

研究
信息

2015 年第 48 期

2015.04.20

城市金融研究所所长：

周月秋

国际宏观研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮 王婕

罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：郭可为 马素红

guokewei@icbc.com.cn

鉴日本“平成通缩” 防中国通缩风险（下）

——中国通缩风险研判及与日本的对比借鉴

要点

- 中国当前通缩形势的主要特点：首先，PPI 长时间持续下降及 CPI 低位运行，表明物价下行压力较大。其次，经济增速持续放缓、多项经济指标持续下行，表明经济活跃度下降，内生动力趋弱。其三，货币发行量的增速不断下降，表明金融流动性趋紧。
- 中国当前通缩压力较大的主要原因：第一，国内外需求不足。第二，产能过剩。第三，国际大宗商品价格低迷。第四，企业债务上升形成“通缩-债务”循环。
- 中国当前通缩形势与日本“平成通缩”的相似点：第一，经济增速持续放缓。第二，货币政策传导机制不畅。第三，资产泡沫有所显现。第四，本币汇率单边升值。第五，产能过剩问题突出。第六，老龄化趋势加快。
- 日本“平成通缩”对中国的启示：首先，用持续改革突破发展中的难题。其次，持续推进技术创新，大力化解产能过剩。第三，保证货币政策传导机制畅通，加强金融监管力度。第四，多措并举挤压房地产泡沫。第五，从国家战略高度应对人口老龄化问题。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

2014 年下半年以来，随着大宗商品价格大幅下跌和美元走强，全球性通缩风险引发关注。美国、欧元区、日本以及一些新兴经济体均存在不同程度的通缩压力。中国也未能独善其身，PPI 连续 37 个月同比负增长，同时 CPI 也增速较低。作为中国一衣带水的邻国，日本自上世纪 90 年代泡沫经济破裂后至今仍饱受持续通缩的困扰，本文称之为“平成通缩”¹。中国是否会陷入类似日本“平成通缩”的泥潭，以及中国应从日本治理通缩的历程中汲取哪些经验教训，无论是在理论层面还是政策层面都具有重要意义。本文拟从中国当前通缩形势主要特征与成因入手，比较中国与日本“平成通缩”的相似点，最后根据日本的经验教训提出相关对策建议。

一、对中国当前通缩风险的基本研判

判断通缩或通胀，一般可以通过观察价格指数、经济先导指标、货币供应量等方法来进行。

首先，从价格指数来看，PPI 长时间持续下降及 CPI 低位运行，表明物价下行压力较大。本轮 PPI 从 2012 年 4 月至 2015 年 3 月连续 37 个月下降，下降持续时间创改革开放以来最长。CPI 尽管仍保持同比正增长但增速明显放缓，从 2013 年 3% 以上的水平一路降至 2015 年 1 月的 0.8%，2 月和 3 月均为 1.4%，虽有所回升但处于低位运行区间。

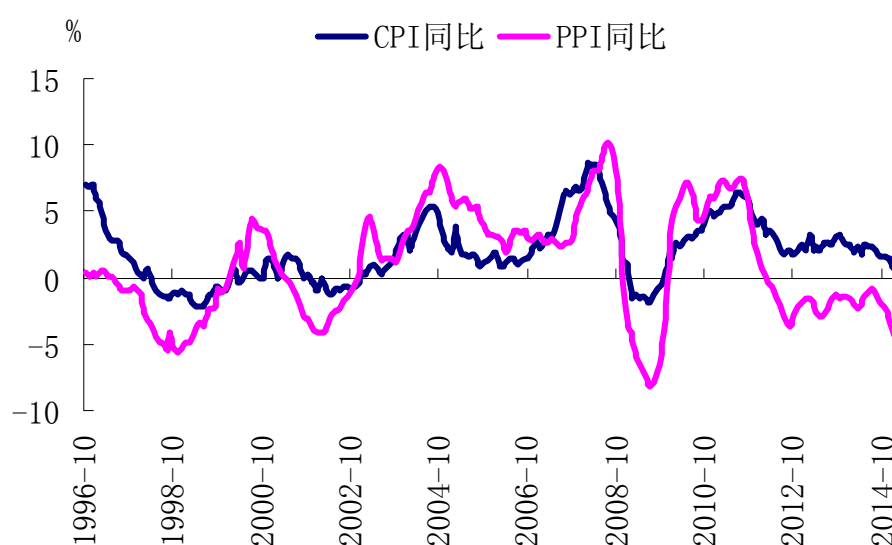
其次，从经济运行指标来看，经济增速持续放缓、多项经济指标持续下行，表明经济活跃度下降，内生动力趋弱。2008 年至 2014 年，受国内外因素影响，中国经济增速逐渐下行，仅有一年实现两位数增长，2014 年降至 7.4%，创下 1990 年以来最低。今年一季度 GDP 增速仅为 7%，较去年四季度 7.3% 继续放缓。与此同时，PMI、工业产值、发电量、规模以上工业企业利润等多项指标，均出现持续、显著的下行。2015 年前两个月，工业企业利润甚至已出现同比负增长。经济下行压力在未来一个阶段仍将持续。

