



## 宏观专题

# 深入理解金融条件指数

## ——宏观 ABC 系列之四

证券分析师

张浩

资格编号: S0120524070001

邮箱: zhanghao3@tebon.com.cn

### 投资要点:

- 近期,随着美国通胀数据和就业数据的走弱,以及美联储释放出的“鸽”派信号,降息交易已然开启。为更好的把握美元流动性在美联储降息落地前这段时期的变化,金融条件指数或将是不错的选择。
- 金融条件指数是什么?金融条件指数是衡量市场金融环境紧张或宽松程度的指标。在讨论美元的背景下,金融条件指数可以在一定程度上表征美元流动性。从结构上来看,金融条件指数是衡量金融市场状况的一个综合性指标,每个金融条件指数通常涵盖短期国债利率、长期国债利率、信用利差、美元的外汇价值以及股票价格这五个主要类别之一。在指数的构建上,最常用的统计方式主要分为两种,将经济变量进行加权平均或是主成分分析(PCA)。
- 认识芝加哥国家金融条件指数(NFCI)。芝加哥国家金融条件指数是由芝加哥联储发布的综合指标,包含了105种金融活动指标的加权平均。它还包含了三个子指数,分别为:风险、信用和杠杆。其中,风险指数往往是金融压力的同步指标,信用指数往往是金融压力的滞后指标,杠杆指数往往是金融压力的领先指标。
- 此外,在NFCI基础上,芝加哥联储还发布了另一个综合性指标——调整后的国家金融状况指数(ANFCI)。该指标是基于NFCI通过隔离经济增长和通胀的影响,提供金融状况更独立的视角。
- 金融条件指数的作用。金融条件指数作为一个“指示器”,以监测当前的经济形势,帮助美联储做出更合理的货币政策的决策。
- 金融条件指数的影响机制。7月底至8月初,在日本央行意外加息、“carry trade”逆转以及对美国经济放缓的担忧等多重因素扰动下,彭博金融指数包括各项子指数均出现明显波动,显示出在货币市场信贷条件恶化,债券市场避险情绪浓郁,股票市场出现一定程度的恐慌。在三个市场多个指数的共同作用下,最终导致了彭博金融条件指数出现了明显的下滑。
- 如何使用金融条件指数?相较于将金融条件指数用于预测具体某一项的未来走势,市场参与者更应该将其回归本质——表征美元流动性。用其衡量当下市场的金融环境并为后续的资产配置做出正确的判断。
- 从金融条件指数看市场与联储博弈。近年来,市场与美联储之间的博弈愈发激烈。当市场预期美联储即将采取加息或降息措施时,往往会提前对资产配置进行相应调整,以应对即将到来的政策变化。美联储则利用投资者这样的心理,每月通过召开FOMC会议提前告知市场未来加息或降息的货币政策意图,从而引导市场预期,减少市场对突然政策变动的过激反应,最终达成降低金融市场的波动性的目的。此外,还通过观察这些市场动态,以更准确地评估其政策的时机和力度,确保政策落地时达到预期效果。
- 降息还未落地,宽松已然来临。截至8月16日当周,国家金融条件指数与上周保持不变,为-0.52,处于相对的低位,市场流动性表现较为宽松。在这周中,风险指标贡献了-0.24,信用指标贡献了-0.17,杠杆指标贡献了-0.11,三个子指标的贡献率均未发生变化。这表明了,即使目前美国的基准利率仍处于高位,降息

周期还未开启的情况下，市场在风险、信用和杠杆的宽松程度均已高于历史水平。这印证了市场和美联储的博弈逻辑，降息交易已然开启。

- **风险提示：**地缘政治风险超预期；经济复苏进程不及预期；政策推进力度不及预期。

## 内容目录

1. 金融条件指数是什么 .....	4
2. 金融条件指数的由来 .....	7
3. 芝加哥国家金融条件指数 (NFCI) .....	8
3.1. 金融条件指数所包含的三个子指数 .....	8
3.2. ANFCI 提供了更独立的视角 .....	12
4. 当前货币政策框架下，金融条件指数的作用和影响机制 .....	13
5. 如何使用金融条件指数 .....	16
6. 从金融条件指数看市场与联储博弈 .....	20
7. 风险提示 .....	21

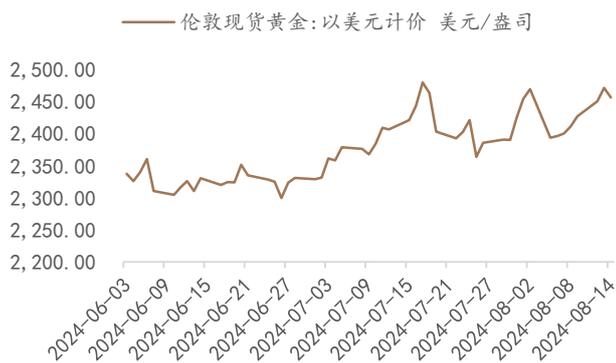
## 图表目录

图 1: 伦敦现货黄金价格走强.....	4
图 2: 美债收益率倒挂现象收窄 (单位: %) .....	4
图 3: 估值 (PE-TTM) .....	4
图 4: 7 月以来美元持续走弱 .....	4
图 5: 9 月美联储加息/降息概率预估.....	5
图 6: 未来美联储加息/降息次数 .....	5
图 7: 金融条件指数 .....	5
图 8: 彭博金融条件指数构成.....	6
图 9: 金融条件指数间的相关性 .....	6
图 10: 风险指数所包含的指标及其比重 .....	9
图 11: 信用指数所包含的指标及其比重.....	9
图 12: 杠杆指数所包含的指标及其比重 .....	10
图 13: NFCI (单位: 点) .....	10
图 14: Moody's Baa Corporate Bond/10-yr Treasury Yield Spread 的滞后性 .....	11
图 15: Commercial Bank C&I Loans/Total Assets 的领先性.....	12
图 16: ANFCI 与 NFCI 的比较 .....	13
图 17: 美联储货币政策机制 .....	14
图 18: 金融条件指数间的相关性 .....	15
图 19: NFCI 和 BFCI 近期变动 .....	16
图 20: NFCI 与黄金价格之间的相关性.....	17
图 21: NFCI 与美国国债收益率之间的相关性.....	18
图 22: NFCI 的变动和标普 500 的走势高度相关.....	18
图 23: BFCI 的变动和标普 500 的走势基本同步.....	19
图 24: BFCI 的变动和标普 500 的走势基本同步.....	19
图 25: BFCI 的变动和标普 500 的走势基本同步.....	20
表 1: 三个条件指数与各类指标的相关性.....	16

## 1. 金融条件指数是什么

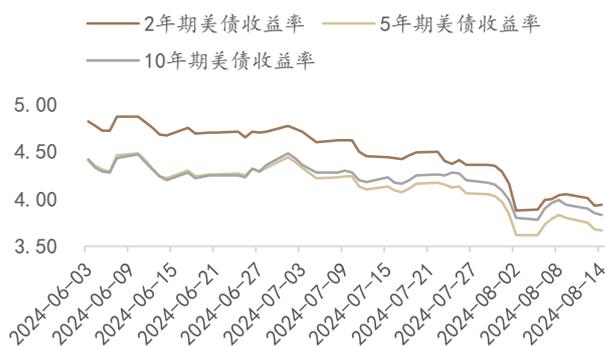
**市场关注降息交易。**近期，随着美国通胀数据和就业数据的走弱，以及美联储释放出的“鸽”派信号，降息交易已然开启。伦敦现货黄金6月持续上行，7月以后保持高位震荡。6月以来，长短端美债收益率持续下行，2年期美债与10年期美债收益率倒挂现象明显收窄。股市方面，受“衰退型”降息预期影响，纳斯达克指数和标普500指数估值在7月份出现较大程度的下滑。此外，美元指数自7月以来持续走弱。7月FOMC会议召开前市场对9月降息已经充分计价。根据彭博的预测，截止8月15日，9月降息的概率为141%，9月隐含隔夜利率为4.98%。

图 1：伦敦现货黄金价格走强



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：美债收益率倒挂现象收窄 (单位：%)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：估值 (PE-TTM)



