

汇率沟通、实际干预对人民币汇率与汇率预期的影响*

黄 宪, 付英俊

(武汉大学经济与管理学院, 湖北 武汉 430072)

内容提要:本文在分析汇率沟通、实际干预影响汇率机理的基础上,运用2005年7月—2014年12月间的相关数据,实证研究了汇率沟通、实际干预和货币政策操作对人民币汇率及汇率预期的影响。实证结果表明,口头汇率沟通、实际干预对人民币汇率和汇率预期的水平变动均产生合意的影响,实际干预对汇率的效力强于口头汇率沟通,而口头汇率沟通对汇率预期的效力强于实际干预。口头汇率沟通降低了人民币汇率和汇率预期的波动,实际干预却加剧了人民币汇率和汇率预期的波动。书面汇率沟通对人民币汇率和汇率预期的水平变动与波动率均无显著影响。数量型货币政策和价格型货币政策操作对人民币汇率和汇率预期均有着显著影响。进一步发现,随着人民币汇率市场化程度的提高,口头汇率沟通、实际干预对人民币汇率和汇率预期的影响显著增强。人民币单边预期会弱化口头汇率沟通、实际干预的效力,而双向预期的形成有利于增强口头汇率沟通、实际干预的有效性。口头汇率沟通的时滞较短,作用持续时间较长。央行应加强汇率沟通在管理人民币汇率和汇率预期中的重要作用,不断提高人民币汇率市场化程度,并应当关注货币政策操作的影响。

关键词:汇率沟通;实际干预;人民币汇率;汇率预期

中图分类号:F830 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2017)02—0181—14

一、引言

2005年7月,我国进行人民币汇率制度改革,开始实行以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制。汇率改革以来,人民币汇率的波动幅度不断扩大,人民币中间价的形成机制日益完善,市场化程度不断提高,人民币汇率相比以往更加反映经济基本面的情况。与此同时,由于受短期资本流动、国际避险情绪、汇率预期等扰动因素影响,人民币汇率相比汇改以前更容易出现汇率超调或异常波动,对金融稳定带来冲击,也给经济带来一些不利影响。如股市震荡、投机加剧、大宗商品价格的大幅调整、生产资源配置效率弱化等。2015年8月11日中国人民银行宣布完善人民币兑美元汇率中间价报价机制,进一步增强人民币汇率形成机制的市场化程度,此举引起外汇市场轩然大波。人民币贬值预期持续发酵,人民币汇率连续大幅下跌,引发跨境短期资本加剧外流。因此,如何引导和管理人民币汇率预期,使人民币汇率保持基本稳定,避免人民币汇率大幅超调或异常波动所引发的金融和经济风险,是当前我国央行所面临的一个重要问题。

为了管理汇率及汇率预期,央行通常采用两种方式:一种是实际干预,是指货币政策当局通过在外汇市场买卖外汇,改变外汇市场供求关系,进而控制本币汇率和管理汇率预期;另一种是汇率沟通,是指货币政策当局通过货币政策公告、货币政策决策会议纪要等书面形式向公众传达对未来汇率走势的观点与看法,

收稿日期:2016-09-23

* 基金项目:教育部哲学社会科学重大课题攻关项目“经济发展新常态下我国货币政策体系建设研究”(15JZD013)。

作者简介:黄宪(1954-),男,湖北武汉人,教授,经济学博士,研究方向为货币理论与政策、金融中介与风险管理,E-mail:hxian@whu.edu.cn;付英俊(1985-),男,湖北黄冈人,金融学博士研究生,研究方向为货币理论与政策,E-mail:fuyingjun985@163.com。通讯作者:付英俊。

或者在公开场合和媒体上,陈述其对汇率未来走势的观点与看法,进而影响市场参与者对汇率的预期和汇率的变化。实际干预由于时滞较长而制约了其干预效果,并有可能因时间不一致问题对实体经济产生负向的作用,同时,经常性的实际干预不利于公众形成稳定的汇率预期,可能加剧外汇市场波动。与此相对,汇率沟通的传导时滞比较短,实施成本也比较低。在过去的20多年里,许多国家的汇率政策发生了根本性地转变。这些国家中央银行积极主动与外汇市场主体进行沟通,表达政策立场并对未来汇率走势进行预测,通过预期管理使得外汇市场主体行为朝着中央银行希望的方向发展。诸如美国、欧盟等货币政策当局纷纷使用汇率沟通来管理外汇市场,而放弃了实际干预工具的使用。而日本货币政策当局虽然没有放弃外汇市场的实际干预,但在2004年开始就经常性的使用汇率沟通工具来干预外汇市场。面对这种汇率政策的转变,国内外关于汇率政策的研究开始逐步从对实际干预的关注上,转向汇率沟通对汇率变动的影响。

汇率沟通有效性的研究文献主要按两条逻辑主线展开:一是以发达国家为研究对象分析汇率沟通能否对汇率水平产生合意的影响。Tivega(2001)最早研究了宏观新闻、汇率沟通对外汇市场的影响,通过建立一个多元的GARCH模型,分析了宏观新闻、汇率沟通对美元与马克和美元与日元汇率的影响,发现汇率沟通对两种汇率有着市场原动力的影响。政治和市场新闻对汇率的影响要大于美国宏观经济发展新闻的影响。Fautm & Hutchison(2002)研究了欧元正式流通后欧洲央行官员的陈述(否定过去及未来干预的陈述和支持过去及未来干预的陈述)对欧元汇率的影响,并研究了传闻性的干预和据报道的干预对欧元汇率的影响。研究发现,否定干预的陈述和质疑干预效率的陈述对欧元的汇率水平有着负的影响。Fratzscher(2004)研究了1990—2003年期间G3经济体(美国、欧元区、日本)货币政策当局的汇率沟通、实际干预对汇率的影响。研究表明,外汇市场的实际干预增加了汇率的波动率,而汇率沟通减少了汇率波动率并使汇率朝着合意的方向变动。基于相同的G3经济体,Fratzscher(2006,2008)分析了G3经济体货币政策当局的汇率沟通 and 实际干预对外汇市场是否有着动态的影响。研究结果显示,在当期和中长期,口头沟通和实际干预都能使汇率水平朝着合意的方向变动。Jansen & Haan(2005)的研究结果与Fratzscher相反,他们通过研究欧洲央行官员陈述对欧元兑美元汇率的动态影响发现,欧洲央行的汇率沟通增强了汇率的波动率,而对汇率的水平值影响较小。还发现正向陈述和负向陈述对汇率有着非对称的影响。与上述研究不同的是,Beine等(2009)研究了实际干预之后的汇率沟通对外汇市场的影响。他们把汇率沟通作为实际干预的一种补充工具而不是替代工具。研究发现,关于澄清和解释当前实际干预的汇率沟通对汇率的水平 and 波动率有着显著的边际影响,建议货币政策当局应继续使用实际干预工具并使用汇率沟通工具来解释和说明实际干预的性质和目的。Shun Sakaa & Fumiko Takeda(2013)基于日元兑美元汇率数据,运用事件研究法分析了汇率沟通对汇率波动的影响。发现当货币政策当局对当前的汇率有着明确的基调时,市场参与者对货币政策当局的汇率沟通更加信任,而且市场参与者更加信任那些实际执行汇率政策的发言人。Dewachter等(2014)研究了货币当局的沟通对欧元兑美元汇率波动的日内影响,研究发现,货币当局倾向于在外汇市场不确定性较高,汇率波动剧烈时进行汇率沟通,欧元兑美元汇率异常波动大部分来自欧元区货币当局的沟通而非美国货币当局。二是以发展中国家为研究对象,研究了发展中国家货币当局的汇率沟通对汇率波动的影响。Goyal & Arora(2010)研究了印度央行的汇率沟通,发现汇率沟通可以减少印度外汇市场的噪音,使汇率朝着合意的方向变动并降低汇率的波动率;Egert & Kocenda(2013)研究发现,在金融危机前(2004—2007)汇率沟通对捷克、匈牙利、波兰三国汇率的影响不显著,而在金融危机中(2008—2009)汇率沟通对三国汇率的影响是显著的。

