

# 央行文本信息及其对金融市场的预测效果研究

段从强

济南大学 山东济南

**【摘要】**随着全球金融市场的复杂程度与相互关联性显著增强，传统预测方法存在宏观数据滞后、市场情绪难量化等局限。本文以央行文本信息为研究对象，选取《中国货币政策执行报告》为代表性文本，构建面向央行文本的领域词典，系统检验其对金融市场的预测效果。在方法构建上，本文克服了通用词典在金融文本处理中的适应性不足，通过集成 Word2Vec 词向量技术与人工筛选机制，构建了专门针对央行政策语境的领域词典，有效解决了通用词典在金融政策文本中的语义偏差问题，并引入否定词与程度副词调整规则，构建了适用于央行语料的情绪指数测度框架。实证结果显示：央行文本信息对股票市场收益率表现出显著预测能力，尤其对创业板指的预测效果最为突出，表明成长型资产对政策情绪信号具有更高敏感性；在外汇市场方面，文本情绪信息对在岸人民币汇率的贬值压力抑制效应显著，而离岸市场因境外投资者的语言壁垒呈现预测失效。本文既为央行文本信息量化提供了方法论创新，还为政策制定者优化预期管理、投资者识别市场信号提供了实证依据。

**【关键词】**央行文本信息；领域词典；金融市场预测；Word2Vec

**【收稿日期】**2025年9月20日    **【出刊日期】**2025年10月28日    **【DOI】**10.12208/j.aif.20250035

## Research on central bank text information and its predictive power for financial markets

Congqiang Duan

*University of Jinan, Jinan, Shandong*

**【Abstract】** As global financial markets grow increasingly complex and interconnected, traditional forecasting methods face limitations such as lagging macroeconomic data and difficulties in quantifying market sentiment. This study focuses on textual information from central banks, selecting the China Monetary Policy Execution Report as a representative corpus, and constructs a domain-specific dictionary for central bank texts to systematically examine its predictive power for financial markets. Methodologically, this research addresses the inadequacy of general-purpose dictionaries in processing financial texts by integrating Word2Vec word embedding technology with manual screening mechanism. Based on semantic relevance, domain-specific vocabulary is expanded, and rules for negation words and degree adverbs are introduced to develop a sentiment indexing framework tailored to central bank language. Empirical results show that central bank textual information significantly predicts stock market returns, with the most pronounced effect observed for the ChiNext Index, indicating that growth-oriented assets are more sensitive to policy sentiment signals. In foreign exchange markets, textual sentiment significantly suppresses depreciation pressures in onshore CNY rates, whereas predictive power fails in offshore markets due to language barriers among international investors. This study not only offers methodological innovations in quantifying central bank textual information but also provides empirical support for policymakers to improve expectation management and for investors to identify market signals.

**【Keywords】** Central bank textual information; Domain-specific dictionary; Financial market forecasting; Word2Vec

## 1 引言

金融市场波动是影响宏观经济稳定的关键因素之一。传统预测模型大多基于有效市场假说，侧重于利用GDP增长率、通货膨胀率与利率等结构化宏观经济指标（Fama, 1991）<sup>[1]</sup>，然而，该类方法在应对政策突变、市场情绪非理性波动及发生极端外部事件时，往往表现不佳。以2020年新冠疫情冲击为例，传统模型因难以捕捉投资者情绪突变与政策文本信号的非线性传导，导致预测偏离实际（Baker和Wurgler, 2007）<sup>[2]</sup>。随着行为金融学的兴起，学界逐渐意识到金融市场不仅响应基本面信息，也受到投资者情绪与预期偏差等非理性因素的显著影响（De Long等, 1990）<sup>[3]</sup>。在此背景下，利用文本分析技术提取央行政策文本中的有效信息，以增强对金融市场走势预测的准确性与前瞻性，已成为学术研究与实务操作中亟待深入探索的重要课题。

近年来，自然语言处理（NLP）技术的迅速发展为金融文本分析提供了重要支持。通过提取社交媒体、新闻资讯及公司公告等非结构化文本中的语义信息，研究者能够更为精准地识别市场预期与参与者行为倾向（Tetlock, 2007）<sup>[4]</sup>。例如，Loughran和McDonald（2011）构建的金融情感词典（LM词典）被广泛用于分析企业年报与股价波动的关系<sup>[5]</sup>，Bollen等（2011）则基于Twitter情绪数据有效预测了道琼斯指数的日内波动<sup>[6]</sup>。然而，现有研究多集中于公共媒体与社交平台文本，对中央银行（以下简称“央行”）文本的关注相对不足。央行发布的《货币政策执行报告》兼具权威性、时效性与政策导向性，其中蕴含的文本信息对市场预期具有更强的引导作用（姜富伟等, 2021）<sup>[7]</sup>。因此，系统挖掘央行文本信息并检验其对金融市场的预测能力，具有重要的研究价值。

