

对当前低通胀问题的分析与思考

○ 常 欣

(中国社会科学院 经济研究所, 北京 100836)

(摘 要) 通胀处于低水平且不断下降已成为全球性问题。中国经济自 2012 年出现明显减速以来, 反映一般价格水平、消费者价格水平和生产者价格水平的各项价格指数也呈现低位运行的态势。从低通胀的影响因素看, 主要包括四个方面: 一是需求面因素的债务—通缩陷阱与资产价格下降—通缩陷阱; 二是供给面因素的生产效率差异; 三是另一供给面因素的国际大宗商品价格传导; 四是货币面因素的资本外流压力下外汇占款下降带来的流动性紧缩效应。鉴于长期低通胀将会对整个经济形成负面影响, 需要采取有针对性的治理举措: 一是有效化解产能过剩问题, 防止退出不足和过度进入两种倾向; 二是着力防范过度负债问题, 重点发展股权性融资并矫正二元融资结构。

(关键词) 低通胀; 债务—通缩陷阱; 资产价格下降—通缩陷阱; 产能过剩; 通缩压力
跨境外溢

通胀水平不断下降, 并接近历史低位, 这是当前世界各国普遍存在的现象。国际货币基金组织 2016 年秋季的《全球经济展望》报告指出, 截至 2015 年, 在由 120 多个经济体组成的广泛样本中, 85% 以上的经济体的通胀率都低于中期预期水平, 其中有 20% 的经济体实际上处于通缩状态。这种全球广泛出现的持续低通胀甚至是通缩的风险, 引起了各方的关注。

中国经济自 2012 年出现明显减速、面临持续的下行压力以来, 各项价格指数也呈现低位运行的态势。在此背景下, 学术界围绕中国经济是否已经陷入通货紧缩的讨论逐渐增多, 形成有关结构性的或局部的通货紧缩、生产部门的通货

作者简介: 常欣, 中国社会科学院经济研究所宏观经济学研究室主任、研究员、经济学博士、博士生导师。

紧缩等基本判断。进入 2016 年,物价下行的压力出现一定程度的缓解,但无论从需求层面,还是从供给层面看,可能引致低通胀的潜在因素依然存在。本文旨在把握当前价格变动基本特征的基础上,对价格持续处于低位的影响因素进行分析,进而提出应对价格下行压力的思路和建议。

一、当前中国价格水平变动的基本态势

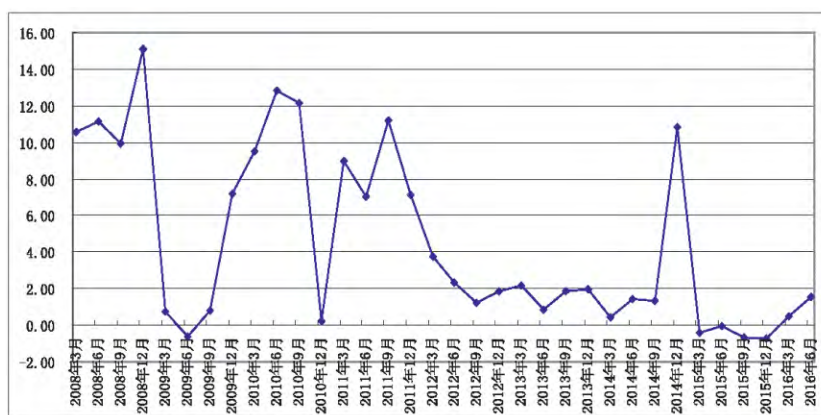
为考察当前中国价格水平波动的总体趋势,我们可以分别从三大指标切入。一是反映一般价格水平波动的 GDP 平减指数;二是反映消费者价格的居民消费价格指数(CPI);三是反映生产者价格的工业生产者出厂价格指数(PPI)。

(一) GDP 平减指数视角的考察

国内生产总值平减指数反映的是价格变动因素被剔除前后的现价 GDP 或名义 GDP 增长与不变价 GDP 或真实 GDP 增长的相对关系。由于 GDP 平减指数的核算本质上包括了所有商品与服务价格水平的变化,通常可以反映一般物价水平的变动趋势,因此可以看作是总体物价水平变动状况的衡量指标,是最具宏观意义的价格水平测量指标。

从 GDP 平减指数的分季度变动趋势看,2012 年以来总体处于下行的趋势,特别是 2015 年的四个季度,全部处于负值区间(参见图 1),这是新一轮金融危机发生以来较为少见的宏观现象(金融危机发生期间,GDP 平减指数仅有一个季度下探到负值区间)。

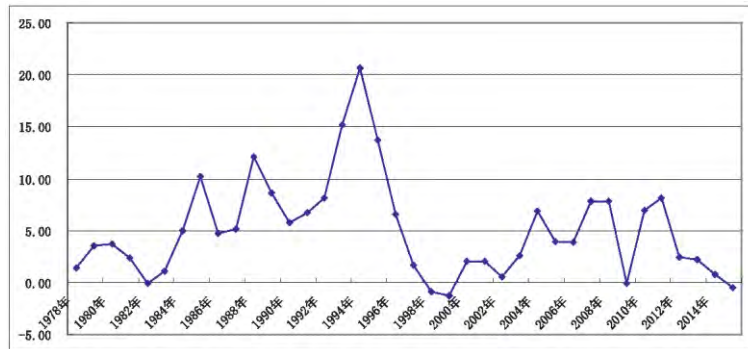
图 1 GDP 平减指数的变化 (季度,%)



资料来源: WIND 数据库。

从近年来 GDP 平减指数的分年度变动趋势看,在 2011 年相对较高的水平上开始显著下行,2015 年甚至下滑至负值,成为中国改革开放以来继 1982 年、1998 - 1999 年、2009 年之后的第四个负值时间节点(参见图 2)。在这四个节点中,第二和第三个分别对应的是亚洲金融危机和全球金融危机的发生。在没有外部冲击的情况下,出现 GDP 平减指数为负的情况,亦属罕见。

图2 GDP平减指数的变化 (年度,%)



资料来源: WIND 数据库。

根据经济学定义,通货紧缩是指社会一般价格水平连续下跌的宏观经济现象。可以从两个方面来理解这一定义:一是从覆盖范围看,存在普遍的商品与服务价格下降,而不是个别商品与服务价格的下跌;二是从持续时长看,是存续较长时间的价格下跌,一般认为至少持续半年至一年以上,而不是短时间内的价格下降。

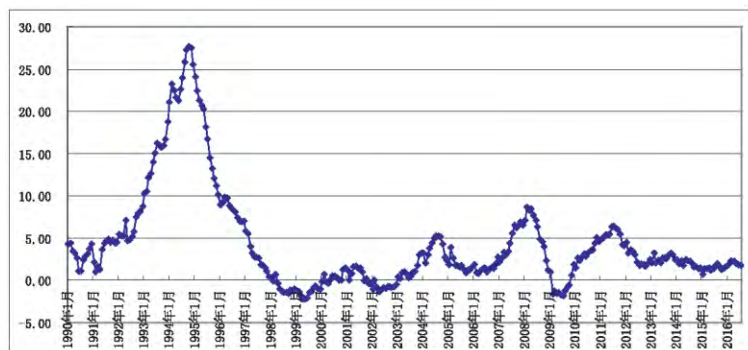
基于上述定义来看中国当前的价格状况,作为衡量一般价格水平变动的指标,GDP平减指数在2015年连续四个季度出现负增长的情况,这就在某种程度上显示了通货紧缩的趋势,反映了一定的价格下行压力。

