

## 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  
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

## 中国经济“通缩”之辩\*

2023年以来，社会各界对中国经济是否通缩的问题展开了广泛的讨论。本文认为，当前中国物价只是暂时的、结构性的下跌，且货币环境较宽松、经济整体运行稳定，并没有出现严格定义上的通货紧缩现象。但中国经济运行确实出现了一些困难，需求不足、市场信心弱、部分行业产能过剩、货币政策传导受阻等问题值得高度关注。从历史上国内外典型通缩时期的表现和应对中可得到启示，对于经济中出现的通缩趋势要给予高度重视并及时反应。建议政策上要兼顾短期稳增长、扩内需，以及长期促改革、调结构，推动经济景气度持续恢复。

## 中国经济“通缩”之辩

2023 年以来，社会各界对中国经济是否通缩的问题展开了广泛的讨论。本文认为，当前中国物价只是暂时的、结构性的下跌，且货币环境较宽松、经济整体运行稳定，并没有出现严格定义上的通货紧缩现象。但中国经济运行确实出现了一些困难，需求不足、市场信心弱、部分行业产能过剩、货币政策传导受阻等问题值得高度关注。从历史上国内外典型通缩时期的表现和应对中可得到启示，对于经济中出现的通缩趋势要给予高度重视并及时反应。建议政策上要兼顾短期稳增长、扩内需，以及长期促改革、调结构，推动经济景气度持续恢复。

### 一、历史上的通缩及相关启示

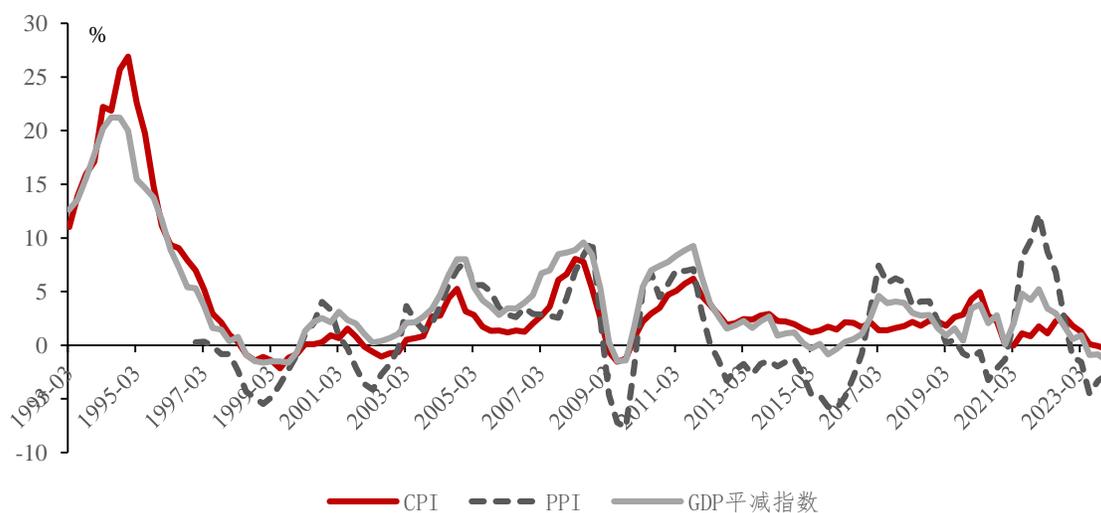
#### （一）国内的历次通缩分析

改革开放以来，中国出现物价下跌的次数不多，能称为通缩的情况更少。在少有的物价下行时期，中国政府均采取了及时的应对措施，较好地解决了物价下跌及经济增速下滑的问题，并防范相关风险的发生。

##### 1. 20 世纪末 21 世纪初，亚洲金融危机后中国出现通缩趋势

亚洲金融危机后，中国曾出现一段时间的物价下行以及经济增速下滑。CPI 在 1998 年 2 月-2002 年 12 月期间有 39 个月出现同比下降，1998、1999 年，GDP 平减指数分别下降 0.9% 和 1.3%。同时，GDP 增速也从 1997 年的 9.2% 下降至 1998 年的 7.8%。主要原因在于：**一是前期重复建设导致产能过剩**。纺织等传统轻工业出现严重的产能过剩，大量企业出现亏损。根据当时国家国内贸易局对主要商品的统计分析，601 种主要商品中，供大于求的商品有 155 种，占 25.8%，几乎没有供不应求的商品。**二是在控制银行坏账的过程中银行信贷收紧**。银行贷款余额增速由 1997 年及之前的 20% 以上快速回落至 1998 年的 15%。**三是亚洲金融危机爆发对全球经济带来较大冲击，外需明显走弱**。1999-2001 年，货物和服务净出口对 GDP 增速的拉动持续为负（分别为 -0.7、-0.04、-1.12 个百分点）。

