

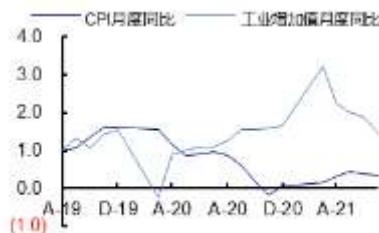
## 证券研究报告—深度报告

## 宏观经济

## 宏观经济专题研究

2021 年 09 月 09 日

## CPI 与工业增加值月度同比增速



## 宏观数据

固定资产投资累计同比	10.30
社零总额当月同比	8.50
出口当月同比	25.60
M2	8.30

## 相关研究报告：

- 《国信证券-宏观固收专题：风险平价简明框架》——2021-08-09  
《国信证券-宏观固收专题：金融数据的“冷知识”和“热话题”》——2021-08-12  
《国信证券-宏观专题：破六合、观四象：探寻至简配置奥义》——2021-07-26  
《国信证券-宏观固收专题-以人为鉴，两代债王如何博弈四十年货币政策》——2021-08-12  
《国信证券-宏观固收专题：俭以养“德”（一）内源融资企业与金融的平衡术》——2021-08-19

## 证券分析师：王开

电话：021-60933132  
E-MAIL：wangkai8@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521030001

## 证券分析师：董德志

电话：021-60933158  
E-MAIL：dongdz@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001

## 宏观专题

## 国信货币条件指数介绍

## ● 区分货币条件和金融压力

货币条件指数不同于金融压力指数，前者是为了表征货币环境、对经济增长构成前瞻，指标选取上贵在精，而后者是为了衡量金融市场（包括外汇、债券、股票、货币等）遭受金融风险冲击的可能性，指标选取上贵在全。本篇文章意在构建货币条件指数。

## ● 辨别广义和狭义的货币条件

货币条件指数有广义和狭义之分，狭义的货币条件仅针对货币环境的宽松与紧张进行辨别，将定性的松还是紧、松或紧的程度，广义的货币条件涉及整个实体经济的派生。广义的货币条件指数和经济增长挂钩，是我们研究的对象。

## ● 国内金融条件指数发展经历了三阶段

第一阶段（2005~2009年）：货币/金融条件指数刚引入到国内，习惯上采用广义信贷 M2、实际贷款利率和实际有效汇率三个指标刻画货币政策松紧程度，作为协调利率、汇率政策的重要抓手。第二阶段（2009~2013年）：在传统的利率、汇率之外开始考虑 CPI 等通胀因素、潜在增速与产出缺口等增长类因素。第三阶段（2013年至今）：结合“房住不炒”和债务问题，开始考虑金融杠杆和房地产方面的因素。这三个阶段与债券定价逻辑变迁，即单边定价到“双轮驱动”，再到“三驾齐驱”不谋而合。

## ● 谋而后动：三类货币条件指数的构造和对比

我们依据传统的宏观数据、结合资本市场价格数据、基于外生环境冲击分别构建了货币条件指数 I、II、III，三类指数分别适合在上述的三个阶段来追踪宏观经济环境的变化。货币条件指数 III 可以预警金融市场压力。

## ● 统合综效：国信货币条件指数构建和检视

我们选取了剩余流动性、FR007 一年期互换利率、中美利差、人民币兑美元汇率四个指标，涵盖了经济基本面、资产价格和外生冲击三大维度，以历史分位数的方法简单易行地构建了国信货币条件指数。在 2009 年以来 7 次提示过拐点信息，其中前 6 次前瞻了货币政策的拐点。我们将国信货币条件指数的同差形式与 PMI、名义 GDP 增速分别对比，可以发现对货币条件变动，对经济增长的描述在大多数时点都是准确的。

## 独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 内容目录

一、海外金融条件指数的镜鉴.....	4
二、国内金融条件指数的发展历程.....	5
三、国内金融条件指数的三个思路.....	7
四、三类货币条件指数效果回溯 .....	8
五、国信货币条件指数的搭建和检视.....	10
(一) 国信货币条件指数底层数据的选取 .....	10
(二) 国信货币条件指数对货币政策的提示 .....	13
(三) 国信货币条件指数对经济数据的提示 .....	15
国信证券投资评级.....	1
分析师承诺 .....	1
风险提示 .....	1
证券投资咨询业务的说明 .....	1

