



大公国际：全球货币政策框架与汇率制度的分布趋势与策略选择

国际合作部 何岩浩

2025 年 9 月 16 日

近期，美国就业数据恶化使市场普遍预期美联储将于 9 月议息会议开启降息通道，作为全球最具系统重要性的中央银行，美联储的利率决策不仅关乎美国国内经济波动，更通过资本流动、预期传导与汇率联动等渠道产生显著的溢出效应。这一背景下，各经济体货币当局再次面临如何协调内部物价稳定与外部汇率稳定的经典难题。事实上，中央银行货币政策的核心目标在于维持本国（地区）货币币值的稳定，这包括两个维度：对内保持物价水平稳定，对外维持汇率稳定。作为货币政策和汇率制度的制定主体，中央银行需统筹内外均衡，从全局视角做出有效决策，以实现内外部经济的均衡。不同汇率制度下的货币政策名义锚选择具有一定约束性，使得当前全球汇率制度选择与货币政策框架组合具有一定的分布规律，主要表现为“硬钉住/软钉住+汇率锚”以及“浮动汇率+通胀目标制”两种典型组合。但政策组合并没有“放之四海而皆准”的最优策略，货币当局需应当基于自身经济结构、开放程度、金融市场深度以及抗风险能力等因素，在汇率制度与货币政策框架之间做出平衡。

一、货币政策框架的分布趋势

央行货币政策的操作一般依赖于一个作为钉住目标的有效“名义锚”，以避免“不同时间点上政策取向不统一”带来的偏差。根据国际货币基金组织（IMF）的分类，货币政策名义锚主要包括四类：汇率锚（Exchange rate anchor）、货币总量目标（Monetary aggregate target）、通货膨胀目标制（Inflation-targeting framework）以及其他货币框架（Other monetary framework）。汇率锚指钉住一个与本国（地区）经济联系紧密、通胀水平较低经济体的货币（如美元）；货币总量目标指以某一货币总量指标（如 M1 或 M2）的固定增长率为目标；通胀目标制则是央行明确宣布以中期通胀预期为锚定目标；其他货币框架类别则包括未明确名义锚或实行多重锚定的情况，例如美国采用通胀和就业的双重锚定目标。根据 IMF 数据，2010~2022 年各经济体货币政策框架选择存在如下趋势：