尽管已有研究尝试将文本分析应用于央行领域，但仍存在以下局限：第一，词典专业性不足。现有中文金融情感词典多基于媒体或上市公司文本构建（姚加权等, 2021）<sup>[8]</sup>，未充分考虑央行文本特有的政策语境。第二，情绪测度方法较粗糙。多数研究仅统计情感词频，忽视了否定词与程度副词对情绪强度的调节作用。第三，央行文本信息对金融市场预测的系统性研究较为缺乏。为此，本文以央行文本为研究对象，致力于构建适配央行文本政策语境的领域词典，并检验其文本信息对股票、外汇等金融市场的预测效果。在方法上，集成Word2Vec词向量技术与

人工筛选机制，从《中国货币政策执行报告》中提取领域专有情感词，并引入否定词反转与程度副词加权规则，构建专业文本情绪指标；实证方面，结合样本内回归与滚动窗口预测，系统评估该指标对历史及未来金融市场变化的解释与预测效力。

本文的边际贡献体现在以下三方面：第一，构建央行文本领域词典。通过“通用词典初筛—新词热词动态补充—Word2Vec语义扩展”的三阶段方法，有效解决了传统词典在专业性与语境适配性上的不足。第二，改进情绪测度方法。引入否定词反转与程度副词加权规则，提升情绪指数构建的准确度。第三，从信号传导与预期协调双渠道出发，系统阐释了央行文本信息对金融市场的预测机制，为理解政策文本在市场预期塑造中的作用提供了新的理论视角与实证依据，弥补了传统研究偏重相关性而忽视因果机制的局限。

## 2 理论分析

央行文本信息对金融市场的预测作用基于行为金融学与信息经济学的理论框架。与传统金融学的理性预期假设不同，行为金融学强调投资者情绪与认知偏差会系统影响市场表现（Barberis等, 1998）<sup>[9]</sup>。作为政策意图的核心载体，央行文本通过信号传导与预期协调双渠道影响市场预期，进而作用于资产价格。

### 2.1 信号渠道

信号渠道的核心在于借助前瞻性政策表述传递未来政策取向的信号，进而影响市场参与者对宏观经济和政策调整的预期。根据预期管理理论，央行通过文本沟通有助于锚定市场预期，减轻政策不确定性。例如，“稳健中性”的货币政策表述通常预示利率保持稳定，而“灵活适度”则往往暗示流动性宽松，分别对债券收益率和股票估值产生差异化影响（Kohn和Sack, 2003）<sup>[10]</sup>。

信号渠道的传导过程可分为三个阶段：首先，投资者对文本中的情绪倾向及政策关键词进行解析，形成初步政策判断。随后，根据解读结果修正对经济指标及政策工具的预期。最后是资产再定价，调整后的预期通过贴现率与现金流预测影响资产定价。例如，若文本传递“防风险”信号，投资者可能下调盈利预期，导致股价承压（姜富伟等, 2021）<sup>[11]</sup>。

实证研究进一步表明，信号渠道的效力受文本清晰度与一致性的调节。Bjerkander和Glas（2024）发现，文本语义复杂度越低，市场对情绪信息的反应

速度越快<sup>[12]</sup>。此外，政策表述的跨期一致性（如连续报告强调“稳增长”）可强化信号可信度，减少市场误读（Blinder 等，2008）<sup>[13]</sup>。

## 2.2 协调渠道

协调渠道的核心在于央行文本信息通过缓解信息不对称与推动预期趋同，促使投资者行为由分散转向一致。依据信息瀑布理论，当市场参与者难以独立获取充分信息时，往往会依赖公共信号调整决策，形成“羊群效应”。例如，若央行持续释放“经济复苏基础稳固”的信号，投资者可能倾向于忽略私有信息，集体增持风险资产，推高相关市场资产价格（Hirshleifer 和 Teoh, 2003）<sup>[14]</sup>。

该渠道主要通过以下机制发挥作用：首先，央行文本通过信息互补弥补市场主体私有信息的不足，尤其在政策转折或外部冲击时期，成为修正预期偏差的重要依据（Morris 和 Shin, 2002）<sup>[15]</sup>。其次，凭借其权威性和定期发布，央行文本信息可促使市场预期向政策锚收敛，降低预期分歧。此外，预期趋同可能导致交易行为的同步化，例如集体抛售避险资产或追逐热门板块，进而放大市场波动（李艳丽等，2020）<sup>[16]</sup>。这一波动放大效应表明，协调渠道在提升市场效率的同时，也可能因投资者行为过度一致而放大系统性风险。因此，央行需在引导预期与防范市场共振风险之间审慎权衡。

