

经济政策不确定性对人民币汇率波动的影响：综述及理论机制

陈伟斌

(湖南大学金融与统计学院, 湖南长沙, 410006)

摘要：“十四五”规划指出，我国发展环境面临深刻复杂变化，“国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增加”，国内外经济政策不确定性的增加使我国面临更高的汇率异常波动风险。在这一背景下，有必要理清经济政策不确定性对汇率波动的影响及可能的影响渠道。本文首先梳理了经济政策不确定性影响汇率波动的相关文献，并对线性视角和非线性视角下的研究结论进行了总结；其次分析了经济政策不确定性影响汇率波动的理论机制；最后，基于文献综述和理论机制分析，本文认为应加强政策制定管理和预期管理调控经济政策不确定性，同时加强对外汇市场的调控和干预能力，有序推进人民币国际化进程。

关键词：经济政策不确定性；汇率波动；新闻模型

中图分类号：FB

文献标识码：A

一、引言

“十四五”规划指出，我国“十四五”时期的经济社会发展必须坚持稳中求进总基调，统筹发展和安全，实现经济行稳致远。规划同时指出，我国发展环境面临深刻复杂变化，“国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增加”。在新发展阶段更深层次的对外开放进程中，国内外经济政策不确定性的增加使我国面临更高的汇率异常波动风险。

2008年金融危机以来，各国政府为刺激经济复苏推出了大量财政政策、货币政策和贸易政策，全球经济政策不确定性大幅上升，引起了人们对经济政策不确定性的关注。2005年“7·21汇改”后，人民币汇率波动愈加频繁，波动幅度也逐渐加大。2015年8月的“8·11汇改”后，人民币汇率市场化程度进一步提高，人民币兑美元汇率波动性进一步加大。在未来人民币国际化的大趋势下，人民币的市场化程度势必将进一步提高，这使得人民币汇率更容易受到国内外经济政策以及经济政策不确定性冲击的影响，要实现“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”的目标，需要我们更加关注经济政策不确定性的影响。

近年来，全球贸易保护主义抬头，我国面临更加不稳定和不确定的外部经济环境。早在2017年，美方就开始了对中国的贸易调查。中美贸易战期间，中美两国的经济政策不确定性均有一定程度的上升，人民币汇率也出现了较大幅度的双向波动。2018年4月开始，人民币兑美元汇率开始快速贬值，直到12月中美领导人会晤，贸易战暂缓，人民币汇率反弹，出现较大幅度升值，随后保持稳定波动。2019年5月和8月美国两次宣布加征关税时，人民币汇率再次出现较大波动，由相对稳定转向波动贬值；2019年12月，中美达成第一阶段经贸协议，人民币出现升值趋势，直到疫情爆发。可见，中美贸易政策发生较大变化，即经济政策不确定性上升时，人民币汇率会出现一定程度的波动，基于此，我们可以合理地推测，中美经济政策不确定性会显著影响人民币汇率波动。

二、经济政策不确定性对汇率波动的影响

1、线性影响

国内外关于经济政策不确定性对汇率波动影响的线性研究结论并不一致，较多研究认为国内外EPU均会加剧汇率波动，且大多认为国内EPU起主导作用；一些研究认为国外EPU会平抑汇率波动，只有少数研究认为EPU对汇率波动没有影响。

Wang et al. (2021)^[1]使用2010年6月22日至2019年11月22日的日度数据开展研究，发现在“811汇改”前后，美国经济政策不确定性均会加剧人民币汇率波动，但汇改后美国EPU系数的大小和显著性明显高于汇改前，且美国EPU的汇率波动加剧效应在中美贸易摩

