果，长期汇率受其影响产生微小升值。信息冲击的结果显示，汇率受一单位信息冲击影响产生贬值响应，响应值达到 0.009 5，响应方向与响应强度均与 M_2 公告结果类似，信息冲击对汇率的影响在 4 期之后基本为 0，与基准分析相比影响时间较短。上述结果说明，货币政策公告频度及具体形式的改变不会影响汇率对公告冲击的响应方向。

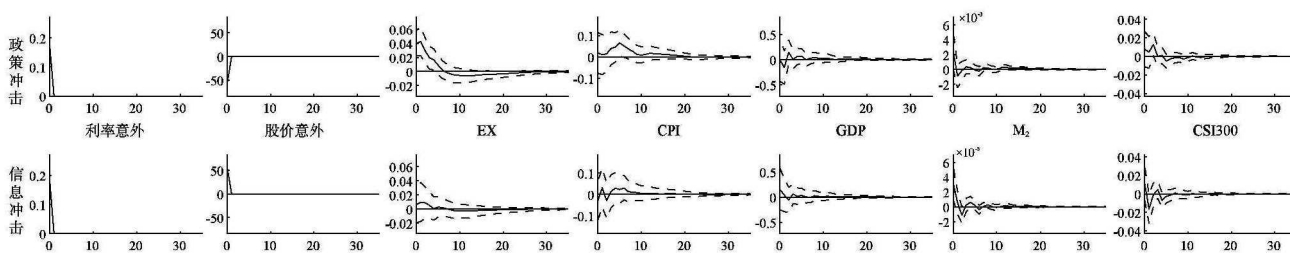


图 6 货币政策执行报告的脉冲响应结果

3. 人民币汇率代理变量——人民币名义有效汇率指数

将人民币名义有效汇率指数作为人民币对美元汇率中间价的替代变量进行分析，图 7 的脉冲响应结果显示，人民币汇率对政策冲击和信息冲击的响应与基准分析的结果基本一致，均为贬值效应。这表明人民币汇率代理变量的改变对本文模型估计结果没有影响，可证明前文研究结果的稳健性。

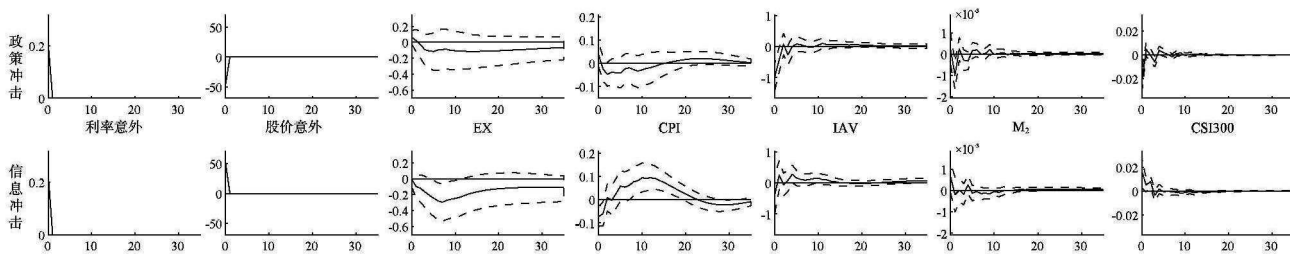


图 7 人民币名义有效汇率指数的脉冲响应结果

六、机制分析

前文基准分析表明，人民币汇率对货币政策公告造成的紧缩性政策冲击产生正向响应，对紧缩性信息冲击的响应在汇改前后存在显著差异，本文将进一步分析货币政策公告对人民币汇率的影响机制。

(一) 汇率预期渠道

货币政策公告是央行沟通的一种重要形式，理论上能够及时传递央行政策意图，对投资者的预期进行

^① 由于数据频度为季度数据，产出用 GDP 季度同比增长率衡量。

合意引导,有利于平抑人民币波动。由于资本管制程度、市场环境的不同,离岸市场交易更加活跃,因此本文从离岸市场角度分析汇率预期对货币政策公告的响应结果。本文参考杨荣海和杜林丰(2021)对汇率预期的设定,采用1年期人民币无本金交割远期外汇交易(NDF)表示离岸市场对人民币汇率的预期^①。

