

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：范若滢 中国银行研究院
刘佩忠 中国银行研究院
电话：010 - 6659 2780

签发人：陈卫东
审稿：周景彤 梁婧
联系人：王静 刘佩忠
电话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

理性看待当前中国物价 低位运行的现象*

2023年以来，我国物价持续低位运行，引发市场广泛关注。但结合通货紧缩的定义以及典型历史特征来看，当前我国并没有出现通货紧缩现象。需求不足是当前中国物价低位运行的根本原因。分结构来看，猪肉价格持续低迷、油价回落、房租下行等因素均对CPI形成拖累。同时，货币政策传导不畅，导致我国当前出现“高货币、低物价”背离等问题。我们需要理性地看待物价低位运行的影响。一方面，物价低位运行能够为经济发展、宏观政策提供稳定的环境；另一方面，还需要警惕低通胀带来的潜在风险。建议多措并举提振内需，稳固经济复苏基础；加强市场预期管理，避免通缩预期强化；疏通货币政策传导机制，促进金融与实体经济的良性循环；长期来看需要增强经济发展动力，促进经济行稳致远。

理性看待当前中国物价低位运行的现象

2023 年以来，我国物价持续低位运行，引发市场广泛关注。但结合通货紧缩的定义以及典型历史特征来看，当前我国并没有出现通货紧缩现象。需求不足是当前中国物价低位运行的根本原因。分结构来看，猪肉价格持续低迷、油价回落、房租下行等因素均对 CPI 形成拖累。同时，货币政策传导不畅，导致我国当前出现“高货币、低物价”背离等问题。我们需要理性地看待物价低位运行的影响。一方面，物价低位运行能够为经济发展、宏观政策提供稳定的环境；另一方面，还需要警惕低通胀带来的潜在风险。建议多措并举提振内需，稳固经济复苏基础；加强市场预期管理，避免通缩预期强化；疏通货币政策传导机制，促进金融与实体经济的良性循环；长期来看需要增强经济发展动力，促进经济行稳致远。

一、从定义和历史角度看，当前我国没有出现通货紧缩现象

（一）目前国内外定义“通货紧缩”并无统一标准

关于通货紧缩的定义主要有三种不同的观点。一是单要素论，即通货紧缩是物价总体水平的普遍、持续的下降。该定义与西方经济学界的主流观点相近，例如萨缪尔森和诺德豪斯（1992）在《经济学》中定义为“与通货膨胀相反的是通货紧缩，即发生通货紧缩时，一般价格水平会持续下降”。二是双因素论，即通货紧缩是一种货币现象，是指物价和货币供应量的持续下降。该定义与弗里德曼（1963）的“通货膨胀无时无处是一种货币现象”观点相对应。三是三要素论，即通货紧缩是经济衰退的货币表现，包括物价水平、货币供应量和经济增长率的持续下降的三方面特征。中国人民银行（2023）将通货紧缩定义为价格持续负增长，货币供应量具有下降趋势，且通常伴随着经济衰退。对上述三种观点归纳可知，通货紧缩基本的特征为物价普遍、持续的下降，货币供应量和经济增长率则是从价格下降的原因或后果角度对其概念外延进行了扩充。

从基本特征出发，通缩的判断标准包括价格指标、下降程度以及持续时间三个维度。价格指标方面，主要有 GDP 平减指数（IPD）、消费者物价指数（CPI）和生产者

物价指数（PPI），其中，GDP 平减指数是季度数据、缺乏月度数据，PPI 更侧重反映工业品价格，CPI 则与居民生活联系更为紧密，因此通常选择 CPI 作为衡量通货紧缩的直观指标。中国 CPI 统计调查涵盖全国城乡居民生活消费的食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务等 8 大类。将中国 CPI 项目权重与居民消费支出项目占比进行对比发现，2021 年新调整后的 CPI 项目权重能较好地反映我国居民消费支出结构（表 1）。

表 1：中国 CPI 项目权重与消费支出占比对比

项目	CPI 权重 (%)		消费支出占比 (%)			消费支出占比 较 CPI 权重
	2021	2016	2021	2022	2023 上半年	
食品烟酒	30.00	30.00	29.78	30.49	30.67	→
衣着	6.81	8.51	5.89	5.56	6.00	↓
居住	22.12	20.02	23.41	23.97	23.15	↑
生活用品及服务	4.74	4.74	5.90	5.84	5.67	↑
医疗保健	11.24	10.34	8.78	8.64	9.57	↓
交通和通讯	11.25	10.35	13.10	13.02	12.80	↑
娱乐教育文化	13.65	14.15	10.78	10.06	9.46	↓
其它	0.19	1.89	2.36	2.42	2.68	

资料来源：Wind，经作者整理计算，中国银行研究院

下降程度方面，应区分价格下降和涨幅放缓的区别。大部分观点以 CPI 同比涨幅为负作为衡量标准，但 IMF 和英国《经济学家》（1999）以 CPI 同比涨幅低于 1% 为标准。后者认为，受产品质量提高改善以及权重变化影响，一般官方物价估计会高 1 个百分点，因此当通胀小于 1% 时，实际物价已经在下降。但部分产品质量变化对整体价格影响较小，并且物价指标权重在根据实际情况调整，因此通胀小于 1% 只能说明物价涨幅相对温和，应该以物价指数持续为负作为通缩的判断标准。

持续时间方面，有的观点认为物价由正转负即为通缩，有的观点以物价持续下跌半年为界，有的观点则以 1 年为界。参照经济周期衰退的技术性定义方式，可将价格水平连续下降两个季度以上视为通货紧缩。

