

经济政策不确定性对汇率影响的文献综述

陈俊宇

(湖南大学金融与统计学院, 湖南长沙, 410006)

摘要:近年来,关于经济政策不确定性如何影响汇率的研究,是国内外研究的热点。但现有研究大多着眼于经济政策不确定性对汇率变动、汇率波动的线性影响,较少涉及经济政策不确定性影响汇率变动、汇率波动的非对称效应,而在研究非对称效应的文献中,也缺乏对作用机制的系统梳理。本文认为国内外学者对经济政策不确定性如何影响汇率变动、汇率波动已经积累了一定的成果,但仍存在以下不足:一是研究汇率变动的文献较多,但研究汇率波动的文献较少;二是缺乏系统的理论模型和作用机制分析;三是在变量选取上存在遗漏变量及变量相关性问题;四是构建汇率波动指标的方法较为单一。针对上述不足,本文对后续研究进行了总结与展望。

关键词:经济政策不确定性;汇率;线性影响;非对称效应

中图分类号: F8 **文献标识码:** A

一、引言

2005年7月起我国开始实行有管理的浮动汇率制,人民币汇率参考“一篮子”货币进行调节,不再钉住单一美元。2015年进行的“8.11汇改”调整了美元兑人民币中间价报价机制,使得人民币汇率能更真实地反映当期外汇市场的供求关系,但随着汇率市场化改革的深入,人民币汇率出现异常波动的可能性也在增大。

另一方面,美国作为世界第一大经济体,其各项经济政策的出台、转变,会对世界各国产生深刻影响。次贷危机、中美贸易摩擦、美国在新冠疫情全球蔓延后实行的多轮量化宽松等一系列经济事件的发生,都使得中、美两国的经济政策不确定性(EPU)进一步上升,人民币汇率也出现了一定幅度的波动。

人民币汇率稳定既是我国宏观经济健康发展的基石,也是世界经济金融安全不可或缺的重要环节,《国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》指出,要确保国家经济金融安全,守住不发生系统性风险底线。研究汇率波动有利于防范汇率风险,有助于确保国家经济金融安全,但国内外学者对于经济政策不确定性如何影响汇率波动尚未得出一致结论,且多着眼于经济政策不确定性对汇率波动的线性影响,鲜有研究前者影响后者的非对称效应。

关于经济政策不确定性影响汇率的研究,大多着眼于经济政策不确定性对汇率变动、汇率波动的线性影响,较少涉及经济政策不确定性影响汇率变动、汇率波动的非对称效应,而在研究非对称效应的文献中,也缺乏对作用机制的系统梳理。其中,汇率变动是指汇率对外价值的上下变化,体现为货币升值和贬值;汇率波动是指汇率受到不可预期因素的影响而偏离其长期趋势,反映了汇率风险。

二、经济政策不确定性的内涵与衡量

(一) 经济政策不确定性的内涵

国内外学者对于经济政策不确定性的具体内涵,仍未形成一致的定义,但都涉及政府政策的变化。Gulen and Ion (2016)认为经济政策不确定性是指企业无法准确预测政府颁布政策的时间、内容和潜在影响,从而面临经营环境的不确定性。Baker et al. (2016)认为经济政策不确定性包括经济主体制定财政、货币、监管政策的不确定性以及由此带来的未来经济、政治环境的不确定性。Al-Thaqeb et al. (2020)认为,广义上的经济政策不确定性是指经济体系的不利变化导致政府政策的变化。Julio and Yook (2012)提出,与国家领

导层和政府政策变化相关的不确定性,对宏观经济和公司行为都存在不确定的影响。国内学者饶品贵等(2017)认为经济政策不确定性包括经济政策实施的种类和方式不确定性以及经济政策预期的不确定性等方面。综上所述,本文认为经济政策不确定性是指由不可预知的经济事件引起的政府政策不确定性,属于市场短期冲击。

