

央行沟通的股票市场稳定效应研究^{*}

——基于事件研究法的分析

肖争艳 黄源 王兆瑞

摘要:本文利用2008—2016年的股票市场和央行沟通数据,采用事件研究法实证研究了中国央行沟通对股票市场稳定产生的影响。研究发现,在央行书面沟通方面,货币政策委员会会议纪要不能显著降低股市波动,并且其影响不会因为措辞变得更加明确而得到改善。相比之下,《货币政策执行报告》和《金融稳定报告》则有利于稳定股市波动。在央行口头沟通方面,央行关于经济金融形势和货币政策的沟通均能很好地降低股市波动。总体来看,口头沟通稳定股票市场波动的效果比书面沟通更好。随着货币政策口头沟通措辞的明确化和沟通灵活性与针对性的加强,口头沟通对股票市场稳定发挥的作用也会变得更加有效。对此,央行在未来需要完善沟通方式,更加重视口头沟通机制。在货币政策的口头沟通中,央行应注重措辞的明确化和沟通的及时性。在货币政策的书面沟通中,央行应注重提高信息质量,披露更多关于货币政策的决策过程及调整原因等实质性内容。

关键词:央行沟通 股票市场 事件研究法 货币政策

一、引言

央行沟通旨在有意识地向公众进行关于货币政策和经济金融形势的沟通,传达央行的政策操作意图,进而影响和引导公众预期,实现政策目标。作为重要的货币政策工具,央行沟通具有时滞性短、灵活性强等诸多优点,已受到越来越多国家的重视。与大多数发达国家股票市场组成结构不同,我国股市的交易由散户主导,散户在进行金融交易时更容易受到宏观政策信息和媒体信息的影响而改变其投资决策。而且,历次股市大幅波动的经验教训表明股市稳定对于宏观经济稳定与长期增长是十分重要的。因此,虽然实现股市稳定等金融稳定未必是央行最核心的政策目标,但是,央行在政策实践中一直很重视股票市场的稳定性,也采用央行口头沟通的方式实现股市稳定。比如,2019年4月14日,央行副行长陈雨露就公开表明“中国股市正显示出触底和复苏迹象”。而且,这并不是央行高官首次在公开场合为A股“呐喊助威”。2018年中国股市低迷时,央行行长易纲和央行党委书记郭树清等就多次出面就股市发表言论进行沟通,以稳定市场信心和实现股市稳定。因此,研究我国央行沟通对股票市场波动的影响仍然具有一定的现实意义和理论价值。

央行沟通包括书面沟通和口头沟通两大部分(Reeves & Sawicki, 2007)。其中,书面沟通指的是央行通过发布书面报告、会议纪要等书面材料,向公众传达有关货币政策执行情况、当前经济金融形势等方面的信息。口头沟通则是由央行官员、新闻发言人等,利用新闻发布会、公开演讲、谈话和专访等方式,就央行对当前和未来经济形势和政策走向的看法、对特定政策和事件的解读与说明等与公众进行

^{*} 肖争艳,中国人民大学应用统计研究院,邮政编码:100872,电子邮箱:xiaozhengyan@ruc.edu.cn;黄源,美国范德堡大学经济系,电子邮箱:yuan.huang@vanderbilt.edu;王兆瑞,中国人民大学经济学院,电子邮箱:wangzhaorui696@126.com。本文受教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“基于大数据的精算统计模型与风险管理问题研究(16JJD910001)资助。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。

沟通。自 2009 年以来,我国央行关于货币政策和金融稳定问题的口头沟通次数显著上升。以新闻发布会和央行官员的讲话、采访为主的沟通事件越来越频繁,某些月份单月沟通就达到 10 余次。那么,现实中我国的央行沟通对股票市场的波动究竟产生了怎样的影响?何种类型的沟通对股市波动的影响作用更为明显?沟通的及时性和透明度是否会影响股市波动?这些都是亟待研究的理论与政策问题。

央行沟通主要通过两条传导渠道对股票市场产生影响。一是“降低噪音”,即央行通过沟通向市场传递信息,降低央行与公众之间信息不对称的程度,使市场参与者根据接收到的信息更好地调整投资决策。二是“引导预期”,即央行通过沟通减少市场参与者信息和预期的异质性,促使资产价格更真实地反映经济基本面(吴国培、潘再见,2014)。大部分政策制定者和学者都认为,加强央行沟通可以显著提高货币政策的有效性,有助于维护金融市场的整体稳定(Woodford, 2005; Blinder et al, 2008; 张维等, 2009; Born et al, 2014)。然而,由于股票市场不确定性和投机的存在,央行任何关于政策时机、规模变化的行动和言词,都可能会改变市场预期和风险承担行为,进而引发不可预期的市场波动(Friedman, 2014)。因此,有部分学者认为在具体的政策实施时,央行沟通的效果会由于沟通形式、内容和股票市场情况的不同而具有差异(马理等, 2013)。吴国培、潘再见(2014)通过 EGARCH 模型研究发现,央行沟通对资产价格的影响方向符合预期,但效果不够显著,特别是对长期利率的影响微弱。口头沟通对资产价格的影响比书面沟通更明显,央行行长沟通对资产价格的影响大于他人沟通。同样基于 EGARCH 模型,王博、刘翀(2016)的研究也发现,在金融市场中,央行沟通的效应远小于货币政策决定的市场效应,央行沟通稳定市场波动的效应无法冲抵货币政策决定引起的市场波动。

从已有文献来看,目前对我国央行沟通与股票市场稳定的研究还存在着两点可以在学术上边际改进的地方。第一,在探讨央行沟通的股票市场效应时,已有文献对央行沟通的划分依据主要是针对沟通的方式(口头沟通和书面沟通),而很少从沟通内容的角度对央行沟通进行划分。事实上,即使是同样的沟通方式,由于央行沟通的内容不同,其对股票市场产生的效果也有可能是不同的。例如,在央行书面沟通的方式下,《货币政策执行报告》和央行货币政策委员会会议纪要更加偏重于货币政策和经济形势的沟通,而《金融稳定报告》则更加偏重于金融市场情况的沟通,不同内容的书面沟通会对股票市场产生不同的影响。因此,在研究央行沟通时就不能仅依据沟通方式的差异而进行研究,需要从沟通方式和沟通内容两个维度进行划分,做出更为细致的研究。第二,大多数文献通常基于 GARCH 类模型仅考虑了极短时间内(往往是沟通发生当天或滞后一天)央行沟通行为对股票市场波动的影响。其问题在于,当央行沟通有效影响到股票市场收益率时,必然会在沟通当天甚至是接下来的较短时间内增加市场波动。这时,央行沟通所发挥的稳定市场作用可能需要一定的时滞才能显现出来,这就需要在更长的时间窗口内全面地考察央行沟通对股票市场波动产生的作用。而 GARCH 类方法,尤其是 EGARCH 模型,只能考察央行沟通在很短的时期内产生的影响。这是因为在使用 GARCH 类模型探讨央行沟通对股票市场波动的影响时,央行沟通作为解释变量进入模型,其估计系数反映了当期央行沟通对股票市场产生的影响。如果要考察沟通发生后 n 天对股市波动产生的影响,则需要加入相应的央行沟通的 n 期滞后项。然而,由于在 GARCH 类模型中加入过多解释变量的滞后项,会带来多重共线性、估计效率低等问题,这就使 GARCH 类模型难以估计出央行沟通在较长时间内对股票市场的影响。

