

经济新闻的人民币汇率效应*

朱孟楠 闫 帅

内容摘要：本文研究了中美经济新闻对在岸和离岸人民币汇率的影响。研究发现，对中国经济变量的高估和对美国经济变量的低估对人民币具有净贬值效应。人民币汇率主要受与中国货币因素有关的经济新闻变量的影响。基于经济新闻，本文构建了经济不确定性指数，研究发现美国经济不确定性的提高对在岸人民币具有贬值效应并且降低了在岸人民币汇率的波动。中国经济不确定性的提高对人民币汇率水平没有显著影响，但加剧了在岸和离岸人民币汇率的波动。

关键词：经济新闻 经济不确定性 人民币汇率

中图分类号：F831 **文献标识码：**A

DOI:10.16475/j.cnki.1006-1029.2018.07.008

引 言

外汇市场是全球交易规模最大的金融市场，国际清算银行 2016 年统计数据显示，全球外汇市场日均交易规模达 5.1 万亿美元。大量学者和外汇分析师孜孜不倦地探求汇率的决定机制及其影响因素，试图对汇率的变动进行准确预测。长期以来，有关汇率决定理论的文献汗牛充栋，但遗憾的是没有一种理论能够解释所有货币汇率的变动，甚至无法解释同一货币不同时期的汇率变动。Meese & Rogoff (1983) 有关“汇率脱离之谜”的发现更是对汇率决定的经济学基础提出了严峻挑战。在“汇率脱离之谜”的各种理论解释中，Mussa (1982)，Edwards (1983) 从新闻的角度对这一问题进行了分析。所谓新闻，是指那些令经济代理人感到意外的或未预见到的，并且能够引起他们对汇率的预期值进行修正的信息（朱孟楠，2013）。汇率作为资产价格的一种形式，反映了经济主体对未来经济状况的预期，新闻引起了汇率的变动。恰是由于新闻的存在，汇率预测变得十分困难。国际外汇市场经验也印证了新闻与汇率之间存在着千丝万缕的联系。20 世纪 80 年代，国外学者便已经开始研究新闻，尤其是经济新闻对于汇率的影响，研究结果大都支持新闻会对汇率产生影响。由于人民币汇率受经济当局干预的成分较多，国内对新闻对人民币汇率影响的关注较少。随着人民币汇率形成机制市场化程度的加深，预期在汇率形成机制中发挥着越来越重要的作用，新闻对人民币汇率的影响日益凸显。为丰富有关方面的研究，更加深入地理解人民币汇率的决定因素，本文致力于探索经济新闻对人民币汇率的影响。

作者简介：朱孟楠，博士，厦门大学经济学院教授、副院长；闫帅，博士，中国出口信用保险公司国别风险研究中心。

* **基金项目：**本文获国家自然科学基金面上项目“动态优化视角下的中国外汇储备全面风险管理研究”（71473208）、教育部哲学社会科学重大课题攻关项目“中国外汇储备的科学管理及战略问题研究”（12JZD027）资助。

一、文献综述

20世纪80年代,国外学者已经开始关注浮动汇率制度下新闻对汇率的影响。Redl (2015)认为,有关经济基本面的“噪声新闻”是影响英镑兑美元汇率变动的主要因素。Simpson et al. (2005)评估了23类宏观新闻对汇率的影响,发现汇率对与消费需求、通胀、利率有关的经济新闻反应明显。Omrane & Savaser (2016)研究发现,2008年金融危机期间,与消费、信贷、劳动、房地产市场有关的新闻是影响汇率的主要新闻变量。新闻不仅会影响汇率水平还影响汇率的波动率。Kim (1998)发现,澳大利亚经常账户赤字和通胀新闻提高了澳元汇率的条件波动率,而销售品销售新闻降低了澳元的条件波动率。Bauwens et al. (2005)研究发现,汇率波动率会在经济新闻尤其是定期发布的经济数据发布前有所提高。虽然新闻能够影响汇率,但多数情况下新闻对汇率仅有短期影响,新闻对汇率的影响持续几十秒到几天不等。Ederington & Lee (1995)发现,在新闻发布10秒内汇率开始调整,在40秒内汇率基本调整完毕,汇率在新闻发布后的40秒内存在“超调现象”,但在接下来的2-3分钟会予以纠正。Almeida & Payne (1998)发现,新闻对马克汇率的影响集中在新闻发布后的15分钟内,15分钟后随着时间推移,新闻对马克汇率的影响减弱。Degennaro & Shrieves (1997)研究指出,定期发布的宏观经济新闻与不定期发布的宏观经济新闻对汇率的影响不同,定期发布的新闻会在新闻发布的20分钟内提高汇率的波动,而不定期发布的新闻则在新闻发布的20分钟内降低汇率的波动。Carlson & Lo (2006)认为,新闻发布后外汇市场的投机交易将持续两小时。Evans & Lyon (2005)发现,新闻会影响外汇交易,这种影响会持续数天之久。