(二) 消费者价格指数视角的考察

这里的消费者价格指数,是指居民消费价格指数,它反映一定时期内城乡居民所购买的生活消费品和服务项目价格变动趋势和程度的相对数,通过该指数可以观察和分析消费品的零售价格和服务项目价格变动。

回顾上世纪90年代以来CPI数据的变动情况(参见图3),可以发现三次较为明显的通货紧缩现象:第一次是在1998年4月至2000年1月期间,CPI同比增速连续22个月为负;第二次是在2002年3月至2002年12月期间,CPI同比增速连续10个月为负;第三次是在2009年2月至2009年10月期间,CPI同比增速连续9个月为负。

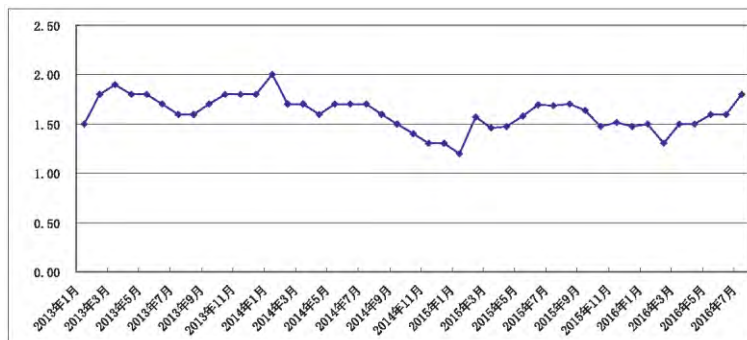
图3 居民消费价格指数的变化 (月度,%)



资料来源: WIND 数据库。

从 2012 年以来 CPI 的变动情况看, 尽管涨幅由超过 4% 下降至不足 2%, 但还都保持同比正增长, 因此还没有发生通货紧缩(deflation), 只是部分时段处于通货收缩(disinflation) 的状态, 即只是通胀率的下降, 而不是价格的下降。从近年来核心 CPI(即剔除了食品和能源价格影响的 CPI) 变动情况看, 也基本保持在相对稳定的状态, 大体在 1% - 2% 的区间之内波动(参见图 4)。

图 4 核心居民消费价格指数的变化 (月度, %)



资料来源: WIND 数据库。

接下来观察 CPI 分类指标的变化情况。首先看食品类和非食品类的对比情况(参见图 5)。总的看, 食品类价格指数相较非食品类价格指数, 波动更频繁, 幅度也更大。这与 CPI 统计口径中食品类所占权重最大(约 1/3) 有一定关系。

图 5 食品类与非食品类居民消费价格指数的变化 (月度, %)



资料来源: WIND 数据库。

不过需要注意的是, 自 2016 年 1 月起, 国家统计局按照每 5 年进行一次基期轮换的规则(此前三轮基期分别为 2000 年、2005 年和 2010 年) 对 CPI 构成分类及相应权重进行了调整。

从构成分类看, 此次对 CPI 的八大类篮子进行了调整。其中, 原来的“食品”“烟酒”合并为现在的“食品烟酒”; 原来的“医疗保健和个人用品”被拆分到现在的“生活用品及服务”“医疗保健”和“其他用品和服务”中。

从各分类的权重变化看, 与上轮基期相比, 本轮基期的食品烟酒类权数下降 3.4 个百分点(其中, 旧口径食品类权数下降 3.2 个百分点。经过调整, 食品类

在 CPI 中的权重下降至 30% 以下) ,生活用品及服务类权数下降 1.1 个百分点;而居住类权数上升 2.2 个百分点(达到约 20% ,成为食品烟酒类之后 CPI 权重第二高的大类项目) ,交通和通信类权数上升 1.1 个百分点 ,医疗保健类权数上升 1.3 个百分点 ,其他分类权数变动相对较小。各分类权重的调整 ,体现了居民消费支出中“食品类消费比重趋于下降 ,服务类消费比重趋于上升”的结构性变化。可以预期的是 ,随着食品类权重的下降 ,食品价格变化(特别是上涨)对整个 CPI 的拉动效应会趋于减弱。

CPI 分类指标的另一个对比是消费品与服务。从基本趋势看 2012 年以来 ,服务类的价格上涨幅度超过了消费类的价格上涨幅度(参见图 6) 。随着 CPI 篮子服务类权重的上升 ,对 CPI 的影响正在加大。在服务类中 ,最值得关注的是居住类 CPI 的影响。在一些发达国家 ,居住类在 CPI 构成中通常处于主导地位;而在中国 ,经过多轮调整 ,也正逐渐向主导地位靠近。

图 6 消费品类与服务类居民消费价格指数的变化 (月度,%)



资料来源: WIND 数据库。

在现行的 CPI 统计中 ,居住类主要包括:建房及装修材料、住房租金、自有住房、水电燃料。其中住房租金包括公房房租、私房房租及其他费用等;自有住房包括住房估算租金、物业管理费、维护修理费等。可以看出 ,住房价格本身并没有纳入 CPI 统计 ,而主要是通过租房实际租金和自有住房估算租金这两个渠道来影响 CPI 居住类价格的变化。

从自有住房估算租金看 ,其核算方法的选取决定了住房价格变化的影响程度。按照国家统计局的解释 ,住房估算租金是充分考虑到住房的消费属性 ,按具有相同市场价值的同类住房的租金来对自有住房产生的住房消费进行计量。如果能够采用虚拟市场租金方法核算 ,则房价的上涨会相应带动 CPI 自有住房租金以及居住类价格的上升。但如果自有住房租金采用成本法核算 ,即主要考虑房屋贷款利率等的变化情况 ,则房价变化的影响相对有限。至于租房租金 ,按承租者支付的实际租金计算 ,但其中的公有住房通常具有福利属性 ,其租金受市场房屋价格影响也比较小。

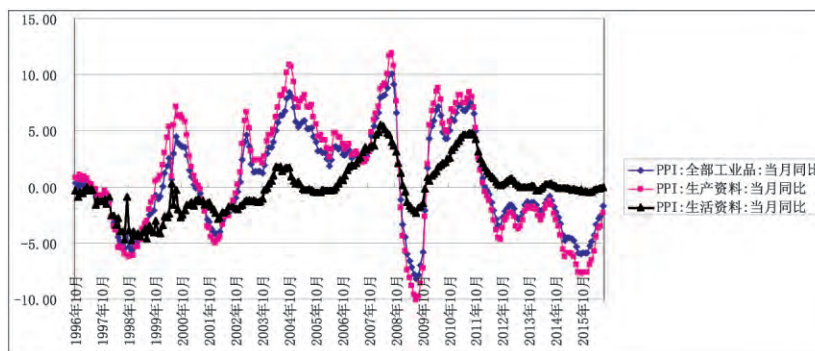
(三) 生产者价格指数视角的考察

这里的生产者价格指数,是指工业生产者出厂价格指数,它反映一定时期内全部工业产品出厂价格总水平的变动趋势和程度的相对数,包括工业企业售给本企业以外所有单位的各种产品和直接售给居民用于生活消费的产品。该指数可以观察出厂价格变动对工业总产值及增加值的影响。