鉴于此,本文在进行实证分析时将主要进行以下两点改进。第一,在研究内容方面,本文将在央行沟通形式划分的基础上,进一步对沟通内容进行分类。其中,将央行口头沟通细分为关于经济金融形势的沟通和关于货币政策的沟通,将央行书面沟通细分为《货币政策执行报告》、货币政策委员会会议纪要和《金融稳定报告》。第二,在研究方法方面,本文使用事件研究法来分析在较长的时间范围内央行沟通对股票市场波动所产生的影响。虽然在央行沟通发生时,股票市场存在其他影响因素,但是,这并不妨碍本文使用事件研究法来分析央行沟通对股票市场波动的影响。首先,对于每一个央行沟通样本发生时同时发生的其他因素,在这所有样本集内同时发生事件的联合概率实际上是一个非常小的小概率。也就是说,即使在某一沟通事件窗口期内发生了一个其他非预期事件导致股票市场

异常波动,这样的事件不会出现在每一次沟通的事件窗口期。其次,还可以通过统计显著性检验来说明沟通事件对股票波动性的影响。本文分别采用参数 t 检验和样本占比的非参数检验来研究沟通事件影响股票市场波动的统计显著性。再次,本文从两个方面对全样本沟通事件进行了剔除。最后,从现有文献来看,事件研究法被广泛运用于研究央行沟通对金融市场的影响,是一种比较常见的研究方法(Edmans et al,2007;Pojarliev & Levich,2008;Born et al,2014;李云峰等,2014)。因此,相比于 GARCH 类模型,事件研究法更加适合于研究某一类沟通事件在较长的时间范围内所产生的影响。

本文研究发现,第一,在央行书面沟通中,货币政策委员会会议纪要不能显著降低股市波动,而且其影响不会因为措辞变得更加明确而得到改善。与之相反,《货币政策执行报告》和《金融稳定报告》的发布则有助于减小股市波动。第二,在央行口头沟通方面,央行关于经济金融形势和货币政策的沟通均能很好地降低股市波动,并且这一结果会随着沟通措辞更加明确、沟通更加及时和具有针对性而得到改善。本文的贡献之一是,本文从沟通内容和沟通方式两个维度进行了更为细致的分类,研究结果表明在降低股票市场波动方面,选择口头沟通的效果更好。本文的贡献之二是,本文从沟通是否明确、是否具有灵活性和针对性等多个角度考察了各类央行沟通在较长一段时间内对股票市场的影响,这为央行改进和完善与市场的沟通交流,提高抑制股票市场波动的效率提供了参考借鉴。

二、数据处理和研究设计

1. 央行沟通的量化。本文选取了 2008—2016 年央行沟通事件,并根据央行沟通内容的不同,将央行书面沟通和口头沟通进行了更为细致的分类。央行书面沟通方面,选取《货币政策执行报告》、央行货币政策委员会(季度例会)会议纪要和《金融稳定报告》三种重要报告进行研究。其中,《货币政策执行报告》和货币政策委员会会议纪要侧重于对经济金融形势和货币政策执行的相关情况进行沟通,而《金融稳定报告》则侧重于对国内金融部门的运行状况进行沟通。选取这三种报告的原因有三点:第一,这三种报告均为定期发布的报告,其内容与架构较为稳定;第二,这三种报告在中国人民银行的所有报告中受关注程度较高;第三,这三种报告的已发布数量较多,可用于实证检验的样本量足够大。

关于央行口头沟通,本文收集并整理了 2008—2016 年中国人民银行网站上“新闻发布”一栏的所有内容,并从中筛选出与口头沟通相关的内容,筛选的依据主要有三个方面。第一,央行有关负责人答记者问和接受媒体采访的实录。第二,央行召开工作会议、座谈会以及分析会的谈话实录。第三,央行官员发表的主旨演讲、会议致辞等。此外,按照关于经济金融形势的沟通和关于货币政策的沟通对筛选出的样本进行分类。其中,关于经济金融形势的沟通是指发言人就我国经济增长的总体形势、就业市场形势或一些重要经济指标的说明,以及对金融统计数据、货币信贷数据等重要金融经济发展数据的解读。此类沟通具有较强的灵活性和针对性,能够及时应对突发事件,稳定市场情绪的波动。关于货币政策的沟通是指央行官员和发言人对当前货币政策执行状况、未来货币政策基调、执行要点等内容进行的说明,以及通过新闻发布会对重大货币政策操作,如降息降准、变动存贷款利率浮动区间等进行的说明。此类沟通能够让公众更好地了解央行货币政策操作的内容和意图,可以有效地解决央行与公众之间信息不对称的问题。

对于每一类央行沟通,本文将其视作一个哑变量。当天发生沟通时,赋值为 1,否则赋值为 0。同时,考虑到股市的交易时间限制,当沟通的发生时间在交易日 15 点之前时,将当天的沟通赋值为 1;当沟通的发生时间在 15 点之后时,则在下一个交易日赋值为 1。本文选取数据的频率均以“天”为单位,而没有使用精确到分钟的更高频数据。这主要是因为许多央行沟通消息的发布可能并不在股市开盘期内。例如,2016 年四个季度发布的《货币政策执行报告》都是在 19:00 之后,而那时股票市场已经闭市,没有精确到分钟的数据与之匹配。^①

^①事实上,样本数据精确到“天”的研究也是较为常见的。如,在 Fišer & Horváth(2010)、Born et al(2014)和王博、刘翀(2016)等的研究中,事件的时间窗口也都是精确到“天”。

此外,为了避免混淆央行沟通和央行实际的货币政策操作给股市带来的影响,我们将沟通当天同时伴随着货币政策操作的样本剔除。^① 为了避免同类沟通事件相互之间产生干扰,仅保留沟通发生前后 15 个交易日没有其他同类型沟通事件发生的样本,以便于考察事件发生后 15 个交易日内股票市场波动的变化情况。选取 15 天作为标准的原因在于,如果选取的时间窗口长度过短,则无法达到本文要探究央行沟通对股票市场波动影响持续时间的目的。如果选取的窗口时间过长,则会导致过多的沟通事件被剔除,样本信息损失严重。因此,结合央行沟通发生的频率和分布状况,选择 15 天是合适的。最终得到的沟通样本情况如表 1 所示。^②

表 1 央行沟通频率表

书面沟通	《货币政策执行报告》	货币政策会议纪要	《金融稳定报告》
样本量	34	26	8
口头沟通	经济金融形势沟通	货币政策沟通	
样本量	50	53	

2. 事件研究法。本文试图通过事件研究法考察我国不同类型的央行沟通对股票市场波动产生的影响。事件研究法通过比较和检验沟通发生前后股市超额收益率波动的差异,得出央行沟通对股市波动产生的效应。本文将央行的每一次沟通定义为一次事件,在时间上记为 t_0 ,并定义一个包含 t_0 的时间窗 $(T_1, T_2]$ 为事件窗口,将 T_1 前的时间范围 $(T_1, T_2]$ 定义为估计窗口。利用估计窗口内的信息估计出计算股票市场正常收益率(即不受沟通事件影响时的股票市场收益率)的基准模型,并由此可以得到任意一天的正常收益率。当天实际的股市收益率与模型预测的正常收益率之差则为超额收益率。通过比较事件发生前后一段时间内超额收益率的方差,即可得出沟通事件对股市波动的影响。需要注意的是,估计窗口和事件窗口在时间上不能重叠,以避免事件的发生对正常收益率的估计产生干扰。在确定估计窗口期的长度时,太长的估计时间会导致其他事件的交叉影响,而太短的估计时间则无法较为准确地估计出回归系数。因此,本文选取了在研究我国股市问题时常用的 120 天作为估计窗口的长度(张新,2003;唐齐鸣、张云,2009)。同时,分别定义事件窗口为 1 天、3 天和 5 天,以保证结果具有稳健性。

