

通货紧缩的成因与应对

殷剑峰;《中国金融》2015年第6期

通货紧缩指的是主要物价指数（PPI 和/或 CPI）的持续下跌。虽然有所谓“好的”通货紧缩（主要由技术进步引发的总供给线外推造成）和“坏的”通货紧缩（主要由总需求萎缩引发）之分，但在更多的情况下，通货紧缩都对应于总需求的萎缩和经济的持续衰退。而且，通货紧缩要比通货膨胀更加难以对付，因为许多宏观经济政策工具、尤其是货币政策通常会因经济中的各种“刚性”（如“流动性陷阱”）而失灵。

当前，我国的 PPI 已经连续下跌 3 年，CPI 虽保持在正增长，但也跌到 1% 以下——按照一些国际组织和央行的看法，核心 CPI 的增速连续 3 个月在 1% 以下即为事实上的通货紧缩。所以，可以判断，我国经济至少处于“潜在”通缩的状态。

与 1997 年亚洲金融危机后的通货紧缩相比，目前的“潜在”通缩既有类似的短期和中期原因，突出表现为产能过剩、债务累积、资产价格下跌以及外部传导的影响，也有一些不同的、更加长期性的因素，如人口老龄化。从日本 1990 年以来的教训看，我们既要有针对通货紧缩短期和中期因素的宏观经济政策，更要有应对长期通货紧缩的准备。

成因分析

1. 债务累积与通货紧缩

债务累积与通货紧缩的关系源自美国经济学家费雪（Fisher, 1933）对上世纪 30 年代美国大萧条的观察：在经济繁荣时期企业大量借贷投资，而当负面冲击来临时，这些债务就显得“过度”了。过度负债导致两个结果，其一，为偿还负债，企业拼命降价销售，去库存使得短期总供给线外推；其二，企业销售的现金流和新的负债不是用来投资，而是用来偿还债务本息，从而导致投资需求下降，总需求萎缩。负债之所以“过度”是因为投资的资本回报率低于真实利率，后者又等于名义利率与通胀预期（或物价上涨率）之差。相对于资本回报率本身，费雪更加强调通货紧缩的影响：持续的物价下跌使得通胀预期变为负值，从而使得真实利率过高，并超过了本来合理的资本回报率。因此，费雪建议扩张货币以降低名义利率和改变通胀预期。

按照费雪的标准，我国实体经济部门的负债已经处于“过度”的状态。以市场化的拆借利率为例，1 月份隔夜拆借利率为 2.81%，PPI 负增长 4.38%，以 PPI 来计算的真实利率高达 7.13%。虽然这依然低于亚洲金融危机后 8% 到 12% 的水平，但是，这已经超过了许多上市公司的资本回

报率，更勿用说以实际贷款利率来计算真实利率了。除了费雪的标准，以杠杆率来看，实体经济负债程度也是太高了。表 1 显示，2014 年我国实体经济的杠杆率继续攀升至 211%。如此之高的杠杆率带来了巨大的偿债压力：2014 年，实体经济偿债本息额已经达到了新增 GDP 的 138%。换句话说，实体经济新增的收入不足以覆盖到期债务，部分偿债依靠“借新还旧”。

表 1 我国实体经济杠杆率和 M2/GDP (单位: %)

	信贷/GDP	债券/GDP	银行同业/GDP	非银行金融/GDP	总杠杆率	偿债本息/新增 GDP	M2/GDP
2005	110	20	5	2	138	73	162
2006	109	19	4	2	134	73	160
2007	104	23	4	1	132	74	152
2008	101	21	5	1	128	82	151
2009	123	25	5	2	156	80	179
2010	127	26	8	5	167	80	181
2011	125	27	8	6	165	89	180
2012	134	29	11	10	184	108	188
2013	143	32	13	16	203	133	195
2014	148	33	13	18	211	138	193