（二）历史上的“恶性”通缩往往伴随着经济表现的恶化

通货紧缩可分为“良性”和“恶性”。“良性”通货紧缩是指技术进步提高生产效率、降低生产成本，进而促进产品价格下降，例如19世纪上半叶的工业化中后期，英国和美国生产率上升带动物价水平下降，经济增长率呈现上升态势。“恶性”通货紧缩主要由于产出缺口扩大等原因引起，呈现出价格水平和经济增长率同时下降的特征，以美国1929-1933年的大萧条和日本1998-2009年通货紧缩时期为典型代表。

图 1：美国 CPI 与 GDP 增速

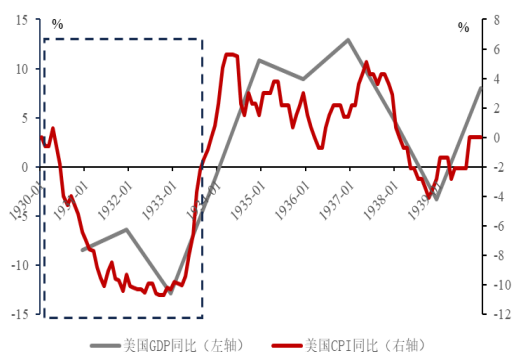


图 2：日本 CPI 与 GDP 增速

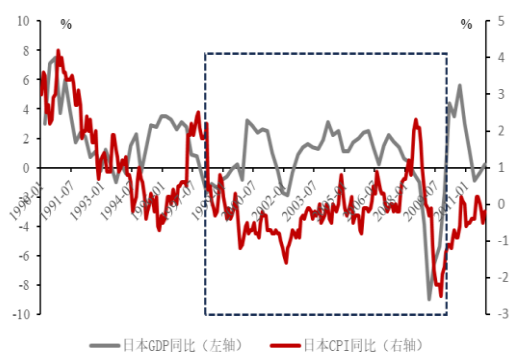


图 3：美国 CPI 与道琼斯工业指数

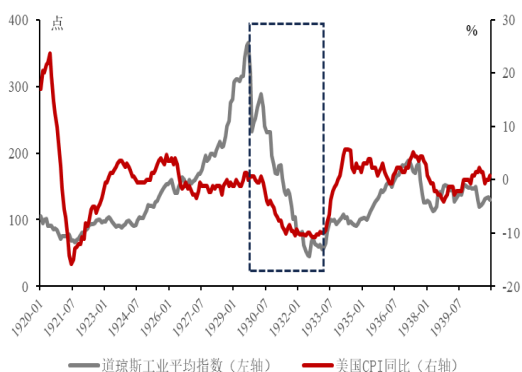
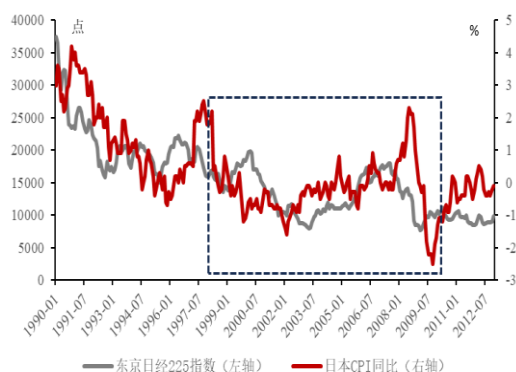


图 4：日本 CPI 与日经 225 指数



资料来源：Wind，中国银行研究院

“恶性”通货紧缩通常与经济形势恶化相伴。一是 CPI 出现长期性下滑。1929-1933 年，美国 CPI 年平均同比涨幅为-5.3%，远低于 1923-1928 年 0.3% 的年平均涨幅。在 1930 年 2 月到 1933 年 10 月间，美国 CPI 当月同比持续 45 个月为负值。1998-2009 年，日本 CPI 年平均同比涨幅为-0.2%，较其上一轮物价周期（1990-1997 年）1.48%

的年平均涨幅明显下滑。二是经济增速下滑和失业率上升。1929-1933年，美国GDP年平均增速仅为-7.3%（图1），人均GDP由1929年的858美元下降至1933年的455美元，失业率由3.2%上升至24.9%。1998-2009年，日本GDP增速和失业率的年平均分别分别为0.3%和4.6%，分别较1990-1997年的平均值下滑1.2个百分点和上升1.9个百分点（图2）。三是货币供应收缩。1929-1933年，美国M2平均增速降至-6.9%；1998-2009年，日本M2平均增速为2.4%，低于1990-1997年3.6%的平均增速。四是资本市场大幅动荡。1929-1933年，美国道琼斯工业平均指数年均值由312.6点降至84.6点（图3），降幅达到73%。1998-2009年，日本日经225指数均值由15356点下降至9346点，降幅达到39%（图4）。

（三）当前我国经济不符合通货紧缩基本特征

结合通货紧缩的定义以及典型历史特征来看，当前我国并没有出现通货紧缩现象。首先，我国并没有出现物价普遍、持续的下行。一方面，上半年，我国CPI当月同比涨幅虽呈现逐月回落态势，但1-7月我国CPI累计同比仍上涨0.5%。另一方面，尽管二季度GDP平减指数出现小幅下降（-0.59%），但第一产业和第三产业平减指数仍在上升（分别为0.57%和1.51%），并未出现全面的下降。

其次，我国经济运行整体平稳，货币环境较为宽松，资产价格稳定。上半年，我国GDP累计同比增长5.5%，宏观经济保持平稳恢复。城镇失业率由2023年初的5.5%下降至7月的5.3%，就业形势逐步改善。1-7月，M2同比平均增速达到12.02%，较去年同期明显加快；截至7月末，上证指数收于3291点，较2022年末上涨6.5%，整体呈现震荡回升态势。