有关新闻对人民币汇率影响的研究逐步展开。魏英辉 (2009)对宏观基本面新闻对人民币汇率的影响进行实证研究后发现,基本面新闻对人民币汇率具有影响,基本面新闻对即期汇率变化的解释力在5%左右,对NDF汇率变化的解释力在8%左右。Caporale et al. (2017)发现,中国经济新闻对人民币汇率没有显著影响,美国经济新闻对人民币汇率具有显著的升值效应,且中国经济新闻会加剧人民币汇率波动,而美国经济新闻则会降低人民币汇率波动。Ho et al. (2017)构造了新闻情绪指数,研究了中美新闻情绪指数对远期人民币汇率的影响,发现中美新闻情绪指数对远期人民币汇率波动率的影响具有异质性,在远期汇率波动率较低状态下,中美新闻情绪指数具有抑制远期人民币汇率波动的效应;在远期汇率波动率较高状态下,中美新闻情绪指数具有加剧远期人民币汇率波动的效应;且中国新闻情绪指数对远期人民币汇率波动率的影响强于美国新闻情绪指数的影响。朱孟楠和闫帅 (2015)、王自峰等 (2015)、谷宇等 (2016)、卢新生和孙欣欣 (2017)等从经济当局信息沟通交流的视角研究了新闻对人民币汇率的影响。

二、数据处理与描述性统计

(一) 数据选取与处理

新闻目前主要存在两种定义:一是将新闻定义为“新息”,代表外生的干扰项。将新闻定义为“新息”存在两个弊端。首先,假设市场参与者一开始就知道模型的统计参数;其次,模型一般是基于月度或者季度数据构建的,不能准确衡量新闻发生时的即时效应,且模型设定偏差对研究结论具有深刻影响。二是将新闻定义为真实值与预期值之差,而预期值主要来源于市场调查数据。基于市场调查的新闻弥补了作为新息的新闻的不足,同时基于市场调查的新闻也更加真实地反映了市场参与者未预期到的信息的变动。本文借鉴第二类新闻的定义,并将新闻限定为经济新闻,即经济数据真实值与预期值之差。参考Tanner (1997), Galati & Ho (2003), Evans & Lyon (2005)等的研究,选择美国ISM制造业指数、ISM非制造业指数、ADP就业人数变动、失业率、非农就业人数变动、

工业订单同比变动、贸易差额、零售品销售环比变动、工业生产率环比变动、CPI 同比变动、PPI 同比变动、耐用品消费订单环比变动等 12 组变量的预期值与实际值之差，作为美国经济新闻的代理变量。选择中国 CPI 同比变动、零售品销售同比变动、贸易差额、固定资产投资累计完成额同比、PPI 同比变动、M₂ 同比增长、当月新增人民币贷款规模、工业增加值累积同比增速等 8 组变量的预期值与实际值之差，作为中国经济新闻的代理变量。新闻采用宏观经济变量的实际值减去预期值除以其标准差，即

$$News_t^j = \frac{R_t^j - E_t^j}{\sigma_j} \quad (1)$$

其中，News_t^j 表示时期 t 宏观经济变量 j 的新闻，R_t^j 表示时期 t 变量 j 的真实值，E_t^j 表示时期 t 变量 j 的预期值，σ_j 表示变量的真实值与预期值之差的标准差。考虑到境内外人民币汇率存在联动性，宏观经济新闻对境内外人民币汇率的影响可能存异质性，本文选择当日在岸人民币兑美元即期汇率收盘价 (CNY)、离岸人民币兑美元即期汇率收盘价 (CNH) 作为内生变量。考虑到汇率与利率之间存在相关性，本文选择上海银行间同业拆借利率作为外生变量。对汇率取其对数收益率。考虑到 2012 年 4 月 16 日和 2014 年 3 月 17 日两次人民币对美元汇率浮动区间上调以及 2015 年 8 月 11 日人民币对美元汇率中间价形成机制改革，本文加入三个虚拟变量 D1、D2、D3，浮动汇率区间上调和形成机制改革前虚拟变量取值为零，改革后虚拟变量取值为 1。样本区间选择 2012 年 1 月 1 日—2016 年 12 月 30 日，数据频率为日度。美国宏观经济预期值来源于 Dat-estream 数据库，预期值为美国金融机构宏观经济预测的中位数。中国宏观经济数据源于 Wind 数据库，预期值为中国金融机构对中国宏观经济预测的平均值^①。数据处理采用 SAS 9.4。