资料来源：Wind，德邦研究所

注：纳斯达克显示在右轴

图 4：7月以来美元持续走弱



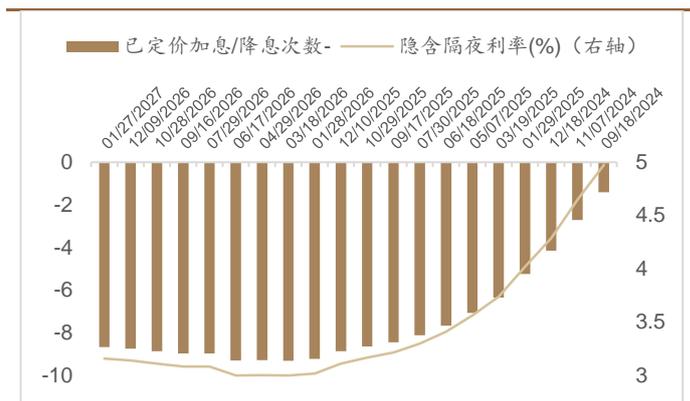
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：9月美联储加息/降息概率预估（单位：%）



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

图 6：未来美联储加息/降息次数



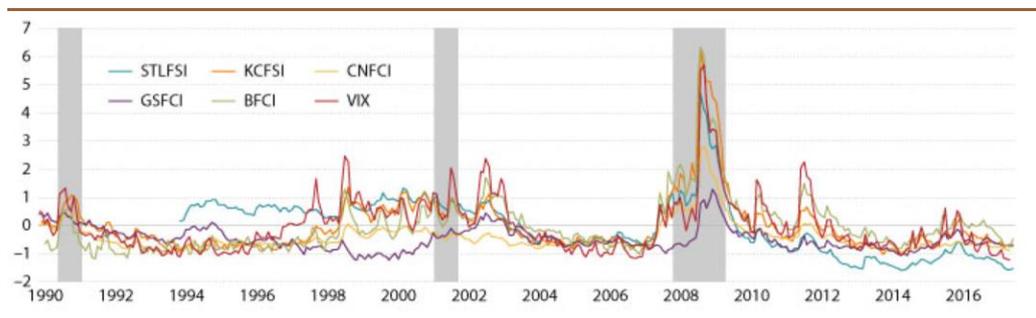
资料来源：Bloomberg，德邦研究所

市场对降息交易关注的背后，是对美元流动性的关注。当前在美联储降息前市场已经定价了较多的降息预期，为了更好的把握美元流动性，我们认为金融条件指数或将是不错的选择。

金融条件指数是衡量市场金融环境紧张或宽松程度的指标。在讨论美元的背景下，金融条件指数可以在一定程度上表征美元流动性。例如，当市场金融环境较为紧张时，可以反映出美元一定程度上缺乏流动性。反之，美元流动性表现较为充裕。

从结构上来看，金融条件指数是衡量金融市场状况的一个综合性指标，每个金融条件指数通常涵盖短期国债利率、长期国债利率、信用利差、美元的外汇价值以及股票价格这五个主要类别之一。当前最广泛使用的五个金融条件指数分别为：圣路易斯联储金融压力指数(STLFSI)、芝加哥联储国家金融条件指数(CNFCI)、彭博金融条件指数(BFCI)、堪萨斯城金融压力指数(KCFSI)和高盛金融条件指数(GSFCI)。下图中为了方便比较，每个指数都通过减去各自的平均值，然后除以其标准差，从而将数据进行标准化。

图 7：金融条件指数



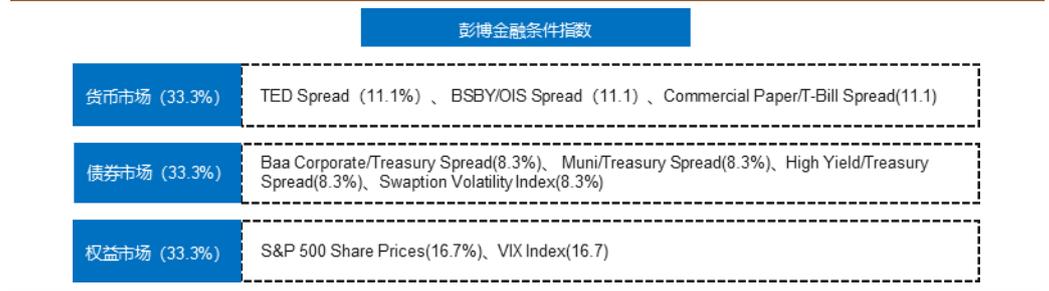
资料来源：美联储，圣路易斯联储，Bloomberg，德邦研究所

注：灰色条表示由美国国家经济局确定的衰退

在指数的构建上，最常用的统计方式主要分为两种，将经济变量进行加权平均或是主成分分析(PCA)。加权平均是一种考虑数据集合中，将不同数据给与不同权重的计算方法，比如彭博金融条件指数就是通过加权平均进行计算出来的。其中，货币市场的三个指标的权重分别为 11.1%，债券市场的四个指标的权重分别为 8.3%，权益市场则包含了标普 500 指数和 VIX 指数其权重分别为 16.7%。

将这一共 9 个变量标准化以后，乘以各自预先设定好的权重后，最终得出彭博金融条件指数。

图 8：彭博金融条件指数构成



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

主成分分析 (PCA) 则是一种降维方法，常用于降低大型数据集的维数，通过将一个大变量集转换成一个较小的变量集，这个变量集仍然包含大集中的大部分信息。具体而言，主成分分析可以分为五步，第一步将变量进行标准化，将所有变量转换到相同的比例。第二步，通过协方差矩阵计算出变量之间存在的相关性。第三步，计算协方差矩阵的特征向量和特征值以识别主成分。第四步，选择上一步中所计算出来的特征值和特征向量是否保留或删除，最后组合成一个向量矩阵。第五步，将数据从原始轴重新定位到由主成分表示的轴。最终达到降维的效果。

在前文描述的 5 个金融条件指数中，除了彭博金融条件指数外，其余的指数的数值越高意味着金融状况越紧缩，数值越低则表示金融状况越宽松。彭博金融条件指数的情况正好相反——数值越低意味着金融状况不好（越紧缩），数值越高则意味着金融状况好（宽松）。此外，将 5 个条件指数标准化以后，从它们之间的相关性可以看出，KCFSI 和 CNFCI 的相关性最高，这是由于它们使用的金融变量有所重叠，例如各种国债收益率利差，以及它们都是使用 PCA 所构建的。而 GSFCI 与其他指数的相关性较低（见表第 4 行），因为它仅使用长期公司债券收益率、短期债券收益率、汇率和股票市场变量的加权总和。

图 9：金融条件指数间的相关性

	STLFSI	KCFSI	CNFCI	GSFCI	BFCI	VIX
STLFSI	1	0.73	0.72	0.47	0.58	0.69
KCFSI	0.73	1	0.95	0.48	0.89	0.86
CNFCI	0.72	0.95	1	0.57	0.87	0.80
GSFCI	0.47	0.48	0.57	1	0.43	0.45
BFCI	0.58	0.89	0.87	0.43	1	0.83
VIX	0.69	0.86	0.80	0.45	0.83	1

资料来源：圣路易斯联储，德邦研究所

## 2. 金融条件指数的由来

20 世纪 90 年代，加拿大政府提出了货币条件指数（MCI）的概念。它将利率和汇率作为衡量标准，以反映货币政策对经济所产生的影响。例如，央行希望收紧市场的流动性，将基准利率提高了 25 个基点，这在收紧流动性的同时也使本国货币出现升值的情况。由此，加息所导致货币的升值幅度可以在一定程度上反映实际货币市场的紧缩程度。

**MCI 的难点。**一是，一些检测者总是倾向于将 MCI 视为政策的短期目标。事实上，央行从一开始就将其描述为“政策指南”，以免将其视为目标。二是，市场开始将所有汇率变动都视为是因为投资组合带来的冲击。因此每次在汇率变动的时候，都会产生进行抵消性的利率调整预期，无论这种调整是否合适。例如，在亚洲金融危机期间，加拿大的原材料价格大幅下跌，导致加拿大经济疲软、加元贬值。在这种情况下，货币的贬值是由于加拿大的经济的疲软和通胀所导致的，就没有必要进行利率调整来抵消这种影响。三是，所有浮动利率制度下的央行都需要判断导致利率收到冲击的原因，以及冲击可能持续的时间，以便做出适当的应对措施。