二、今年以来中国物价低位运行是多重因素共同作用的结果

（一）需求不足是当前中国物价低位运行的根本原因

根本上说，物价走势是由供需关系决定的。从供给端来看，疫情后我国的经济修复是从生产端开始的，供给表现好于需求。在疫情初期，我国便采取了强有力的防控措施，较早地控制住了疫情发展，率先恢复了生产活动和经济秩序。此外，我国疫后

救助政策首先是保市场主体，而不是美、欧“撒钱”促消费的模式，这为从源头上解决供给动力不足的问题创造了好的环境。加之我国工业体系完备且韧性较强，疫后中国供给恢复较快。2020-2022年我国工业增加值增速、产能利用率均值分别为5.3%和75.73%，与疫情前水平（2019年二者分别为5.7%和76.55%）基本持平。2023年以来，我国工业生产表现也基本平稳，上半年工业增加值同比增长3.7%，工业产能利用率为74.5%（图5）。

从需求端来看，由于消费场景缺失、居民收入受损和市场预期走弱，疫情期间中国居民储蓄意愿上升、消费倾向减弱。我国居民人均消费支出年均增速从2017-2019年期间8%降至2020-2022年期间4.4%，下降3.6个百分点。2020、2021年国民储蓄率分别为45.07%和44.65%，较疫情前略有上升（2017-2019年均值为44.44%）。在疫情放开后，由于居民收入和消费信心恢复缓慢，消费恢复依然偏慢。2023年上半年，全国人均消费支出占人均可支配收入的比重为65%，仍低于疫情前水平（2019年上半年为68%）（图6）。房地产市场景气低迷，既制约房地产投资复苏，也拖累家居消费表现。1-7月，全国商品房销售面积同比下降6.5%，房地产开发投资下降8.5%；建筑装潢、家具、家电类消费累计增速分别为-7.3%、3.2%和0%。

图5：工业增加值与产能利用率走势

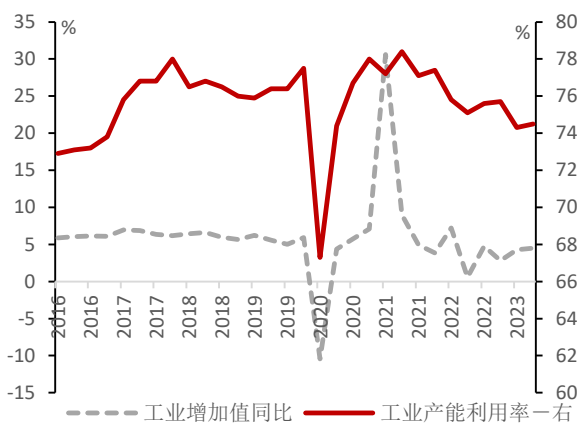
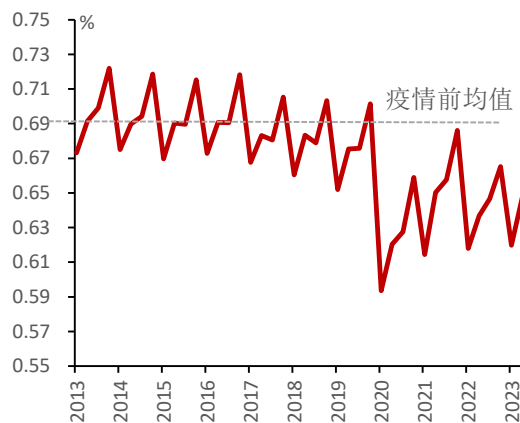


图6：人均消费支出占可支配收入比重



资料来源：Wind，中国银行研究院

此外，今年以来全球经济下行压力增大，外需有所走弱，也成为拉低物价水平的

重要因素之一。7 月我国出口同比下降 14.5%，连续 3 个月为负，且降幅明显扩大。7 月 PMI 新出口订单指数仅 46.3%，连续 4 个月在收缩区间。一方面，由于全球经济下行风险增大，外需整体较为疲弱，全球大部分经济体出口增速均出现下行；另一方面，受地缘政治影响，美国加快调整其进口来源地结构，市场份额逐渐从亚太转向北美和欧洲。

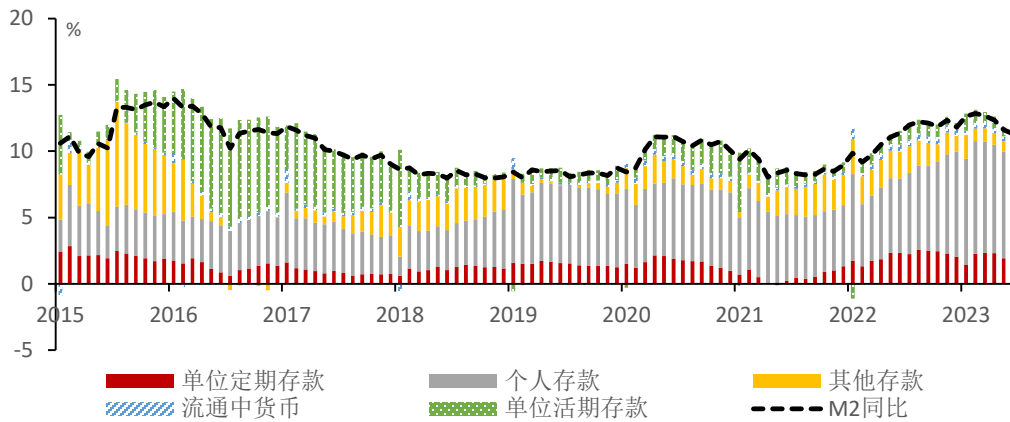
（二）当前我国货币政策传导不畅，出现“高货币、低物价”背离等问题

疫情期间，美、欧等主要经济体推出了超级宽松货币政策和大规模财政刺激政策，且二者实现了高强度的捆绑，出现了财政赤字货币化现象，导致大量超发货币流到实体领域，进而推升通胀水平。中国货币政策的放松则较为克制谨慎，是全球极少数货币政策始终保持在正常区间的主要经济体。人民银行资产负债表并无大规模扩张和变化。货币供应量保持稳定增长，2020-2022 年间中国 M2 同比增速保持在 10%左右，与名义 GDP 增速基本匹配。这为物价长期平稳运行奠定了良好的基础。