相比国外学者的研究,国内学者的研究仍大都集中在实际干预对汇率波动的影响上(郭田勇、陈佳,2006;干杏娣等,2007;黄志刚、陈晓杰,2010;盛斌等,2010),少数文献从实证检验角度探讨了汇率沟通对汇率变动的影响。李云峰、李仲飞(2010)评估了汇率沟通在人民币汇率变动中的效力,经验结果表明,相比实际干预,汇率沟通时滞短,效力强,能使汇率朝着货币当局合意的方向变动,是汇率市场有效的政策工具;王自锋等(2015)研究发现,汇率沟通虽未影响人民币汇率走势,但却显著提高了人民币汇率波动程度,当货币当局有较高的信誉或汇率波动程度较高时,汇率沟通有效性更强;谷宇、王轶群等(2016)研究认为,我国央

行的汇率沟通具有有效性,能对人民币汇率水平产生合意影响并增加其波动性。

已有的国内外关于汇率沟通的研究文献,在研究对象上主要以发达国家为主,如美国、日本、欧元区等,对发展中国家汇率沟通的研究较少。在研究方法上,大量学者选用 EGARCH 模型来研究,少数学者运用事件研究法进行分析。本文采用 EGARCH 模型对我国央行的汇率沟通对汇率和汇率预期的影响进行了实证研究,并试图在以下四个方面做出贡献:(1)以往研究主要集中在汇率沟通对汇率的当期影响,而鲜有文献考虑汇率沟通对汇率预期的影响。汇率预期是影响汇率的重要因素之一,本文使用 NDF 变量衡量人民币汇率预期,检验了汇率沟通对汇率预期的影响。(2)对于汇率沟通,已有的研究只关注口头沟通而忽视书面沟通,本文将书面沟通也纳入汇率沟通研究范畴,对汇率沟通的测度更加全面,获取的沟通信息更加完整。(3)根据汇率决定理论,一国货币政策对本国汇率变动有着不可忽视的影响,因此,本文对 EGARCH 模型进行扩展,引入货币政策虚拟变量,分析了货币政策操作是否会对人民币汇率和汇率预期产生影响及影响程度。(4)通过比较分析,考察了汇率市场化程度和汇率预期的变化对汇率沟通效应和实际干预效应带来的可能影响。

二、机理分析和实证模型的建立

1. 汇率沟通、实际干预影响汇率的机理

根据汇率决定理论,实际干预对汇率的影响主要通过两种渠道:第一,货币当局通过在外汇市场买入或者卖出外汇,改变外汇供求进而影响外汇价格即汇率水平;第二,实际干预自身含有反映货币政策意图的信号,通过这种信号影响外汇市场参与者的汇率预期,进而影响市场汇率。汇率沟通主要通过释放政策信号进行预期管理,从而影响汇率预期和汇率。Mussa(1981)最早提出了汇率的信号渠道,他研究认为,货币当局在外汇市场上的冲销干预,能够向市场参与者传达关于未来的干预政策、货币政策信息以及宏观经济基本面的信息,进而改变市场参与者的汇率预期;Fratzcher(2008)在前人研究基础上,基于资产定价分析框架,从理论上分析了汇率信号渠道。汇率作为一种资产价格,同其他资产价格一样,可以通过资产定价模型来确定。在资产定价模型中, t 时刻汇率的对数值 S_t 表示外汇市场参与者对未来经济基本面预期的贴现值。即为模型(1):

$$S_t = (1 - \theta) \sum_{i=0}^{\infty} \theta^i E_t(f_{t+i} | \Omega_t) \quad (1)$$

式中, θ 表示贴现因子; Ω_t 表示在 t 时期市场参与者所获得的公开信息,既包括宏观经济基本面信息,也包括货币政策信息和央行外汇市场干预信息等; f_{t+i} 表示未来经济基本面。市场参与者通过所获得的公开信息对未来经济基本面进行判断和预测,调整对未来的预期进而改变其在外汇市场的交易行为,最终影响当期汇率水平。模型(1)静态描述了信号渠道发挥作用的机理。为了描述汇率信号渠道发挥作用的动态效果,同时,为了分析汇率沟通和实际干预的政策效应,Fratzcher(2008)又引入汇率决定的利率平价模型,对模型(1)进行动态扩展,得到汇率信号渠道的动态模型:

$$\Delta S_{t+1} = (i_t - i_t^* + \rho) + (1 - \theta) \sum_{i=0}^{\infty} \theta^i [E_{t+1}(f_{t+1+i} | \Omega_{t+1}) - E_t(f_{t+1+i} | \Omega_t)] \quad (2)$$

式中, ρ 表示外汇的风险溢价,是外汇市场投资者所获得的超过无风险受益的超额回报,它等于国内外利率差再加上即期汇率变动值的预期 $E[\Delta S_{t+1} - i_t + i_t^*]$; $(i_t - i_t^* + \rho)$ 表示市场参与者对于汇率变动预期到的部分; $(1 - \theta) \sum_{i=0}^{\infty} \theta^i [E_{t+1}(f_{t+1+i} | \Omega_{t+1}) - E_t(f_{t+1+i} | \Omega_t)]$ 表示市场参与者未预期到的部分,它可以认为是: $\Delta S_{t+1} - E_t(f_{t+1+i} | \Omega_t)$ 。表示当关于经济基本面的新的信息被公众获得时导致汇率的变动未预期到的部分,它是汇率信号渠道传导最为关键的部分。通过信号渠道,汇率沟通和实际干预通过发出信号,形成新的信息,直接改变市场参与者对未来基本面的预期,即模型(2)中右边第二项,进而影响当前汇率变化。

综合以上分析,汇率的信号渠道从宏观角度描述的汇率传导机制,实质是一系列宏观经济信息的汇率决定模型。央行在外汇市场上的沟通、实际干预可以向外汇市场传递一种信号,这种信号表明了货币当局在外汇市场上的政策立场以及所希望的未来的汇率走势,并且这种信号会改变外汇市场参与者对未来汇率