(二) 描述性统计

中国宏观经济新闻的 t 检验结果显示，除了 PPI 新闻的均值在 10% 的显著性水平下显著异于零外，其余新闻变量的均值无法拒绝零均值假设。美国宏观经济新闻的 t 检验结果显示，除了工业订单新闻的均值在 10% 的显著性水平下显著异于零，失业率新闻的均值在 1% 的显著性水平下

表 1 中国宏观经济新闻描述性统计

变量	均值	偏度	5%分位数	95%分位数	T 检验
新增人民币贷款新闻	0.1513	0.5423	-1.6032	1.8705	1.17
社会消费品零售新闻	-0.0753	-1.9627	-1.6329	1.4515	-0.56
贸易差额新闻	0.0789	1.2417	-1.4274	1.6058	0.61
固定资产投资新闻	-0.1159	1.7594	-1.6686	0.9270	-0.88
CPI 新闻	-0.0445	0.4300	-1.6032	1.8705	-0.34
PPI 新闻	-0.2379	1.2417	-1.4274	1.6058	-1.84*
M ₂ 新闻	0.0742	0.0720	-1.7245	1.8682	0.58
工业增加值同比增速新闻	0.0071	3.8829	-1.1993	0.5330	0.05

注：括号内表示 t 值。*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平下显著。下同。

表 2 美国宏观经济新闻描述性统计

变量	均值	偏度	5%分位数	95%分位数	T 检验
CPI 新闻	-0.1877	-0.3143	-2.2080	1.1040	-1.45
耐用品消费新闻	0.0510	1.4966	-1.3987	1.0323	0.39
工业订单新闻	-0.2172	-0.7222	-2.0219	1.4041	-1.68*
工业生产指数新闻	-0.1620	-0.1433	-1.6987	1.5681	-1.26
贸易差额新闻	-0.0138	-0.1753	-1.9387	1.6410	-0.11
ISM 指数新闻	0.0217	-0.4247	-1.5969	1.5643	0.17
非制造业 ISM 指数新闻	0.1531	0.2477	-1.3806	2.0850	1.19
零售品销售新闻	-0.1673	-0.2478	-1.8625	1.5784	-1.30
失业率新闻	-0.4072	-0.5279	-2.3644	0.7881	-3.15***
ADP 就业人数新闻	0.1981	1.1106	-1.0454	2.1700	1.53
非农就业人数新闻	0.0497	-0.3112	-1.9787	1.5676	0.38
PPI 新闻	-0.0435	0.3273	-1.4785	1.8482	-0.25

^①中国宏观经济预测数据仅能得到预测的平均值数据。

显著异于零外，其余宏观经济新闻的均值均不能拒绝零均值假设。整体来看，中美宏观经济数据的市场预期值是其真实值的无偏估计量。对比经济数据发布之日与非经济数据发布之日在岸和离岸人民币绝对收益率发现，离岸人民币绝对收益率高于在岸人民币绝对收益率，表明离岸人民币汇率的波动幅度更大，中国经济数据发布之日，在岸和离岸人民币绝对收益率均高于非经济数据发布之日在岸和离岸人民币绝对收益率；美国经济数据发布之日，离岸人民币绝对收益率高于非经济数据发布之日离岸人民币绝对收益率。经济数据发布之日与非经济数据发布之日，在岸和离岸人民币绝对收益率的等均值检验结果显示，中国经济数据发布之日与非经济数据发布之日，在岸和离岸人民币绝对收益率的均值在 1% 的显著性水平下存在差异；美国经济数据发布之日与非经济数据发布之日，离岸人民币绝对收益率的均值在 1% 的显著性水平下存在差异，美国经济数据发布之日与非经济数据发布之日，在岸人民币绝对收益率的均值不存在显著差异。