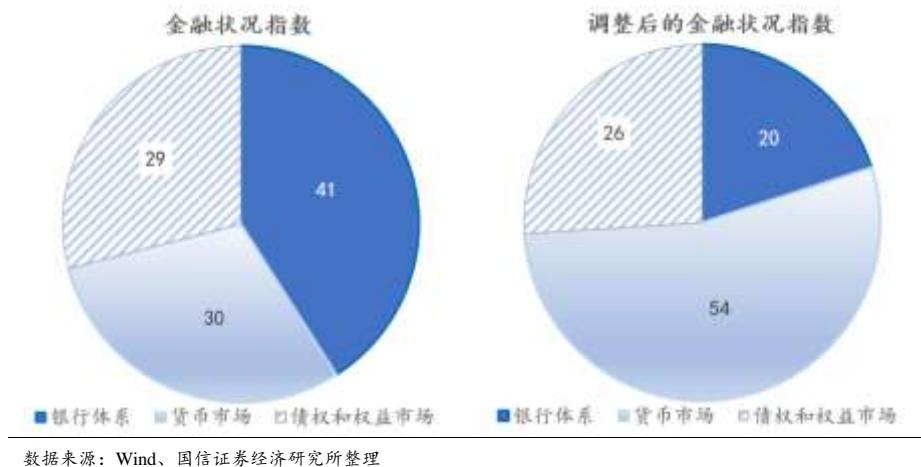
## 图表目录

图 1: 芝加哥金融条件指数的底层指标, 涉及各类市场的比重分布 .....	4
图 2: 美国地方联储的金融压力指数对比.....	4
图 3: 债券收益率隐含基本面底层逻辑的两轮变迁概念图.....	6
图 4: 货币政策、信用环境和基本面传导路线图 .....	6
图 5: 中国人民银行宏观经济监测预警系统中 M2 增速景气和贷款景气指标的构成 ....	7
图 6: 货币条件指数 I 对名义增速样本外拟合效果较好.....	8
图 7: 货币条件指数 I 与 PMI 走势 .....	8
图 8: 货币条件指数 II 与名义 GDP 增速 .....	8
图 9: 货币条件指数 II 与 PMI .....	8
图 10: 四因子得到的中国货币条件指数 III 与社融增速.....	9
图 11: 2018 年起货币条件指数 III 波动性开始走高 .....	9
图 12: 四因子得到的中国货币条件指数 III 与名义增速.....	9
图 13: 中国货币条件指数 III 与 PMI.....	9
图 14: 金融条件指数的高波动主要来自于市场压力变动 .....	10
图 15: 过去近 20 年间指数曾两次提示需关注金融压力 .....	10
图 16: 剩余流动性分位数和十年期国债分位数走势互逆 .....	11
图 17: 国债收益率与剩余流动性分位数差值的提示效果 .....	11
图 18: 政府杠杆率和剩余流动性度量的经济本质同源 .....	11
图 19: 剩余流动性较信用脉冲更为敏感.....	11
图 20: FR007 一年期互换利率、与国开债利差在货币收紧和宽松分界的提示 .....	12
图 21: 中国持有美国国债: 从中美利差锚镜到趋势向下 .....	13
图 22: 国信货币条件指数对货币政策松、紧的提示信号 .....	14
图 23: 国信货币条件指数的分项拉动情况 .....	14
图 24: 剔除剩余流动性可以发现此轮收紧的信号并不明显 .....	14
图 25: 国信货币条件指数同差与 PMI 走势 .....	15
图 26: 国信货币条件指数和名义 GDP 增速.....	15
 表 1: 关于金融条件指数经典文献和中国版本常用的方法列举.....	5
表 2: 三类货币条件指数构造方法汇总 .....	7
表 3: 国信货币条件指数的底层指标和解释 .....	13