(二) 经济政策不确定性的衡量

关于经济政策不确定性的衡量方法,国内外现有研究成果可以分为以下三类。

一是基于多因素构建的综合指标进行衡量。其中最具代表性、被最广泛应用的是 Baker et al. (2016) 构建的经济政策不确定性 (EPU) 指数,该指数由新闻指数、税法法条失效指数、CPI 预测差值指数、联邦或地方政府支出预测差值指数四部分构成,因其科学性和全面性而被国内外学术界广泛采用。为了更真实客观地反映中国经济政策不确定性, Huang and Luk (2020) 选取了十家中国报纸,利用它们的信息构建了中国经济政策不确定性 (CNEPU) 指数,并进行了大量稳健性检验,改进了原有的 EPU 指数。此外,陈丹和李优树 (2021) 采用财政政策不确定性、Walker Ray (2021) 采用货币政策不确定性、潘超和李季刚 (2021) 采用贸易政策不确定性等其他综合指标来衡量经济政策不确定性。

二是基于单一不确定性变量进行衡量。部分学者细化了经济政策不确定性,由点及面研究经济政策不确定性对宏观经济和企业行为的影响,如李沛然等 (2019) 采用 VIX 指数、Choi and Furceri (2019) 采用股票市场收益隐含波动率、才国伟等 (2018) 采用地方官员变动率等单一不确定性变量进行了相关研究。

三是基于特定事件的虚拟变量进行衡量。如王灏和孙谦 (2018) 采用世界主要国家大型选举、Cheng Maoyong et al. (2021) 采用地方核心官员变动等虚拟变量来衡量经济政策不确定性。

三、经济政策不确定性对汇率的线性影响研究

(一) 对汇率变动的线性影响研究

国内外学者就经济政策不确定性对汇率变动的线性影响进行了广泛研究,普遍认为本国或外国经济政策不确定性上升会导致本国货币贬值。Abid (2020) 以汇率收益率的变动来衡量汇率变动,对韩国、印度、巴西、墨西哥和智利五个新兴经济体进行了研究,发现对以上五个国家来说,本国经济政策不确定性对本国汇率收益率有显著的负向影响,使本国货币贬值。曹心怡 (2020) 认为中国经济政策不确定性上升会导致短期资本流入减少或由流入转为流出,这给人民币汇率带来较弱的贬值预期。Nilavongse 等 (2020) 以英国为研究对象,检验了国内外经济政策不确定性对英镑汇率变动的影响,他们发现英国经济政策不确定性对英镑汇率变动的影响程度更大,英镑贬值很大程度上归因于英国脱离欧盟带来的不确定性。王凯 (2019) 认为中国、美国和世界经济政策不确定性上升均会导致人民币贬值,其中美国经济政策不确定性对人民币汇率变动的影响程度大于中国经济政策不确定性。但刘强和陶士贵 (2021) 则得到了相反的结论,他们认为中国经济政策不确定性对人民币汇率的影响程度大于外国经济政策不确定性。

(二) 对汇率波动的线性影响研究

关于经济政策不确定性对汇率波动的线性影响,国内外学术界的研究结论并不完全一致。部分学者认为国内外及世界经济政策不确定性上升均会加剧汇率波动,但部分学者认为经济政策不确定性对汇率波动的线性影响存在不同国家间的异质性,或该影响会因为特定经济事件的发生而改变。

王凯 (2019) 研究发现中国、美国的经济政策不确定性上升均会加剧人民币汇率波动,但前者对人民币汇率波动的影响小于后者。林丹如 (2020) 认为中美贸易摩擦期间,美国贸易政策不确定性上升会加剧人民币汇率波动。操玮等 (2020) 认为中国和世界经济政策不确定性上升均会加剧人民币汇率波动,但美国经济政策不确定性上升反而会使人民币汇率波动程度减弱。Robert Krol (2014) 采用 1990 年以来 10 个工业化国家和新兴经济体的数据研究发现,在工业化国家中,本国及美国经济政策不确定性上升均会加剧其在经济萧条时期的

汇率波动；不同的是，在新兴经济体中，仅有本国经济政策不确定性上升会加剧其在经济萧条时期的汇率波动。裴斌等（2021）研究发现在“8.11汇改”前，中国经济政策不确定性对人民币汇率不产生波动溢出效应，但在“8.11汇改”后中国经济政策不确定性上升会加剧人民币汇率波动，原因是汇率形成机制改革使汇率市场化程度更高，经济政策不确定性对汇率的影响渠道更通畅。

