CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第98期）

读懂价格信号，稳住经济大盘

主办单位：
中国人民大学国家发展与战略研究院
中国人民大学经济学院
中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2025年2月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会（第98期）

读懂价格信号，稳住经济大盘

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司
承办单位：中国人民大学经济研究所

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会（第98期）

读懂价格信号，稳住经济大盘

报告人：邹静娴

2025年2月22日

引言

疫后中国经济千头万绪，贯穿始终-“低物价”。

价格是因也是果，与许多经济问题盘根错节。

CMF多次呼吁牢牢抓住物价“牛鼻子”

-央行2024：把“促进**物价合理回升**作为重要考量”正式纳入健全货币政策框架的目标体系。

报告框架

一、稳物价为什么重要（反映的问题，信息）？

二、低物价影响经济的机制如何？

三、（美国、日本）物价回升的路径如何？

四、中国目前稳物价走到哪一步了？

五、宽松货币政策在稳物价、稳经济方面的能与不能

六、总结及政策建议

一、稳物价为何重要

1、背景-过往政策对于物价不够重视，表现为：

-执行中关注不够：两会都会宣布经济增长与通胀目标，但执行中仍更多关注实际量（实际GDP、消费、投资、财政收支等）；

-更关心高通胀问题：围绕物价表述-没有大幅通胀，源于对恶性通胀认知和历史记忆。

一、稳物价为何重要

1、过往政策对于物价不够重视，为何？

1）古典二分法思想；

名义量无法影响实际量（价签、工资/收入都加个0）；

无负债、摩擦时尚可，但存在负债，且规模大-通过价格-资产负债表影响个体决策。

2）“三驾马车”宏观分析框架；

总量拆解-不涉及结构、效率（价格）

3）将通缩视为通胀的简单逆过程，而低估了低物价对于经济的非对称性伤害：

通胀→通缩间绝非一个简单的连续过程，不是把通胀药方反其道而行就能治好通缩。

通缩的处理会更加麻烦、曲折，反直觉悖论（节俭、勤勉、价格灵活性-加剧通缩）。

一、稳物价为何重要

2、价格中包含一系列重要信息：

1）与中国当下一系列重要经济问题密切相关

价格是因也是果：与“内卷”、“资产负债表”收缩问题相关，也和“弱需求、弱预期”问题互为因果、不断螺旋式强化；可以说“物价是经济活动的‘牛鼻子’”

2）价格具有前瞻指引性，可作为先导指标

发挥价格的信号机制，企业、居民预期形成基础；稳中有升的物价预期可以鼓励企业拓展投资、增加雇佣，鼓励家户消费、减少预防性储蓄，引导经济步入物价-工资的正向循环

3）价格关乎“微观体感”，资产负债表修复期微观主体更关心名义量

有负债的世界，资产负债表修复期，主体真正在乎“每月2000房贷，挣5000工资”（名义量）

价格下行期，名义量增长跑不过实际量——“宏观数据和微观体感背离”原因

一、稳物价为何重要

1、过往政策对价格不够重视

2、价格中包含一系列重要信息

3、价格中包含独特/额外的增量信息（为何单拎物价出来？）

（1）如果仅关注实际量，所得信息可能是有偏/矛盾的：

-数据“打架”：中国就业和实际GDP相关性，改革开放初期，两者负相关；但后续转为正相关（Yao and Zhu, 2021）；

-美国大萧条时期，实际工资不降反升，源于名义工资难下调（黏性）→关注实际工资，可能得到误导性结论（伯南克）。

一、稳物价为何重要

3、价格中包含独特/额外的增量信息（为何单拎物价出来？）

（1）如果仅关注实际量，所得信息可能是有偏/片面的；

（2）物价走向有助于辨别经济症结在供给还是需求侧

-猪肉消费不振，供给VS需求-看价格（供给-价格↑；需求-价格↓）；

-美国长期停滞：供给（技术派-Gordon，技术惠及覆盖面小，教育边际效果弱，老龄化）；需求（Summers）→全球普遍性的低物价【“致命一击”】

一、稳物价为何重要

3、价格中包含独特/额外的增量信息（为何单拎物价出来？）

（1）如果仅关注实际量，所得信息可能是有偏/片面的；

（2）物价走向有助于辨别经济症结在供给还是需求侧

（3）价格调整可以反映经济体的制度性摩擦，及经济自我修复机制完善程度。

-制度性摩擦：伯南克，大萧条级别衰退-根源不在货币，而在一系列制度因素（银行组织架构，央行干预，劳动力市场谈判机制）-均体现在物价层面（如名义工资）；

-经济自我修复机制：经济下行期-实际工资↓-自发调节机制；但大萧条-实际工资↑，源于名义工资黏性-阻碍自我修复机制。

报告框架

一、稳物价为什么重要（反映的问题，信息）？

1、过往政策对价格不够重视

2、价格中包含一系列重要信息

3、价格中包含独特/额外的增量信息

二、低物价影响经济的机制如何？

二、低物价影响经济的具体机制

1、费雪-通缩效应，影响总需求

背景：美国大萧条（1929-1933）；

核心概念：过度负债+通缩

链条：意外冲击-“过度负债”债务人抛售资产-资产价格下跌，引发通缩-增加债务人实际负担；债务人MPC更高-抑制总需求，加剧通缩…

二、低物价影响经济的具体机制

1、费雪-通缩效应，影响总需求

2、触发“明斯基时刻”影响总需求

背景：20世纪后期，基于“金融不稳定假说”；

核心概念：经济繁荣期，投资者结构“对冲性融资”→“投机性/旁氏融资”；资产价格暴跌

链条：紧缩性货币政策-投机性/旁氏投资者利润预期恶化-抛售资产-资产价格暴跌-金融危机发生。

二、低物价影响经济的具体机制

1、费雪-通缩效应，影响总需求

2、触发“明斯基时刻”影响总需求

3、伯南克的“金融加速器”效应影响信贷供给

-信息经济学框架内，引入信息不对称、逆向选择理论；金融市场不完美如何造成“小冲击，大周期”；

-核心概念：通缩时借款人境遇“雪上加霜”（借款人在寻求外部融资时，融资溢价与其资产净值负相关→通缩时期，资产净值↓，融资溢价↑，越难融资）；金融恐慌

链条：一旦出现大批债务违约，银行可能收紧贷款-总需求进一步萎缩-最终金融恐慌，信用中断。

二、低物价影响经济的具体机制

1、费雪-通缩效应，影响总需求

2、触发“明斯基时刻”影响总需求

3、伯南克的“金融加速器”效应影响信贷供给

4、辜朝明的“资产负债表衰退”效应影响信贷需求

-前面三种效应中，信贷需求总是旺盛的-“非不为也，实不能也（抵押品/银行信贷供给收缩）”