表 3 人民币汇率绝对收益率的均值

新闻	数据发布日期变量	abs (CNYR)	abs (CNHR)
CN	0	0.0525	0.0695
	1	0.0857	0.1095
US	0	0.0570	0.0730
	1	0.0543	0.0769

表 4 人民币汇率绝对收益率的等均值检验

	检验方式	abs (CNYR)	abs (CNHR)
CN	Wilcoxon 检验	4.5154***	4.4570***
	Kruskal-Wallis 检验	20.3895***	19.8651***
US	Wilcoxon 检验	0.9872	2.6124***
	Kruskal-Wallis 检验	0.9746	6.8248***

注：Wilcoxon 检验对应 Z 统计量，Kruskal-Wallis 检验对应卡方统计量。

三、实证检验

(一) 经济新闻对人民币汇率的影响

考虑到经济数据发布之时可能存在多个新闻变量以及不同新闻变量之间的抵消和加强作用，本文参考 Galati & Ho (2003) 的研究方法，将每日所有新闻变量加总构建每日经济新闻指数，以探讨中美经济新闻对人民币汇率的净效应。检验表达式为：

$$\begin{aligned} \text{Newsindex}_{t,CN}^{\text{CN}} &= \text{News}_{t,CN}^{\text{CPI}} + \text{News}_{t,CN}^{\text{fixinvestment}} + \text{News}_{t,CN}^{\text{industrial}} + \text{News}_{t,CN}^{\text{M2}} + \text{News}_{t,CN}^{\text{newloan}} + \text{News}_{t,CN}^{\text{PPI}} + \text{News}_{t,CN}^{\text{retail}} + \text{News}_{t,CN}^{\text{trade}} \\ \text{Newsindex}_{t,US}^{\text{US}} &= \text{News}_{t,US}^{\text{CPI}} + \text{News}_{t,US}^{\text{ADP}} + \text{News}_{t,US}^{\text{factoryorder}} + \text{News}_{t,US}^{\text{ISM}} + \text{News}_{t,US}^{\text{industrial}} + \text{News}_{t,US}^{\text{durable}} + \text{News}_{t,US}^{\text{nonfarm}} + \text{News}_{t,US}^{\text{PPI}} + \\ &\quad \text{News}_{t,US}^{\text{retail}} + \text{News}_{t,US}^{\text{ISM-nonnaumu}} \end{aligned} \quad (2)$$

$$Y_t = \sum_{i=1}^k B_{t-i}^Y Y_{t-i} + B^X X_t + \beta^i (i-i^*) + \sum_{i=1}^3 B_i^D D_{it} + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$Y_t = \begin{pmatrix} \text{CNYR} \\ \text{CNHR} \end{pmatrix} \quad X_t = \begin{pmatrix} \text{Newsindex}_{t,CN}^{\text{CN}} \\ \text{Newsindex}_{t-1,US}^{\text{US}} \end{pmatrix} \quad (4)$$

其中， Y_t 表示时期 t 内生向量， X_t 表示时期 t 新闻向量集， i 和 i^* 分别表示境内外利率。由于中美之间存在 12 或 13 个小时时差，本文将美国经济新闻取一期滞后， D_{it} 表示时期 t 的虚拟变量， ε_t 表示随机干扰项。对于当日没有数据发布的新闻变量取值为零。

中美经济新闻指数对人民币汇率影响结果显示，样本期内仅中国经济新闻指数显著影响在岸和离岸人民币收益率，中国经济新闻指数对在岸和离岸人民币收益率影响显著为正，未预期到的中国宏观经济的变化对在岸和离岸人民币具有净贬值效应。为检验中国经济新闻指数对在岸和离岸人民币汇率影响的时效性，本文在回归方程中加入中国经济新闻指数的 1—3 阶滞后项。回归结果显示，