擦期间进一步增强。Rachatar Nilavongse et al. (2020)^[2]在包含 5 个变量的两国结构向量自回归 (SVAR) 模型框架下, 分析了英国经济对本国和美国经济政策不确定性冲击的反应, 发现实际汇率波动很大程度上是由不确定性冲击驱动的, 且国内不确定性冲击起着主导作用。Zhongbao Zhou et al. (2020)^[3]采用 GARCH-MIDAS 模型研究发现中美相对经济政策不确定性 (中美 EPU 比值) 对人民币兑美元汇率的长期波动有显著的正向影响, 且在 2008 年次贷危机、2015 年中国股市崩溃和 2018 年中美贸易战期间, 中美相对经济政策不确定性是影响中国汇率市场波动的主要因素。Robert Krol (2014)^[4]研究了 1990 年 6 月至 2012 年 2 月十个工业和新兴经济体的经济政策不确定性对汇率波动的影响, 发现对于工业经济体, 本国和美国经济政策不确定性都会在经济不景气时期增加汇率波动。对于新兴经济体, 只有本国经济政策不确定性会在经济不景气时期增加汇率波动。

吴鑫育等^[5]应用基于极差的 CARR-MIDAS-EPU 模型研究了 EPU 对汇率波动的影响, 发现 EPU 上升会加剧 USD/CNY 汇率的长期波动。朱孟楠和闫帅 (2015)^[6]研究了经济政策不确定性与人民币汇率的动态溢出效应, 发现两者之间存在相互溢出效应, 经济政策不确定性加剧了人民币汇率波动。操玮等 (2021)^[7]应用混频多因子 GARCH-MIDAS 模型研究了中国、美国 and 全球 EPU 对人民币汇率波动影响的异质性, 发现美国的经济政策不确定性上升会平抑人民币汇率波动, 而中国和全球经济政策不确定性上升会加剧人民币汇率波动; 相比于中国和全球 EPU, 美国 EPU 对人民币汇率波动的影响周期更长、程度更高。卜林等 (2021)^[8]使用多因子 GARCH-MIDAS 模型研究发现, 对于大多数经济体而言, 经济政策不确定性上升会显著加剧汇率波动。

还有少数学者认为, 经济政策不确定性不是影响一些国家汇率波动的主要原因。Zachary Bartsch (2019)^[9]使用 GARCH 模型分析了英美两国 2001 年至 2015 年的日度数据, 发现当天的英国 EPU 对英镑-美元双边汇率波动影响不显著, 但前一天的英国 EPU 对英镑汇率波动影响显著; 美国当天和前一天 EPU 对英镑汇率波动影响均不显著。同时, 在将经济政策不确定性与非政策性 (市场) 不确定性分离后, 发现非政策性市场不确定性比经济政策不确定性更能增加波动性。

2、非线性影响

国内外学者们从不同视角出发研究了经济政策不确定性对汇率波动的非线性影响, 多数研究认为, 经济衰退期、汇率波动幅度较大时或在短期内, 经济政策不确定性加剧汇率波动的效应更加显著。部分国内学者还关注了我国“8·11 汇改”前后国内外经济政策不确定性对汇率波动影响的异质性, 发现汇改后国内外经济政策不确定性对人民币汇率波动的波动溢出效应增强。

Bush Georgia et al. (2021)^[10]基于奈特不确定性分析了 1999 年至 2018 年墨西哥不确定性对汇率波动的影响, 发现不确定性越高, 汇率波动越大, 且经济不确定性在衰退期对汇率波动有放大效应。Christina Christou et al. (2018)^[11]研究了美国与 13 个经济体之间经济政策不确定性 (EPU) 的差值与该国货币兑美元汇率水平和汇率波动之间的关系, 发现 EPU 对汇率波动的预测能力呈现出 U 型不对称性, 且相对于预测汇率水平的情形, 不对称性更加明显。Liming Chen (2020)^[12]使用分位数回归分析了中国及其他 4 个经济体经济政策不确定性对人民币兑美元汇率波动的影响, 发现中国 EPU 对人民币汇率波动存在不对称影响。在 5%-75%分位数上, 随着分位数增加 (汇率波动增大), EPU 的正向冲击增大, 加剧汇率波动的效应增强; 但在汇率剧烈波动 (95%分位数) 时, 正向冲击反而相对较低。香港地区的 EPU 对人民币汇率波动没有影响, 而美国、欧盟和日本的 EPU 对人民币汇率波动表现出非对称影响。Mehmet Balcilar et al. (2016)^[13]应用分位数非参数因果关系检验分析了 16 个发达和发展中经济体与美国的相对经济政策不确定性对该国货币兑美元汇率收益和波动性的可预测性, 发现日本等 5 个经济体与美国的相对 EPU 对汇率收益和波动均无预测能力, 韩国等 7 个经济体与美国的相对 EPU 对汇率收益没有预测能力, 但在一些分位数上对汇率

