

价格下行的风险

宏观经济学中的“价格”指总体价格水平，一般由消费者价格指数（CPI）或 GDP 平减因子（Deflator）来衡量。

经济学家把总体价格水平下降的现象称为通货紧缩（Deflation），简称通缩，反义词是通货膨胀（Inflation），简称通胀。

所谓总体价格水平下降，一方面是说东西（商品和服务）总体更加便宜，另一方面是说货币相对东西更昂贵。因为“物以稀为贵”，我们又可以说货币相对东西稀缺。于是我们可以理解中文“通货紧缩”的深意：通货就是货币，通货紧缩就是货币稀缺（昂贵）。

如果只是个别商品或服务价格下降，那么是消费者有福。但是如果价格整体下滑，消费者可能处境不妙。一方面，之所以价格总体下滑，是因为消费者收入下降，从而削减开支。另一方面，人在价格下滑的时候可能推迟消费，导致整个经济销售“量价齐跌”。因为销售额就是公司的营业收入，是工资、奖金、利润等居民收入的来源，所以销售额下跌会让消费者收入进一步下降。

更直接地说，**既然通缩就是货币变贵，那么在通缩时期“搞钱”不容易**，于是生活不容易。

分析通缩

用教科书理论来分析，通缩的产生可以归因为“总需求”下降或“总供给”上升：要么是供给侧保持不变，总需求趋向疲弱，要么是需求侧保持不变，总供给能力上升，都可能形成通缩。

总供给能力如何上升？一方面可能是因为原材料、能源、劳动力等“输入”价格下降，说明这些资源变得充裕，比如发现了新的矿产资源，或者享受人口红利，等等。另一方面，可能是因为技术进步，能把同样的输入转化为更多的输出。

在现实世界中，需求侧很难“保持不变”。当总供给能力上升时，无论是输入价格下降导致，还是技术进步导致，资产的重置成本（Replacement cost）都会下降。这会导致资产价格相对成本的溢价上升，从而刺激投资需求。

比如互联网革命让很多类型资产的形成更便捷，于是刺激各行各业的投资活动，其中还产生了很多新型资产，如网购平台。

投资需求又会进一步带来更高的消费需求，比如科技投资会推升研发人员的收入，从而推升他们的消费需求。他们消费需求的上升，又会给其他人带来收入上升，等等。这分明是很容易搞钱的画面。

所以在总供给能力显著上升期间，因为常常伴随总需求的上升，通缩发生的概率

并不大。

而且，总供给能力并不容易在短时间内迅速上升。新发现的矿产跟存量相比总是微乎其微的，不会导致存量的跳跃。技术进步往往也是“润物细无声”，即使是革命性的互联网，其对经济的影响也是跨越了若干经济周期。

所以如果我们关注短期经济波动，也就是商业周期（Business cycles），那么总供给能力可以假设“保持不变”。换句话说，宏观短期看需求。

如果供给“保持不变”，通缩的原因就是疲弱的需求。当需求趋向疲弱，如果要价格水平维持不变，那就要求总供给能力下降。但在市场经济中，后者很难发生。

事实上，市场经济天生有扩大供给的冲动。当需求趋向疲弱，价格水平开始下降，虽然企业毛利跟随下降，但企业不会因此减少生产。尤其在竞争行业，一个企业减少生产并不足以维持产品价格，因为其他企业会趁机扩大生产。在这种环境中，企业往往还会扩大生产，所谓“以量补价”，内卷至死。

当然，很多企业会在通缩环境中减少投资，但是减少投资并不能马上减少供给。在短期，减少投资的影响是进一步削弱宏观需求，从而让通缩更加严重。所以通缩和需求疲弱会相互增强，让经济陷入恶性循环。

在一个典型经济周期的顶点，过度乐观的情绪往往伴随过度的投资和过剩的产能。要让这些投资有所回报，未来的总需求要“超越现实”。接下来，幻想的破灭会是大概率事件。

经济的下行可能首先来自某个重要行业，如房地产。该行业的需求率先下挫，然后悲观和观望情绪传染到该行业的上下游，于是需求疲弱的范围扩大。很快相关行业的员工和供应商都感受到寒意，于是纷纷减少消费和投资，于是导致更大范围的需求疲弱。在这过程中，通胀不断下行，直至发生通缩。