大多数事件研究在分析事件对单个股票产生的效应时,通常采用因素模型,例如三因素模型(Fama & French,1993)或四因素模型(Carhart,1997)。然而,本文研究的是央行沟通对整个股票市场股指波动的影响,而非对某支个股的影响,因此本文没有采用因素模型进行实证研究。本文借鉴 Edmans et al(2007)、Pojarliev & Levich(2008)以及 Born et al(2014)的方法,设定正常收益率模型如下:

$$R_{i,t} = \alpha_{0i} + \beta_{1i}R_{i,t-1} + \beta_{2i}C_{i,t} + \beta_{3i}C_{i,t-1} + \beta_{4i}D_t + \beta_{5i}M_{i,t-1} + \beta_{6i}S_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $R_{i,t}$ 表示的是股票市场指数的对数收益率,用以反映股票市场的总体收益率。在研究我国央行沟通和股市收益率的关系时,最为广泛采用的股票市场指数是上证综合指数。除此之外,本文还选取沪深 300 指数和深证成指用于稳健性检验。 $R_{i,t-1}$ 表示股指对数滞后 1 期(在本文中是指 1 天)的数值。^③ $C_{i,t}$ 表

①为了更好地说明本文将沟通当天同时伴随着货币政策操作的样本剔除是合理的,作者还利用本文所构建的模型和方法对沟通当天伴随货币政策操作的样本重新进行了检验。结果表明,若央行沟通与货币政策操作同时存在,股票指数波动率仅在事件发生后的第一天显著下降,在随后的 2~15 天内,股票市场波动并未显著降低。这一结果与进行相应剔除后的样本的检验结果存在较大差异,因此本文将沟通当天同时伴有货币政策操作的样本剔除具有一定的合理性。

②央行发布的《金融稳定报告》频率较低,每年仅有 1 份。而本文使用的非参数检验方法可以有效地应对发布频率较少的小样本数据,这与李云峰等(2014)的做法也是一致的。

③与李云峰等(2014)的研究模型不同,本文模型参考了 Edmans et al(2007)和 Born et al(2014)的做法,在自变量中包含了股指对数的一阶滞后项。这种做法主要是考虑到,股票市场指数具有较强的自相关性,而加入一阶滞后项可以有效避免可能会出现的一阶自相关问题,使结果更加合理可靠。

示的是纳斯达克指数的对数,以控制全球股市变动对我国股市带来的冲击。^① 本文选取了2008—2016年的股市数据,数据均来自Wind资讯终端。 D_t 是表示星期一至星期五的虚拟变量。 $M_{i,t-1}$ 表示的是事件发生前20个交易日股票市场的趋势,本文以股票收益率的均值来衡量。 $S_{i,t-1}$ 是事件发生前20个交易日的股票市场波动状况,用股票收益率的标准差进行衡量。基于(1)式可以估计出事件日当天的正常收益率。实际的股市收益率和估计出的正常收益率之差为超额收益率,如下式所示:

$$\hat{\epsilon}_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_{0i} + \hat{\beta}_1 R_{i,t-1} + \hat{\beta}_2 C_{i,t} + \hat{\beta}_3 C_{i,t-1} + \hat{\beta}_4 D_t + \hat{\beta}_5 M_{i,t-1} + \hat{\beta}_6 S_{i,t-1}) \quad (2)$$

进一步地,若计算央行沟通在较长时期内的效应,需要对(2)式进行改进。在拓展时间窗口时,假定纳斯达克指数对我国股票市场而言是外生变量,并且(2)式中前20天的股票市场趋势及股票市场收益标准差需要用预测值来代替,具体如下:

$$\hat{\epsilon}_{i,t+k} = R_{i,t+k} - (\hat{\alpha}_{0i} + \hat{\beta}_1 R_{i,t+k-1} + \hat{\beta}_2 C_{i,t+k} + \hat{\beta}_3 C_{i,t+k-1} + \hat{\beta}_4 D_{t+k} + \hat{\beta}_5 M_{i,t+k-1} + \hat{\beta}_6 S_{i,t+k-1}) \quad (3)$$

其中, k 表示时间窗口的长度。定义 $\Delta\sigma_i = \sigma_{\hat{\epsilon}_{i,t/t+k}} - \sigma_{\hat{\epsilon}_{i,t-1/t-1+k}}$ 为沟通事件发生前后股市超额收益率波动的差值。其中, $\sigma_{\hat{\epsilon}_{i,t/t+k}}$ 是时间 t 到 $t+k$ 天每日超额收益率的标准差, $\sigma_{\hat{\epsilon}_{i,t-1/t-1+k}}$ 是事件发生前相应时间窗口内每日超额收益率的标准差。如果央行沟通具有“降低噪音”和引导预期的作用,那么 $\Delta\sigma$ 应该显著为负(Campbell et al, 2001)。实证检验方面,李云峰等(2014)和Born et al(2014)等在研究央行沟通对股票市场影响时,均使用了 $\Delta\sigma$ 来判断沟通行为是否起到了稳定股票市场的作用。本文分别采用参数t检验和非参数检验来研究沟通事件影响股票市场波动的统计显著性。其中参数t检验的方法验证 $\Delta\sigma_i$ 的均值 $\Delta\sigma$ 是否显著为负,进而判断央行沟通是否起到了稳定股票市场波动的作用。当 $\Delta\sigma$ 显著为负时,可以认为央行沟通降低了股市波动,反之则认为沟通加大了股市波动。非参数检验方法主要验证超额收益率波动的差值为正或为负的样本占比是否显著异于50%。若央行沟通对股票市场波动没有影响,那么在窗口期内超额收益率波动的差值为正或为负的概率应该相等。本文利用MacKinlay(1997)构造的满足标准正态分布的检验统计量来进行非参数符号检验,具体表示如下:

$$J_2 = \left[\frac{N^-}{N} - 0.5 \right] \frac{\sqrt{N}}{0.5} \sim N(0,1) \quad (4)$$

其中, N^- 表示 $\Delta\sigma_i$ 为负的样本的个数, N 为样本总数。当超额收益率波动的差值为正的样本占比显著大于50%时,则可以认为央行沟通能够显著降低股市的波动。

三、实证检验结果及分析

1. 不同内容的书面沟通对股市波动产生的影响。表2给出了事件窗口期为3天时^②,央行各类书面沟通发生后不同时间内股市波动率变化的平均值。结果表明,当央行的书面沟通以《货币政策执行报告》发布时,上证指数和沪深300指数波动率的变化均在1~4天内显著为负,深证成指波动率的变化在第1天和第2天显著为负。这表明央行发布的《货币政策执行报告》会给公众带来关于经济金融形势和未来货币政策操作的大量信息,进而引导公众预期,使公众调整其股市投资决策行

① 本文模型在选取国外市场对中国股市影响的控制变量时,使用了纳斯达克指数,而不是标普500指数或者道琼斯指数。这主要是因为,本文作者对2008—2016年国外市场三大指数与中国股市三大指数分别进行全样本回归后发现,在5%的显著性水平下,国内市场的上证综指、沪深300指数和深证成指的收益率与纳斯达克指数是高度相关的,而与标普500指数和道琼斯指数是不相关的。

② 本文所说的“天”均指的是交易日,文中所列结果的事件窗口长度为3天。为了验证结果的稳健性,我们分别将定义的事件窗口长度变更为1天和5天,得出的结论与表2的结果相比,并没有明显差异。由于篇幅有限,在文中没有列出。如有需要,可向作者索取。

