

# 货币先行

核心观点：

1. 车马未动，粮草先行。作为宏观经济的重要先行指标，货币往往牵动市场人心。今年一季度货币数据大超预期，各界对经济的乐观情绪陡增。但随着近期银行间利率不再持续下行，大家又开始对经济回暖存疑。货币波动之间，未来经济何去何从？
2. 微观主体在进行消费和投资决策之前，往往会事先考虑资金可得性及其价格。尽管如此，货币社融前瞻性表征的主要是内需，未必能精准捕捉到外需的变化。历史上曾有多个月份货币社融明显上升，但由于外需拖累，最终经济仍呈现下行或震荡走势。
3. 借助货币预测内需变化也存在瑕疵。随着近年来宏观杠杆率的高企，债务问题成为我国宏观政策实施的重要约束条件。还本付息占 GDP 的比例持续上升，客观上削弱了单位货币对投资等内需动能的拉动作用，实证研究也揭示出这些结构性变化。
4. 展望未来，尽管短期内总需求管理政策或将有所微调，但基于政策的惯性尤其是前期银行间利率下行对信贷利率的滞后影响，货币社融仍有望在波动中抬升。综合考虑外需、债务等掣肘因素，下半年我国经济或将呈现出窄幅波动的温和态势。

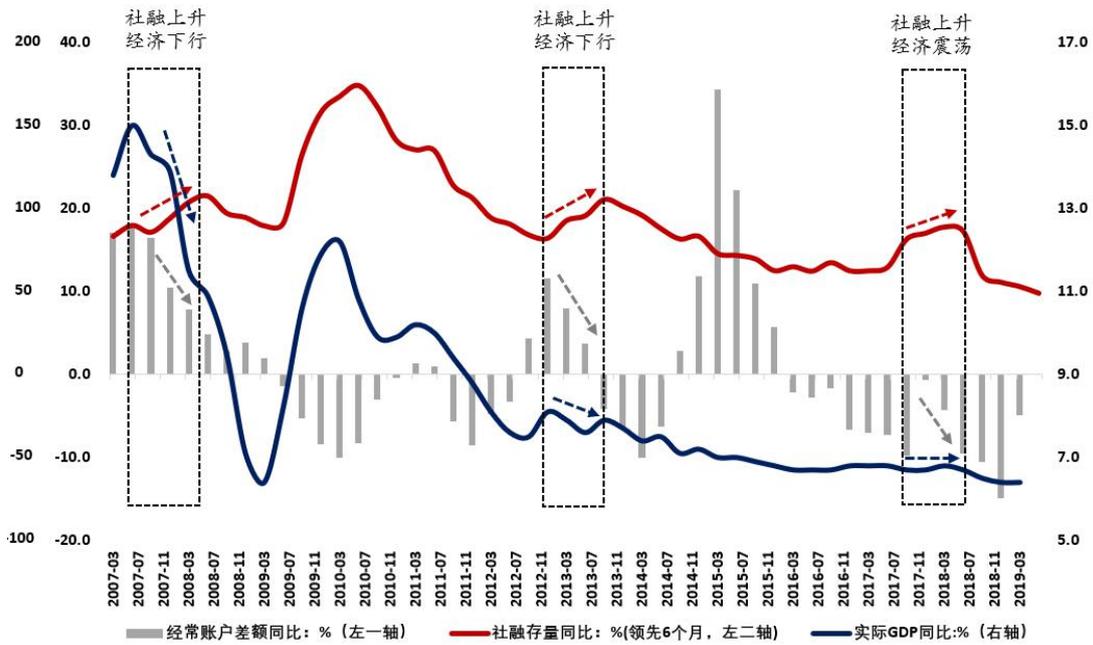
正文：

车马未动，粮草先行。微观主体在进行消费和投资决策之前，往往会事先考虑资金可得性及其价格。作为宏观经济的重要先行指标，货币往往牵动市场人心。今年一季度，社融增速从去年末的 9.8% 上升到 10.7%，反弹大幅超出市场预期，各界对经济的乐观情绪陡增。但从近期中央政治局会议的表态以及银行间市场利率不再持续下行等迹象来看，大家又开始对经济回暖存疑。未来货币社融增速能否继续抬升，宏观经济究竟何去何从？