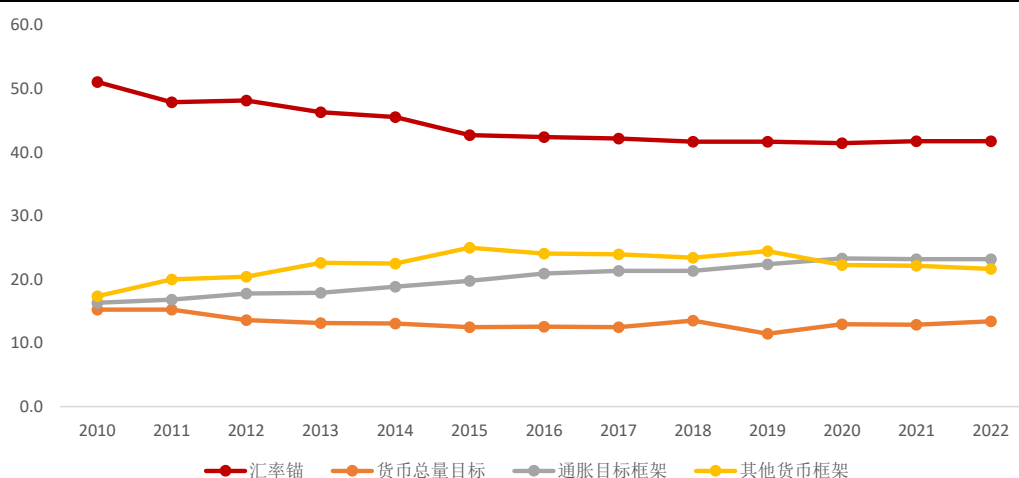
（一）货币框架中汇率锚占比下降，通胀目标制及其他货币框架占比有所上升。

整体来看，全球货币政策框架使用汇率锚的经济体数量大幅下降，同一期间



使用通胀目标制以及其他货币框架的经济体数量有所增加。布雷顿森林体系解体后，许多经济体曾选择钉住某一“锚货币”，或控制货币供给等方式，维持本国（地区）货币稳定。然而，随着资本开放与跨境流动增强，使用汇率锚框架的经济体易受锚定货币经济体经济与金融波动的冲击，新兴市场多次发生货币危机。因此，许多新兴经济体逐步转向更灵活的汇率机制，从而带动货币政策框架目标逐步从汇率锚退出。同时，货币总量目标的有效性依赖于货币需求与产出之间的稳定关系，金融创新与资本流动加剧了货币乘数与流通速度的不确定性，削弱了货币总量指标的信号功能与通胀预期管理能力，使得货币政策目标无法有效实现。鉴于汇率锚与货币总量锚的局限性，并伴随汇率制度转型，以通胀预期为直接目标的新型框架逐渐兴起。该框架凭借较高的透明度和承诺机制，有助于增强政策公信力并维持物价稳定，率先被发达经济体采用并逐渐推广至发展中经济体。同时，在货币政策“换锚”过程中，许多经济体经历了多重锚并存的过渡阶段，这也在一定程度上推高了其他货币政策框架使用的占比。另外，央行兼顾多层目标，例如就业与经济稳定等也使得其他货币框架使用占比有所上升。

图1 货币政策框架名义锚选择占比（%）



数据来源：IMF AREAER，大公国际整理

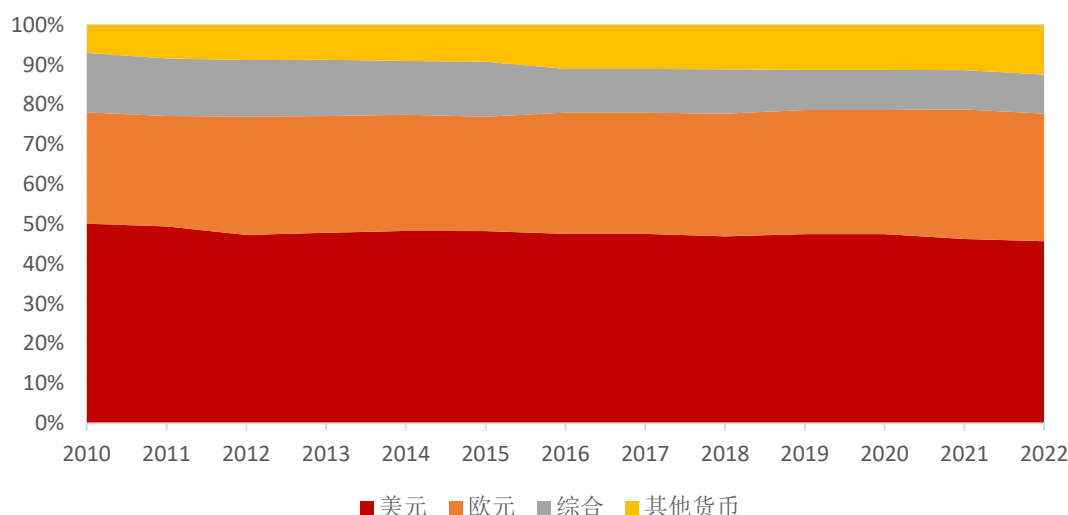
（二）美元仍是使用汇率锚的主要“锚货币”，但整体呈下降趋势。

在使用汇率锚的经济体中，其“锚货币”的选择依旧以美元为主，但比重有所下降。2010年，以美元为锚的经济体有50个，2022年该数量下降至37个，如哈萨克斯坦、老挝退出锚定美元的汇率锚框架。但总体来看，以美元为汇率“锚货币”的经济体依旧占有相当大的比重，2022年占汇率锚货币框架的45.7%。当前，实行美元锚的经济体大多集中在拉美和加勒比海地区、中东和中亚。实行欧元锚的经济体主要包括非洲法郎区以及部分中东欧与欧盟。使用钉住一篮子货币