¹ 1989 年，日本皇太子明仁即位，改元平成，沿用至今。



其三，货币发行量的增速不断下降，表明金融流动性趋紧。我国货币发行量(M2)自2009年同比增长27.7%后大幅下降，2010至2014年M2分别增长19.7%、13.6%、13.8%、13.6%和12.16%。继2015年1月M2增速创下28年新低后，2、3月份M2仍走势低迷。这也从另一个角度说明了需求乏力导致经济活跃度下降，从而引致信用萎缩和货币乘数下降。

图1 中国CPI与PPI同比增长走势



数据来源：彭博、wind 资讯金融终端，下同

根据通货紧缩“三要素说”，即通货紧缩应包括价格水平、货币供应量与经济增长率的持续下降²，我们认为尽管CPI依旧处于正区间，但是我国PPI持续走低且尚无触底反弹迹象、一系列经济指标持续下行、货币发行速度明显下降，表明当前中国虽然当前没有进入全面通缩阶段，但已经面临较大通缩压力。

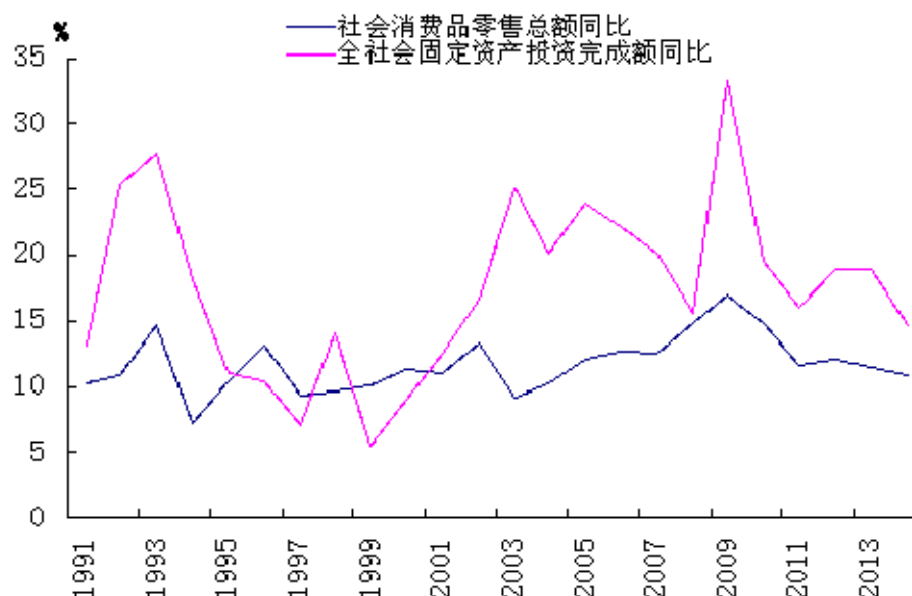
二、日本“平成通缩”的成因中国当前通缩压力较大的主要原因

第一，国内外需求不足。从国内消费需求看，2014年我国社会消费品零售总额实际增速10.9%，为2005年以来最低增速。从国内投资需求看，全社会固

² 北京大学中国经济研究中心宏观组.正视通货紧缩压力,加快微观机制改革[J].经济研究,1999,(7).