图 1：中国物价波动情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

中国政府及时、有效地采取措施应对内外冲击，稳定了物价水平，并推动经济增速回升。其一，宏观调控政策及时转向，扩大内需。通过积极的财政政策加大逆周期调节力度，1998-2000年连续三年增发长期建设国债，规模分别为1000、600、500亿元，占当年GDP比重分别为1.17%、0.66%和0.5%，主要用于农林水利、交通通信等基础设施建设领域。货币政策稳健宽松，央行多次下调各项基准利率，大幅降低存款准备金率，1998年3月将法定存款准备金率从13%一次性下调至8%，并于1999年11月再次降至6%。其二，积极推进一系列改革开放举措。推进国企改革，建立现代企业制度，下岗分流劳工，清理过剩产能，提升企业效益和盈利能力。国有单位就业人数从1997年的11044万人大幅降至2002年的7163万人，降幅达35%。推进金融体制改革，对国有商业银行进行财务重组，发行2700亿元特别国债用于补充四大行资本金，成立四大资管公司以解决四大行不良资产问题。推进住房制度改革，推进商品房制度，引入住房按揭制度，发展房地产市场。推动对外开放，中国于2001年加入WTO，对外贸易获得长足发展。

## 2. 2009年，全球金融危机后中国出现短暂的物价下跌

全球金融危机后中国也曾出现短暂的物价下跌，2009年2月-9月，中国CPI同比

连续 9 个月下跌，同时 GDP 增速也从 2007 年的 14.2% 大幅下跌至 2008、2009 年的 9.7% 和 9.4%，其中，2009 年一季度 GDP 增速仅为 6.4%。与此前不同的是，**本次的物价下行主要是由外部冲击导致的**。2008 年全球金融危机导致全球经济明显承压，外需走弱，中国出口增速从 2008 年的 17.4% 大幅跌至 2009 年的 -16.1%。**以原油为代表的大宗商品价格的暴跌，也给当时中国带来较大的输入型通缩压力**。RJ/CRB 商品价格指数从 2008 年 7 月初的高点 470 左右迅速下降至 2009 年的 230 左右，降幅超 50%。

在此次危机的应对中，中国政府实行了一揽子应对政策以强化对经济的逆周期调节力度。**实施积极的财政政策**，推出“4 万亿刺激计划”，主要投向民生基建领域，通过基建投资稳住了内需，稳住了经济。**货币政策转向适度宽松**，自 2008 年 9 月至 2008 年底共 5 次降息、3 次降准，最终降息幅度达 216 个 BPs、全面降准 2 个百分点。2009 年 M2 增速高达 27.68%，比 2008 年提高了约 10 个百分点。**陆续出台汽车、钢铁、纺织、电子信息等十大产业振兴规划**，其中影响最大的是汽车产业，涉及购置税减征、汽车下乡等政策，有效地拉动了汽车消费。

## （二）国外的几次典型通缩分析

全球范围内比较典型的通缩包括 20 世纪 30 年代资本主义国家的“大萧条”，以及 20 世纪 90 年代后日本“失去的 30 年”，等等。这些通缩持续时间更长、产生的危害更大，也具有更大的警示意义。

### 1. 20 世纪 30 年代，美国“大萧条”时期出现严重通缩

20 世纪 30 年代的大萧条，是历史上典型的通货紧缩时期。**以股市崩盘为代表的资产价格暴跌，是大萧条的导火索**。道琼斯工业指数从 1929 年的高点 320 以上迅速下滑至 1933 年的低点 50 左右，降幅达 85% 左右。股市暴跌引发经济全面衰退，而当时美联储并未及时行动，导致市场流动性紧缺引发通货紧缩。1930-1933 年，美国 CPI 分别下降 2.3%、9.0%、9.9% 和 5.1%，年均下降 6.6%。同时，银行资产负债表迅速恶化，市场恐慌情绪引发挤兑潮，导致大量银行破产。