离岸市场汇率预期对货币政策公告冲击的响应如图8所示,其中给定一个单位正向政策冲击后,汇率预期立即出现正向响应,远大于汇率水平对政策冲击的当期微弱响应。在第4期贬值幅度达到最大值,即当货币政策公告存在收缩迹象时,对离岸市场产生一定的贬值压力,投资者的汇率贬值预期逐步积累。信息冲击对离岸市场的汇率预期存在正向影响,第6期贬值幅度达到最大值0.0086单位,整体影响程度小于政策冲击,离岸市场汇率预期受政策冲击和信息冲击的双重贬值影响,影响时期较持久。汇率预期对人民币汇率水平的脉冲响应结果如图10所示,一个单位标准差的正向NDF冲击会助推人民币汇率贬值,贬值效应先增大后减小。货币政策公告紧缩性冲击会通过离岸市场汇率预期施加贬值压力进而影响汇率水平,汇率预期起到汇率贬值“放大器”的作用,可以说明汇率预期影响机制的有效性。

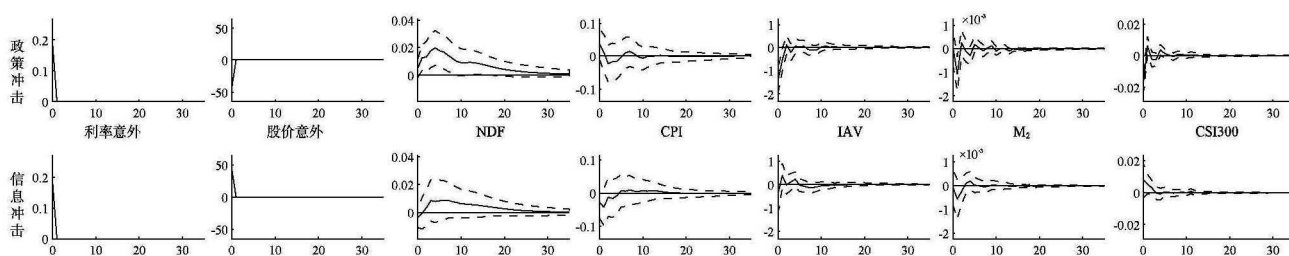


图8 离岸市场汇率预期的脉冲响应结果

(二) 投资者行为渠道

货币政策公告能够提高投资者关注,影响投资者情绪,从而对投资者决策产生冲击,最终影响资本市场价格。在行为金融学框架下,占据较大比例的个体投资者由于自身能力限制,存在有限关注现象,其主动关注的信息预示着投资行为的改变。随着互联网技术的发展,个体投资者通过网络引擎进行信息获取愈发普遍。Goddard等(2015)从公开信息和交易量角度论证谷歌搜索指数是衡量外汇市场投资者信息需求的良好指标。本文基于搜索引擎构建的人民币汇率搜索指数可以体现个体投资者对汇率相关信息获取的主动性和关注程度,投资者关注也能反映一定程度的投资者情绪(张学勇、吴雨玲,2018)。参考谷宇和刘敏(2020)对个体投资者关注及情绪的刻画,本文提取百度指数网站中“人民币汇率”在PC端和移动端的总搜索量,构建能够反映外汇市场投资者主动信息获取的月度人民币汇率搜索指数(SVI)^②。由于投资者关注与投资者情绪关联度极高,本文通过人民币汇率搜索指数体现投资者关注和情绪的变化。

人民币汇率搜索指数的脉冲响应结果如图9所示。政策冲击和信息冲击均会正向推动人民币汇率搜索

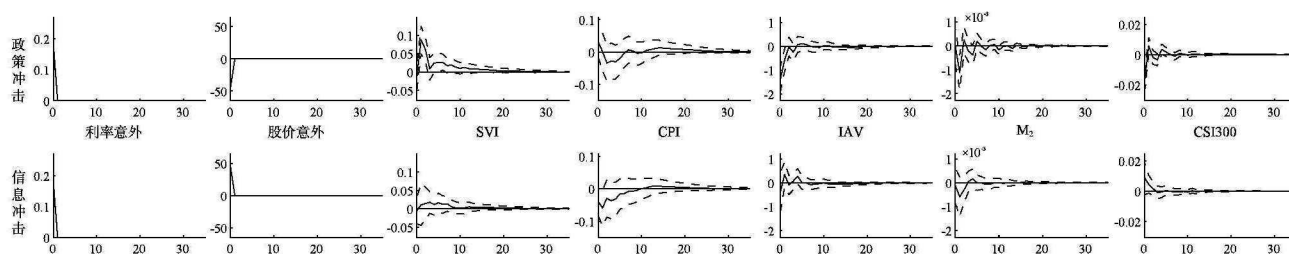


图9 人民币汇率搜索指数的脉冲响应分析

① 由于百度指数中的人民币汇率搜索指数起始于2011年1月,为使两个影响机制分析结果具备横向可比性,保持数据区间的一致性,汇率预期数据区间为2011M1-2022M5。

