

DRC

国务院发展研究中心研究丛书 2016

丛书主编·李 伟

通货紧缩风险研究

理论框架·案例分析·政策建议

魏加宁 杨 坤 吕东青 著

Research on
the Risk of Deflation

Theoretical Framework
Case Study
Policy Recommendations



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

通货紧缩风险研究

理论框架 · 案例分析 · 政策建议

魏加宁 杨 坤 吕东青 著



中国发展出版社
CHINA DEVELOPMENT PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

通货紧缩风险研究——理论框架·案例分析·政策建议 / 魏加宁, 杨坤, 吕东青著. —北京: 中国发展出版社, 2016.10

(国务院发展研究中心研究丛书. 2016 / 李伟主编)

ISBN 978-7-5177-0524-6

I . ①通… II . ①魏… ②杨… ③吕… III . ①通货紧缩—研究 IV . ① F820.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 156465 号

书 名: 通货紧缩风险研究——理论框架·案例分析·政策建议

著作责任者: 魏加宁 杨 坤 吕东青

出 版 发 行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标 准 书 号: ISBN 978-7-5177-0524-6

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京科信印刷有限公司

开 本: 710mm × 1000mm 1/16

印 张: 12.75

字 数: 156 千字

版 次: 2016 年 10 月第 1 版

印 次: 2016 年 10 月第 1 次印刷

定 价: 60.00 元

联 系 电 话: (010) 88919581 68990692

购 书 热 线: (010) 68990682 68990686

网 络 订 购: <http://zgfcbs.tmall.com/>

网 购 电 话: (010) 88333349 68990639

本 社 网 址: <http://www.developress.com.cn>

电 子 邮 件: 370118561@qq.com

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

DRC

2016

国务院发展研究中心研究丛书

编 委 会

主 编：李 伟

副主编：张军扩 张来明 隆国强 王一鸣 余 斌

编 委：（按姓氏笔画为序）

丁宁宁 马 骏 王 微 王一鸣 卢 迈

叶兴庆 包月阳 吕 薇 任兴洲 米建国

贡 森 李 伟 李志军 李善同 余 斌

张小济 张军扩 张来明 张承惠 陈小洪

赵昌文 赵晋平 侯永志 夏 斌 高世楫

郭励弘 隆国强 葛延风 程国强

通货紧缩风险研究

理论框架·案例分析·政策建议

课题组成员名单

课题负责人

魏加宁 国务院发展研究中心宏观部巡视员、研究员

课题协调人

王莹莹 国务院发展研究中心宏观部主任科员、助理研究员

课题组成员

瞿 强 中国人民大学财政金融学院教授

张维宁 长江商学院教授

唐 滔 中国人民银行金融研究所副研究员

朱太辉 中国人民大学财政金融政策研究中心博士

杨 坤 西南财经大学中国金融研究中心博士生

吕东青 清华大学经济管理学院博士生

赵伟欣 中国人民大学财政金融学院博士生

总 序

践行五大发展理念 发挥高端智库作用 努力推动中国经济转型升级

2016 年是“十三五”开局之年。“十三五”时期是塑造中国未来的关键五年，到 2020 年能否实现全面建成小康社会的目标，不仅是发展速度快慢的问题，更是决定中国能否抓住转型发展的历史窗口期，跨越“中等收入陷阱”、顺利实现现代化的问题。

2015 年 10 月，党的十八届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》确立了“创新、协调、绿色、开放、共享”五大发展理念。2016 年 3 月，十二届全国人大四次会议通过的《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》明确了新时期发展的总体思路，提出了应对国内外严峻挑战的战略性安排。

毋庸讳言，我国经济社会发展确实面临着一些前所未遇的困难和挑战，诸如：劳动年龄人口绝对量下降，老龄化问题日益显现，传统产业和低附加值生产环节的产能严重过剩，粗放式发展产生的生态环境问题逐渐暴露，以创新为驱动力的新增长动力尚未形成，社会对公平正义的诉求日益增强，等等。但与此同时，也应该客观

