

低通胀环境中的经济隐忧



中国市场学会理事
经济学教授

张锐

在日前发布了今年一季度权威经济数据之后，国家统计局新闻发言人明确强调，当前中国经济没有出现通缩，而且随着物价的稳步恢复以及高基数影响的消除，物价水平会回到一个合理状态，因此下阶段也不会出现通缩。紧接着，央行部门负责人也在一季度金融统计数据有关情况新闻发布会上表示，我国不存在长期通货紧缩的基础。

按照国际公认的标准，通货紧缩有三大特征，即物价水平持续下跌、货币供应量下降与经济衰退。但数据显示，今年前3个月国内物价同比涨幅分别为2.1%、1.0%和0.7%，虽环比连续两个月下降，但3月份同比出现了上升，整个一季度CPI也同比上涨1.3%；从货币供求来看，今年一季度M2余额达281.46万亿元，同比增长12.7%，延续过去两个季度的同比正增长，并维持在近年来的高位；再看经济增长，一季度我国经济同比增长4.5%，环比增长2.2%，其中当季投资、消费与出口分别实现5.1%、5.8%和8.4%的同比增幅。看得出，单项指标与综合指标都未显示我国出现了通货紧缩。

但必须正视的是，至今3月末扣除食品与能源价格的核心CPI小于或等于1%已经超过一年，同时CPI已多年维持着2%左右的涨幅，距离3%的政策目标也不近。更值得关注的是，CPI定基

走出低通胀，不可寄希望于宽松货币政策的刺激，而是要在防止资金分叉和空转的同时，扩大总需求，尤其是在扩大消费需求方面，应将提高居民收入水平摆到重中之重的位置。”

指数每五年调整一次的结果显示，国内通胀弹性确实呈现出趋势性下降轨迹，其中2011年-2015年CPI累计增长11.7%，2016年-2020年累计增长10.3%，2021年-2023年3月累计增长2.6%，换算成月度折年率分别是1.97%、1.73%和1.24%，不仅弹性下降，且呈加速下滑之势。低通胀不等于通缩，但物价如果长期低位徘徊，多少可以反映出经济体存在的相关问题。

首先，物价的持续走低映射出的是



李曦子 摄

供给过剩压力。历经多年的供给侧结构性改革，国内产品低端重复与趋同的状况得到了一定程度的出清，但新冠疫情的发生和持续三年的防控，企业库存与商品积压再现被动性抬升。疫情缓解以及防控优化之后，基于履行订单的承诺和降低违约的风险以及稳定客户的需要，处在供给端的企业及时而动并增加生产与出货，但与此同时并无较大倒逼压力的需求端尤其是消费需求并没有做出同步反应，产品库存出现新的叠加。除自我本能之外，供给端的企业也往往会受到中国稳健货币政策与积极财政政策的首先加力支撑，尤其是去年以来支持稳增长力度持续加大，供给端见效较快，而需求端虽然也获得了政策的给养与激励，但相关主体信心的修复却存在明显时滞。需求与供给恢复的不同步，必然令供求缺口变大，也使得市场始终难以出现拉高物价的强劲之力。

还值得重视的是，虽一季度出口超出预期，但对欧美日韩等发达经济体的商品输出却出现大幅减速，其中对美国出口同比负增长17%，对欧盟负增长7.1%，对日本出口同比下降4.31%，对韩国出口同比减少7.96%，而这四大经济体占到中国同期货物出口的35.6%。外

需发生结构性萎缩以及出口企业短期内难以更新目标市场的前提下，只能寻求产品的转内销渠道，国内原本过剩的供给端压力进一步加大，并对产品价格构成新的反压。统计数据显示，一季度PPI（工业品出厂价格指数）累计同比下降1.6%，不仅连续6个月处于负增长区间，而且环比降幅不断扩大。PPI传导至CPI存在着一定的时滞，因此，一季度CPI的走低实际是PPI持续为负的传导性结果，甚至下一步PPI还会对CPI构成压制。

其次，物价的持续低位徘徊映衬出的是需求端抑制。一般而言，当经济增长低于潜在产出时，拉低物价的力量强于推高物价的力量，当经济增长高于潜在产出时则相反。目前中国经济正处在潜在产出还未充分释放的复苏阶段，其重要表现就是投资与消费的需求不足。

据财政部公布的数据，一季度全国政府性基金预算收入同比下降21.8%，其中地方政府性基金预算收入同比下降23.6%，相应的，同期政府性基金预算支出同比下降15%，中央和地方支出分别同比下降1.4%和15.2%，政府投资需求受限清晰可见。另一方面，3月末以企业活期存款为主的M1余额同比增长