② 出于对数据量纲的考虑,本文对“人民币汇率”在PC端和移动端的总搜索量求月度均值,并取对数。

指数的提高,其中投资者情绪对政策冲击产生强烈正向响应,在第1期上涨0.087单位,这说明当货币政策公告发布后,短期内投资者会主动积极地获取市场即时信息,及时关注货币政策公告内容,搜索指数大幅上涨。其次,该正向冲击衰减较慢,理性投资者会根据新的信息集调整决策内容,并引发后续长时间对人民币汇率的关注。SVI对人民币汇率的冲击如图10所示,一个标准差的正向SVI冲击会使人民币汇率贬值0.04左右,最大贬值幅度出现于第6期,人民币汇率搜索指数的提高会对汇率水平产生滞后的贬值影响,货币政策公告发布后,立即引起投资者的主动关注,并在之后几期根据新的信息集以投资收益最大化为原则不断更新投资行为,引起汇率水平的变动。个体投资者在公告发布后提高对人民币汇率的关注程度,根据公告内容适时调整投资行为,对人民币汇率产生贬值影响,证明前文分析中投资者行为渠道的有效性。

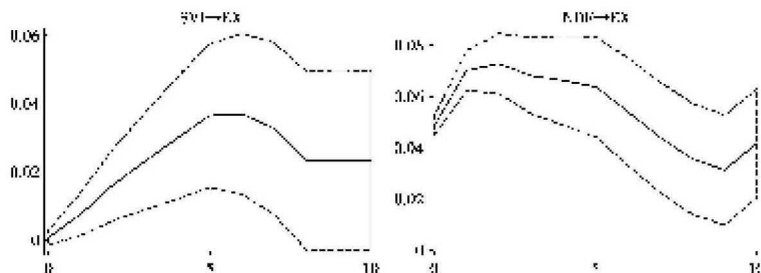


图10 汇率对汇率预期和人民币汇率搜索指数的脉冲响应

七、结论与启示

本文根据利率意外与股价意外的联动关系,将货币政策公告冲击分离为政策冲击和信息冲击,分析其对人民币汇率的影响。研究表明:首先,由于正向利率冲击并未使中美利差达到阈值,紧缩性公告传递压缩投资的信息,货币政策公告的紧缩性政策冲击与信息冲击均会使人民币对美元汇率产生贬值效应。其次,“8.11 汇改”前后人民币汇率对信息冲击的响应方向发生改变。汇改前,货币政策公告传递现有经济基本面持续向好的潜在信息,提振投资者信心,对人民币汇率产生升值效果;汇改后,货币政策公告的信息冲击更多地传达未来紧缩性宏观调控的压缩需求和投资的政策导向,对人民币汇率施加贬值压力。最后,机制分析表明,货币政策公告的紧缩性冲击会提高人民币汇率搜索指数,对人民币汇率预期产生正向冲击,二者的正向变动会引起人民币对美元汇率的显著贬值效应,且投资者行为对汇率水平的影响具有一定程度的滞后效应,证明了汇率预期与投资者行为两条传导渠道的有效性。

根据研究结论,本文从公告事件和汇率波动出发,提出以下建议:

首先, M_2 公告披露广义货币供应量及其增长率,属于数量型货币政策调控中间指标,该公告发布会从政策层面和信息层面对人民币汇率产生贬值冲击,而价格型调控工具的变动频率更高,市场投资者可以实时接收信息,能够平抑未预期到的信息冲击造成的市场波动,因此要继续推进货币政策调控框架由数量型向价格型转变,推行稳健的货币政策。其次,个体投资者的关注和情绪易受货币政策公告影响,且对人民币汇率有传导效果,央行在发布公告时应考虑个体投资者非理性和有限关注的特点,清晰准确地传达政策信息,从而实现噪声交易的减少和外汇市场的稳定。最后,本文结果显示汇率预期在货币政策公告对人民币汇率的影响中发挥渠道作用,汇率预期的波动会引起人民币汇率的即时变动,因此央行应加强汇率沟通,降低央行与投资者之间的信息不对称程度,重视预期管理,从口头沟通和书面沟通两方面积极引导外汇市场汇率预期,使其产生合意变动,缓解公告发布对人民币汇率的贬值效应,有利于保持汇率基本稳定。□

〔参考文献〕

- 陈浪南、刘劲松,2018. 货币政策冲击对股票市场价格泡沫影响的时变分析. 统计研究,(8):39-47.
 陈雷、张哲、陈平,2022. 美国货币政策公告对中国国债收益率曲线的溢出效应. 国际金融研究,(3):23-34.
 陈晓莉、刘春紫,2019. 美国货币政策对中国债券市场的信息溢出效应研究. 山东大学学报(哲学社会科学版),(6):114-125.
 丁剑平、刘璐,2020. 中国货币政策不确定性和宏观经济新闻的人民币汇率效应. 财贸经济,(5):19-34.
 范小云、张潇、王博,2021. 货币政策公告、不确定性与人民币汇率变动. 世界经济研究,(9):3-14+134.
 谷宇、刘敏,2020. 个体投资者视角下汇率沟通对人民币汇率预期的影响研究——基于个体投资者“关注”及“情绪”渠道的分析. 经济科学,(5):32-44.