自 2012 年 3 月起, PPI 就始终处于同比负增长的状态,至 2016 年 8 月底,已经长达 54 个月。这一持续时间为有统计数据以来最长的一次,远远超过了亚洲金融危机时期的 31 个月(1997 年 6 月至 1999 年 12 月)及滞后时期的 20 个月(2001 年 4 月至 2002 年 11 月),以及国际金融危机时期的 12 个月(2008 年 12 月至 2009 年 11 月),事实上已经陷入生产部门的通货紧缩(参见图 7)。不过,进入 2016 年,在国际大宗商品价格上涨压力输入和国内投资增速回升及阶段性去产能带动补库存需求等因素的作用下, PPI 降幅逐渐趋于收窄,但其可持续性仍有待观察。

从 PPI 的内部构成看,主要是由生产资料价格和生活资料价格两部分组成。从图 7 可以看出,全部工业品价格波动与生产资料价格波动的轨迹高度重合,表明 PPI 近年来持续负增长主要是受到煤炭、钢铁等生产资料价格下跌的深度影响,而相比之下,生活资料价格在此期间则大体保持平稳,并未出现明显下降。这也在一定程度上反映了工业内部上下游产业之间分化运行的格局。

图 7 工业生产者出厂价格指数的变化 (月度, %)



资料来源: WIND 数据库。

二、低通胀的影响因素分析

从影响价格水平的潜在因素看,既包括需求面因素,又包括供给面因素,还包括货币面因素。而在供给面因素中,又可细分为生产效率差异因素和外部成本输入因素。下面分别对上述因素进行分析。

(一) 需求面因素: 债务—通缩陷阱与资产价格下降—通缩陷阱

1. 债务—通缩陷阱

根据最新的估算,截至 2015 年底,中国债务总额为 168.48 万亿元,占 GDP 的比重为 249%。全社会杠杆率已经从 2008 年的 170% 持续攀升了 79 个百分点。在各个分部门中,除了地方政府部门略微降杠杆外,其他所有部门(包括居

民、非金融企业、金融机构以及中央政府部门)都还在加杠杆。当这种债务不断累积的局面与潜在通货紧缩压力相互叠加时,可能会使经济体陷入价格水平螺旋式下跌与实际债务负担不断加剧的恶性循环之中。

美国经济学家费雪(Fisher)在1930年代曾提出著名的“债务—通缩”理论,就论证了这一自我强化的传导过程。⁽¹⁾当经济体积累了过高的债务(过度负债)时,外部冲击导致债务约束收紧,触发价格水平的下降——拉高了实际利率并加重了借贷者的实际债务负担,使得全社会的真实债务水平攀升——私人部门为应对高企的债务压力不得不大幅度削减需求开支——进一步加剧了价格水平的下跌幅度。

美国经济学家明斯基(Minsky)对企业融资行为的细分,有助于进一步理解过度负债与经济体陷入“债务—通缩”循环的内在关系。其所划分的三种类型包括:一是对冲性融资(Hedge finance),指由融资所产生的现金流能够覆盖债务本金和利息;二是投机性融资(Speculative finance),指由融资所产生的现金流仅仅能够偿还债务利息;三是庞氏融资(Ponzi finance),即债务人的现金流既不能覆盖本金,也不能覆盖利息。⁽²⁾可以预见,当庞氏融资比例不断上升时,将加剧金融体系的脆弱性,增大经济体陷入“债务—通缩”陷阱的风险。

从中国当前的情况看,经济体内已经出现了一定程度的庞氏融资。根据加州大学圣地亚哥分校史宗瀚(Victor Shih)的测算,2010年,全部债务产生的利息占当年名义GDP增量的80%强;到2012年,就接近于当年名义GDP的增量;到2013年,全部债务产生的利息甚至超过当年名义GDP的增量,达到后者的140%;到2014年,这些债务产生的利息几乎约等于当年名义GDP增量的两倍。这在某种程度上说明,实体经济新增的收入已不足以覆盖到期债务。

而从微观层面看,2015年非金融上市公司净资产收益率(ROE)压到了融资成本以下,预示着上市公司盈利水平难以弥补债务利息的增长。⁽³⁾另据IMF于2016年4月发布的《全球金融稳定报告》中的估算,收入不足以支付利息的企业贷款规模在商业银行的所有企业贷款中所占比重达到15.5%,总额达到了1.3万亿美元(约8.6万亿元)。这意味着,在企业部门债务中,已经有一定比例的债务属于庞氏融资。在此背景下,不断提升的杠杆率水平和持续的借新还旧将导致大量资源用于维系债务,容易使宏观经济产生内生性紧缩的效应,形成债务—通缩“负”反馈循环。

2. 资产价格下降—通缩陷阱

对于资产价格下跌所引发的通货紧缩,可以通过两个经典分析框架来理解。

一个是由美国经济学家伯南克(Bernanke)、格特勒(Gertler)和吉尔克里斯特(Gilchrist)提出的“金融加速器理论”(Financial Accelerator Theory)。⁽⁴⁾该理论刻画的是因金融市场不完美,即金融摩擦的存在而放大实体经济初始冲击的效应。认为当实体领域受到某种负向冲击时,会降低企业的资产净值,加剧金融市场的信息不对称问题,导致外部融资溢价(外部融资额外成本)上升,由此触发

企业的融资规模和相应的投资规模的下降,从而进一步加剧最初不利冲击造成的经济下滑。

另一个是由日裔经济学家辜朝明(Richard Koo)提出的“资产负债表衰退”(Balance Sheet Recession)理论。^[5]认为当资产价格泡沫破裂后,大量的私人部门(企业和家庭)资产负债表会由此处于资不抵债的状况。为了修复资产负债表,私人部门的经济行为方式由原先对利润最大化的追求,转变为追求债务最小化。于是,对于企业部门而言,会把销售的现金流入主要用于偿还债务,而不是用于再投资;而对于家庭部门而言,也会把收入的大部分用于还债,因此减少消费,从而造成整个经济陷入持续的衰退。

无论是在金融加速器机制的作用下,还是在资产负债表衰退机制的作用下,相应产生的有效需求不足局面将可能导致经济体深陷价格水平螺旋式下跌的循环之中。

对中国经济而言,因资产价格下跌而引起通货紧缩的风险,最需要关注的是房地产价格的调整可能产生的通货紧缩压力。近年来,随着中国宏观经济增速的放缓以及实体经济盈利能力的下降,大量资金脱实向虚,引发某种程度上的资产价格泡沫特别是房地产价格泡沫化,2016年以来这一特征愈发明显。但从中长期看,房地产市场的调整或将不可避免,这与两大结构性变化因素密切相关。

一是人口结构变化的因素。地产周期与人口结构存有重要关联。而人口结构的一个重大变化是购房适龄人口在达到最大值后将趋于减少,特别是作为刚性需求即住房新增需求主要来源的适婚年龄人口将会达到顶峰。这与上世纪80年代的婴儿潮消退之后人口出生率及自然增长率不断走低密切相关。这可能导致住房市场需求的萎缩,房价的一支重要支撑力量将在一定程度上被削弱。

二是居民资产再配置的因素。从目前中国居民资产配置的情况来看,房地产依然是最重要的资产项目,其在总资产和非金融资产中的占比分别保持在近60%和93%的水平。相对而言,包括银行理财、股票、基金、信托、保险等在内的金融资产在总资产中的比重相对较低,大约占到36%。但随着房价回调预期的形成,作为房地产双重属性之一的投资品属性趋于弱化,再加上金融资产收益率的提升,居民的财富配置正逐步从房地产转向金融资产。如果从宏观层面的金融结构看,一国金融资产与实物资产的比率(称为金融相关比)在趋于稳定之前也会经历一段上升的时期。这种财富再配置效应也是影响房地产市场中长期走势的重要因素。

