

# 中国名义货币状况指数的构建<sup>\*</sup>

赵永清, 范从来

(南京大学 商学院, 江苏 南京 210093)

**摘要:**构建和监测货币状况指数是将汇率纳入货币政策框架中的一种可行方式。文章在系统分析汇率和货币供应量等变量对国内消费者价格水平的价格传递链条的基础上,运用 VAR 方法来构建了 2005 年 7 月人民币汇率制度改革以来的中国名义货币状况指数。研究表明, M1 和名义有效汇率在名义 MCI 中的权重之比为 1:1.17,在此基础上构建的名义 MCI 与消费价格指数走势是高度吻合的。从货币政策立场指示器和对通货膨胀进行监测的角度看,我国央行应关注并定期发布货币状况指数。

**关键词:**货币状况指数;货币政策立场指示器;价格传递

**中图分类号:**F822.0 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2009)12-0107-11

## 一、引言

在 2005 年 7 月人民币汇率制度改革之前,中国的货币政策框架有两个名义支点,一是维持汇率稳定,二是保持货币供应量的适度增长。在此期间,汇率作为我国货币政策的名义锚,这种操作模式对于稳定我国物价水平起到了积极作用,但同时也存在着人民币外汇占款增加、扭曲存贷款利率以及准财政赤字等潜在风险(陈雨露等,2004),而这实际上构成了 2005 年 7 月人民币汇率制度改革的内在基础。而随着人民币汇率制度改革,失去了汇率这一名义锚<sup>①</sup>,汇率对国内价格的传递效应却显著增加(王晋斌等,2009),央行基于稳定币值的目标必须对汇率变动给予更多关注;同时,在货币政策成为我国宏观调控主要手段的情况下,货币政策与汇率政策之间却存在较多的不一致性。<sup>②</sup>因此为了进一步较好地稳定物价水平,可借鉴国外央行普遍采用的“货币状况指数”(Monetary Conditions Index, MCI),以获得一个全面反映货币政策松紧程度的定量指标。

一般来说,货币状况指数是指在选定一个基期之后,国内利率和汇率相对

收稿日期:2009-06-19

基金项目:国家自然科学基金资助项目(70673033)

作者简介:赵永清(1981—),男,江苏靖江人,南京大学商学院博士生;

范从来(1962—),男,江苏海安人,南京大学商学院长江学者特聘教授。

于基期水平变化的加权平均数(Freedman,1994),其基本形式可表示为:

$$MCI_t = W_r(r_t - r_0) + W_e(e_t - e_0) \quad (1)$$

其中, $t$ 和 $0$ 分别表示报告期和基期, $r$ 表示短期利率, $e$ 表示汇率指数的对数值( $e$ 增加表示货币升值), $W_r$ 、 $W_e$ 分别是利率和汇率的权重。相对于基期而言,利率增加得越多,汇率指数越高,货币状况指数越大,货币政策就越紧;反之,货币政策就越宽松。货币状况指数如果根据名义利率、名义汇率计算,即为名义货币状况指数;如果根据实际利率、实际汇率计算,即为实际货币状况指数。

Freedman(1994)首次对 MCI 进行了详尽的学术研究,该文在一般性意义上论述了 MCI,这是关于 MCI 指数的经典文献。此后关于 MCI 的研究,则侧重于在一般的 MCI 指数的基础上,结合某一国家的具体情形,构建该国的 MCI 指数。Frochen(1996)运用有效汇率和短期名义利率建立了 1987—1995 年欧洲五个国家的 MCI 指数;Kannan 等(2006)运用单方程估计了印度的 MCI 指数;Hyder 和 Khan(2006)运用协整技术建立了 1991 年 3 月至 2006 年 4 月巴基斯坦的 MCI 指数,研究表明虽然 MCI 指数作为操作工具的职能是有限的,但由于 MCI 能够提供若干补充信息而被一些央行广泛用作货币政策立场指示器<sup>③</sup>,用以判断货币政策的实际松紧程度。

