

美联储货币政策公告后 股市与利率真的负向波动么？

方正证券研究所证券研究报告

专题研究

宏观研究

2020.06.08

首席分析师： 杨仁文
执业证书编号： S1220514060006
E-mail: yangrenwen@foundersc.com

联系人： 党崇钰
E-mail: dangchongyu@foundersc.com

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

引言：本文为海外文献专题，原文为：Jarociński, Marek, and Peter Karadi. "Deconstructing monetary policy surprises—the role of information shocks." *American Economic Journal: Macroeconomics* 12.2 (2020): 1–43.

摘要：原文解读与推荐理由-1994 年之后美联储开始在政策公告中伴随有关于经济前景的观点陈述，所以美联储公告中的货币政策和对经济前景的描述可能未必方向一致，进而导致股票和利率的联动性在方向上可能与直觉不符。以超预期加息为例，正常的逻辑是利率升、股市跌（折现率上升同时预期股息下滑），但是如果美联储对经济前景乐观，则可能利率升、股市涨。以超预期降息为例，正常的逻辑是利率降、股市涨，但如果美联储认为经济继续疲软，则可能利率降、股市跌。也就是说，将美联储公告中的货币政策冲击与判断经济前景的信息冲击这两种冲击相互剥离后，可以解释一些谜团。所以央行信息沟通是有效的，如果考虑在中国的应用场景，目前中国人民银行在调整 MLF 利率和 LPR 时并未有关于经济前景的描述，如果中国人民银行效仿美联储在公布货币政策的同时对经济前景进行评估，将会增加人行与市场沟通的有效性并且将影响金融市场的高频资产价格。

风险提示：本报告基于相关文献，不构成投资建议。由于原文较长，本报告只翻译原文概述，欲了解详细信息请阅读原文。

本文为海外文献专题，原文为：Jarociński, Marek, and Peter Karadi. "Deconstructing monetary policy surprises—the role of information shocks." *American Economic Journal: Macroeconomics* 12.2 (2020): 1–43.

一. 原文解读与推荐原因

1994 年之后美联储开始在政策公告中伴随有关于经济前景的观点陈述，所以美联储公告中的货币政策和对经济前景的描述可能未必方向一致，进而导致股票和利率的联动性在方向上可能与直觉不符。以超预期加息为例，正常的逻辑是利率升、股市跌（折现率上升同时预期股息下滑），但是如果美联储对经济前景乐观，则可能利率升、股市涨。以超预期降息为例，正常的逻辑是利率降、股市涨，但如果美联储认为经济继续疲软，则可能利率降、股市跌。也就是说，将美联储公告中的货币政策冲击与判断经济前景的信息冲击这两种冲击相互剥离后，可以解释一些谜团。所以央行信息沟通是有效的，如果考虑在中国的应用场景，目前中国人民银行在调整 MLF 利率和 LPR 时并未有关于经济前景的描述，如果中国人民银行效仿美联储在公布货币政策的同时对经济前景进行评估，将会增加人行与市场沟通的有效性并且将影响金融市场的高频资产价格。

二. 原文第一部分：概述与相关文献（原文 1-5 页）

货币非中性的程度是宏观经济学的经典问题 (Christiano, Eichenbaum, and Evans 2005)。为了度量政策的因果效应，研究者需要控制政策内生所回应的经济基本面变动。央行公告可以帮助克服这一识别挑战。央行公告提供了分离政策中非预期波动的机会，所以可被应用于评估货币政策对实际经济活动与价格水平的影响 (Gertler and Karadi 2015; Nakamura and Steinsson 2018)。但是，这些公告不仅包含了政策信息，也包含了央行对经济前景的评估。本文中作者研究这些评估中的超预期（即央行信息冲击）是否有客观的宏观经济影响。如果影响存在，这种影响就提供了关于央行交流重要性的证据，同时也意味着漠视这些冲击会导致货币非中性的有偏度量。

考虑一个启发性的例子。2001 年 3 月 20 日，美联储公开市场委员会 (FOMC) 宣布降低联邦基金利率的幅度比市场预期多达 50 个基点。标普 500 股票指数并未如标准理论所预期的那样上涨，反而在公告前后 30 分钟窗口内大幅下挫。这个例子并未是唯一一个：1990 年以来大约三分之一的 FOMC 公告都伴随着利率和股市变化的同向波动。这个观察结论并不奇怪，如果我们注意到 FOMC 公告相关的陈述中强调在可预见的未来存在“需求和生产可能保持疲软的很大风险”。作者认为这种悲观的交流挫伤了股票的估值，尽管政策宽松超预期。本文中作者将央行政策变化引发的波动与央行信息交流引发的波动相剥离，并且评估这些变化对资产价格和宏观经济的影响。