的汇率锚经济体 2022 年仅有 8 个，其综合货币篮子通常包括欧元、美元及特别提款权（SDR）。另有一部分经济体选择钉住与其经济联系紧密的区域货币，如澳元、南非兰特以及印度比索等，2022 年此类经济体共有 9 个。

图2 汇率锚中的货币占比



数据来源：IMF AREAER，大公国际整理

（三）从累计迁移来看，汇率锚与通胀目标制迁移率低，货币总量目标框架渐次向其他货币框架目标转移。

从 2010~2022 年的累计迁移矩阵可以看出，汇率锚与通胀目标制迁移率均低于 3.0%。其中，汇率锚凭借其明确、强承诺的特性，虽牺牲了货币政策独立性，但能有效抑制汇率波动对贸易与资本流动的冲击，维持对外币值稳定。通胀目标制则通过直接承诺通胀控制目标，在保障货币政策独立性的同时，借助较高透明度增强预期引导能力，但该框架要求该经济体具备较强的经济实力以应对汇率波动带来的外部平衡压力。

相比之下，货币总量目标作为货币政策框架的中介目标，其传导效果依赖于稳定的货币乘数。在金融深化的背景下，该机制稳定性不足，使其难以独立承担货币政策框架名义锚的职能。因此，货币总量框架在期间迁移率较高，且多向其他货币政策框架和通胀目标框架迁移。

表1 2010~2022年货币政策框架累计迁移

2022 年 \ 2010 年	汇率锚	货币总量目标	通胀目标框架	其他货币框架
汇率锚	97.8%	0.7%	0.0%	1.5%
货币总量目标	0.0%	92.8%	1.6%	5.6%
通胀目标框架	0.2%	0.7%	99.1%	0.0%



表1 2010～2022年货币政策框架累计迁移

其他货币框架	0.2%	1.8%	2.5%	95.5%
--------	------	------	------	-------

数据来源：IMF AREAER，大公国际整理

二、汇率制度与货币政策框架的匹配关系

理论上，汇率制度与货币政策框架存在多种组合形式，同一汇率制度下可以搭配不同货币政策框架。然而，根据“三元悖论”，开放经济条件下，货币政策独立、汇率稳定和资本完全流动不能同时实现，在当前资本流动规模逐步加大的背景下，意味着央行需要在货币政策独立与汇率稳定中做出权衡。对2022年各经济体汇率制度选择和货币政策框架组合的统计显示，汇率制度与货币政策框架呈现出明显的“对角分布”特征，即硬钉住和软钉住汇率制度多配以汇率锚，侧重于外部稳定而放弃部分货币政策独立性，浮动汇率制度则更多搭配通胀目标制，以汇率波动为代价换取货币政策自主权。

表2 2022年汇率制度选择与货币政策框架矩阵（个数）

汇率制度 \ 货币政策框架	汇率锚	货币总量目标	通胀目标框架	其他货币框架
硬钉住（占比）	100.0%	—	—	—
无独立法定货币	14	—	—	—
货币局	12	—	—	—
软钉住（占比）	59.8%	17.2%	11.5%	11.5%
传统钉住	39	1	—	—
稳定化安排	8	6	4	4
爬行钉住	2	—	—	1
类似爬行	2	8	6	5
水平带钉住	1	—	—	—
浮动（占比）	—	9.5%	52.4%	38.1%
浮动	—	6	24	2
自由浮动	—	—	9	22
其他（占比）	16.7%	27.8%	11.1%	44.4%
其他有管理安排	3	5	2	8