国内关于 MCI 的研究,陈雨露、边卫红(2003)一文是最早对 MCI 进行介绍和评述的文献,该文认为随着我国金融开放的推进,可以适时考虑将 MCI 作为货币政策操作的参考指标;陈雨露等(2004)通过借鉴浮动汇率制度下普遍采用的 MCI,建立了包括利率、汇率和货币供应量的中国货币状况指数;卜永祥、周晴(2004)通过估计 1991 年至 2002 年中国的总需求曲线和菲利普斯曲线,构造了中国的名义和实际货币状况指数;陈建斌、龙翠红(2006)则利用 VAR 模型对 MCI 指数中变量的权重进行估计,构建了 1990 年以来中国的货币状况指数。

已有国内文献在研究 MCI 指数时,一般都包括了实行固定汇率制度时期的样本区间,笔者并不同意这种构建 MCI 指数的方法,原因在于实行固定汇率制度时期,汇率和货币供应量作为双名义锚,在稳定物价方面非常成功(麦金农,2008),在这种情形下构建反映货币政策松紧程度的 MCI 指数意义不大,因为在汇率作为名义锚、且利率市场化程度不高的情况下,货币供应量是我国货币政策立场的良好指示器(索彦峰、范从来,2007);而当 2005 年 7 月人民币汇率制度改革以后,由于失去了汇率这一名义锚,在这种情形下构建由货币供应量与汇率组成的反映货币政策松紧程度的 MCI 指数才凸显意义,这与国外普遍在浮动汇率制度下构建 MCI 指数的研究相一致,这是本文的主要贡献之一。本文区别于国内已有研究之处还在于:研究方法上,使用 VAR 模型进行分析,<sup>④</sup>同时构建系统的价格传递链条,以反映汇率和货币供应量等变量

作用于国内消费者价格水平的机制，并利用脉冲响应函数获取汇率和货币供应量等变量对国内价格的动态影响，在此基础上计算各变量冲击对物价变化的贡献权重。

## 二、研究方法 with 变量说明

### (一) 研究方法

由于 MCI 存在实际 MCI 和名义 MCI 之分，并且可以运用利率和汇率针对总需求或者价格水平进行构建(Freedman, 1994)，因此，一般来说，如果针对总需求或者产出构建 MCI，这时需要构建实际 MCI；如果针对价格水平构建 MCI，这时需要构建名义 MCI。考虑到 1995 年通过的《中国人民银行法》确立了我国的货币政策目标为“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”，从而使得我国货币政策目标由产出向价格稳定转变，因此本文将物价稳定作为货币政策目标来进行研究，并以居民消费价格指数作为物价的替代变量，在此基础上构建中国的名义货币状况指数。由公式(1)中传统 MCI 的形式可知，MCI 的构建主要包括两个方面：变量的选取和权重的确定。

(1)关于变量的选取。考虑到我国以货币供应量为中介目标的货币政策框架，以及利率尚未完全市场化<sup>⑤</sup>，货币政策主要通过货币供应量和汇率这两个渠道影响物价，因此本文定义的名义货币状况指数如(2)式所示：

$$MCI_t = W_{mi}(M1_0 - M1_t) + W_{neer}(NEER_t - NEER_0) \quad (2)$$

其中， $M1_t$ 、 $NEER_t$  是报告期货币供应量和名义有效汇率的对数值， $M1_0$ 、 $NEER_0$  是选定的基期的货币供应量和名义有效汇率的对数值； $W_{mi}$ 、 $W_{neer}$  分别是货币供应量和名义有效汇率的权重。相对于基期而言， $M1$  增加得越多，名义有效汇率越贬值，则 MCI 越小，货币政策越宽松；反之，货币政策越紧。