**“债务-通缩”螺旋深化了通缩程度**。通货紧缩导致实际利率上升，显著加重了

企业实际债务负担。企业过度负债进而导致投资与消费需求下降，进一步加剧了通货紧缩的深度，陷入“债务-通缩”螺旋。根据计算，1933 年美国整个社会的真实负债比 1929 年初大约上升了 40%。

针对大萧条时期的多重问题，罗斯福政府采取了一系列措施。其中具有代表性的有：**一是加大政府调节力度，以提振需求、创造就业。**尤其是更大程度发挥积极财政政策的作用，扩大财政支出。成立公共工程管理局，推动私人企业承担高速公路、公共设施等大型项目建设。实施“以工代赈”计划，为失业者提供大量就业机会。**二是实施一系列金融改革措施，恢复公众对金融体系的信心。**颁布《格拉斯·斯蒂高尔法》，将商业银行与投资银行分开，避免把住户存款用于投机。成立联邦存款保险公司，为居民存款提供保障。设立美国证券交易委员会，加强股票市场监管。**三是取消金本位制度。**1933 年 4 月，罗斯福宣布取消金本位制，大大提高了美联储货币政策的灵活性。同时，通过美元贬值，推动美国对外贸易发展。值得一提的是，在罗斯福新政期间，1938、1939 年美国仍出现了物价下跌情况，直到第二次世界大战开启，大幅拉动美国国防工业需求，美国才真正走出通缩困境。

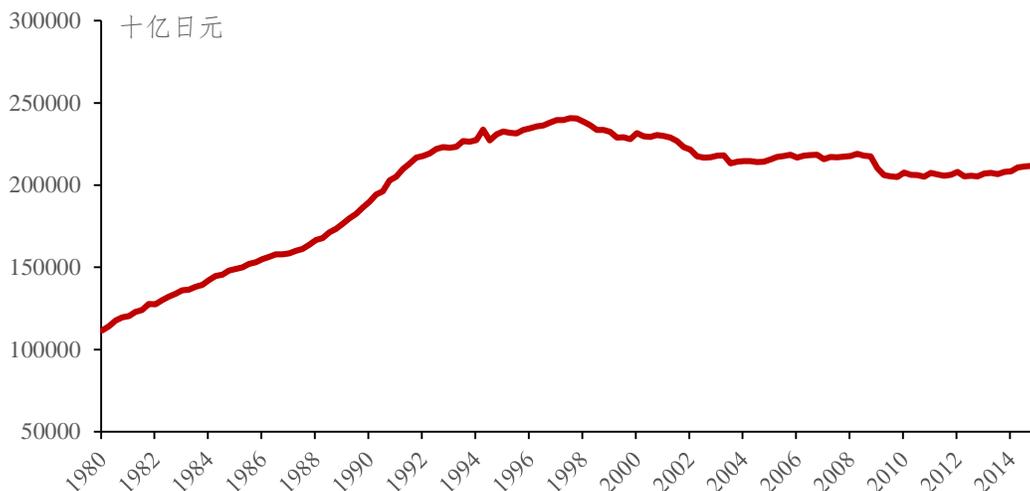
## 2. 20 世纪 90 年代后，日本经历长期通缩、经济陷入“失去的 30 年”

20 世纪 90 年代初，经济泡沫破灭后，日本陷入了长期的通货紧缩和经济低迷。主要原因在于：**其一，资产价格暴跌导致居民和企业部门资产负债表严重受损，并经历了长时间的资产负债表衰退。**1990 年，日本股市和房地产市场出现历史性崩盘。东京日经 225 指数从 1990 年的高点 38000 点快速下跌至 15000 点左右；东京房价指数则从 1991 年的高点 248.3 点持续下跌至 100 点以下。居民财富严重缩水，消费意愿持续低迷，大量企业破产，企业投资意愿和能力均在收缩，内需长期难以提振。居民、企业部门杠杆率从上世纪 90 年代的 70%和 140%左右逐渐下降至 2016 年的 60%和 90%左右。