波动有预测能力，中国等4个经济体与美国的相对EPU在全部或部分分位数上对汇率收益和汇率波动均有预测能力。

王新和刘俊奇（2020）^[4]使用2005年1月至2019年6月的月度数据，基于分位数回归研究了美国贸易政策不确定性（MPU）对人民币兑美元汇率波动的非对称效应，发现我国MPU在低汇率波动期间（小于0.1分位数）会加剧人民币汇率波动，但在其他时期会减缓人民币汇率波动；美国MPU增加会加剧人民币汇率波动，且这种加剧效应随着人民币汇率波动率的增加而增强。潘超和李季刚（2021）^[5]将汇率预期波动分为“经济驱动”和“政策冲击”两个区制，采用非线性马尔科夫区制转换回归和TVP-VAR模型研究发现，汇率波动短期内主要受贸易政策不确定性冲击影响，长期内主要受经济基本面影响。

还有部分学者关注了“8·11汇改”前后国内外经济政策不确定性对汇率波动影响的异质性，发现汇改前经济政策不确定性对汇率波动没有影响，而汇改后经济政策不确定性会加剧汇率波动。王盼盼（2021）^[6]使用2010年至2019年的日度数据分析了美国经济政策不确定性对人民币汇率的均值溢出和波动溢出效应，发现美国EPU上升会使人民币相对美元升值，并增加了人民币兑美元汇率的波动性。进一步分样本建立GARCH模型研究发现，“8·11汇改”后美国EPU的均值溢出效应消失，波动溢出效应增强；且在中美贸易摩擦期间，波动溢出效应进一步增强。裴斌（2021）^[7]选取2005年8月1日至2020年4月20日的周度数据，分别应用VAR模型和MVGARCH-BEKK模型研究了我国经济政策不确定性对人民币汇率的均值溢出和波动溢出效应，发现全样本下，我国经济政策不确定性对人民币汇率没有溢出效应。分样本结果显示，“8·11汇改”前，我国经济政策不确定性对人民币汇率没有溢出效应，但汇改后出现了波动溢出效应。

三、经济政策不确定性影响汇率波动的理论机制分析

1、新闻模型

Mussa（1979）提出的新闻模型将外汇视为一种金融资产，将汇率视为外汇这一金融资产的价格，从而将资产市场上金融资产价格决定的分析方法引入到汇率决定理论中。Mussa的实证研究支持了汇率遵从资产价格的有效市场理论，为后续应用新闻模型展开的研究提供了支撑。

该模型表明，未预期到的汇率变动来源于外汇市场中的不可预期的“新闻”。其中，“新闻”被定义为经济主体未预期到的基本面变量变动，由于经济主体被认为是理性预期的，他们会充分观察并利用当下所有可用信息形成预期，因此，这种无法预期到的“新闻”来源于经济主体不可观测的经济政策不确定性。

汇率的变动和波动是由可预期的基本经济变量和不可预期的“新闻”共同决定的，经济政策不确定性导致经济中存在着不可预期的经济基本面“新闻”，这些“新闻”引起了经济主体未预期到的汇率变动和波动。同时，经济政策不确定性也会影响可以观测到的基本面因素。因此，根据新闻模型，经济政策不确定性是影响汇率变动和波动的一个重要因素。

2、替罪羊理论

Bacchetta and Van Winscoop（2003）提出的替罪羊理论同样认为汇率会因可观测的和不可观测的宏观基本面变量冲击而产生波动，当经济政策不确定性上升时，经济主体仅根据可观测到的宏观基本面来解释汇率的变动和波动，形成汇率预期，这导致可观测的基本面成为了不可观测基本面的“替罪羊”。