作者提出通过分析政策公告期间较短时间窗口内的利率和股票价格的高频联动性将货币政策冲击与同时发生的央行信息冲击相剥离。这种联动性是具有信息价值的，因为标准的理论对政策变化后的联动性的方向（正向或者负向）并没有清晰的预测。根据各种模型的结果显示，单纯的紧缩型货币政策会导致股市低估值。原因很简单：未来股息的现值会下降，一是因为折现率的增加，二是因为预期股息会随着紧缩政策带来的前景恶化而下滑。所以作者通过利率与股价变化的负

向联动性来定义一个货币政策冲击。如果，相反的，如果利率与股价同向波动，作者认为其为政策伴随的信息冲击。通过这种方法，作者用市场价格来学习央行公告中的信号含义，而这些对计量经济学家而言很难用其他方面轻易获得。

作者使用贝叶斯结构化向量自回归 (Bayesian SVAR) 研究政策冲击和央行信息冲击的动态影响。在作者基于美国数据的基准模型中，作者用反应高频金融市场超预期的变量来补充标准月度数据 (利率、价格水平、经济活动以及金融指标)。这个方法接近于代理 VAR (Stock and Watson 2012; Mertens and Ravn 2013)，通过使用高频利率超预期作为外部工具变量定义货币政策冲击 (Gertler and Karadi 2015)。本文的贡献是对多元的高频超预期采用符号限制并且识别多元的同步冲击。特别地，作者使用 3 月期联邦基金期货来衡量短端利率的预期变化，并用标普 500 指数衡量 FOMC 公告前后 30 分钟窗口内的股票估值变化。作者假设短期时间窗口内只有货币政策冲击和央行信息冲击这两个结构性冲击会系统性影响金融市场的超预期。

如同上文所解释的，作者通过两种冲击的高频联动性将两种冲击分离，并且最终关键宏观经济变量的动态响应。作者的目的有二。第一，作者意图获得从信息冲击效应中剥离出的货币政策冲击的脉冲响应。这些剥离出的冲击直接与标准模型中的货币政策规则受到的冲击可比。第二，作者意图分析央行信息冲击对金融市场和宏观经济的影响。这解释了央行和公众之间信息转移的存在和本质。

本文主要的实证发现是股票市场在政策公告半小时内的响应方向包含了未来数月经济响应的大量信息。伴随股价下跌的、一次预期之外的利率升高所产生的影响不同于伴随股价上升的、一次预期之外的利率升高所产生的影响。伴随股价下跌的利率上升导致明显的产出收缩和金融条件收紧 (更高的公司债利差)。这看起来类似标准模型中一次货币政策冲击所产生的影响。与未能控制公告中信息内容的货币冲击的标准高频识别 (HFI) 相比的一个关键不同是，作者剥离出的货币政策冲击导致了更为明显的价格水平下降。作者假设信息影响产生的偏差解释了一些相关子样本中价格之谜的存在 (例如 Barakchian and Crowe 2013)。

相反地，一次伴随股价上升的利率上升导致明显的价格水平和实体经济提升，以及金融条件的改善。作者称这个冲击为央行信息冲击。值得提到的是，尽管利率非预期提高，许多其他变量的响应与它们对货币政策冲击的响应相反。这就排除了央行信息沟通的无效性。如果股价对央行沟通无反应，并在公告后仅因随机噪音而变化，作者所定义的对负向和正向联动性冲击的响应就不会有系统性差别。作者认为观测到的响应与央行释放的关于现在和未来需求条件以及收紧政策来抵消其对宏观经济影响的私有信息相一致。

作者对欧元区采用相同的识别方法，并且观察结论相似，所以作者的观点并不仅仅适用于美国。作者首先建立了一个关于欧央行 (ECB) 政策公告的高频超预期数据库。作者基于买卖报价估计了欧洲货币互换利率的高频响应。作者发现近乎一半的欧央行政策公告都伴随股价和利率的同向联动，而这一数字在美国仅占三分之一。这与本文样本期内欧央行比美联储更加透明的交流政策相一致。接着，作者应用与美国研究相同的 VAR 模型。在欧元区，作者的识别很关键，因为标准的 HFI 导致了一个未解之谜：货币条件收紧后，金融条件明显改善，这与标准理论相冲突。在作者的识别下，这个谜消失殆尽。货币政策紧缩导致产出收缩、价格水平下跌、以及金融条件的不显著响应。央行

信息冲击导致产出增加，某种程度上更高的价格水平，显著的金融条件改善，以及对冲性的货币政策紧缩，与美国类似。

作者通过具有名义刚性和金融摩擦 (Gertler and Karadi 2011) 的新凯恩斯模型的视角评估结果的量化重要性。作者通过将货币政策冲击的脉冲响应与美国的 VAR 模型相匹配来估计模型的核心参数。作者发现剥离央行信息冲击的影响很重要：价格水平响应越灵活、单纯货币政策冲击下的公司债利差响应越大，则货币政策传导中金融摩擦相对名义刚性的重要性越强。模型同时建议央行关于金融市场形势的交流与央行信息冲击的总的影响保持一致。