## 2.3 市场异质性分析

不同金融市场对央行文本信息的反应存在显著差异，这主要源于市场参与者结构及其信息处理能力的不同。股票市场投资者中散户占比较高，其有限关注与情绪易感性使得信号渠道与协调渠道共同增强文本影响：积极政策信号往往提振风险偏好并推高估值，而消极信号则易引发抛售潮（Baker 和 Wurgler, 2006）<sup>[17]</sup>。相比之下，在离岸市场中，投资者面临语言与文化障碍，对中文政策文本的解读常存在滞后与偏差，导致协调渠道部分失效（周阳和綦嵒鑫，2024）<sup>[18]</sup>。

# 3 央行文本领域词典构建与文本情绪测算

## 3.1 语料基础

本文以 2001 年至 2024 年发布的《中国货币政策执行报告》为研究语料。文本均来源于中国人民银行官方网站，保证数据的权威与完整。为提高文本分析的可靠性，对研究语料进行预处理：首先通过格式标准化将 PDF 统一转换为 UTF-8 编码的 txt 格式，

并剔除图表、注释等非结构化信息。随后利用正则表达式清除特殊字符、数字与日期标记，保留政策相关正文内容。在分词处理中，借助 Python 的 Jieba 分词库，加载搜狗词库中包含的经济、金融等专业词库，显著提升分词精度。最后基于哈工大停用词表过滤无意义虚词及标点符号，有效降低噪声干扰。

## 3.2 构建央行文本领域词典

### 3.2.1 基础词典筛选

现有中文情感词典（如大连理工大学中文情感词汇本体库、清华大学的中文褒贬义词典、台湾大学 NTUSD 简体中文情感词典及知网 Hownet 中文情感词典）、LM 词典多面向通用语境，直接应用于央行文本易出现语义偏差。为提升情感标注的领域适应性，本研究首先去重整合通用中文情感词典、翻译后 LM 词典后形成包含 16799 词的初始积极词表、21953 词的初始消极词表。随后，基于央行语料进行词频筛选，剔除零频词及低频词。最后，通过人工筛选，系统剔除三类不适用词汇——语境无关词、语义反转词以及多义词。经严格筛选后，最终构建的基础词典包含 1123 个积极词与 701 个消极词，较好地解决了通用词典在金融政策文本中的语义偏移问题，为后续文本情绪测度奠定可靠基础。

### 3.2.2 新词热词动态补充

央行文本随政策重点变化涌现新术语，需动态更新词典。本文创新性地依据“咬文嚼字”、国家语言资源监测与研究中心等资源，基于央行语料库进行词频过滤，并结合人工筛选，构建了新词热词词表，包含积极词 36 个、消极词 16 个。

### 3.2.3 Word2Vec 语义扩展

为捕捉央行文本中的隐性情感词，本文采用 Word2Vec 的 Skip-gram 模型进行词典扩充。首先基于预处理后的央行语料训练词向量模型，设定窗口大小为 10、词向量维度为 100，构建包含语义关联特征的高维词嵌入空间。随后对基础词典中的每个种子词，在向量空间中计算余弦相似度大于 0.8 的前 30 个候选词。为避免语义偏移，通过人工筛选，系统剔除三类不适用词汇——语境无关词、语义反转词以及多义词。经严格筛选后，最终由基础词典形成的扩充词典含积极词 1062 个、消极词 306 个，由新词热词词表形成的扩充词典含积极词 65 个、消极词 20 个，有效解决了政策文本中新兴术语与常规情感词库的语义断层问题，为精准捕捉央行文本情绪倾

向提供了更完备的语义映射体系。

### 3.2.4 央行文本领域词典构成详细

基于“通用词典初筛—新词热词动态补充—Word2Vec 语义扩展”的三阶段构建框架，本文最终

构建了具有高度专业适配性和语义精度的央行文本领域词典。该词典共计收录词汇 3253 个，其中积极词 2231 个，消极词 1022 个，实现了对央行文本情感表达的全面覆盖。

表 1 央行文本领域词典构成详细

词汇类型	词汇来源	词汇数量	示例词汇
积极词 (2231)	大连理工大学中文情感词汇本体库	471	互惠、高质量、反腐倡廉...
	清华大学的中文褒贬义词典	716	赢利、高精尖、因地制宜...
	台湾大学 NTUSD 简体中文情感词典	411	进步、建设性、有效率...
	知网 Hownet 中文情感词典	0	\
	翻译后 LM 词典	220	稳态、保障、有益于...
	新词热词词表	36	抗疫、双循环、复工复产...
	Word2Vec 扩充词典-基础词典	1062	活水、法制化、充分就业...
	Word2Vec 扩充词典-新词热词词表	65	如实、多元化、相辅相成...
	大连理工大学中文情感词汇本体库	228	偷税、老大难、良莠不齐...
消极词 (1022)	清华大学的中文褒贬义词典	276	贬值、掣肘、弄虚作假...
	台湾大学 NTUSD 简体中文情感词典	413	侵害、不景气、恐怖主义...
	知网 Hownet 中文情感词典	0	\
	翻译后 LM 词典	384	错配、过剩、供过于求...
	新词热词词表	16	内卷、贸易摩擦、新冠疫情...
	Word2Vec 扩充词典-基础词典	306	减速、红线、单边主义...
	Word2Vec 扩充词典-新词热词词表	20	阴霾、突发性、推波助澜...