由此，Charles Goodhart 和 Boris Hofmann 在 MCI 的基础上，引入了实际房地产和股票价格，最终得出了 G7 国家的金融状况指数，即短期实际利率、有效实际汇率、实际房地产和实际股票价格的加权平均值。他们发现房价和股价在指数中占有相当大的权重，并且他们认为金融条件指数还反映出了未来的通胀压力。

在 2007-2008 年的全球金融危机后，更加凸显了金融市场分析和预警系统的重要性。这一时期金融市场的极端波动性和不稳定性暴露了现有金融监测工具的局限性，催生了对更有效工具的需求。为了更好地监控金融市场的整体状况并预测潜在的风险，芝加哥联邦储备银行开始研发一个更全面的指标系统，即国家金融状况指数（NFCI）。这个指数的设计旨在捕捉金融市场的微妙变化，它不仅关注市场的当前状态，还通过历史数据对比分析市场趋势。国家金融状况指数的开发和运用帮助市场参与者更好的理解金融市场的变化，并帮助他们更好的做出决策。目前，国家金融状况指数是评估美国金融市场健康状况的关键工具之一。

### 3. 芝加哥国家金融条件指数 (NFCI)

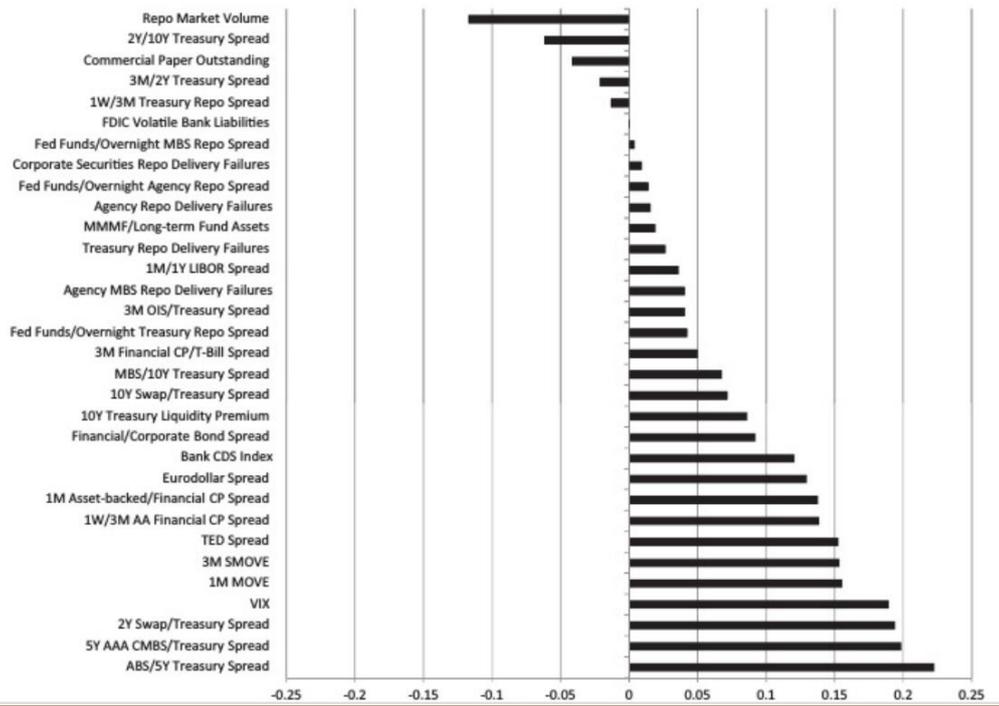
我们通过芝加哥国家金融条件指数来更深入的认识美国金融条件指数。

芝加哥国家金融条件指数是由芝加哥联储发布的综合指标,包含了 105 种金融活动指标的加权平均。与前文描述的彭博金融条件指数相同,先将各个指标标准化后,通过各自的权重然后进行整合。在 1971 年以来的样本区间内,构造指数的平均值为 0, 标准差为 1。

#### 3.1. 金融条件指数所包含的三个子指数

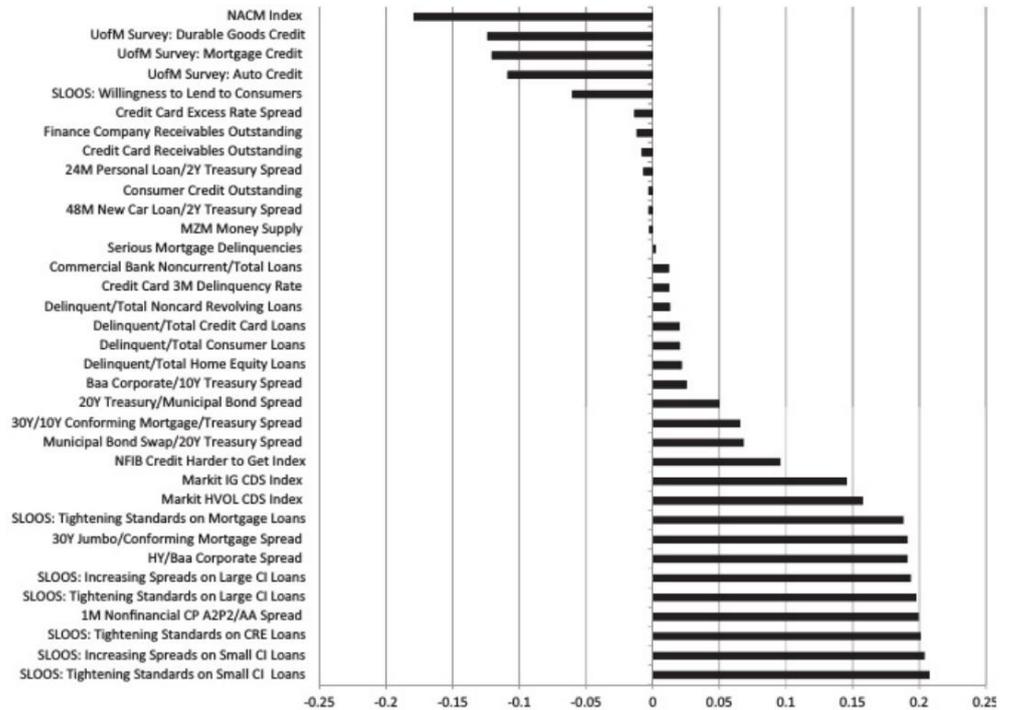
国家金融条件指数包含了三个子指数,分别为:风险、信用和杠杆。其中,风险指数是衡量金融市场波动性和融资风险的指标,也就是由于融资成本上升或资金不足而导致的预期损失。信用指数是衡量家庭和非金融企业信贷状况的指标。杠杆指数则通常是衡量债务与股权比率的指标。其中,风险指数对 NFCI 带来正向的影响,而信用和杠杆指标则与 NFCI 呈负相关。当 NFCI 高于 0 时,表明金融状况相对较紧。这意味着借贷成本提高,信贷紧缩,市场波动性加剧。相反,如果 NFCI 低于零,这将会营造一个更有利企业和个人获得信贷或融资的环境。

