

货币金融条件指数

一个本外币政策协调的新思路

人民币汇率的市场化波动幅度加大，带来本外币政策协调新调整，我国可以借鉴海外经验，通过编制适合我国的货币金融条件指数，进一步完善货币政策框架。

- **人民币汇率升值的老问题、新挑战。**在基本面支撑下，人民币汇率自 6 月以来持续升值，市场担忧货币政策收紧。但自 2018 年人民币汇率由单边下跌转入双向波动以来，不论人民币升值还是贬值，有关部门除了调整宏观审慎政策外，均没有引入新的资本外汇管制措施。灵活汇率机制下，我国本外币政策协调需要有新的思路，国际上常用的包含汇率变量的货币金融条件指数可资借鉴。
- **国际上编制和应用货币金融条件指数的经验。**把汇率和利率纳入货币条件指数或者金融条件指数，这种货币政策操作方式最早的践行者是加拿大央行。后来，在货币条件指数基础上，各国开始构建更广泛的金融条件指数。国际上，金融条件指数有三个口径：一个是窄口径，只含有利率和汇率两种变量；另一个是中口径，是在利率、汇率的基础上进一步包括了房地产和股票价格；再有一个是宽口径，将货币和信贷因素在货币政策传导过程中的重要性充分考虑在内，在中口径基础上加入了货币供应量和信贷两种变量的综合指数。金融条件指数被主要央行广泛采用，包括美联储、欧央行、英国央行和加拿大央行等。
- **中国在编制和应用金融条件指数方面的研究和实践基础。**在金融条件指数编制方面，首先要考虑选取何类变量，再者需要计算各变量所占权重。在金融条件指数应用方面，研究表明 FCI 对 CPI 和 GDP 均有较好的预测能力。我国在货币金融条件指数的编制方面也有一些实践，如根据第一财经研究院编制发布的中国金融条件指数显示，六月份以来金融条件指数上行，显示经济整体货币金融条件较四五月份有所收紧。
- **主要结论和建议。**第一，通过构建货币金融条件指数，将汇率纳入货币政策框架是国际常用的做法。货币政策根据该指数变动做出调整，并不是把具体汇率水平作为干预目标，而是为了整个国内经济金融稳定的需要。第二，当前中国一再强调稳健的货币政策要更加灵活适度，保持市场流动性合理充裕，但随着汇率灵活性增加，是否应将汇率变动对市场流动性的影响纳入央行货币政策框架值得探讨。如果付诸实施，这将成为本外币政策协调的一种新思路。第三，对中国来说，将货币金融条件指数纳入货币政策框架，要综合考虑客观条件和自身需要、适合我国的指数构建、以及恰当使用方式。第四，货币金融条件变化对非银行部门究竟产生什么样的综合影响需要结合中国国情认真加以研究，要防止产生误判。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师: 管涛
(8610)66229136
tao.guan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300520100001

证券分析师: 张晓娇
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300514010002

目录

引言.....	4
一、人民币汇率升值的老问题、新挑战.....	5
二、国际上编制和应用货币金融条件指数的经验	8
三、中国在编制和应用金融条件指数方面的研究和实践基础.....	10
四、主要结论与建议.....	12

图表目录

图表 1. 国际货币基金组织公布的八种储备货币汇率最大振幅（单位：%）	5
图表 2. 2019 年初以来美元指数和欧元兑美元汇率走势	5
图表 3. 2020 年人民币兑美元汇率走势（单位：人民币/美元）	6
图表 4. 2015 年汇改之后我国外汇宏观审慎政策的调整	6
图表 5. 美国金融状况指数与美联储基准利率的变化（单位：%）	8
图表 6. 中国金融状况指数变化趋势（单位：%）	11