走势的预期,进而改变市场参与者在外汇市场上的买卖行为,最终改变市场汇率,使汇率朝着货币当局合意的方向变化。

2. 实证模型的构建

基于以上分析,根据理论动态模型(2),得到汇率沟通、实际干预影响汇率和汇率预期的实证模型:

$$\Delta S_t = \alpha_{10} + \alpha_{11} \Delta S_{t-1} + \alpha_{12} \Delta i_t + \alpha_{13} CF_t + \alpha_{14} IA_t + \alpha_{15} IO_t + \alpha_{16} IB_t + \alpha_{17} D_{1t} + \alpha_{18} D_{2t} + \varepsilon_{1t} \quad (3a)$$

$$\Delta S_t^e = \alpha_{20} + \alpha_{21} \Delta S_{t-1}^e + \alpha_{22} \Delta i_t + \alpha_{23} CF_t + \alpha_{24} IA_t + \alpha_{25} IO_t + \alpha_{26} IB_t + \alpha_{27} D_{1t} + \alpha_{28} D_{2t} + \varepsilon_{2t} \quad (3b)$$

式中, $\varepsilon_t \sim (0, h_t)$ 。模型(3)为汇率和汇率预期变化的均值方程。 ΔS_t 和 ΔS_t^e 分别表示人民币汇率和汇率预期的变动; IA_t 表示外汇市场上的实际干预; IO_t 和 IB_t 分别表示货币当局的口头汇率沟通和书面汇率沟通; Δi_t 和 CF_t 分布表示中美两国的实际利率差和短期跨境资本流动。 D_{1t} 和 D_{2t} 分别表示数量型货币政策和价格型货币政策;虚拟变量 $D_{1t} = 1$ 表示央行调整法定存款准备金率,反之虚拟变量 $D_{1t} = 0$ 表示央行没有进行法定存款准备金率的调整;虚拟变量 $D_{2t} = 1$ 表示央行调整存贷款基准利率,反之虚拟变量 $D_{2t} = 0$ 表示央行没有进行存贷款基准利率的调整。根据虚拟变量 D_{1t} 和 D_{2t} 回归系数大小和显著性,可以判断数量型政策和价格型政策是否会对人民币汇率和汇率预期产生影响。 IA_t 、 IB_t 和 IO_t 为核心的解释变量。汇率收益率的变化通常具有非正态性,负偏态和超峰态的特征,通常采用 GARCH(EGARCH) 模型对其进行修正处理。借鉴 Nelson(1991)、Fratzschler(2008) 等人的做法,本文采用 EGARCH 模型进行实证检验。相比 GARCH 模型,EGARCH 模型的优点是其条件异方差方程中所有的参数没有任何限制,且其条件方差不会出现负的情形。EGARCH 模型的条件方差方程为:

$$\ln(h_{1t}) = \beta_{10} + \beta_{11} \ln(h_{1,t-1}) + \beta_{12} \left| \frac{\varepsilon_{1,t-1}}{h_{1,t-1}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right| + \beta_{13} \frac{\varepsilon_{1,t-1}}{h_{1,t-1}} + \beta_{14} |IA_t| + \beta_{15} |IO_t| + \beta_{16} |IB_t| + \beta_{17} D_{1t} + \beta_{18} D_{2t} \quad (4a)$$

$$\ln(h_{2t}) = \beta_{20} + \beta_{21} \ln(h_{2,t-1}) + \beta_{22} \left| \frac{\varepsilon_{2,t-1}}{h_{2,t-1}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right| + \beta_{23} \frac{\varepsilon_{2,t-1}}{h_{2,t-1}} + \beta_{24} |IA_t| + \beta_{25} |IO_t| + \beta_{26} |IB_t| + \beta_{27} D_{1t} + \beta_{28} D_{2t} \quad (4b)$$

三、变量测度与数据来源

1994年1月,人民币汇率改革实现汇率并轨,并轨后人民币小幅升值,随后至2005年7月间,人民币形成事实上的单一盯住美元制,人民币兑美元汇率相对稳定。此后人民币汇率改为参考一篮子货币调整,人民币兑美元汇率波动幅度加大。因此,本文只选取了2005年7月人民币汇率改革后的数据,样本区间为2005年7月—2014年12月。数据来源于中国人民银行网站、国家外汇管理局网站等相关网站及路透终端。

1. 人民币汇率变动(ΔS)

人民币汇率中间价是即期银行间外汇交易市场和银行挂牌汇价的最重要参考指标。本文选取人民币兑美元汇率的中间价月度均值数据进行分析处理,将中间价的月度均值对数化后进行差分,得到各月人民币汇率的变动值(ΔS)。数据来源于国家外汇管理局网站和中国货币网。

2. 人民币汇率预期变动(ΔS^e)

汇率预期是外汇市场参与者对汇率在未来一段时间内变化趋势的一种判断和预测,并且影响着当前的汇率交易决策。目前,我国资本项目尚未完全可兑换,汇率还处在管制当中,国内远期市场交易受到多种限制,因此,境内人民币远期汇率不能体现人民币汇率的真实预期。而境外人民币无本金交割远期(NDF)汇率因为受到的外汇管制较少、交易活跃和交易规模庞大等特点,成为目前使用较多的衡量人民币汇率预期的变量。同时,NDF汇率也是境内人民币即期汇率和远期汇率报价的重要参考指标。根据本文的研究目的,本文选择1月期的人民币兑美元NDF汇率作为人民币汇率预期的代理变量。把NDF汇率月度平均值取对数进行一阶差分得到各月人民币汇率预期的变动值(ΔS^e)。数据来源于路透终端的报价。

3. 中美两国实际利差(Δi)

选取期限为30日的全国银行间同业拆借利率的月度加权平均值来度量我国的名义利率,数据来源于中国人民银行网站。用30天期限的有效联邦基金利率来度量美国的名义利率,数据来源于美联储网站。通货膨胀率用CPI变化率来衡量,我国的CPI月度数据从国家统计局网站获得,美国的CPI月度数据从美国劳工部网站获得。

4. 短期跨境资本流动(CF)

短期跨境资本流动有多种测算方法,本文借鉴黄志刚、陈晓杰(2010)的方法,外商直接投资增加额、经常项目顺差额与外债增加额三者之和扣除外汇储备增加额得到短期跨境资本流动。本文采用实际使用外资金额的数据衡量外商直接投资增加额,经常项目顺差额用进出口顺差来衡量,将外债净额的月度数据进行一阶差分得到外债增加额,通过对外汇储备净额的数据进行差分得到外汇储备增加额。实际使用外资数据和进出口数据来源于国家商务部网站,外债净额和外汇储备净额的数据从中国人民银行网站获得。

5. 汇率实际干预(IA)

在我国,外汇市场上的实际干预数据不对外公开,该数据不具有可获得性,只能寻找其他替代变量来衡量汇率实际干预。在日本央行没有公开外汇实际干预数据之前,研究外汇实际干预的日本学者(Galati, 1999; Sarno, 2001)都是采用外汇储备的变化量来替代外汇实际干预量。我国的一些学者(郭田勇、陈佳, 2006; 黄志刚、陈晓杰, 2010; 盛斌、吴建涛, 2010)在研究外汇实际干预时,也是采用外汇储备变化量来替代外汇实际干预量。借鉴以上学者的做法,本文采用外汇储备的变化量来衡量我国中央银行在外汇市场上的实际干预力度,该数据从中国人民银行网站获得。

6. 汇率沟通(IO/IB)