**其二，日本社会出现“工资-预期-物价”负循环，并长期无法打破。**经济泡沫破灭后，日本发生的情况是：各公司商品价格每年保持不变→消费者生活成本每年保持不变→劳动者工资不上涨也能维持生活，工会在生活成本不变的情况下也难提出涨薪

的要求→由于人工成本每年保持不变，因此企业也无需“成本转嫁”。1995-2015年间，日本工资水平不升反降，雇员薪资总额从233.52万亿日元降至211.99万亿日元。

图2：日本雇员工资和薪金情况



资料来源：日本内阁府，中国银行研究院

其三，日本海外资产规模持续攀升，但在此过程中出现“产业空心化”问题，进一步影响国内经济活力。受国内经济不景气、日元贬值等因素影响，日本企业和居民加快了将资产转向海外的步伐。截至2022年底，日本海外净资产高达418万亿日元（同年国内GDP总额为545.8万亿日元），连续30年为全球最大债权国。日本GNI与GDP的差距也持续扩大。大规模的海外资产虽然为日本企业开拓了新的增长点，但对日本国内经济的贡献有限，大量海外收益并没有回到国内而是继续投资海外。同时，在此过程中日本出现了“产业空心化”问题，削弱了经济长期增长动力。

在应对“经济泡沫”破灭以及随后的通缩过程中，日本政府在政策决策上出现了偏差，也导致日本经济长期陷于通缩困境。财政政策方面，“经济泡沫”破灭后日本扩张性财政政策并未一以贯之，虽然在1990-1995年间推出了多次经济刺激对策，但由于财政压力加大，1996年后又重新推行紧缩财政政策，将消费税从3%提高到5%，导致需求再次萎缩。在财政扩张方向上，主要还是投向生产型基础设施建设为主，效率较低，对提振需求的生活型公共投资以及教育科技方面的投资并未给予重视。日本教育

支出占财政支出的比重从1989年的17.64%降至2021年的7.43%。货币政策方面，日本央行耗时5年才将基准利率下调至0.5%的低点，与美国应对2008年全球金融危机时将联邦基金利率降至超低水平相比，日本央行当时的应对政策无疑过于谨慎，速度也偏慢。此外，由于居民、企业部门出现资产负债表衰退、持续去杠杆，市场主体持有现金的倾向明显提高，导致货币的信用派生能力持续下降，后期“宽货币”政策的效果大打折扣。日本货币乘数从19世纪末的10以上降至2023年的2以下。

图3：日本货币乘数走势



资料来源：日本央行，经作者计算整理，中国银行研究院

### （三）相关启示

综合历史上国内外典型通缩时期的经济表现及应对可得到一些启示。

其一，对于经济中出现的通缩趋势要给予高度重视并及时应对。从历史经验来看，通缩的初期往往并不容易被识别，其负面影响一般需要一段时间才会显现出来。但通缩的危害极大，对居民就业、金融系统稳定等多方面都会造成严重冲击，因此需要对通缩的早期现象给予高度关注。以日本为例，在经济泡沫破灭后，日本政府在积极的财政政策上并未一以贯之，货币政策的放松节奏也过于谨慎，甚至直到2009年日本央行才首次承认日本处于通缩状态。政府应对不及时，错过了政策的最佳窗口期。

其二，从应对通缩的效果来看，积极的财政政策往往要比货币政策更有效。以日

本为例，在需求不足的情况下，货币政策可能陷入流动性陷阱，导致政策效果不足。美国罗斯福政府针对当时“大萧条”的情况加大了财政政策支出，并通过积极财政政策推动就业、刺激需求，取得较好效果。当然，形成通缩的原因较为复杂，需要深入分析，针对需求不足、产能过剩、货币紧缩等不同成因，应采取不同的应对之策。

**其三，要防止物价下行与预期、工资等变量形成负循环。**日本的经验教训中，通缩与工资、预期等因素形成了互相强化的恶性螺旋，居民与企业资产负债表衰退的背景下消费、投资等活动收缩。政策始终未能找到突破口来打破这一负循环链条。因此在治理通缩的过程中，政策除了关注宏观经济运行情况外，还需要关注微观主体的感受与福利，及时向市场传递政策意图。