中国经济新闻指数的一阶滞后项对在岸和离岸人民币收益率的影响显著为正，中国经济新闻指数的二阶滞后项对离岸人民币收益率的影响显著为负，表明中国经济新闻指数对在岸和离岸人民币净贬值效应的持续期为一天，并且两天以后离岸市场会对人民币汇率对中国经济新闻指数的“超调现象”进行“矫正”。为检验新闻指数对人民币汇率影响的非对称效应，本文借鉴 Calati & Ho (2003) 的研究方法，将经济新闻指数划分为正向新闻指数和负向新闻指数。如果 $Newsindex > 0$ ，则为正向新闻指数 ($Newsindex_{positive}$)；反之，则为负向新闻指数 ($Newsindex_{negative}$)。如果新闻指数为正向新闻指数，表明经济变量实际值大于预期值，市场低估了经济变量；如果新闻指数为负向新闻指数，表明经济变量实际值小于预期值，市场高估了经济变量。将人民币收益率对正向和负向新闻指数进行回归：

$$Y_t = \sum_{i=1}^k B_{t-i}^Y Y_{t-i} + B^X X_t + \beta^i (i-i^*) + \sum_{i=1}^3 B_i^D D_{i,t} + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$Y_t = \begin{pmatrix} CNYR \\ CNHR \end{pmatrix} \quad X_t = \begin{pmatrix} Newsindex_{t,positive}^{CN} \\ Newsindex_{t,negative}^{CN} \\ Newsindex_{t-1,positive}^{US} \\ Newsindex_{t-1,negative}^{US} \end{pmatrix} \quad (6)$$

中美经济新闻指数对人民币汇率影响的非对称效应回归结果显示，中美经济新闻对在岸和离岸人民币收益率的影响具有非对称性，正向的中国经济新闻指数和负向的美国经济新闻指数对在岸和离岸人民币收益率的影响显著为正。即对中国经济变量的低估和对美国经济变量的高估对在岸和离岸人民币具有贬值效应。为检验具体经济新闻对人民币汇率的影响，本文将在岸和离岸人民币收益率对中美各新闻变量进行回归。回归结果显示，在岸人民币收益率主要受中国货币供应量新闻、新增人民币贷款新闻、PPI 新闻、社会消费品零售新闻和美国 ADP 就业新闻的影响。中国货币供应量新闻、新增人民币贷款新闻、PPI 新闻和美国 ADP 就业新闻对在岸人民币收益率的影响显著为正，中国社会消费品零售新闻对在岸人民币收益率的影响显著为负。即未预期到的中国货币供应量的增加、未预期到的中国新增人民币贷款规模的扩大、未预期到中国 PPI 提高和未预期到美国 ADP 就业人数的增加，对在岸人民币具有贬值效应；未预期到

表 5 中美经济新闻指数对人民币收益率影响

	CNYR			CNHR		
$Newsindex_t^{CN}$	0.0212*** (4.63)	0.0203*** (4.44)		0.0168*** (2.94)	0.0153*** (2.67)	
$Newsindex_{t,positive}^{CN}$			0.0377*** (5.55)			0.0342*** (4.03)
$Newsindex_{t,negative}^{CN}$			0.0053 (0.83)			-0.0011 (-0.15)
$Newsindex_{t-1}^{US}$	0.0061 (1.44)	0.0067 (1.61)		0.0066 (1.27)	0.0062 (1.18)	
$Newsindex_{t-1,positive}^{US}$			0.0018 (0.27)			-0.0049 (-0.60)
$Newsindex_{t-1,negative}^{US}$			0.0102* (1.77)			0.0144** (2.00)
$Newsindex_{t-1}^{CN}$	0.0082* (1.76)			0.0210*** (3.67)		
$Newsindex_{t-2}^{CN}$	-0.0063 (-1.36)			-0.0166*** (-2.90)		
$Newsindex_{t-3}^{CN}$	0.0054 (1.16)			-0.0004 (-0.07)		
$D1_t$	0.0014 (0.17)	-0.0004 (-0.05)	-0.0005 (-0.06)	0.0066 (1.27)	0.0076 (0.76)	0.0083 (0.83)
$D2_t$	0.0052 (0.78)	0.0052 (0.79)	0.0043 (0.65)	0.0031 (0.38)	0.0026 (0.32)	0.0017 (0.20)
$D3_t$	0.0157** (2.01)	0.0161** (2.22)	0.0160** (2.21)	0.0080 (0.88)	0.0082 (0.91)	0.0081 (0.89)
$CNYR(-1)_t$	0.0779*** (2.69)	0.0852*** (2.95)	0.0867*** (3.01)	0.5572*** (15.50)	0.5698*** (15.84)	0.5727 (15.95)
$CNHR(-1)_t$	0.0407* (1.86)	0.0337 (1.55)	0.0332 (1.53)	-0.1356*** (-4.99)	-0.1449*** (-5.35)	-0.1464 (-5.42)
$i_t - i_t^*$	-0.0013 (-0.57)	-0.0008 (-0.34)	-0.0010* (-0.42)	-0.0028 (-0.97)	-0.0032 (-1.11)	-0.0032 (-1.12)