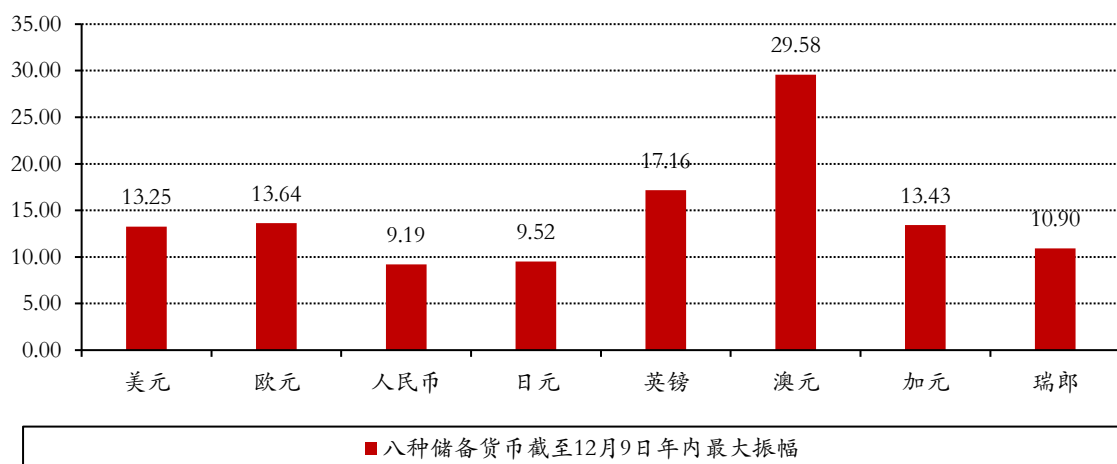
引言

2020 年突如其来的新冠疫情打断了全球经济稳定增长的步伐。我国受益于精准有效的疫情防控政策和灵活前瞻的稳增长经济政策，领先全球从新冠疫情冲击中恢复，第二三季度连续同比正增长，并于第三季度成功实现了 GDP 累计同比增速转正，全年大概率将实现经济正增长，成为全球全年唯一实现正增长的主要经济体。在基本面支撑下，人民币汇率自 6 月以来持续升值，引发了市场担忧。

一、人民币汇率升值的老问题、新挑战

2020 年为了应对公共卫生危机，全球央行货币政策大放水，带来另一个问题就是对各国货币竞争性贬值的担忧。欧美日等主要央行的货币政策措施包括零利率、负利率、量宽甚至无限量宽，由此导致了主要货币之间汇率剧烈波动（见图表 1）。

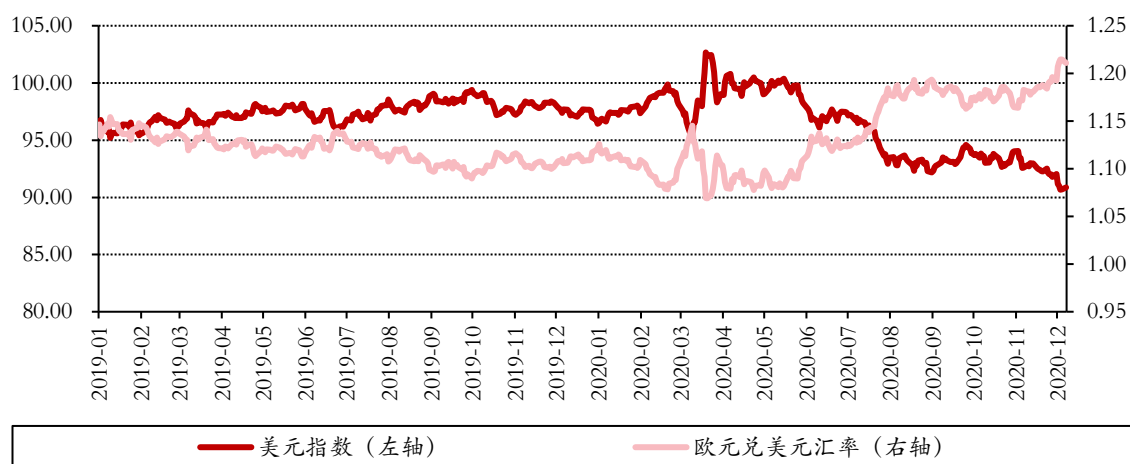
图表 1. 国际货币基金组织公布的八种储备货币汇率最大振幅（单位：%）



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

3 月底之前，由于全球金融大动荡，市场恐慌情绪升温，推动美元指数飙升。3 月底之后，随着风险资产反弹，全球恐慌情绪消退，美元指数回落，较多非美货币对美元出现一定程度的升值。外汇市场的剧烈震荡引发了央行关注，如欧洲央行在 9 月份召开货币政策会议的时候讨论过欧元兑美元升值带来的影响（见图表 2）。