值得注意的是，2022 年下半年以来，我国 M2 增速有所上行，尤其是 2023 年一季度高达 12.7%，新增信贷规模创历史新高，但物价持续低位运行，企业投资增速也日益走低，出现“高货币、低物价”的背离。从 M2¹构成来看，推动近期 M2 增长加快的主要力量来自个人存款和单位定期存款，而流通中的货币和单位活期存款反而有所收缩（图 7），出现了“M2-M1 剪刀差”扩大的现象。截至 7 月末，M2、M1 同比增速分别为 10.7%和 2.3%，“M2-M1 剪刀差”达 8.4 个百分点（图 8）。与 M2 相比，M1 更多地反映货币供给的活化程度，与微观主体预期和终端市场需求联系更加紧密。“M2-M1 剪刀差”扩大表明，尽管货币政策稳健宽松，但大量资金在金融系统内“淤积”或“空转”，并没有作用到微观实体经济领域。货币政策传导不畅，导致其提振内需的效果大打折扣，物价持续走低。

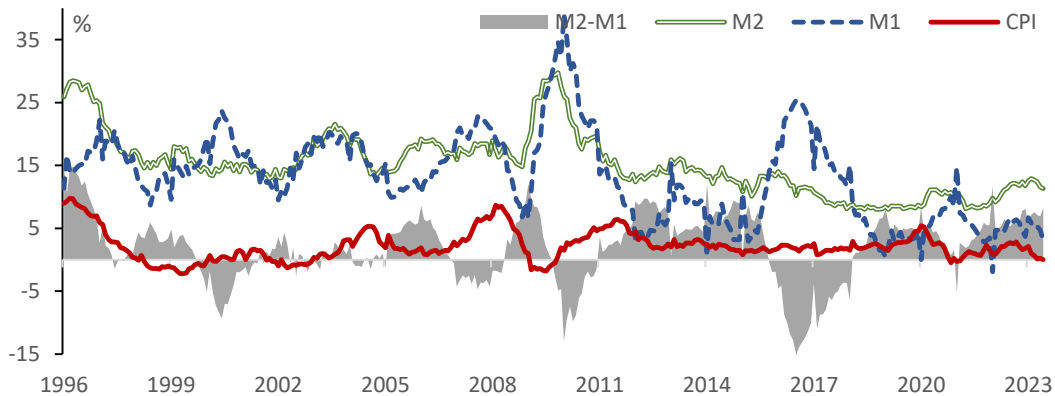
¹ M0=流通中的现金；M1=M0+单位活期存款；M2=M1+个人存款+单位定期存款+其他存款。

图 7：中国 M2 同比增速及各分项贡献度



资料来源：Wind，作者计算整理，中国银行研究院

图 8：中国 M2、M1 同比增速与 CPI 涨幅变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

历史上，我国物价走低往往伴随着前期 M2、M1 同时走低，且“M2-M1 剪刀差”扩大。例如，1998-1999 年，东南亚金融危机后，我国面临外需走弱、内需不足、产能过剩等问题，企业生产活力急剧下降，经济出现“通缩”风险；2009 年，全球金融危机后，外需快速收缩，我国出现严重的产能过剩，叠加房地产市场转冷，物价持续下行。当前我国虽未出现 M2、M1 同时走低，但已经出现“M2-M1 剪刀差”扩大的现象，货币政策传导不畅的问题需引起关注。进一步探究本轮“M2-M1 剪刀差”扩大的原因。一是房地产市场持续低迷。此前，新建房屋销售是居民存款、个人住房按揭贷款向房地产企业活期存款转移的重要渠道。随着房地产销售大幅下滑，企业活期存款的派生

明显下降，大量居民存款留置。截至 6 月末，我国人民币住户存款同比增速为 17.2%，处于历史较高水平（图 9）。二是企业投资开支相对谨慎。由于经济恢复不及预期，企业信心修复较慢，更多企业倾向于将持有资金转为定期存款，资金活跃度降低。截至 2023 年 6 月，企业存款中定期存款占比为 67%，较上年末提升 2 个百分点。三是理财资金回表。2022 年 11 月，受债市波动加大等因素影响，大量理财产品净值下跌甚至出现破净现象，引发大规模理财“赎回潮”。理财资金回表，部分资金会重新纳入 M2 统计口径中，一定程度上会推高 M2 增速。2022 年 11 月至 2023 年 5 月间，银行理财产品赎回规模约为 4.8 万亿元（图 10）。

图 9：住户存款变化趋势

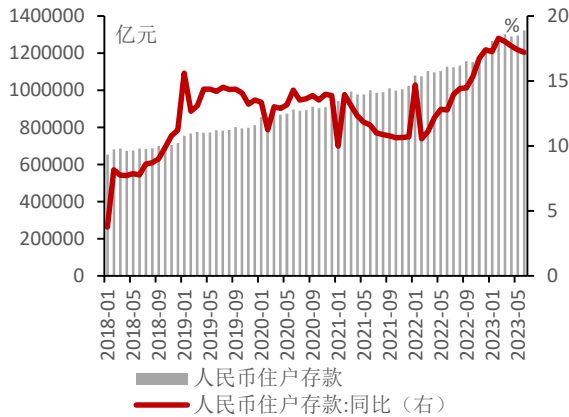
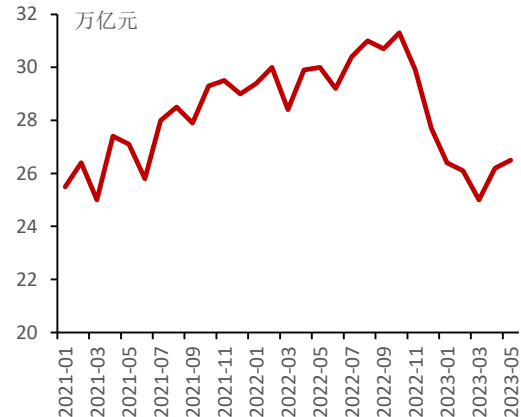