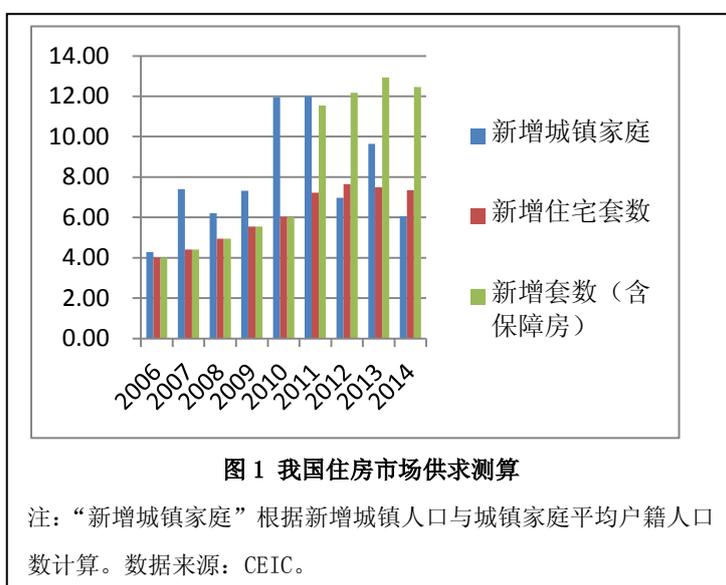
注：“总杠杆率”为实体经济（政府、非金融企业和居民）的全部负债与 GDP 之比；“信贷”为境内外信贷余额，包括短期、中长期贷款余额、票据融资余额、委托贷款、融资租赁余额、其他贷款余额和境外贷款等；“债券”包括国债、地方政府债、企业债、公司债、短期融资券、中期票据等；“银行同业”指的是通过银行同业业务为实体经济提供的净信用余额；“非银行金融”指的是非银行金融机构为实体经济提供的信用余额，包括信托公司投资于基础资产、房地产和工商企业的余额、证券公司通道业务余额和保险公司债权与不动产投资计划余额；“偿债本息”是在对偿债利率、期限做出一定假设基础上计算出来的季度偿债本息额。数据来源：中国社科院金融所财富管理研究中心。

不过，与往年相比，2014 年杠杆率上升的速度有所趋缓。这种趋缓可能反映了去杠杆的进程，但也可能是政策过紧和银行部门“惜贷”的结果：其一，银行同业业务自 2013 年底以来受到严格控制，导致 2014 年银行同业业务为实体经济创造的净信用下降，其与 GDP 之比和 2013 年相同；其二，由于宏观上对信贷的控制和银行部门逐渐表现出来的放贷意愿的下降，2014 年信贷与 GDP 之比只比 2013 年上升 5 个百分点，而 2013 年比 2012 年增加了 9 个百分点。银行部门“惜贷”的迹象不仅表现为信贷增速的下滑，还表现为贷款风险加成的提高。根据中国人民银行的调查，一般贷款中执行基准利率上浮的比重从 2012 年 3 季度的 60% 上升到去年的 70%，上浮利

率的比重远高于 2005 到 2007 年的繁荣时期。在微观层面，“惜贷”就表现为“融资难、融资贵”问题日益突出。由于贷款增速的下滑，实体经济部门越来越依靠其他渠道获得负债融资，从而使得 2013 年和 2014 年的杠杆率超过了 M2/GDP。

2. 资产价格下跌与通货紧缩

资产价格下跌引发的通货紧缩与债务累积机制类似，但更加侧重经济当事人资产负债表的资产方。根据日裔经济学家 Richard C. Koo (2009) 对日本 1990 年后十几年通货紧缩的分析，1990 年日本房地产泡沫的崩溃使得企业的资产价格急剧下跌，此时，以这些资产作为抵押物的贷款就显得“过度”了。另一方面，尽管负债过度，但是，企业的产品依然有市场，企业依然有现金流。此时，一个非常重要的变化就是，企业的行为模式从原先对利润最大化的追求转变为追求债务最小化。企业销售现金流完全用来偿还债务，以修复资产负债表。由于企业不再进行投资，整个经济陷入资产负债表式的衰退，物价、尤其是反映企业产成品价格的 PPI 持续下跌。对于这种通货紧缩，如凯恩斯在《通论》中所分析的流动性陷阱那样，货币政策完全失去作用，因为即使是零利率，企业也不会负债融资；此时，只有政府投资才能抵补企业投资下降留下的总需求缺口，即必须实施扩张的财政政策。至于如何走出资产负债表式衰退以及与其相伴的通货紧缩，关键就在于使经济从“阴”面走向“阳”面，也就是说，企业的行为动机要从债务最小化再次回到对利润最大化的追求。



