

中国出现通货紧缩了吗？*

近期以来，伴随着中国经济增速的逐渐下行（2015 年第 1 季度 GDP 同比增速仅为 7.0%），以及物价增速的逐渐走低，市场与学术界对通货紧缩的忧虑越来越强。关于中国经济是否已经陷入通货紧缩的判断非常重要。因为一旦发生通货紧缩，如果名义利率保持不变，则实际利率将会超过名义利率，并随着通货紧缩的加深而不断上升。因此，降低名义利率是应对通货紧缩现象的重要对策。

那么，当前中国经济已经出现通货紧缩了吗？这就需要给出一个关于通货紧缩的定义。根据维基百科的定义，通货紧缩（Deflation）是指一个经济体内部商品与服务的总体价格水平处于不断下降的过程中，也即通货膨胀率低于零。与通货紧缩相对应的另一个词是通胀率下降（Disinflation），后者是指通货膨胀率不断下降、但依然为正的现象。

那么，如何判断中国是否发生了通货紧缩呢？这需要从以下三个维度入手。

首先，我们应该选择衡量中国商品与服务的总体价格水平的指标。目前中国市场上最为常见的两个月度价格指数为消费者物价指数（Consumer Product Index, CPI）与工业生产者出厂价格指数（Producer Product Index, PPI），前者衡量消费品的一般价格水平，后者衡量生产者的一般价格水平。那么，有没有衡量中国所有商品与服务

* 本文的即将发表于《上海经济评论》。

务价格水平的指标呢？这个指标的确有，但是发布频率较低，这就是季度的国内生产总值缩减指数（GDP Deflator）。

其次，我们应该选择价格指标的增速究竟是用同比方式表达出来，还是用环比方式表达出来。同比增速，是指当期价格水平与去年同比相比增长了多少。而环比增速，是指当期价格水平与上一期相比增长了多少。可以看出，对季度与月度指标来讲，同比增速与环比增速的区别在于可比的基期不同。同比指标与环比指标各有优缺点，同比指标的优点在于排除了季节因素（例如，西方国家每年 12 月工业活动总是偏弱，因为 12 月下旬是圣诞节假期，但如果将今年 12 月与去年 12 月相比，就不存在季节性差异。当然，这对中国的春节而言是个难题，因为中国的春节通常在 1 月与 2 月之间切换），而缺点在于不能反映最近的变动趋势。环比指标的优点在于可以反映最近的变动趋势，但是却可能受到季节性因素的扭曲（例如西方国家 1 月份工业增加值环比增速可能很高，而 12 月份该指标却可能很低，这都是受到了圣诞节的影响）。

再次，我们应该确定价格增速指标在多长时间持续为负，就认定该经济体发生了通货紧缩。例如，全球范围内普遍采用的美国国民经济研究局（NBER）关于经济衰退的定义，就是一个国家的 GDP 增速连续两个季度出现了负增长。但关于通货紧缩的定义，笔者尚未找到被业界广泛认可的时间长度。

因此，要界定中国经济是否陷入通货紧缩并非易事，这需要选择指标、选择同比环比、以及选择负增长的时间长度。

那么，过去我们是怎么定义通货紧缩的呢？众所周知，在东南亚金融危机爆发之后，中国被认为陷入了通货紧缩。让我们回顾一下当时发生了什么？在 1998 年 4 月到 2000 年 1 月之间，中国的 CPI 同比增速连续 22 个月出现负增长的局面，而在该期间内，CPI 环比增速却是时正时负（在这 22 个月内，有 12 个月 CPI 环比增速为负，其他 10 个月 CPI 环比增速为正，CPI 环比增速为负最长持续的时间为 5 个月）。此外，在东南亚金融危机爆发之后，在 1997 年 6 月至 1999 年 12 月之间，中国的 PPI 同比增速连续 31 个月出现负增长的局面（官方 PPI 环比增速价格该期间尚未发布）。最后，笔者尚未找到该期间的 GDP 缩减指数数据。

因此，如果将东南亚金融危机之后中国通货紧缩的特征总结一下，可以看到，通货紧缩是指 CPI 与 PPI 同比增速均发生持续时间很长的负增长。即使我们认为当时的通货紧缩很严重，我们不妨换个更为宽松的定义，也即通货紧缩是指 CPI 与 PPI 月度

同比增速双双出现持续负增长，且持续时间至少超过 1 年。

如果套用这个定义来界定当前的形势，那么当前中国尚未出现全面的通货紧缩，但企业层面的物价下降令人忧虑。

首先，中国的 CPI 同比增速除了在 2009 年 2 月至 2009 年 10 月这 9 个月期间由于受到次贷危机影响而出现持续负增长外，迄今为止一直呈现出正增长的格局，尽管增速不断下降。2015 年 1 至 3 月，CPI 同比增速分别为 0.8%、1.4%与 1.4%。因此，如果用 CPI 同比增速来评价，那么当前至多存在通胀率下降（Disinflation），而尚未出现通货紧缩（Deflation）。即使从环比增速来看，迄今为止 CPI 环比增速也未出现持续下跌格局。

其次，但中国的 PPI 同比增速就不乐观了。从 2012 年 3 月至 2015 年 3 月，PPI 同比增速已经出现连续 37 个月的负增长。这次 PPI 同比增速负增长的持续时间甚至超过了 1997 年至 1999 年的上次通货紧缩期间。即使从 PPI 环比增速来看，2014 年 1 月至 2015 年 3 月期间，也出现了连续 15 个月的 PPI 环比增速负增长。

再次，从中国的 GDP 缩减指数来看，2015 年第 1 季度，中国的 GDP 缩减指数（同比）仅为-1.1%，表明该季度中国的总体物价水平低于 2014 年第 1 季度。不过，这仅仅是多年以来中国的季度 GDP 缩减指数首次为负。上一次 GDP 缩减指数为负，还发生在 2009 年第 1 季度至第 3 季度的全球金融危机期间。

综上所述，我们可以得出如下结论。第一，当前中国尚未发生总体物价水平的持续负增长，因此尚未发生通货紧缩。特别是，中国的 CPI 同比增速尚未出现负增长。这意味着中国经济尚不需要货币政策的全面大幅放松；第二，不过从企业层面来看，PPI 同比负增长的时间已经超过了 1997 年至 1999 年上一轮通货紧缩时期。考虑到 PPI 同比负增长会提高企业真实融资成本，因此中国政府亟需通过各种方式来降低企业融资成本。

考虑到当前中国经济的下行态势，以及短期资本持续流出的格局仍在持续，笔者认为，今年中国央行仍有 1-2 次基准利率下调空间与 3-4 次法定存款准备金下调空间。降准的空间与必要性大于降息。这是因为，降息可能缩小中美利差，从而加剧短期资本流出，从而使得放松政策可能导致紧缩效果；而降准既可以直接向金融体系补充流动性，也可以间接性地降低融资成本。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。