如何测量汇率沟通是本文研究的关键,它对实证检验产生直接影响。借鉴Fratzscher(2004, 2006, 2008)的方法对汇率沟通进行测度,该方法的核心是通过判断汇率沟通内容的方向(支持本币升值、支持本币贬值或中性)进而来测度汇率沟通。对于汇率沟通,已有的研究只关注口头沟通,而忽视书面沟通(Fratzscher, 2008; 李云峰等, 2011; 王自峰等, 2015)。为了比较全面地度量汇率沟通,本文将汇率沟通分为书面汇率沟通和口头汇率沟通。为了测度书面汇率沟通,本文先从中国人民银行网站获取货币政策执行报告、货币政策委员会例会记录和中国区域金融市场发展报告,分析报告中关于人民币汇率走势的观点和看法。暗含人民币升值的观点的报告赋值为1,暗含人民币贬值观点的报告赋值为-1,暗含人民币币值稳定观点的报告赋值为0。为了测度口头汇率沟通,首先,本文要尽可能地获得汇率政策制定者关于本国货币汇率的一系列公开言论,包括公开的演讲、采访、新闻发布会等,以确保汇率沟通信息的完整性。我国的汇率政策由中国人民银行来制定,而中国人民银行实行行长负责制,人民银行行长具有极高的权力,被市场称为“人民币先生”,央行行长关于未来货币政策的言论直接预示着未来货币政策的方向与走势。因此,本文主要收集中国人民银行行长周小川在各个不同时期关于人民币汇率的沟通信息。国外学者一般通过彭博、路透等财经资讯终端获得汇率政策制定者关于汇率的言论,由于信息可获得问题,国内学者一般通过在百度和谷歌等搜索引擎上搜寻货币政策制定者在公开场合关于人民币汇率的观点和看法。本文通过在百度搜索引擎上,输入关键词“央行行长周小川+人民币汇率”,获得央行汇率沟通的新闻信息。为了保证获得央行汇率沟通信息的全面,本文再次通过谷歌搜索引擎进行重复搜索。关于同一个央行汇率沟通的新闻信息可能被多家新闻媒体相继报道,收集过程中,对于相同或类似的新闻信息仅采用最早的新闻报道,以免收集到重复的沟通信息。收集到各个时期央行行长关于汇率沟通的新闻报道后,依据央行对人民币汇率变化的意图对这些报道进行细分。-1表示人民币汇率贬值性沟通,+1表示人民币汇率升值性沟通,0表示人民币汇率中性的沟通。但是,在所有央行汇率沟通的新闻报道中,都没有出现明确的人民币汇率升值或贬值的沟通信号,大都释放的是各种模棱两可的沟通信息。所以,在辨别汇率沟通的方向时,除了看央行汇率沟通的新闻报道,还应结合央行汇率沟通时人民币汇率所处的背景进行综合分析。例如,2006年9月,央行行长周小川在世界银行及IMF联合年会论坛上表示,“如果人民币的汇率波动剧烈,这说明我们的波动区间还不够宽。在这

种情况下,为了让货币市场供求关系发挥更大的作用,浮动区间是必然要扩大的”。而此时人民币处在升值压力的背景下,周小川行长的此番言论暗示着未来人民币汇率较大可能性升值。因此,本文把扩大人民币汇率浮动区间,增强人民币汇率弹性的言论赋值为+1,具有削弱本国货币,暗示人民币贬值的言论赋值为-1。当沟通没有表示明确的态度或者表明当前人民币汇率处在合理水平时,赋值为0。央行汇率沟通的统计结果如表1所示。

表1 央行汇率沟通统计

分类	书面沟通次数	占比(%)	口头沟通次数	占比(%)
+1	21	25.00	31	39.74
0	63	75.00	46	58.97
-1	0	0.00	1	1.28
总计	84	100	78	100

资料来源:本文整理

由表1可知,从2005年7月—2014年12月,我国央行共进行162次汇率沟通。其中,书面沟通84次,占比为51.85%,口头沟通78次,占比为48.15%,书面沟通次数略高于口头沟通。我国央行的汇率沟通以中性沟通为主,其次是促进人民币升值的汇率沟通。在84次书面沟通中,中性的汇率沟通占比为75.00%,增强人民币币值的汇率沟通占比为25.00%。在78次口头沟通中,中性的汇率沟通占比为58.97%,增强人民币币值的汇率沟通占比为39.74%,削弱人民币币值的汇率沟通仅占1.28%。为了尽量保证对汇率沟通的客观性,由两人对同一书面报告、新闻报道进行赋值,如果赋值不相同,可以商量后重新赋值。如果还是难以达成一致意见,将剔除改该书面报告或者删除该条新闻报道。得到汇率沟通的赋值数据后,本文采用公式(5)计算每月汇率沟通的信号值:

$$IB_t, IO_t = \sum n_t / N_t \quad (5)$$

式中, n_t 表示在 t 时刻汇率沟通的数值; N_t 表示 t 时期内央行汇率沟通的总次数; IB_t 和 IO_t 分别表示 t 时期内央行书面汇率沟通和口头汇率沟通的信号值。

四、实证结果的分析

根据本文的计量模型(3a)、模型(3b)和模型(4a)、模型(4b),本文可以得到估计结果,如表2所示。对残差序列进行ARCH-LM检验,发现不存在ARCH效应,表明EGARCH模型的设定是合理的。

表2 EGARCH(1,1)模型估计结果

变量	人民币汇率变动(ΔS)	人民币汇率预期变动(ΔS^e)
均值方程	2005.7—2014.12	2005.7—2014.12
AR(1)	0.1719 *** (0.002)	0.2117 *** (0.000)
Δi	0.0004 *** (0.000)	0.0000 (0.275)
CF	-0.0000 ** (0.011)	0.0000 (0.272)
IA	0.0004 *** (0.000)	0.0002 *** (0.004)

变量	人民币汇率变动(ΔS)	人民币汇率预期变动(ΔS^e)
IO	-0.0003* (0.054)	-0.0018*** (0.000)
IB	-0.0001 (0.138)	0.0000 (0.280)
D_1	-0.0022*** (0.000)	-0.0017*** (0.000)
D_2	0.0015*** (0.000)	0.0002 (0.699)
方差方程		
$\beta_{1,20}$	-14.3480*** (0.000)	-1.0933*** (0.000)
$\ln h_{t-1}$	-0.1345 (0.559)	0.8945*** (0.000)
$\left \frac{\varepsilon_{t-1}}{h_{t-1}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right $	0.7470** (0.039)	-0.3916*** (0.000)
$\frac{\varepsilon_{t-1}}{h_{t-1}}$	-0.3507** (0.027)	-0.3433*** (0.000)
IA	0.0006* (0.100)	0.0004*** (0.000)
IO	-0.2969** (0.050)	-0.0370* (0.067)
IB	-0.1392 (0.101)	0.4101 (0.299)
D_1	1.3559*** (0.006)	-0.0205 (0.875)
D_2	-0.5094 (0.310)	0.1967 (0.523)

注:括号内为 p 值;*、**、*** 分别表示该系数估计值在 10%、5% 和 1% 的水平下显著

资料来源:本文整理

从表 2 可以看出,在控制短期跨境资本流动和中美两国实际利差后,央行口头汇率沟通和实际干预都能够有效影响人民币汇率和汇率预期的变动,但书面汇率沟通对人民币汇率和汇率预期的水平值与波动率均无显著影响。在货币政策执行报告、货币政策委员会例会记录等书面沟通中,央行更加偏向于中性的汇率沟通,采取更加稳健的汇率政策取向。这表明,我国央行在官方正式的书面文件中披露有关汇率走势和汇率政策取向信息时,采取非常谨慎的态度。而当外汇市场的交易主体预期到央行书面沟通披露的信息常常较为谨慎和保守时,关于汇率走势和汇率政策取向的书面沟通的可信度会降低,书面汇率沟通效果也会大打折扣。从均值方程来看,央行口头汇率沟通变量对汇率及汇率预期的变化均有显著影响,系数为负,与理