(2)关于权重的确定。目前，对货币状况指数中权重的估计方法主要有：  
a. 单方程估计。这种方法要么是通过估计总需求曲线得到利率和汇率的权重(Duguay, 1994; Kannan 等, 2006)，要么是通过估计菲利普斯曲线得到利率和汇率的权重(卜永祥等, 2004)。这种方法建立在解释变量与被解释变量之间不存在反馈作用的基础上，因此可能会导致估计偏差。  
b. 根据一国对外贸易占 GDP 的份额折算。根据一国进出口总额或净出口额占国内生产总值的比例折算汇率的权重，然后用 1 减去汇率权重的余额作为利率的权重。该方法散见于一些投资银行建立 MCI 的过程中，但这种折算方法略显粗糙。  
c. VAR 模型估计。通过计算脉冲响应函数的累积值来获得利率和汇率的权重(陈建斌等, 2006; Blot 和 Leveigue, 2008)。这种 VAR 方法考虑到了变量之间的相互作用，与上述两种方法相比，可靠性较高。因此我们将在构建系统的价格传递链条、以反映汇率和货币供应量等变量对国内消费者价格水平的作用机制的基础上，运用 VAR 方法来确定 MCI 中变量的权重。下文将从汇

率的价格传递入手,分析整个价格传导链条。

根据购买力平价,可贸易品的进口价格将随汇率变化成比例地上涨,用  $P_m$  代表进口商品价格,  $E$  代表名义汇率,  $P^*$  代表进口品的国外价格,则:

$$P_m = EP^* \tag{3}$$

用  $P_n$  代表国内生产的商品的价格,  $P$  代表国内总价格,采用 Cobb-Douglas 函数形式表示国内总价格的构成:

$$P = P_n^\delta P_m^{1-\delta} \tag{4}$$

$\delta$  为取值在 0 到 1 之间的参数,表示国内生产的商品价格对国内总价格的贡献。将(3)式纳入(4)式并取对数,同时加上时间标志:

$$p_t = z_0 + z_1 e_t + z_2 p_t^* + z_3 \Omega_t \tag{5}$$

其中,小写字母表示相应变量的自然对数,  $\Omega$  表示国内生产的商品价格  $P_n$  的影响变量集。由于价格指数和汇率通常是非平稳序列,因此,变量需要进行差分;同时考虑到时滞的存在,可以假设汇率  $P^*$  和国内物价的影响变量不对当期的物价  $p_t$  发生影响,这样就可以转换成标准的无约束 VAR 模型。<sup>⑥</sup> 因此(5)式可进一步分解成(6)式,其中,  $n$  表示滞后期限。

$$\Delta p_t = \alpha + \sum_{i=1}^n \beta_i \Delta e_{t-i} + \sum_{i=1}^n \delta_i \Delta p_{t-i}^* + \sum_{i=1}^n \gamma_i \Delta \Omega_{t-i} + \varepsilon_t \tag{6}$$

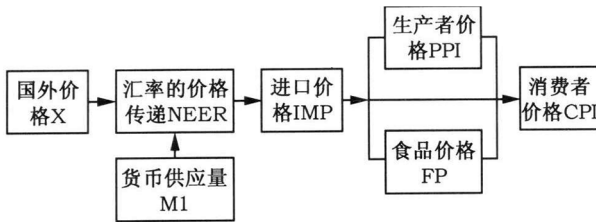


图 1 价格传导链

考虑到月度数据的可获得性和对主要影响因素的提取与分析,关于国内生产的商品价格的影响变量集  $\Omega$ , 本文将选取:(1)货币供应量  $M1$ 。这不仅由于汇率对于价格的传递存在宏观渠道,而且考虑到汇率水平的货币(需求)冲击,并且任何通货膨胀都是一种货币现象。(2)食品价格。由于食品价格冲击是新兴国家国内通货膨胀的重要解释变量(Domac 和 Yucel, 2005),而且我国食品类要素占 CPI 的比重为 33%左右。(3)生产者价格。价格水平的波动一般首先出现在生产领域,然后通过产业链向下游产业扩散,最后波及消费品。以 IMP 代表进口价格水平,工业品出厂价格指数(PPI)代表生产者价格水平,FP 代表食品价格水平,CPI 代表消费者价格水平,那么 PPI、FP 是进口价格(IMP)传导到 CPI 过程中的两个重要渠道,关于价格的传导链条如图 1 所示。因此,如果进一步考虑到物价自身调整的粘性,那么关于消费者价格的

