

“三稳”兼得与精准滴灌制造业之策

摘要

第三季度经济增长继续放缓，猪肉价格上涨的压力却在同时显现。宏观政策似乎陷入了“三难”的境地：如何在提振经济增长的同时保持物价的稳定？如何在放松货币政策的过程中保持宏观杠杆率的稳定？如何在结构性控杠杆的同时，解决实体融资需求不足的问题，以定向宽松促进经济增长？

我们的分析显示，汇率能够成为同时实现稳增长、稳物价和稳杠杆“三稳”的有效手段，并能达到对制造业的精准滴灌。

第一，汇率市场化调整能够直接改善出口企业经营情况，在融资需求疲弱、宏观杠杆率较高的背景下促进“低信贷”的增长。因此，汇率灵活调整能够实现对制造业企业，尤其是出口依赖度较高的制造业企业的定向宽松。

第二，汇率市场化调整对于以可贸易品为主的工业品价格影响较大，但对不可贸易品占比较高的CPI篮子影响有限。

关键词：增长，物价，宏观杠杆，汇率

宏观研究部

郭于玮

分析师

电话：021_22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

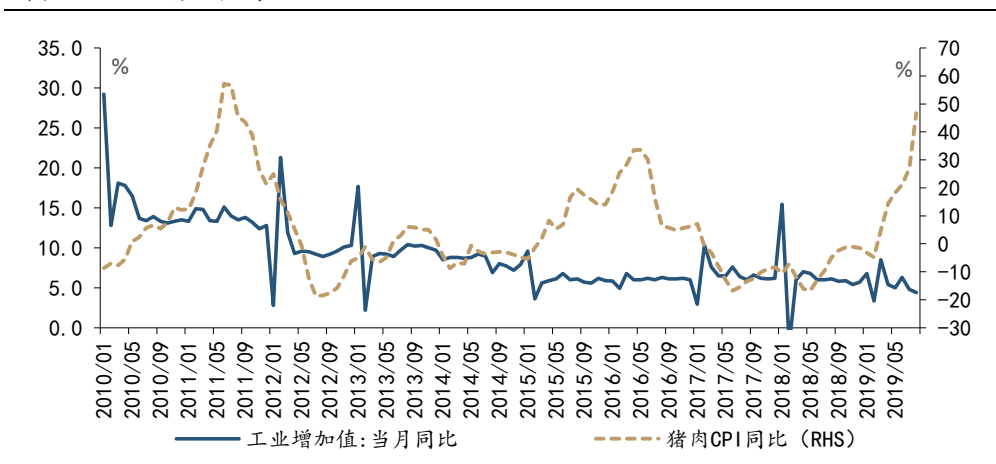
华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

2019 年 8 月工业增加值同比回落至 4.4%，猪肉价格同比却攀升至 46.7% 的高位。考虑到生猪存栏增速处于历史低位，猪肉价格上涨带来的压力预计还将持续一段时间。与此同时，随着 PPI 同比回落，名义 GDP 增速有下降至 M2 增速以下的风险，由此导致宏观杠杆率或将上升。宏观政策面前似乎出现了一个稳增长、稳物价和稳杠杆的“不可能三角”：如何在提振经济增长的同时保持物价的稳定？如何在放松货币条件的过程中保持宏观杠杆率的稳定？如何在结构性控杠杆的同时，解决实体融资需求不足的问题，以定向宽松促进经济增长？8 月 5 日以来人民币汇率开启的新征程或许能将这看似不可能的挑战变为可能。