论预期方向一致。表明我国央行口头汇率沟通能够引导汇率和汇率预期朝着合意的方向变动。平均来讲,一次央行口头汇率沟通能够使每月人民币汇率的平均值变化 0.0003%,使每月人民币汇率预期的平均值变化 0.0018%。央行口头汇率沟通对人民币汇率预期的影响大于对人民币汇率的影响。实际干预变量对汇率及汇率预期的变化均有显著影响,系数为正,与预期相符。平均来讲,我国央行在外汇市场实际干预每增加 1 亿美元,可以使人民币汇率贬值 0.0004%,可以使人民币汇率预期贬值 0.0002%。从均值方程中还可看出,货币政策操作对人民币汇率及汇率预期的变化具有显著的有效性。总体上,如果当月存在法定存款准备金率的调整,能够使人民币汇率的平均值变化 0.0022%,使人民币汇率预期的平均值变化 0.0017%。如果当月存在基准存贷款利率的调整,能够使人民币汇率的平均值变化 0.0015%,存贷款基准利率的调整对人民币汇率预期水平的影响却不具有显著性。从条件方差方程来看,实际干预变量的条件方差系数都显著大于 0,表明实际干预会增加人民币汇率和汇率预期的变动,央行口头汇率沟通变量的条件方差系数都显著小于 0,这说明央行口头汇率沟通会降低人民币汇率和汇率预期的变动。平均来讲,我国央行在外汇市场实际干预每增加 1 亿美元,人民币汇率波动幅度扩大 0.0006%,汇率预期波动幅度扩大 0.0004%。央行口头汇率沟通能够降低人民币汇率波动幅度 0.2969%,降低汇率预期的波动幅度 0.0370%。法定存款准备金率的调整能使人民币汇率波动显著增加 1.3559%,但对人民币汇率预期波动的影响不显著。存贷款基准利率的调整对人民币汇率和汇率预期的波动幅度均不存在显著的影响。实证结果表明,我国央行在外汇市场上的实际干预能够有效调节人民币汇率水平和显著影响人民币汇率预期水平,但提高了人民币汇率和汇率预期的波动程度。实际干预不能有效“熨平”人民币汇率的波动,而成为人民币汇率波动加剧的重要原因。央行口头汇率沟通能够引导人民币汇率和汇率预期朝着合意的方向变化并降低两者的波动水平。不论是从汇率波动方向的标准还是从汇率波动性标准判断,我国央行的口头汇率沟通是一种有效的政策工具,能够影响人民币汇率和汇率预期走势,稳定汇率预期,“熨平”汇率波动。数量型货币政策和价格型货币政策操作对人民币汇率和汇率预期的水平变动有着显著影响,央行在引导汇率走势和管理汇率预期时,不能忽视货币政策对汇率和汇率预期的影响。

2005 年 7 月人民币汇率开始实行以市场供求为基础有管理的浮动汇率制度以来,人民币汇率市场化程度不断提高,人民币汇率平稳波动并反映经济基本面。但由于受国际金融危机的影响,在 2008 年 7 月—2010 年 6 月,人民币汇率回归了事实上单一盯住美元的制度,在此期间,人民币兑换美元汇率固定在 1 美元兑换 6.83 元人民币。为了避免这一特殊区间的样本对模型的回归结果带来影响,本文除了对全样本进行回归外,还分别对 2005 年 7 月—2008 年 6 月和 2010 年 7 月—2014 年 12 月的样本区间进行回归。2010 年 6 月,央行宣布将重新继续汇率改革,增强人民币汇率弹性,不断扩大人民币汇率的日波动幅度。因此对 2005 年 7 月—2008 年 6 月和 2010 年 7 月—2014 年 12 月两个子样本区间分别进行回归,不仅可以检验模型的稳健性,还可以分析汇率市场化程度对汇率沟通有效性产生的可能影响。由于在全样本回归中书面沟通变量统计上不显著,因此,在分区间回归中,本文剔除掉书面沟通变量。表 3 显示的是模型在两个子样本区间的回归结果。

表 3 EGARCH(1,1) 模型估计结果

变量	人民币汇率变动(ΔS)		人民币汇率预期变动(ΔS^e)	
	2005.7—2008.6	2010.7—2014.12	2005.7—2008.6	2010.7—2014.12
均值方程				
$AR(1)$	0.0597* (0.063)	0.4049*** (0.000)	0.1795** (0.035)	0.2031*** (0.003)
Δi	0.0000 (0.796)	0.0000 (0.872)	0.0002 (0.3241)	-0.0003 (0.644)
CF	-0.0000* (0.070)	0.0000*** (0.003)	0.0000* (0.082)	0.0000 (0.272)

变量	人民币汇率变动(ΔS)		人民币汇率预期变动(ΔS^e)	
	2005.7—2008.6	2010.7—2014.12	2005.7—2008.6	2010.7—2014.12
均值方程				
IA	0.0001** (0.050)	0.0004*** (0.000)	0.0000 (0.840)	0.0002*** (0.010)
IO	-0.0007** (0.041)	-0.0008** (0.019)	-0.0004** (0.050)	-0.0020* (0.060)
D_1	-0.0006* (0.060)	-0.0003* (0.095)	-0.0015* (0.081)	0.0006** (0.021)
D_2	0.0007* (0.076)	0.0018** (0.043)	0.0008** (0.039)	-0.0007 (0.448)
方差方程				
$\beta_{1,20}$	-11.4778* (0.072)	-11.2197*** (0.000)	-7.7577*** (0.007)	-9.245*** (0.000)
$\ln h_{t-1}$	0.2210 (0.637)	0.0015* (0.095)	0.4492** (0.017)	0.1572** (0.040)
$\left \frac{\varepsilon_{t-1}}{h_{t-1}} - \sqrt{\frac{2}{\pi}} \right $	0.7133* (0.052)	-0.9156 (0.128)	0.1757* (0.088)	-1.1886** (0.010)
$\frac{\varepsilon_{t-1}}{h_{t-1}}$	-0.1151* (0.085)	0.0499* (0.088)	-0.1003* (0.087)	-0.1384** (0.050)
IA	0.0041* (0.100)	0.0011** (0.050)	0.0037** (0.030)	0.0016*** (0.010)
IO	-0.3913* (0.071)	-1.700** (0.022)	-0.3029** (0.050)	-0.8525** (0.020)
D_1	0.8138** (0.043)	-1.1260 (0.158)	0.4309 (0.730)	-0.6874 (0.478)
D_2	-0.5372 (0.732)	-0.5061 (0.589)	-1.5590 (0.354)	0.2953 (0.744)