地看到，我国的发展依然有着巨大的潜力和韧性。城镇化远未完成，欠发达地区与发达地区间存在明显的发展差距。这意味着，在当前和未来相当长的时期内，投资和消费都有很大的增长空间。我国产业体系完备、人力资本丰富、创新能力正在增强，有支撑未来发展的雄厚基础和良好条件。目前经济增长速度呈现的下降态势，只是经济结构转型过程中必然出现的暂时现象，而且这一态势是趋缓的、可控的、可承受的。随着结构调整、经济转型不断取得进展，我国经济将在新的发展平台上实现稳定、持续的中高速增长。

正是基于各种有利因素和不利因素复杂交织、相互影响的大背景，我们认为，中国的现代化已经进入转型发展重要的历史性窗口期，如果不能在窗口期内完成发展的转型，我们就迈不过“中等收入陷阱”这道坎，现代化进程就有可能中断。

中央十分清醒地认识到这一点，并对转型发展进行了周密部署。概言之，未来五年，为了推动经济转型、释放发展潜力，我们将以新的发展理念为统领，依照“十三五”规划描绘的蓝图，通过持续不断地深化改革和扩大开放，建立新的发展方式，形成创新驱动发展、协调平衡发展、人与自然和谐发展、中国经济和世界经济深度融合、全体人民共享发展成果的发展新格局。

推动经济转型升级，形成发展新格局，需要从供给和需求这两侧采取综合措施，在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，转变发展方式，促进经济转型。我国经济发展正处于“三期叠加”的历史性转折阶段，摆在面前的既有周期性、总量性问题，但更突出的是结构性问题。在供给与需求这对主要矛盾体中，当前矛盾的主要方面是在供给侧。比如，在传统的增长动力趋弱的同时，

新的增长动力尚难以支撑中高速增长；产业结构资源密集型特征明显，对生态环境不够友好；要素在空间上的流动还不够顺畅，制约了城乡、区域协调发展；对外经济体制不能完全适应国际贸易投资规则变化的新趋势等。因此，去年以来，中央大力推进供给侧结构性改革，重点落实“三去一降一补”五大任务，用改革的办法推进结构调整，提高供给结构对需求结构变化的适应性，努力提升经济发展的质量和效益。“十三五”规划亦把供给侧结构性改革作为重大战略和主线，旨在通过转变政府职能、发展混合所有制经济、增强市场的统一性和开放性、健全经济监管体系等，促进资源得到更合理的配置和更高效的利用，提高生产效率，优化供给结构，为形成发展新格局奠定坚实的物质基础。当然，这里要强调的是，注重供给侧结构性改革，并非不要进行需求管理。我们还将采取完善收入分配格局、健全公共服务体制等措施，推动社会实现公平、正义，并为国内需求的增长提供强力支撑，使需求和供给在更高水平上实现良性互动。

当前，国务院发展研究中心正在按照中央的要求和部署，积极推进国家高端智库建设的试点工作，努力打造世界一流的中国特色新型智库。作为直接为党中央、国务院提供决策咨询服务的高端智库，我们将坚持“唯真求实、守正出新”的价值理念，扎实做好政策研究、政策解读、政策评估、国际交流与合作等四位一体的工作，为促进中国经济转型升级及迈向中高端水平、实现全面建成小康社会的宏伟目标做出应有的贡献。

这套“国务院发展研究中心研究丛书 2016”，集中反映了过去一年我们的主要研究成果，包括 19 种（20 册）著作。其中：《新兴

大国的竞争力升级战略》（上、下册）和《从“数量追赶”到“质量追赶”》是中心的重大研究课题报告；《新形势下完善宏观调控理论与机制研究》《区域协同发展：机制与政策》等9部著作，是中心各研究部（所）的重点研究课题报告；还有8部著作是中心资深专家学者或青年研究人员的优秀招标研究课题报告。