图表 1 工业增加值与 CPI

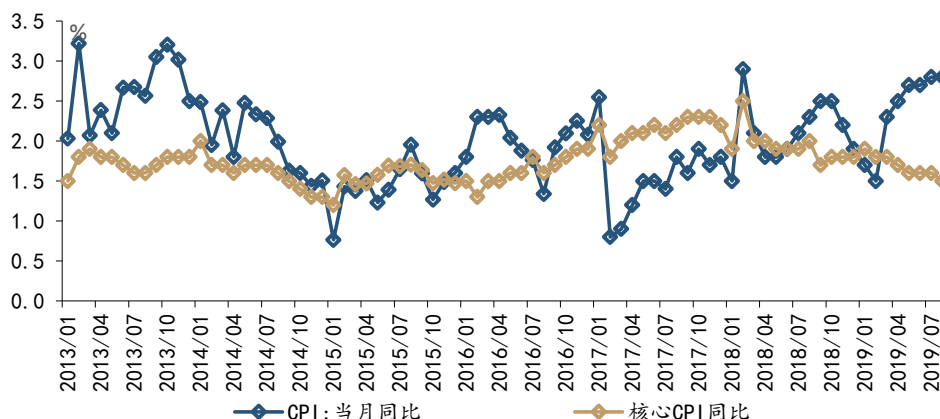


资料来源：WIND，兴业研究

1、结构性通胀下的汇率良方

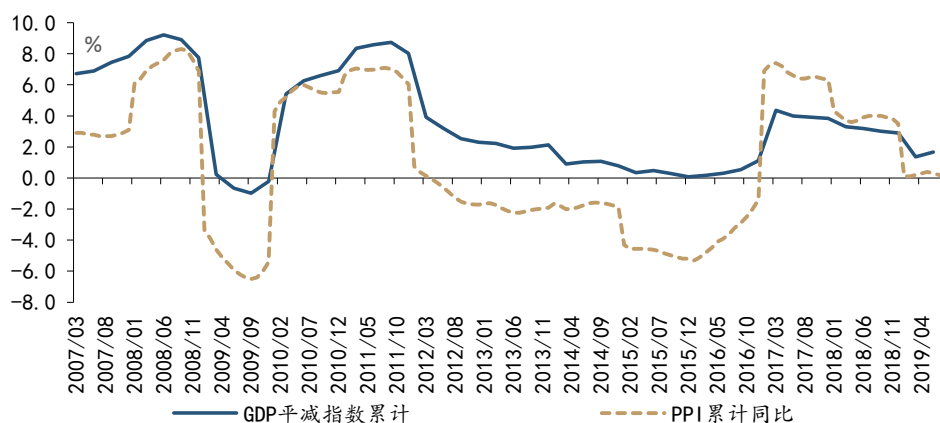
从稳物价的角度来看，当前我国面临的是由农产品供给冲击引发的结构性通胀。虽然 8 月 CPI 同比维持在 2.8% 的较高水平，但核心 CPI 同比进一步下滑，这反映出物价中枢并没有长期抬升的趋势。在消费领域价格上升的同时，工业品领域价格已陷入通缩，给名义 GDP 增速、乃至宏观杠杆率的稳定带来挑战。我们的计量分析结果显示，人民币汇率的灵活调整既能减轻工业品领域的通缩压力，又不会对 CPI 同比形成过大的压力。

图表 2 CPI 与核心 CPI



资料来源：WIND，兴业研究

图表 3 PPI 同比与名义 GDP 平减指数



资料来源：WIND，兴业研究

这是由于我国 CPI 篮子与 PPI 篮子的构成差异较大，CPI 中包含了大量新鲜农产品、服务等可贸易程度低的产品，而 PPI 篮子中的产品多数可贸易程度高。因此，人民币实际有效汇率的变化对 CPI 同比影响有限，却会显著影响 PPI 同比。

经济景气程度、信用扩张和汇率都是影响物价的重要因素。因此，我们分别将 CPI 同比与 PPI 同比对 GDP、广义社融（社融与地方债之和）同比和实际有效汇率同比进行回归分析。由于广义社融同比数据起始时间为 2004 年，本文选用 2004 年以来的样本。此外，考虑到汇率和信用扩张对物价的影响有一定的滞后性，这里我们用实际有效汇率和广义社融的滞后项进行分析。回归结果显示，实际有效汇率同比贬值 1 个单位^①，能够提高 PPI 同比 0.34 个单位，但对 CPI 同比的影响并不显著。因此，在 PPI 通缩而 CPI 有上升风险的背景下，人民币有效汇率贬值有助于提振 PPI，但不会带来明显的 CPI 上涨压力。

^① 注：在人民币实际有效汇率篮子中，美元的占比是 19.7%。因此在其他条件不变的假设下，人民币对美元变化 1 个单位，会带动实际有效汇率变化接近 0.2 个单位。

图表 4 物价的影响因素

	(1) CPI 同比	(2) PPI 同比
GDP 同比	0.253*** (0.0925)	0.716*** (0.185)
实际有效汇率同比（滞后 1 期）	0.00941 (0.0424)	-0.337*** (0.0848)
广义社融同比（滞后 3 期）	0.0969** (0.0406)	0.181** (0.0812)
常数项	-1.487 (1.084)	-7.287*** (2.166)
样本量	59	59
R 方	0.216	0.439