-辜朝明，基于日本90年代衰退-资产负债表衰退理论

-关键假设：经济主体目标函数-利润最大化→负债最小化-总需求不足

二、低物价影响经济的具体机制（小节）

1、费雪-通缩效应→通缩加剧债务人压力，抑制总需求

2、触发“明斯基时刻”→金融体系内在不稳定，资产价格暴跌，影响总需求

3、伯南克的“金融加速器”效应→金融恐慌，银行中介收缩信贷供给

4、辜朝明的“资产负债表衰退”效应→ 主体转向负债最小化，总需求萎缩

Q：中国此轮物价下行，哪几种效应最明显？

二、低物价影响经济的具体机制（小节）

Q：中国此轮物价下行，哪几种效应最明显？

1、费雪-通缩效应→通缩加剧债务人压力，抑制总需求√

2、触发“明斯基时刻”→资产价格暴跌-财富效应、恶化预期-影响总需求（房地产、土地、股市）√

3、伯南克的“金融加速器”效应→金融恐慌，金融中介收缩信贷供给（审慎监管、充足资本金）×

4、辜朝明的“资产负债表收缩”效应→主体转向负债最小化，总需求萎缩（居民资产端缩水，信贷需求不振-提前还款、个人按揭新增量走低）√

二、低物价影响经济的具体机制（启示）

Q：中国此轮物价下行，几种效应有何启示？

1）“债务-通缩”、“明斯基”存在，稳价格优先稳住资产价格，尤其是房地产

房地产-家庭总资产70%+；连同上下游，影响实体和其他资本市场；通胀预期（自2021尤甚）

2）“资产负债表收缩”效应，扩表意愿不强背景下

“节俭”并非美德，反而加剧整体收缩——“节俭悖论”；

地方政府，以往经济政策“放大器”（2008“四万亿”，中央1.18万亿，地方政府十几万亿）；避免过度渲染“过紧日子”论调

3）“金融加速器效应”尚不明显，但也需警惕因金融恐慌而造成的信用中断

一、稳物价为何重要？

二、低物价影响经济的具体机制

三、物价回升如何实现？（美国、日本）

三、物价回升如何实现

1、来自美国疫后通胀的启示（伯南克）

✓美国疫后通胀形成机制可用传统物价模型解释；

✓通胀形成需两步：

a) **星星之火：**供给面的一系列物价冲击（能源、供应链、食品…）；

b) **燎原之势：**劳动力市场，有赖于物价-工资正向螺旋机制的形成

前者是“导火引线”，后者是“燃料补充”；

前者必不可少，但难以为继；后者是持续关键，与社会整体预期，厂商、消费者对于涨价态度有关。

三、物价回升如何实现

2、日本数次走出物价泥潭的尝试：

✓90年代后深陷通缩泥潭；

✓数次出现过走出通缩的“微光”，但最终以通缩告终

-1995年11月-1997年10月、2002年2月-2008年7月、2013年3月-2014年5月、2016年9月-2018年10月；

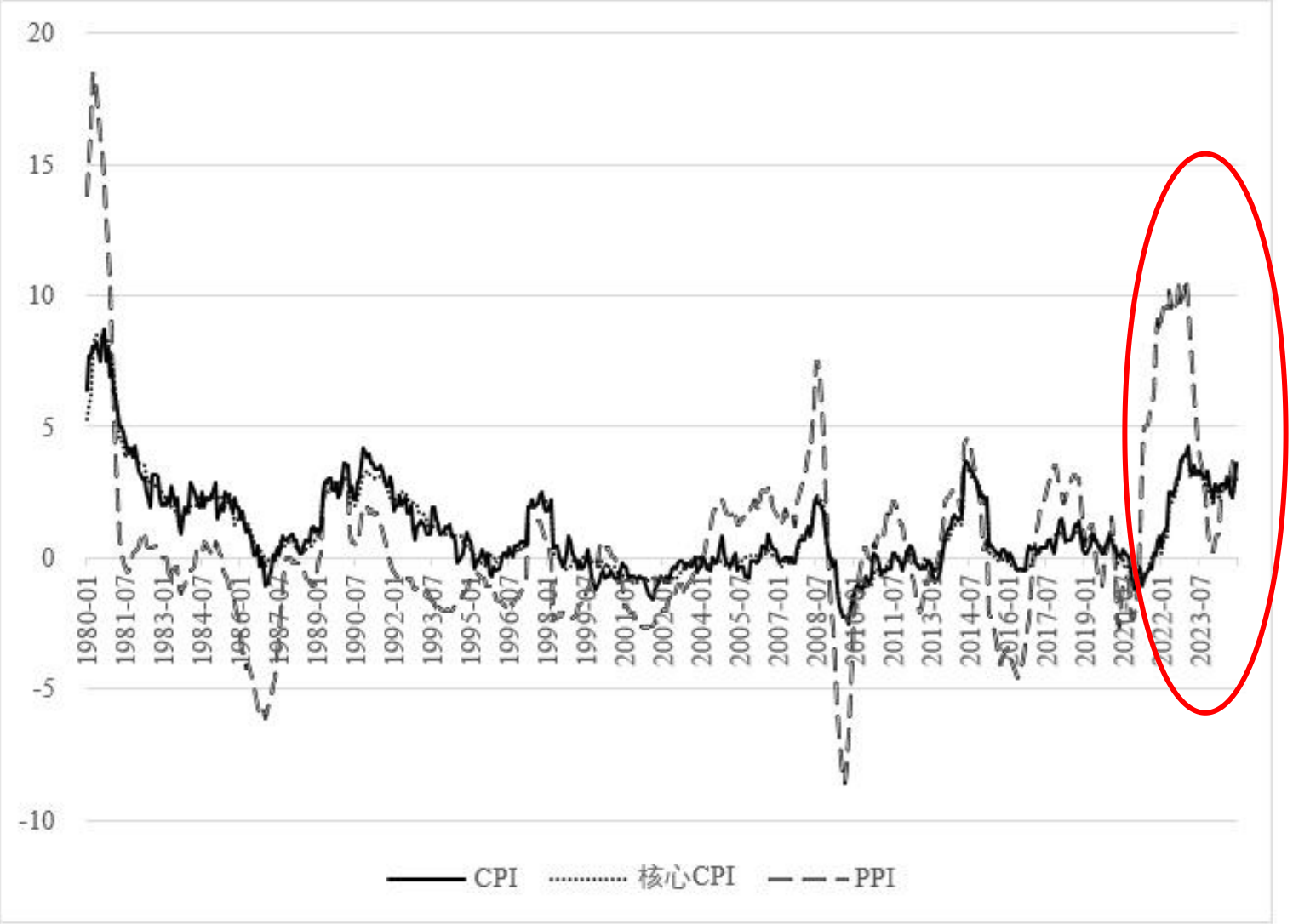
✓这次似乎“不一样”…

三、物价回升如何实现

2、日本数次走出物价泥潭的尝试，这次似乎“不一样”…

2022年4月份以来，日本CPI和核心CPI均由此前的0左右上升至2%以上；

2022年4-12月的PPI同比平均增速更是达到9.94%



图：日本物价同比走势（%）

三、物价回升如何实现

2、日本数次走出物价泥潭的尝试

✓这次何以“不一样”？——社会对于涨薪、涨价的接受度在提升（西南宏观）：

-2013年调查，60%日本企业表示“无法实现成本转嫁”（价格竞争激烈）；

-2023年调查，表示“能够将四成以上的成本进行价格转嫁”的企业比例>55%；