“国务院发展研究中心研究丛书”自2010年首次面世至今，已是连续第七年出版。七年来，我们获得了广大读者的认可与厚爱，也受到中央和地方各级领导同志的肯定和鼓励。我们对此表示衷心感谢。同时，真诚欢迎各界读者一如既往地关心、支持、帮助我们，对这套丛书以及我们的工作不吝批评指正，使我们在建设国家高端智库、服务中央决策和工作大局、推动经济发展和社会进步的道路，走得更稳、更快、更好。

国务院发展研究中心主任、研究员

李伟

2016年8月

前言

通货紧缩一般是指物价全面持续的下降。有人会问，通货膨胀、物价上涨对老百姓来说是坏事，那么通货紧缩、物价下降，就应当是好事了，为什么专家学者还要着急？历史经验表明，通货紧缩对于经济以及百姓生活的损害其实要更甚于通货膨胀。从国际视角来看，前有 20 世纪 30 年代美国的“大萧条”，后有 20 世纪 90 年代以来日本的长期通货紧缩。有鉴于此，如何防范和应对通货紧缩一直是各方十分关注的重要课题。

1997 年亚洲金融危机爆发以后，中国曾首次出现物价全面持续下跌的情形，CPI 连续 22 个月呈现负增长，经济增长速度也一度放缓至 8% 以下。当时，在成思危先生领导下，国家自然科学基金成立了一个有关通货紧缩的课题组，对通货紧缩问题进行了开创性研究。笔者曾经作为其中一个子课题《中国通货紧缩的成因、危害与对策》研究小组的负责人，牵头对中国的通货紧缩问题进行了初步的探究，并将其中的部分研究成果整理成《中国：通货紧缩问题研究——成因、危害与对策》一书，于 2001 年由中国金融出版社出版。

2008 年国际金融危机爆发以后，中国政府推出了 4 万亿人民币的刺激计划并投放了 10 万亿人民币的天量信贷。在货币政策和财政政策“双宽松”的背景下，中国经济增长率虽然在 2008 ~ 2011 年间维

持了 9% ~ 11% 的高速增长，但也延缓了经济结构的转型升级和经济体制的改革创新，并带来了严重的房地产泡沫和产能过剩等问题。在宏观调控政策不得不再次收紧的背景下，2012 年开始中国经济增速再次放缓，并于 2015 年跌破 7%。与此同时，从 2012 年 5 月至今，PPI 已经持续负增长达 50 多个月之久，反映经济整体价格水平的 GDP 平减指数也于 2015 年第二季度开始下降。这一系列经济指标的变化引发了国内外各界对于中国经济是否已经进入了通货紧缩状态的争论，并至今尚未达成共识。

正是在这种形势之下，笔者深感有必要重新启动对通货紧缩问题的系统性研究，探讨新的分析框架，做好经典案例分析，并寻找有效的对策措施。为此，笔者于 2015 年 4 月申报了国务院发展研究中心年度招标课题，不仅顺利通过了评委的审查，而且获得了高票支持。经过课题研究小组成员近一年的努力，收集查阅了大量相关数据和文献资料，并对经历过长期通货紧缩困扰的日本进行了实地考察，结合国内外实际情况，经过反复计算、分析和激烈讨论，终于对通货紧缩问题有了进一步的认识，并得出了一些新的结论。有关研究报告在通过国务院发展研究中心的专家评审时，获得了好评，并被评为年度招标课题优秀成果。在此，我们将这一最新研究的部分成果整理出来，呈现给广大读者。

本书共分为六个部分。在第一部分，我们从不同角度梳理了有关通货紧缩的各种理论观点。在有关通货紧缩的定义方面，主要有“单要素论”“双要素论”与“三要素论”三种观点。在有关通货紧缩的形成机制方面，主要有凯恩斯的有效需求不足理论、费雪的债务—通缩理论、克鲁格曼的总需求不足理论、弗里德曼的货币学派理论以及辜朝明的资产负债表衰退理论等。