资产价格的下跌是资产负债表式衰退和通货紧缩的起因，其中最重要的就是房地产价格。我国的房地产市场虽然尚未出现日本 1990 年那样雪崩式的暴跌，但也在经历深刻的调整，并通过两个渠道产生通货紧缩的压力：其一，房地产市场产能过剩对房价和相关行业的价格形成长期的下行压力。2014 年我

国房地产销售额和销售面积同时出现了同比负增长，在过去十年中只有 2008 年全球危机爆发时才出现过。与销售额和销售面积同时下滑相伴的是房地产市场全面的过剩。如图 1 所示，从 2012 年开始，我国新增商品住宅的套数就超过了新增城镇家庭。如果加上保障房，则住房供给的套数已经是住宅需求套数（新增城镇家庭）的 2 倍多。未来房地产市场的去库存不仅将导致房价的长

期萎靡，还将对房地产的前向（如钢铁和水泥行业）和后向产业（如建材和纺织行业）形成价格下降的压力。其二，房地产押品价值的下跌将形成缓慢的资产负债表式衰退，这一点尤其表现在地方政府和地方融资平台的问题上。2014年，不仅工矿仓储用地出现了30%的负增长，房地产用地也出现了同比26%的负增长。土地供应的下降将直接影响负债主体——地方融资平台的资产价值和现金流，并抬高偿债压力。

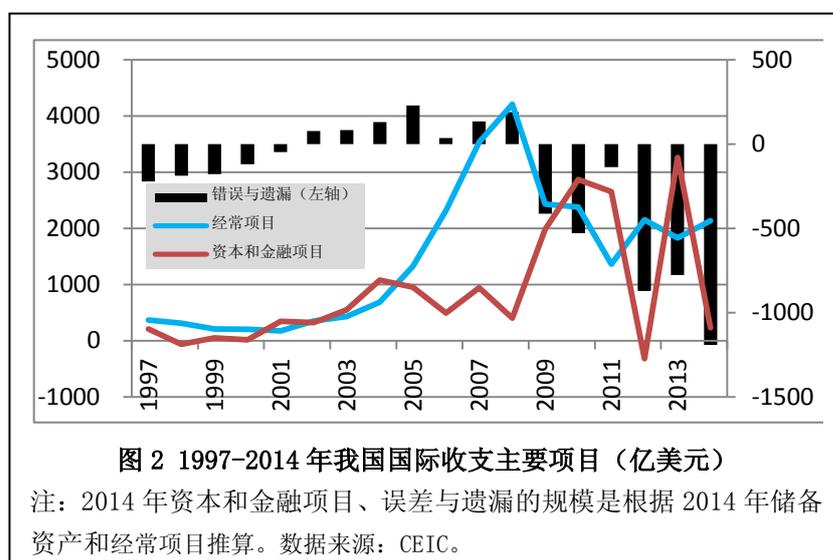
除了房地产价格只是缓慢下调之外，当前我国经济与1990年日本的另一个最大不同是，2014年我国的股市逆势上涨——这似乎是一个靓丽的指标，因为从未有那个经济体在牛市的时候发生通货紧缩。不过，在亚洲金融危机后，股市也有类似表现：在经济最困难的1998年到2001年，上证指数从1200点左右上升到2200点；而在经济曙光初现的2002年后，上证指数却跌回到1500点。我国股市的这种“逆向晴雨表”效应是“过剩”资金和杠杆从实体经济向资本市场转移的结果：从2014年8月份开始，券商融资融券的净融资额由此前的3000亿飙升到年底的8000亿，每个交易日融资买入额最高达到当日交易额的20%。进一步观察个股也可看到，上涨较快的板块（如非银金融）也是融资买入额较大的板块。所以，融资买空构成了股市逆势上涨的重要动力。如果未来发生异动，资本市场可能会发生类似的债务—通缩和资产价格—通缩过程——后面我们将谈到的国际原油市场正是如此。