-批发（73.4%）、制造业（61.5%）、建造业（59%）；

三、物价回升如何实现

2、日本数次走出物价泥潭的尝试

✓这次何以“不一样”？——社会对于涨薪、涨价的接受度在提升（西南宏观）：

--为何接受涨价，Teikoku Databank调查显示，能够实现成本转嫁的前三大原因：

在价格谈判中显示成本价（45.1%），向业务伙伴发出价格变动通知（28.7%），整个行业理解的增进（25.8%）；

-对中国内卷的借鉴意义

“好”的均衡：高价-高质量相互支撑，薪酬提高；

“坏”的均衡：压榨供应商、员工，低价-低质量-低需求

一、稳物价为何重要？

二、低物价影响经济的具体机制

三、物价回升如何实现？（美国、日本）

四、中国物价回升走到哪一步了？

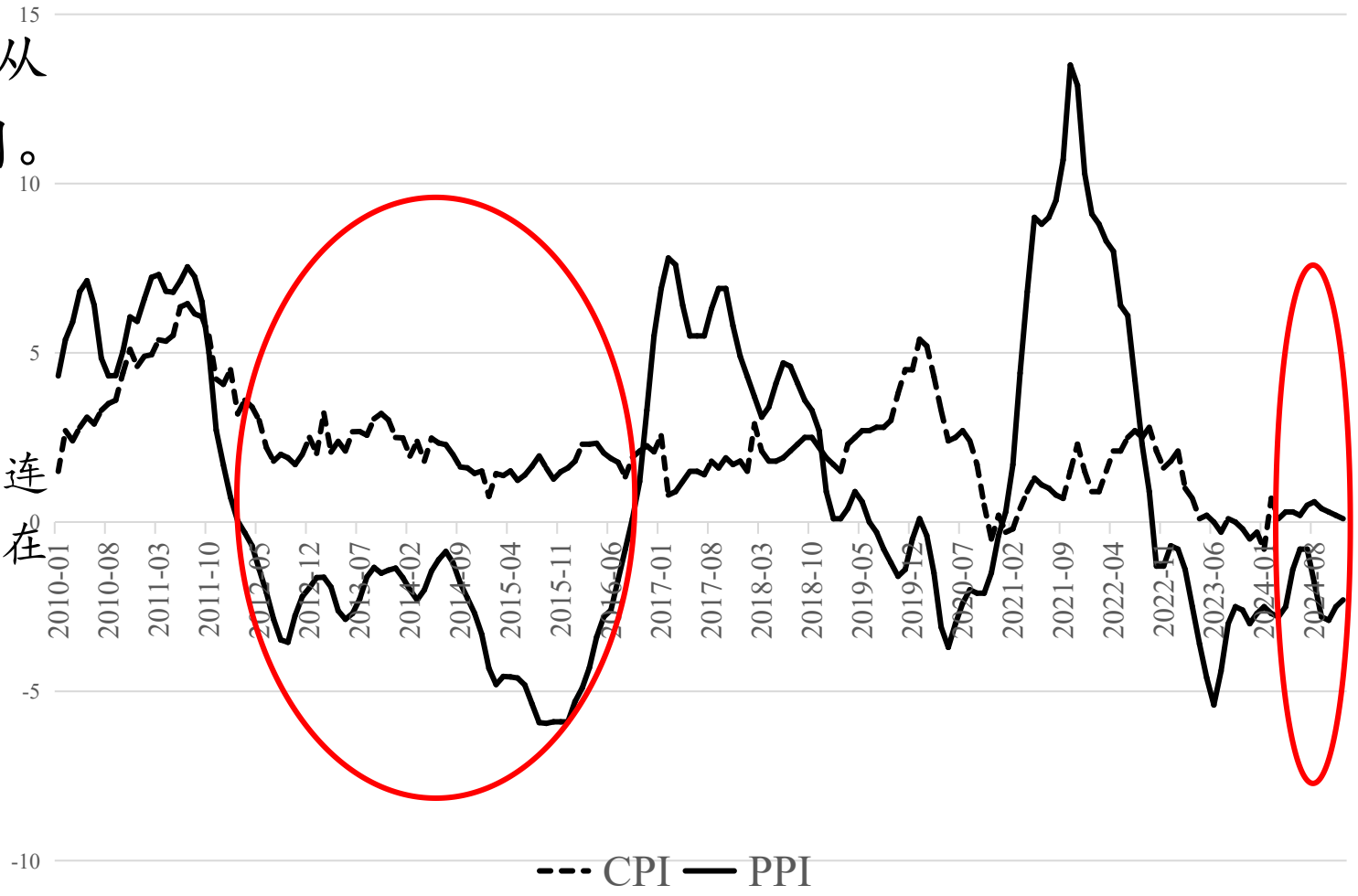
四、中国物价回升走到哪一步了？

✓**当前：**CPI已有回升态势，并从2024年2月开始持续维持在正区间。但PPI仍在负区间。

✓**CPI、PPI一正一负，怎么看？**

-**中国过往：**从2012.03-2016.08，PPI连续54个月维持负增长，但CPI均值却在2%+→复盘，通缩为主要特征；

-**其他国家**，并不鲜见。

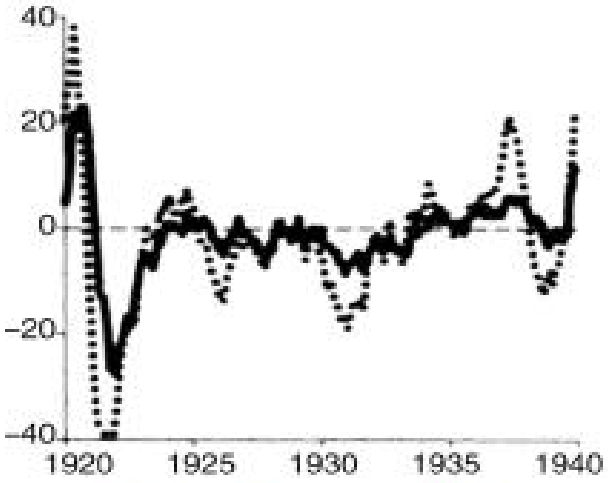


四、中国物价回升走到哪一步了？

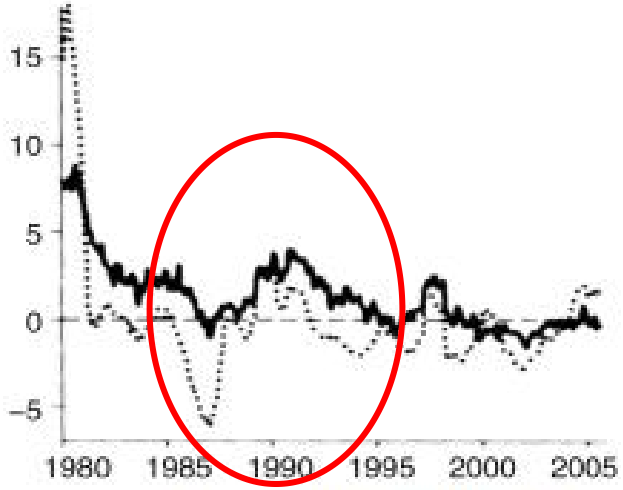
✓CPI、PPI一正一负，怎么看？

-**中国过往：**从2012.03-2016.08，PPI连续54个月维持负增长，但CPI的走势却始终保持低位运行，并且均值在2%以上→通缩为主要特征；

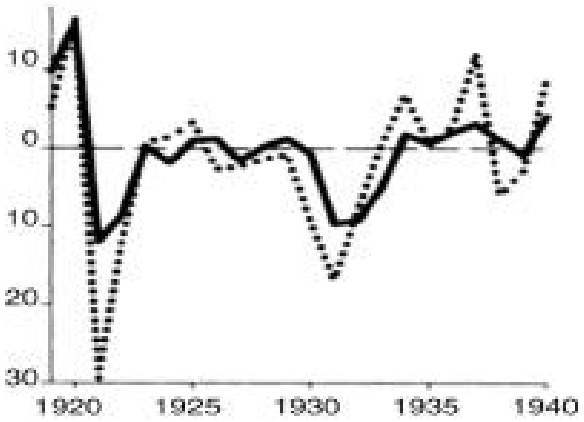
-**其他国家典型通缩期：**CPI PPI一正一负并不鲜见。如：日本1985~1995年间，PPI长期为负，而CPI却始终维持在2%附近。



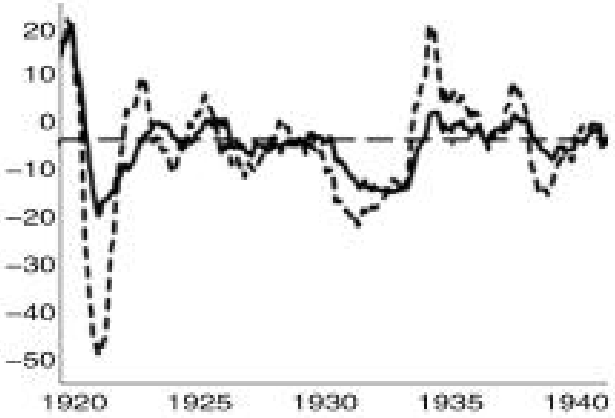
英国：1920—1940年



日本：1980—2005年



加拿大：1919—1940年



美国：1920—1940年

四、中国物价回升走到哪一步了？

✓CPI、PPI的系统性差异如何解释？

-1990 年代中期，由Michael Boskin牵头，美国国会于1996年发布了一份名为“向着一个更精确的生活成本指标改进”的学术报告，这份报告后来被称为“博斯金报告”；

-报告指出CPI会系统性地高估通胀约1.1个百分点，而背后的三个主要原因分别为：1）忽视了消费者在面临物价变动时，可能的替代选择（0.4 个百分点的高估）；2）没有考虑产品质量的提升（0.6 个百分点）；3）没有考虑新产品的出现（0.1 个百分点）。

✓CPI会系统性地高估物价增速1个百分点左右

-不能仅以CPI转正而“半场开香槟”

五、稳物价过程中货币政策的能与不能

✓**宽松货币政策的作用：**

-全球性的普遍实践；

-影响机制：

1）利率-投资；

2）广义信贷渠道：银行信贷（放贷能力）、资产负债表（改善）机制

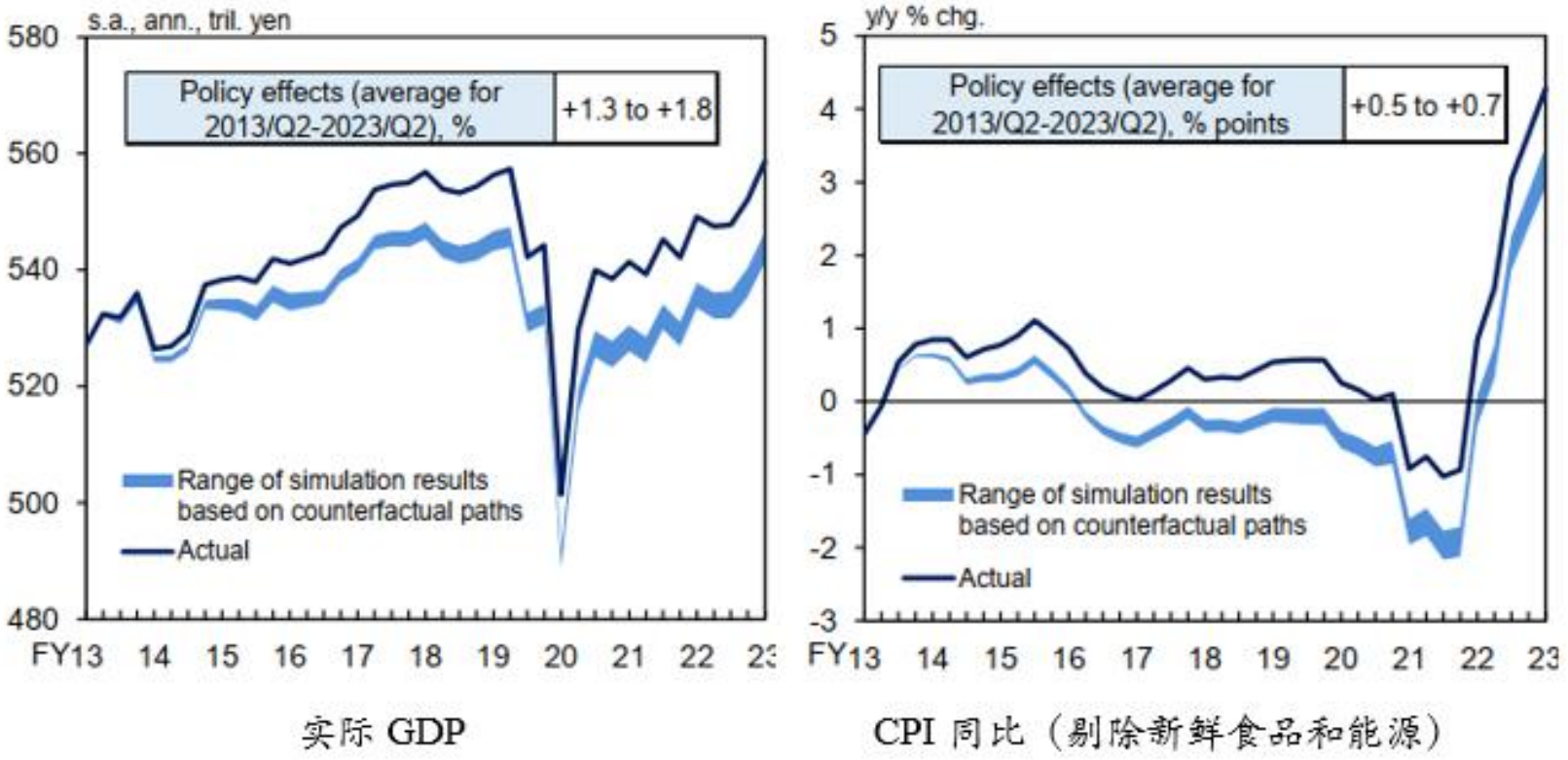
3）CMF之前报告：即便宽松货币政策对投资的直接拉动作用有限，也有利于营造一种宽松的氛围和对通胀的未来预期，同时兼具改善收入分配的中长期效果。