图 10：风险指数所包含的指标及其比重



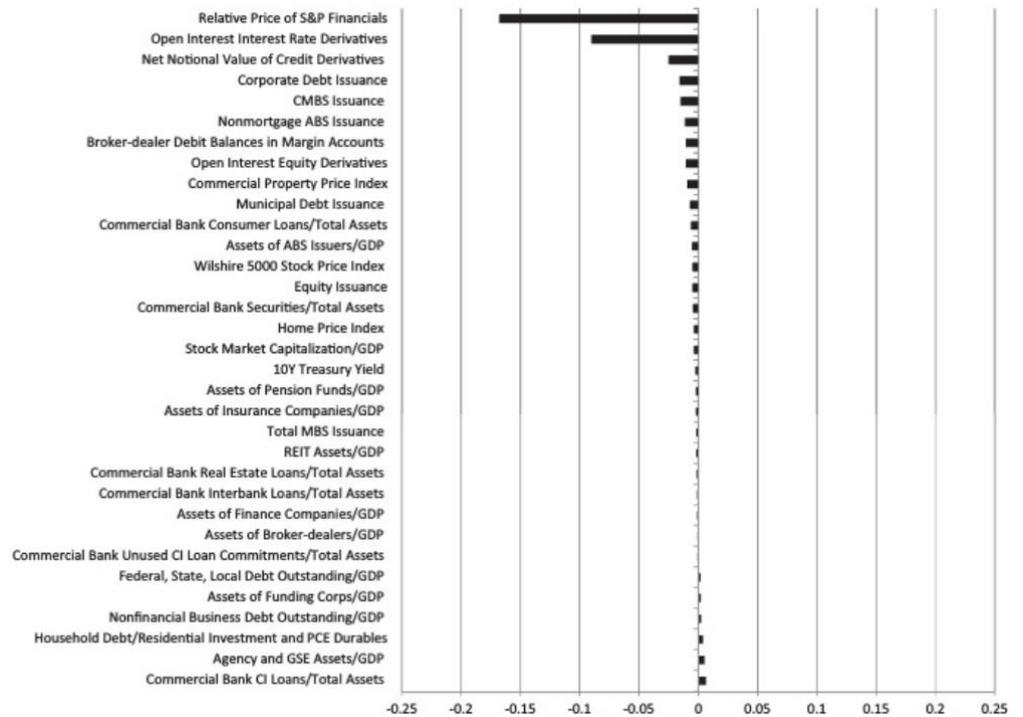
资料来源：Scott Brave and R. Andrew Butters. 2012. 《Diagnosing the Financial System: Financial Conditions and Financial Stress》，德邦研究所

图 11：信用指数所包含的指标及其比重



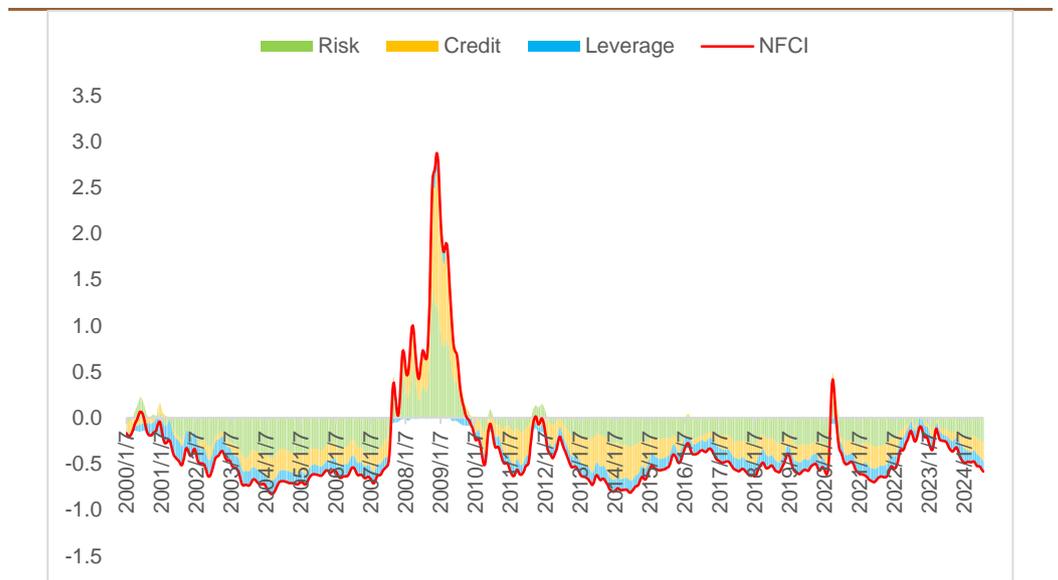
资料来源：Scott Brave and R. Andrew Butters. 2012. 《Diagnosing the Financial System: Financial Conditions and Financial Stress》，德邦研究所

图 12: 杠杆指数所包含的指标及其比重



资料来源: Scott Brave and R. Andrew Butters. 2012. 《Diagnosing the Financial System: Financial Conditions and Financial Stress》, 德邦研究所

图 13: NFCI (单位: 点)



资料来源: 芝加哥联储, 德邦研究所

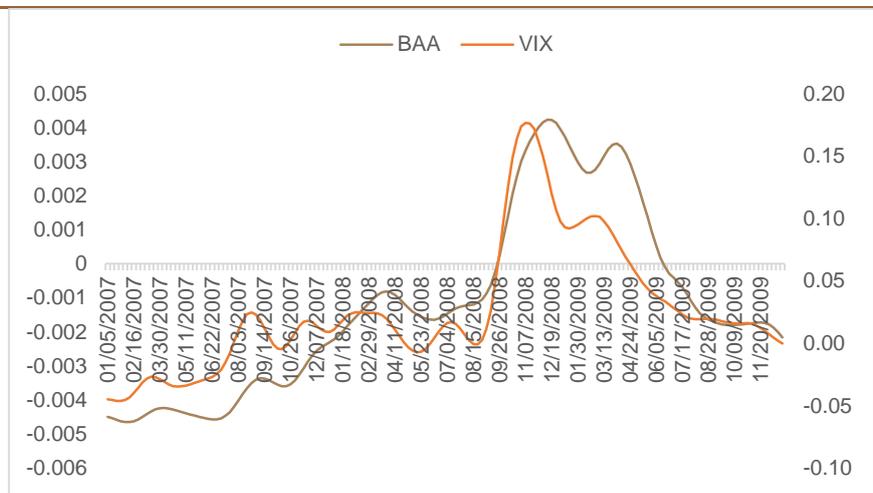
按照指标对金融压力的敏感性可以分为三类:

一是, 风险指数往往是金融压力的同步指标。风险指数中包含了如 VIX、不同期限美债利差等, 能够实时更新、并能及时反映出市场风险的指标。以 VIX 为例, Volatility Index 代表了市场对标准普尔 500 指数(SPX)近期价格变化的波动性的预期。波动性, 即价格变化的速度, 通常被视为衡量市场情绪的一种方式, 尤其

是市场参与者的恐惧程度。当投资者对市场前景感到不安时，VIX 指数往往会显著上升，提示市场存在较高的风险和潜在的波动。因此，风险指数会在市场做出反应的时候，同步将信息反映到 NFCI 上。

二是，信用指数往往是金融压力的滞后指标。比如，信用指数中包含的 Moody's Baa Corporate Bond/10-yr Treasury Yield Spread，表述的是 Baa 级企业债券收益率与 10 年期美国国债收益率之间的利差。在市场恢复阶段，即使市场其他同步指标已经出现了改善，利差可能仍保持在较高水平，直到市场充分感受到企业盈利能力的增强和违约风险的降低。根据与 VIX 指数的对比我们可以发现 Moody's Baa Corporate Bond/10-yr Treasury Yield Spread 指标整体落后一到两个月左右。

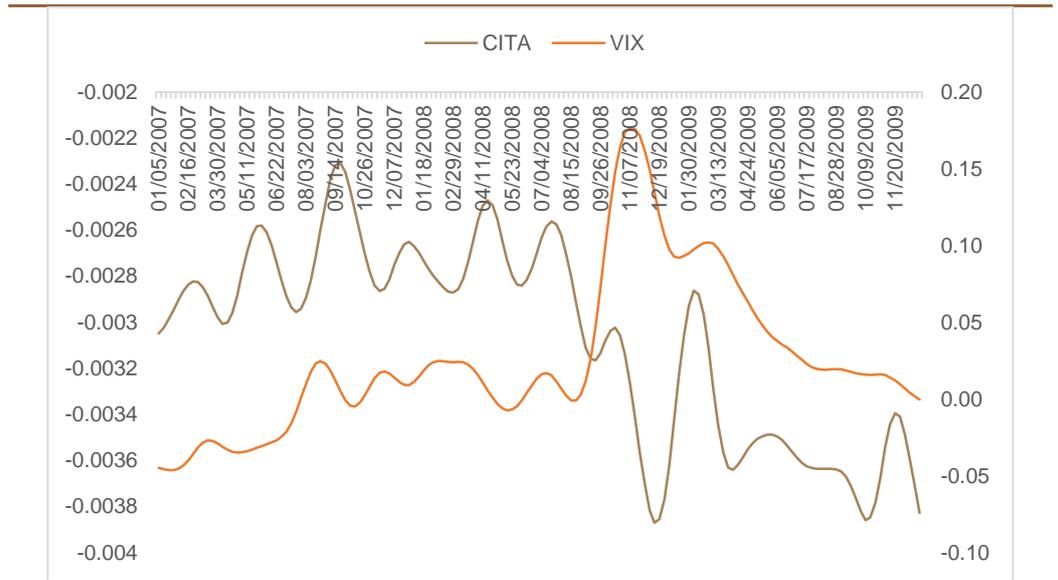
图 14: Moody's Baa Corporate Bond/10-yr Treasury Yield Spread 的滞后性