相关文献-本文对评估重要货币政策公告期间高频金融市场超预期对资产价格 (Kuttner 2001; Gürkaynak, Sack, and Swanson 2005a; Bernanke and Kuttner 2005) 以及宏观经济 (Campbell et al. 2012; Gertler and Karadi 2015; Paul 2019; Nakamura and Steinsson 2018; Corsetti, Duarte, and Mann 2018) 的影响的大量研究有所贡献。类似于经典方法 (Bernanke and Blinder 1992; Christiano, Eichenbaum, and Evans 1996)，相关文献通过识别货币政策的非预期变化来评估政策的因果影响。但是，政策公告与央行关于经济前景的交流是系统性同时发生。只要这类交流改变了私人部门关于宏观经济和利率的预期，它的出现就可能导致估计的货币政策影响产生偏差。本文的贡献是使用多元高频变量以把货币政策冲击从央行信息冲击中剥离并追踪他们对金融变量和宏观经济的动态影响。

本文也与评估央行与公众之间关于经济信息不对称程度的实证研究文献相关。Romer and Romer (2000) 证明了在形成预测方面美联储 (FRB) 人员比公众处理公开可得信息更有效率。进一步，公众可以用 FOMC 的政策行动去学习这些预测。Barakchian and Crowe (2013) 和 Campbell et al. (2017) 确认了这一发现。本文间接检验了私有信息暴露的存在。作者识别与货币政策冲击同时影响经济的信息冲击。作者发现随后的经济行为与央行揭示的私有信息 (平均来说的确实实现了) 相一致。

本文也补充了那些试图量化央行信息暴露对预期和宏观经济影响的近期研究。不同于使用从分析公告语言所创造的私有信息的近似估计 (Hansen and McMahon 2016) 或从美联储人员与私人部门的预测差别所构造的私有信息的近似估计 (Campbell et al. 2017; Miranda-Agrippino 2016; Lakdawala and Schaffer 2019; Miranda-Agrippino and Ricco 2017)，作者的方法使用市场的信息加工能力并从利率和股市超预期的高频联动中识别央行信息冲击。我们追踪了预期和过去宏观经济变量的动态影响，作为 VAR 框架下对这些冲击的响应。本文与 Andrade and Ferroni (2016) 以及 Kerssenfischer (2019) 紧密相关，两者的研究作者近期都曾探索过。这些文章专注于欧元区的分析。与作者类似，这些文章使用符号限制与高频金融数据以分开识别信息和政策冲击。与本文不同的是，Andrade and Ferroni (2016) 集中于欧元区的预期指引冲击，并且他们使用了平衡通胀率与利率的联动性以区分这些冲击。尤其是本文证明了平衡利率所揭示出的信息已经包含在作者的识别之中，对平衡利率增加符号限制并不会从实质上改变本文的结果。Kerssenfischer (2019) 的结果基于不同的数据和计量方法，与本文的欧元区结果一致，所以这些结果可以交叉验证。本文的结果也与 Cieslak and Schrimpf (2019) 的事件分析一致。与本文类似，Cieslak and Schrimpf (2019) 基于利率和股价的高频联动性来区分货币和非货币冲击。Cieslak and Schrimpf (2019) 也确认了非货币新闻的重要性。与本文不同的是，Cieslak and

Schrimpf (2019)的聚焦是这些冲击的高频金融市场影响，它的时间变化，以及跨国异质性。

Nakamura and Steinsson (2018)和Melosi (2017)说明了央行关于经济基本面的私有信息可以帮助他们的结构化模型拟合数据。不同于这些文章，本文将央行对经济基本面的交流作为一个附加的机制，通过这个机制，央行可以独立于利率设定而潜在影响预期。本文的实证结果确认了这一点，尤其是1994年之后美联储开始在政策公告中伴随有关于经济前景观点的陈述。作为同Nakamura and Steinsson (2018)的进一步对比，本文使用了VAR去追踪通胀的动态响应。而Nakamura and Steinsson (2018)采用事件研究回归来探讨市场通胀预期的同步响应。本文的证据可以得出与Nakamura and Steinsson (2018)某种程度上不同的结论。一方面，然而本文发现央行信息冲击可以解释货币政策超预期中不可忽略的一部分。另一方面，本文的证据建议适度的名义粘性可以解释货币政策冲击的动态响应。而Nakamura and Steinsson (2018)发现了基于通胀预期的同步响应的高名义粘性。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com