模型可最终设定为如(7)式：

$$\begin{aligned} \Delta \text{CPI}_t = & \alpha + \sum_{i=1}^n \gamma_i \Delta \text{CPI}_{t-i} + \sum_{i=1}^n \delta_i \Delta p_{t-i}^* + \sum_{i=1}^n \phi \Delta M_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_{3i} \Delta e_{t-i} \\ & + \sum_{i=1}^n \zeta \Delta \text{IMP}_{t-i} + \sum_{i=1}^n \phi \text{PPI}_{t-i} + \sum_{i=1}^n \psi_i \Delta \text{FP}_{t-i} + \epsilon_t \end{aligned} \quad (7)$$

可以运用 VAR 方法来估计(7)式,同时参考 Blot 和 Leveuge(2008)计算 G7 国家 MCI 指数的方法,权重 W 的计算公式可设定为：

$$W_i = \frac{\left| \sum_{t=1}^n \phi_{it} \right|}{\sum_i \left| \sum_{t=1}^n \phi_{it} \right|}, i = (P^*, M1, \text{NEER}, \text{IMP}, \text{PPI}) \quad (8)$$

其中,  $\phi_{it}$  为消费者价格指数在时期 t 对来自变量 i 的一个标准差冲击的反应,  $P^*$ 、M1、NEER、IMP 和 PPI 的含义与上文相同。因此,通过运用脉冲响应函数估计来自国外价格、M1、名义有效汇率、进口产品价格和生产者价格等随机扰动项的一个标准差冲击分别对国内消费者价格当前和未来取值的影响,从而得出货币供应量和汇率在 MCI 指数中的权重。

## (二) 变量说明

表 1 相关变量说明及来源

变量	变量含义	变量说明
$P^*$	进口品的国外价格	采用 Campa 和 Goldberg(2005)定义的国外价格指数 X 作为代理变量, $X = \text{NEER} \times \text{CPI} / \text{REER}$ , 其中 REER 表示实际有效汇率。
e	名义有效汇率 NEER	人民币名义有效汇率指数作为汇率的代理变量, 名义有效汇率指数采用间接标价法, 指数上升表示人民币升值。数据来源: 国际清算银行网站。
M1	狭义货币供应量	数据来源: Wind 数据库。
IMP	进口价格指数	具体计算方法见附录 A。
FP	食品价格指数	生产者价格指数以工业品出厂价格指数为代理变量。将 FP、PPI 和 CPI 的同比数据转换成以 2005 年 7 月 = 100 为基准的定基指数。由于 PPI 缺乏环比数据, 本文利用 1999 年企业商品价格指数的环比数据来计算 PPI。数据来源: Wind 数据库、中经网数据库。
PPI	工业品出厂价格指数	
CPI	消费者价格指数	

本文关于中国名义 MCI 的构建将利用 2005 年 7 月至 2008 年 12 月的样本数据。相关变量说明及来源如表 1 所示。数据频度为月度, 除名义有效汇率外, 所有时间序列用 X11 乘法模型进行季节调整, 消除季节因素; 同时为了避免数据剧烈波动和消除潜在的异方差性, 对季节调整后的所有数据均进行自然对数化处理。需要说明的是, 本文以 M1 作为货币供应量的替代变量, 主要因为: 1996 年我国正式确定 M1 为货币政策中介目标; M1 对经济活动的预

测和解释能力比 M2 强(范从来,2004;索彦峰、范从来,2007)。

### 三、名义 MCI 指数的构建

#### (一)平稳性检验

首先对变量的平稳性采用 ADF 检验,检验过程中滞后期的确定采用 AIC 最小准则;分别对各个变量的水平值和一阶差分进行检验,由表 2 可知,均为一阶单整序列,其一阶差分构成平稳的 I(0)过程。

表 2 单位根检验

变量	(c,t,l)	ADF 统计量
ΔCPI	(c,t,0)	-4.863960***
ΔX	(c,0,0)	-2.912561*
ΔNEER	(c,t,0)	-4.458871**
ΔM1	(c,t,0)	-5.774554***
ΔIMP	(c,t,1)	-8.720369***
ΔFP	(c,t,0)	-8.012089***
ΔPPI	(c,t,0)	-6.038445***