注：括号中为标准差。***表示 p 值小于 0.01，**表示 p 值小于 0.05，*表示 p 值小于 0.1。

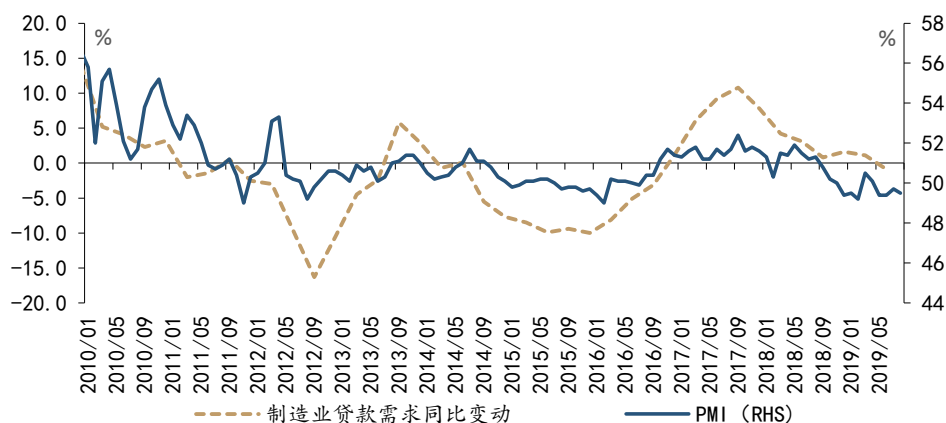
资料来源：兴业研究

2、汇率调整精准滴灌制造业

为了实现宏观杠杆率的稳定，货币信贷的增速需要与名义 GDP 增速相匹配。在信贷资源有限的情况下，优化信贷投放的结构成为政策着力的重点。7 月央行召开的银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会要求合理控制房地产贷款投放，加强对经济社会发展重点领域和薄弱环节信贷支持。

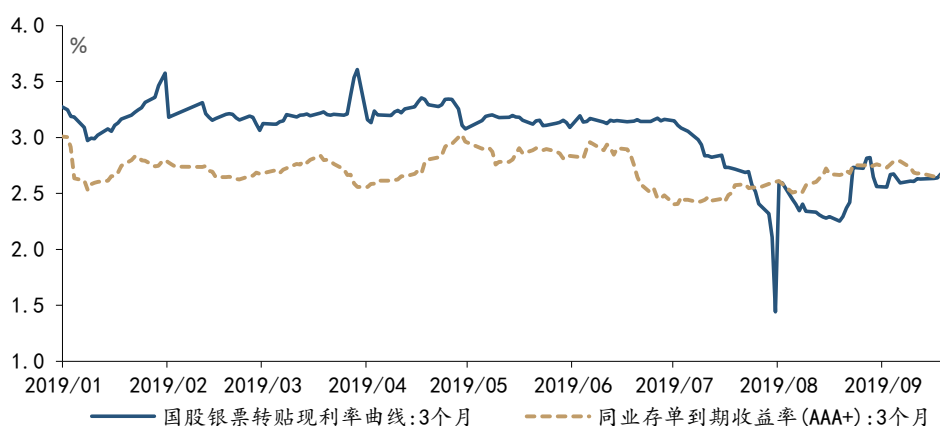
然而，当前融资需求的结构与政策意愿之间出现了分歧。近年来各路市场主体均将我国房地产市场视为低风险、高回报的资产，由此吸引社会资金向房地产领域集中。房地产开发贷款占全部贷款的比例从 2010 年 1 月的 7% 提高到 2019 年 6 月的 8%，同期个人住房贷款占比从 13% 提高到 19%。2019 年第二季度制造业贷款需求指数却由于内外需较为疲弱的原因同比转负。由于符合政策导向的优质融资需求不足，7 月以来票据转贴利率时常与资金成本倒挂。这中间既有供给原因，更有去产能情况下的需求原因。

图表 5 PMI 与制造业贷款需求



资料来源：WIND，兴业研究

图表 6 票据转贴利率与 NCD 利率



资料来源：WIND，兴业研究

在过去，信贷的增长往往会先刺激房地产与基建领域，进而引起制造业订单的增加，带来制造业的繁荣。在数据上表现为房地产增速通常领先于制造业投资增速。而当下房地产融资受限，地方政府平台融资监管趋严，定向宽松的信贷政策向实体经济的传导似乎遇到了阻滞。

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_9745