图 10：银行理财产品规模估算

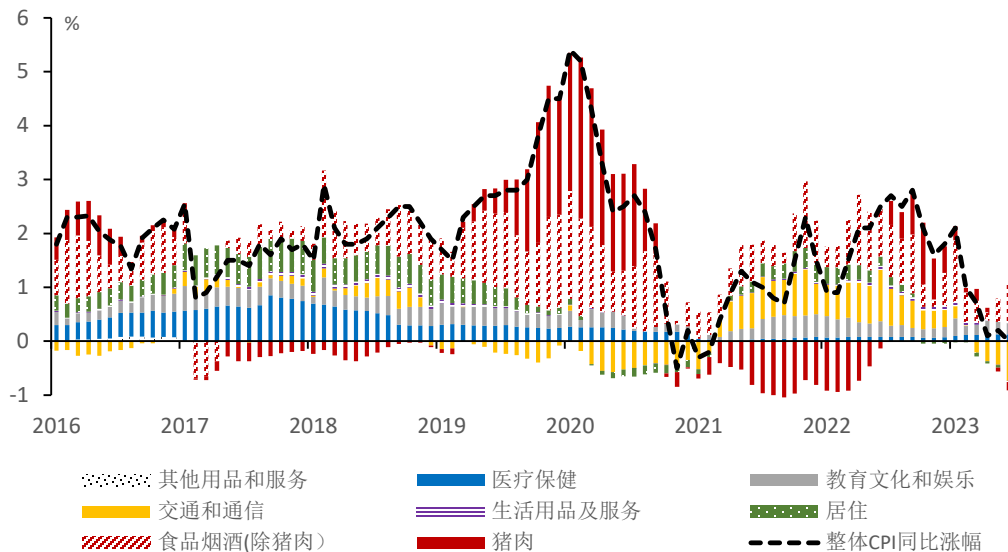


资料来源：Wind，普益标准，中国银行研究院

（三）分结构来看，猪肉价格持续低迷、油价回落、房租下行等因素均对 CPI 形成拖累

我国 CPI 构成中，食品、居住等项目权重较大，猪肉价格、油价等波动较大。2023 年 7 月，我国 CPI 下降 0.3%，猪肉、交通和通信、居住的拖累作用明显，根据测算，三者对 CPI 的贡献度分别为-0.57、-0.53 和 0.02 个百分点（图 11）。值得关注的是，从历史走势来看，由于猪肉、原油、房租价格互相间独立性较强，三者运行背离时，对 CPI 的影响则相对较分散，而今年以来三者价格形成共震，因此对 CPI 的负向冲击就较为明显。

图 11：中国 CPI 涨幅及各分项贡献度



资料来源：Wind，作者计算整理，中国银行研究院

一是猪肉价格持续低迷。“猪周期”是生猪生产和猪肉销售过程中的价格周期性波动，一轮完整的“猪周期”大约 3-4 年。自 2022 年 10 月以来，我国猪肉价格进入下行通道。由于猪肉产能去化较慢，今年以来生猪市场保持供过于求状态，导致猪肉价格持续低迷。截至 2023 年 6 月，我国生猪存栏量达 4.35 亿头，处于历史较高水平；全国猪肉平均批发价为 18.92 元/公斤，较年初下降了 27.26%，较 2022 年 10 月高点下降了 46.99%（图 12）。

二是国际原油价格高位回落。全球经济增速整体放缓，叠加全球供应链恢复，前期原油市场供需矛盾得以缓解。同时，在全球持续高通胀背景下，全球主要经济体央行进入紧缩货币周期，全球流动性持续收紧，拖累原油市场表现。此外，美欧银行业危机的暴发加剧全球金融市场动荡，市场避险情绪增加，进一步增大国际油价的下行压力（图 13）。

三是房租价格小幅下跌。从需求端看，居民收入恢复缓慢、就业环境严峻、部分行业企业裁员降薪等因素导致人们缩减房租开支；从供给端看，近年来我国大力发展租房市场，加快保障性住房建设，租房市场供应量增加。2023 年上半年，重点 40 城住房租金综合指数比去年同期下跌 0.63%（图 14）。

图 12：猪肉价格和供给走势

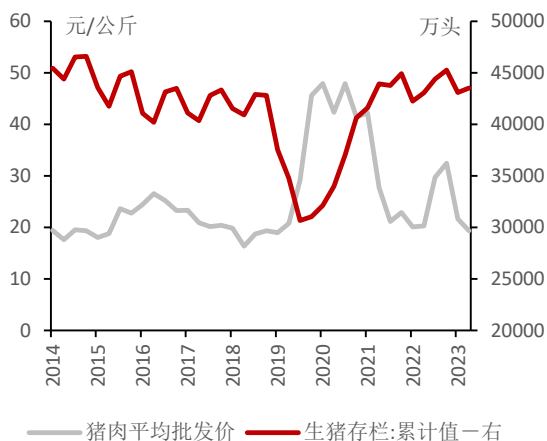
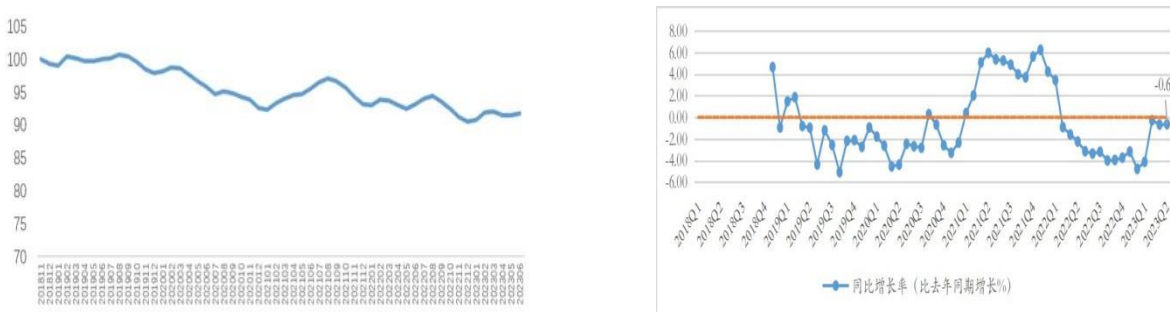