在第二部分，我们首先总结了有关中国通货紧缩形成原因的理论观点。对于1997～2000年期间通货紧缩的成因，主要观点有民间投资需求不足、外部需求冲击、货币供应不足、国有企业垄断以及过度负债等。对于2012年以来的物价下行，中国学术界则认为前期信贷扩张导致债务累积、产能过剩、经济二元结构以及人口老龄化等是主要原因。随后，在现有理论与分析的基础上，我们提出了一个通货紧缩问题的新分析框架，即由政府部门、中央银行、金融部门、企业部门、居民部门、海外部门这六部门资产负债表构成的通货紧缩分析框架。

在第三部分，运用上述新的理论分析框架，我们逐一考察了日本六部门的资产负债表变化，对于日本通货紧缩的形成机理以及日本货币政策和财政政策的实际效果有了新的认识，并初步得出以下结论：第一，过度依赖宏观刺激政策而非结构性改革是导致日本长期掉入通货紧缩陷阱而不能自拔的主要原因；第二，僵化的公共投资体制导致日本财政刺激政策失效；第三，不良债权处理不及时导致日本货币政策失效；第四，私人部门资产负债表的调整导致了日本通货紧缩的不断加剧；第五，资金大量流向海外部门削弱了货币政策的实施效果；第六，产业结构转型升级过于缓慢是日本陷入通缩循环的深层次原因。

在第四部分，参照日本案例的分析，我们又对中国2012年以来的通货紧缩风险进行了评估与分析。经研究发现，中国经济目前面临着结构性通货紧缩、结构性失业和结构性资源错配的问题，具体表现为PPI负增长与CPI正增长共存，资产价格泡沫与实体经济收缩共存，东北、西北地区下岗失业问题日趋严重与东南沿海地区用工成本上升、“用机器人换人”共存，传统产业产能过剩与公共服务供不应求共存。所有这些结构性风险都使得本轮的通货紧缩治理面临更大的挑战。研究还发现，近年来中国货币政策的有效性明显下降，货币政策向实体

经济的传导明显受阻，一方面是由于资本大量外流，另一方面是因为即使没有流出国外的资金也大量流向了股市和房地产市场，并不断催生资产价格泡沫。此外，僵尸企业迟迟不能退出市场也成了吸金的巨大“黑洞”。

在第五部分，通过总结国内外治理通货紧缩的经验教训，使我们清醒地认识到，中国要想成功走出本轮通货紧缩，就必须像朱镕基时期一样通过供给与需求双侧发力，改革与刺激双管齐下。否则的话，本轮通货紧缩不仅产生的危害要比上一轮通货紧缩更大，并且还存在着是通货紧缩加剧，还是由“通缩”转为“滞胀”的巨大的不确定性。并且，由于货币政策实施效果的大幅下降，治理通缩的重担必然将更多地落在财政政策方面，但由于财政政策也同样面临着财政可持续性问题，因此本轮通货紧缩的治理难度会更大。我们认为，解决通缩问题的唯一办法就是一方面加快推进供给侧结构性改革，关键在于僵尸企业的退出以及国有企业改革；另一方面，实施需求侧有效刺激，通过 PPP 等新的融资方式，用公共投资吸引民间投资，并投用于那些早晚都要建设、早建设早受益的大型基础设施，从而为未来中国经济发展打下良好基础。

在第六部分，我们以案例分析的形式重点讨论了如何解决当前的僵尸企业问题。研究发现，目前中国的僵尸企业之间实际上是一种“负和博弈”，并且地方政府和商业银行在处置僵尸企业问题上陷入了“囚徒困境”。因此，要想从根本上解决僵尸企业问题，就必须从改变博弈双方的成本收益为出发点。一方面，要完善僵尸企业的破产保护制度，使得《破产法》能够有效推动僵尸企业的破产重组；另一方面，也要改进商业银行的内部管理与激励机制，使得商业银行敢于并愿意实行其债权人的合法权益。