## 一、海外金融条件指数的镜鉴

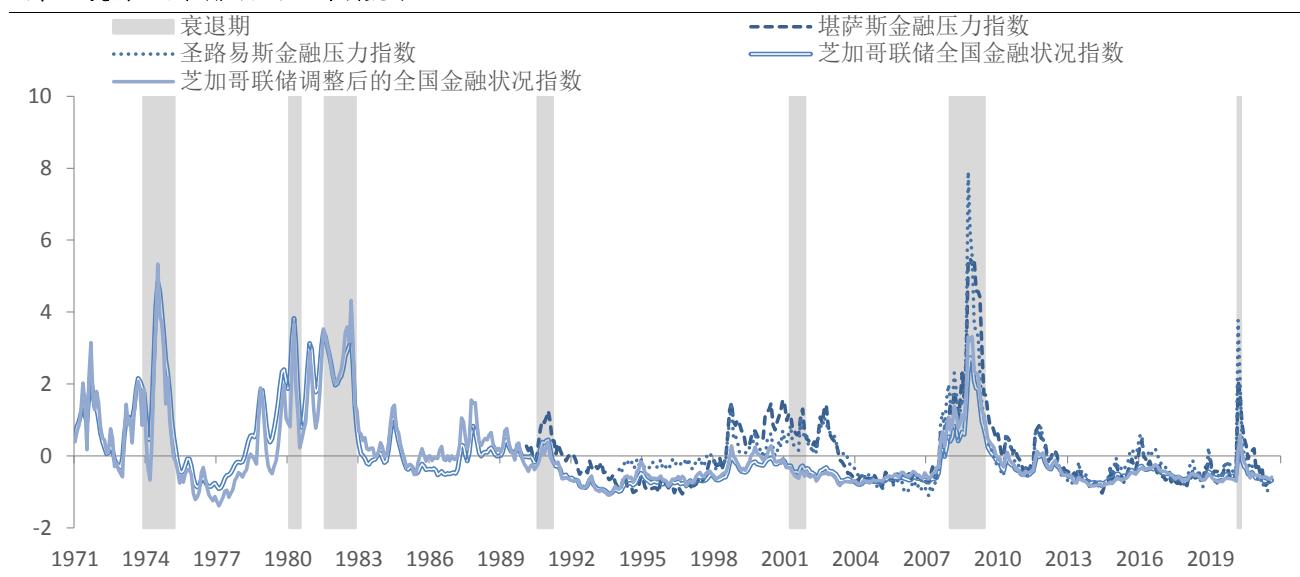
美国的地方联储堪称是金融压力指数、金融条件指数构造的先头军。堪萨斯联储、圣路易斯联储选择了 10-20 个包含美国货币市场、债券市场、股票市场、汇率市场的指标来构造这类金融条件指数，芝加哥联储更是选用了 100 多个经济和金融市场指标作为底层数据。以芝加哥联储金融条件指数 (CFI) 为例，银行体系指标：货币市场指标：债权和权益市场指标大致按照 4: 3: 3 来分布，调整权重后货币市场指标大致占到五成以上，基本涵盖了美国金融市场的交易信号。这些金融指数平时基本都在 [-1,1] 的区间内波动，数在经济衰退期间均会大幅走高，部分联储在月度指标的基础上还更新了周度值，基本起到了“预警”经济衰退和金融体系大幅震荡的作用。

图 1：芝加哥金融条件指数的底层指标，涉及各类市场的比重分布



数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：美国地方联储的金融压力指数对比



数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

虽然海外市场对金融压力指数、金融条件指数的创造、创新处于先行地位，但部分细节仍有待商榷。例如，底层的指标并非越多越好，关键是每个指标的经济含义、对货币条件传导的逻辑能够厘清。如果我们将9大类、50种流通领域重要生产资料市场价格都纳入到PPI的回归中，固然可以获得颇高的拟合优度，但却无法规避“过拟合”的问题。

芝加哥联储纳入100多个金融市场的指标自然是想要涵盖市场上每一种产品的金融压力，但一来主成分分析法是一个黑箱，中间的成分因子说不清、道不明，二来过多的金融指标都出现异常时，基本就是出现重大系统金融风险、各类资产皆被抛售换取流动性的时点。因此海外金融压力指数平时波澜不惊，在遇到经济衰退和金融危机时出现跨数量级冲高，金融压力指数变成了衰退同步指数。

## 二、国内金融条件指数的发展历程

下表1列示了国内金融条件指数的发展历程，金融危机后国内的金融条件指数的研究也得到了长足的发展。最早的简易版货币条件指数主要包括汇率、利率和信贷三类指标，追踪货币政策的松与紧取得了一定的效果。后续的研究在领域、指标等维度也有扩容，如增加了房地产领域的考量。宏观领域也考虑产出等实体因素，如增加潜在增速和产出缺口，用杠杆率来代替单边的信贷规模等。