注:括号内为 p 值;*、**、*** 分别表示该系数估计值在 10%、5% 和 1% 的水平下显著

资料来源:本文整理

由表 3 可知,对于人民币汇率水平的变动,比较初次汇改样本区间和汇改重启样本区间的汇率沟通、实际干预的系数,口头汇率沟通变量的系数从 -0.0007 上升到 -0.0008,实际干预变量的系数从 0.0001 上升到 0.0004。口头汇率沟通、实际干预对人民币汇率水平变动的影响在增强,这表明,随着人民币汇率化程度的逐步推进,汇率日波动浮度的扩大,口头汇率沟通、实际干预对于人民币汇率作用的效力在显著增强。对于人民币汇率预期水平的变动,口头汇率沟通变量的系数从 -0.0004 上升到 -0.0020,在初次汇改样本区间内,实际干预变量的系数为 0.0000 且不显著;在汇改重启样本区间内,实际干预变量的系数为 0.0002 且显著。这表明,随着汇改进程的推进,口头汇率沟通、实际干预对人民币汇率预期的影响也在逐步增强。对于人民币汇率和汇率预期波动的变动,从条件方差方程可以看出,在两个子样本区间内,实际干预变量的系

数均为正数,说明实际干预均加剧了人民币汇率和汇率预期的波动。比较两个子样本区间实际干预变量的系数不难看出,随着人民币汇率改革的推进,实际干预对人民币汇率和汇率预期的波动的加剧作用在减弱。在两个子样本区间内,口头汇率沟通变量的系数均为负数,说明口头汇率沟通均降低了人民币汇率和汇率预期的波动性。通过对比两个子样本区间汇率沟通变量的系数可以看出,口头汇率沟通降低人民币汇率和汇率预期的波动性的作用随着人民币汇率市场化的推进在逐步增强。

此外,本文进一步分析样本区间内人民币汇率预期的走势与变化发现,自2005年7月人民币汇率市场化改革以来,我国外汇市场上人民币汇率预期呈现出动态变化。大致经历了三个阶段(如图1所示):第一阶段(2005年7月—2008年6月)为人民币汇率单向升值预期阶段。由于我国大量的贸易顺差和一些西方发达国家对人民币汇率的频频施压,人民币升值预期逐步形成并不断强化。第二阶段(2008年7月—2010年6月)人民币汇率预期相对平稳阶段。由于受国际金融危机的影响,我国汇率制度回归到单一盯住美元的制度,人民币升值预期减弱,保持相对平稳。第三阶段(2010年7月—2014年12月)为人民币汇率双向预期阶段。这一阶段人民币汇率预期开始出现分化,外汇市场交易主体开始具备有升有降的双向预期,人民币汇率也呈现双向波动趋势。2012年2月—2012年6月和2014年1月—2014年7月间人民币汇率出现明显的贬值预期。不难发现,人民币汇率预期动态变化的三阶段与子样本回归区间高度吻合,这在一定程度上说明,人民币单向升值预期会弱化汇率沟通、实际干预的效力,人民币汇率双向预期的形成更有利于增强汇率沟通、实际干预的有效性。

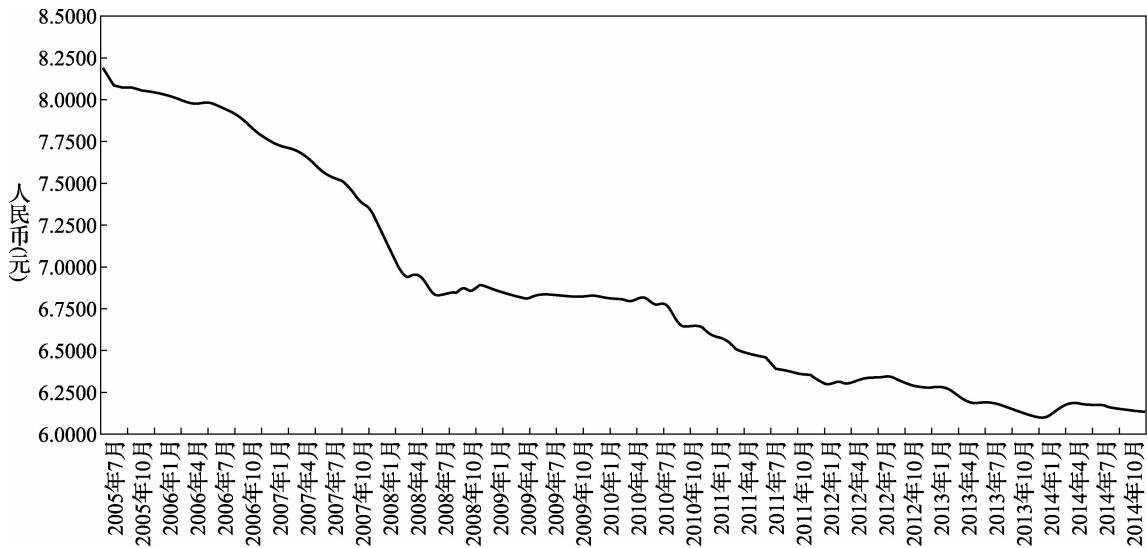


图1 美元兑人民币预期月度走势

资料来源:路透终端

五、进一步讨论:基于SVAR模型的动态效应分析

上文分析了汇率沟通、实际干预对人民币汇率和汇率预期的当期影响,下面本文要分析的是汇率沟通、实际干预对人民币汇率及预期是否存在长期动态的影响,如果存在,其影响的持续时间否相同? 本文将基于SVAR模型分析汇率沟通、实际干预的长期动态效应。之所以运用SVAR模型而没有运用VAR模型,是因为SVAR模型能够反映模型内生变量之间的同期影响关系,而在VAR模型中,变量之间的同期影响关系隐藏在扰动项中,各个变量间的同期结构性关系无法被模型捕捉。由于前文已经分析得出书面汇率沟通对人民币汇率和汇率预期的水平变动与波动率均无显著影响,因此,本文运用口头汇率沟通(IO)、实际干预(IA)、人民币汇率变动(ΔS)、人民币汇率预期变动(ΔS^e)四个变量来构造SVAR模型,分析口头汇率沟通和

实际干预对人民币汇率及汇率预期的动态影响。在进行 SVAR 实证检验之前,对口头汇率沟通(IO)、实际干预(IA)、人民币汇率变动(ΔS^e)、人民币汇率预期变动(ΔS_t)四个变量进行 ADF 单位根检验,检验结果表明,四个变量在 5% 水平下都是平稳的,限于篇幅,在此没有列出 ADF 的检验结果。因此,可以将四个变量直接进入 SVAR 模型。建立 SVAR 模型,首先需要确定模型的滞后阶数,根据各种滞后阶数选择准则,本文选择了滞后阶数为 1 的 SVAR 模型,即: $BY_t = AY_{t-1} + \mu_t$ 。其中:

$$Y_t = \begin{bmatrix} \Delta S_t^e \\ \Delta S_t \\ IA_t \\ IO_t \end{bmatrix}, B = \begin{bmatrix} 1 & b_{12} & b_{13} & b_{14} \\ b_{21} & 1 & b_{23} & b_{24} \\ b_{31} & b_{32} & 1 & b_{34} \\ b_{41} & b_{42} & b_{43} & 1 \end{bmatrix}, \mu_t = \begin{bmatrix} \mu_{1t} \\ \mu_{2t} \\ \mu_{3t} \\ \mu_{4t} \end{bmatrix}$$