通缩的金融风险

通缩还会让金融系统风险上升。金融系统风险来源于微观企业债务负担和偿债能力（现金流）之间的不匹配。当总体价格水平下降，债务负担不会减，但是偿债能力会下降。

之所以偿债能力会下降，是因为在通缩环境中，即使企业能保持销售数量，其销售额（现金流入）会因为价格下降而下降，同时成本（现金流出）相对刚性。一方面，成本的组成部分中有非常刚性的，比如租金、水电、人工等等。另一方面，虽然有些上游供应商也不得不降价，但是他们可能也面临同样的不匹配。所以从宏观角度看，向上游索取现金流的空间有限。

企业偿债能力下降，对流动性需求就更大。在通缩环境中，资本市场更难满足企业的流动性需求，因为抵押品（房地产、股权等）价值也跟价格水平有关。

如果债务负担和偿债能力不匹配的企业持续增多，可能会达到一个临界点（Tipping point）。之后金融机构对企业不敢信任，包括那些看上去经营正常的企业。然后，金融机构对其他金融机构也不敢信任，因为担心其服务的企业会出问题。这时金融危机就不远了。

正因为忌惮通缩对经济和金融的影响，各国央行的目标通胀率并非 0%，而是大于零的温和通胀率，比如发达国家普遍采用的 2%。当通胀下行到 2% 左右，央行就可以开始宽松（降息），希望在到达 0% 之前，就已经控制住总需求的下滑，从而避免通缩的发生。

政策应对

如果判断通缩的病因是需求疲弱，处方就是刺激需求：要么用财政政策，增加政府消费或投资，或者减税以刺激民间消费和投资；要么用货币政策；要么财政货币双管齐下。

在一个金融体系较为完善的经济，见效最快的政策可能是降息，因为消费者和投资者可以立刻感受到降息带来的更低的融资成本。当然，能否见效的前提是降息力度够大，保证实际利率下行。

如果降息力度不够，实际利率会在通缩趋势中上升。比如，如果通胀率从 0 降到 -1%，而政策利率只从 3% 降到 2.5%，那么实际利率会从 3% 升到 3.5%。所以在通缩趋势中，央行不仅要降息，而且要迅速降息，否则实际利率的“加息”会进一步打击投资和消费意愿，从而让总需求更加疲弱。

当然政策利率有下界，比如一般不能降到零下。如果政策利率到了下界，但通缩还没止住，还可以用“量化宽松”（QE），即央行在公开市场购买资产，比如长期国债。日本央行甚至尝试过购买股票。

当然，此时财政政策可能更有效，尤其是增加开支（赤字），比如兴建各项基础设施、增加教育和基础研究投入等等。

通缩时期一般对应着较低的产能利用率和较高的失业率，所以政府支出能让私人部门带来额外的收入，额外的收入又能带来额外的消费，等等。所以政府支出一般有所谓的乘数效应，即 1 元的支出能带来超过 1 元的总收入。

当然，乘数效应超过 1 并非必须。如果政府能用闲置的产能和失业人口为经济增添必要的基础设施，那么在增加总需求的同时，也会增加整个社会的福利。

通缩记忆

1978 年以来，根据年度 CPI 数据，我国共发生三轮通缩：1998-1999、2002、2009。2023 年数据还没有正式出来，但第四轮通缩可能开始了。2002 和 2009 年通缩都

比较短暂，没有留下多少记忆。尤其是后者，国民记忆中可能只有“四万亿刺激计划”及其催生的房价大涨。

但 1998-1999 通缩长达两年多。甚至我们可以把 1998-1999 和 2002 两次通缩合并在一起，称为“大通缩”。从月度数据看，通胀率从 1998 年 2 月开始转负，两年零三个月后暂时转正，但维持在低位，2001 年 9 月又回到通缩状态，直到 2003 年初才彻底走出通缩。



“大通缩”跟 1998 年启动的“国企三年脱贫”有关。从 1998 至 2000 年，一个几乎没有社会保障制度的年代，大规模的国企改革导致约 3000 万职工下岗。下岗职工顿时失去收入，只能减少消费。他们消费的减少又会带来其他人收入下降，于是总需求进一步趋弱。