**其四，反通缩政策还要兼顾短期与长期的效果。**物价是经济运行的结果而非原因。通缩的形成往往是经济体系中的结构性问题长期积累的体现。如果只注重短期经济刺激，虽能一定程度缓解通缩，但长期可能给经济留下更严重隐患。需要通过根本性的改革措施为经济持续稳定发展注入动力，才能真正解决问题。例如，中国在 20 世纪末 21 世纪初推出的一系列改革措施，不仅助力经济走出通缩困境，更为中国经济之后几十年的高速发展找到了新的增长点。

## 二、对当前中国经济是否通缩的争议与判断

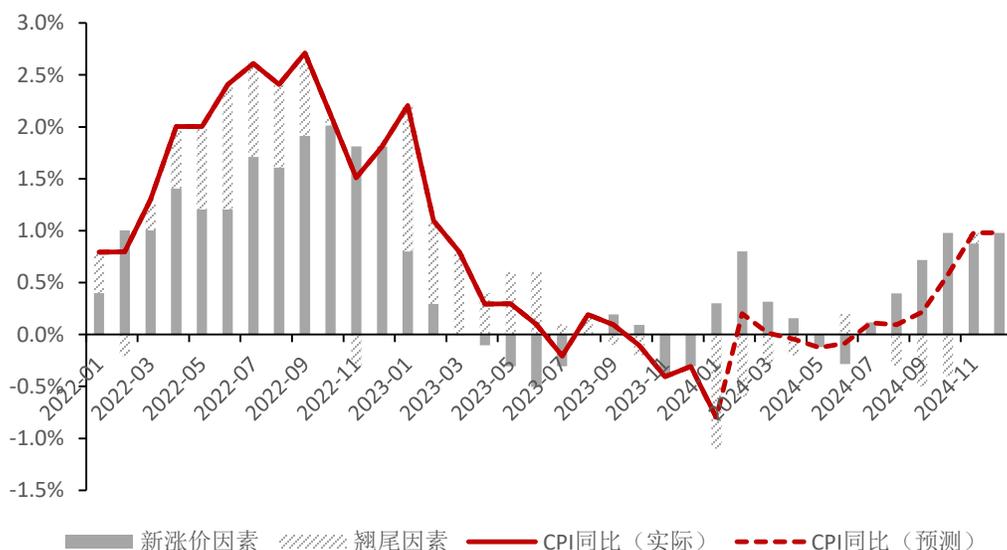
目前国内外定义“通货紧缩”并无统一标准。主要有三种不同的观点：一是单要素论，即通货紧缩是物价总体水平的普遍、持续的下降；二是双因素论，即通货紧缩是一种货币现象，是指物价和货币供应量的持续下降；三是三要素论，即通货紧缩是经济衰退的货币表现，包括物价水平、货币供应量和经济增长率持续下降的三方面特征。持续时间方面，有的观点认为物价由正转负即为通缩，有的观点以物价持续下跌半年为界，有的观点则以 1 年为界。通常来看，短期物价水平的波动是一个复杂的经济现象，涉及多重因素之间的相互作用，需要全面评估与研判。

### （一）从严格定义来看，当前中国经济并未出现通缩

**第一，不能将暂时的物价下跌简单地定义为通货紧缩。**2023 年全年 CPI 上涨 0.2%，

整体保持稳定，仅在四季度出现同比下跌。从趋势上来看，当前中国物价下行只是暂时的，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，物价也将逐渐温和回升。预计2024年2月份CPI同比涨幅将转负为正，且全年呈“前低后高”走势。