但是，货币政策并非万能：一是弱需求背景下作用有限；二是副作用可能超预期

五、稳物价过程中货币政策的能与不能

日本央行近期发布了一份《从广义视角审视货币政策》的报告，回顾+反思，三方面内容：

1、整体评价-积极：2013Q2-2023Q2，大规模货币宽松政策将实际GDP推高了1.3%-1.8%，同时将（扣除新鲜食品和能源）消费者价格指数同比增速提高了0.5-0.7个百分点；



实际 GDP　　CPI 同比（剔除新鲜食品和能源）

图：日本宽松货币政策效果反事实评估

注：图引自日本央行报告 Review of Monetary Policy from a Broad Perspective,

https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2024/k241219b.pdf

五、稳物价过程中货币政策的能与不能

日本央行《从广义视角审视货币政策》的报告，回顾+反思：

2、作用机制-两方面努力以营造低利率环境：

大规模购买国债→压低名义利率√

前瞻指引→抬升通胀预期×（低物价、低通胀观念太过深入人心）

3、央行大规模购买国债尽管效果明显，但副作用可能超预期：

扭曲国债市场、挤压金融机构利润、扭曲资源配置。

五、稳物价过程中货币政策的能与不能

◆对于长期低利率政策的反思不止发生在日本，全球范围内的反思：

-整体评价：短期有提振经济作用，但这一增长效果基本上在2016年后就不复存在，表现为长期生产率增长乏力，企业投资需求下降；

◆主要解释：长期低利率政策会加剧：

-金融不稳定、经济不平等、市场价格扭曲、僵尸企业问题等。

六、总结及政策建议

1. 重要性：价格信号非常重要，在经济承压时期尤其如此。不仅能反映一系列重要经济问题，还具备一些实际量层面额外的信息。

-宜向外界明确物价目标（比如：通胀2%目标），并表明实现该目标的决心，同时明确与之相匹配的财政、货币政策规模和力度；

-向市场传递清晰的政策目标并使之相信，是有效引导预期及降低政策成本的关键。

六、总结

2. 作用机制：主要通过费雪-通缩、触发“明斯基时刻”、资产负债表收缩效应

-尽快稳住以房地产为主的资产价格；

-提升经济主体扩表意愿（切实推动主体增收减负+加强“可感可及”直达性财政政策）

居民：降低房贷利率，针对住房需求重点群体（如：二孩、首套房、刚需住房家庭）进一步下调首付比例，提高个税抵扣额度（考虑将大件商品购置纳入纳税抵扣额度计算），进一步扩大消费补贴的覆盖范围（从汽车、家电扩展至更一般的商品消费，以及包含少儿培训、文旅等在内的服务消费），提高城乡居民基础养老金，进一步扩大异地就医直接结算范围并简化结算流程——“可感可及”；

地方政府：恢复其发展经济积极性-“开正门”，明确其融资的合规、合理渠道，提速地方债发行节奏。

财政赤字率：尽管已有较大突破，但需区分哪些是用于解决化债问题的，哪些是用于刺激居民消费的；唯有后者对刺激需求的直接作用大。

六、总结

3. 物价上升形成：美国、日本走出通缩的经验表明，物价正循环的形成需要最初的物价供给面冲击，以及后续物价-工资螺旋机制的形成。

-前者是“星星之火”的引线，后者是“燎原之势”的燃料，两者缺一不可；

-“物价-工资”螺旋机制的形成往往更难，有赖于全社会对于产品涨价、工资上调接受度的提升。这也再次彰显了当下中国破除“内卷”的积极意义。

六、总结

4、中国稳物价之路，仍需努力：

-无论从中国历史数据还是国际经验来看，不能仅从CPI转正就过早放松在稳物价上的努力。

5、政策选择：

-宽松货币政策：经济复苏阶段必不可少。短期有助于修复资产负债表，但不能指望通过其推动长期可持续增长；此外，从多国反思来看，该政策对经济活动产生的扭曲效应可能超预期。

-积极财政政策：在此背景下，积极的财政政策，尤其是强调民生直达性和结构性改革意图的财政政策应发挥更大作用。

-以人为本的公共性服务领域（如：教育、医疗）；

-直指中低收入群体权利平等化（如：农民工进城、落户便利化）的财政支出。

CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

读懂价格信号，稳住经济大盘，CMF专题报告发布

2月22日，CMF 宏观经济热点问题研讨会（第98期）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学国家一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，**聚焦“读懂价格信号，稳住经济大盘”**，来自学界、企业界的知名经济学家**刘元春、杨瑞龙、毛振华、陆挺、伍戈、郭磊、邹静娴**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学国家发展与战略研究院副教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**邹静娴**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下六个方面展开：

一、稳物价为什么重要？

二、低物价影响经济的具体机制

三、物价回升如何实现

四、中国物价回升走到哪一步了？

五、稳物价过程中货币政策的能与不能

六、结论及政策建议

疫后恢复以来，中国经济的问题千头万绪，但贯穿始终的一条主线就是低物价。这既是一系列综合问题的结果，亦是后续一系列问题的起因。在此背景下，我们宏观论坛团队从很早以前就在多份报告及内参中不断呼吁要牢牢抓住物价这个“牛鼻子”。人民银行自去年以来已把“促进物价合理回升作为重要考量”正式纳入健全货币政策框架的目标体系。

一、稳物价为什么重要？

（一）过往政策对于物价不够重视

今天我们需要特别强调“稳物价”的一个重要背景是以往政策对于物价——尤其是低物价问题不够重视。尽管通胀目标每次都会出现在两会报告中，但在实际执行中政策还是

更多关注实际变量（如：GDP、消费、投资、财政收入、财政支出等实际增速）。此外，其中有关物价的表述，大多围绕物价没有大幅上涨这一点展开，这与大家对于恶性通胀严重性的认知和历史记忆有关。但对于低物价甚至通缩的危害，公众认识其实是有不足的。

对于物价的重要性认识不足，又与以下几点因素有关：**（1）受古典二分法思想影响。**经济学中的古典二分法强调名义量不会影响实际量，只有实际量才能影响实际量。至于物价，不过是一层面纱。这一说法在经济体中完全不存在负债及摩擦时或可接受，但在有负债，且负债规模较大的情形下，价格就会通过资产负债表影响个体财务状况和行为决策；**（2）以往宏观分析常套用“三驾马车”框架。**这一框架是一种对宏观经济在总量层面的拆解，却无法揭示很多结构、效率问题，而物价往往与结构、效率问题有关；**（3）将通缩视为通胀的简单逆过程，而低估了低物价对于经济的非对称性伤害。**从通胀到通缩，这绝非一个简单的连续过程，并不是把医治通胀的药方反其道而行就能治好通缩。相反，通缩的处理会更加麻烦、曲折，甚至在通缩的世界里会出现一系列反直觉的“悖论”，比如个体越节俭、越勤勉，价格调整越灵活，整个经济体不会更好，而是会更加深陷通缩泥潭[1]。

（二）价格中包含一系列重要信息

第一，稳物价与中国当下一系列重要且复杂的经济问题密切相关。价格是因也是果。比如，低物价与我们近期讨论的中国企业“内卷”、“资产负债表”收缩问题相关，也和“弱需求、弱预期”问题互为因果、不断螺旋式强化。因此说“物价是经济活动的‘牛鼻子’”。

第二，价格具有前瞻指引性，可作为先导指标。我们常说发挥价格的信号机制，价格是企业、居民预期形成的重要基础。稳中有升的物价预期可以鼓励企业拓展投资、增加雇佣，鼓励家户消费、减少预防性储蓄，引导经济步入物价-工资的正向螺旋，这对于打破当前“低物价-低预期，低需求-进一步低物价”的恶性循环尤为重要。

第三，价格关乎“微观体感”，资产负债表修复微观主体更关注名义量。经济学中的古典二分法在不存在负债及摩擦的世界中或许成立，但在资产负债表修复期间，市场主体更为关注的是名义量（如：企业营收、负债、个人房贷等）——这是与微观感受更紧密相连的系列指标。比如，居民在乎的是每个月挣5000元，每个月需要还银行房贷2000元，这都是名义量。在物价下行环境中，名义量的增长跑不过实际量，这也是“宏观数据和微观体感背离”

[1] 更多讨论可参见“当辜朝明和明斯基遇见费雪？重读一些老文献”，郭凯，中国金融40人论坛，2023.08.