3. 外部传导与通货紧缩

在开放经济条件下，外部传导也是影响国内物价走势的重要因素。第一种外部传导机制来自于资金的跨境流动。2014年3、4季度，我国外汇储备分别净减少0.66亿美元和300亿美元，全年外汇储备只增长1178亿美元，比2013年少增加3千亿美元以上。外汇储备的减少使得外汇占款的增速在去年12月份跌到3%以下。由于外汇占款占到央行资产的80%，因此，在法定存款准备金率一定的情况下，基础货币增速大幅减缓，扣除准备金后的货币发行只有不到4%的增速，这远远低于2013年前平均15%左右的增速。基础货币增长乏力，加上银行部门“惜贷”和实体经济停滞导致的货币派生能力下降，就从货币层面形成了物价下行的压力。原因很简单：通货膨胀是因为过多的货币追逐过少的商品，通货紧缩则是过多的商品对应着过少的货币。

外汇储备减少源于资本外流和外逃。观察图2可以看到，导致外汇储备减少的第一个因素是“误差与遗漏”项的迅速扩大。在亚洲金融危机时期，由于资本外逃，“误差与遗漏”一直为负值，在通货紧缩严重的1998年到2000年，“误差与遗漏”的规模甚至高达储备资产的1-3倍。从2009年开始，“误差与遗漏”再次有正转负，并逐渐扩大。根据已经公布的经常项目和储备资产数据推算，2014年的“误差与遗漏”可能在1千亿美元以上。导致外汇储备减少的第二个原因是美元借款的大规模回流。2014年资本与金融账户只增加200多亿美元，比2013年少增加3

千亿美元。在资本与金融账户中，资本账户、直接投资、证券投资都是净额增加，唯有反映企业境内外借贷的其他投资是净额减少。如同在亚洲金融危机后的情形一样，资本的外流和外逃给我国的汇率政策造成了两难：应对通货紧缩需要采取汇率贬值措施（如日本所做的那样），但汇率贬值预期也可能因此而加强，从而加速资本的外流和外逃。



第二种外部传导机制是国际大宗商品价格的传导。以原油为例，国际原油价格从去年 7 月份的 100 美元/桶左右急剧下跌到目前的 40 美元/桶左右。在亚洲金融危机后的通货紧缩时期，我们也观察到类

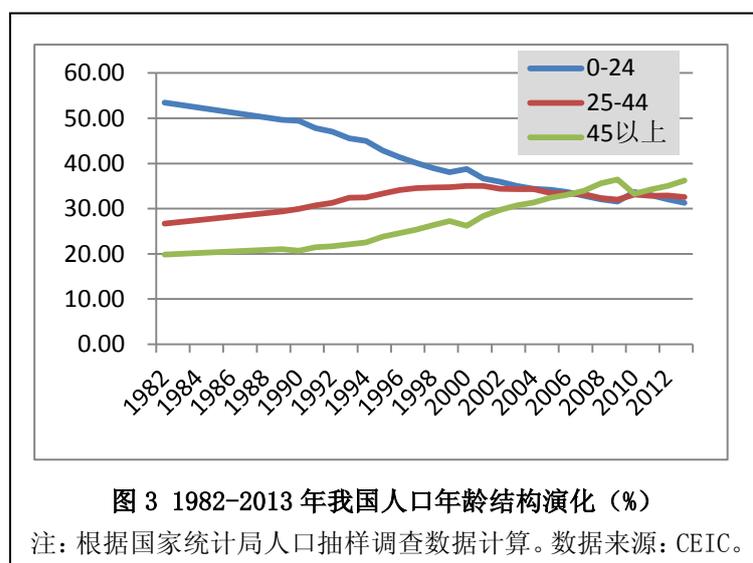
似的变化：1997 年初油价为 35 美元/桶，到 1999 年初降到 15 美元/桶以下。不过，国际清算银行（BIS，2015）认为，这两个时期油价下跌的机制有很大不同：在亚洲金融危机时期，油价下跌主要是前期欧佩克组织产能扩张和危机时期原油需求下跌的结果；而在当前，原油的供求没有发生大变化，油价下跌主要是油气企业、特别是非常规油气（如页岩气、油砂）企业负债过度的结果。由于这种差别，在欧佩克组织不采取限产措施的情况下，类似的资产价格下跌、债务累积和通货紧缩机制将会一直把油价打到原油生产的边际成本，而不会止于 40-60 美元/桶的勘探成本。因为勘探成本是沉淀成本，只要油价高于边际生产成本，债台高筑的油气企业就会拼命生产以偿还债务。