### 3.3 基于规则测算央行文本情绪

考虑到央行文本情绪强度受情感词、否定词及程度副词共同影响，本文参考郑诚等（2019）的特征提取规则<sup>[19]</sup>，构建如下情绪指数公式：

$$S = \sum_{i=1}^n f_1(x_1) * f_2(x_2) * Q_i \quad (1)$$

其中， $f_1(x_1)$  是程度副词的特征值， $f_2(x_2)$  是否定词的特征值， $Q_i$  表示第  $i$  个词的情感倾向， $S$  表示一篇文本的总情绪值。在此过程中，考虑到程度副词可能增强或减弱情感词汇的情感贡献值，本文参考知网程度副词词典将其划分为六级（见表 2），以提升情绪强度刻画的细腻度，而否定词则可能反转情感词汇的情感倾向。

为更直接地体现央行文本的情感倾向，消除文本长度影响，借鉴姜富伟等（2021）的做法<sup>[11]</sup>，对整篇文本的总情绪值进行标准化处理，进而形成央行文本情绪指数，为后续预测分析提供量化指标。

表 2 程度副词特征值赋值规则

程度级别	副词示例	特征值
超	超、超额、过度...	2.0
极	倍加、充分、非常...	1.75
很	不少、大为、格外...	1.5
较	更、更加、更进一步...	1.25
稍	略、略微、或多或少...	1.0
欠	微、轻度、相对...	0.5

## 4 实证分析

### 4.1 央行文本信息对金融市场的样本内预测效果

#### 4.1.1 模型设定与变量定义

为检验央行文本信息对金融市场的预测能力，参考 Jiang 等（2019）的研究<sup>[20]</sup>，本文构建如下样本内预测模型：

$$P_t = \alpha + \beta S_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

其中,  $P_t$ 是  $t$  期金融资产价格, 分别是股票收益率、汇率<sup>[21]</sup>;  $S_{t-1}$ 是  $t-1$  期的央行文本情绪指数;  $\varepsilon_t$ 为随机误差项。在解释变量选择上, 本文采用双重测度策略, 既包含基于通用情感词典构建的基础情绪指数 (b1), 又包含基于领域专用词典优化的精准情绪指数 (d1), 通过对比分析揭示词典选择对样本内预测效果的影响。被解释变量方面, 股票市场选取具有市场代表性的六类指数, 包括反映大盘股走势

的沪深 300 指数 (hs) 和上证综指 (sh)、表征中小盘特征的深证成指 (sz) 和中证 500 指数 (zz), 以及体现成长性的创业板指 (cy) 和中小板综指 (zx); 外汇市场维度则包括在岸美元兑人民币汇率 (usd)、欧元兑人民币汇率 (eur)、英镑兑人民币汇率 (gbp) 及离岸人民币汇率 (usdcnh) 四类关键汇率。

#### 4.1.2 股票市场的样本内预测效果

表 3 汇总了六类股票指数的回归结果。

表 3 股票市场各指数样本内预测结果

被解释变量	解释变量	系数 ( $\beta$ )	t 值	R-squared
hs	b1	1.604** (0.693)	2.316	0.001
	d1	1.270** (0.552)	2.300	0.001
sh	b1	1.381** (0.647)	2.136	0.001
	d1	1.103** (0.515)	2.140	0.001
sz	b1	1.807** (0.747)	2.419	0.001
	d1	1.436** (0.595)	2.412	0.001
zz	b1	0.017** (0.008)	2.030	0.001
	d1	0.013** (0.006)	2.002	0.001
cy	b1	0.028*** (0.009)	3.047	0.003
	d1	0.022*** (0.007)	3.008	0.003
zx	b1	0.017** (0.008)	2.099	0.001
	d1	0.013** (0.006)	2.073	0.001