四、经济政策不确定性对汇率的非对称影响研究

（一）对汇率变动的非对称影响研究

部分学者从实证角度分析了经济政策不确定性影响汇率变动的非对称效应。刘强和陶士贵（2021）指出在不同汇率变动程度下，经济政策不确定性对人民币汇率变动存在非对称影响。具体来说，在汇率变动程度较高时，经济政策不确定性对人民币汇率变动的的影响程度更大。王新和刘俊奇（2020）以贸易政策不确定性作为经济政策不确定性的代理变量，研究发现美元兑人民币汇率处于较低水平时，中国和美国贸易政策不确定性会使人民币小幅升值；当美元兑人民币汇率处于较高水平时，中国和美国贸易政策不确定性会使人民币小幅贬值。Kiswani（2021）研究了经济政策不确定性上升或下降时，其对汇率变动是否存在非对称效应，发现短期内中国或加拿大的经济政策不确定性上升或下降，对美元兑人民币汇率或美元兑加元汇率存在显著的非对称效应。Kido（2016）研究了经济政策不确定性较高和较低时，其对汇率变动的的影响。具体来说，当美国经济政策不确定性较低时，澳元、韩元、墨西哥比索、巴西雷亚尔等高收益货币倾向于升值，日元倾向于贬值；相反，当美国经济政策不确定性较高时，高收益货币倾向于贬值，日元倾向于升值。

（二）对汇率波动的非对称影响研究

关于经济政策不确定性影响汇率波动的非对称效应，学者们主要基于不同汇率波动程度、经济繁荣或衰退等状态进行了研究。Chen Liming等（2020）研究了不同国家经济政策不确定性与人民币汇率波动的关系，发现随着人民币汇率波动程度的变化，部分经济体的经济政策不确定性对人民币汇率波动存在非对称影响，具体来说，欧洲和日本的经济政策不确定性对人民币汇率波动存在倒U型影响，但美国经济政策不确定性对人民币汇率波动的影响剧烈程度随人民币汇率波动程度的升高而增强。王新和刘俊奇（2020）研究发现在不同人民币汇率波动程度下，我国贸易政策不确定性对人民币汇率存在非对称影响。具体来说，在低汇率波动时期，我国贸易政策不确定性会加剧人民币汇率波动，在高汇率波动时期则相反。Georgia Bush（2021）研究了墨西哥经济政策不确定性在经济繁荣和衰退时期影响墨西哥比索兑美元汇率波动的非对称效应，结果显示墨西哥经济政策不确定性在经济衰退时期会加剧墨西哥比索兑美元汇率波动，繁荣时期则相反。

五、总结和展望

通过梳理文献可以发现，学者们普遍认为本国或外国经济政策不确定性上升会使本国货币贬值，但对于汇率波动的线性影响结论不完全一致，一般认为国内外及世界经济政策不确定性上升均会加剧汇率波动，也有学者认为经济政策不确定性对汇率波动的线性影响存在不同国家间的异质性，或该影响会因为特定经济事件的发生而改变。此外，少数学者对非对称效应进行了研究，认为在经济政策不确定性上升或下降时，经济繁荣或衰退时、不同汇率波动程度、不同汇率变动程度等情况下，经济政策不确定性对汇率波动或汇率变动存在非对称影响。由此可见国内外对经济政策不确定性如何影响汇率变动、汇率波动已经积累了一定的研究成果，但仍存在以下不足：

一是国内外研究汇率变动的文献较多，研究汇率波动的文献较少。汇率变动衡量的是汇率对外价值的上下变化，包括货币升值和货币贬值；而汇率波动指的是汇率受到不可预期的因素影响而偏离其长期趋势，它反映了汇率风险。实现全面建成小康社会的目标后，我国经济进入了新发展阶段，防范、化解汇率风险对我国宏观经济持续健康发展具有重要意义，因此从汇率波动这一视角进行研究具有更重要的理论和应用价值。