资料来源：芝加哥联储，德邦研究所  
注：VIX 显示在右轴

三是，杠杆指数往往是金融压力的领先指标。杠杆指数覆盖的 Commercial Bank C&I Loans/Total Assets 指标描述的是商业银行的商业和工业贷款占其总资产的比例。在 2008 年年底，在市场恐慌指数出现回落前的三到四个月，Commercial Bank C&I Loans/Total Assets 就已经出现明显的下滑。这是由于，当经济前景看好时，银行通常会增加对商业和工业贷款的比例，以支持企业扩张和投资。这种行为通常领先于实际的市场表现。

图 15: Commercial Bank C&I Loans/Total Assets 的领先性



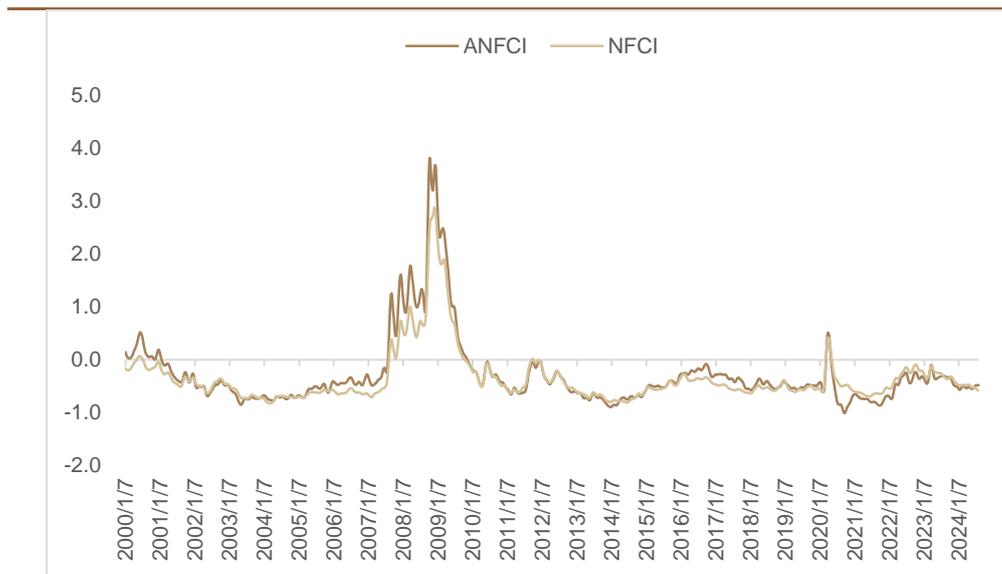
资料来源：芝加哥联储，德邦研究所  
注：VIX 显示在右轴

### 3.2. ANFCI 提供了更独立的视角

此外，芝加哥联储还发布了另一个综合性指标——调整后的国家金融状况指数 (ANFCI)。该指标是基于 NFCI 通过剔除经济增长/衰退和通胀的影响，其中，经济增长/衰退和通胀分别以芝加哥联储国家活动指数 (CFNAI) 和个人消费支出 (PCE) 价格指数作为参考，提供了金融状况更独立的视角。

当经济增长低于平均水平(如在经济衰退期间)，企业和个人的信用风险增加，这将导致借贷更加谨慎，信贷供给减少。市场参与者会更倾向于保持现金流动性，减少投资和消费，进而导致金融市场出现更紧张的状况。与此同时，投资者对经济前景的悲观预期也将导致金融条件趋紧。ANFCI 提供了以这种预期为条件的金融状况的观点，从历史上看，与经济活动和通货膨胀的增长通常所暗示的情况相比，ANFCI 为正值时，表明了更为紧缩的金融状况，而为负值时则与相反的情况有关。这使得 ANFCI 能够更好地反映金融市场自身的紧张程度，而不受宏观经济波动的影响。

图 16: ANFCI 与 NFCI 的比较



资料来源：芝加哥联储，德邦研究所

#### 4. 当前货币政策框架下，金融条件指数的作用和影响机制

在了解金融条件指数的作用以前，我们先了解一下货币政策的运行机制。以美联储举例，美国 7 月就业数据显示，非农就业人数增加 11.4 万人，预估为增加 18.5 万人，前值为增加 17.9 万人，失业率为 4.3%，创 2021 年 11 月以来新高，预期为 4.10%，前值为 4.10%。美国宏观基本面偏弱。美联储为刺激经济，市场预期今年 9 月将会迎来第一次降息。

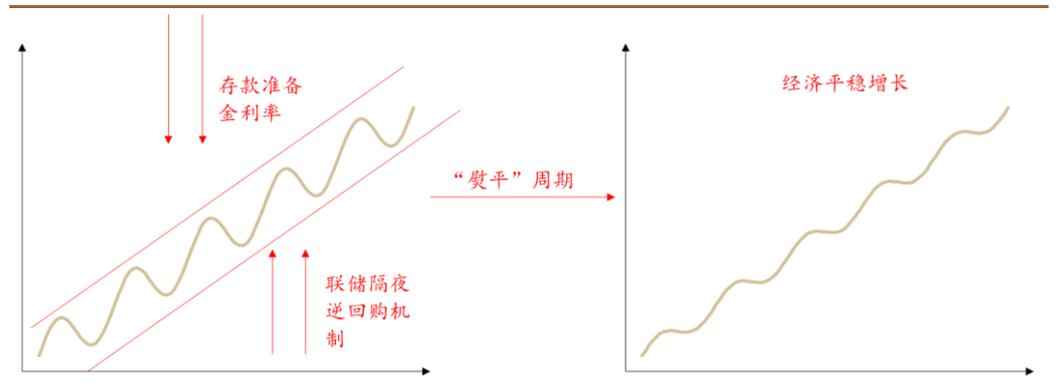
为实现充分就业和物价稳定是美联储货币政策的长期目标，其中，“充分就业”代表了实现潜在增长率的结构化目标；长期通胀稳定的具体表述为“长期通胀保持在 2%”。

据上海证券报，为达成长期目标，美联储主要通过各类操作目标影响中介目标。中介目标主要是短期政策利率，即联邦基金利率目标区间。目前主要由 IORB (Interest on Reserve Balances rate, 存款准备金利率，指联储对商业银行在联储中存放的准备金支付的隔夜利率)，ONRRP (overnight Reverse Repo Facility, 联储隔夜逆回购机制，指美联储通过逆回购操作以吸收过多的非银机构短期流动性) 两个政策利率构成利率“走廊”。IORB 是短期融资利率的上限：当货币基金和 FHLBs (美国联邦住房贷款银行系统) 有闲置资金时，没有商业银行愿意支付高于 IORB 的利率融入资金，只有在资金利率低于 IORB 时，商业银行才有意愿接受资金存入美联储获得 IORB 的利率回报。ONRRP 则成为短期融资利率的下限，当货币市场工具支付的利率低于 ONRRP 时，非银金融机构会将过剩资金以 ONRRP 的形式存入美联储，而非投资于低于 ONRRP 的货币市场工具。这样就形成了美国的短期利率走廊。

然后，美联储通过控制短期利率，修正短期经济增长与长期潜在增长的缺口、短期通胀和长期通胀的缺口，达到“熨平”周期的效果。最终实现充分就业和物价稳定的长期目标。在这个过程中，金融条件指数作为一个“指示器”，以监测当前的经济形势，帮助美联储做出更合理的货币政策的决策。这就像人们在体检的时

候，医生会根据每个人的体温、血压以及其他指标来判断一个人是否健康一样。市场参与者可以根据这些金融条件指数是否处于一个合理的范围内，来判断当前经济是否存在过冷或过热的情况。