4. 人口老龄化与通货紧缩

在过去两百年间，上述三种通货紧缩的机制我们都已经体会过。目前，一种从未经历过的、更加长期的通货紧缩机制正在来临：人口老龄化。长期以来，学界和政策层只注意到人口老龄化对宏观经济增长的负面影响，对物价的影响则甚少关注。其中一个原因在于人口老龄化与物价总水平的关系并不确定：它既可能产生通缩效应——如总人口规模和劳动年龄人口减少会导致总需求下降，也可能产生通胀效应——如劳动年龄人口减少会导致经济长期总供给能力的下降。不过，最近关于日本和其他发达国家的研究表明（IMF，2014），人口老龄化的通缩效应要远远强于通胀效应。由于人口老龄化已经成为一个全球性的趋势，其造成的通缩压力也将是长期性的。对于这

种背景下的通货紧缩，迄今为止的理论探讨尚处于起步阶段，实践上尚未有成功应对之经验。

人口老龄化之所以会造成通货紧缩，首先是因为它会通过三个渠道压低资产价格，从而形成长期性的资产价格下跌、债务累积和通货紧缩效应：其一，随着人口老龄化，房地产市场需求下降，房地产价格下跌。其二，除了房地产之外的其他资本品需求也在下降，如交通、通讯设备以及人力资本积累所需要的教育。其三，随着劳动年龄人口规模和比重的下降，资本的边际报酬也将下降。人口老龄化的第二个通缩效应是产出缺口，即总需求小于潜在产出水平。造成产出缺口的因素有二：其一是总量因素。在私人部门投资下降的同时，人口老龄化造成的财政压力要求财政政策实施加税减支计划，这通常源于人口压力之前财政过度开支的李嘉图效应。其二是供求结构因素。由于经济供给弹性低，供给结构难于跟上需求结构的变化。随着人口老龄化，总需求的结构逐步从传统制造业向养老、医疗等服务产业转移，这就造成传统制造业的产能过剩和价格下跌，并带动整体物价水平的下跌。最后，人口老龄化的第三个通缩效应是通缩预期，萎靡的资产



价格和持续的产出缺口会将经济当事人的通胀预期扭转为通缩预期，从而进一步维持了通缩的现状。

在我国，人口老龄化的资产价格效应和供求结构缺口效应已经显现。首先看人口老龄化对房地产市场的潜在影响。从购房的人群特征看，25 岁以下一般不具有购

房能力，也没有购房需求；首次购房者集中在 25 到 44 岁这个年龄段，这个年龄段的人群是住房新增需求的主要来源；45 岁以上群体也会有购房行为，但这主要是改善性住房需求——这种需求不会净额增加市场需求，因为买一套房增加了需求，卖一套或者出租一套又增加了供给。值得关注的是，从 2007 年开始，我国 45 岁以上人口就超过了 25 到 44 岁人口。人口结构的这种变化，加上前述的房地产市场产能过剩，将对房地产市场带来长期的下行压力。其次看人口老龄化造成的供求结构失衡。由于供给弹性跟不上总需求的结构变化，不同的物价水平正在分化：其一是 CPI 和 PPI 的分化。由于 CPI 中包含制造业之外的服务业价格水平，而 PPI 主要同制造业相关，所以，在 PPI 持续下跌 3 年之久的同时，我国的 CPI 还保持在正增长状态。将这种分化与亚洲金融危机后的情况做一对比是很有意思的：在那个时期，我国尚处于人口红利阶段，因此，通货紧缩

表现为 PPI 和 CPI 同时的负增长。其二是 CPI 构成成分的分化。可以看到，自 2006 年以来的十年间，服务类 CPI 的增速一直超过了非食品 CPI 和核心 CPI 的增速。

应对通货紧缩的思路

为了防止经济陷入通货紧缩，需要保持住当前在消费、投资和金融方面呈现的积极因素，大力推动实体经济的“去杠杆”进程。具体来说，要围绕以下三个方面，既采取着眼于长期的改革措施，又采取立足当前的货币和财政政策：