总体而言,中国住房市场或正由总量供不应求进入结构性过剩阶段,未来房地产市场的供求力量对比还能否支撑房地产价格的上行趋势,还是难以确定的。特别是在三四线城市,前期积累了较高的库存水平,由于缺乏大量且可持续的人口净流入规模,需求相对疲弱,因此仍然面临较大的去化压力。

一旦房地产市场出现调整,将可能引发资产负债表式衰退。这一方面是因为房地产是中国家庭财富最重要的组成部分,房地产价格的波动将对家庭的资

产净值与债务负担能力产生冲击。另一方面是因为房地产是被企业部门广泛使用的信贷抵押品。特别地,房地产企业也是近几年大量兴起的影子银行主要的借贷对象,一些影子银行业务也会以房产或土地为抵押。如果土地价格出现波动,房地产价格出现调整,将会影响抵押资产价值。抵押品的价值缩水会恶化企业的融资条件,降低企业融资规模,使得投资规模萎缩,经济进一步恶化。

这一点尤其表现在地方层面上。因为地方政府融资平台也与房地产业高度相关,在贷款项目自身现金流有限的情况下,债务偿还对土地出让收入的依赖相应较大。审计署2011年6月发布的审计结果显示,2010年底,地方政府负有偿还责任的债务余额中(67109.51亿元),承诺用土地出让收入作为偿债来源的债务余额为25473.51亿元,占38%,共涉及12个省级、307个市级和1131个县级政府。审计署2013年12月发布的审计结果则显示,截至2012年底,11个省级、316个市级、1396个县级政府承诺以土地出让收入偿还的债务余额约3.49万亿元,占省市县三级政府负有偿还责任债务余额9.36万亿元的37.3%。如果房地产业遭遇困境并影响到土地出让收入的规模,地方融资平台的资产价值和现金流也将受到负面影响,并增大其偿债压力。

房地产市场调整可能产生通货紧缩的压力,还由于房地产业的前向和后向产业关联度较高,这种系统重要性预示着一旦房地产业出现向下调整的情况,将不可避免地冲击相关产业。目前来看,根据投入产出表计算出的房地产业和与房地产业密切关联的建筑业的影响力和感应度系数(反映房地产业对国民经济的拉动能力和推动能力)均不低。粗略估算,房地产本身的附加价值约占中国GDP的5%左右,如果再把其带动的上下游相关产业都考虑进来,创造的价值将占到GDP的大约20%。根据国际货币基金组织《中国2014年第四条磋商——工作人员报告》中的测算,房地产和建筑业对增加值的直接贡献率为12.8%,如果把上游和下游部门也算在内,贡献率则为33%左右。房地产在中国经济中的“份量”由此可见一斑。在此形势下,房价的持续调整,将对房地产的前向和后向产业形成价格下降的压力。

(二) 供给面因素:生产效率差异

严格意义上说,价格下降并不一定都是无益的,应当区分“好的”或“积极的”价格下降和“坏的”或“消极的”价格下降。前者主要是由技术进步导致总供给曲线外移形成的价格下降,后者主要是因总需求萎缩带来的价格下降。

IMF(2016)研究发现,“大衰退”之后,尽管所有部门的通胀水平都已下降,但制造业生产者价格比服务业价格下降幅度更大。或者说,可贸易消费品(如汽车和电视机)的价格比服务(如通信和金融服务)的价格更明显地体现出通胀的下降。

从近年来中国的情况看,在PPI持续下跌4年多之久的同时,CPI还保持在正增长状态。CPI与PPI在走势上出现了一定程度的背离(当然,2016年以来,PPI与CPI的缺口有所收敛)。

我们再观察一下有关国家的长期价格变动趋势。在美国,从CPI的变动趋势看,2015年的水平是1913年的23.7倍,年均增长3.2%;从PPI的变动趋势看,2015年的水平是1913年的15.9倍,年均增长2.7%。在日本,从CPI的变动趋势看,2015年的水平是1970年的3.2倍,年均增长2.6%;从PPI的变动趋势看,2015年的水平是1970年的1.8倍,年均增长1.3%。而从中国的情况看,就CPI的变动趋势而言,2015年的水平是1985年的4.7倍,年均增长5.3%;就PPI的变动趋势而言,2015年的水平是1985年的3.6倍,年均增长4.4%。显然,无论从哪个国家看,PPI的涨幅都要小于CPI的涨幅。

进一步分析,CPI和PPI在波幅上的差异,与效率因素密不可分。因为在PPI核算的商品篮子中,基本上都是可贸易产品。而在CPI核算的商品和服务篮子中,服务类和农产品的可贸易程度相对较低。根据巴拉萨—萨缪尔森效应(Balassa-Samuelson Effect)假说,一国的国民经济可划分为可贸易部门和不可贸易部门两大类。通常情况下,将工业或制造业作为可贸易部门,而将服务业(也可加入农业)作为不可贸易部门。在不同部门间,生产率增速是存有差异的。一般来说,可贸易部门生产率的增长速度要快于不可贸易部门生产率的增长速度。这就会相应引起相对价格的变化,即非贸易产品对贸易产品的相对价格上升,或工业产品相对于服务等其他产品的价格下降。对于由效率因素带来的低通胀状态,不是一个值得担忧的问题。正如IMF(2016)所指出的,供给因素驱动的能源价格下跌或生产率提高引起的通胀暂时下降可能是有益的。

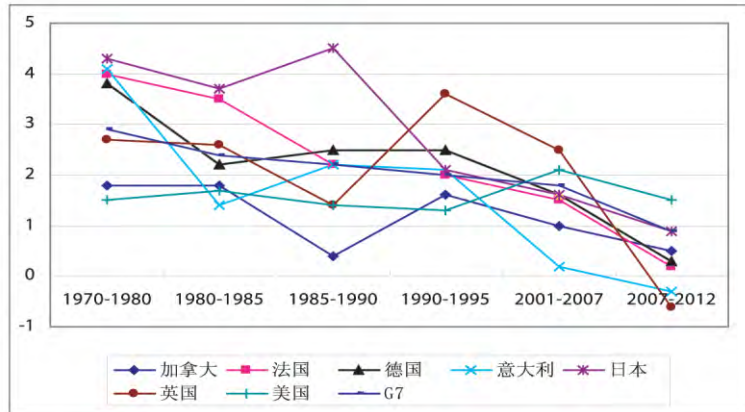
(三) 供给面因素: 国际大宗商品价格传导

2016年以来,全球大宗商品价格出现一定程度的回升(其中大宗商品金融化的推动是可能的一个因素),但总体而言,这一回升尚缺乏基本面的支撑。

从大宗商品的需求前景看,全球经济持续低迷导致需求不足的基本格局没有根本性的改变。后危机时代全球经济呈现“新常态”,无论是发达经济体还是发展中经济体,其潜在增长率(或趋势增长率)都有所下降。发达经济体的潜在增长率降低约0.5-1个百分点,而发展较快的发展中经济体,其增速下降约1.5-2个百分点。这样一种态势可能会维持一段时间。国际货币基金组织总裁拉加德2014年10月在IMF世界银行秋季年会上曾提出,要避免全球经济增长陷入“新的平庸状态”(new mediocre)。其在2016年9月参加G20峰会前撰文指出,2016年将是全球GDP增速连续低于长期均值3.7%(1990-2007年)的第5年。发达经济体的实际增速低于1990-2007年的平均值近1个百分点。自上世纪90年代早期以来(当时经济转型带来的波及效应造成增长放缓),世界经济从未在如此长的时间内这样疲软。