为,能够有效地降低股市的异常波动。当央行的书面沟通《金融稳定报告》发布时,上证指数的波动率在第1天及第3~7天均显著下降,沪深300指数和深证成指的波动率分别在第1~6天和第3~6天内显著降低。上述结果表明,《金融稳定报告》的发布所产生的“降低噪音”的作用较为明显,能够较好地降低股市的波动性。这主要是因为《金融稳定报告》着重对当前和未来经济形势,尤其是金融发展稳定状况进行沟通。通过定性描述和定量考察相结合的方式,使公众对于金融部门的当前状况和稳定性、经济基本面以及政府政策都有了较为明确的和一致的预期,从而降低了股市波动。相比之下,央行发布的货币政策会议纪要仅在第1天使上证综指、沪深300指数和深证成指波动率的变化显著为负,在其余的报告期间内结果均不显著。这表明,货币政策会议纪要对股市波动的平抑效果较差。

表2 央行各类书面沟通发布后股市波动率变化的均值

时间	(a)《货币政策执行报告》			(b)货币政策会议纪要			(c)《金融稳定报告》		
	上证综指	沪深300指数	深证成指	上证综指	沪深300指数	深证成指	上证综指	沪深300指数	深证成指
1天	-0.00508***	-0.00612***	-0.00555***	-0.00365*	-0.00382**	-0.00399***	-0.00191**	-0.00306**	-0.00217
2天	-0.00397**	-0.00402**	-0.00274**	-0.00027	-0.00101	0.00005	-0.00084	-0.00240**	-0.00202
3天	-0.00195**	-0.00223**	-0.00142	-0.00100	-0.00107	0.00058	-0.00304**	-0.00430***	-0.00372***
4天	-0.00124*	-0.00148*	-0.00149	-0.00036	-0.00024	0.00039	-0.00291**	-0.00394***	-0.00362***
5天	-0.00048	-0.00061	-0.00101	-0.00022	0.00081	0.001290	-0.00282**	-0.00383***	-0.00354***
6天	-0.00049	-0.00036	-0.00032	0.00039	0.00142	0.00190	-0.00265**	-0.00261**	-0.00256***
7天	-0.00035	-0.00015	-0.00015	0.00029	0.00090	0.00115	-0.00177*	-0.00155	-0.00095
8天	-0.00010	0.00012	0.00006	-0.00049	0.00054	0.00053	-0.00110	-0.00014	0.00072
9天	-0.00011	0.00004	0.00038	-0.00007	0.00051	0.00049	-0.00076	0.00051	0.00122
10天	0.00026	0.00099	0.00136	-0.00031	0.00076	0.00068	-0.00054	0.00036	0.00077

注:*、**和***依次表示在10%、5%和1%的水平上显著。最左栏表示考察市场波动的时间范围。以下各表同。由于篇幅限制,本文的实证结果均未报告数据的标准误。

表3列出了央行各类书面沟通发布前后,在事件窗口期为3天时不同时间内股指波动率减小的样本数占总样本数的比重。结果表明,货币政策会议纪要的发布仅在第1天和第2天使上证指数波动率减小的样本占比超过50%。对沪深300指数和深证成指而言,检验结果并不显著,这说明书面沟通以货币政策会议纪要的形式发布并没有显著降低市场波动。相比之下,在《货币政策执行报告》和《金融稳定报告》发布之后的较短时间内,上证综指、沪深300指数和深证成指波动率减小的样本占比均显著超过了50%,最高时甚至达到了82%。可以看出,以上两种形式书面报告的发布能够显著降低市场波动。此处的结论与李云峰等(2014)的研究结果有所不同,他们的研究认为无论短期还是长期,《金融稳定报告》的发布都不能降低市场波动。结果不同的主要原因是样本选取的时间跨度有所不同,李云峰等(2014)样本的时间区间为2006—2012年,而本文样本的时间区间为2008—2016年。事实上,中国央行在2008年国际金融危机之后才更加重视沟通对金融市场稳定的作用。

2. 不同内容的口头沟通对股市波动的影响。表4给出了央行的口头沟通发生后股市波动率变化的平均值。从结果可以看出,央行关于经济金融形势和货币政策的沟通都能够较好地起到降低市场波动的作用。经济金融形势的口头沟通方面,在沟通发生后的第1~8天,上证综指和深证成指的波动率变化均显著为负,沪深300指数波动率的变化在第1~9天内显著为负。货币政策的沟通方面,上证综指、沪深300指数以及深证成指波动率的变化均在沟通发生后的第1~7天显著为负。因此,关于经济金融形势和货币政策的口头沟通可以有效平抑股票市场的异常波动,并且影响持续的时间也较长。

表5给出了央行口头沟通发布后股市波动率减小的样本占比的检验结果。从结果可以看出,央行关于经济金融形势和货币政策的口头沟通能够明显地提高股市波动率减小的样本占比。具体来讲,关于经济金融形势和关于货币政策的口头沟通发生后的第1~9天内,上证综指、沪深300指数和深证成指波动率减小的样本占比均超过了50%,其中第1~3天的结果较为显著。总体来看,央行口头沟通可以在一定程度上减小股票市场的异常波动。冀志斌、宋清华(2012)和张强、胡荣尚(2013)的研究也表明央行口头沟通对平抑股票市场波动具有一定的作用。

表3 央行各类书面沟通发布后股市波动率减小的样本占比^①

时间	(a)《货币政策执行报告》			(b)货币政策会议纪要			(c)《金融稳定报告》		
	上证综指	沪深300指数	深证成指	上证综指	沪深300指数	深证成指	上证综指	沪深300指数	深证成指
1天	0.82143***	0.75000***	0.78571***	0.85714**	1.00000	1.00000	0.66667**	0.66667*	0.55556**
2天	0.75000***	0.71429**	0.64286*	0.57143*	0.71429	0.57143	0.66667*	0.77778*	0.66667
3天	0.67857**	0.64286**	0.60714	0.57143	0.57143	0.42857	0.77778	0.88889	0.88889
4天	0.57143	0.60714	0.57143	0.5714	0.28571	0.57143	0.77778	0.77778	0.88889
5天	0.53571	0.57143	0.53571	0.42857	0.28571	0.14291	0.77778	0.88889	0.88889
6天	0.50000	0.53571	0.53571	0.28571	0.14286	0.14286	0.77778	1.00000	0.88889
7天	0.53571	0.46429	0.50000	0.14286	0.14286	0.28571	0.66667	0.66667	0.55556
8天	0.35714	0.46429	0.46429	0.42857	0.42857	0.28571	0.55556	0.33333	0.33333
9天	0.46429	0.50000	0.46429	0.42857	0.42857	0.28571	0.44444	0.22222	0.22222
10天	0.46429	0.42857	0.46429	0.42857	0.42857	0.28571	0.44444	0.33333	0.44444

表4 央行口头沟通对股市波动的影响结果

时间	(a)经济金融形势沟通			(b)货币政策沟通		
	上证综指	沪深300指数	深证成指	上证综指	沪深300指数	深证成指
1天	-0.00389***	-0.00394***	-0.00525***	-0.00310**	-0.00322**	-0.00399***
2天	-0.00320***	-0.00313***	-0.00410***	-0.00390***	-0.00389***	-0.00420***
3天	-0.00233***	-0.00276***	-0.00324***	-0.00292***	-0.00336***	-0.00354***
4天	-0.00178***	-0.00191***	-0.00232***	-0.00230***	-0.00310***	-0.00313***
5天	-0.00134***	-0.00162***	-0.00185***	-0.00164***	-0.00210***	-0.00234***
6天	-0.00105***	-0.00124***	-0.00137***	-0.00132***	-0.00126***	-0.00118**
7天	-0.00087***	-0.00130***	-0.00125***	-0.00090*	-0.00108**	-0.00095*
8天	-0.00057*	-0.00094***	-0.00080**	-0.00055	-0.00078	-0.00071
9天	-0.00035	-0.00085**	-0.00060	-0.00047	-0.00048	-0.00025
10天	-0.00018	-0.00055	-0.00022	-0.00020	-0.00035	-0.00001