图 17：美联储货币政策机制



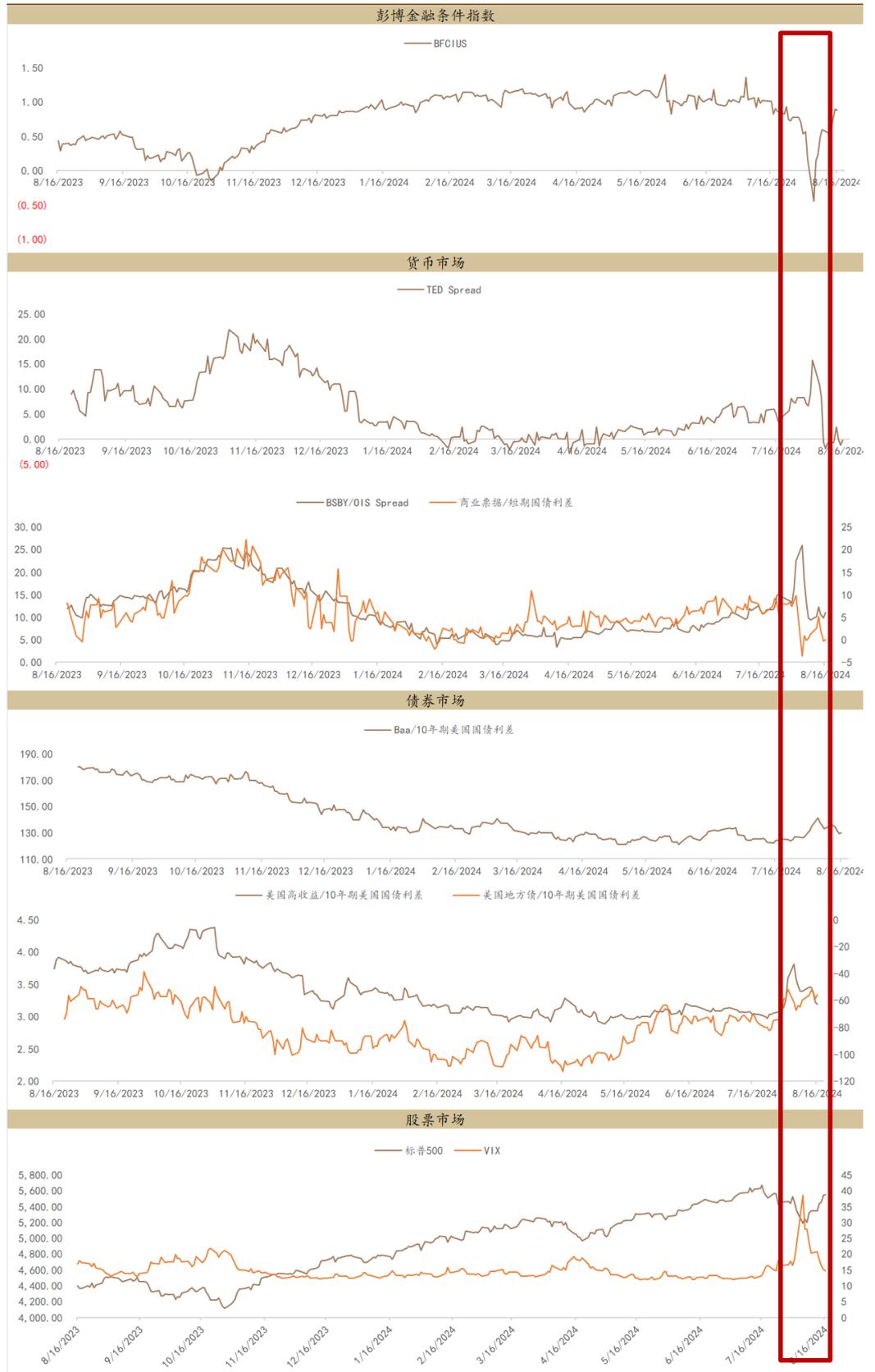
资料来源：上海证券报，德邦研究所绘制  
注：横轴为时间，纵轴为经济总量

在影响机制上，我们以彭博金融条件指数为例子，彭博金融条件指数分为三个市场，其中**货币市场**包含了**TED利差**：指3个月的美国国库券与3个月的欧洲银行同业拆借利率（EURIBOR）之间的利差，这个指标反映了银行之间借贷的信任程度和信用风险；**BSBY/OIS利差**：显示彭博短期银行收益率指数与隔夜指数交换利率之间的差异；**商业票据/短期国债利差**：反映商业票据相对于无风险国库券的信贷风险和流动性条件。**债券市场**包含了**投资级公司债与国债利差**：这表明与美国国债相比，投资者为持有公司债券而需求的风险溢价；**美国地方债与10年期美国国债利差**：指市政债券与相应美国国债之间的收益率差异；**高收益债券与国债利差**：显示高收益（垃圾级）债券与美国国债之间的收益率差，作为风险偏好的指标。**股票市场**包含了**标准普尔500指数**：通过标准普尔500指数追踪广泛股市的表现；**VIX指数**：被称为“恐慌指数”，这一指标根据标准普尔500指数期权测量股市预期的波动性。

7月底至8月初，彭博金融条件指数受到显著冲击。在日本央行意外加息、“carry trade”逆转以及对美国经济放缓的担忧等多重因素扰动下，彭博金融指数包括各项子指数均出现明显波动。**货币市场信贷条件恶化**，受日本央行加息、套利交易逆转影响，导致投资者撤资和回笼资金。美元流动性承压，最终导致了3个月的美国国库券的同行拆借利率相较于3个月的欧洲银行同业拆借利率大幅上涨，此外短期国债利率与商业票据利差大幅收窄。**债券市场避险情绪浓郁**，在美国经济衰退预期加持下，投资者避险情绪高涨，对国债需求提升。**股票市场出现一定程度的恐慌**，投资者的不确定性和市场的风险厌恶情绪增加，标普500指数承压下行，市场波动性上升。在三个市场多个指数的共同作用下，最终导致了彭博金融条件指数出现了明显的下滑。

8月12日-8月16日当周，经济数据强于预期，衰退恐慌消退。各项指标均恢复到“衰退交易”前的水平，美元流动性有所好转。未来，随着美联储降息以及美国大选落地后的宽财政政策，我们预计彭博金融条件指数将进一步上行。

图 18: 金融条件指数间的相关性



资料来源: Wind, Bloomberg, 德邦研究所

注: 图中商业票据/短期国债利差、美国地方债与 10 年期美国国债利差和 VIX 分别显示在各自图中的右轴上

## 5. 如何使用金融条件指数

市场参与者在日常中该如何使用它们？

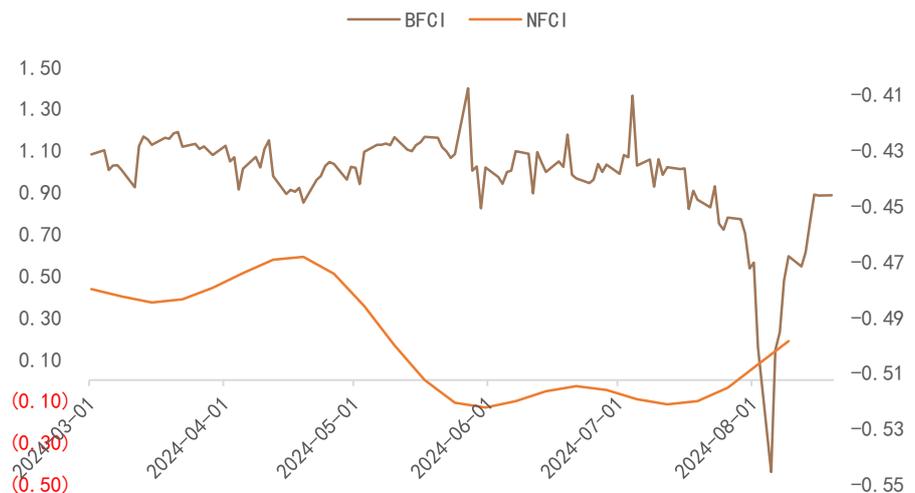
表 1：三个条件指数与各类指标的相关性

	BFCI	NFCI	ANFCI
更新频率	实时更新	美东时间每周三上午 8:30	美东时间每周三上午 8:30
组成部分	货币市场	风险指数	风险指数
	债券市场	信用指数	信用指数
	股票市场	杠杆指数	杠杆指数
			隔离经济增长/衰退和通胀的影响
近 1 年的相关性 (截止 2024 年 8 月 20 日)			
伦敦现货黄金:以美元计价	0.58	-0.80	-0.62
美元指数	-0.27	0.35	0.40
美国:国债收益率:10 年	-0.37	0.48	0.38
美国:国债收益率:2 年	-0.39	0.65	0.60
美国:标准普尔 500 指数	0.78	-0.91	-0.70
标准普尔 500 波动率指数(VIX)	-0.62	0.39	0.41