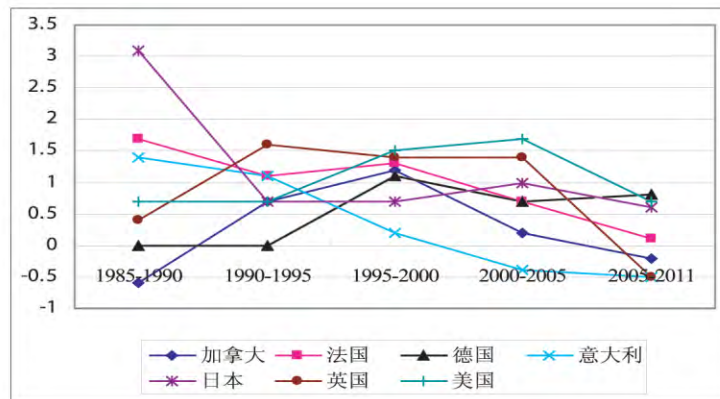
对于发达经济体而言,特别需要关注的是其正在遭遇“生产力危机”。⁽⁶⁾无论是劳动生产率的增长率还是综合要素生产率的增长率(参见图8和图9),在金融危机之后都呈现下降的趋势,对长期经济增长构成威胁。美国前财政部长劳伦斯·萨默斯甚至发出了“长期停滞”(secular stagnation)⁽⁷⁾的警告。

图 8 发达经济体劳动生产率增长率 (%)



资料来源: OECD 数据库。

图 9 发达经济体综合要素生产率增长率 (%)



资料来源: OECD 数据库。

在发达经济体复苏缓慢的同时,新兴经济体和发展中国家整体经济增速也呈下滑趋势。由于一些长期制约经济发展的结构性问题,如内外债务、财政赤字、贸易逆差等问题逐步接近或达到不可持续的程度,加之受大宗商品价格持续低迷、美联储加息预期背景下的国际资本流动逆转等因素的影响,个别国家甚至出现了经济负增长。鉴于新兴经济体与低收入经济体的 GDP 按购买力平价计算已达到全球 GDP 的 50%,它们的减速给世界经济发展带来挑战。

面对疲弱的全球经济形势,各国中央银行自危机后就越来越多地采用非传统货币政策工具。在利率政策方面,主要发达经济体的央行都先后把短期干预利率设置在接近零的水平。日本央行(BoJ)自上世纪 90 年代中期以来就一直把利率维持在较低的水平。美联储(Fed)和英国央行(BoE)则是自 2009 年初开始采取超低利率政策。欧洲央行(ECB)于 2013 年开始也引入低利率政策。在零(低)利率政策效果不是很显著的情况下,日本央行和欧洲央行等一些主要中央银行又开始实行负利率政策。

同时,主要发达经济体的央行还普遍实行了扩展资产负债表的量化宽松政策,并不断扩大资产购买计划的规模和范围。美联储先后实施三轮量化宽松货币政策,直至2014年10月才退出。英国央行也已停止购买资产,但其资产负债表相对国内生产总值(GDP)的比例达到历史高位。日本央行则实施“量化和质化宽松货币政策”(包括延长所购资产的期限),大幅扩大其资产负债表。欧洲央行目前也仍在扩大自身资产负债表。

即便经过上述努力,扩张性宏观政策的效应却在趋于递减,全球主要央行正面临“推绳子”(pushing on a string)的局面,也就是货币政策效应具有非对称性,在治理通货膨胀方面效果明显,但在治理通货紧缩方面则效果不显著,全球经济增长仍旧萎靡。

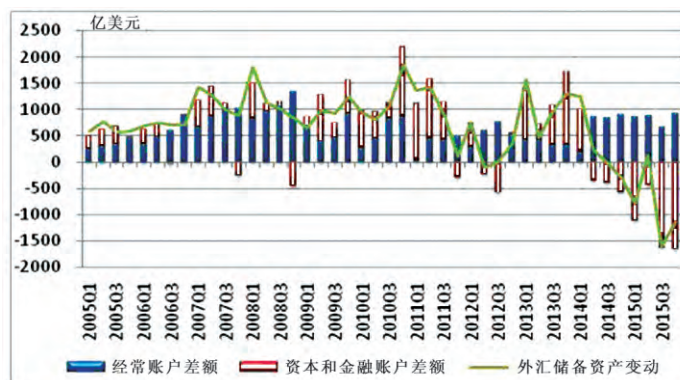
在大宗商品需求前景不甚乐观的同时,供给能力却在改善,尤其是美国页岩气革命降低了原油生产的边际成本,扩大了潜在供给量。在供需关系的现有格局下,价格的上升空间受到一定限制。再加上美联储于2015年12月启动加息周期后美元升值预期(尽管全球经济金融形势的不确定性使得美联储收紧货币政策面临较大阻力,导致其加息时点和节奏不定)的影响,进一步加大了国际市场上以美元计价的大宗商品价格的下行压力。

大宗商品作为可贸易产品,一价定律的作用使其在全球的价格具有趋同性。在中国对大宗商品进口依赖度较大的情况下,国际价格的低位震荡会通过购进原材料价格指数传递至PPI。这是通缩压力跨境外溢情形下输入性低通胀的重要表现。

(四) 货币面因素: 资本外流压力下外汇占款下降带来的流动性紧缩效应

伴随国内外环境的变化,中国国际收支结构自2014年(尤其是下半年)起发生了重大变化:从之前长期的“经常账户、资本和金融账户‘双顺差’,外汇储备较快增长”转变为“经常账户、资本和金融账户‘一顺一逆’,外汇储备下降”(参见图10)。

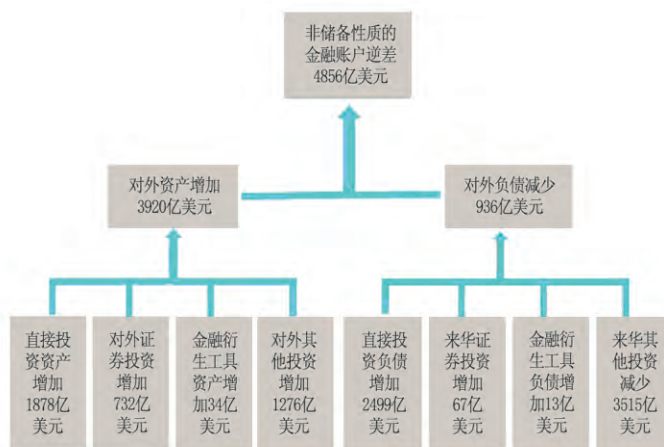
图10 2005-2015年中国经常账户差额、资本和金融账户差额及外汇储备变动



资料来源: 国家外汇管理局。

这种变化反映在跨境资金流动变化中,主要体现为境内主体增加对外投资、减少对外负债。从对外资产的增加看,主要表现为:随着国内市场主体参与国际经济的活跃度上升,直接投资资产净增加;随着国内市场主体全球资产配置需求的提升,对外证券投资净增加;随着境内主体境外资金运用的方式更加多元化,对外贷款等其他投资净增加。而从对外负债的减少看,主要表现为:境内企业为降低高杠杆经营和货币错配风险,积极偿还对外负债,其他投资呈现净流出。2015年的跨境资本流动充分反映了上述特点(参见图11)。