数据来源：IMF AREAER，大公国际整理

其中，大分类下的占比数字表示该汇率制度下对应货币政策框架的使用占比。

（一）硬钉住汇率制度下仅能采用汇率锚。

硬钉住的汇率制度安排包括无独立法定货币与货币局安排，前者是货币当局完全放弃对内部货币政策的独立控制，后者则是立法承诺保障以固定汇率将本国（地区）货币兑换为特定外币的货币制度。因此，所有实行硬钉住制度的26个经济体，其货币政策框架仅可以采用汇率锚。这类经济体多实行美元化或参与货币联盟，通过严格的法律承诺维持与锚货币的固定比率，货币政策完全从属于所



锚定的经济体。

（二）软钉住汇率制度以汇率锚为主，较少采用通胀目标制。

软钉住的汇率制度安排要求中央银行维持本国（地区）货币和“锚”经济体货币的固定比价或只允许汇率在很小的范围内波动，并承诺以这一比价无限量地进行本外币交易。因此，在软钉住汇率安排下，约 60% 的经济体选择汇率锚作为货币政策框架目标。尤其是汇率制度选择传统钉住下，汇率锚占比高达 90%。稳定化安排与类似爬行安排中，部分经济体采用货币总量目标，极少数尝试通胀目标制。选择这一组合的经济体通常对外依存度较高，如中东产油国和小型开放经济体，选择汇率锚有助于维持本币稳定与可控的通胀环境。

（三）浮动汇率制经济体多以通胀目标制为主要框架。

浮动汇率制经济体多采用通胀目标制，这类经济体大多具有较为发达的市场机制、较高的经济开放度和金融深度，因而其经济韧性较强，能够更好地吸纳内外部冲击，因此在政策制定过程中更注重对内物价稳定，汇率则交由市场决定。另外，在自由浮动制度下，部分经济体如美国和欧元区实行多重目标制，在稳定通胀之余也兼顾就业与经济增长。以美国为例，其货币政策框架是“双重使命”，即在维持物价稳定的同时追求最大限度就业，这意味着美联储不仅密切关注物价指数等通胀指标，也高度关注就业市场指标。美联储货币政策框架 2020 年引入的平均通胀目标制，使美联储可以在通胀超过设定目标水平但就业仍未见全面复苏时，容忍暂时性的通胀上升，以避免过早收紧货币政策阻碍劳动力市场修复，这是一个非对称性的目标框架。2025 年美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上表示，将放弃平均通胀目标制的“补偿”通胀策略，重回对称目标框架。鲍威尔也表示，美国就业市场和通胀风险的平衡正在发生转变，虽美国通胀未降至目标区间，但“双重使命”下风险已开始向就业市场倾斜，这为美联储 9 月降息打开了通道。

三、宏观政策策略的选择与权衡

在制定宏观政策策略时，当局需基于自身经济结构、开放程度、金融市场深度以及抗风险能力等因素，在汇率制度与货币政策框架之间做出系统性的选择。这种选择本质上是如何在“三元悖论”的约束下权衡内外部平衡。

采用“硬钉住/软钉住+汇率锚”组合的经济体，通常将外部稳定和可控的汇率环境置于优先地位。这一策略适用于外贸依存度高、金融市场尚不完善、或处于反高通胀历史阶段的经济体。其优势在于为贸易和投资提供稳定的预期，缺点



则是货币政策丧失独立性，易受锚定经济体经济周期和金融波动的外溢影响。

选择“浮动汇率+通胀目标制”组合，意味着政策重点转向内部经济稳定与货币政策自主性。该策略要求该经济体具备成熟的金融市场、有效的货币政策传导机制以及足够的抗冲击能力，以消化汇率波动带来的影响。其核心优势在于能够灵活运用利率等工具应对内部产出和通胀缺口，尤其适合于经济结构复杂、内需为主的大型经济体。

值得注意的是，现实中还存在大量中间路线的安排，如“其他有管理安排+多种名义锚”混合使用，这反映出新兴市场在政策转型过程中渐进性与实用性的考量。宏观政策框架必然是基于本国（地区）实际情况、兼顾政策可信度与灵活性的审慎选择，并没有“放之四海而皆准”的最优策略，当局需要持续评估政策框架的适应性，并在维持政策承诺与保留必要灵活性之间寻求动态平衡。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。