定资产投资完成额同比增长 14.7%，增速比 2013 年低 4.2 个百分点，为 2002 年以来最低。从外部需求看，2014 年我国出口增长 6.1%，连续五年呈下降态势，比危机前的 2007 年低 19.9 个百分点。

图 2 中国社会消费品零售总额与全社会固定资产投资完成额同比增长走势



第二，产能过剩是 PPI 持续降低的重要原因。2014 年上半年，我国工业企业产能利用率只有 78.3%，处于 2006 年以来的历史低位。此外，利润总额等一些经济效益指标也说明我国当前产能过剩比较严重。2014 年我国规模以上工业企业利润总额同比仅增长 3.3%，比 2012 年和 2013 年低 2.0 和 8.9 个百分点。产能过剩不仅引起原材料价格下降，还会波及到终端消费品，从而形成通缩。

第三，国际大宗商品价格低迷。纽交所原油期货价格由 2014 年 6 月末的 105 美元/桶降至 2015 年 4 月的 50 美元/桶左右。铁矿石等初级产品的价格也向常态回归，使我国 PPI 降幅进一步扩大，增加了我国的输入性通缩压力。

第四，企业债务上升形成“通缩-债务”循环。当前我国的一部分企业受全球经济危机影响，利润下降甚至亏损。根据费雪的债务通货紧缩理论，企业债务负担加重会引发裁员或减薪，从而进一步制约消费，加剧通缩。通缩还会使



企业把收入和新借贷款用于偿还债务，而不是用于投资，从而形成“通缩-债务”循环。

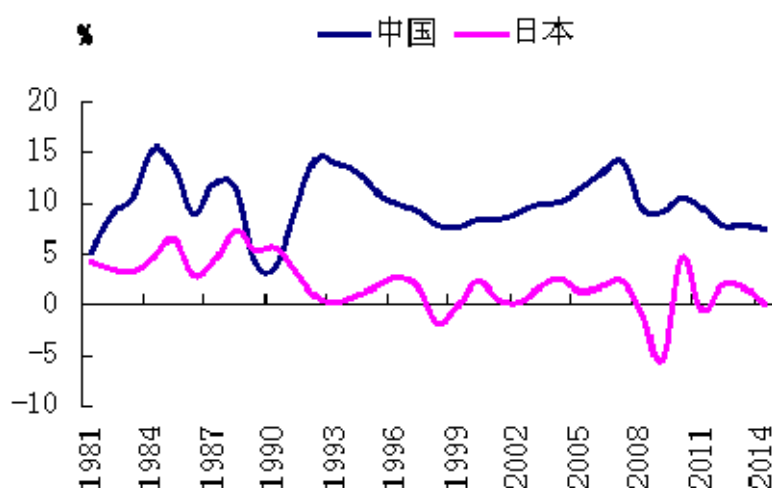
三、中国当前通缩形势与日本“平成通缩”的相似点

中国与日本历史渊源深厚，地理位置隔海相望，经济发展轨迹也有相似之处，当前中国也出现了一些类似日本“平成通缩”的征兆，引发了各界的关注和担忧。

第一，经济增速持续放缓。通缩往往与经济萧条相伴随。上世纪50年代起至90年代初，是日本经济的起飞阶段，1956-1991年日本GDP年均增速高达12%。但当经济泡沫破裂后，日本经济增长变得缓慢甚至停滞。1992年至2014年，日本GDP年均实际增速仅有0.83%。

当前中国经济增速也明显放缓。总体来看，1978-2014年中国经济增速保持较快增长，年均增长率为9.8%。但是2008年以来，受全球金融危机的冲击以及国内“三期叠加”等因素影响，中国经济增速逐渐下行，2012-2014年GDP同比增速分别为7.7%、7.7%和7.4%。2015年政府的GDP增长目标降至7%左右。未来中国经济增速将进入6%-7%的“新常态”。