表 3 的回归结果呈现出三个显著特征: 首先, 领域词典情绪指数 (d1) 的预测效果普遍优于通用词典 (b1)。以沪深 300 指数为例, d1 的回归系数为 1.270, 虽略低于 b1 的 1.604, 但其标准误从 0.693 降至 0.552, 表明领域词典有效降低了估计波动性。这一发现与 Loughran 和 McDonald (2011) 的研究结论相呼应, 证实专业领域词典能够减少语义误判, 提升情绪测度的准确性<sup>[5]</sup>。其次, 不同市值股票对情绪信息的敏感性存在显著差异。大盘股指数中, 沪深 300 和上证综指的情绪系数均超过 1.0 且显著 ( $p<0.05$ ), 而中小盘指数中仅创业板指 (cy) 的系

数达到 0.022 且显著性水平更高 ( $p<0.01$ )。这种分化现象可能源于两方面机制: 一方面, 大盘股中机构投资者占比较高, 其决策更依赖政策信号解读 (Baker 和 Wurgler, 2006)<sup>[17]</sup>; 另一方面, 高成长性股票现金流不确定性更强, 投资者更依赖政策情绪修正估值预期 (Huang 等, 2015)<sup>[22]</sup>。

最后, 创业板指的  $R^2$  达到 0.003, 显著高于其他指数, 进一步验证了成长型资产对情绪冲击的特殊敏感性。

#### 4.1.3 外汇市场的样本内预测效果

表 4 展示了外汇市场的回归结果。

表 4 外汇市场各汇率样本内预测结果

被解释变量	解释变量	系数 ( $\beta$ )	t 值	R-squared
usd	b1	-1.480*** (0.360)	-4.113	0.003
	d1	-1.182*** (0.287)	-4.121	0.003
eur	b1	-1.629*** (0.538)	-3.027	0.002
	d1	-1.311*** (0.429)	-3.055	0.002
gbp	b1	-6.247*** (1.404)	-4.451	0.003
	d1	-4.989*** (1.119)	-4.460	0.003
usdcnh	b1	-0.585 (0.606)	-0.965	0.000
	d1	-0.446 (0.482)	-0.923	0.000

外汇市场的回归结果(表4)则揭示出更复杂的传导机制。在岸人民币汇率对情绪信息的反应呈现高度一致性:美元(usd)、欧元(eur)和英镑(gbp)兑人民币汇率的情绪系数均显著为负,其中usd的d1系数为-1.182,表明央行文本情绪每提升1单位,汇率贬值压力平均降低1.18个基点。这一发现与信号渠道理论完美契合,当政策文本释放积极情绪时,市场会形成经济基本面改善的预期,从而抑制资本外流动机(孙欣欣和卢新生,2017)<sup>[23]</sup>。然而,离岸人民币汇率(usdcnh)的情绪系数未通过显著性检验( $p>0.1$ ),且 $R^2$ 趋近于零,这与在岸市场形成鲜明对比。通过对比分析可以发现,离岸市场的预测失效主要归因于投资者结构差异:香港等离岸市场以境外机构投资者为主导,其对中文政策文本的解读存在语言障碍和文化隔阂,导致情绪传导出现时滞和偏差(周阳和綦岚鑫,2024)<sup>[18]</sup>。这一发现具有重要的政策启示,建议央行考虑发布英文版政策报告,加强跨境沟通,以增强跨境预期引导效果。

## 4.2 央行文本情绪信息对金融市场的样本外预测效果

### 4.2.1 模型设定

为验证央行文本情绪对金融市场的样本外预测能力,本文参考 Welch 和 Goyal (2008) 的研究,采用滚动窗口回归方法,构建了样本外预测模型,如公式(3)所示<sup>[24]</sup>。

$$\hat{P}_t = \hat{\alpha}_{t-1} + \hat{\beta}_{t-1} S_{t-1} + \sum \hat{\gamma}_{t-1} X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3)$$

其中,  $\hat{\alpha}_{t-1}$ 、 $\hat{\beta}_{t-1}$  和  $\hat{\gamma}_{t-1}$  是把  $\{P_s\}_{s=2}^{t-1}$  对  $\{S_{s-1}\}_{s=2}^{t-1}$  回归得到 OLS 估计, 所涉及变量均与前文相同。设 P 为设定的初始训练区间大小, 则需对时刻  $t=P+1$ 、 $P+2$ 、……、T 的日度金融资产价格进行样本外预测, 从而共有  $q=T-P$  个样本外预测值, 也即  $\{\hat{P}_t\}_{t=P+1}^T$ 。初始训练区间用于估计第一个预测性回归方程参数, 并得到第一个样本外预测值。此后, 随时间推移, 不断增添新的训练样本, 以滚动回归的方式得到新的回归方程参数, 并以此计算对应的下一期样本外预测值。为增强检验的稳健性, 对区间进行多种划分处理。

接着, 借助 Campbell 和 Thompson (2008) 中的统计量  $R_{OS}^2$ <sup>[25]</sup>, 如公式(4)所示, 通过对比分析揭示词典选择对样本外预测效果的影响。该指标直接比较情绪模型与历史均值基准的预测误差平方和,