## 一、货币先行经济：被忽视的外需？

货币社融数据前瞻性表征的主要是内需，未必能准确捕捉到外需的变化。外需是相对独立的外生变量，主要受全球经济动能及汇率等因素的影响。历史上曾有多个月份货币社融明显上升，但由于外需拖累，最终国内经济仍呈现下行或震荡走势。例如，2007 年 6 月-2008 年 6 月、2012 年 12 月-2013 年 9 月、2017 年 9 月-2018 年 6 月等。可见，前期货币社融企稳，未必预示着后期宏观经济一定会企稳。

图 1：外需拖累下，社融上升未必指示经济企稳



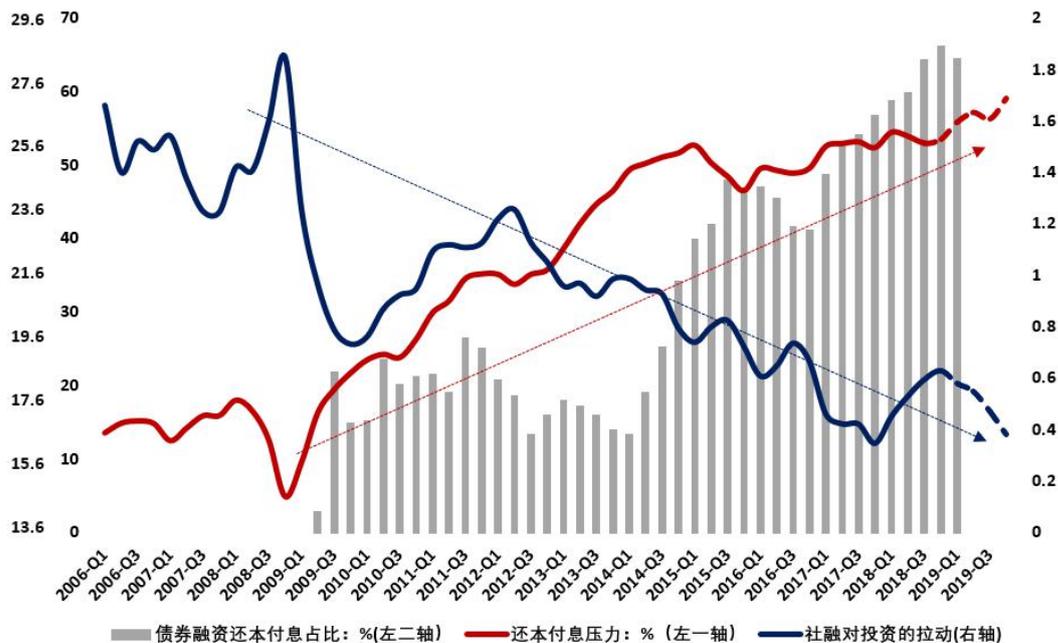
数据来源：WIND

注：1. 为了排除成本冲击所带来的价格扰动，文中采用 GDP 实际同比，但名义值不影响结论。2. 本文对经常账户差额进行了平滑处理。

## 二、货币先行经济：被忽视的债务？

借助货币来预测未来内需的变化也存在一定的瑕疵，尤其是当经济中出现重要结构性变化的时候。随着近年来宏观杠杆率的高企，债务问题成为我国宏观政策实施的重要约束条件。尤其是金融危机以来，我国还本付息占 GDP 的比例持续上升，在世界主要经济体中已处于较高水平，这客观上削弱了单位货币对投资等内需动能的拉动作用。我们的实证研究也揭示出这些结构性变化：债务压力（还本付息/GDP）不仅与社融对投资的拉动作用呈现高度负相关（相关系数为-0.81），且前者是后者的格兰杰原因。