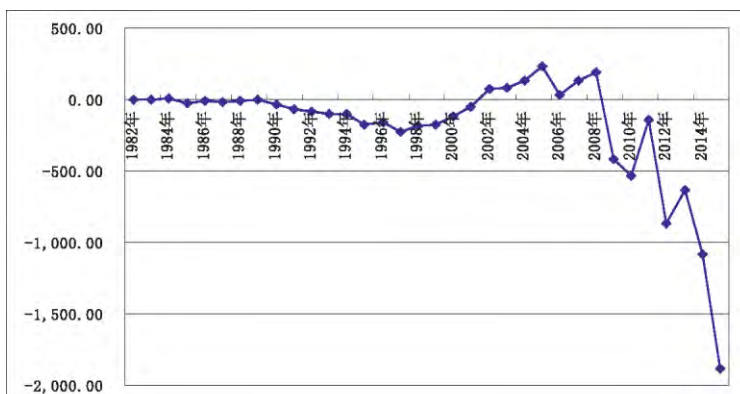
图11 2015年中国跨境资本流动的结构分析



资料来源:国家外汇管理局。

此外,误差与遗漏项也反映了跨境套利热钱流动的动向(包括虚假贸易下借助经常项目渠道的资本流出动向)。从图12可以看出,亚洲金融危机时期,由于资本外逃,误差与遗漏账户一直为负值。而从2009年开始,误差与遗漏项再次由正转负,并逐渐扩大,2014年和2015年尤其明显,均超过千亿,分别达到-1082.6亿美元和-1882.4亿美元的规模。

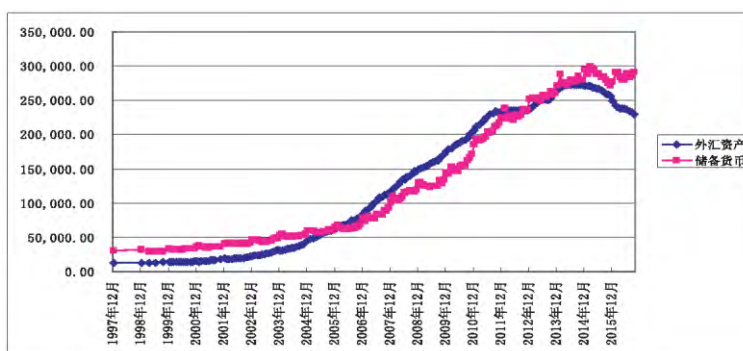
图12 误差与遗漏项的变动 (亿美元)



资料来源:国家外汇管理局。

跨境资金流动的持续净流出和外汇储备规模的相应下降,反映在货币当局的资产负债表上,就是外汇资产的持续减少。从图 13 可以看出,新增外汇占款曾长期是央行基础货币投放的主要方式,特别是 2005 年之后,外汇资产规模与储备货币⁽⁸⁾ 规模保持了同步的高增长态势。但自 2014 年 5 月开始,外汇资产规模持续下降,外汇资产的存量从高点 27.2 万亿元下降至 2016 年 9 月的 22.9 万亿元。储备货币规模也自 2015 年 2 月的高点 29.9 万亿元快速下滑,之后虽通过其他货币政策工具的引入,基本止住了下滑的势头,但总规模一直在 27-29 万亿元之间徘徊。中国人民银行的资产负债表相应出现了收缩。

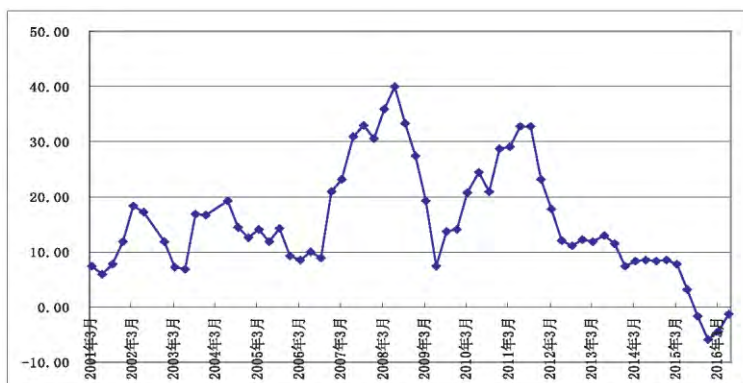
图 13 货币当局外汇资产和储备货币变化 (万亿元)



资料来源: 中国人民银行。

从基础货币余额同比增长率的变动趋势中,可以更清晰地看出新增外汇占款的减少对基础货币投放的制约作用。图 14 显示,2015 年第二季度开始,基础货币余额的同比增长率下滑非常明显,并且从 2015 年第三季度开始连续四个季度处在负增长的区间。

图 14 基础货币余额同比增长率的变动



资料来源: 中国人民银行。

在基础货币增长乏力的同时,银行部门信贷投放意愿降低、实体部门贷款需求较弱带来的银行惜贷和企业慎贷问题,也导致货币派生能力下降,货币乘数的扩大效应弱化。这就从货币层面形成了价格下行的压力。

三、低通胀的应对之策

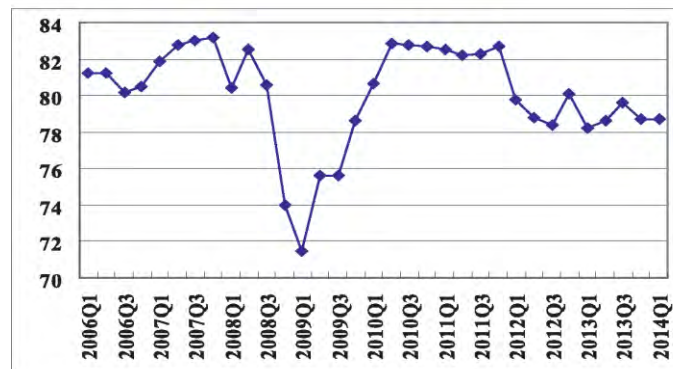
长期低通胀(persistently low inflation)将会对整个经济形成负面影响,特别是如果通胀不断下降导致企业部门和家庭部门相应向下调整对未来价格的预期,会降低支出意愿,推迟支出决定,由此带来的消费与投资放缓将引起总需求收缩,加剧通胀持续下降的压力,并可能最终进入通缩周期。为防止形成这一动态,就需要对当前的低通胀倾向进行有针对性的治理。这里提出两个关键性的应对举措:一是有效化解产能过剩问题;二是着力防范过度负债问题。

(一) 有效化解产能过剩问题

当前低通胀特别是生产部门低通胀的形成,也与产能过剩问题密切相关。这或许是构成潜在通缩压力的最直接动因,需要在这里特别加以分析,并针对其产生的内在机理提出相应的对策。

根据国家统计局发布的产能利用调查数据,2012年以来,工业产能利用率呈现下降趋势(参见图15),2013年一季度工业企业产能利用率为78.2%,是2009年四季度以来的最低点,之后虽有所回升,但仍然低于2006年建立产能利用调查以来的平均水平80.1%。

图15 产能利用率的变化情况 (%)



资料来源:国家统计局产能利用调查数据。

国际经验表明,产能利用率为81% - 82%是衡量工业(或者制造业)的产能是否过剩的分界点,75%以下表明产能过剩较为严重。目前来看,产能过剩行业既包括钢铁、有色金属、建材、化工、造船等传统行业,也包括风电、光伏、碳纤维等新兴战略性新兴产业。2015年,水泥、粗钢、平板玻璃、电解铝和造船业的产能利用率分别仅为67%、67%、68%、78%、60%左右,明显低于国际通常水平。

值得关注的是,近一段时间以来,作为新兴产业增长点之一的机器人产业也开始面临投资过度的隐忧。据中国机器人产业联盟数据表明,在该产业大量兴起的两年时间内(2014年至2015年),建成和在建机器人产业园区超过40个,各地出台的对机器人产业的扶持政策有77项之多,涉及生产机器人的企业超过