图4：中国CPI走势及2024年预测

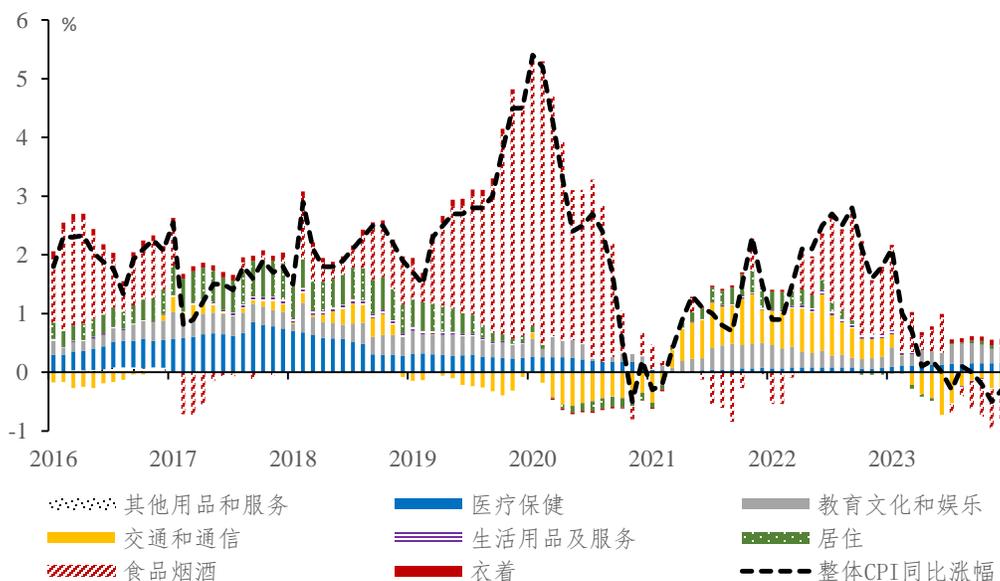


资料来源：Wind，作者计算整理，中国银行研究院

第二，中国物价并不是普遍性的下降，导致物价下行的大部分原因是结构性的。从CPI结构来看，食品烟酒、交通通信是主要的下降项目，通过计算，2023年四季度，CPI平均同比涨幅为-0.33%，食品烟酒、交通通信对CPI同比涨幅的贡献分别为-0.21和-0.63个百分点。也就是说，“猪油共振”对CPI涨幅的拖累较大，剔除二者影响后的CPI同比涨幅将是正的。我国CPI构成中，食品项目权重较大，猪肉价格波动较大，因此一直以来猪肉价格对CPI涨幅影响明显。由于我国养猪模式从过去的农户散养为主转变为企业规模化养殖为主，养猪成本明显下降，且企业抗跌能力强导致本轮猪肉产能去化较慢，猪肉价格持续低迷。截至2023年末，全国猪肉平均批发价为20.45元/公斤，较年初下降了21.4%，较2022年10月高点下降了42.7%。此外，国际原油价格高位回落，也是导致CPI下跌的重要因素。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，全球流动性持续收紧，拖累原油市场表现。截至 2023 年末，WTI 原油期货收报 71.65 美元/桶，布伦特原油期货收报 77.04 美元/桶，分别较年初下降 6.9%和 6.2%。

图 5：中国 CPI 涨幅及各分项贡献度测算



资料来源：Wind，作者计算整理，中国银行研究院

第三，我国经济运行整体平稳，货币环境较为宽松，并不满足双因素论和多因素论定义的通缩。从历史上国内外典型的通缩时期经济表现来看，通缩往往伴随着货币政策收紧以及经济增速的明显下滑，但我国并没有出现类似的情况。2023 年，我国 GDP 增长 5.2%，宏观经济保持平稳恢复。M2 同比增速为 9.7%，全年累计降准 2 次共 0.5 个百分点，货币环境较为宽松。

## （二）需要关注当前中国经济面临的需求不足、预期走弱、部分行业产能过剩、货币政策传导受阻等问题

正如前文所言，物价是经济运行的结果而非原因。当前市场讨论中国经济是否通缩，其实是对经济整体运行状态的一种担心。从这一角度来看，中国经济运行确实出现了一些困难，正面临“类通缩”压力。

**第一，需求不足已成为制约中国经济的最大因素。**消费方面，由于收入增长放缓、资产价格下跌，居民消费意愿不足，居民消费倾向持续低于疫情前水平。2023 年，全国人均消费支出占人均可支配收入的比重为 68%，仍低于疫情前水平（2017-2029 年均值在 70%以上）。此外，房地产市场低迷拖累住房相关消费表现。投资方面，地方政府债务压力对基础设施建设领域形成制约，基建投资增速有所放缓。房地产企业资金链持续收紧，销售趋冷、融资受阻，导致房地产投资连续两年出现较大跌幅，2022、2023 年分别下跌 10%和 9.6%。出口方面，全球经济下行压力较大，整体外需不振。逆全球化背景下，部分产业链外迁，也影响出口增长。2023 年，中国出口金额同比下降 4.3%。