注:检验类型(c,t,l)分别表示单位根检验过程中包括常数项、时间趋势和滞后阶段,0 表示无时间趋势;Δ 表示差分;\*、\*\* 和 \*\*\* 分别表示在 10%、5%和 1%的显著水平上拒绝 I(0)的原假设。

#### (二)VAR 模型

根据上文分析,建立包括 X、M1、NEER、IMP、PPI、FP 和 CPI 等 7 个变量的 VAR 模型。关于滞后期的选择,本文利用 VAR 模型的滞后长度标准检验(Lag Length Criteria),同时运用 LR 统计量,得到 VAR 模型的最优滞后期为 2。对 VAR 模型进行整体效果检验,VAR 模型的稳定性条件得到满足,自相关性检验、异方差检验和 JB 正态性检验都能通过。模型检验结果如表 3 所示。

表 3 VAR 模型整体效果检验

滞后期		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
自相关 检验	LM 值	38.2	54.7	43.0	60.6	46.1	43.5	42.1	49.1	46.9	45.4	44.5	58.4
	P 值	0.87	0.27	0.71	0.12	0.59	0.69	0.74	0.47	0.56	0.62	0.66	0.17

异方差检验:F=0.548;P=0.898

J-B 正态性检验:JB=0.794;P=0.672

按照上文的分析框架,须对上述 VAR 模型进行脉冲响应函数分析,以考察国内消费者对来自 NEER 和 M1 的冲击响应,从而计算这两个变量在 MCI 中的权重。考虑到 1 年的时间期限(针对月度数据)可以考察到所有冲击的特征,因此将脉冲响应函数的滞后期固定为 12,即 n=12。表 4 描述了国

内消费者价格对来自各个变量的一个标准差冲击在未来 12 个月的响应过程。

表 4 脉冲响应函数值

Period	X	M1	NEER	IMP	PPI	FP	CPI
1	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0040
2	0.0003	0.0002	-0.0010	0.0000	0.0029	0.0105	-0.0106
3	-0.0011	-0.0002	0.0005	-0.0015	0.0019	0.0039	-0.0024
4	-0.0000	0.0004	-0.0005	0.0003	0.0001	0.0064	-0.0061
5	-0.0007	-0.0003	-0.0011	-0.0005	-0.0006	-0.0001	0.0010
6	-0.0006	0.0003	0.0008	-0.0001	-0.0010	-0.0021	0.0021
7	-0.0013	-0.0000	0.0006	-0.0000	-0.0015	-0.0022	0.0026
8	-0.0007	-0.0007	0.0003	-0.0000	-0.0013	-0.0042	0.0047
9	0.0002	-0.0004	0.0008	0.0004	-0.0012	-0.0039	0.0037
10	0.0002	-0.0001	0.0008	0.0004	-0.0004	-0.0028	0.0023
11	0.0003	-0.0004	0.0003	0.0002	0.0005	-0.0017	0.0014
12	0.0012	-0.0001	-0.0000	0.0003	0.0011	0.0010	-0.0015
累积响应值	-0.002	-0.0014	0.0017	-0.0004	0.0004	0.0045	0.0012

### (三) 名义 MCI 构建

根据(8)式计算, M1 和名义有效汇率在 MCI 中的权重之比为 1 : 1.17。这说明为了维持物价水平稳定, 央行可以进行如下政策操作: (1) 如果人民币名义有效汇率升值 1%, 那么应使名义货币供应量 M1 增加 1.17%; (2) 如果人民币名义有效汇率贬值 1%, 那么应使名义货币供应量 M1 减少 1.17%。

表 5 各变量对 MCI 的贡献

时 期	MCI 的变化	变量组成的贡献		主要影响因素
		M1	NEER	
2005.07—2008.01	-18.9 (宽松)	-21.2	2.3	M1 不断增加, 且增长幅度远大于人民币升值幅度
2008.01—2008.12	2.8 (趋紧)	-3.3	6.1	M1 的增长幅度明显回落, 而人民币汇率的升值幅度则进一步增加