图 2：受制于债务压力，社融对投资的拉动作用还将减弱



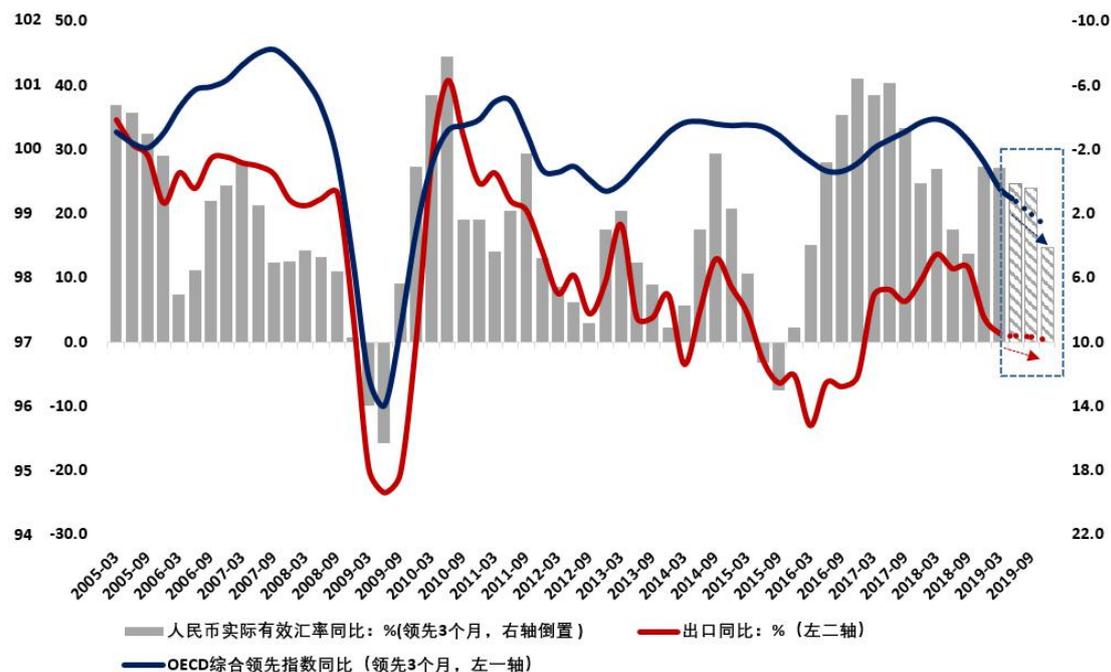
数据来源：BIS, WIND, 笔者测算

注：1. 还本付息压力为政府和企业的还本付息规模占 GDP 的比例（DSR），计算方法参考 BIS。2. 债券融资还本付息占比为信用债发行中用于还本付息的比例。3. 根据社融对经济的历史领先关系，我们将社融对投资的拉动定义为“固定资产投资同比/6 个月前的社融同比”。

### 三、货币先行经济：未来展望

随着今年一季度经济数据好于预期，加上近期猪瘟、油价冲击下通胀中枢上升等因素，短期内总需求管理政策或将有所微调。尽管如此，考虑到政策的惯性尤其是前期银行间市场利率下行对信贷市场利率的滞后影响，货币社融增速仍有望在波动中趋势性抬升。