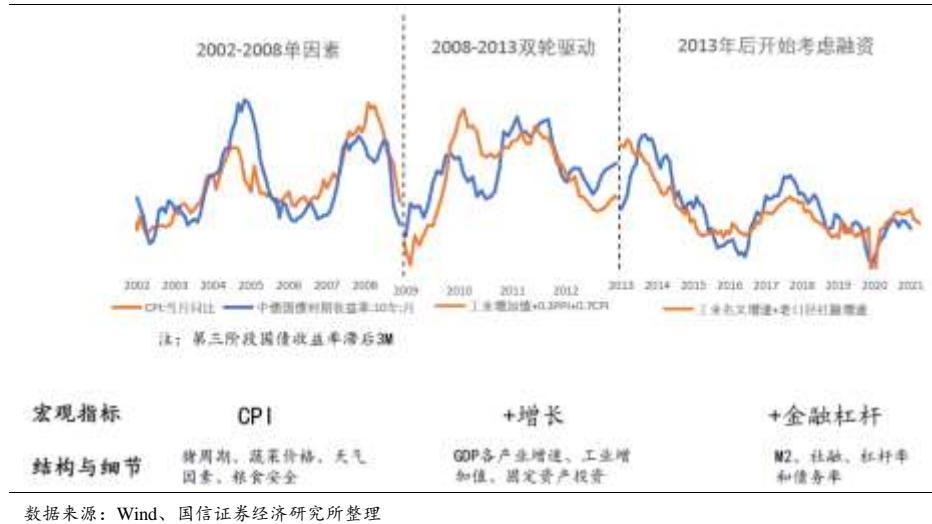
表1：关于金融条件指数经典文献和中国版本常用的方法列举

作者	底层指标	频率	测算方法	测算结论
张明喜 (2008)	货币政策利率传导渠道的实际利率、汇率传导渠道的实际有效汇率、信贷传导渠道的贷款增长率	季度	—	表明中国的货币状况自2000年以来处于由紧到松再紧的动态走势
王彬 (2009)	股票价格缺口、有效汇率缺口、房地产价格缺口、实际货币供给缺口、实际短期利率缺口	月度	VAR模型	对通胀有一定预测能力，中央银行货币政策整体遵从该规则，对资本市场反映不敏感
戴国强 (2009)	通货膨胀率、汇率指数、房产价格指数、利率价格指数、电力价格指数和股票价格指数	月度	VAR模型	FCI可以作为货币政策调控通货膨胀的指示器，并提前1至3个月完成对CPI的预测，这表明FCI在我国具有较好的适用性
李刚 (2012)	实际利率、实际有效汇率、实际信贷规模缺口、实际产出与潜在产出之间的缺口	季度	单方程估计、最小二乘法	反映货币政策变化的货币条件指数会对经济增长造成直接的影响，货币条件指数的变化会导致经济增长率的变化
李亚奇 (2014)	实际利率、实际汇率、M2增长率	月度	单方程估计、 VAR模型	MCI能及时反映货币政策动态趋势的信息，可以为央行判断货币政策的松紧程度提供参考
徐丹 (2017)	实际货币供应量、实际利率、实际有效汇率、实际产出	季度	最小二乘法	见实际M2变动的影响是最为重要的因素，相对的实际有效汇率和实际利率的影响相对要小很多
程强 (2019)	社会融资总额、贷款平均成本、人民币汇率、储备货币、广义货币、广义信贷、金融杠杆、货币市场利率	月度	VECM模型	在应对金融周期上，货币政策略显被动，资产价格波动是货币条件指数的格兰杰原因，但货币条件指数对资产价格波动并没有很显著的影响

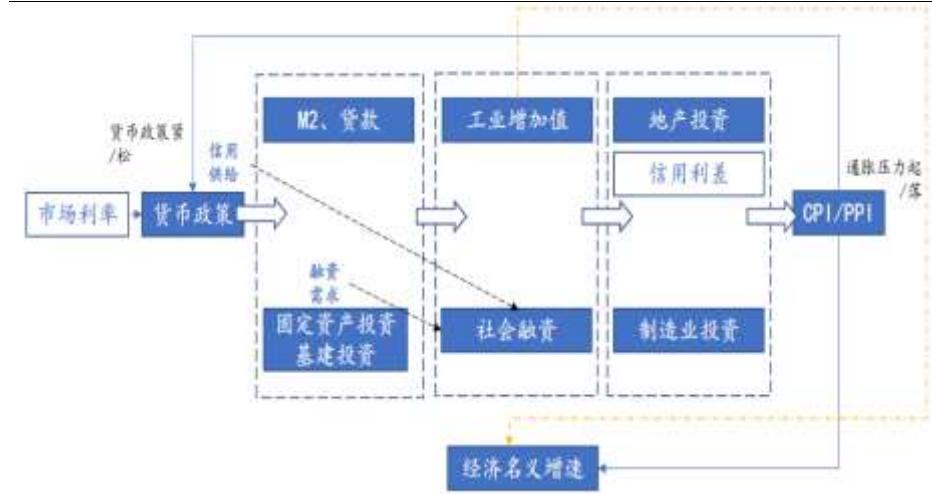
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国内的金融条件指数发展经历大体了三个阶段：第一阶段（2005~2009年）：货币/金融条件指数刚引入到国内，习惯上采用广义信贷M2、实际贷款利率和实际有效汇率三个指标刻画货币政策松紧程度，作为协调利率、汇率政策的重要抓手。第二阶段（2009~2013年）：在传统的利率、汇率之外开始考虑CPI等通胀因素、潜在增速与产出缺口等增长类因素。第三阶段（2013年至今）：结合“房住不炒”和债务问题，开始考虑金融杠杆和房地产方面的因素。