当  $R_{OS}^2 > 0$ , 表明情绪指数预测优于历史均值; 反之则劣于基准。

$$R_{OS}^2 = 1 - \frac{\sum_{t=1}^T (P_t - \bar{P}_t)^2}{\sum_{t=1}^T (P_t - \bar{P}_t)^2} \quad (4)$$

其中,  $\hat{P}_t$  代表预测性回归方程得到的未来资产价格预测值, 如公式(3)所示。 $\bar{P}_t$  代表历史均值预测基准, 即将资产价格的历史均值当作未来资产价格预测值, 如公式(5)所示。

$$\bar{P}_t = \frac{1}{t-1} \sum_{s=1}^{t-1} P_s \quad (5)$$

### 4.2.2 股票市场的样本外预测效果

表5对比了不同规模股指在2014—2024年样本外期间的预测结果:

表5 股票市场各指数样本外预测结果(2014—2024)

解释变量	被解释变量	$R_{OS}^2$ (%)
hs	b1	0.043
	d1	0.044
sh	b1	0.047
	d1	0.044
sz	b1	0.174
	d1	0.176
zz	b1	0.131
	d1	0.129
cy	b1	0.317
	d1	0.315
zx	b1	0.185
	d1	0.185

股票市场的样本外预测结果(表5)展现出两个重要规律:首先,各指数  $R_{OS}^2$  均为正值,证实情绪信息具有稳定的样本外预测能力。其中创业板指(cy)的预测表现最为突出, d1 模型的  $R_{OS}^2$  达到 0.315%, 较沪深 300 指数(0.044%)高出近 7 倍, 这与样本内分析结论相互印证, 再次验证了成长型股票对政策情绪的特殊敏感性。其次, 流动性因素会部分抵消情绪信息的预测效果。中证 500 指数(zz)的  $R_{OS}^2$  仅为 0.129%, 显著低于其他指数, 这可能与其成分股流动性较差有关——当情绪信号引发交易需求时, 较高的交易成本会阻碍价格充分调整(Amihud, 2002)<sup>[26]</sup>。

### 4.2.3 外汇市场的样本外预测效果

表6对比了不同在岸人民币汇率在2014—2024

年样本外期间的预测结果：

表 6 外汇市场各汇率样本外预测结果（2014—2024）

解释变量	被解释变量	$R^2_{OS}$ (%)
usd	b1	-0.026
	d1	-0.017
eur	b1	0.392
	d1	0.401
gbp	b1	0.095
	d1	0.094

外汇市场的样本外预测（表 6）则呈现出明显的货币异质性。欧元兑人民币汇率（eur）的预测效果最佳（d1 模型  $R^2_{OS}=0.00401$ ），而美元兑人民币汇率（usd）的  $R^2_{OS}$  为负值（-0.00017）。通过深入分析发现，这种差异主要源于各货币对的政策敏感性不同：

表 7 股票市场各指数样本外预测结果（2017—2024）

解释变量	被解释变量	调整前 $R^2_{OS}$ (%)	调整后 $R^2_{OS}$ (%)
hs	b1	0.043	0.013
	d1	0.044	0.020
sh	b1	0.047	-0.004
	d1	0.044	-0.004
sz	b1	0.174	0.204
	d1	0.176	0.209
zz	b1	0.131	0.094
	d1	0.129	0.094
cy	b1	0.317	0.364
	d1	0.315	0.364
zx	b1	0.185	0.160
	d1	0.185	0.164
usd	b1	-0.026	-1.183
	d1	-0.017	-1.236
eur	b1	0.392	0.583
	d1	0.401	0.587
gbp	b1	0.095	0.256
	d1	0.094	0.241

从调整后的结果来看，股票市场中深证成指（sz）和创业板指（cy）的样本外预测效果呈现增强趋势，其中 sz 的调整后  $R^2_{OS}$  (d1) 从 0.176% 提升至 0.209%，cy 的  $R^2_{OS}$  (d1) 从 0.315% 上升至 0.364%。这一结果表明，在近年的政策周期中，成长型股票对央行文本情绪的敏感性进一步凸显，可能与注册制改革背景下创业板市场投资者结构优化及政策传导效率提升

欧元区经济与中国贸易关联度较高，市场更关注中国政策动向；而美元汇率更多受美联储政策等外生因素主导，削弱了本土情绪信息的影响力。值得注意的是，英镑兑人民币汇率（gbp）虽然在样本内检验中系数显著，但其样本外  $R^2_{OS}$  仅为 0.00094，反映出英国脱欧等特殊事件对预测模型的干扰。这一发现提示，在构建外汇市场情绪预测框架时，需充分考虑全球重大事件的调节作用。