的原因。

（三）价格中包含一些实际量不具备的独特/额外信息

经济线索千头万绪，为什么我们今天单独把物价这个变量拎出来讨论？重要一点在于关注价格可以带来一些实际量以外的独特/额外优势：

第一，如果只关注实际变量，所得信息可能是有偏/矛盾的。如果仅关注实际量，在经济下行期可能出现实际量之间彼此信息“打架”的情况。举个例子，有研究发现中国的就业和实际GDP数据其相关性在过去几十年间发生了系统性变化[2]：改革开放初期是负相关，而后随着时间推移，就业和GDP的相关性又转正了，两组实际量间的相关关系并不稳定。再如，美联储前主席本.伯南克发现在美国大萧条时期，实际工资不降反升，这主要源于名义工资黏性（很难下调）。由此引出的一个推论就是，如果我们只盯着实际工资，所得有关经济周期的结论可能是误导性的。

第二，价格走向有助于辨别经济症结在供给还是需求侧。如果我们观察到今年春节期间猪肉的消费较往年有所减少，这既可能源于猪肉供给的减少（养猪农户少了、出栏慢了、物流跟不上等），也可能源于需求的减少（比如，大家不爱吃猪肉了，更偏好蔬菜或是其他肉类了）。那么，现在要判断猪肉消费不济的问题到底出在供给还是需求身上，仅从最终消费量是没办法判断的。但价格的走向却可以揭示答案——给定其他条件不变，供给少了，均衡价格就会走高；反之，需求不振，价格就走低。

猪肉的例子很好理解，现实中往往也很好辨析，但当问题更加复杂化时，大家往往有时会忽视物价这一指示供给/需求方向的作用。一个例子就是美国长期停滞问题。对此，主流解释中有两派观点：一类可称为技术派，或供给派，代表人物有经济历史学家戈登（Robert J.Gordon）。他们强调说工业革命之后就再没有颠覆性的技术出现，同时教育普及的边际效果越来越小，还有发达国家普遍的人口老龄化，这些供给面因素这是经济停滞的根本原因；另一派则强调需求侧问题，代表人物有美国前财政部长萨默斯（Lawrence H.Summers）。他认为长期停滞的症结在于总需求不足。两边的代表性人物都举足轻重，也都言之有据。但在争论时，萨默斯向技术派投出了致命一击——如果长期停滞真是源于供给因素，那么价格应

[2] Yao, W., & Zhu, X. (2021). Structural change and aggregate employment fluctuations in China. International Economic Review, 62(1), 65-100.

具备长期向上趋势，但全球在金融危机之后呈现的是普遍性的低物价，这一论据对于供给派的攻击是很有力的。

价格对于供给/需求的指示作用还有助于我们厘清政策思路：比如，当前中国物价低迷意味着症结主要在需求侧。这意味着以往逆周期调节中长于刺激供给的产业政策效果不佳，甚至可能推升产能过剩，进一步压低价格。

第三，价格调整可以反映经济体的制度性摩擦，以及经济自我修复机制完善程度。伯南克指出，像大萧条这种级别的经济危机，其根源绝不止在货币层面，紧缩的货币政策充其量只是必要非充分条件。大萧条的根源在于银行恐慌的发生，而这又与一系列经济制度因素有关，包括金融体系中的银行组织架构、央行干预行为等。此外，名义工资黏性又与劳动力市场的劳工工资谈判机制有关。这些真正影响经济危机的根本性因素都在经济制度层面，而他们又会各自反映在不同价格调整上；此外，价格黏性还可以反映经济体的自我修复机制完善程度：在价格调整不存在任何摩擦的理想世界中，经济下行期，实际工资也应该相应下调，以使企业轻装上阵，这是经济自发调节的一种修复机制。但在低物价环境中，由于名义工资黏性，可能导致实际工资上涨，这会阻断经济自我修复/自我调节机制。可见，价格可以反映经济体运行过程中很多深层次因素。

二、低物价影响经济的具体机制

低物价到底如何影响经济，大致有以下四种效应：

（一）通过费雪“债务-通缩”效应影响总需求

该理论提出的背景是美国大萧条期间(1929-1933)。在费雪的“债务-通缩”理论中(Fisher，1933)，“过度负债”和“通货紧缩”是两个核心概念。当经济体过度负债后，任意一个“意外冲击”或政策收紧都可能改变社会对经济前景预期，导致资产价格暴跌；此时，之前“过度负债”的投资者不得不抛售资产以偿还信贷，资产抛售引发通缩，通缩又增加债务人的实际债务负担，而债务人往往边际消费倾向更高，由此会进一步抑制经济。该理论中通缩源于资产抛售而触发的资产价格暴跌，而这又会进一步抑制经济，进而加剧通缩。

（二）通过触发“明斯基时刻”影响总需求

“明斯基时刻”这一概念由明斯基在20世纪后期提出，主要解释金融危机的内生性，尤

其是资产价格泡沫破裂引发的危机。相关的“金融不稳定假说”认为金融不稳定性是内生的：在经济繁荣期，企业和投资者从“对冲性/稳健性融资”转向“投机性”甚至“庞氏融资”，债务负担逐渐加重；当通胀问题严重时，政策当局实施紧缩性的货币政策。此时，在投机性融资和旁氏融资主导下的融资结构下，经济主体的利润预期迅速恶化，经济主体被迫抛售资产偿还债务，进而导致资产价格暴跌甚至金融危机。

相比于费雪的“债务-通缩”理论，“明斯基时刻”的触发机制略有不同：前者在于通缩引发债务人的实际负担加重，导致经济收缩，而后者中触发危机的因素是资产价格泡沫破灭或突然的信贷条件收紧。相应的，在政策指向方面，费雪的“债务-通缩理论”更多主张通过货币政策（如通胀目标制）来对抗通缩，减轻债务负担，而“明斯基时刻”则强调金融监管的重要性，主张通过加强监管来抑制过度投机。

（三）通过伯南克的“金融加速器”效应影响信贷供给

在信息经济学框架下，通过引入信息不对称、逆向选择这些概念，伯南克于20世纪80年代建立了“金融加速器”理论。这一理论强调金融市场的不完美（如信息不对称和代理成本）如何放大经济冲击对实体经济的影响，即“小冲击，大周期”。

在“金融加速器”理论中，一个关键假设就是借款人在寻求（银行等）外源融资过程中，所需支付的融资溢价与其资产净值负相关。这意味着，当经济体陷入通缩时，家庭、企业资产净值下降，这会大幅提高他们在外源融资过程中需支付的融资溢价。换言之，借债主体资产净值越低，越难获得融资支持。一旦出现大批量债务违约，银行的反应可能先是提高贷款利率，继而收缩信贷。这会进一步增加私人部门的债务负担，总需求进一步萎缩，并最终导致因金融恐慌而引发的整个经济信用中断。

（四）通过辜朝明的“资产负债表衰退”效应影响信贷需求

在上述三组效应中，信贷需求始终是旺盛的——至于均衡时出现的信贷收缩源于借款人因资产净值下跌而导致的融资能力受限，或者银行方面信贷供给的收缩。换言之，从借款人角度来看，之所以借不到钱是“非不为也，实不能也”。

与之不同，辜朝明基于日本90年代日本经济泡沫破裂背景提出了“资产负债表衰退”理论。该理论强调当经济体出现资产价格暴跌（如房地产或股市崩盘）时，企业资产负债表的

资产端大幅缩水，企业的目标函数会从“利润最大化”转向“负债最小化”，继而主动停止借贷和投资，导致总需求不足。

在此过程中，经济主体的行为调整是主动的——企业和家庭主动减少负债和投资，导致经济陷入长期低迷。由于资产负债表衰退的根源在于经济主体不愿意增加负债，因此相关理论对应的政策抓手主要在财政政策，而非货币政策。