表5 央行口头沟通发布后股市波动率减小的样本占比

时间	(a)经济金融形势沟通			(b)货币政策沟通		
	上证综指	沪深300指数	深证成指	上证综指	沪深300指数	深证成指
1天	0.72414***	0.77586***	0.79310***	0.67647***	0.76471***	0.79412**
2天	0.75862***	0.77586***	0.79310**	0.79412***	0.79412***	0.82353**
3天	0.68966***	0.68966**	0.77586*	0.70588***	0.70588**	0.79412
4天	0.72414	0.72414*	0.68966	0.73529	0.79412	0.79412
5天	0.63793	0.68966	0.72414	0.70588	0.79412	0.79412
6天	0.60345	0.68966	0.67241	0.61765	0.67647	0.58824
7天	0.58621	0.72414	0.62069	0.58824	0.55882	0.55882
8天	0.56897	0.60345	0.56897	0.50000	0.58824	0.47059
9天	0.58621	0.63793	0.56897	0.61765	0.55882	0.50000
10天	0.46552	0.58621	0.46552	0.47059	0.52941	0.50000

①本文没有选择更长时限的事后窗口期,这主要是因为2008年国际金融危机以来,我国央行明显增加了口头沟通的频率。例如,2015年6月和7月,满足本文研究筛选条件的央行口头沟通次数就达到了3次。如果选取的事后窗口期过长,可能会出现事后窗口期内发生其他沟通事件,金融市场也有可能受到其他消息的影响,从而无法解释引起市场波动变化的真正原因。另外,本文尝试了将事后窗口期改为更长时限的窗口期,实证结果显示央行沟通事件发生10天后,金融市场的波动性并没有发生显著变化。

不同于已有研究,本文实证结果还表明,在稳定股票市场波动方面口头沟通优于书面沟通。如前所述,冀志斌、宋清华(2012)和张强、胡荣尚(2013)以及吴国培、潘再见(2014)等文献在关于书面沟通和口头沟通方面得到了与本文一致的结果。鉴于本文在同一个框架体系下同时考虑了口头沟通和书面沟通,因此能够进一步比较书面沟通与口头沟通的效果。结合表2和表4的结果不难发现,口头沟通在降低股市波动方面的作用更大。以沪深300指数为例,沟通发生后的第1天,《金融稳定报告》对股市波动率的影响为 -0.00306 (5%的水平上显著),而关于经济金融形势的口头沟通对股市波动率的影响为 -0.00394 (1%的水平上显著),口头沟通回归系数的绝对值更大。类似地,在沟通发生后的第7天和第8天,《金融稳定报告》这一书面沟通方式对股市波动没有明显影响,而关于经济金融形势的口头沟通对股市波动率的影响分别为 -0.00130 和 -0.00094 (1%的水平上显著)。Born et al(2014)的研究以金融稳定为视角,发现书面的《金融稳定报告》比与金融稳定相关的一些讲话和采访等口头沟通效果更好。本文结论与Born et al(2014)存在一定差异,这是因为Born et al(2014)虽然考虑了口头沟通和书面沟通,但只考虑了关于金融稳定这一类内容的沟通,而本文则考虑了更多内容的口头沟通。本文研究发现虽然书面的《金融稳定报告》能够降低市场波动,但关于经济金融形势和货币政策的口头沟通效果更佳,这些结论是对Born et al(2014)研究的进一步补充。

3. 措辞明确是否有助于降低股票市场波动? 2008年以后,我国的央行沟通越来越频繁。值得注意的是,2010年第四季度之后,央行关于货币政策的书面沟通和口头沟通在提及货币政策未来取向问题时,措辞均采用了含义较为宽泛和模糊的“稳健”一词。因此,需要进一步研究的问题是,报告措辞不明确是否使沟通不仅没有发挥其应有的“降低噪音”的效果,反而加重了公众对于未来货币政策操作理解的分歧,造成了公众预期的混乱? 上文提到的货币政策会议纪要的发布对于平抑股市波动的效果并不尽如人意,是否在一定程度上是由沟通的措辞不够明确所导致的? 措辞明确的口头沟通是否更有利于降低股票市场波动? 对此,本文将样本中措辞不明确的报告进行剔除,仅保留对货币政策未来操作明确定调的样本。就书面报告而言,对明确采用“从紧”“适度宽松”,或是明确提出“把保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨作为宏观调控的首要任务,把抑制通货膨胀放在突出位置”的沟通进行事件研究。就口头沟通而言,本文仅保留明确采用“紧缩”、“适度宽松”和“抑制通货膨胀”等措辞的沟通进行事件研究。

表6和表7实证结果表明,在书面沟通中增加措辞的明确度并不能提高稳定股票市场波动的效果。在措辞明确的《货币政策执行报告》发布之后,深证成指波动率的变化仅在第一天显著为负,上证综指和沪深300指数的波动率的变化在第1~10天的考察期内均不显著。类似地,在措辞明确的货币政策会议纪要发布之后,上证综指和深证成指波动率的变化仅在第1天显著为负,沪深300指数波动率的变化虽然在前三天显著为负,但在随后的第4天和第5天显著为正。从表7中也可以看出,措辞明确的货币政策会议纪要仅能在发布后的第1天显著提高三大股指波动率减小的样本占比,《货币政策执行报告》仅在发布后的第1天使深证成指波动率减小的样本占比超过50%。因此,总体来看,措辞明确的书面沟通并不能起到应有的降低股票市场波动的作用。^①

将表8的结果与表4(b)部分的结果对比可以发现,口头沟通的措辞越明确越能降低市场波动。对于上证综指而言, $\Delta\sigma$ 的估值在1~10天的时间窗口内均显著为负,波动率减小的幅度更大。对沪深300指数和深证成指而言, $\Delta\sigma$ 估值显著为负持续的时间分别为8天和9天。因此,措辞明确的货币政策口头沟通能够更好地发挥引导预期的作用,从而在整体上减小股指的异常波动。同时,措辞明确的货币政策口头沟通所发挥的平抑波动作用时间更长。

本文研究从稳定股票市场波动的视角为支持清晰明确的沟通提供了新的实证证据。央行沟通领域的早期代表性研究提倡透明的货币政策,反对含糊其词的沟通(Woodford,2001)。而近年来,

^①这一结果对于事件窗口定义为1天和5天的情况也均是稳健的。由于篇幅有限,本文没有列出具体结果。

关于沟通是否越清晰越好的问题产生了一定的学术争论。Campbell et al(2012)在研究前瞻性指引政策时指出,清晰的沟通虽然能更明显地改善经济状况,但是会产生时间不一致性问题。本文研究发现在降低股票市场波动方面,应当采用措辞明确的沟通,尤其是措辞明确的口头沟通。

表6 措辞明确的书面沟通发布后股市波动率变化的均值

时间	(a)《货币政策执行报告》			(b)货币政策会议纪要		
	上证综指	沪深300指数	深证成指	上证综指	沪深300指数	深证成指
1天	-0.00211	0.00144	-0.00503*	-0.00410***	-0.00442***	-0.00448***
2天	-0.00122	0.00213	-0.00027	-0.00078	-0.00103***	0.00009
3天	-0.00016	0.00206	0.00159	-0.00130	-0.00081**	0.00079
4天	-0.00039	0.00202	0.00061	-0.00052	0.00009*	0.00069
5天	0.00025	0.00046	0.00071	-0.00043	0.00112*	0.00163
6天	-0.00030	0.00069	0.00007	0.00023	0.00166	0.00215
7天	-0.00002	0.00068	0.00008	0.00019	0.00100	0.00126
8天	0.00023	0.00145	0.00021	-0.00048	0.00057	0.00058
9天	0.00045	0.00284	0.00008	-0.00002	0.00045	0.00042
10天	0.00098	0.00097	0.00102	-0.00026	0.00077	0.00069