图3 中国与日本GDP同比增长走势

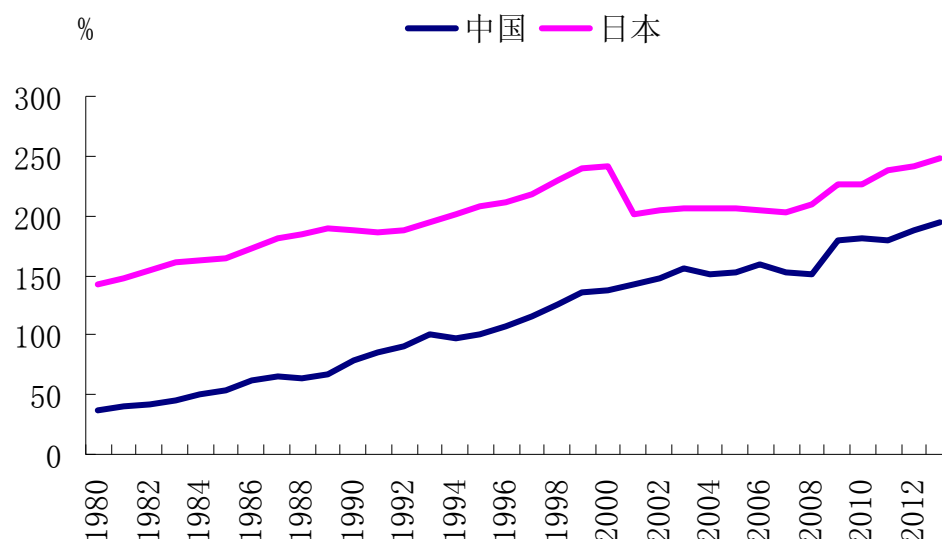


第二，货币政策传导机制不畅。日本自泡沫经济破灭以来，长期实施零利

率以及量化宽松的货币政策，但由于货币政策传导机制不畅，宽松的货币政策对于实体经济的提振作用甚微。

从我国近期情况看，在通缩风险已有苗头的情况下，央行实施了一系列的宽松货币政策，但实际效果并不理想，融资成本在降息后并没有得到可观的改善，主要原因也是货币政策传导机制不畅。特别是相当比例的资金流向发生了变化，货币创造脱“实”向“虚”，削弱了实体经济受益程度。

图 4 中国与日本 M2/GDP 走势



第三，资产泡沫有所显现。“平成景气”吹起了巨大的资产泡沫，其中最显著的就是房地产和股市。而泡沫破裂之后，日本就陷入了长期的经济低迷与通缩状态当中。

如今中国也面临类似的状况，2004 年以来高歌猛进的房地产市场当前已初显疲态，2015 年 2 月，70 个大中城市中仅有 2 个城市同比微弱上涨。更为突出的是，国内三、四线城市的楼市库存压力巨大，房地产积聚的风险短期内难以消化。

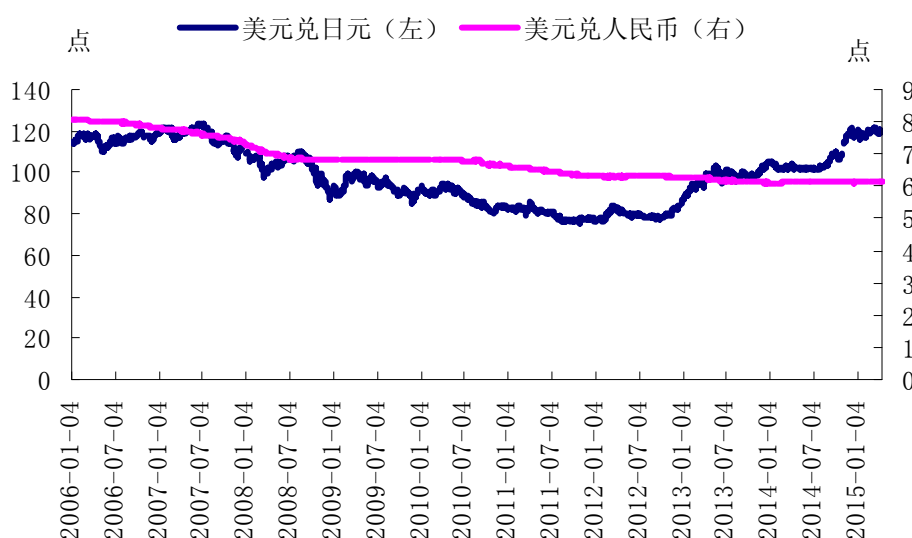
第四，本币汇率单边升值。上世纪 80 年代，美国政府运用综合贸易及竞争法案干预外汇市场，促使日元在广场协议后的三年内升值 50% 以上。日元升值