（五）中国此番物价低迷过程中，哪几种效应较为显著？

从对上述几组机制的阐述来看，（1）费雪“债务-通缩”理论强调物价下行导致债务人实际负担加重，由此抑制需求，这一点是存在的；（2）“明斯基时刻”强调资产价格暴跌对于总需求的抑制。在我国，以房地产、土地价格等资产价格下行，以及连带股市、债市的走弱，都会通过财富效应和恶化预期两方面抑制需求。此外，土地收入的减少也是抑制地方政府积极性的重要原因；（3）伯南克的“金融加速器”效应重在信贷供给端，核心机制是发生金融恐慌。从中国的实践来看，得益于审慎监管和银行业较为充足的资本储备，应该说这一效应并不明显；（4）最后是表现为信贷需求不振的“资产负债表”效应。从居民部门资产端缩水严重，连同信贷需求不振（比如表现为提前还款、个人按揭贷款滚动新增量走低等）等表现来看，确实存在一定缩表倾向。

上述讨论至少给我们以下几点启示：（1）从“债务-通缩”和“明斯基时刻”效应来看，在稳价格过程中，优先稳住以房地产为主的资产价格是重中之重。中国家庭总资产中七成左右是房地产，房地产连同其上下游产业会显著影响实业企业和资产价格走势。不仅如此，有研究表明[3]2021年后，房价对于通胀预期的影响越来越大。当房地产价格持续走低时，会通过财富效应和预期效应遏制总需求；（2）基于“资产负债表”效应，在总需求不振、经济主体扩表意愿不强的背景下，“节俭”并非美德，反而会加剧整体收缩。这里尤其要提到此番地方政府在经济复苏过程中的表现，在以往中国经济增长模式中，地方政府扮演了重要角色。以2008年的“四万亿”财政刺激政策为例，据估算，中央财政支出在1.18万亿左右，而地方财政最终筹集了十几万亿元[4]，这里面正是地方政府起到了经济政策“放大器”的作用。此次经济调整期比以往更长的一个重要原因就是地方政府积极性大不如前。正因如此，我们也多次提出要避免过度渲染地方政府“过紧日子”的舆论环境。在经济下行期，“节俭”可能并

[3] 新宏观策略研究（三）：理解中外通胀分化：通胀预期视角，魏冬、缪延亮、李昭，中金点睛，2024.06.

[4] 余永定：今年只剩三个月了，可以先抛出一份刺激性方案，经济观察报，2024.09.

非美德，反而是抑制总需求的一种非常局部性的思维模式，这也被称为“节俭悖论”——即大家都不花钱，经济就走不出低物价-低预期、低需求的恶性循环；（3）尽管目前伯南克强调的“金融加速器”效应尚不明显，但仍需警惕因金融机构恐慌而造成的信用中断。

三、物价回升如何实现

前文主要讨论物价指标的重要性和影响经济的机制，那么对于一个经济体而言，如何从“低物价-低需求-更低物价…”的负向循环走向“物价回升-需求回暖”的正向循环呢？对此，美国和日本的经验可以提供一些启示：

（一）来自美国疫后通胀的启示

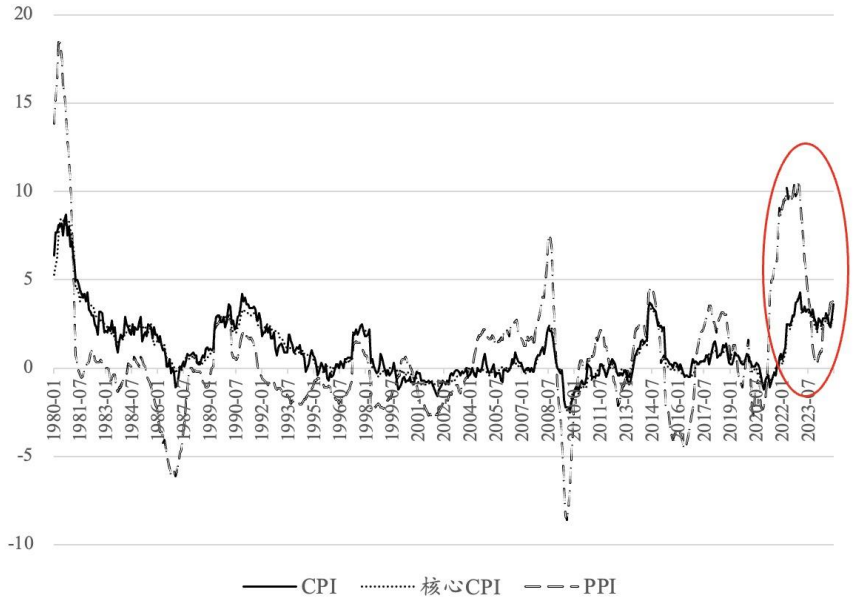
伯南克对美国疫后的物价通胀形成机制进行了研究，其研究结果对于我们今天讨论的问题，有几点重要启示：（1）整体而言，美国疫后通胀与传统物价变化模型并无矛盾，表明疫后物价形成机制并没有发生根本性变化；（2）美国疫后通胀的发生可分为两步，我将其总结为“星星之火”和“燎原之势”：一是点燃通胀的“导火索”，二是将这“星星之火”延续扩大，形成“燎原之势”。至于前者——触发通胀的“导火索”，是供给面的一系列物价冲击，包括国际能源价格上涨、全球供应链阻断、食品价格上涨。但仅有第一步“点火”是不够的，伯南克的研究指出这些触发机制的效果都很短，不足以形成持续的“燎原之势”，那么后续的物价上升支撑力量何来呢？他们的研究表明这有赖于劳动力市场上物价-工资螺旋的形成。一旦物价上涨-工资上涨的螺旋形成，就可以把物价从低水平泥潭彻底拖出。而这一螺旋机制的形成又与社会对于物价的整体预期，厂家、消费者对待产品涨价、工资上调的态度有关。

简言之，美国疫后的通胀经验表明，物价正循环的形成需要两步，一是“点火”，这一步主要靠供给面的能源、供应链、食品价格冲击，这个触发机制重要，但无法持久；真正让“星星之火”延续的力量在于劳动力市场，只有当整个社会形成物价-工资上行螺旋后，才能将物价上涨的最初动力延续下去。

（二）日本数次走出物价泥潭的尝试

日本自上世纪90年代日本泡沫崩溃后便陷入通货紧缩的困境，物价水平持续低迷。此后曾数次出现过物价复苏的迹象（1995~1997年，2002~2008年，2013~2014年，2016~2018年）。每一次，大家都对这些物价“微光”报以希望，却最终都以重回通缩收场。

但是自2022年中旬以来，日本物价有回暖迹象，并且“这次似乎不一样”：2022年4月份以来，日本 CPI 和核心 CPI 均由此前的0左右上升至2%以上，2022年4-12月的 PPI 同比平均增速更是达到9.94%，并且物价企稳态势较为稳固。



图：日本物价同比走势（%）

“这次不一样”的一个关键变化在于企业对于涨薪的接受度在提升，同时，整个社会对于企业以涨价形式转嫁成本的方式接受度更高。据日本工商会早期经济预测调查数据显示[5]，2013年时日本有60%的企业表示迫于竞争对手激烈的价格竞争因而无法进行价格转嫁，而2023年的调查数据则显示，有超过55%的企业能够将四成以上成本通过涨价形式消化。并且从行业上看，批发、制造业、建造业企业中表示能够转嫁四成以上成本企业的比例分别为73.4%、61.5%和59%。社会对于涨价和涨薪的接受度何以提高？据 Teikoku Databank 的调查显示，使得企业能够通过涨价实现成本转嫁的前三大原因为：在价格谈判中显示成本价（45.1%），向业务伙伴发出价格变动通知（28.7%）以及整个行业理解的增进（25.8%）[6]。

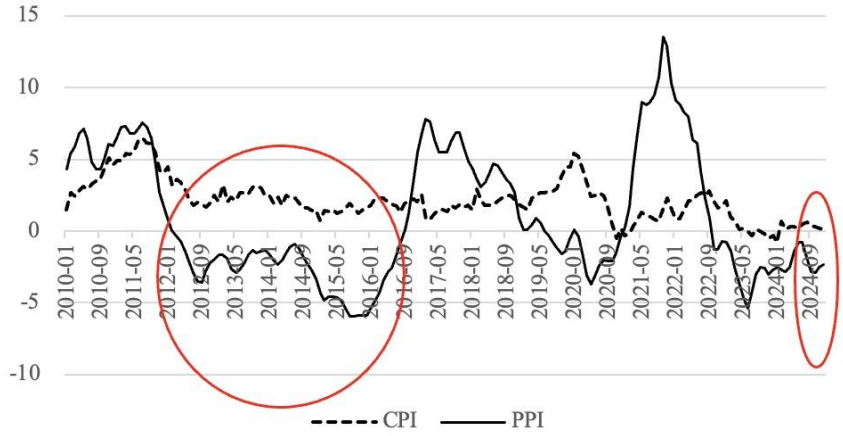
[5] https://cci-lobo.jcci.or.jp/wp-content/uploads/2023/10/LOBO202310.pdf

[6] 又是一轮“虚幻的黎明”？——关于日本疫后物价上行持续性的探究，西南宏观团队，2024.1.