同时，1998 年亚洲金融危机进一步深化，东亚和东南亚国家汇率大幅贬值，但人民币保持固定汇率不变，所以外需也受压。

面对通缩，央行大幅降息，一年期存款利率从 1998 年初的 5.67%，降到 1999 年末的 2.25%。因为存款利率大幅下降，同时恢复利息收入税，所以催生一波“储蓄搬家”，从银行搬到年轻的 A 股。

同样年轻的证监会也很积极地配合，于 1999 年 5 月发动了著名的“5.19”行情，吸引了更多人进股市。现在六七十岁的老股民中，很多人就是这样入场的。可惜 A 股对不住老股民，2001-2005 的大熊市在不远处等待着他们。A 股“牛短熊长”的特征一直持续到今天。

除货币政策外，财政政策也颇为积极。一方面增发国债，用于各项基础设施建设和增加教育的投入。其中 1999 年本科招生扩大近 43%，2000 年再次扩招 24%，这就是中国高等教育史上著名的“大扩招”。这些政策一举两得，既刺激短期需求，也满足中长期经济发展的需要。

另一方面，用出口退税、降低进口设备关税、税收减免等税收政策，鼓励出口和

投资。其中还特别针对新兴的房地产行业，对涉及房地产的营业税、契税、土地增值税给予减免。顺便说一句，1998 年福利分房开始退出，而商品房大踏步前进，未来的房地产大牛市正在酝酿。

当然，在通缩时期，1998 年的商品房和其他商品一样不好卖。为促进商品房销售，上海在买房送户口的基础上，又推出“购房退税”政策，即买房可以抵扣个人所得税。

这些政策无疑对刺激需求、防止通缩进一步恶化起到积极作用。但更为重要的是，当时大刀阔斧的市场化改革激发了民间投资热情。1998-1999 正是“入世”谈判关键时期，为顺利加入世贸组织（WTO），包括国务院机构改革在内的重要改革措施密集出台，精兵简政，简化审批，统一市场，让中国的投资和营商环境有了质的飞跃。

到 2003 年，随着民营经济迸发出空前活力，以及“入世”红利强力释放，需求疲弱逐渐变成供需两旺，中国经济满血复活从通缩中走出，进入高速发展阶段。

结束语

快进到 2024 年，因为疫情后需求的恢复远远弱于供给，中国经济再次面临通缩风险。最新 3 月份 CPI 同比涨幅仅 0.1%，悬在通缩边缘。

其他指标则更令人警醒。GDP 平减因子已经持续四个季度通缩，其中 2024 年 1 季度达到(-1.2%)。生产者价格指数（PPI），衡量工业品出厂价格水平，已经历 18 个月的下行。PPI 可以说是 CPI 的上游，也是工业企业利润的决定因素。

虽然央行已经开始降息，一年期贷款基准利率从 2023 年 3 月的 3.65%降到今年 3 月份的 3.45%，但是步伐不及通胀率的下行（同期 GDP 平减因子通胀率从 0.6%下降到-1.2%），因此降息并没有帮助降低“实际利率”。

其他政策也在陆续出台，比如发行特殊国债给地方政府纾困，建立城市房地产融资协调机制，放松房地产限购限贷等等，但这些碎片化的政策没有形成合力，至今没有扭转悲观预期。房地产销售依然疲弱，A 股和港股依然压力重重。

而预期一旦形成，通常相当顽固。在悲观预期统治下，安全顾虑高于赚钱目标。大家把保命奉为上策，不敢投资，不敢让现金流出，于是别人就更难赚钱。难以赚钱，就难以偿债、支付工资和应付账款。所以个体层面的安全第一，加总到宏观层面恰恰没有安全可言。“搞钱”难，还钱难，正是通缩的症状。

为防范通缩及其经济和金融风险，看来还需要更有力、更有想象力的政策，让企业家和创业者消除顾虑。好在中国经济仍有巨大潜力，只要乐观预期华丽归来，预期大概率不会落空。

写于 2024.1.11，2024.4.17 修改。