图 13：国际原油价格走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 14：重点 40 城住房租金综合指数（左）及其同比增长率（右）



资料来源：纬房研究院，贝壳研究院，中国银行研究院

三、未来我国物价水平将温和回升

（一）在稳增长政策和补库存周期等因素作用下，未来我国需求有望提振

一是稳增长政策将进一步促进需求恢复。消费方面，7 月政治局会议强调把稳就业提高到战略高度通盘考虑，通过增加居民收入提振汽车、电子产品、居家等大宗消费和体育休闲、文化旅游等服务消费。近期，促进汽车、电子产品以及家居消费的政策措施陆续出台（表 2），这将逐步促进居民就业、收入预期好转，改善居民消费能力及环境，进一步释放消费需求。投资方面，一方面下半年财政政策将加快地方专项

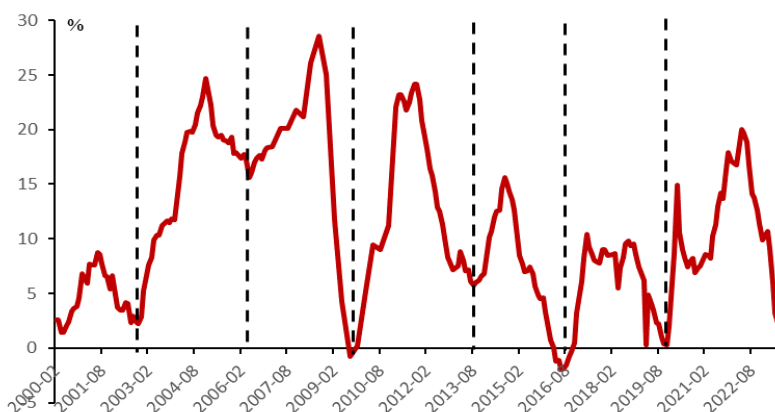
债发行和使用进度，强化政府投资引导作用；另一方面，七月以来促进民营经济发展政策密集出台，积极调动民间投资信心与活力，政府和民间投资有望形成合力推动投资需求持续向好。

表 2：近期部分促进消费和投资政策一览表

发布时间	政策文件	具体内容
6 月 29 日	《关于促进家居消费的若干措施》	完善绿色供应链；创新培育智能消费；提高家居适老化水平；推动业态模式创新发展；支持旧房装修；开展促消费活动；促进农村家居消费等。
7 月 21 日	《关于促进电子产品消费的若干措施》	加快电子产品技术创新；打造电子产品消费新场景；持续推动家电下乡；完善电子产品销售配送体系；开展绿色智能电子产品展销活动等。
7 月 21 日	《关于促进汽车消费的若干措施》	优化汽车限购管理政策；支持老旧汽车更新消费；加快培育二手车市场；加强新能源汽车配套设施；建设降低新能源汽车购置使用成本；加强汽车消费金融服务等。
7 月 24 日	《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作努力调动民间投资积极性的通知》	明确一批鼓励民间资本参与的重点细分领域，全面梳理和发布吸引民间资本的项目清单；建立全国重点民间投资项目库，加强重点民间投资项目的融资保障和要素保障；优化民间投资项目管理流程，加快项目前期工作等。

资料来源：中国银行研究院

图 15：我国 2000 年以来库存周期



资料来源：Wind，中国银行研究院

二是补库存周期将带动企业投资需求扩张。以往经验表明，我国每轮库存周期大约为 40 个月左右，其中去库存阶段大约持续 17 个月（图 15）。本轮库存周期始于 2019 年末，并从 2022 年 4 月起进入去库存阶段，由此推测本轮库存周期或将在 2023

年下半年结束。一般而言，制造业投资周期启动于库存周期的尾部。当进入主动补库存阶段后，企业生产进程持续提速，制造业投资需求将逐步增长。当然，对未来的预测并不能简单地从历史规律来判断，本轮库存周期的真正启动还有赖于终端消费的回暖。

（二）猪肉、能源价格和核心 CPI 是影响下半年物价的重要因素

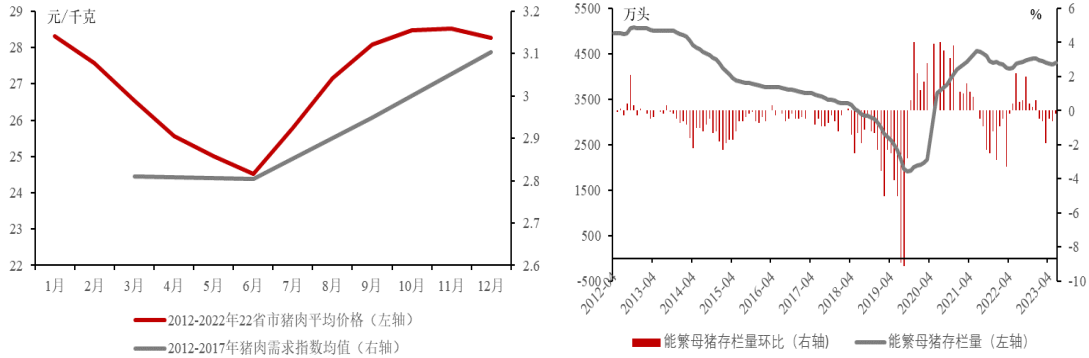
从影响物价的结构因素看，去年同期高基数将削弱猪肉对 CPI 同比的拉动作用，但随着国际油价拖累减弱，服务和商品等核心 CPI 价格回升，下半年物价水平将温和回升。预计下半年 CPI 同比涨幅为 0.5%左右，全年同比上涨 0.6%左右。