表7 措辞明确的书面沟通发布后股市波动率减小的样本占比

时间	(a)《货币政策执行报告》			(b)货币政策会议纪要		
	上证综指	沪深300指数	深证成指	上证综指	沪深300指数	深证成指
1天	0.64286	0.64286	0.71429*	0.85714**	1.00000***	1.00000***
2天	0.57143	0.42857	0.57143	0.57143	0.57143	0.57143
3天	0.57143	0.42857	0.42857	0.57143	0.57143	0.42857
4天	0.64286	0.42857	0.42857	0.57143	0.28571	0.28571
5天	0.50000	0.42857	0.35714	0.42857	0.28571	0.14286**
6天	0.57143	0.35714	0.50000	0.28571	0.14286	0.14286**
7天	0.42857	0.35714	0.50000	0.28571	0.28571	0.28571
8天	0.28571	0.42857	0.42857	0.42857	0.42857	0.28571
9天	0.42857	0.50000	0.50000	0.57143	0.57143	0.28571
10天	0.35714	0.64286	0.50000	0.42857	0.42857	0.57143

表8 措辞明确的货币政策口头沟通发布后股市波动率变化的均值

时间	上证综指	沪深300指数	深证成指
1天	-0.00244**	-0.00295***	-0.00426***
2天	-0.00217**	-0.00319***	-0.00386***
3天	-0.00130*	-0.00244***	-0.00243**
4天	-0.00190**	-0.00248***	-0.00297***
5天	-0.00154**	-0.00180**	-0.00232***
6天	-0.00125**	-0.00135**	-0.00134**
7天	-0.00160***	-0.00158***	-0.00151**
8天	-0.00145**	-0.00163***	-0.00160**
9天	-0.00111**	-0.00118**	-0.00076
10天	-0.00115*	-0.00078	-0.00011

4. 灵活性和针对性是否有助于降低股票市场波动？考虑到平抑波动效果较好的经济金融形势沟通的一个特点是具有相当的灵活性和针对性，能及时地针对经济金融形势的变化和市场情绪的波动进行沟通。那么，具有更为灵活性和针对性的央行沟通是否在不平抑股市波动方面发挥了更好的作用呢？对此，本文仅保留如下三类货币政策口头沟通。一是对于前期采取的货币政策操作进行的解释说明，如央行有关负责人对降息降准、扩大存贷款利率浮动区间以及取消存贷款利率限制等货币政策操作答记者问。二是对媒体关于货币政策操作进行的不实报道或错误解读进行辟谣和纠正，如2016年2月19日和6月28日，央行分别针对部分媒体关于“央行决定对部分银行提高存款准备金率，因其新增贷款发放速度过快”，和“中国开始恢复银行利率管制”“重新为存贷款利率浮动幅度设限”的不实报道进行了专门辟谣与说明。三是针对当前经济金融发展形势，就未来货币政策操作进行的沟通，主要是在部分央行有关负责人就货币信贷数据、社会融资规模统计数据和金融统计数据答记者问时提及。事件研究结果如表9和表10所示。

表9 灵活和有针对性的货币政策口头沟通发布后股市波动率变化情况

时间	(a)波动率变化的均值			(b)波动率降低的样本占比		
	上证综指	沪深300指数	深证成指	上证综指	沪深300指数	深证成指
1天	-0.00789***	-0.00780**	-0.00758**	0.75000**	0.75000**	0.75000**
2天	-0.00470**	-0.00333**	-0.00441**	0.75000**	0.62500	0.75000**
3天	-0.00240**	-0.00399**	-0.00206**	0.75000**	0.62500	0.68750*
4天	-0.00075	-0.00248**	-0.00060	0.62500	0.62500	0.68750*
5天	-0.00002	-0.00182	0.00014	0.62500	0.62500	0.56250
6天	-0.00092	-0.00123	-0.00081	0.68750*	0.68750*	0.68750*
7天	-0.00060	-0.00167*	-0.00052	0.50000	0.62500	0.43750
8天	-0.00035	-0.00192*	-0.00033	0.50000	0.62500	0.50000
9天	-0.00085	-0.00106**	-0.00084	0.56250	0.62500	0.56250
10天	-0.00108	0.00010	-0.00104	0.62500	0.62500	0.62500

注：*、**和***依次表示显著性水平为10%、5%和1%。最左栏表示考察波动的的时间范围。

从表9的结果可以看出，具有灵活性和针对性的沟通能够显著降低股市波动。在灵活和有针对性的货币政策沟通发布之后，上证综指和深证成指波动率的变化在第1~3天内显著为负，沪深300指数的波动率变化在第1~4天内显著为负。从表9(b)中同样可以看出，在灵活和有针对性的货币政策口头沟通发布后，上证综指、沪深300指数和深证成指波动率降低的样本占比在绝大部分考察期均大于50%，最高时甚至达到了75%。这表明央行关于货币政策操作进行的及时且具有针对性的解读和沟通能够更好地发挥“降低噪音”的作用，从而降低股市的波动。

表10 央行行长口头沟通发布后股市波动率变化情况

时间	(a)波动率变化的均值			(b)波动率降低的样本占比		
	上证综指	沪深300指数	深证成指	上证综指	沪深300指数	深证成指
1天	-0.0043***	-0.0042***	-0.0044***	0.8095***	0.8571***	0.8571***
2天	-0.0029***	-0.0025***	-0.0022***	0.8095***	0.7143**	0.6190
3天	-0.0022***	-0.0024***	-0.0021**	0.7619***	0.7143**	0.6667*
4天	-0.0019***	-0.0020***	-0.0015**	0.7619***	0.8095***	0.6190
5天	-0.0018***	-0.0017***	-0.0016***	0.8571***	0.7619***	0.6667*
6天	-0.0013**	-0.0012***	-0.0013	0.7143**	0.8095***	0.6190
7天	-0.0009**	-0.0007*	-0.0008	0.7143**	0.5714	0.4762
8天	-0.0008**	-0.0004	-0.0008	0.6190	0.4286	0.3810
9天	-0.0009**	-0.0003	-0.0008	0.6667	0.4286	0.4762
10天	-0.0007*	-0.0005	-0.0009	0.6667	0.4762	0.5714

5. 央行行长口头沟通的股票市场效应分析。在上述实证检验过程中,选取的央行沟通样本并没有特别区分行长沟通和非行长沟通。这主要是因为,我国货币政策调整的信息主要通过官网发布,随后央行的新闻发言人或有关负责人会就货币政策调整的相关内容答记者问。如果仅采用央行行长的发言和讲话进行研究,就可能会遗漏一些重要的信息。然而,冀志斌、周先平(2011)和吴国培、潘再见(2014)等学者的研究均发现央行行长的口头沟通对金融市场稳定具有显著的影响。因此,为了更好地说明本文实证检验结果的稳健性,本文进一步筛选出央行行长口头沟通的样本,利用相同的方法进行检验。

从表 10 中的结果可以看出,央行行长的口头沟通能够显著降低股票市场的波动。具体来讲,在沟通发布后的第 1~10 天,上证综指波动率的变化显著为负,沪深 300 指数和深证成指变化率显著为负的持续时间分别为 7 天和 5 天。从波动率降低的样本占比结果同样可以看出,在沟通发布后的第 1~6 天和第 1~7 天内,沪深 300 指数和上证综指波动率减小的样本占比均大于 50%,最高时达到了 85.7%。深证成指的结果虽然仅在第 1 天、第 3 天和第 5 天显著,但波动率减小的样本占比也远超过 50%。总体来看,央行行长口头沟通能够起到稳定股票市场波动的一定效果,这一结果也能够佐证本文实证检验结果的稳健性。