这一变化对于当下中国的“内卷”问题有很强借鉴意义。企业要发展，在技术进步、市场扩张过程中相应成本的增加如何转嫁？健康的方式应该是企业提质增效，更高的价格与更优的品质相互支撑，同时员工薪酬也相应提升；而不健康的循环则是企业的成本压力只能通过压榨供应商、压榨员工实现，届时整个经济只会陷入低物价-低质量-低需求的恶性循环。

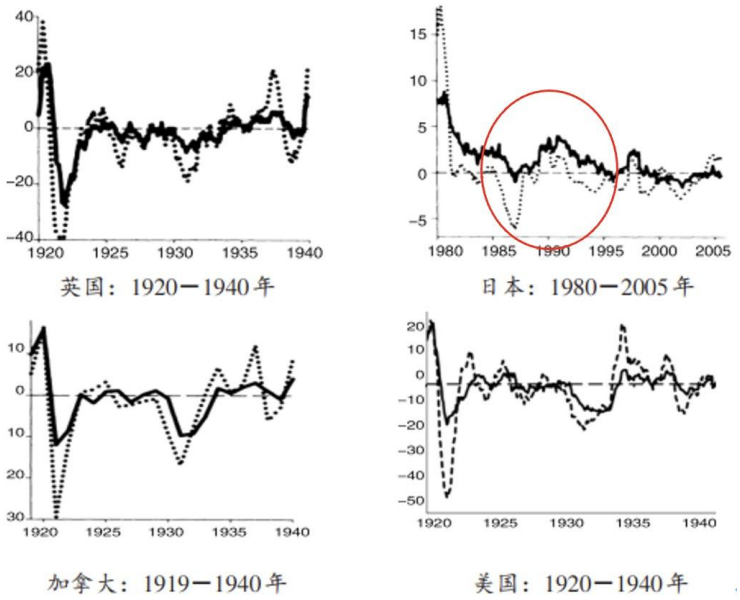
四、中国物价回升走到哪一步了？

说了这么多别国的例子，那么目前中国在物价复苏过程中走到哪一步了呢？如果以 CPI 来看，已有回升态势，并从2024年2月开始持续维持在正区间。但以工业品价格表征的 PPI 来看，仍在负区间。应该如何看待这种 CPI、PPI 一正一负的格局呢？事实上，中国经济并非第一次出现这种 CPI、PPI 走势背离的情况。例如，从2012年3月至2016年8月，中国的 PPI 连续54个月维持负增长，但 CPI 的走势却始终保持低位运行，并且均值在2%以上。事后复盘来看，当时中国经济处于小幅通缩期间。



图：中国 CPI、PPI 同比增速（%）

除中国外，世界其他一些国家在其典型通缩期，也曾出现过长时间段内 CPI、PPI 一正一负的现象。以日本为例，1985~1995年日本 PPI 长期为负，而 CPI 却始终维持在2%附近。



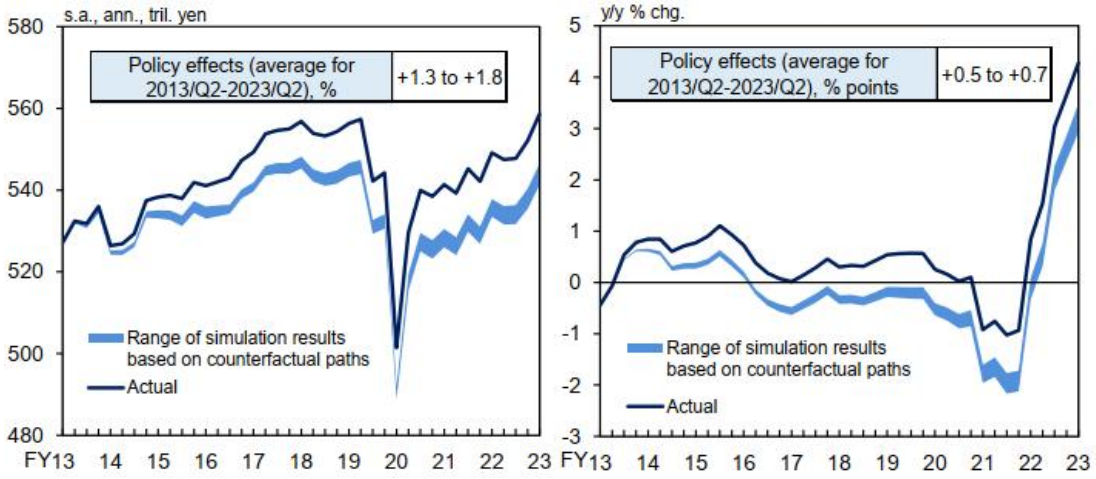
图：其他国家典型通缩期CPI PPI一正一负现象并不鲜见

对于CPI和PPI之间存在的分化现象，学术界早有关注：早在1990年代中期，由经济学家迈克尔·博斯金（Michael Boskin）牵头，美国国会于1996年发布了一份名为“向着一个更精确的生活成本指标改进”的学术报告，这份报告后来被称为“博斯金报告”。报告指出CPI会系统性地高估通胀约1.1个百分点，而背后的三个主要原因分别为：1）忽视了消费者在面临物价变动时，可能的替代选择（0.4个百分点的高估）；2）没有考虑产品质量的提升（0.6个百分点的高估）；3）没有考虑新产品的出现（0.1个百分点的高估）。史密斯对后续估计CPI偏误的实证文章进行了梳理，指出CPI对通胀的高估程度一般在1个百分点左右。不仅如此，这一系统性偏误在通胀水平较低时更明显。这是因为CPI的系统性偏误主要是由质量提升导致的，而这一现象在技术进步较快、通胀水平较低时更显著。因此，不能仅以CPI转正作为物价已经稳住甚至转向正循环的判断依据。

五、稳物价过程中货币政策的能与不能

最后，我们落脚到稳物价过程中货币政策的能与不能。说到稳物价，大家可能首先想到的是货币政策，这是世界多国纷纷在做的。货币政策对于总需求的影响不仅是通过利率直接影响投资，还会经由银行信贷机制和资产负债表机制（广义信用渠道）影响融资需求。例如，宽松货币政策下，企业和家庭的资产负债表都能得以改善，同时银行放贷能力也会提升。此外，宽松的货币政策也有利于提升对通胀的预期，并兼具改善收入分配的中长期效果。

但这里需补充的是，货币政策并非万能：一方面，其效果在需求走弱背景下可能有限，另一方面，超宽松货币政策的副作用可能比人们预想的更严重、更复杂。日本央行近期发布了一份《从广义视角审视货币政策》的报告[7]，这份报告对日本央行自2013年以来推行的大规模货币宽松政策进行了全面的效果评估。从中我们至少可以得到以下几点关键信息：第一，就整体效果而言，宽松政策对于提升物价、GDP 的净效果还是积极的。反事实估算结果显示，自2013年二季度至2023年二季度，日本大规模货币宽松政策将日本实际 GDP 推高了1.3%~1.8%，同时将（剔除新鲜食品和能源）消费者价格指数同比增速提高了0.5~0.7个百分点；第二，从作用路径上看，日本央行主要通过大规模购买国债压低名义利率，以及前瞻指引抬升通胀预期这两条途径试图营造低利率环境。相较而言，以购买国债压低名义利率的效果更明显，而通胀预期的调整并不尽如人意，这主要因为民众对于低物价、低通胀的长期印象太过根深蒂固；第三，央行大规模购买国债尽管效果明显，但副作用可能超预期：包括扭曲国债市场、挤压金融机构利润、扭曲资源配置等。



实际 GDP CPI 同比（剔除新鲜食品和能源）
图：日本宽松货币政策效果反事实评估
注：图引自日本央行报告 Review of Monetary Policy from a Broad Perspective,https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2024/k241219b.pdf

事实上，不仅是日本，全球都在对低利率政策进行反思：从效果上看，2008年金融危机后全球低利率环境确实在一段时间内帮助受危机重创的国家提振经济，但这一增长效果基本上在2016年后就不复存在，表现为生产率长期增长乏力，企业投资需求低下。对此，相关解释主要有长期低利率政策会加剧金融不稳定、经济不平等、市场价格扭曲和僵尸企业问题。

六、结论及政策建议

[7] Review of Monetary Policy from a Broad Perspective, https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2024/k241219b.pdf

第一，价格机制非常重要，在经济承压时期尤其如此。不仅能反映一系列重要经济问题，还具备一些实际量层面额外的信息。因此，后续在政策制定和落实层面，宜向外界明确物价目标（比如：通胀2%目标）并表明实现该目标的决心，同时明确与之匹配的财政、货币政策规模和节奏。向市场传递清晰的政策目标并使之相信，是有效引导预期及降低政策推行成本的关键。