资料来源: Wind, Bloomberg, 芝加哥联储, 德邦研究所

在更新频率上, BFCI 作为一个实时更新的指标, 能够随时反映出当下的金融状况。投资者可以第一时间了解到某个信息所带来的市场扰动。而 NFCI 和 ANFCI 作为周更数据, 相当于将一周的信息压缩到了一起, 这可能会导致信息的丢失。比如 7 月底八月初的这次的市场波动, 彭博金融条件指数已经明显经历了由下滑到回调的全过程, 而截止 8 月 20 日, 芝加哥国家金融条件指数仅出现略微的上行。注: BFCI 和 NFCI/ANFCI 数据与金融环境松紧程度是相反的, BFCI 越低美元流动性越紧缩, NFCI/ANFCI 越低美元流动性则越宽松。

图 19: NFCI 和 BFCI 近期变动



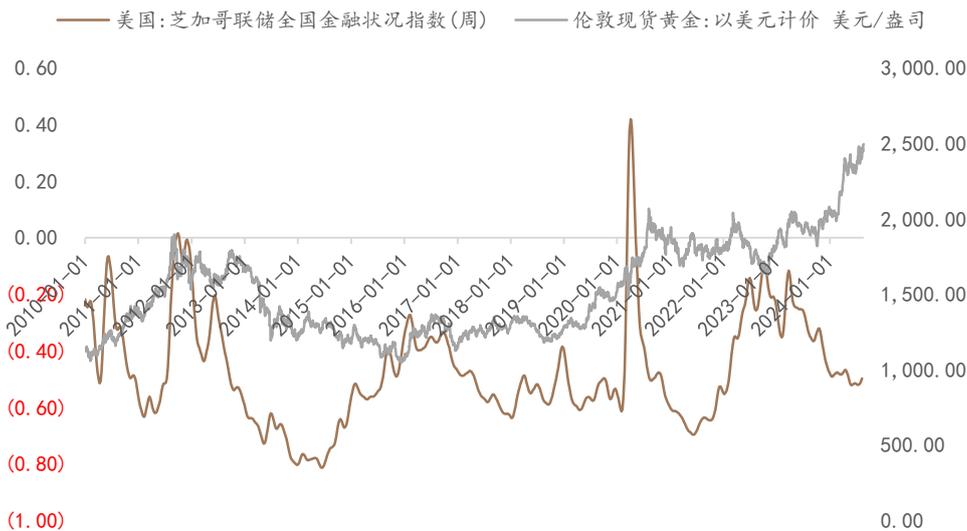
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所  
注: NFCI 数据显示在右轴

在组成成分上, 彭博金融条件指数相对比较简单, 三个市场的权重分别为 33.3%, 然后再平均分配到每个子指标上。而 NFCI 和 ANFCI 则相对复杂, 每个虽然也分为了三个子指数, 但 105 个指标的权重分别不同。这也最终导致了这三个指数与黄金价格、美元指数、长短期美债收益率、标普 500 指数以及 VIX 的相

关性各不相同。我们对近一年各项指标间的相关性进行逐一分析：

一是，**NFCI 能够迅速的反映黄金价格的波动**。这或是因为包含了更广泛的金融市场指标，NFCI 能更全面地捕捉到金融市场的风险和不确定性，在金融市场压力增加时，黄金通常作为避险资产而备受追捧。而 ANFCI 虽然也考虑了这些因素，但它通过调整剔除了由宏观经济变量带来的影响，可能在一定程度上减少了其对短期市场波动的敏感性，导致其无法快速反映快速变化的市场情绪（如：短期避险情绪）。此外，从下图中我们可以看出，NFCI 具有一定的预测性。

图 20：NFCI 与黄金价格之间的相关性

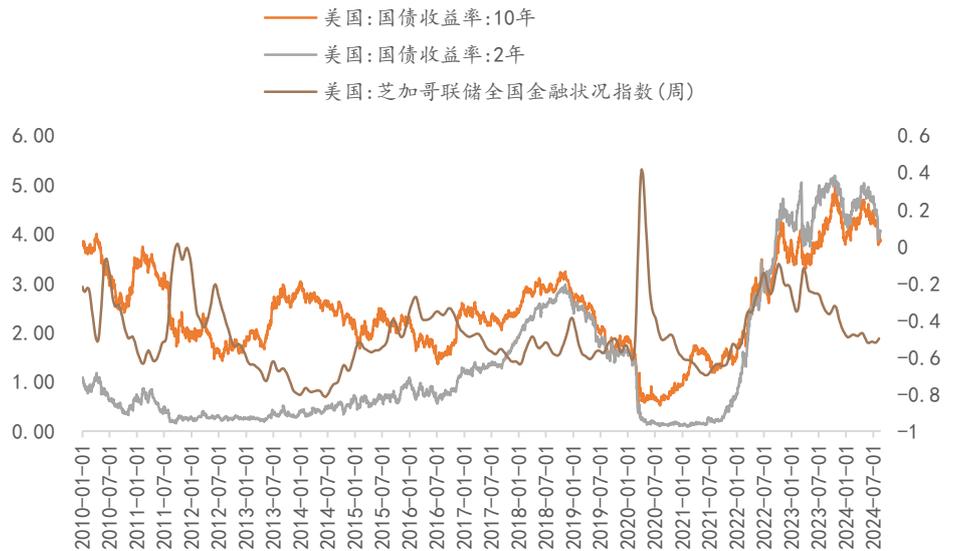


资料来源：Wind，德邦研究所  
注：黄金价格数据显示在右轴

二是，这三个金融条件指数与美元指数均没有表现出很强的相关性。敏感程度最高的 ANFCI 与美元指数的相关性也仅为 0.404。美元作为全球储备货币，其价值常常受到全球经济环境的影响，经济环境变化可能与美国国内的金融市场状况不完全同步。例如，即使美国的金融条件紧张，如果其他地区的经济形势更糟，投资者仍可能寻求美元作为避风港，从而推高美元指数。

三是，在长短端美债收益率方面，NFCI 最为敏感，短端的美债收益率与 NFCI 的相关性表现更为突出。这主要是由于短期国债收益率通常对于货币政策的变化和市场情绪的即时变动更为敏感。

图 21: NFCI 与美国国债收益率之间的相关性



资料来源: Wind, 德邦研究所  
注: NFCI 数据显示在右轴

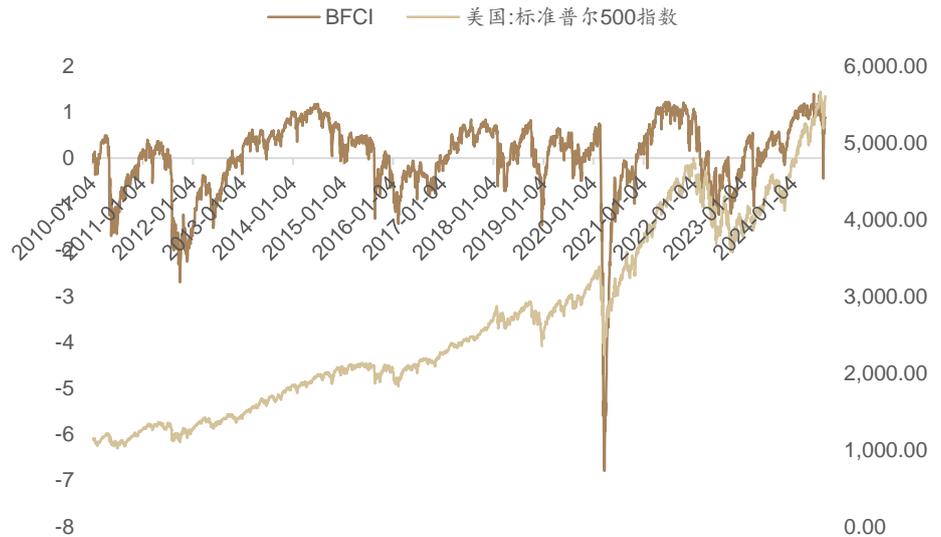
四是，这三个指数在与标普 500 均表现出强相关性。近一年它们之间的相关性系数均绝对值超过了 0.7，其中 NFCI 的相关性系数达到了-0.91。因此，我们可以通过金融条件指数尤其是能够实时更新的 BFCI，来判断当下的股票市场的表现。但可惜的是，BFCI 的波动和标普 500 的变化基本保持一致，无法通过 BFCI 来提前判断美股未来的走势。