第一，实施广泛的“债转股”，减少存量负债，降低杠杆率。这是防止和治理通货紧缩的首要任务。过去，我们之所以能够走出亚洲金融危机后的通货紧缩，其中最重要的举措就在于与各种改革措施相辅相成的“债转股”和债务清理核销。当前需要采取的措施主要有：（1）切实加快发展各种形式的股权融资市场。我国企业负债高的一个主要原因在于股权融资渠道狭窄，为此，应该切实加快股票主板市场中的发行、过程监督和退出制度的改革，加快建设做市商发挥重要作用的场外股权融资市场，以场内和场外的股权融资置换债务融资，从而实现“债转股”。（2）对于暂时困难、未来现金流有合理市场预期企业和债务融资平台，应该出台政策鼓励兼并重组，利用公私合营、资产证券化等多种手段实现“债转股”。此外，利用国家新的开放政策（如“一带一路”）加快对外直接投资、推动企业走出去也是必要手段。（3）对于未来明显不可能产生现金流、特别是不符合产业发展方向和政府职能改革方向的企业和债务融资平台，应该果断清理核销，避免无效和加大系统风险的“借新还旧”。

第二，加快金融基础设施建设，继续拓宽融资渠道，优化增量负债。为了防止出现亚洲金融危机后的“惜贷”局面，当前需要做的主要事项是：（1）加快全社会信息系统和信用体系建设。信息不对称和信用体系欠缺是企业融资难、融资贵和银行惜贷的主要原因，降低信息不对称和提高信用评估能力可以有效增强增量资金的融资效率。当前，应该加快建设包括银行系统、公安系统、工商系统等在内的统一数据信息平台，打造覆盖全社会的信息和信用体系。同时，合理合法开放公共数据源，鼓励信用中介机构的发展。（2）推动债券市场改革和发展。相对于其他债务融资品种，债券的融资成本较低，期限较长，是降低偿债压力的重要工具。为推动债券市场健康和快速发展，应该将目前分辖于人民银行、发改委和证监会的分割的债券市场打造成一个统一的互联互通的市场，统一改革债券发行制度、债信评估制度等基础性市场制度，统一市场的发行主体和交易主体，避免刚性兑付。（3）在适度监管的基础上鼓励非正规金融的发展。对于面广量大、对稳定和扩大就业具有重要作用的小微企业，典当、小贷、担保、融资租赁、商业保理等类金融机构是主要的融资渠道，应该在合理监管、防范进一步风险累积的基础上，以包括财税政策在内的政策措施鼓励其发展。

第三，实施有所作为的宏观经济政策，加快关键产业领域的改革，稳定和扩大总需求。(1) 实施积极的财税政策。积极的财税政策首先是通常意义的扩张财政政策，即适度扩大国债的发行规模和财政赤字。此次全球危机之后，我国的财政政策呈现出顺周期的特点，国债存量规模与GDP之比、国债存量在实体经济全部负债的比重持续下降。这不符合财政政策应该在经济衰退时扩张、在经济繁荣时收缩的逆周期原则。适度加大国债发行力度不仅可以优化实体经济负债结构，也是稳定总需求的要求。积极的财税政策还包括税收刺激政策，与扩张财政政策相比，这一政策更加强调市场的决定性作用，也更具有精准发力的效果。适度降低消费环节和投资环节的税率，既可以起到直接稳定和扩大消费需求与投资需求的效果，又可以通过支持信用中介机构、类金融机构和小微企业的发展，稳定就业和收入，从而间接扩大消费和投资需求。(2) 实施稳健的货币政策，其含义是“该出手时要出手”，应该及时采取降准、降息的措施。否则，一旦陷入通货紧缩，货币政策将首先丧失效力。(3) 加快关键产业领域的改革，形成新的投资需求。只要体制改革能够切实展开，不仅养老、医疗、教育等第三产业的领域投资需求旺盛，即使是第二产业中看似夕阳的产业也具有潜在、巨大的投资需求。

至于人口老龄化形成的长期通货紧缩压力，从国外的实践看，除了鼓励生育和移民之外，尚没有十分有效的宏观政策手段。人口问题归根到底需要由人口政策予以解决，因此，全面放开二胎生育政策，甚至采取鼓励二胎生育的措施，将是解决人口问题的根本出路。

参考文献

BIS, 2015. “Global liquidity: selected indicators”, 2015. www.bis.org.

Fisher, 1933. “The debt-deflation theory of great depressions”, *Econometrica*, 1933, 1, pp. 337-57.

IMF, 2014. “Is Japan’ s population aging deflationary”, IMF Working Paper, August 2014. www.imf.org.

Richard C. Koo. 2009. *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan’ s Great Recession*. John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.