汇率取决于可观测基本面变量、不可观测基本面变量和投资者对于货币供应量和产出持久性系数的平均预期，而由于存在异质性信息，投资者不知道持续性系数的平均预期和不可观测基本面变量的状况，也无法分离对平均预期的冲击和对不可观测基本面变量的冲击，因此投资者对可观测的基本面变量施加了错误的权重，导致它们成为不可观测变量的“替罪羊”，最终导致汇率与宏观基本面的偏离。

3、实物期权理论

实物期权理论假设企业的投资是不可逆的，投资中产生的成本成为沉没成本，在撤回投资时无法收回；同时，企业可以延迟做出投资决策，投资机会不会因延迟决策而消失。实物期权理论认为企业的投资决策可以看作一系列期权，企业在当期投资和延迟投资之间做出决策，如果当期的投资成本较高或延迟投资的收益较高，那么延迟投资的期权价值上升，企业会选择延迟投资。

当经济政策不确定性上升时，一方面，企业当期投资的预期收益将会下降，延迟投资的预期收益将会更高，企业倾向于等待不确定性下降再执行投资；另一方面，更高的不确定性使得企业面临更程度的金融摩擦，当期的投资成本上升。根据实物期权理论，经济政策不确定性上升导致延迟投资的期权价值上升，企业倾向于延迟执行投资、减少当期投资。企业投资的减少降低了企业的产出，影响到社会的总投资和总产出，恶化经济基本面状况，经济基本面的变化又进一步影响了国际贸易和国际资本流动，从而对汇率波动产生影响。

4、金融摩擦理论

金融摩擦理论认为信贷市场上资金供求双方之间存在着信息不对称，因此存在金融摩擦，当经济政策不确定性上升时，金融中介等资金供给方会出于规避和转嫁风险的目的要求作为资金需求方的企业提供更多的担保和支付更高的长期利率，这加剧了信贷市场的金融摩擦，资金的配给效率降低，使企业面临更高的外部融资成本，企业倾向于减少投资、增加现金持有以应对可能发生的流动性风险。同时，企业的研发投入可能下降，进而降低了企业的全要素生产率，对企业的生产产生不利影响。根据金融摩擦理论，经济政策不确定性上升通过加剧金融摩擦降低了企业的生产和投资，对经济增长产生不利影响，进而影响汇率波动。

5、预防性储蓄理论

预防性储蓄指的是不确定性条件下经济主体的额外储蓄，当经济政策不确定性上升时，风险厌恶的居民感受到未来收入的不确定性上升，为了保障未来消费的稳定性，他们倾向于进行预防性储蓄、减少当期消费以规避风险，最大化整个生命周期的消费效用水平；同时，经济政策不确定性还使企业未来现金流的不确定性上升，企业预防性储蓄动机上升，倾向于持有更多现金和金融资产来预防可能发生的流动性风险和资金断裂风险，企业的投资减少。居民预防性储蓄动机上升虽然带来了储蓄的增加，但由于经济政策不确定性上升一方面通过实物期权效应使企业倾向于延迟投资，另一方面通过金融摩擦效应使得增加的储蓄难以得到有效配置，其促进投资的效果有限。根据预防性储蓄理论，经济政策不确定性通过改变经济主体的预防性储蓄动机引起消费和投资波动，影响经济增速和经济周期，作用于汇率波动。

综上所述，根据新闻模型和替罪羊理论，经济政策不确定性会通过影响微观主体的预期直接作用于汇率波动；根据实物期权理论、金融摩擦理论和预防性储蓄理论，经济政策不确定性还会通过改变微观主体的行为影响宏观经济基本面，间接作用于汇率波动。根据上述理论，经济政策不确定性主要通过以下两个渠道对汇率波动产生影响：

一是预期渠道。经济政策不确定性会直接影响外汇市场交易者等微观主体的预期，从而实时改变他们的经济行为，引起外汇市场上外汇的供给与需求波动，进而在短期内直接加剧了汇率波动。

当经济政策不确定性上升时，外汇市场交易者对于汇率的预期将产生混乱和分化，从而频繁改变操作方向和策略，从而导致短期更大的汇率波动。当经济环境较不稳定时，经济政策不确定性还可能会放大投机性投资者对于未来汇率的预期不稳定性，导致投资者频繁改变做空或做多货币的交易策略，造成外汇供求和汇率的持续波动，外汇市场上的羊群效应可能会进一步加剧这种效应，甚至可能有发生汇率超调的风险。