图 22: NFCI 的变动和标普 500 的走势高度相关



资料来源: CEIC, 德邦研究所

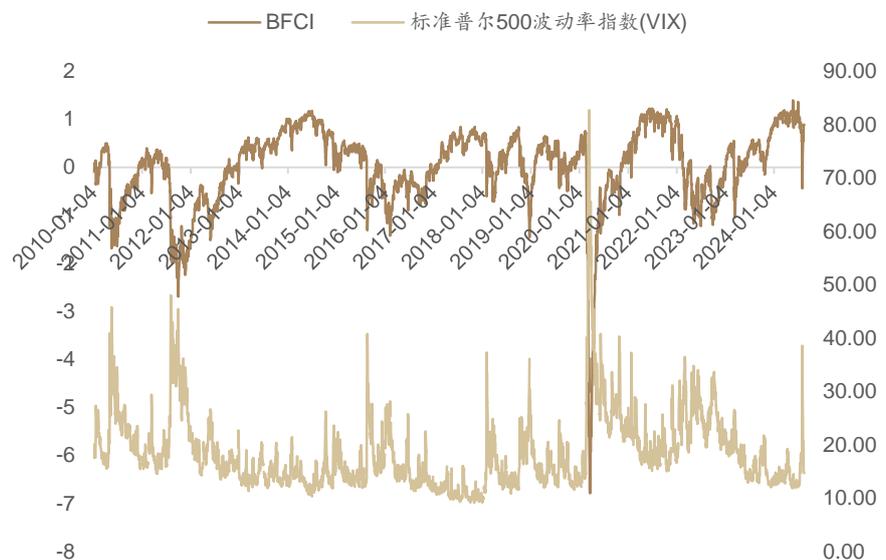
图 23: BFCI 的变动和标普 500 的走势基本同步



资料来源: Wind, Bloomberg, 德邦研究所  
注: 标普 500 指数显示在右轴

五是, 在 VIX 指数与 BFCI 的相关性最为显著。其原因是, BFCI 包括股市条件等组成部分, 这些直接受到影响市场情绪的因素影响。

图 24: BFCI 的变动和标普 500 的走势基本同步



资料来源: Wind, Bloomberg, 德邦研究所  
注: VIX 显示在右轴

综合来看, 金融条件指数难以预测某一具体指标的未来走势。在之前提到的各项指标中, 只有 NFCI 对黄金价格具有一定的前瞻性。尽管金融条件指数在股市的敏感度表现上非常出色, 但由于 NFCI 和 ANFCI 的发布频率相对较低, 数据更新存在滞后性, 并可能导致信息丢失。另外, 虽然 BFCI 是实时更新的, 并且与股票市场中指标的相关性也有不错的表现, 但它并不是一个领先指标。因此, 市场参与者在判断当前股市状况时, 将会更倾向于直接关注标普 500 指数和 VIX 等指标。

那么，又该如何正确看待金融条件指数呢？应回归金融条件指数的定义。

金融条件指数可以较好的反映美元流动性的松紧程度。若仅通过金融条件指数来预测某项指标的未来变化，就好比仅通过 A 股的整体表现来预测 A 股某一行业的走势；又或是通过某个行业的整体波动来预测某家公司股票的涨跌，这显然不是最优的策略。金融条件指数的核心功能在于衡量市场金融环境的紧张或宽松程度，因此投资者应利用它来理解当前美国的金融环境及美元流动性的状况，并为后续的资产配置决策提供参考。

例如，当金融条件指数显著上升（BFCI 则会下降）时，表明当前的金融环境相对紧张。在这种情况下，投资者可能会倾向于抛售高风险资产，保持流动性，并转向购买黄金、美债等避险资产。因此，金融条件指数应被视为衡量市场情绪和流动性压力的综合性工具，而非简单的预测某一单一指标的未来变化。

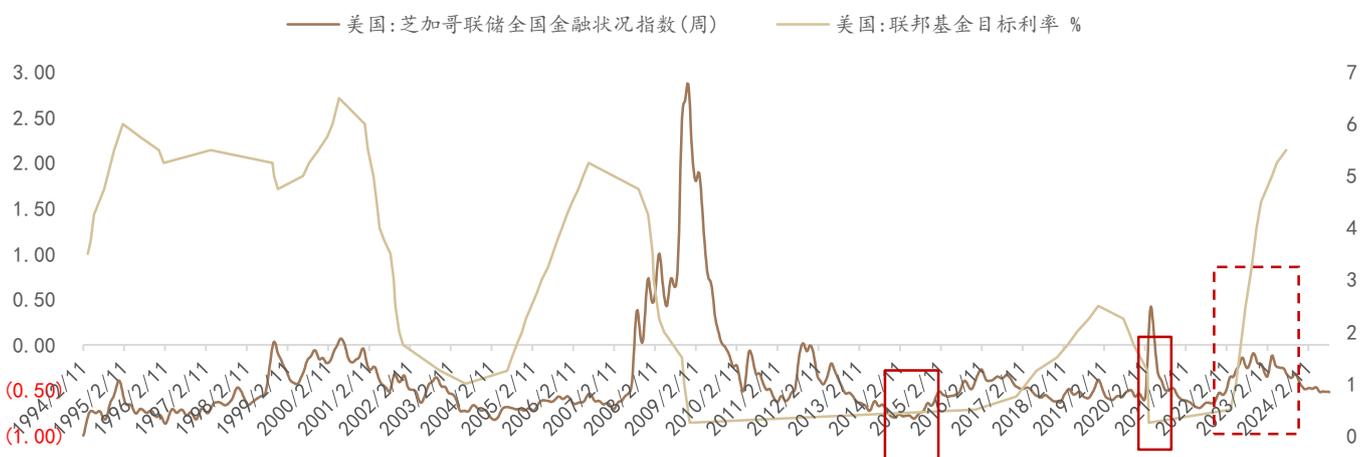
## 6. 从金融条件指数看市场与联储博弈

近年来，市场与美联储之间的博弈愈发激烈。当市场预期美联储即将采取加息或降息措施时，往往会提前对资产配置进行相应调整，以应对即将到来的政策变化。

根据金融条件指数的显示，在 2015 年 12 月美联储正式加息之前，芝加哥国家金融条件指数早在 15 年年中就已经开始显示出收紧迹象。同样地，在 2022 年 3 月美联储启动加息周期前，以及今年 9 月可能迎来的降息周期，市场也早有反应。分别在 2021 年 9 月，市场就已经开始收紧美元流动性，以及今年 3 月市场则开始放宽了美元流动性。这样的趋势表明，市场参与者在美联储正式作出政策决定前，已经积极调整投资策略，希望在政策落地之前抢先一步，获得跑赢市场的机会，提升投资回报的潜力。

美联储则利用投资者这样的心理，每月通过召开 FOMC 会议提前告知市场未来加息或降息的货币政策意图，从而引导市场预期，减少市场对突然政策变动的过激反应，最终达成降低金融市场的波动性的目的。此外，还通过观察这些市场动态，以更准确地评估其政策的时机和力度，确保政策落地时达到预期效果。

图 25: BFCI 的变动和标普 500 的走势基本同步



资料来源：Wind，德邦研究所  
注：联邦基金目标利率显示在右轴

截至 8 月 16 日当周，NFCI 保持不变，为 -0.52，处于相对的低位，市场流动性表现较为宽松。这周中，风险指标贡献了 -0.24，信用指标贡献了 -0.17，杠杆指标贡献了 -0.11，三个子指标的贡献率均未发生变化。表明了，即使目前美国的基准利率处于高位，降息周期还未开启，但市场在风险、信用和杠杆的宽松程度均已高于历史水平。ANFCI 则从-0.47 进一步下滑至了-0.48。这进一步印证了市场和美联储的博弈逻辑，降息交易已然开启。

## 7. 风险提示

- (1) 地缘政治风险超预期；
- (2) 经济复苏进程不及预期；
- (3) 政策推进力度不及预期。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

张浩，硕士，德邦证券研究所宏观组组长

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。