对应的 VAR 模型的特征根均在单位圆内,表明模型满足平稳性条件,滞后阶数的设定是合理的。SVAR 模型系统中一共有四个内生变量,因此,需要对反映变量同期相互作用关系的矩阵 B 施加 $(4^2 - 4)/2 = 6$ 个约束条件,才能识别模型,利用估计得到的简化式参数来估计相应的结构式参数。设定如下短期约束条件:(1) 汇率预期具有前瞻性, t 期的汇率预期受 $t-1$ 期经济因素的影响并在 $t-1$ 形成,不受 t 期其他经济因素的影响,因此, $b_{12} = b_{13} = b_{14} = 0$; (2) 考虑到汇率政策的时滞效应, t 期的汇率沟通、实际干预对汇率变动的的影响存在滞后,因此, $b_{23} = b_{24} = 0$; (3) 口头干预是外汇市场实际干预的补充,当期的口头干预不对当期的实际干预产生影响, $b_{34} = 0$ 。施加短期约束后,得到如图 2 至图 5 所示的 SVAR 模型脉冲响应图。

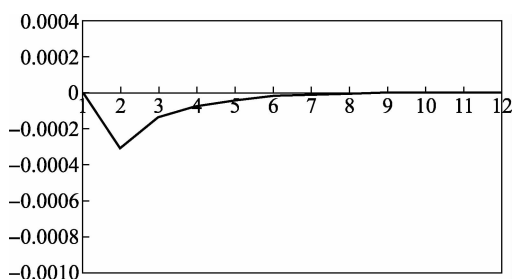


图 2 汇率预期变动对口头汇率沟通的脉冲响应
资料来源:本文绘制

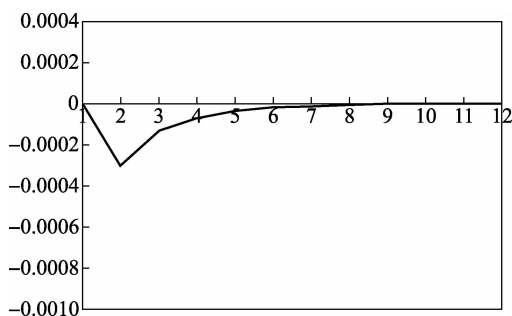


图 3 汇率变动对口头汇率沟通的脉冲响应
资料来源:本文绘制

根据图 2 和图 3,当给口头汇率沟通一个标准差的正向冲击,汇率和汇率预期会出现一个负向的反应,与预期相符。其经济含义是,当在外汇市场上进行增强人民币币值的汇率沟通,会导致汇率下降,人民币升值,人民币升值预期增强。口头汇率沟通对汇率和汇率预期的影响是逐步显现的,并且在第 2 期口头汇率沟通的冲击影响达到最大,此后,口头汇率沟通对汇率和汇率预期的影响逐渐减弱,影响的持续时间大约为七

个月。根据图 4 和图 5, 当给实际干预一个标准差的正向冲击, 汇率和汇率预期产生一个正向的反应, 与经济理论一致。其经济含义是, 当中央银行在外汇市场抛售人民币, 买入外汇, 会使人民币汇率上升, 人民币贬值, 贬值预期增强。实际干预对人民币汇率和汇率预期的影响是逐步增强, 在第 3 期, 实际干预冲击影响达到最大值, 随后, 实际干预对汇率和汇率预期冲击的影响逐渐减弱, 影响的持续时间大约为五个月。比较口头汇率沟通和实际干预的脉冲响应图可以得出如下两个结论: 第一, 口头汇率沟通和实际干预对汇率和汇率预期的影响都存在时滞, 口头汇率沟通的时滞短, 实际干预的时滞相对长; 第二, 口头汇率沟通影响汇率和汇率预期的时间较实际干预长。

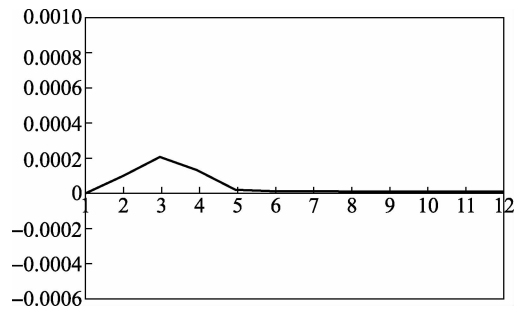


图 4 汇率预期变动对实际干预的脉冲响应
资料来源: 本文绘制

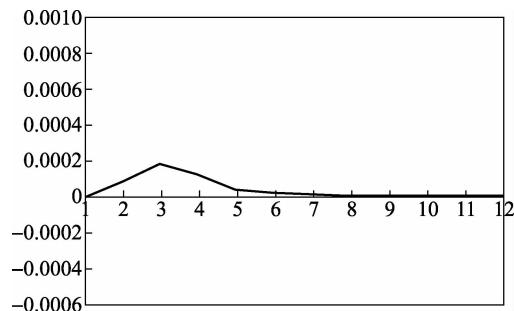


图 5 汇率变动对实际干预的脉冲响应
资料来源: 本文绘制

六、结论与政策建议

1. 研究结论

本文分析了汇率沟通、实际干预对人民币汇率和汇率预期的影响, 研究得出以下结论: (1) 央行书面汇率沟通对人民币汇率和汇率预期的水平变动和波动率无显著影响。央行口头汇率沟通、实际干预对人民币汇率和汇率预期的均值水平均产生有效但程度不同的影响, 实际干预对汇率影响的效力强于口头汇率沟通, 而口头汇率沟通对汇率预期影响的效力强于实际干预。(2) 央行口头汇率沟通降低了人民币汇率和汇率预期的波动性, 但是, 实际干预却加剧了人民币汇率和汇率预期的波动。(3) 数量型货币政策和价格型货币政策操作均对人民币汇率和汇率预期有着显著影响。(4) 人民币汇率的市场化程度对汇率沟通、实际干预的有效性有着显著影响, 人民币汇率市场化程度越高, 央行口头汇率沟通和实际干预的有效性越强。(5) 人民币汇率单边预期会弱化汇率沟通、实际干预的效力, 人民币汇率双向预期的形成更有利于增强汇率沟通、实际干预的有效性。(6) 口头汇率沟通的时滞较实际干预短, 作用持续时间较实际干预长。

2. 政策建议

未来, 随着我国央行逐步退出常态式外汇干预, 汇率沟通在人民币汇率及汇率预期的管理中将发挥越

来越重要的作用。在未来的实践中,央行需要持续关注人民币汇率预期的变化,加强预期引导,避免单边升值或贬值预期的形成及预期的自我强化。探索建立常态的汇率预期调查制度,掌握人民币汇率预期动态变化,深入了解人民币汇率预期的形成机制和其对人民币即期汇率的影响机制。加强汇率沟通在管理人民币汇率和稳定人民币汇率预期中的重要作用,使汇率沟通逐步成为一种主要的调节汇率和引导汇率预期的政策工具。注意沟通的及时性,对扰动外汇市场的传闻及时澄清,减少市场恐慌与波动。“811 汇改”由于央行缺乏及时准确的沟通,导致外汇市场的波动加剧。而之后面对外媒炒作的“央行愿意将人民币兑美元汇率在今年贬至 6.8”不实消息,我国央行迅速发布公告予以澄清,则避免了人民币汇率的大幅下跌。进一步推进人民币汇率市场化改革,增强汇率制度的透明度,完善人民币汇率中间价形成机制,扩大人民币汇率双向波动幅度,为央行的有效沟通创造良好的市场环境。