**需求不足背后反映的是市场主体信心和预期走弱。**房地产、股票等资产价格下跌导致财富收缩。公募基金首次出现连续两年亏损，2022、2023 分别亏损 14500、4300 亿元。2024 年后，A 股更是顺势跌破了 2700 点大关。此外，部分负面消息通过社交媒体广泛传播并放大，也导致市场负面情绪进一步强化。

**第二，部分行业出现产能过剩问题，既包括水泥等传统行业，也包括新能源等新兴行业。**在房地产市场低迷的背景下，水泥、建材等传统行业产能过剩的压力加大。光伏、锂电池、芯片等新兴行业也出现结构性产能过剩的问题。以光伏产业为例，近年来国内光伏产能扩张迅猛，产品价格快速下跌，上游硅料价格已跌超 70%，大量中小企业面临亏损，行业格局加速洗牌。

**第三，货币政策传导受阻，更能反映经济活跃度的 M1 增速持续放缓。**2023 年以来，我国“高货币与低物价”持续并存，M2 保持较高增速，但物价持续走低。从 M2<sup>1</sup>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，出现了“M2-M1 剪刀差”扩大的现象。截至 2023 年末“M2-M1”剪刀差高达 8.4 个百分点，位于历史较高水平。与 M2 相比，M1 能更好地反映微观主体预期和终端市场需求，也与物价水平关系更加紧密。“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

<sup>1</sup> 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。

转”，并没有作用到微观实体经济领域。货币政策传导受阻，导致其提振内需的效果大打折扣，物价持续走低。

### 三、防范相关风险的几点建议

综合来看，当前中国物价下跌只是暂时的、结构性的，但确实面临需求不足、市场信心弱、部分行业产能过剩、货币政策传导受阻等问题。本轮物价低位运行主要是受国内自身经济运行的影响，这与2009、2020年物价下跌主要受外部冲击影响存在明显的不同。未来物价走势很难出现快速低位反弹，更大概率将温和恢复。而且物价的恢复程度取决于经济的修复程度，需要政策持续发力。

#### （一）短期来看，要加大稳增长政策力度，推动经济景气度持续恢复

**进一步打开财政政策空间。**从国际对比来看，中国中央政府杠杆率处于较低水平，可通过中央政府加杠杆来实现地方政府、居民部门杠杆转移的效果，为未来经济发展拓展空间。进一步优化财政收支结构，提升财政可持续性。财政支出方面需要坚持有保有压，更多向民生、科创、绿色等领域倾斜。财政收入方面，可考虑适当提高国企利润上缴比例，积极盘活存量资产。

**继续实施稳健偏宽的货币政策，**通过降准、扩大使用结构性货币政策工具等方式投放流动性，保持市场流动性合理充裕。考虑到银行息差持续收窄的压力，建议不要盲目降息。当前主要症结点并非企业融资可得性或融资成本高低与否，而是企业对经济恢复信心是否可持续，要避免单向降息导致存贷款利率倒挂。

**持续促消费、稳投资，进一步发挥内需对经济增长的支撑作用。**保障经济持续增长，稳定居民就业，推动居民收入平稳增长，巩固居民消费基础。完善社会保障体系，缩小城乡社保待遇水平差距。助力新能源车拓展下沉市场，进一步完善城市周边及县城电动汽车充电网络布局与建设。着力释放有效投资需求，提前做好重大工程项目等储备工作，加快国债和地方专项债资金落地进程，以政策前置发力巩固经济复苏基础。

**多措并举稳定市场预期。**保持政策稳定性与一致性，在政策出台过程中强化统筹、充分调研，在政策执行过程中保持严肃性、稳定性，避免不同部门间、中央与地方间政出多门、朝令夕改的现象。适度引导相关媒体舆论，保护公民的言论自由，在全民网络化的时代，过度的干预反而可能让一些过激观点通过不当渠道发酵，削弱政府公信力。

## （二）长期来看，通过启动新一轮一揽子改革为我国经济持续稳定发展注入新的动力

凝聚改革共识，进一步处理好政府与市场的关系，尊重市场规律，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。结合我国经济优劣势，在改革过程中要补短板、强弱项。全力支持科技创新，加大基础研发投入，加大知识产权保护，推动行业内部兼并与重组以加快优化产业结构，抓住新一轮科技革命和产业变革的新机遇，推动我国产业链的进一步跃迁。持续优化营商环境，充分运用法治化思维，保护私人产权，稳定企业信心，激发市场主体活力。