了 800 家。在各地围绕机器人产业而开展的竞赛中,地方政府的补贴政策在吸引大量企业进入的同时(针对地方政府补贴的套利行为),也导致低端重复建设甚至产能过剩的问题。

在笔者看来,产能过剩的形成,尽管有周期性因素的影响,但主要还是体制性、供给面的原因。一方面是投资主体扭曲,存在预算软约束问题,特别是一些国有企业和作为“准市场主体”的地方政府,在扩张过程中不计成本、不顾后果,导致过度投资。至于非国有企业,虽然具有硬的预算约束,但围绕招商引资展开的地方政府间的竞争,使得地方政府和其辖区内企业形成利益上的共生关系。地方政府通过压低土地价格、变相税收减免、以政府信誉担保方式利用银行信贷等种种“父爱主义”的方法,诱使企业投资,使其投资行为发生扭曲。另一方面是投资成本扭曲。由于要素市场化改革滞后,价格不能真实反映要素的稀缺性和供求关系以及环境损害程度,潜在进入者往往会对收益产生偏高预期,而对进入成本产生偏低预期,从而自然会做出过度投资、过度进入的选择。

因此,治理产能过剩问题,一方面要解决退出不足的问题,理顺市场的自发调节和出清过程,确保僵尸企业真正退出;同时,更要解决过度进入的问题,防止形成新的无效产能。在这方面,除了依靠政府的产业政策,还需要从体制机制层面着手,培育市场化的投资主体,释放正确的价格信号。

(二) 着力防范过度负债问题

债务负担加重是当前中国宏观经济领域的突出矛盾,也是低通胀的诸影响因素中最具现实性压力的因素。而且,高债务问题与产能过剩问题也相互交织、相互影响。这就凸显了解决债务累积问题的重要性。

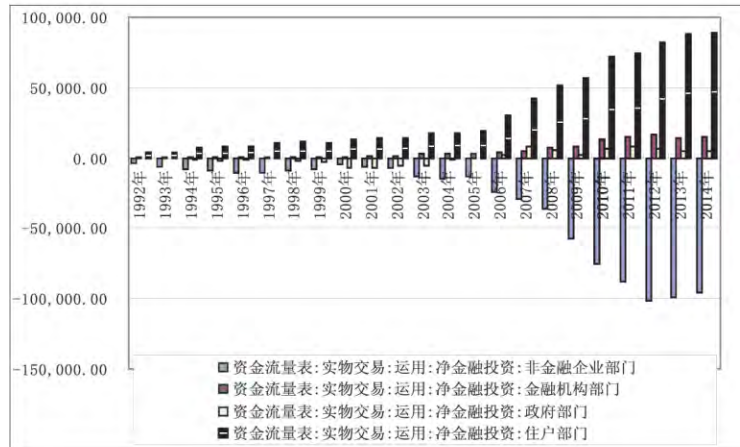
目前来看,中国的杠杆率趋向提高,集中反映在非金融企业部门。根据最新估算,截至 2015 年末,非金融企业部门的杠杆率为 131.2%,如果将地方政府融资平台这一有政府背景的实体的债务也包括进来的话,将进一步上升至 156.1%,而实体部门杠杆率为 228%,全社会杠杆率为 249%。这意味着,实体部门杠杆率的 68.5% 和全社会杠杆率的 62.7% 来自于非金融企业部门。从国际比较的视角看,中国非金融企业债务占总债务的比重比全球主要国家要高 10 到 30 个百分点。

之所以形成这种情况,主要有两点原因:

一是高储蓄率和低股权融资结构的结合。中国的国民储蓄率最近几年虽然有一个下降的过程,但 2014 年国内部门总储蓄率仍达到了 49.1% (其中,政府部门、企业部门、居民部门的储蓄率分别为 5.6%、20.5%、23%),远高于多数国家通常 20% 左右的国民储蓄率,也高于以“高储蓄”著称的日本、韩国等东亚经济体的水平,成为世界上储蓄率最高的国家之一。

从资金流量表反映的净金融投资格局看,家庭部门是主要的净储蓄来源方,而企业部门则为净借贷方(参见图 16)。家庭部门的高储蓄率意味着大量的储蓄盈余可以转化为企业部门的投资。

图 16 净金融投资的部门分布 (亿元)



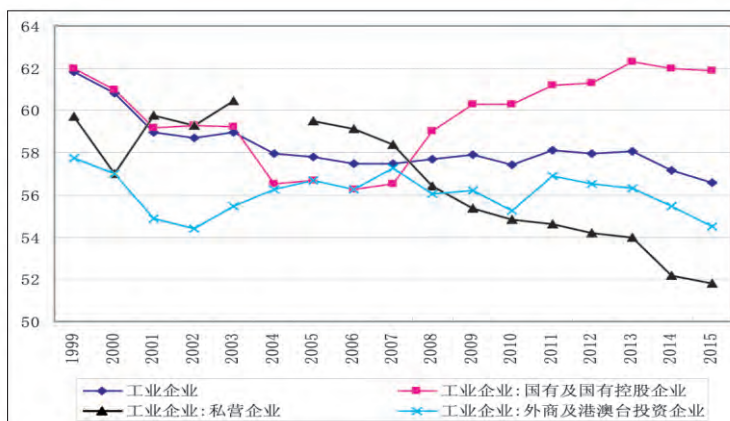
资料来源: 国家统计局。

在这个转化过程中有一个非常重要的影响因素,就是整个社会融资结构的特征。从 2002 年以来社会融资结构的变化看,间接融资的比重一度趋于下降,但最近两三年,人民币以及外币贷款的间接融资方式的占比反而趋于上升;直接融资所占比重虽然有所增加,特别是企业债券融资,但总体来说上升有限,⁽⁹⁾其中股权融资形式 2015 年仅占不到 5%,2016 年上半年也只占 6% 略多。高储蓄率和低股权融资相结合,表明当家庭部门的储蓄盈余转化为企业部门的投资过程中,如果不能通过权益性融资实现,就会导致企业部门积累过多的债务。

二是国有大型企业和非国有中小微企业融资条件的差异。中国的企业部门债务高,其中约三分之二是国有企业债务。由于政府信用背书的存在,大型企业特别是大型国企往往被高度风险厌恶的银行视为优质客户资源,能够拿到低成本的资金(针对大型国企的银行信贷定价通常低于基准利率),然后通过委托贷款、信托贷款等渠道,将资金转贷出去,获得较高的收益。在大企业充当“资金倒爷或掮客”的“倒贷”过程中,大量需要资金的中小微企业,融资难度增加,也承担了更高的利率成本。同时,在大企业贷款利率下浮的情况下,为保证总体收益,银行部门倾向于上浮中小企业贷款利率,达到类似交叉补贴的目的。

正因为如此,如果把杠杆率在企业内部做一个分解就可以看到,国有部门和私营部门的变化趋势是有差异的。图 17 给出了整个规模以上工业企业以及其中的国有及国有控股企业、私营企业和外商及港澳台投资企业资产负债率的变动情况。从中可以看出,金融危机以来,整个规模以上工业企业以及外商和港澳台投资企业的资产负债率相对保持稳定;私营企业的资产负债率呈现较为明显的下降趋势,从 2007 年的 58.4% 减少到 2015 年的 51.8%;而国有企业的资产负债率则呈现较为明显的上升趋势,从 2007 年的 56.5% 增加到 2013 年的 62.3%,2014 年和 2015 年略降至 62% 和 61.9%。