- 贾盾、孙溪、郭瑞,2019. 货币政策公告、政策不确定性及股票市场的预公告溢价效应——来自中国市场的证据. 金融研究,(7): 76-95.
- 江春、司登奎、李小林,2018. 泰勒规则、股价波动与人民币汇率动态决定. 国际金融研究,(1):65-74.
- 姜富伟、胡逸驰、黄楠,2021. 央行货币政策报告文本信息、宏观经济与股票市场. 金融研究,(6):95-113.
- 司登奎、李小林、江春、葛新宇,2019. 投资者情绪、股价与汇率变动的非线性联动效应研究. 国际金融研究,(7):66-75.
- 隋建利、刘碧莹,2023. 央行沟通的叙事传导:情绪与主题的信息效应. 财贸经济,(2):55-57.
- 王少林、林建浩、杨燊荣,2015. 中国货币政策与股票市场互动关系的测算——基于FAVAR-BL方法的分析. 国际金融研究,(5):15-25.
- 熊海芳、王志强,2012. 货币政策意外、利率期限结构与通货膨胀预期管理. 世界经济,(6):30-55.
- 杨荣海、杜林丰,2021. 人民币国际化背景下资本账户开放风险测度研究. 国际金融研究,(10):67-77.
- 张博、扈文秀、杨熙安,2021. 投资者情绪生成机理的研究. 中国管理科学,(1):185-195.
- 张成思、计兴辰,2019. 前瞻性货币政策转型与资产价格预期管理效果评估. 国际金融研究,(5):3-12.
- 张学勇、吴雨玲,2018. 基于网络大数据挖掘的实证资产定价研究进展. 经济动态,(6):129-140.
- 张一帆、林建浩、杨扬、邓益萌,2022. 央行沟通、信息冲击与国债市场波动. 系统工程理论与实践,(3):575-590.
- 周阳、李雪蓉,2020. 中央银行的前瞻性指引有效吗——基于人民币汇率市场的实证检验. 经济学家,(12):98-106.
- 朱孟楠、闫帅,2018. 经济新闻的人民币汇率效应. 国际金融研究,(7):78-85.
- 朱宁、许艺煊、邱光辉,2016. 中央银行沟通对人民币汇率波动的影响. 金融研究,(11):32-46.
- Albagli, E., Ceballos, L., and Claro, S., 2019. Channels of US monetary policy spillovers to international bond markets. *Journal of Financial Economics*, (12):447-473.
- Craigheada, W.D., George, K.D., and Norman, C.M., 2010. Interest differentials and extreme support for uncovered interest rate parity. *International Review of Economics and Finance*, 19(4):723-732.
- Goddard, J., Kita, A., and Wang, Q.W., 2015. Investor attention and FX market volatility. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38:79-96.
- Gürkaynak, R.S., Kara, A.H., Kısacıkoglu, B., and Lee, S.S., 2021. Monetary policy surprises and exchange rate behavior. *Journal of International Economics*, 130:103-443.
- Gürkaynak, R.S., Sack, B., and Swanson, E.T., 2005. Do actions speak louder than words? The response of asset prices to monetary policy actions and statements. *International Journal of Central Banking*, 1:55-93.
- Hansen, S., and McMahon, M., 2016. Shocking language: understanding the macroeconomic effects of central bank communication. *Journal of International Economics*, 99(1):114-133.
- Jarociński, M., and Karadi, P., 2020. Deconstructing monetary policy surprises—the role of information shocks. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 12(2):1-43.
- Lamla, M.J., and Vinogradov, D.V., 2019. Central bank announcements: big news for little people?. *Journal of Monetary Economics*, 108:21-38.
- Mueller, P., Salehi, A., and Vedolin, A., 2017. Exchange rates and monetary policy uncertainty. *The Journal of Finance*, 72(3):1213-1252.
- Nakamura, E., and Steinsson, J., 2018. High-frequency identification of monetary non-neutrality: the information effect. *The Quarterly Journal of Economics*, 133(3):1283-1330.
- Yuan, Y., 2015. Market-wide attention, trading, and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 116(3):548-564.

(责任编辑:皓 玥 校对:MY)