带来的直接后果是日本的进口物价指数的下降，加剧日本国内的紧缩压力。

反观中国，从2003年开始，美国国会部分议员就以各种方式敦促美国行政当局施压人民币升值。我国在2005年7月22日启动人民币汇率改革后，人民币兑美元汇率在大部分时间中也保持着单边升值的走势。截至2014年末，人民币汇率为1美元兑6.1190元人民币，比汇改之初升值26%。

图5 美元兑人民币与美元兑日元走势



第五，产能过剩问题突出。由于泡沫经济期间日本企业盲目投资，形成了大量过剩的生产能力，而泡沫破裂导致日本企业出现“设备过剩、债务过剩和人员过剩”现象，投资需求大幅萎缩，从而加剧了日本的通缩。

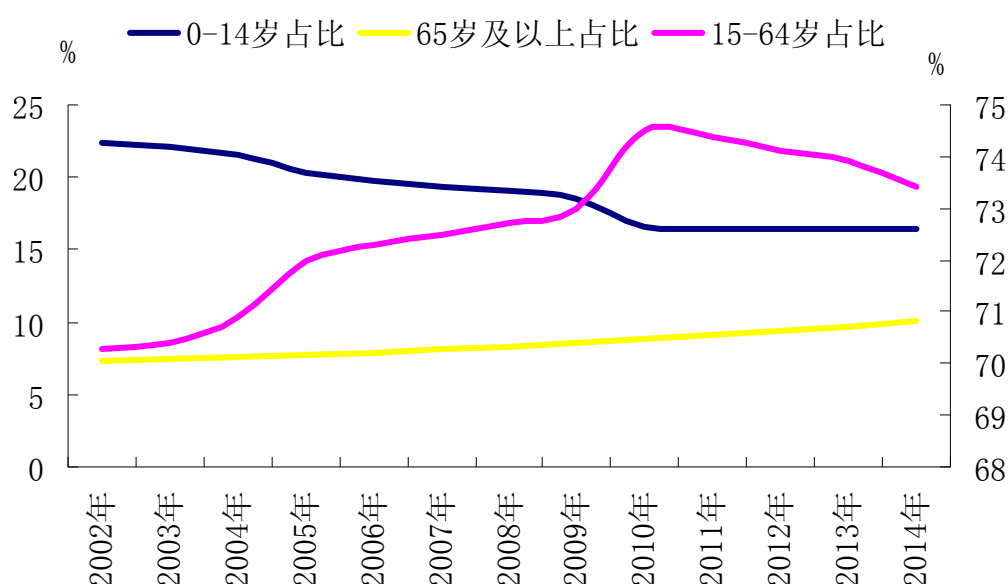
当前中国在钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业存在严重的产能过剩现象，据统计这些产业的产能利用率只有60%-75%。部分企业因获得政府支持以及银行贷款而免于倒闭，成为所谓“僵尸企业”。

第六，老龄化趋势加快。根据联合国人口署数据，当一个国家或地区60岁及以上老年人口占总人口比例达10%，或65岁及以上老年人口占总人口比例达7%时，即步入老龄化社会。日本是世界上老龄化问题最严重的国家之一，2013年65岁以上人口在总人口中所占比重的25.08%。老龄化一方面给政府财政支出

带来了沉重负担，另一方面也提升了日本国民的储蓄防老预期，从而抑制了消费需求，加重通缩程度。

当前中国社会也快速步入老龄化社会，2014 年末，65 岁及以上人口占比达到 10.1%，同时，15-59 岁劳动年龄人口同比减少 371 万至 9.16 亿。研究表明，老龄化将通过压低资产价格和债务累积，形成长期性的通缩压力。