5.1%，比上年同期高出0.4个百分点，显示企业投资扩产的意愿仍不强烈，而与此相对应的是一季度人民银行企业家问卷调查显示，企业家宏观经济热度指数同比下降1.9%，同期民间投资同比增幅仅0.6%，大大落后于全国投资增速的4.5个百分点。

再看消费需求。2022年以来居民储蓄大幅增长的现象延续至今，其中3月份居民部门新增存款高达2.9万亿元，创历史新高，同比多增超2000亿元。另外，一季度城镇储户问卷调查中倾向于更多消费的居民占23.2%，仍低于疫情前数据近4个百分点，虽然一季度居民新增贷款出现了一定程度的回升，但规模却远低于近几年的同期水平。消费动能尚未得到显著提振，一方面，国内房地产收紧、财富效应减弱、收入下滑等因素作用下居民未来风险偏好的提升，相应地就会增加预防性储蓄，另一方面也表明疫情导致的“疤痕效应”仍然存在，再加上就业形势严峻，居民部门资产负债表修复受到干扰，相应地就会减少消费数量与延迟消费时限。

再次，物价低水平运动反映出的是货币传导出现分叉。若货币创造了储蓄却没有创造出消费，物价显然难以提振，

同样，如果货币支持了金融投资而无法加强实体投资，则难以形成对物价的上升牵引。

数据显示，3月末M1虽然继续增长，但同期M2更是同比大增12.7%，且高出上年同期的3个百分点，显示出M2与M1剪刀差的扩大趋势，而剪刀差拉大对应的是企业资金活化程度的走低以及货币传导的分叉，其背后的影响因素是，在代表信贷投放速度的M0依然增长较快的情况下，与M1规模的增加相并行，企业存款的定期化行为越来越突出，这一倾向或直接源于金融机构所提供的理财产品变得更为丰富，部分企业基于加强存款资金管理而将活期存款转为理财产品，或者当贷款利率保持较低水平的同时，部分企业利用融资资金购买银行定期存款产品，而无论哪种情况，只能说明资金依旧淤积于银行体系，本质上还是资金套利与资金空转。

最后要强调的是，低通胀算不上是绝对坏事。对于企业而言，在低通胀的环境中，会积极寻求非价格性竞争方法，比如加强技术投入和技术创新，改进产品与服务质量等，而这样的竞争无疑有助于经济结构的调整和挤出经济中的泡沫成分，而对消费者来说，低物价可以获得更高的性价比，同时利于生活成本的降低。然而，如同通货紧缩，低通胀也会让企业逐渐丧失价格动力，导致生产积极性的下降，而企业经营投资的萎缩，连同居民消费的边际递减，极有可能倒逼货币政策陷入“流动性陷阱”。

还要认识到，虽然通货膨胀某种程度上可以看成是货币现象，而且货币供应不足也是通货紧缩的重要表现，但通过增发货币并不一定能够缓解低通胀与通货紧缩。数据显示，自日本央行推出量化宽松货币政策以来，过去22年中日本国内的基础货币余额从69万亿日元膨胀至目前的632万亿日元，劲翻九倍之多，但同期CPI年均涨幅只有0.11%。之所以如此，就是日本商业银行与保险公司等金融机构用手手中不断增加的货币购买金融产品，同时企业和居民也纷纷搭载体利率的便车借入日元换成美元进行海外投资。前事不忘，后事之师。我国走出低通胀，自然不可寄希望于宽松货币政策的刺激，而是要在防止资金分叉和空转的同时，聚集更充沛的力量扩大总需求，尤其是在扩大消费需求方面，应当将提高居民收入水平摆到重中之重的位置。

中国银行保险监督管理委员会上海监管局

关于换发《中华人民共和国金融许可证》的公告

下列机构经中国银行保险监督管理委员会上海监管局批准，换发《中华人民共和国金融许可证》，现予以公告。

机构名称：中国农业银行股份有限公司 上海黄兴路支行	业务范围：许可该机构经营银行业监督管理机构依照有关法律、行政法规和其他规定批准的业务，经营范围以批准文件所列的为准。
机构编码：B0002S231000142	发证机关：中国银行保险监督管理委员会 上海监管局
许可证流水号：00855421	发证日期：2023年05月05日
批准日期：1979年02月23日	
机构住所：上海市杨浦区 黄兴路1762号、1764号	
邮政编码：200433	
电话：55089366	

以上信息可在中国银行保险监督管理委员会网站上(www.cbirc.gov.cn)查询