回想当年朱镕基政府在克服上一轮通货紧缩时，以壮士断腕的精神力推改革，在供给侧，一方面加快国有企业改革，将数十万家国有中小企业改制为产权清晰、市场导向的民营企业，同时对石油、通信、电力等大型国有企业集中的部门进行了大规模兼并重组和公司化改制上市；另一方面大力发展民营企业、中小企业，赋予民营中小企业出口自主权，从而有效承接了国有企业下岗职工，激发了市场活力。在需求侧，一方面，实行积极的财政政策和名为稳健实为宽松的货币政策，扩大内需；另一方面，推动需求侧改革，积极推进住房制度改革，打开了住房需求的大门；推动中国加入 WTO，打开了外部需求的大门。总之，实现了供给与需求双侧发力，改革与刺激双管齐下，最终带领中国经济走出了通货紧缩的阴影，并再次实现了经济的高速增长。

在总结了国内外治理通货紧缩的经验教训之后我们相信，只要我们能够坚定不移地推进供给侧结构性改革，辅之以适当的宏观经济政策，从供给侧与需求侧双侧发力，中国就一定能够战胜本轮结构性通货紧缩，迈上中高端，实现中高速，并保持中国经济的长期可持续发展。

魏加宁

2016年6月6日

目 录

第一章

通货紧缩的基本理论

- 一、通货紧缩的定义 / 1
- 二、通货紧缩的类型 / 3
- 三、通货紧缩的成因 / 4
- 四、通货紧缩的影响 / 13

第二章

通货紧缩的新分析框架

- 一、中国 1997 ~ 2000 年通货紧缩的分析思路 / 15
- 二、中国 2012 年以来通货紧缩的分析思路 / 19
- 三、通货紧缩的多部门资产负债表分析框架 / 25

第三章

基于多部门资产负债表的日本通货紧缩分析

- 一、日本通货紧缩的历程回顾 / 27
- 二、日本通货紧缩的分析：多部门金融资产负债表 / 38
- 三、日本通货紧缩的形成原因与传导渠道 / 74
- 四、日本通货紧缩的分析结论与对中国的启示 / 90

第四章

基于多部门资产负债表的中国通货紧缩风险分析

- 一、2012年以来通货紧缩的结构性特征 / 95
- 二、中国两轮通货紧缩的共同特征 / 105
- 三、2012年以来通货紧缩的新特征 / 111
- 四、基于多部门资产负债表的原因分析 / 121
- 五、应对通货紧缩的货币政策效果分析 / 133

第五章

治理通货紧缩的对策建议

- 一、1998年治理通货紧缩的经验 / 147
- 二、全面推进供给侧结构性改革 / 153
- 三、适度实施需求侧结构性政策 / 157

第六章

破解僵尸企业处置的“囚徒困境”与治理通货紧缩

- 一、僵尸企业的规模及其负面影响 / 163
- 二、僵尸企业的“囚徒困境” / 168
- 三、僵尸企业的解决方案 / 170
- 四、僵尸企业清理和完善破产保护制度 / 173

结语 / 180

后记 / 致谢 / 182

参考文献 / 184

第一章

通货紧缩的基本理论



一、通货紧缩的定义

通货紧缩 (Deflation) 是与通货膨胀 (Inflation) 相对立的概念, 其基本特征是物价的下跌。关于通货紧缩的准确定义, 学术界一直存在分歧, 主要可以分为“单要素论”“双要素论”及“三要素论”三种观点。

“单要素论”认为通货紧缩就是价格的持续下降。加拿大货币经济学家莱德勒认为, “通货紧缩是价格下跌和货币币值上升的一个过程, 其反义词是通货膨胀”^①。他还认为, 对通货紧缩应区别其不同的程度, 即区别价格涨幅缓慢下跌, 但通货膨胀率仍为正值的情况 (Dis-inflation, 即通胀回落) 和通货膨胀率为负值的情况 (Deflation)。美国经济学家斯蒂格利茨在他的《经济学》教科书里说道: “通货紧

^① David. E. W. Laidler, The New Palgrave Dictionary of Money and Finance Deflation[M], Macmillan Press Limited, 1992, Page 607.