的中国社会消费品零售增速的提高，对在岸人民币具有升值效应。离岸人民币收益率仅受中国新增人民币贷款新闻的影响，中国新增人民币贷款新闻对离岸人民币收益率的影响显著为正，即未预期到中国新增人民币贷款规模扩大对离岸人民币具有贬值效应。整体而言，中国与货币性因素相关的新闻变量对在岸和离岸人民币汇率的影响较强。

(二) 中美经济不确定性对人民币汇率影响

为克服 Galati & Ho (2003) 指出的经济新闻指数存在的符号问题，本文借鉴 Scotti (2016) 的研究方法，在经济新闻基础上构建了基于市场预期的经济不确定性指数。该指数反映了经济主体主观预期相对于实际经济活动的不确定性，即市场经济主体对经济活动的预期值与实际值的偏差程度。利用 GARCH (1, 1) 模型进一步检验了中美经济不确定性对在岸和离岸人民币汇率及其波动率的影响。中美经济不确定性可以表示为：

$$EUI_t^{CN} = \sum_i (News_{t,CN}^i)^2 \quad (7)$$

$$EUI_t^{US} = \sum_i (News_{t,US}^i)^2 \quad (8)$$

其中， EUI_t^{CN} 为中国经济不确定性指数， EUI_t^{US} 为美国经济不确定性指数。中美经济不确定性指数为中美经济新闻平方之和。

回归结果显示，美国经济不确定性指数对在岸人民币收益率的影响显著为正，即美国经济不确定性的提高对在岸人民币具有贬值效应；中国经济不确定性指数对在岸和离岸人民币收益率的条件波动率的影响显著为正，即中国经济不确定性的提高加剧了在岸和离岸人民币汇率的波动；美国经济不确定性指数对在岸和离岸人民币收益率的条件波动率的影响显著为负，即美国经济不确定性的提高降低在岸人民币汇率的波动。造成中美经济不确定性对人民币收益率的波动率的影响差异的原因可能在于当中国经济面临较高的不确定性，市场参与者对于经济预测的偏差程度较大时，经济当局会加强外汇市场干预以稳定人民币汇率。

表 6 中美经济新闻对人民币收益率影响^①

	CNYR	CNHR
CNnews ^{M2}	0.0518*** (3.23)	0.0255 (1.27)
CNnews ^{newloan}	0.0988*** (6.21)	0.1130*** (5.67)
CNnews ^{PPt}	0.0260* (1.83)	0.0236 (1.33)
CNnews ^{retail}	-0.0350** (-2.21)	-0.0185 (-0.93)
USnews ^{ADP}	0.0273* (1.93)	-0.0001 (-0.01)
D3	0.0167** (2.33)	0.0087 (0.96)
CNYR(-1)	0.1025*** (3.58)	0.5926*** (16.51)
CNHR(-1)	0.0267 (1.24)	-0.1549*** (-5.74)

注：括号内表示 t 值。

表 7 中美经济不确定性对人民币收益率的波动率影响

	CNYR	CNHR
均值模型		
CNYR (-1)	0.0998** (2.45)	
		0.0963* (1.74)
EUI ^{CN}	0.0057 (1.51)	0.0019 (0.37)
EUI ^{US}	-0.0057** (-2.46)	-0.0035 (-0.51)
方程模型		
C	0.0101*** (3.15)	0.0180*** (3.10)
ARCH	0.0133 (1.57)	0.0598*** (5.74)
GARCH	0.5739*** (4.27)	0.5687*** (4.4367)
EUI ^{CN}	0.0018*** (6.92)	0.0008** (2.00)
EUI ^{US}	-0.0009*** (-16.68)	-0.0017 (-11.74)

注：括号内表示 z 值。

四、结论与政策建议

本文研究了中美经济新闻对在岸和离岸人民币汇率的影响。首先，本文构建了中美经济新闻指数，研究了中美经济新闻对人民币汇率的净效应。研究发现，在岸和离岸人民币收益率仅受中国经