二是现有研究汇率波动的文献，大多着眼于经济政策不确定性对汇率波动的线性影响，

较少就非对称效应进行研究,且多是实证研究,缺乏系统的理论模型和作用机制分析。事实上,经济政策不确定性对汇率波动的影响不止存在简单的线性关系,通过后续机制分析,在宏观经济状况较好和较坏等不同状态时,经济政策不确定性对汇率波动的影响可能是非对称的,因此有必要研究不同状态下经济政策不确定性影响汇率波动的非对称效应,对汇率管理、风险防范和化解更具有指导意义。

三是现有文献在变量选取上存在遗漏变量及变量相关性问题。现有实证研究多采用单个国家的 EPU 指数作为核心解释变量,但汇率涉及两国,需要考虑两国经济政策不确定性,因此仅选用单个国家的 EPU 指数存在遗漏变量问题;或将若干个国家的 EPU 指数同时作为独立变量纳入一个模型,而国家间的经济政策不确定性往往是相互影响的,具有一定的相关性,因此不作处理地同时纳入多个国家的 EPU 指数存在变量相关性问题。

四是现有研究汇率波动的文献,构建汇率波动指标的方法较为单一,核心解释变量的选取存在局限。汇率波动由多种因素的相互作用引起,而且各种因素会在不同频率尺度上产生作用,使汇率具有非线性、不规则等复杂特征。但国内外文献几乎都是基于 Bollerslev 于 1986 年提出的广义自回归条件异方差(GARCH)模型来构建汇率波动指标,该模型仅从时间域角度对汇率波动进行分析,忽略了频率域,无法全面揭示汇率波动序列的内在特征。

针对上述不足,本文认为未来可以从以下方面着手,进行进一步研究。

一是研究经济政策不确定性对汇率波动的影响并实证检验其可能存在的非对称效应,并对经济政策不确定性影响汇率的相关理论和在各种经济状态下的非对称影响机制进行详细梳理。

二是采用两国经济政策不确定性指数的比值作为核心解释变量,核心解释变量采用比值形式有两方面原因,一方面,因为汇率涉及两国,需要考虑两国的经济政策不确定性;另一方面,将两国经济政策不确定性合成单一变量,消除了两国经济政策不确定性之间的相关性。

三是采用更前沿的时频分析方法——集合经验模态分解(EEMD)法对人民币汇率数据进行分解,将非线性、非平稳的人民币汇率数据分解为高频分量、低频分量及趋势项,从中提取方差贡献度最高的分量作为人民币汇率波动的代理变量,该方法兼顾时间域和频率域,能全面分析汇率波动序列的内在特征。

参考文献

- [1]Huseyin Gulen,Mihai Ion.Policy Uncertainty and Corporate Investment[J].The Review of Financial Studies,2016,29(3):523-564.
- [2]Baker Scott R,Bloom Nicholas,Davis Steven J.Measuring Economic Policy Uncertainty[J].Quarterly Journal Of Economics,2016,131(4):1593-1636.
- [3]Saud Asaad Al-Thaqeb, Barrak Ghanim Algharabali ,Khaled Tareq Alabdulghafour.The pandemic and economic policy uncertainty[J].International Journal of Finance& Economics,2020:1-11.
- [4]Brandon Julio,Youngsuk Yook.Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles[J].The Journal of Finance,2012,67(1):45-83.
- [5]饶品贵,岳衡,姜国华.经济政策不确定性与企业投资行为研究[J].世界经济,2017,40(02):27-51.
- [6]Yun Huang,Paul Luk.Measuring economic policy uncertainty in China[J].China Economic Review,2020,59(3):1-43.
- [7]陈丹,李优树.财政政策不确定性与对外直接投资[J].财经论丛,2021(06):24-32.
- [8]Walker Ray. Discussion: Monetary policy uncertainty and monetary policy surprises [J]. Journal of International Money and Finance,2021,114(3):1-6.