二是宏观经济渠道。经济政策不确定性还可能通过改变企业和居民等微观主体的预期和行为影响产出、价格、利率等宏观经济基本面因素，从而在中长期间接加剧汇率波动。

对于居民而言,当经济政策不确定性上升时,居民感知到未来收入的不确定性上升,从而倾向于增加预防性储蓄,这导致了消费的减少。但另一方面,储蓄的增加使得信贷市场上的资金供给增加,有利于企业的投资。但由于经济政策不确定性上升同时加剧了信贷市场的金融摩擦,导致这部分增加的信贷资金难以有效地转化为投资。

对于企业而言,当经济政策不确定性上升时,投资项目未来收益的不确定性上升,企业对当前投资的预期盈利能力较为悲观,“延迟投资”期权价值上升,企业倾向于延迟投资;同时,经济政策不确定性上升加剧了信贷市场上的金融摩擦,代理成本上升,资金配给效率降低,企业面临更高的融资成本和未来现金流的不确定性和不稳定性,其预防性储蓄动机增强,从而增加现金持有,减少投资,缩减生产规模,导致投资和产出的下降。除了对企业的投资和产出产生影响,经济政策的不确定性还会影响到企业的进出口贸易行为。一方面,经济政策不确定性使得企业面临更高层次的贸易摩擦和更高昂的进口和出口成本;另一方面,经济政策不确定性所致的投资和产出下降降低了企业的进口需求和出口供给能力,这两方面的因素共同导致了企业进出口贸易规模的减少,从而直接影响外汇供求,作用于汇率波动。

四、总结与建议

首先,本文对国内外关于经济政策不确定性影响汇率波动的相关研究进行了综述,发现国内外关于经济政策不确定性对汇率波动影响的线性研究大多认为国内外 EPU 均会加剧汇率波动,且国内 EPU 起主导作用;而基于非线性视角的研究发现在经济衰退期、汇率波动幅度较大时或在短期内,经济政策不确定性加剧汇率波动的效应更加显著。部分国内学者还关注了我国“8·11 汇改”前后国内外经济政策不确定性对汇率波动影响的异质性,发现汇改后国内外经济政策不确定性对人民币汇率波动的波动溢出效应增强。

其次,本文基于新闻模型、替罪羊理论、实物期权理论、金融摩擦理论和预防性储蓄理论对经济政策不确定性影响汇率波动的理论机制进行了分析,认为经济政策不确定性主要通过预期渠道和宏观经济渠道影响汇率波动。

根据上述结果,本文认为一方面应通过政策制定管理和预期管理两条途径,从降低经济政策本身的不确定性和不确定性的传导两方面对经济政策不确定性进行调控。政府在制定政策时,应保持国内经济政策的连续性和稳定性,及时公开经济政策的实施情况及有关数据,降低经济政策本身不确定性,同时帮助公众形成未来经济政策稳定性强、不确定性低的预期。另一方面应有序推进人民币国际化和汇率市场化进程,在逐步开放资本账户的同时监测金融风险,丰富货币政策工具、加强对外汇市场的调控和干预能力,在此基础上做好金融风险应对方案,为人民币国际化和汇率市场化保驾护航。

参考文献

- [1]Panpan Wang, Yishi Li, Sixu Wu. Time-varying Effects of U.S. Economic Policy Uncertainty on Exchange Rate Return and Volatility in China[J]. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2021.
- [2]Rachatar Nilavongse, Michał Rubaszek, Gazi Salah Uddin. Economic policy uncertainty shocks, economic activity, and exchange rate adjustments[J]. *Economics Letters*, 2020, 186(C).
- [3]Zhongbao Zhou, Zhangyan Fu, Yong Jiang, Ximei Zeng, Ling Lin. Can economic policy uncertainty predict exchange rate volatility? New evidence from the GARCH-MIDAS model[J]. *Finance Research Letters*, 2020, 34.
- [4]Robert Krol. Economic Policy Uncertainty and Exchange Rate Volatility[J]. *International Finance*, 2014, 17(2): 241-256.