^①篇幅限制，本文仅报告了对人民币汇率具有显著影响的经济新闻对人民币汇率的影响。

济新闻指数的影响。中国经济新闻指数对在岸和离岸人民币收益率的影响周期为一天，两天以后离岸人民币市场对人民币汇率对中国经济新闻指数的“超调现象”进行“矫正”。其次，本文研究了中美经济新闻指数对人民币汇率的非对称效应，发现对中国经济变量的高估和对美国经济变量的低估均对人民币具有贬值效应。再次，本文进一步检验了影响人民币汇率的具体经济新闻变量，发现人民币汇率主要受与中国货币因素有关的经济新闻变量的影响。未预期到的中国货币供应量的增加、未预期到的中国新增人民币贷款规模扩大、未预期到的中国PPI提高和未预期到的美国ADP就业人数增加对在岸人民币具有贬值效应；未预期到的中国社会消费品零售增速的提高对在岸人民币具有升值效应。离岸人民币收益率仅受中国新增人民币贷款新闻的影响，未预期到的中国新增人民币贷款规模的扩大对离岸人民币具有贬值效应。最后，基于中美经济新闻，本文构建了中美经济不确定性指数，研究了中美经济不确定性对人民币汇率的影响。研究发现，美国经济不确定性的提高对在岸人民币具有贬值效应，中国经济不确定性的提高加剧了在岸和离岸人民币汇率的波动，而美国经济不确定性的提高降低了在岸人民币汇率的波动。

经济当局对外汇市场的干预可采取名义干预和实际干预两种手段，名义干预的一种重要方式就是预期引导，相比较实际干预而言名义干预的成本更低。中国汇率政策的目的在于稳定汇率，自2014年人民币进入贬值通道，经济当局多次通过媒体表示人民币不具备持续贬值的基础，但收效甚微。2014年1月至2016年12月，人民币兑美元汇率累计贬值超过15%，外汇市场上弥漫着较为严重的人民币贬值预期。经济当局维持人民币汇率稳定的宣言不受市场认可，原因在于经济当局并不能提供使市场信服的人民币币值稳定的证据。市场会通过对于宏观经济的预期形成对汇率的预期，扭转市场对人民币贬值预期的一个重要途径在于改变市场对于宏观经济的预期。在人民币贬值时期，预期对于人民币汇率具有显著的影响。中国经济新闻，尤其是货币供应量和新增人民币贷款新闻是影响人民币汇率的重要因素。改善市场对人民币汇率的预期应致力于改善市场对于货币供应量和新增人民币贷款预期。

改善市场对经济预期可以考虑从以下两个方面着手。一是提高政府政策宣言权威。改善市场对经济预期的前提在于经济当局的政策宣言应具有权威性和可信性，经济当局应当树立政策权威，制定经济政策规划并严格执行规划，提高政府政策宣言的可信性。二是提高经济数据发布的时效性和规律性。虽然相对于美国而言中国经济数据发布的时滞较短，但不同月份同一经济数据发布的日期和时间存在差异，经济数据发布的实际日期和经济数据发布的日历安排也存在差距。提高数据发布的时效性和规律性可以在一定程度上减低汇率的无谓波动。

由于人民币汇率受美国经济新闻的影响，外汇管理当局应当强化对美国经济数据的关注，择机进行外汇市场干预熨平美国经济新闻对人民币汇率的影响。欲摆脱美国经济新闻对人民币汇率的掣肘，核心还是在于加强人民币汇率的定价权，改变对美元汇率的实际盯住。2015年8月中国经济当局改变人民币汇率中间价形成机制，并于12月编制了基于中国贸易权重的人民币汇率指数。从人民币汇率指数的运行状况来看，短期内人民币还难以摆脱美元的束缚，人民币完全掌握汇率定价权依然较为困难。本文建议，在过渡期内，人民币汇率可采用双区间定价机制，设定人民币汇率指数和人民币兑美元汇率的浮动区间。当人民币汇率指数或人民币兑美元汇率超过区间带时，经济当局入市干预。通过逐步扩大人民币兑美元汇率区间带范围，逐步摆脱人民币兑美元汇率的依赖，人民币汇率最终实现参考一篮子货币的单区间定价机制。

(责任编辑 田 园)

参考文献:

- [1] 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]. 经济科学, 2016 (1): 66-75
- [2] 卢新生, 孙欣欣. 中央银行政策沟通的市场效应: 基于人民币汇率的实证研究[J]. 金融研究, 2017 (1): 22-34