图 6 中国各年龄段人口占比走势



四、日本“平成通缩”对中国的启示

“平成通缩”对日本经济的危害有目共睹，我们必须高度重视中国目前某些类似“平成通缩”的征兆，剖析导致经济下行和通缩风险的深层次原因，采取及时有效的对策，才能避免重蹈日本覆辙。

首先，用持续改革突破发展中的难题。

日本政府固守高速发展时期获得极大成功的政策思想与发展模式，未能顺应时代发展改变发展战略、未能就经济金融体制中存在的一些根深蒂固的问题开展大刀阔斧的改革，这是日本泡沫经济最深刻的教训。



在三期叠加的“新常态”下，中国经济要想避免重蹈日本覆辙，尽可能长期的维持一个较高水平上的增长，必须不断深化改革与制度创新。一是要深化经济体制改革，切实保证市场在资源配置中起决定性作用。二是进一步拓宽民间投资的领域和范围，改变中国大部分行业国有企业独大的格局。三是进一步深化社会体制的改革，例如推进户籍制度改革，促进城镇化战略的发展。四是在主导创建亚投行获得初步成功之后，未来我国在完善现有国际合作机制的基础上，继续创新对外经济金融合作的新形式和新机制。

其次，持续推进技术创新，大力化解产能过剩。

曾经如日中天的日本企业如今依然强盛的已然不多。其中最最关键的原因就是在技术领域的落伍，使得日本企业的竞争力大不如前，被后来者的“三星”、“苹果”，甚至中国企业超越。居安思危，我国应持续推进技术创新与产业升级。一是政府要明确自身定位，科学引导产业升级，把握调控尺度，让市场机制和经济杠杆倒逼企业加大技术创新和转型升级。二是大力培育科技型中小企业。国家中小企业发展专项资金、中小企业技术改造资金等要大力支持中小企业技术创新和改造升级。三是进一步完善引导企业加大技术创新投入的机制。加强研发能力和品牌建设，建立健全技术储备制度，提高持续创新能力和核心竞争力。

经济泡沫破灭后，日本出现严重的产能过剩现象，去产能的过程历时甚久，长期压抑了日本经济的活力。中国也必须尽快消化掉过剩产能。一是弱化地方政府的投资扩张冲动，改革以考核 GDP 增长为重点的政府政绩考核体制。二是推进产能过剩行业的兼并和重组，优化国有资本配置化解产能过剩。三是加快推进“一带一路”和“基础设施互联互通”等战略，鼓励企业扩大对外投资，转移国内过剩产能。

第三，保证货币政策传导机制畅通，加强金融监管力度。

针对日本货币政策陷入“流动性陷阱”，货币政策传导机制不畅通的问题，我国应重点做好以下方面：一是加强和改善宏观审慎管理，灵活运用数量型和价格型等货币政策工具组合，保持银行体系流动性合理充裕，引导货币信贷和

社会融资规模平稳适度增长。二是及时调整监管政策，货币政策适度偏松，以有效降低企业融资成本。三是积极培育和发展民间金融，作为对现有国有金融机构作为主体的金融体系的有效补充。

日本政府忽视了在市场机制不健全的条件下，金融市场自我调节的盲目性带来泡沫经济和金融危机的可能。中国应建立起有效的宏观审慎监管体系和市场化的退出机制。避免因金融机构的盲目竞争和滥用国家信用造成风险积聚，催生资产泡沫。

第四，多措并举挤压房地产泡沫。

日本泡沫经济时期，“土地本位”的融资制度极大地助长了土地泡沫的膨胀。中国应积极采取措施防范房地产泡沫的膨胀与破裂：一是中央政府参与土地出让金的分享，弱化地方政府扩大出让土地收益的动机。二是提高地方财政能力，改变地方政府财权和事权不对称的状况。三是增加供给，多方筹措资金，鼓励民间资本投资保障性安居工程。

第五，从国家战略高度应对人口老龄化问题。

日本老龄少子化的弊端显露无遗。随着人口老龄化水平的不断提高，十分有必要从国家层面制订应对人口老龄化的战略，对人口老龄化问题的战略目标、实施步骤和具体措施等进行全盘统筹。从具体措施来看，“延迟退休”、“全面放开二胎”等政策均应考虑并权衡利弊后尽快实施。