参考文献:

- [1] Beine, M., Janssen, G., Lecourt C. Should Central Bankers Talk to the Foreign Exchange Markets? [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2009, 28, (5): 776 - 803.
- [2] Dewachter, H., Erdemlioglu, D., Gnabo, J. Y. The Intra-day Impact of Communication on Euro-dollar Volatility and Jumps [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2014, 43, (2): 131 - 154.
- [3] Egeert B., Komarek L. The Impact of Macro News and Central Bank Communication on Emerging European Forex Markets? [J]. *Economic System*, 2013, 38, (1): 73 - 88.
- [4] Fatum, R., Hutchison, M. M. ECB Foreign Exchange Intervention and the EURO: Institutional Framework, News, and Intervention [J]. *Open Economic Review*, 2002, 13, (4): 413 - 425.
- [5] Fratzscher, M. Communication and Exchange Rate Policy [R]. ECB Working Paper, No. 363, 2004.
- [6] Fratzscher, M. On the Long-term Effectiveness of Exchange Rate Communication and Interventions [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2006, 25, (1): 146 - 167.
- [7] Fratzscher, M. Oral Interventions Versus Actual Interventions in Fx Markets-An Event-Study Approach [J]. *The Economic Journal*, 2008, 530, (118): 1079 - 1106.
- [8] Goyal, A., and Arora, S. The Indian Exchange Rate and Central Bank Action: A GARCH Analysis [R]. Mumbai Working Paper, No. 009, 2010.
- [9] Jansen, D., Haan, J. D. Talking Heads: The Effects of ECB Statements on the Euro-Dollar Exchange Rate [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2005, 24, (2): 343 - 361.
- [10] Jansen, D., Haan, J. D. Were Verbal Efforts to Support the Euro Effective? A High-frequency Analysis of ECB Statements [J]. *European Journal of Political Economy*, 2007, 23, (1): 245 - 259.
- [11] Mussa, Michael. The Role of Official Intervention [M]. New York: Group of Thirty, 1981.
- [12] Nelson D B. Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach [J]. *Econometrica; Journal of the Econometric Society*, 1991, 59, (2): 347 - 370.
- [13] Shun Sakaa, Fumiko Takeda. Effects of Oral Intervention on Fluctuations in Exchange Rates: Evidence from Japan 1995—2011 [J]. *Journal of Reviews on Global Economics*, 2013, 20, (2): 60 - 78.
- [14] Tivegna, M. News and Dollar Exchange Rate Dynamics [J]. *Rivista Italiana Degli Economisti*, 2001, 7, (1): 3 - 48.
- [15] 谷宇, 王轶群, 翟羽娜. 中国央行汇率沟通的有效性及其作用渠道研究 [J]. 北京: 经济科学, 2016, (1).
- [16] 郭田勇, 陈佳. 我国中央银行对外汇市场干预的效力分析 [J]. 北京: 国际金融研究, 2006, (7).
- [17] 干杏娣, 杨金梅, 张军. 我国央行外汇干预有效性的事件分析研究 [J]. 北京: 金融研究, 2007, (9).
- [18] 黄志刚, 陈晓杰. 人民币汇率波动弹性空间评估 [J]. 北京: 经济研究, 2010, (5).
- [19] 李云峰, 李仲飞. 汇率沟通、实际干预与人民币汇率波动——基于结构向量自回归模型的实证分析 [J]. 北京: 国际金融研究, 2011, (4).
- [20] 盛斌, 吴建涛. 随机性、外汇干预与外汇市场有效性 [J]. 上海: 世界经济研究, 2010, (3).
- [21] 王自锋, 白明明, 何翰. 央行汇率沟通与实际干预调节人民币汇率变动的实效与条件改进 [J]. 上海: 世界经济研究, 2015, (3).

The Impact of Exchange Rate Communication and Actual Intervention on RMB Exchange Rate and Exchange Rate Expectation

HUANG Xian, FU Ying-jun

(Economics and Management School, Wuhan University, Wuhan, Hubei, 430072, China)

Abstract: China has begun to implement a managed floating exchange rate system based on market supply and demand since the July 2005 reform of the RMB exchange rate. The marketization and internationalization of the RMB exchange rate has gradually increased, and the volatility of it has reflected the changes of China's economic fundamentals more and more. But on the other hand, the RMB exchange rate is affected by short-term capital flows, international risk aversion, exchange rate expectations and other disturbing factors which increases the possibility of sharp fluctuations in the RMB exchange rate. This will increase the instability of the financial system and trigger macroeconomic risks. Therefore how to use actual intervention or exchange rate communication to influence exchange rate avoiding exchange rate sharp overshooting or abnormal fluctuations is a key problem for China's monetary authority under the condition of open economy.

Monetary authorities intervene in the foreign exchange market in two ways: actual intervention and exchange rate communication. In the past two decades, the exchange rate policy of many countries has undergone significant changes. Exchange rate communication has gradually become a more and more important tool for foreign exchange market intervention. Foreign study on exchange rate policy has also begun to gradually shift from the actual intervention to exchange rate communication. However, in the face of this change, domestic scholars are still mainly focused on the actual intervention in the impact on the foreign exchange market, only a few scholars explore the impact of exchange rate communication on exchange rate changes from the perspective of empirical research. The points that this study is different with the existing exchange communication literatures are: (1) Considering the effect of exchange rate communication on exchange rate expectations; (2) The written communication also included in the scope of exchange rate communication research, rather than just oral communication. (3) Considering the impact of monetary policy operations on the RMB exchange rate and exchange rate expectations.

This paper is mainly to analyze the impact of exchange rate communication, actual intervention and monetary policy operation on RMB exchange rate and exchange rate expectation, using EGARCH model. The empirical results show that: (1) Oral communication on exchange rate and actual intervention move RMB exchange rate and its expectation in the desired direction, the effect of actual intervention on RMB exchange rate is stronger than oral communication while the effect of oral communication on RMB exchange rate expectation is stronger than actual intervention. (2) Oral communication decreases the volatility of RMB exchange rate and its expectation, however, actual intervention increases the volatility of RMB exchange rate and its expectation. Written communication on exchange rate doesn't exhibit a significant effect on RMB exchange rate and its expectation. (3) Quantitative and Price-based monetary policy operations exhibit a significant effect on RMB exchange rate and its expectation. (4) With the exchange rate market-oriented improving, oral communication and actual intervention significantly enhance the impact on RMB exchange rate and exchange rate expectation. Unilateral RMB exchange rate expectation is expected to weaken the effect of oral communication and actual intervention while bilateral RMB exchange rate expectation is expected to strengthen their effect. (5) The time delay of oral communication is shorter, and the effect of oral communication lasts longer. The central bank should strengthen the important role of communication in the management of RMB exchange rate and exchange rate expectation, constantly improve the degree of RMB exchange rate marketization, and should pay attention to the operation of monetary policy.

Key Words: exchange rate communication; actual intervention; RMB exchange rate; exchange rate expectation
(责任编辑: 霄 雪)