图表 2. 2019 年初以来美元指数和欧元兑美元汇率走势

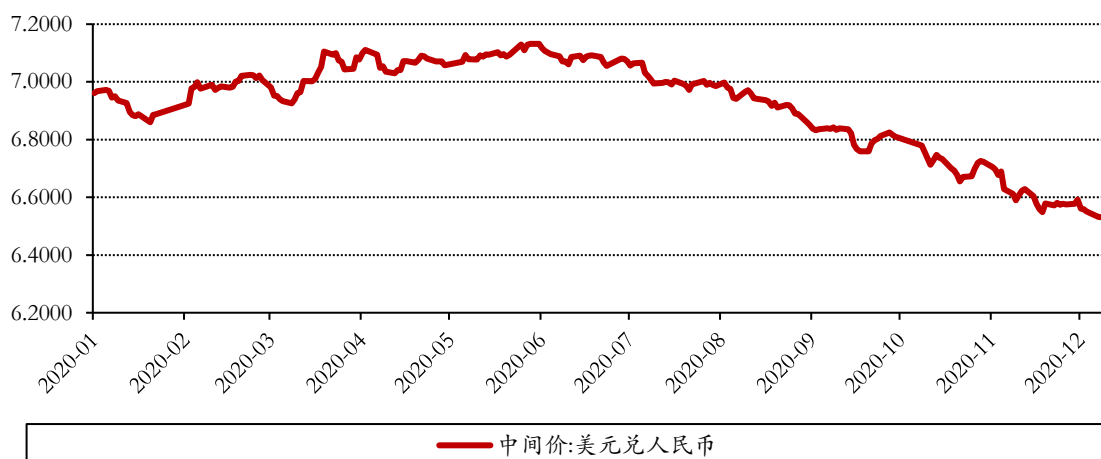


资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

欧洲央行 9 月 10 日结束货币政策会议后宣布，维持当前宽松货币政策不变。在会后举行的记者会上，欧洲央行行长拉加德表示：“我们的目标不是汇率。我们的任务是保持价格稳定，显然，欧元升值对价格造成了负面压力，我们必须仔细监控这一问题。理事会确实对此进行了广泛讨论。”

2020 年，人民币汇率先抑后扬，6 月份以来开始振荡升值，到 11 月底人民币汇率较 5 月底累计升了将近 9%，12 月份进一步加速升值，年初以来累计升幅已超过 6%（见图表 3）。

图表 3. 2020 年人民币兑美元汇率走势（单位：人民币/美元）



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

值得一提的是，自 2018 年人民币汇率由单边下跌转入双向波动以来，不论人民币升值还是贬值，有关部门除了调整宏观审慎政策外，均没有引入新的资本外汇管制措施（见图表 4），保持了央行货币政策的独立性。如 2018 年中国遭遇国内经济下行与对外经贸摩擦，人民币兑美元汇率再度跌到 7 比 1 附近。然而，中国央行迎着美联储四次加息并缩表的压力四次降准，引导市场利率走低，中美国债收益率基差由年初 100 个基点左右收敛至年尾的三四十个基点。事实证明，汇率市场化程度提高确有助于降低对资本外汇管制手段的依赖，有助于提高货币政策独立性。

图表 4. 2015 年汇改之后我国外汇宏观审慎政策的调整

时间	货币政策调整
2015 年 10 月 15 日	对远期购汇征收 20% 的外汇风险准备金
2017 年 5 月 26 日	在中间价报价机制中引入逆周期因子
2017 年 9 月 11 日	将外汇准备金率降至 0
2018 年 1 月 9 日	将逆周期因子暂停使用
2018 年 8 月 6 日	将外汇风险准备金率重新提高到 20%
2018 年 8 月 25 日	重启逆周期因子
2020 年 10 月 12 日	将远期购汇的外汇准备金率降至 0
2020 年 10 月 27 日	将中间价报价机制中的逆周期因子淡出使用

资料来源：外管局，中银证券

日前召开的十九届五中全会审议通过的“十四五”规划建议稿，没有提及汇率市场化改革。这并不意味着汇率市场化改革的停滞，而是对央行基本退出外汇市场常态干预、汇率化市场改革取得决定性成果的肯定。尽管第三季度央行货币政策执行报告中仍然讲“要坚持以市场供求为基础，有管理的浮动汇率制度”，但日前将中间价报价机制中的“逆周期因子”淡出使用后，显示央行对于汇率波动的容忍度进一步提高。这不是要干预具体汇率水平，而是表明了要让市场在汇率形成中发挥更大作用的政策立场。最近，市场评论人民币汇率已进入“类自由浮动时代”。

最优汇率选择的国际共识是，没有一种汇率选择适合所有国家以及一个国家所有时期。其背后隐含的政策逻辑是，任何汇率选择都是有利有弊的。上次人民币升值时期，本外币政策协调机制是，央行通过增加外汇储备阻止汇率过快升值，然后通过发行央票或提高法定存款准备金率的方式对冲操作，回收外汇占款增加造成的流动性过剩，以防范通货膨胀、信贷膨胀和资产泡沫风险。