6. 2015 年“股灾”会对央行沟通稳定股市波动的效应产生影响吗? 本文选取的样本时间跨度为 2008—2016 年,涵盖了 2015 年“股灾”期间的所有数据。^① 2015 年我国股市经历了灾难性下跌,上证综指从最高时的 5164.16 点,下跌至 2850.71 点,跌幅高达 44.8%。与此同时,2015 年沪深 300 指数的最大跌幅为 44.1%,深证成指最大跌幅为 49.2%。期间,央行进行了多轮沟通以稳定市场情绪,那么“股灾”事件的发生会对央行沟通稳定股票市场波动的效应产生一定的影响吗? 对此,本文使用同样的实证研究方法对 2015 年“股灾”期间的数据重新进行了检验。表 11 中的结果表明,2015 年“股灾”期间的央行沟通使上证指数波动率的变化在第 1 天、第 2 天、第 5 天和第 6 天显著为负,沪深 300 指数和深证成指波动率也分别在第 1~5 天和第 1~6 天显著降低。从表 3(b)中同样可以发现,在短期内(1 周内)央行沟通可以显著提高三大股指波动率减小的样本数占总样本数的比重,最高时甚至达到了 78%。以上实证检验结果表明,本文的实证结果在股灾期间也是稳健的,股灾期间央行沟通仍然可以显著降低股票市场的波动。

表 11 2015 年股灾期间央行沟通对股市波动率变化的影响

时间	(a)波动率变化的均值			(b)波动率降低的样本占比		
	上证综指	沪深 300 指数	深证成指	上证综指	沪深 300 指数	深证成指
1 天	-0.0076***	-0.0049***	-0.0071***	0.7778***	0.7222***	0.7222***
2 天	-0.0065***	-0.0043***	-0.0054***	0.7778***	0.6667***	0.6667***
3 天	-0.0020	-0.0026**	-0.0034**	0.5556	0.6667**	0.6667**
4 天	-0.0021	-0.0017***	-0.0021*	0.5556*	0.5556*	0.5556*
5 天	-0.0016*	-0.0015***	-0.0024*	0.6111***	0.7222**	0.6111***
6 天	-0.0010*	-0.0010	-0.0021*	0.6111*	0.6667*	0.6111**
7 天	0.0001	0.0006	-0.0003	0.5000	0.4444	0.5000***
8 天	0.0010	0.0014	0.0008	0.4444	0.4444	0.3889
9 天	0.0007	0.0010	0.0000	0.4444	0.5000	0.5556
10 天	0.0009	0.0013	-0.0003	0.5000	0.5556	0.6111

①本文所使用的样本时间跨度为 2008—2016 年,这期间还涵盖了 2016 年初我国股票市场实施熔断机制事件。但本文并未对这一机制加以控制,主要原因有两点:第一,熔断机制从 2016 年 1 月 1 日正式实施至 1 月 8 日暂停实施一共只有 8 天时间,这一短暂的时间跨度,并不符合本文事件研究法的基本要求;第二,2016 年 1 月 1 日至 8 日期间,央行官网上没有发布任何关于经济金融形势或者货币政策调整的沟通内容。

7. 实证结果分析。从本文的实证研究结果来看,央行沟通能起到稳定股票市场波动的作用。其传导机制主要有两个方面(见图1)。第一,央行沟通可以“降低噪音”,有助于消除非理性行为对股票市场稳定的影响。现实中,央行与公众之间存在一定程度的信息不对称,央行对经济系统的认知程度往往优于公众。央行沟通能够有效缓解央行与公众之间的信息不对称状况,增强货币政策的透明度,进而使资产的价格能够更好地反映经济基本面,从而减小金融资产价格的波动(Blinder et al, 2008)。第二,央行沟通可以引导预期,降低股票市场不确定性。央行就货币政策实施和宏观经济形势等内容进行沟通,不但可以影响公众对于未来政策操作和经济前景的预期,提高公众对市场变化的预测能力,而且有助于降低市场不确定性及这些不确定性对预期的影响,进而达到稳定股票市场的目的。

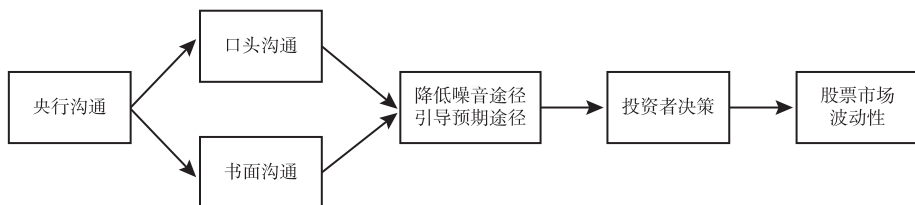


图1 央行沟通影响股票市场波动性示意图

本文实证研究还发现,不同的沟通内容、措辞等会对股票市场稳定产生不同的效果。具体来讲,货币政策委员会会议纪要稳定股票市场波动的作用要弱于《货币政策执行报告》和《金融稳定报告》,这主要是因为我国货币政策委员会不是货币政策的决策机构,仅提供政策建议或咨询,导致产生的决议往往没有受到市场的足够重视。而且,会议纪要大多使用原则性的语言,这未能有效解决央行与公众之间信息不对称的问题(吴国培、潘再见,2014)。相比之下,《金融稳定报告》对我国金融体系的稳健性状况进行全面评估,具有较强的针对性,可以有效地起到“降低噪音”效果,因而具有稳定股市波动的更好效果。此外,相比于书面沟通,口头沟通稳定市场波动的效果更好,而且措辞明确和具有针对性的口头沟通对股市波动的平抑效果更好。这主要有两方面原因:第一,我国《货币政策执行报告》《金融稳定报告》等央行书面沟通的报告均定期发布,而且内容一般是对过去一段时间情况的总结,与资本市场变化存在一定时滞。而口头沟通可以随时发布,而且针对性较强,因此具有更好的稳定市场波动效果。第二,记者发布会和新闻采访等口头沟通所传递的信息更加“通俗易懂”,更能明确反映货币政策的取向和意图(冀志斌、周先平,2011)。随着口头沟通措辞明确程度的提高和及时性、针对性的加强,就更能起到引导公众预期的作用,因此具有更好的稳定股票市场波动效果。

四、结论与政策建议

本文运用事件研究法分析发现,央行沟通对稳定我国股票市场波动起到了重要作用。不同于以往文献仅在书面沟通和口头沟通两大层面分析央行沟通对股票市场的影响,本文进一步从沟通内容的角度对书面沟通和口头沟通进行了更为细致的分类,并研究了各类央行沟通的股票市场效应。研究表明,对于书面沟通的细分类别而言,货币政策委员会会议纪要的发布对股市波动的平抑效果较差,并且其影响不会因为措辞变得更加明确而得到改善。相比之下,《货币政策执行报告》和《金融稳定报告》的发布则更多地发挥着“降低噪音”的作用,能够有效降低股票市场的波动。对于口头沟通的细分类别而言,央行关于经济金融形势和货币政策的口头沟通均能够很好地降低股市的波动。对比书面沟通和口头沟通的结果可以发现,口头沟通稳定股票市场的效果比书面沟通更好。进一步研究发现,当央行关于货币政策的口头沟通在措辞上更加明确,或者是央行及时并针对性地采取沟通时,其对股市波动的平抑效果会变得更好。

基于本文的结论,可以得出关于央行沟通的三点政策启示。第一,央行应完善沟通方式,更加重视口头沟通。我国央行在现有的定期沟通方式中,以定期发布报告和工作会议纪要等书面沟通为