关于汇率和货币供应量对 MCI 的贡献如表 5 所示。从 2005 年 7 月人民币汇率制度改革以来, 一直到 2008 年 1 月, 由于货币供应量 M1 的不断增加, 即使名义有效汇率不断升值, 但由于 M1 的增加幅度远远大于汇率升值幅度, 前者的增加幅度是后者的 1.17 倍, 这使得 MCI 指数一直趋于下降, 货币政策较为宽松, 而居民消费价格指数一路攀升; 2008 年 1 月份以后, M1 的增长幅度明显回落, 而人民币汇率的升值幅度则进一步增加, 这导致 MCI 指数停止回落且略有回升, 货币政策趋紧, 相应地, 居民消费价格指数平稳且略有回落。

进一步, 假定基期(2005 年 7 月) MCI=100, 则本文构建的中国名义货币状况指数可用(9)式表示:

$$MCI = 100 \times \frac{1}{1.17} \ln \left( \frac{\text{基期 M1}}{\text{t 期 M1}} \right) + 100 \times \frac{1.17}{1+1.17} \ln \left( \frac{\text{t 期 NEER}}{\text{基期 NEER}} \right) + 100 \quad (9)$$

将居民消费价格指数调整为以 2005 年 7 月为基期(CPI=100)的定基序列,则中国名义 MCI 与物价变动走势如图 2 所示,可以看出,本文构建的 MCI 指数的走势与消费者价格的走势是高度吻合的。货币状况指数越小,表明货币政策越宽松,消费者物价趋于上升。从 2005 年 7 月人民币汇率制度改革以来,MCI 指数一直趋于下降,从 100 下降到 2008 年 1 月的 81.1;相应地,消费物价指数一直趋于上升,从 114.4 上升到 131.9;2008 年 1 月以后,MCI 指数停止回落且略有回升,相应地,消费物价指数停止上涨且略有回落。

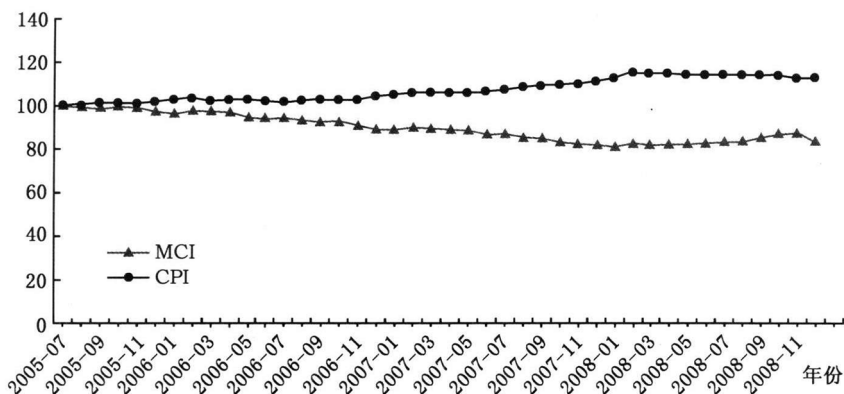


图 2 MCI 与消费者价格的走势

因此,在系统分析价格的传导链条基础上,运用 VAR 方法构建的 MCI 与居民消费者价格指数是高度吻合的,可以相对准确地提供物价动态变化的信息,从而本文构建的 MCI 指数可以作为货币政策立场指示器。目前国内关于货币政策立场指示器的研究中,其度量指标主要有货币供应量和利率指标,但由于利率的管制,即使 SHIBOR 的市场化程度较高,但它的变化并不能通过利率的预期和期限结构等机制而引起整个利率体系的变化(索彦峰等,2007),因此利率指标不具备成为货币政策立场指示器的条件。随着 2005 年 7 月人民币汇率制度的改革,参考一篮子货币有管理浮动汇率制度的实行,通过上文的分析,以货币供应量和汇率组成的 MCI 指数可以充当指示器的功能。