而在央行退出外汇市场常态干预，汇率由市场决定后，最大的问题是容易出现汇率超调。

1980 年代上半期，美国就遭遇了一次典型的美元泡沫。当时，美联储主席沃尔克采取高利率政策反通胀，结果高利率造成了强美元，强美元让美国财政赤字、贸易赤字飙升。这是 1985 年 9 月份西方五国签署广场协议，联合干预日元和德国马克对美元升值，让美元贬值的直接诱因。

这次人民币升值背后也有类似的隐忧。美联储在今年 8 月底调整了货币政策框架，引入了平均通胀目标制，向市场表态，未来如果经济反弹，也将容忍通胀温和上升可以阶段性地超过长期目标水平，借此释放美联储将在更长时间内维持低利率的信号。10 月 6 日，美联储主席鲍威尔公开表示，政策上做多的风险比做少的风险要小，即便最终证明货币政策做多了，也只不过是让经济复苏更强劲更快速。相较之下，中国央行表态略微偏鹰派，较早提出关注货币刺激的后遗症，研究宽松货币政策的退出问题，尽可能长时间实施正常的货币政策。加之 5 月底以来，中国央行疫情应对的超级宽松政策措施自然到期退出，市场利率大幅回升，在一定程度上给市场造成了紧缩的预期。这也是当前推动人民币汇率较快升值的一个重要因素。

灵活汇率机制下，我国本外币政策协调需要有新的思路，国际上常用的包含汇率变量的货币金融条件指数可资借鉴。

二、国际上编制和应用货币金融条件指数的经验

1970 年代布雷顿森林体系解体，国际货币体系由固定汇率走入固定与浮动汇率并行的无体系时代后，在实行灵活汇率机制的经济体中，货币政策通常善意忽视汇率波动，而只有当汇率升贬值通过汇率的价格传递效应（pass-through effect）影响本地通胀走势后才会做出政策响应。有鉴于此，上世纪末亚洲金融危机暴发后，亚洲危机国家货币大幅贬值，当时国际货币基金组织为防止货币大幅贬值刺激当地通胀，建议危机国家采取了紧缩的货币政策。这是汇率市场化情形下的一种本外币政策协调方式。

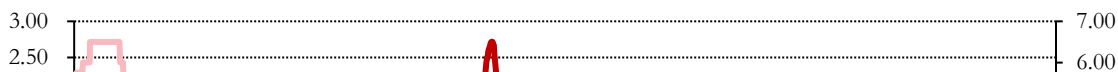
还有一种方式是，把汇率和利率纳入货币条件指数或者金融条件指数，这种货币政策操作方式最早的践行者是加拿大央行。作为应对汇率冲击的工具，加拿大央行于 1994 年建立了货币条件指数（MCI, monetary condition index）。后来，芬兰银行、瑞士央行也在本国货币条件指数的基础上构建金融条件指数。

在货币条件指数诞生之初，加拿大央行想通过长期均衡的利率和汇率水平推算得到均衡指数，但在实操中，特别是受到未预期到的经济冲击情况下，往往难以精确的估计到长期均衡的利率与汇率水平。因此，在后期运用中，更多的机构将其作为信号指示器：一是该指标可以表明当前的金融情况从而对当前的政策执行情况进行评价；二是包含货币政策未来发展目标的动态信息，进而成为宏观经济的领先指标。

再后来，在货币条件指数基础上，各国开始构建更广泛的金融条件指数（FCI, financial condition index），除了利率和汇率指标，还把其他的指标涵盖在金融条件指数里。国际上，金融条件指数有三个口径：一个是窄口径，只含有利率和汇率两种变量的衡量、预测货币政策执行效果的综合指数，其中利率和汇率部分又由很多子变量构成。另一个是中口径，是在利率、汇率的基础上进一步包括了房地产和股票价格，其中每部分变量又包含很多与之密切相关的子变量。再有一个是宽口径，将货币和信贷因素在货币政策传导过程中的重要性充分考虑在内，在中口径基础上加入了货币供应量和信贷两种变量的综合指数。

金融条件指数被主要央行广泛采用。例如，2013 年 6 月份美联储议息会议的会议纪要显示，在债券市场收益率受量化宽松退出预期影响快速上行的背景下，美联储参考包括金融条件指数在内的一系列中介观察指标，认为这些变化仍然是温和的、形势是可控的，为保持货币政策稳定提供了依据。目前，美国芝加哥、圣路易斯和堪萨斯联邦储备银行还在常态化地发布金融条件指数（见图表 5）。

图表 5. 美国金融状况指数与美联储基准利率的变化（单位：%）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_773