主,对市场的沟通效果有限,不利于降低股票市场波动。与之相对应的是,央行的口头沟通在降低股票市场波动方面能够发挥较好的作用。然而,我国央行目前对于常态化口头沟通的建设还不够重视。例如,2016年,央行仅在4月、5月和7月针对经济中货币信贷形势的变化和相应的货币政策操作的变动举行了答记者问,与公众进行了沟通;而在其余月份则并未采取类似的沟通措施,更没有形成完善的机制体制。对此,央行可以参考美联储较为完善的口头沟通和书面沟通相结合的沟通机制,适当提高口头沟通的频率,并建设常态化规律化的口头沟通制度体系。

第二,在口头沟通方面,央行关于货币政策的沟通应该更加注意措辞明确和沟通的灵活性针对性。一方面,影响货币政策口头沟通有效性的重要因素之一就是沟通措辞的表达。出于谨慎性考虑,央行在与市场的沟通方面往往偏于保守,经常使用措辞较为模糊的表达。这容易造成市场误读,带来更大的市场波动风险。对此,应该提高货币政策口头沟通内容的透明度,措辞表达应更为清晰化和具体化。例如,更加明确地表达货币政策的取向,声明当前货币政策调控的首要目标,等等。另一方面,对于即将采取或是已经采取的货币政策操作,央行要更为及时地与市场进行沟通,最大程度地避免货币政策操作给市场带来的波动。目前,我国央行在货币政策操作上还存在着事前不沟通、事后不说明的情况。比如,2017年2月20日,媒体报道“央行正评估银行定向降准申请”,该消息引起市场关于货币政策的宽松预期,引发股票市场强烈的反响。而央行随后发布声明称这只是例行考核,并不代表货币政策取向发生变化。^①由于事前没有进行市场沟通,导致公众对政策操作误读和股票市场震荡。本文研究结果显示,灵活且具有针对性的货币政策口头沟通有助于降低股票市场波动,这就要求央行增加沟通的灵活性,当发生相应货币政策操作时应在事前或事后给予及时且有针对性的说明。

第三,在书面沟通方面,应该提高书面沟通内容的信息质量,比如提高内容清晰度和发布重要预测指标。《金融稳定报告》包括了更多的数据和量化指标,例如对银行业、证券业、股票市场等部门的稳健性评估,这是《金融稳定报告》相比于其他书面报告能够更好引导预期和降低市场波动的重要原因之一。就央行货币政策委员会会议纪要而言,目前存在着内容过于简略单薄的问题。从已经发布的会议纪要来看,其仅对当前和未来国际、国内经济发展形势与货币政策操作的要点进行简要概述。而美联储发布的货币政策委员会会议纪要不仅对货币政策的具体操作做出了明确的说明,还披露了委员会做出这一政策决定的原因,也披露了委员会支持和反对货币政策调整的投票状况等。该做法能够最大程度地降低政策误读所带来的市场波动,这可能是今后我国央行在完善书面沟通时需要改进的方向。

参考文献:

- 冀志斌 宋清华,2012:《中央银行沟通的金融市场效应——基于中国数据的实证分析》,《宏观经济研究》第9期。
- 冀志斌 周先平,2011:《中央银行沟通可以作为货币政策工具吗——基于中国数据的分析》,《国际金融研究》第2期。
- 李云峰 崔静雯 白湘阳,2014:《金融稳定沟通与金融市场稳定——来自中国〈金融稳定报告〉的证据》,《宏观经济研究》第4期。
- 马理 黄帆帆 孙芳芳,2013:《央行沟通行为与市场利率波动的相关性研究——基于中国银行业同业拆放利率 Shibor 的数据检验》,《华中科技大学学报(社会科学版)》第6期。
- 唐齐鸣 张云,2009:《基于公司治理视角的中国股票市场非法内幕交易研究》,《金融研究》第6期。
- 王博 刘翀,2016:《央行沟通的金融市场效应——来自中国的证据》,《经济动态》第11期。
- 吴国培 潘再见,2014:《中央银行沟通对金融资产价格的影响——基于中国的实证研究》,《金融研究》第5期。
- 张强 胡荣尚,2013:《中央银行沟通对金融资产价格的影响——以股票市场为例》,《财贸经济》第8期。
- 张维 等,2009:《资产价格泡沫研究综述:基于行为金融和计算实验方法的视角》,《金融研究》第8期。
- 张新,2003:《并购重组是否创造价值?——中国证券市场的理论与实证研究》,《经济研究》第6期。
- Blinder, A. S. et al(2008), “Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence”, NBER Working Paper, No. 13932.

^①详情参见 <http://www.bbtnews.com.cn/2017/0221/182196.shtml>。

- Born, B. et al(2014), “Central bank communication on financial stability”, *Economic Journal* 124(577):701–734.
- Campbell, J. Y. et al(2001), “Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk”, *Journal of Finance* 56(1):1–43.
- Campbell, J. R. et al(2012), “Macroeconomic effects of Federal Reserve Forward Guidance”, *Brookings Papers on Economic Activity* (1):1–80.
- Carhart, M. M. (1997), “On persistence in mutual fund performance”, *Journal of Finance* 52(1):57–82.
- Edmans, A. et al(2007), “Sports sentiment and stock returns”, *Journal of Finance* 62(4):1967–1998.
- Fama, E. F. & K. R. French(1993), “Common risk factors in the returns on stocks and bonds”, *Journal of Financial Economics* 33(1):3–56.
- Fišer, R. & R. Horváth(2010), “Central bank communication and exchange rate volatility: A GARCH analysis”, *Macroeconomics & Finance in Emerging Market Economies* 3(1):25–31.
- Friedman, B. M. (2014), “Has the financial crisis permanently changed the practice of monetary policy? Has it changed the theory of monetary policy?”, *Manchester School* 83(S1):5–19.
- MacKinlay, A. C. (1997), “Event studies in economics and finance”, *Journal of Economic Literature* 35(1):13–39.
- Pojarliev, M. & R. M. Levich(2008), “Do professional currency managers beat the benchmark?”, *Financial Analysts Journal* 64(5):18–32.
- Reeves, R. & M. Sawicki(2007), “Do financial markets react to Bank of England communication?”, *European Journal of Political Economy* 23(1):207–227.
- Woodford, M. (2001), “Monetary policy in the information economy”, NBER Working Paper, No. 8674.
- Woodford, M. (2005), “Central bank communication and policy effectiveness”, NBER Working Paper, No. 11898.

The Effects of China’s Central Bank Communication on Stock Market Volatility

XIAO Zhengyan¹ HUANG Yuan² WANG Zhaorui¹

(1. Renmin University of China, Beijing, China; 2. Vanderbilt University, Nashville, USA)

Abstract: Utilizing the stock market and central bank communication data between 2008 and 2016, this paper investigates the impact of China’s central bank communication on stock market volatility with an event study method. The results show that as for the written communication of the central bank, the minutes of the monetary policy committee meetings cannot significantly reduce stock market volatility, and this impact will not be improved when the wording becomes more explicit. In contrast, the implementation report of monetary policy and the financial stability report are conducive to reducing stock market volatility. In terms of verbal communication by the central bank, the communication on economic and financial situations as well as monetary policy can reduce stock market volatility. Overall, verbal communication does better than written communication in lowering the stock market volatility. With the clarification of wording and the enhancement of flexibility and pertinence of verbal communication of monetary policy, its impact on the stability of stock market will become more significant. In this regard, the central bank needs to improve communication methods in the future and pay more attention to verbal communication mechanisms. As for the verbal communication of monetary policy, the central bank should pay attention to the clarification of wording and the timeliness of communication. As for the written communication of monetary policy, the central bank should focus on improving the quality of information and disclosing more substantive contents about the decision-making process of monetary policy and the reasons for adjustment.

Keywords: Central Bank Communication; Stock Market; Event Study; Monetary Policy

(责任编辑:陈建青)

(校对:孙志超)