- [5] 吴鑫育, 谢海滨, 马超群. 经济政策不确定性与人民币汇率波动率——基于 CARR-MIDAS 模型的实证研究[J]. 中国管理科学, 1-14.
- [6] 朱孟楠, 闫帅. 经济政策不确定性与人民币汇率的动态溢出效应[J]. 国际贸易问题, 2015 (10): 111-119.
- [7] 操玮, 崔陈, 朱卫东. 多来源经济不确定性对人民币汇率波动的影响研究——基于多因子 GARCH-MIDAS 模型的分析[J]. 金融理论与实践, 2021 (07): 59-69.
- [8] 卜林, 赵航, 凡慧敏. 地缘政治风险、经济政策不确定性与汇率波动[J]. 国际金融研究, 2021 (11): 55-65.
- [9] Zachary Bartsch. Economic policy uncertainty and dollar-pound exchange rate return volatility[J]. Journal of International Money and Finance, 2019, 98 (C).
- [10] Bush Georgia, López Noria Gabriela. Uncertainty and exchange rate volatility: Evidence from Mexico[J]. International Review of Economics and Finance, 2021, 75: 704-722.
- [11] Christina Christou, Rangan Gupta, Christis Hassapis, Tahir Suleman. The role of economic uncertainty in forecasting exchange rate returns and realized volatility: Evidence from quantile predictive regressions[J]. Journal of Forecasting, 2018, 37 (7).
- [12] Liming Chen, Ziqing Du, Zhihao Hu. Impact of economic policy uncertainty on exchange rate volatility of China[J]. Finance Research Letters, 2020, 32 (C).
- [13] Mehmet Balcilar, Rangan Gupta, Clement Kyei, Mark E. Wohar. Does Economic Policy Uncertainty Predict Exchange Rate Returns and Volatility? Evidence from a Nonparametric Causality-in-Quantiles Test[J]. Open Economies Review, 2016, 27 (2): 229-250.
- [14] 王新, 刘俊奇. 中美贸易政策不确定性对我国金融市场的影响[J]. 财会月刊, 2020 (04): 137-143.
- [15] 潘超, 李季刚. 贸易政策不确定性、经济基本面与汇率预期波动——基于非线性 MS 回归和 TVP-VAR 的实证分析[J]. 上海对外经贸大学学报, 2021, 28 (06): 57-70.
- [16] 王盼盼. 中美贸易摩擦、美国经济政策不确定性与人民币汇率波动[J]. 世界经济研究, 2021 (07): 75-92+136-137.
- [17] 裴斌, 乔广宇, 王汀汀. 中国经济政策不确定与人民币汇率溢出效应的实证研究[J]. 工业技术经济, 2021, 40 (04): 82-92.

The Impact of Economic Policy Uncertainty on the Fluctuation of RMB Exchange Rate: Literature Review and Theoretical Mechanism

Chen Weibin

(School of Finance and Statistics, Hunan University, ChangSha/Hunan, 410006)

Abstract: The 14th Five-Year Plan points out that China's development environment is facing profound and complex changes, "the international environment is becoming increasingly complex, and the instability and uncertainty are significantly increasing". The increasing uncertainty of domestic and foreign economic policies makes China face higher risk of excess exchange rate fluctuation. In this context, it is necessary to clarify the impact of economic policy uncertainty on exchange rate fluctuation and possible impact channels. Firstly, this paper reviews relevant literature about the impact of economic policy uncertainty on exchange rate fluctuation, and summarizes the research conclusions from the linear and

nonlinear perspectives. Secondly, this paper analyzes the theoretical mechanism of the impact of economic policy uncertainty on exchange rate fluctuation, and finally, based on literature review and theoretical mechanism analysis, this paper argues that we should strengthen the policy-making management and expectation management to regulate the uncertainty of economic policy, while strengthening the ability to regulate and intervene in the foreign exchange market, so as to promote the Internationalization of the renminbi process in an orderly manner.

Keywords: Economic policy uncertainty; Exchange rate fluctuation; News Model