值得指出的是,如果将 MCI 作为操作目标,由于其构建须建立在利率和汇率对长期均衡水平偏离的基础上,而要精确地估计汇率和利率的均衡水平却非常困难,而且还受制于不可预期的冲击,因此把 MCI 作为操作目标是十分复杂的;而如果把 MCI 作为货币政策规则,则须假设货币当局获得完全的经济信息,事实上,货币当局对经济信息的了解是不完全的,目前也没有国家将 MCI 作为货币政策规则具体运用。而将 MCI 作为货币政策立场指示器,并不需要作为操作目标构建时的汇率和利率的均衡水平,相反,MCI 指数的

变化可反映央行的货币政策立场，即相对于基期，反映报告期货币政策的松紧变化程度；从对通货膨胀进行监测的角度来看，名义 MCI 可以提供较准确的关于最终物价未来动态变化的信息，有利于央行对物价指数进行适时调节。

#### 四、结 语

本文拓展了传统的 MCI 指数中变量的构成，利用货币供应量和汇率变量构建适合我国具体情形的 MCI 指数，在建立系统的价格传递链条、以反映汇率和货币供应量等变量对国内消费者价格水平的作用机制的基础上，运用 VAR 方法来构建了 2005 年 7 月人民币汇率制度改革以来的中国名义 MCI 指数。我们的估计结果是，M1 和名义有效汇率在名义 MCI 中的权重之比为 1 : 1.17，在此基础上构建的名义货币状况指数与消费者价格指数走势是高度吻合的。从货币政策立场指示器的角度看，名义 MCI 提供的信息比 M1 和汇率各自单独反映的信息，更能全面反映货币政策的松紧程度；从对通货膨胀进行监测的角度来看，名义 MCI 可以相对准确地提供物价未来动态变化的信息，有利于央行对物价水平进行适时调节。因此，我国央行应关注并定期发布货币状况指数。值得指出的是，中央银行不仅可以通过 MCI 来监控货币政策的执行情况，还可以引导公众预期，向公众传达明确的货币政策信号。

---

\* 本文同时是教育部哲学社会科学创新基地“南京大学经济转型和发展研究中心”子课题“经济转型理论与经济运行机制研究”项目的阶段性研究成果。

#### 注释：

- ①事实上，人民币汇率制度改革之后，央行货币政策、汇率政策相机决策的空间大大增加，由此引发的“动态非一致性”问题将进一步显现。但本文研究 MCI 指数，并非将其作为货币政策规则来进行探讨。
- ②关于货币政策与汇率政策的三次冲突可参见谢平、张晓朴(2005)。
- ③货币政策立场是反映中央银行面对实体经济的变化，选择实施紧缩性或宽松性货币政策以对经济进行干预的态度，而货币政策立场指示器则是度量中央银行货币政策立场的指标体系，在合理的设定下，这一指示器的变化能够合理灵敏地反映货币政策的松紧变化(索彦峰、范从来，2007)。
- ④国内运用 VAR 方法获取 MCI 指数权重的文献，仅有陈建斌、龙翠红(2006)一文。相比较而言，本研究在运用 VAR 方法的基础上，更注重对价格传导链条的系统分析，更注重人民币汇改以后的数据样本分析。
- ⑤我国目前采用的是以货币供应量为中介目标的货币政策操作框架，是与利率尚未完全市场化的制度背景相一致的。
- ⑥值得指出的是，上述各变量和物价之间没有同期影响的假设是重要的，因为这样，VAR 模型就可由结构式转化为简约式；也正由于这个原因，我们要运用月度数据而不能用季度数据来检验。

参考文献:

- [1]卜永祥,周晴. 中国货币状况指数及其在货币政策操作中的运用[J]. 金融研究,2004,(1):30-42.
- [2]陈建斌,龙翠红. 中国货币状况指数的构建及对货币政策效果的验证[J]. 当代财经,2006,(5):31-37.
- [3]陈雨露,边卫红. 开放经济中的货币政策操作目标理论——纳入汇率因素的货币状况指数 MCI[J]. 国际金融研究,2003,(10):18-25.
- [4]陈雨露,周晴. 浮动汇率制度下货币政策操作模式及中国货币状况指数[J]. 世界经济,2004,(7):24-28.
- [5]范从来. 论货币政策中间目标的选择[J]. 金融研究,2004,(6):123-129.
- [6]范从来. 国际金融危机与中国货币政策目标的重新定位[EB/OL]. 第64次中国改革国际论坛主题演讲报告,中国改革论坛,2008-11-01. www.chinareform.org.cn.
- [7]麦金农. 中国的金融迷局与全球金融失衡[EB/OL]. 国研网,2008-11-03. www.dicnet.com.cn.
- [8]索彦峰,范从来. 货币政策立场指示器的实证研究——来自我国货币政策操作实践的的证据[J]. 南开经济研究,2007,(2):107-119.
- [9]王晋斌,李南. 中国汇率传递效应的实证分析[J]. 经济研究,2009,(4):17-27.
- [10]谢平,张晓朴. 货币政策与汇率政策的三次冲突——1994—2000年中国的实证分析[J]. 国际经济评论,2002,(5):30-35.
- [11]Blot C, Leveigue G. Are MCIS good for indicators of economic activity? Evidence from the G7 countries[R]. Document of OFCE, 2008, Paris.
- [12]Bu Yongxiang, Rod Tyers. China's equilibrium real exchange rate: A counterfactual analysis[R]. Working Papers in Economics and Econometrics, Australian National University, 2001, No.390, February.
- [13]Campa J M, Goldberg L S. Exchange rate pass-through into import prices[J]. The Review of Economics and Statistics, 2005,87: 679-690.
- [14]Domac I, Yucel E M. What triggers inflation in emerging market economies[J]. Review of World Economics, 2005, 141: 141-164.
- [15]Duguay P. Empirical evidence on the strength of monetary transmission mechanism in Canada: An aggregate approach[J]. Journal of Monetary Economics, 1994, 33: 39-61.
- [16]Freedman C. The use of indicators and of the monetary conditions index in Canada[J]. in Balino, T.J.T. and Cottarelli, C.(eds), Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences, 1994: 458-476.
- [17]Frochen P. Monetary conditions indices[J]. Banque de France Bulletin Digest, 1996, 31: 96-112.
- [18]Hyder Z, M M Khan. Monetary conditions index for Pakistan[R]. State Bank of Pakistan Working Paper, 2006, No.11, May.
- [19]Kannan R, Siddhartha S, Binod B B. Monetary conditions index for India[R]. Reserve Bank of India Occasional Papers, 2006, Vol.27, No.3.

## 附录 A:

中国进口价格指数的编制方法:样本商品选取的标准是其从 2005 年 7 月至 2008 年 12 月都有完整的进口数据记录,共有 42 类进口品进入了进口指数的计算过程中。数据来源:中经网数据库。由于统计数据库仅提供了进口商品金额和进口数量,因此本研究参考 Bu Yongxiang and Rod Tyers(2001)的方法来构建中国进口价格指数。进口价格指数 IMP 是进口商品价格的加权平均,令  $i$  表示商品种类, $t$  表示时期,基期  $t=0$ , $t$  期  $i$  商品的进口金额为  $v_t^i$ ,进口数量为  $q_t^i$ ,各期进口价格指数的计算公式为:

$$IMP_t = \sum_i \left[ \frac{v_t^i}{q_t^i} \left( \frac{q_0^i}{\sum_i q_0^i} \right) \right]$$

## Construction of China's Nominal Monetary Conditions Index

ZHAO Yong-qing, FAN Cong-lai

(School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

**Abstract:** The construction and monitoring of monetary conditions index is a feasible way to introduce exchange rate into the framework of monetary policy. On the basis of the systematic analysis of the price pass-through effect of exchange rate and money supply on domestic consumer price index, the paper constructs China's nominal monetary conditions index since the reform of exchange rate regime in July, 2005. The results show that the weight ratio of M1 to nominal effective exchange rate in nominal MCI is 1:1.17, and on this basis, the nominal MCI coincides with the trend of CPI. From the angles of the indicator of monetary policy stance and the inflation monitoring, the central bank of China should pay attention to the monetary conditions index and regularly promulgate it.

**Key words:** monetary conditions index; indicator of monetary policy stance; price pass-through

(责任编辑 周一叶)