一是猪肉价格有望低位企稳。需求方面，历年猪肉价格走势和需求指数变化可以反映出猪肉需求具有较强的季节性特征（图 16）。下半年随着各类节假日增多，居民出行、聚餐等活动将增加对猪肉需求。同时，国家发改委启动的第二批中央储备冻猪肉收储工作将对猪肉价格形成一定支撑。供给方面，能繁母猪存栏量环比自 2023 年年初出现下降，根据能繁母猪存栏经过 10 个月左右转为生猪出栏的繁育周期来看，猪肉产能过剩压力或将在年底有所缓解。预计下半年猪肉价格或将在需求增加、供给充裕的格局下小幅回升。但本轮能繁母猪存栏环比降幅小于以往产能去化周期，并且存栏量仍处于历史相对高位，下半年猪肉供给仍相对充裕（图 17），预计猪肉价格对 CPI 同比涨幅的作用要等到明年上半年才能由负转正。

二是能源价格对 CPI 同比的拖累作用有望减弱。需求方面，伴随全球央行加息对抗通胀，海外经济增长动能衰减，原油需求仍将趋于弱势。供给方面，国际原油价格回落增强了以沙特、阿联酋为首的 OPEC+ 成员国家减产稳价意愿。OPEC+ 在 4 月开启新一轮超出市场预期规模的减产，并在 6 月宣布将减产协议延长至 2024 年年底。同时，美国原油增产遇到瓶颈，短期内无法弥补 OPEC+ 减产形成的供给缺口。预计未来全球原油供给削减程度大于需求，这将对原油价格形成一定支撑。根据 EIA 预测，2023 年下半年 WTI 原油现货价格将有所回升，均值将在 74.2 美元/桶左右。受去年同期基数下降影响，WTI 原油价格同比降幅将明显收窄，能源价格对 CPI 同比的拖累作用将

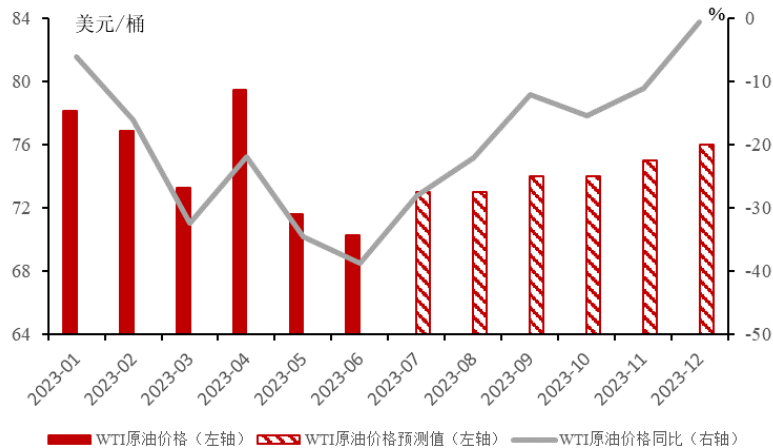
较上半年有所减弱（图 18）。

图 16：猪肉价格和需求季节性走势 图 17：能繁母猪存栏量及变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 18：WTI 原油价格及同比走势预测



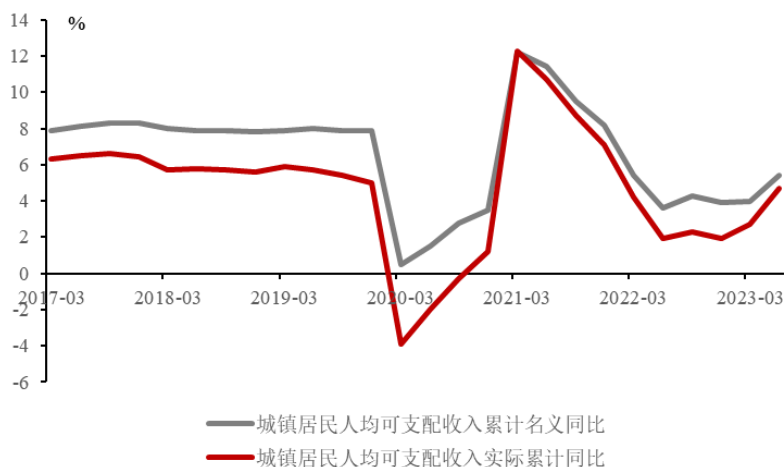
资料来源：EIA，中国银行研究院

三是核心 CPI 将温和上涨。一方面，服务价格修复空间相对较大。上半年，我国服务业 PMI 和服务业生产指数均高于疫情前同期水平，但服务价格环比平均涨幅仅为 0.13%，低于 2012-2019 年同期 0.21% 的平均水平，服务价格恢复水平不及服务需求。下半年，暑期、“十一”等节假日增多叠加居民就业逐步好转，旅游、住房等服务价格有望进一步回升。另一方面，下半年工业产品价格降幅将触底回升，这将对家用器具、通讯工具等耐用消费品价格形成支撑，为核心 CPI 平稳回升奠定基础。