- [3] 王自锋, 白玥, 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]. 世界经济研究, 2015 (3): 15-25+127
- [4] 魏英辉. 宏观基本面新闻对人民币/美元汇率的影响研究[J]. 金融理论与实践, 2009 (5): 30-35
- [5] 朱孟楠. 国际金融学 (第二版)[M]. 厦门大学出版社, 2013
- [6] 朱孟楠, 闫帅. 政府公开表态与短期人民币汇率波动[J]. 经济与管理研究, 2015 (10): 33-39
- [7] Almeida A, Payne R. The Effects of Macroeconomic News on High Frequency Exchange Rate Behavior[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1998, 33 (3): 383-408
- [8] Bauwens L, Omrane W B, Giot P. News Announcements, Market Activity and Volatility in the Euro/dollar Foreign Exchange Marke[J]. Journal of International Money and Finance, 2005 24 (7): 1108-1125
- [9] Caporale M C, Spagnolo F, Spagnolo N. Macro News and Exchange Rates in the BRICS[J]. Finance Research Lettter, 2017 (21): 140-143
- [10] Carlson J A, Lo M. One Minute in the Life of the DM/US\$: Public News in an Electronic Market[J]. Journal of International Money & Finance, 2006, 25 (7): 1090-1102
- [11] Degennaro R P, Shrieves R E. Public Information Releases, Private Information Arrival and Volatility in the Foreign Exchange Market[J]. Journal of Empirical Finance, 1997, 4 (4): 295-315
- [12] Ederington L H, Lee J H. The Short-Run Dynamics of the Price Adjustment to New Information[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1995, 30 (1): 117-134
- [13] Edwards S. Floating Exchange Rates, Expectations and New Information[J]. Journal of Monetary Economics, 1983, 11 (3): 321-336
- [14] Evans M D D, Lyons R K. Do Currency Markets Absorb News Quickly?[J]. Journal of International Money & Finance, 2005, 24 (2): 197-217
- [15] Galati G, Ho C. Macroeconomic News and the Euro/Dollar Exchange Rate[J]. Economic Notes, 2003, 32 (3): 371-398
- [16] Ho K Y, Shi Y, Zhang Z. Does News Matter in China's Foreign Exchange Market? Chinese RMB Volatility and Public Information Arrivals[J]. International Review of Economics & Finance, 2017 (52): 302-321
- [17] Kim S J. Do Australian and the US Macroeconomic News Announcements Affect the USD/AUD Exchange Rate? Some Evidence from E-GARCH Estimations[J]. Journal of Multinational Financial Management, 1998, 8 (2): 233-248
- [18] Meese R A, Rogoff K. Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do they Fit out of Sample? [J]. Journal of International Economics, 1983, 14 (1-2): 3-24
- [19] Mussa M A. Model of Exchange Rate Dynamics", Journal of Political Economy[J]. 1982, 90 (1): 74-104
- [20] Omrane W B, Savasser T. The Sign Switch Effect of Macroeconomic News in Foreign Exchange Markets[J]. Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, 2016 (45): 96-114
- [21] Redl C. Noisy News and Exchange Rates: A SVAR Approach[J]. Journal of International Money and Finance, 2015 (58): 150-171
- [22] Scotti C. Surprise and Uncertainty Indexes: Real-time Aggregation of Real-Activity Macro Surprises[J]. Journal of Monetary Economics, 2016 (82): 1-19
- [23] Simpson M W, Ramchander S, Chaudhry M. The Impact of Macroeconomic Surprises on Spot and Forward Foreign Exchange Markets[J]. Journal of International Money & Finance, 2005, 24 (5): 693-718
- [24] Tanner G. A Note on Economic News and Intraday Exchange Rates[J]. Journal of Banking & Finance, 1997, 21 (4): 573-585

Abstract: This study examines the impact of China-US economic news on the onshore and offshore RMB exchange rate. It is shown that overestimation of China's economic variables and underestimation of US economic variables have a net devaluation effect on the RMB exchange rate. The RMB exchange rate is mainly affected by the economic news variables related to the Chinese monetary factors. Based on economic news, this study constructs the economic uncertainty index. The study finds that the increase of economic uncertainty in the United States has depreciating effect on the onshore RMB exchange rate and reduces the fluctuation of the onshore RMB exchange rate. The rise of China's economic uncertainty has no significant effect on the level of the RMB exchange rate, but aggravates the fluctuation of the onshore and offshore RMB exchange rate.

Keywords: Economic News; Economic Uncertainty; The RMB Exchange Rate