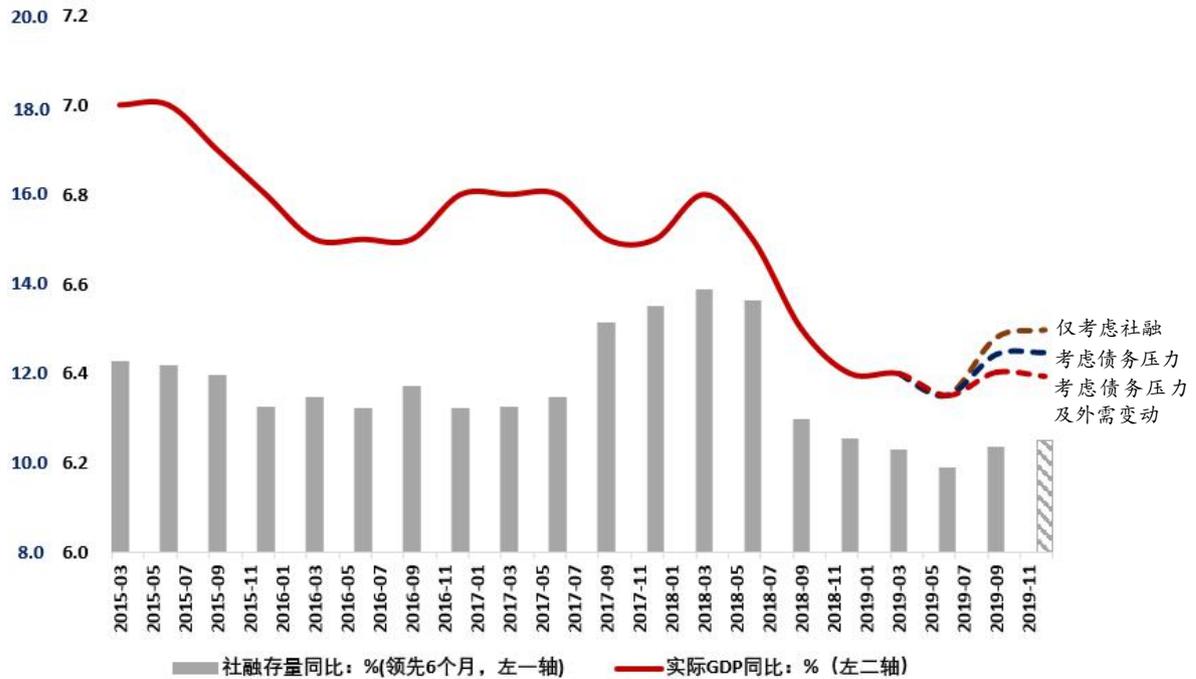
图 3：全球经济动能放缓下外需还将承压



数据来源：WIND, 笔者测算

货币社融增速的继续回升，并不必然意味着下半年经济将持续反弹。事实上，考虑到全球经济动能放缓背景下外需呈现弱势，且货币对内需的拉动能力也不如从前，因此下半年我国经济或将呈现出窄幅波动的温和态势。当然，减税的规模与节奏等也会对经济走势带来扰动，值得持续关注。

图 4：社融趋升但外需走弱，下半年经济或将温和波动



数据来源：WIND, 笔者测算

注：“仅考虑社融”是指仅依据社融预测经济；“考虑债务压力”和“考虑债务压力及外需变动”是指在社融基础上再考虑债务和外需因素来预测经济。

#### 四、基本结论

一是作为宏观经济的重要先行指标，一季度以来的货币数据变化牵动人心。尽管如此，货币社融前瞻性表征的主要是内需，未必能精准捕捉到外需的变化。历史上曾有多时期货币社融明显上升，但由于外需拖累，最终经济仍呈现下行或震荡走势。

二是借助货币预测内需变化也存在瑕疵。随着近年来宏观杠杆率的高企，债务问题成为我国宏观政策实施的重要约束条件。还本付息占 GDP 的比例持续上升，客观上削弱了单位货币对投资等内需动能的拉动作用，实证研究也揭示出这些结构性变化。

三是展望未来，尽管短期内总需求管理政策或将有所微调，但基于政策的惯性尤其是前期银行间利率下行对信贷利率的滞后影响，货币社融仍有望在波动中抬升。综合考虑外需、债务等掣肘因素，下半年我国经济或将呈现出窄幅波动的温和态势。

附录：

1. 出口的回归方程：

$$\text{出口同比}_t = -1.650 * \text{人民币实际有效汇率同比}_{t-1} + 0.180 * \text{OECD综合领先指数同比}_{t-1}$$

(0.000) (0.000)

调整后 R<sup>2</sup>=0.67

注：括号内为 P 值，回归选取的是 2000 年以来的季度数据。

2. 实际 GDP 的回归方程：

$$\text{实际GDP同比}_t = 0.057 * \text{社融同比}_{t-2} - 0.072 * \text{还本付息压力}_{t-2} + 0.274 * \text{OECD综合领先指数同比}_{t-2} + 9.61$$

(0.001) (0.000) (0.068) (0.000)

调整后 R<sup>2</sup>=0.86

注：括号内为 P 值，回归选取的是 2013 年以来的季度数据。

**【作者】**

**伍戈：**经济学博士，研究员。长江证券首席经济学家，曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。中国经济学最高奖“孙冶方经济科学奖”得主，并获浦山政策研究奖、刘诗白经济学奖、远见杯宏观预测亚军。清华、复旦、中国人民大学兼职导师，中国金融四十人论坛（CF40）成员。

**徐剑：**长江证券宏观研究员。

**陈婷婷、胡平：**长江证券实习研究员。

*更多研究请扫描二维码：伍戈经济笔记*