货币条件指数指标的扩容，与债券收益率的基本面定价体系变迁不谋而合：从单边定价到“双轮驱动”，再到“三驾齐驱”，也是逐渐纳入了增长和杠杆的考量。其中缘由是货币政策的着眼点更加广泛，从最初的应对通胀到稳定增长、调控金融风险、促进广义货币与经济增速相匹配。既然货币政策、债券市场都具有“学习效应”，则纳入的指标也是在不断扩张和迭代的。

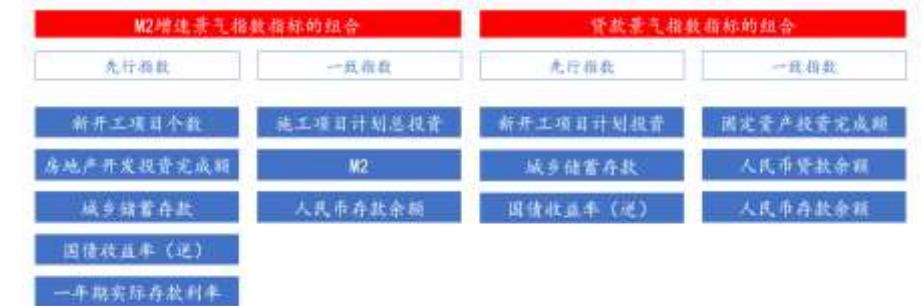
**图3：债券收益率隐含基本面底层逻辑的两轮变迁概念图**


需要明确的是，我们构造的货币条件指数目的不仅是衡量货币环境宽松、紧缩的程度，还要辅助作用于经济增长研判。根据流动性的传导框架，融资和生产作为金融端和实体端的一体两面，在经济传导中应该是同步的。但由于生产、生活的活动开展之前，企业、家庭部门要先融资借钱，所以从数据上看，融资有时是先于产出的，这仅仅是经济活动的传导顺序，并非代表不同的经济活动，而价格则是明确的滞后指标。

**图4：货币政策、信用环境和基本面传导路线图**


数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

货币条件指数也有广义和狭义之分，狭义的货币条件指数代表货币政策的宽松、收紧感知，广义的则带包含整个实体信用的派生。如中国人民银行宏观监测预警系统中的M2增速景气、贷款景气就是广义的货币条件指数，严格来讲度量的是整个信用体系的派生。M2景气和贷款景气的先行指数、一致指数构成情况如下图5所示（阮健弘，2018）。我们既然要衡量货币条件指数对经济的传导，所构建的自然也是广义的货币条件指数。

**图 5：中国人民银行宏观经济监测预警系统中 M2 增速景气和贷款景气指标的构成**


数据来源：阮健弘主编，《金融统计创新与发展》，国信证券经济研究所整理

### 三、国内金融条件指数的三个思路

我们根据国内金融条件指数推广的时间轴，考虑底层指标和逻辑变化的背后依据，提供构建货币政策条件指数的三种思路：

**表 2：三类货币条件指数构造方法汇总**

货币条件指数	底层指标	起始时间	发布频率	发布时间	构造方法	狭义/广义	和货币宽松时段的对应关系
指数 I	社融同比、法定存款准备金率、储备货币同比、人民币兑美元汇率	2005-01	月度	T+1	最小二乘法	广义	
指数 II	利率互换:FR007:1年、美元兑人民币中间价、利率互换:3M SHIBOR:1年	2008-11	日度	T	最小二乘法	狭义	
指数 III	中美十年期国债利差、沪深 300 指数波动率、中国持有美债占外汇储备余额的比例、市场压力变动指数	2002-11	月度	T+2	历史分位数求取均值	狭义	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**第一种思路**，我们依据传统的宏观数据来构建货币条件指数 I。指数 I 选取的指标均为宏观层面上的指标，社融同比增速、法定存款准备金率、储备货币同比增速，同时考虑了人民币兑美元汇率。由于我们样本内回测的时间段在 2015 年三季度及以前，因此未考虑 8.11 汇改的影响。