四、理性看待当前物价低位运行的影响

第一，低通胀能够为居民消费、宏观政策提供较稳定的环境。一是低物价水平有利于提升居民实际购买力。居民的实际收入增速取决于名义收入和物价上涨幅度的相对差距。当前居民收入处于逐步恢复的调整阶段，低物价水平有利于推动居民实际收入稳定回升，进而增强居民实际购买力，促进消费复苏。上半年，中国居民人均可支配收入实际增速较名义增速回升更快（图 19）。二是低通胀将给未来宏观政策预留进一步宽松的空间。全球大部分中央银行的目标是控制通胀和经济增长。在经济实践中，需要把握货币政策的方向、节奏和力度，平衡好二者间关系。在高通胀情形下，往往需要人民银行及时采取紧缩货币政策，这就难免对经济增长造成负面冲击。2022 年以来，美、欧等主要经济体人民银行就一直处于“稳增长”与“控通胀”的两难困境当中。与之相反，中国较低的通胀水平为宏观政策稳增长、稳就业、稳物价留出了更多、更大的发挥空间。中国货币政策不会像美欧等经济体为治理高通胀问题而发生“急转弯”，甚至因过快加息引发金融市场动荡，经济金融市场环境将在稳健的宏观政策引导下保持整体稳定。

图 19：城镇居民人均可支配收入增速变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，价格结构分化有利于调整上中下游行业利润分配格局。当前我国上游采掘和原材料行业产品价格下降明显快于中下游行业。2023 年 1-7 月，上游采掘工业、原

材料工业和下游生活资料价格涨幅分别为-7.8%、-5.3%和0.4%。原材料价格回落有利于缓解中下游行业成本压力，重塑不同行业间利润分配格局。2023年1-7月，上游原材料行业中黑色金属冶炼、有色金属冶炼、化学原料和化学制品制造业利润分别同比下降102.5%、44%和52.2%，中游设备制造业中通用设备制造业、电气机械及器材制造业、仪器仪表制造业利润分别同比上涨17.9%、29.1%和10.8%，下游消费品行业中汽车制造业、纺织业、文体娱乐用品制造业等行业利润降幅逐步收窄。

第三，需警惕物价低位运行的潜在负面影响。当下我国虽然没有出现通缩，但仍面临着企业和居民部门预期不稳和信心不足等问题，需警惕物价持续低位运行的潜在负面影响。从历史经验来看，在长期低通胀的宏观背景下，居民部门、企业部门往往会相应地向下调整对未来价格的预期，进而降低支出意愿、推迟支出决定，由此带来消费与投资放缓并引起总需求收缩。而这又将进一步加剧通胀持续下行的压力，并可能导致经济最终进入真正的通缩周期。

五、相关建议

第一，多措并举提振内需，稳固经济复苏基础。当下中国低通胀现象的背后反映了需求不足、经济复苏动力偏弱的事实，需要及时采取措施稳固经济复苏基础。以推动居民收入增长作为落脚点，把恢复和扩大消费放在优先位置。以稳定和扩大就业岗位带动居民工资性收入增长，以推动资本市场健康发展带动居民财产性收入增长。完善并创新消费场景，补齐消费基础设施短板，释放消费潜力。例如，推进城市停车设施建设，打造“15分钟商圈”满足居民日常生活消费，提高超大城市汽车购买摇号中签概率、增加新能源车牌指标，补齐基层充电基础设施短板，等等。优化调整房地产市场政策，对需求侧限制措施应放尽放，提振房地产市场信心。加大对房地产市场的金融支持，引导商业银行进一步提供稳定的居民住房信贷支持，调整二套房认定标准，下调存量房贷利率。

第二，加强市场预期管理，避免通缩预期强化。从历史经验来看，通缩预期一旦形成就可能自我强化、甚至自我实现，因此需要引起高度警惕，加强市场预期管理。

要加大政府与市场的沟通，建立常态化沟通机制，加大宣传政府稳增长的手段和决心，引导和改善市场预期。通过发布经济预测数据，更加清晰地向市场表达宏观经济前景。及时解释市场异像，传递政策意图。完善舆情监测和研判机制，迅速准确地发现问题并积极有效地响应反馈。

第三，疏通货币政策传导机制，促进金融与实体经济的良性循环。货币政策要持续发力，坚持总量和结构调控相结合、数量和价格调控相结合，综合灵活运用存准率、公开市场操作、MLF、宏观审慎监管等货币政策工具，加强对市场流动性的调节。引导金融机构优化信贷安排，确保对制造业、基建等对经济影响较大行业的信贷支持力度，持续提振企业，特别是民营企业的投资和生产信心，挖掘企业资金需求潜力。进一步创新货币政策工具，重点通过结构性货币政策工具加大对小微、涉农等薄弱领域的金融支持力度。向市场进一步明确货币政策的通胀目标和政策实施路径，提升政策效力。

第四，长期来看需要增强经济发展动力，促进经济行稳致远。维持经济长期、平稳、可持续增长是保障物价稳定运行的基础。在严峻的内外部形势下，需要我国立足实际和总结自身发展经验，推动经济行稳致远。通过技术进步提高生产效率，进而提升全要素生产率。加大对基础科学研究的支持力度，强化企业的技术创新主体地位，深化知识产权领域改革。加快产业结构转型和优化升级，着力发展高端制造业，大力发展生产性服务业。积极推进新型城镇化建设，分类推进户籍制度改革，健全城市基础设施和公共服务设施，实现新型城镇化扩容提质增效全面发展。全面深化改革，激发市场主体活力。深化市场体制改革，进一步优化营商环境；深化财税体制改革，推动中央与地方财权事权更好匹配；深化国资国企改革，放宽社会资本准入。