图 17 不同所有制工业企业的资产负债率 (%)



资料来源: WIND 数据库。(其中 私营企业序列的 2004 年原始数据缺失 特此说明。)

如果从工业领域的国有企业转向全部国有企业,财政部的国有企业运行报告显示 2013 - 2015 年间,资产负债率还在持续上升,从 65.1% 上升到 66.3%。

要破解企业部门特别是国有企业部门杠杆率高企的问题,应着力采取如下两方面举措:

一是推动中国金融结构从债务性融资向股权融资格局的转变,优化投资的资金来源结构。应大力发展资本市场,进一步简化审批,减少行政性管控因素,在发行、定价、交易等环节更多依靠市场机制的调节作用,充分调动市场各参与主体的积极性。通过建立多层次的资本市场体系,创造有利于股权资本形成的机制,多渠道增加股权性投资比重。

二是进一步深化银行商业化和利率实质性市场化的改革,矫正二元融资结构。应从根本上改变国有银行居于主导的金融体制,鼓励非国有银行的发展,开展银行业的竞争,从产权关系上进一步加强对风险的控制;并继续深化国有及国有控股商业银行改革,完善内部治理结构,使其真正实现经营机制和运营模式的转变。此外,要着力缩小利率双轨制带来的利差,应通过改革使银行和国有企业成为有纪律约束的市场主体,确保所有的企业平等地参与竞争,通过将市场风险显性化,使利率水平能够真实地反映市场供求。

注释:

(1) Fisher Irving, "The Debt - Deflation Theory of Great Depressions" ,Econometrica ,1933 ,1(4) pp.337 - 357.

(2) Minsky H. ,1992, "The Financial Instability Hypothesis" ,Prepared for Handbook of Radical Political Economy ,edited by Arestis P. and M. Sawyer ,Edward Elgar: Aldershot ,1993.

(3) 张平等 《中国上市公司发展报告(2016)》,社会科学文献出版社 2016 年 10 月。

(4) Bernanke B. ,M. Gertler & S. Gilchrist, "The Financial Accelerator and the Flight to Quality" ,Review of Economics and Statistics ,1996 ,78(1) pp. 1 - 15.

(5) 辜朝明 《大衰退》,东方出版社 2008 年。

(6)事实上,不只发达经济体面临“生产力危机”,全球经济都正遭遇“生产力危机”。世界大型企业联合会(Conference Board)的统计结果显示,2013年多数国家都未能提高“全要素生产率”,表明世界各国将劳动力和资本资源转化为货物和服务的能力普遍出现下降。这种情况在几十年来首次出现。2014年和2015年,这一状况未有明显改善。

(7)需要指出的是,萨默斯主要是从总需求不足的角度提出这一概念的,也就是持续存在的产出缺口,实际增长在较长时期内低于其长期潜在趋势。

(8)这里的储备货币与基础货币本质上是同一概念。所谓基础货币,也称货币基数(Monetary Base),因其具有使货币供应总量成倍放大或收缩的能力,又被称为高能货币(High-powered Money)。

(9)事实上,在中国,债券融资这种直接融资方式,其“直接性”相对有限,因为商业银行是债券的主要持有者。截至2016年9月末,在全部债券余额中,商业银行作为投资者的比重达到了62.7%。

参考文献:

(1) Akerlof, George, William T. Dickens, and George Perry, “The Macroeconomics of Low Inflation”, Brookings Papers on Economic Activity 1996 (1), pp. 1 – 59.

(2) Ball, Laurence, and Sandeep Mazumder, “Inflation Dynamics and the Great Recession”, Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2011.

(3) Bernanke, Ben, “Deflation: Making Sure It Doesn’t Happen Here”, Speech to the National Economists Club, Washington, November 21, 2002.

(4) Bernanke, Ben, and Mark Gertler, “Monetary Policy and Asset Price Volatility”, presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City’s symposium, “New Challenges for Monetary Policy”, Jackson Hole, Wyoming, August 26 – 28, 1999.

(5) Blanchard, Olivier, Eugenio Cerutti, and Lawrence Summers, “Inflation and Activity—Two Explorations and Their Monetary Policy Implications”, NBER Working Paper 21726, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, 2015.

(6) Celasun, Oya, Roxana Mihet, and Lev Ratnovski, “Commodity Prices and Inflation Expectations in the United States”, IMF Working Paper 12/89, International Monetary Fund, Washington, 2012.

(7) International Monetary Fund, “Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options—Findings of an Inter-departmental Task Force”, Washington, June 2003.

(8) International Monetary Fund, “World Economic Outlook”, Washington, October 2016.

(9) Rogoff, Kenneth, “Globalization and Global Disinflation”, Paper presented at “Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy”, Federal Reserve Bank of Kansas City Conference, Jackson Hole, Wyoming, August 29, 2003.

(10) 伯南克《金融的本质》,巴曙松、陈剑译,中信出版社,2013年。

(11) 李拉亚《通货紧缩测度指标及数据变化研究》,《经济学动态》2016年第5期。

(12) 李扬等《中国国家资产负债表2015: 杠杆调整与风险管理》,中国社会科学出版社,2015年。

(13) 殷剑峰《通货紧缩的成因与应对》,《中国金融》2015年第6期。

(14) 张明《中国出现通货紧缩了吗》,《东方早报》2015年4月21日。

(15) 张平《通缩机制对中国经济的挑战与稳定化政策》,《经济学动态》2015年第4期。

(16) 张平等《中国上市公司发展报告(2016)》,社会科学文献出版社,2016年。

(责任编辑: 马立钊)

Necessity of Restructuring State – owned Economy to Be Enforced

Abstract: Some new situations and phenomenon have emerged in China's economy in recent years, that is, vast debt stock, almost stagnant private investment and unfavorable growth trend of labor productivity. The three problems may pose a threat to the long – and medium – term development of China's economy, which all involve the reform of state – owned enterprises and strategic restructuring of state – owned sectors. Actually, the profits of state – owned enterprises come from their leading position and greater investments they attract, resulting in lower return on investment (ROI) than that of private sectors. It is now imperative to fulfill the restructuring of state – owned stock and asset in order to alleviate the long – term difficulty in financing and high barriers for industry access for private enterprises with system significantly, which will thus have huge and positive impact on structural transformation, industrial upgrading and expansion of service industry with high productivity of China's economy in the future.

Key words: China's economy; threat; restructuring

Zhang Jun
Fudan University

Analysis and Exploration of the Current Low Inflation Issue

Abstract: Declining price level and low inflation have become a global issue. In China, since the remarkable slowdown of the economy since 2012, the general price, the consumer price and the producer price have all stayed at low levels. There are generally four drivers for the low inflation. First is the debt – deflation trap and asset price decline – deflation trap from the demand side. Second is the efficiency difference from the supply side. Third is the global commodity price transmission from the supply side. Fourth is the liquidity contraction effect caused by the decline of foreign exchange asset held by the Monetary Authority under the capital outflow pressure from the money – supply side. Considering persistently low inflation may have a negative effect on the whole economy, we need to take corresponding measures. First is to effectively solve the over capacity problem, avoiding the tendency of incomplete exit and over entry. Second is to try to prevent the problem of excessive debt, focusing on the development of equity financing and correcting the dual financing structure.

Key words: low inflation; debt – deflation trap; asset price decline – deflation trap; over capacity; deflationary pressure cross – border spillovers

Chang Xin
Chinese Academy of Sciences, CASS