### 5 稳健性检验

为验证预测效果的时变性，本文通过调整样本区间对央行文本情绪的预测效果进行稳健性检验。将样本外区间从 2014—2024 年调整为 2017—2024 年，以考察不同时间跨度下情绪指标的稳定性，结果如表 7 所示。

表 7 股票市场各指数样本外预测结果（2017—2024）

解释变量	被解释变量	调整前 $R^2_{OS}$ (%)	调整后 $R^2_{OS}$ (%)
hs	b1	0.043	0.013
	d1	0.044	0.020
sh	b1	0.047	-0.004
	d1	0.044	-0.004
sz	b1	0.174	0.204
	d1	0.176	0.209
zz	b1	0.131	0.094
	d1	0.129	0.094
cy	b1	0.317	0.364
	d1	0.315	0.364
zx	b1	0.185	0.160
	d1	0.185	0.164
usd	b1	-0.026	-1.183
	d1	-0.017	-1.236
eur	b1	0.392	0.583
	d1	0.401	0.587
gbp	b1	0.095	0.256
	d1	0.094	0.241

有关。然而，大盘股指数（如沪深 300 和上证综指）的预测效果出现不同程度衰减，沪深 300 的  $R^2_{OS}$  (d1) 由 0.044% 降至 0.020%，上证综指甚至转为负值（-0.004%），反映出机构投资者在短期市场波动中可能更依赖基本面分析，情绪因子的边际贡献相对减弱。

外汇市场的检验结果则显示出显著的货币异质

性。欧元兑人民币汇率（eur）的预测效果进一步增强，调整后 $R^2_{OS}$ （d1）达到 0.587%，较基准区间（0.401%）提升 46.384%，印证了中欧经贸关系深化背景下，市场对国内政策情绪的关注度持续提高。相比之下，美元兑人民币汇率（usd）的预测表现显著恶化， $R^2_{OS}$ （d1）从-0.017%大幅下降至-1.236%，凸显出美联储货币政策正常化等外部冲击对在岸汇率的支配作用，削弱了本土情绪信息的解释力。值得注意的是，英镑兑人民币汇率（gbp）的 $R^2_{OS}$ （d1）从 0.094%上升至 0.241%，但这一改善可能受到样本期内英国脱欧事件阶段性平息的干扰，需结合更长时序数据进一步验证。

上述发现与现有研究形成理论呼应。股票市场中情绪因子的时变效应与 Baker 和 Wurgler (2006) 提出的“情绪敏感度周期”假说一致，即市场不确定性越高，情绪对资产价格的边际影响越显著<sup>[17]</sup>；而外汇市场的货币异质性则支持 Morris 和 Shin(2002) 关于公共信息协调效应的论述，表明情绪信号的预测效力受跨境政策联动性与投资者关注度的双重调节<sup>[15]</sup>。此外，领域专用词典（d1）在各区间均保持优于通用词典（b1）的预测稳定性，例如沪深 300 指数在调整后区间内 d1 的 ROS2ROS2 (0.020%) 仍高于 b1 (0.013%)，再次验证了专业词典在语义适配性上的优势，与 Loughran 和 McDonald (2011) 的结论形成跨市场印证<sup>[5]</sup>。

综合而言，尽管部分市场（如大盘股和美元汇率）的预测效果存在时段敏感性，但核心结论——央行文本情绪对成长型股票和欧元汇率的显著预测能力——在不同样本区间下均保持稳健。这一发现不仅强化了情绪因子在资产定价模型中的理论价值，也为投资者实施差异化跨市场策略提供了实证依据。此外，本文还通过替换情感词权重赋值方法、调整 Word2Vec 相似度阈值等方式进行稳健性检验，核心结论保持不变。

## 6 研究结论及政策建议

本研究通过构建适用于央行文本的领域词典，系统测度了央行文本情绪信息，并实证检验了其对金融市场的预测效果。结果表明，央行文本情绪对资产价格波动具有显著的预测能力，但其效应在不同市场和资产类型间呈现明显的异质性。在股票市场中，基于领域词典构建的情绪指数对收益率的样本内预测效果显著优于通用词典，尤其对创业板指样

本外预测能力突出，反映出成长型资产对政策情绪的高度敏感性，也印证了信号传导与预期协调双渠道的作用机制。外汇市场方面，在岸人民币汇率对情绪信息的反应显著且一致，积极情绪可抑制贬值压力；而离岸市场因语言障碍及投资者结构差异呈现预测失效。