- [9]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.
- [10]李沛然,李奇霖,宋佳馨.经济不确定性、金融化与大宗商品价格协同性[J].金融评论,2019,11(02):61-80+124.
- [11]Sangyup Choi, Davide Furceri. Uncertainty and cross-border banking flows[J]. Journal of International Money and Finance, 2019, 93: 260-274.
- [12]才国伟,吴华强,徐信忠.政策不确定性对公司投融资行为的影响研究[J].金融研究,2018(03):89-104.
- [13]王灏,孙谦.海外政治不确定性如何影响我国对外直接投资?[J].上海经济研究,2018(06):68-78.
- [14]Cheng Maoyong, Guo Pin, Jin Justin Yiqiang, Geng Hongyan. Political uncertainty and city bank lending in China: Evidence from city government official changes. [J]. Emerging Markets Review, 2021, 49:1-21.
- [15]Abir Abid. Economic policy uncertainty and exchange rates in emerging markets: Short and long runs evidence [J]. Finance Research Letters, 2020, 37:1-7.
- [16]曹心怡.基于经济政策不确定性探究资本账户开放对人民币汇率和股价的影响[D].上海财经大学,2020.
- [17]Rachatar Nilavongse, Michał Rubaszek, Gazi Salah Uddin. Economic policy uncertainty shocks, economic activity, and exchange rate adjustments[J]. Economics Letters, 2020, 186:1-25.
- [18]王凯.经济政策不确定性与人民币汇率[D].厦门大学,2019.
- [19]刘强,陶士贵.经济政策不确定性对人民币汇率的影响研究——基于面板分位数模型的实证分析[J].华东经济管理,2021,35(02):87-96.
- [20]林丹如.美国贸易政策不确定性影响人民币汇率波动的实证分析[D].华南理工大学,2020.
- [21]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.
- [22]Robert Krol. Economic Policy Uncertainty and Exchange Rate Volatility[J]. International Finance, 2014, 17(2):241-256.
- [23]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.
- [24]刘强,陶士贵.经济政策不确定性对实际有效汇率的影响——基于21个经济体的实证研究[J].经济问题探索,2021(03):1-13.
- [25]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.
- [26]Kiswani Khalid M., Elian Mohammad I.. Analyzing the (a)symmetric impacts of oil price, economic policy uncertainty, and global geopolitical risk on exchange rate[J]. The Journal of Economic Asymmetries, 2021, 24:1-18.
- [27]Yosuke Kido. On the link between the US economic policy uncertainty and exchange rates[J]. Economics Letters, 2016, 144:49-52.
- [28]Chen Liming, Du Ziqing, Hu Zhihao. Impact of economic policy uncertainty on exchange rate volatility of China[J]. Finance Research Letters, 2020, 32:1-5.
- [29]Bush Georgia, López Noria Gabriela. Uncertainty and exchange rate volatility: Evidence from Mexico[J]. International Review of Economics and Finance, 2021, 75:704-722.

A Literature Review of the Impact of Economic Policy Uncertainty on Exchange Rates

Chen Junyu

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

Abstract: In recent years, research on how economic policy uncertainty affects exchange rates has been a hot topic of research at home and abroad. However, most of the existing studies focus on the linear effect of economic policy uncertainty on exchange rate changes and exchange rate fluctuations, and less involve the asymmetric effect of economic policy uncertainty on exchange rate changes and exchange rate fluctuations, and among the literature studying the asymmetric effect, there is also a lack of systematic sorting out of the mechanism of action. This paper argues that domestic and foreign scholars have accumulated certain results on how economic policy uncertainty affects exchange rate changes and exchange rate volatility, but there are still the following shortcomings: first, there are more literature on exchange rate changes, but less literature on exchange rate volatility; second, there is a lack of systematic theoretical models and analysis of the mechanism of action; third, there are problems of omitted variables and variable correlation in the selection of variables; fourth, the construction of exchange rate volatility indicators Fourth, the method of constructing exchange rate volatility indicators is relatively single. In view of the above shortcomings, this paper summarizes and outlooks on the follow-up research.

Keywords: Economic Policy Uncertainty; Exchange Rates; Linear Effects; Asymmetric Effects