(1) 储备货币即基础货币，是央行可以调控货币“松”与“紧”的阀门。储备货币包括三大部分，第一部分是货币发行，第二部分是银行缴纳的法定存款准备金、超额准备金，第三部分支付机构缴纳一定比例的备付金，类似非金融机构存款准备金。(2) 由于储备货币中的存款准备金包括超储和法储两部分。对市场流动性而言，法定存款准备金缴纳过多是减少流动性，因此在储备货币之外我们还考虑了法定存准率。

**第二种思路下，我们基于资本市场价格的货币条件指数 II。**

(1) 基于三个衍生品市场的指标(利率互换:FR007:1年、美元兑人民币中间价、利率互换:3M SHIBOR:1年)，我们构建了衍生于资本市场的高频版条件指数；  
(2) 三个高频指标和名义经济增速回归，求得指标前系数，2020 年 4 月至今为样本外的结果；  
(3) 最终得到的指标除了能追踪经济外，也对狭义的货币政策有一定的可验性。

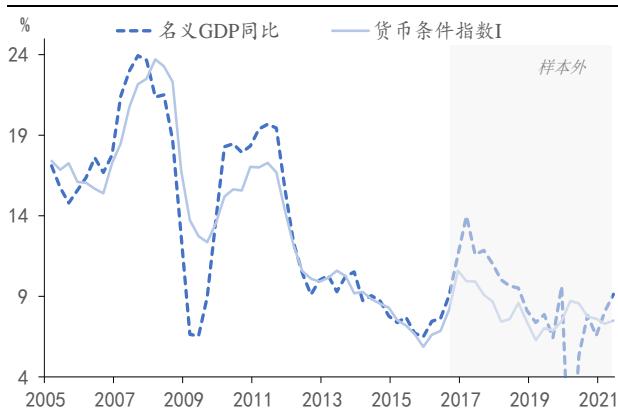
**第三种思路，基于外生冲击的货币条件指数 III。** 我们以张南 (2014) 构造金融压力指数时选取的四个指标为例，简要测算中国版的金融条件指数。这四个指

标包括中美十年期国债利差、沪深 300 指数波动率、中国持有美债占外汇储备余额的比例、市场压力变动指数（汇率变动率和外储变动率的正态随机变量之差）。方法上我们依然奉行“简单、透明、可回溯”的原则，测算 2002 年以来各指标所处的历史分位点，在此基础上求取均值。

#### 四、三类货币条件指数效果回溯

样本外的回测显示，货币条件指数 I 对名义 GDP 增长率、PMI 仍有一定的指导意义。如果采用截面回归的方法来看各个底层数据对综合指标的影响程度，社会融资的影响程度最高，基础货币投放到信用扩张是实体经济增长、价格周期上行的动力，也印证了指数 I 衡量的是广义的货币派生条件。

图 6：货币条件指数 I 对名义增速样本外拟合效果较好



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；注：2021 年 GDP 数据采用两年复合同比计算。

图 7：货币条件指数 I 与 PMI 走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：货币条件指数 II 与名义 GDP 增速

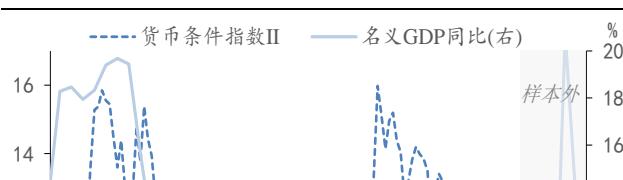
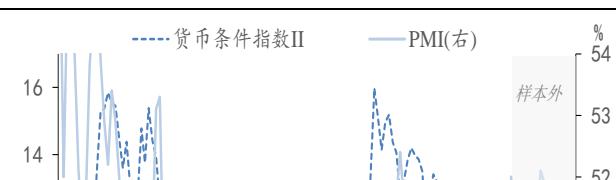


图 9：货币条件指数 II 与 PMI



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\\_26386](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26386)