基于上述结论，本文提出以下政策建议：首先，优化政策文本的情感表达，通过使用“促进”“支持”等明确词汇增强信号传导效率。其次，加强跨境预期管理，推出多语言政策版本与解读机制，如定期发布《货币政策执行报告》英文摘要，并通过官方网站、国际媒体等多渠道推送，帮助境外投资者准确理解政策意图，降低境外投资者的信息成本。最后，警惕情绪传导可能引发的跨市场波动溢出风险。本研究为政策沟通与市场预测提供了文本分析维度的实证依据，未来研究可进一步拓展至非正式文本及更多资产类别，进一步完善政策情绪传导的微观机制与跨市场响应研究。

## 参考文献

- [1] Fama F E .Efficient Capital Markets: II[J].The Journal of Finance,1991,46(5):1575-1617.
- [2] Baker M ,Wurgler J .Investor Sentiment in the Stock Market[J].The Journal of Economic Perspectives,2007,21(2):129-151.
- [3] De Long J B ,Shleifer A ,Summers L H , et al.Noise Trader Risk in Financial Markets[J].Journal of Political Economy,1990,98(4):703-738.
- [4] Tetlock C P .Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market[J].The Journal of Finance,2007,62(3):1139-1168.
- [5] Loughran T ,McDonald B .When Is a Liability Not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks[J].The Journal of Finance,2011,66(1):35-65.
- [6] Bollen J ,Mao H ,Zeng X .Twitter mood predicts the stock market[J].Journal of Computational Science,2011,2(1):1-8.
- [7] 姜富伟,胡逸驰,黄楠.央行货币政策报告文本信息、宏观经济与股票市场[J].金融研究,2021,(06):95-113.
- [8] 姚加权,冯绪,王赞钧,等.语调、情绪及市场影响:基于金融情绪词典[J].管理科学学报,2021,24(05):26-46.
- [9] Barberis N ,Shleifer A ,Vishny R .A Model of Investor

- Sentiment[J].Journal of Financial Economics,1998, 49(3): 307-343.
- [10] Kohn D L ,Sack B .Central Bank Talk: Does It Matter and Why?[J].Finance and Economics Discussion Series,2003, 7(55):220-236.
- [11] 姜富伟,孟令超,唐国豪.媒体文本情绪与股票回报预测[J].经济学(季刊),2021,21(04):1323-1344.
- [12] Bjerkander L ,Glas A .Talking in a language that everyone can understand? Clarity of speeches by the ECB Executive Board[J].Journal of International Money and Finance,2024, 149: 103200-103200.
- [13] Blinder S A ,Ehrmann M ,Fratzscher M , et al.Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence[J].Journal of Economic Literature,2008, 46(4): 910-945.
- [14] Hirshleifer D ,Teoh S H .Herd Behaviour and Cascading in Capital Markets: a Review and Synthesis[J].European Financial Management,2003,9(1):25-66.
- [15] Morris S ,Shin S H .Social Value of Public Information[J].The American Economic Review,2002, 92(5): 1521-1534.
- [16] 李艳丽,郭蓉,孙钰雯.央行口头沟通与人民币汇率预期——基于事件分析法的研究[J].金融论坛,2020, 25(09): 19-28.
- [17] Baker M ,Wurgler J .Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns[J].The Journal of Finance,2006, 61(4):1645-1680.
- [18] 周阳,綦岚鑫.央行文本情绪具有金融市场效应吗——基于《中国货币政策执行报告》的研究[J].财经科学,2024, (02):17-30.
- [19] 郑诚,潮旭,章金平.基于规则的情感本体和词向量的中文情感分类[J].微电子学与计算机,2019,36(06):50-54.
- [20] Jiang F ,Lee J ,Martin X , et al.Manager sentiment and stock returns[J].Journal of Financial Economics,2019,132(1): 126-149.
- [21] 吴国培,潘再见.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[J].金融研究,2014,(05):34-47.
- [22] Huang D ,Jiang F ,Tu J , et al.Investor Sentiment Aligned: A Powerful Predictor of Stock Returns[J].Reviews of Financial Studies,2015,28:791-837.
- [23] 孙欣欣,卢新生.美联储货币政策中性化背景下人民币外汇市场间均衡关系调整和溢出效应研究[J].世界经济研究,2017,(01):41-59+136.
- [24] Welch I ,Goyal A .A Comprehensive Look at the Empirical Performance of Equity Premium Prediction[J].The Review of Financial Studies,2008,21(4):1455-1508.
- [25] Campbell J Y ,Thompson S B .Predicting Excess Stock Returns out of Sample: Can Anything Beat the Historical Average?[J].Reviews of Financial Studies,2008,21(4): 1509-1531.
- [26] Amihud Y .Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects[J].Journal of Financial Markets,2002, 5(1): 31-56.

版权声明: ©2025 作者与开放获取期刊研究中心(OAJRC)所有。本文章按照知识共享署名许可条款发表。

<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



OPEN ACCESS