第二，目前低物价影响中国经济的主要作用机制包括费雪的“债务-通缩”效应、触发“明斯基时刻”、以及辜朝明的“资产负债表”收缩效应。基于此，政策着力点有两方面，一是尽快稳住以房地产为主的资产价格；二是提升经济主体扩表意愿，这又有赖于切实推动经济主体“增收减负”，加强“可感可及”的直达性财政政策，以及整个社会士气的提振。（1）对于居民部门，可考虑如下举措：降低房贷利率，针对住房需求重点群体（如：二孩、首套房、刚需住房家庭）进一步下调首付比例，提高个人所得税抵扣额度（考虑将大件商品购置纳入纳税抵扣额度计算），进一步扩大消费补贴的覆盖范围（从汽车、家电扩展至更一般的商品消费，以及包含少儿培训、文旅等在内的服务消费），提高城乡居民基础养老金，进一步扩大异地就医直接结算范围并简化结算流程。这些政策措施对提升居民消费意愿是立竿见影且效果显著的。（2）对于地方政府，应尽快恢复其发展经济的积极性，根本在于为其“开正门”，明确其融资的合规、合理渠道，同时提速地方债的发行节奏。（3）区分我国财政赤字中哪些用于解决地方政府化债问题，哪些用于刺激居民消费。尽管目前我国财政赤字率已有较大突破，但其中相当比例是用于解决过往地方债务问题，这部分财政赤字对于提振需求的直接作用不大。因此，有必要区分财政支出中直接作用于刺激居民消费的部分。（4）需求的提振还可源于社会士气的提振。去年笔者写过一篇文章，标题是“当下中国最需要的，或许是一场‘新叙事’”。其中谈到，如果将具体经济政策比作“器”，那么“新叙事”的形成可能是在“术”这一更高层面的，它可以实质性地改变政策推行成本并从根本上提振社会士气。可以毫不夸张地说，自去年底以来，“黑神话.悟空”、“Deepseek”、“哪吒2”等爆款产品的出现以及近期民企座谈会的召开，使得一股令国民精气神为之一振的势能正在迅速积聚，宏观政策应当抓紧这一重要机遇期顺势而为。

第三，美国、日本走出通缩的经验表明，物价正循环的形成需要最初的物价供给面冲击，以及后续物价-工资螺旋机制的形成。前者是“星星之火”的引线，后者是“燎原之势”的燃料，两者缺一不可。而“物价-工资”螺旋机制的形成往往更难，有赖于全社会对于产品涨价、工资上调接受度的提升，这也再次彰显了当下中国破除“内卷”的积极意义。

第四，中国稳物价努力仍在路上，无论从中国自身历史数据，还是国际经验来看，不能仅从 CPI 转正就过早放松在稳物价上的努力。

第五，在经济复苏过程中，宽松的货币政策是必不可少的，是逆周期调节政策的底色。但从多国长期宽松货币政策的实践来看，尽管长期低利率政策在短期内能够有效缓解家庭和企业部门的资产负债表收缩困境，但却难以实现经济长期可持续增长。此外，从发达国家对该政策的反思内容来看，这一政策对经济活动可能产生的扭曲效应可能会是超预期的。在此背景下，积极的财政政策，尤其是强调民生直达性和兼具结构性改革意图的财政政策应发挥更大作用——应更多着眼于以人为本的公共性服务领域（如：教育、医疗）以及直指中低收入群体权利平等化（如：农民工进城、落户便利化）的财政支出。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“读懂价格信号，稳住经济大盘”展开讨论。

长江证券首席经济学家**伍戈**指出，**CPI 转正并不意味着经济已摆脱价格低迷状态，仅仅略高于零的 CPI 无法有效改善消费和投资预期。**GDP 平减指数持续为负，也表明我国价格整体水平仍处于低位，需要进一步推动其回升。**近年来，我国出现量价背离的现象，即 GDP 增长目标达成，但价格未能同步上升。**主要原因包括疫情后的补贴政策在某些行业使价格信号失灵，以及部分行业因可变成本仍低于售价而选择继续生产，体现了部分企业以价换量的策略。因此，我们可能需要通过超常规措施来推动价格回升，实现量价协调。

此外，技术进步，尤其是以 DeepSeek 为代表的人工智能发展，意味着每单位劳动力能够生产出更多产品。在需求不变的前提下，这将对价格产生向下压制的力量。**虽然从中长期来看，人工智能的发展有助于经济增长，但短期内仍然需要配合更加积极的财政和货币政策，**这样既能提高社会劳动生产率，又能够让微观主体感受到价格的温和上升，利润的温和上升和收入的温和上升，从而形成一个更优化的经济均衡。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家**毛振华**指出，**当前我国经济面临商品价格（CPI）和资产价格的深度调整**，CPI 已连续两年维持在0.5%左右，PPI 也持续为负，资产价格下行趋势有所放缓，这表明经济可能处于价格筑底阶段，如何利用这一缓冲期决定了未来的经济走势。消费品价

格下行导致企业利润下降，投资和用工能力受限，进一步抑制居民消费和购买力，形成内卷的恶性循环，这需要政策进一步干预。

在资产端，房地产价格干预仍需持续发力，避免价格继续下行对消费形成更大制约。综观已建住宅、未销售住宅和未开发土地等数据，房地产市场供给存在严重过剩。建议控制拿地和项目新开工，消化存量资产，避免进一步加剧供给过剩。另一方面，财政政策应加大对消费端的支持，而非仅聚焦产业投资，否则可能加剧产能过剩和内卷问题。**扩大内需是今年的主线任务，建议通过消费券等补贴方式，提高最终消费需求，从而稳定价格、增强信心，确保经济平稳运行。**

上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人**刘元春**认为，宏观价格指标具有多元性，CPI 通常被视为核心价格指标，但随着市场体系日趋复杂，产业链条不断延长，最终消费者价格可能会与宏观经济运行的整体价格水平产生偏离。**在研究中国宏观经济时，必须综合分析 CPI、PPI、GDP 平减指数、金融价格指数等，因此，我们有必要建立一个更广义的价格指数体系，以更加全面、综合的方式衡量我国宏观经济的运行情况。**

从微观价格指数到宏观价格指数，存在一个合成的过程。因此，我们在宏观层面观察到的价格现象，与微观层面的实际价格波动之间往往存在偏离，这种偏离不仅源于统计方法的选择，也与当前中国经济所处的发展阶段密切相关。我们需要进一步深入研究，以呈现新阶段更全面、立体的价格变化规律。**从历史经验来看，价格治理不仅需要短期政策支持，还必须辅以中期的结构性改革以及大量配套措施。**此外，必须加速市场出清，在市场优胜劣汰的过程中，发挥市场配置资源的功能，推动优质企业在竞争中存续发展，从而提升整体资源配置效率和投资效率，最终促使企业自发按照市场化方式提高工资水平，使技术进步和产业升级真正从宏观层面传导至微观层面。

野村证券中国首席经济学家**陆挺**指出，价格信息作为经济分析的重要工具，具有真实、灵敏和高频的特点，能够及时反映供需变化和经济基本面。然而，价格信息也存在庞杂性和复杂性，需通过复杂处理才能提取有效信息。其次，虽然资产价格（如房地产、股市）对分析宏观经济至关重要，但在分析价格的时候是否将其纳入仍然存在争议。此外，区分影响价格变化的因素难度较大。

当前中国物价整体仍处于低位，部分领域出现企稳迹象，但稳物价任务尚未完成，处于攻坚阶段。例如，CPI 受春节因素影响短暂反弹，但节后农产品价格可能下跌导致2月 CPI 重回零以下。资产价格方面，一线城市二手房价格略有回升，但二线及以下城市房价仍在下跌。房地产行业下行的负面影响持续显现，不仅直接影响房价、建筑原材料价格等，而且造成了较大的失业或者非充分就业，同时冲击了地方政府财政收入和支出。**从国际经验来看，财政货币政策仍需要将稳定房地产市场作为重点。同时，要完善社会福利体系，补贴弱势群体。**

广发证券首席经济学家**郭磊**认为，**CPI、PPI 已经出现企稳好转迹象，但目前中枢较低，仍然在负值区间。**资产价格方面，70城新建商品住宅价格环比降幅收窄，部分城市转正，但同比仍然较低。年后大宗商品价格指数（BULKS PRICES INDEX）有所回升。不过，从高频数据来看，2月价格数据可能会有所下滑。

2025年价格好转面临三方面有利条件，**一是增长广谱性上升是推动价格回升的重要前提**，自“9.24”政策以来，房地产、广义财政和消费政策的发力，带动了建筑业、服务业和制造业的协同发展，增长广谱性逐步改善。此外，城市更新和新型基础设施建设的推进，有望进一步带动投资和价格回升。**二是信贷恢复为价格回升提供了基础条件**，1月信贷实现“开门红”，实体贷款和社融均显著增长。信贷放量将推动经济复苏，为价格回升创造有利条件。**三是房地产有企稳趋势**，最新数据显示，百城租金收益率已升至2.3%，高于五年期定存和一年期理财产品收益率，这是今年房地产量价企稳的基础。

中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席**杨瑞龙**指出，**稳定经济运行必须重视价格信号的变化。**2024年底召开的中央经济工作会议首次将价格总水平作为宏观调控的重要目标之一。会议明确提出，要实施适度宽松的货币政策，使社会融资规模、货币供应量增长，同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。

价格疲软导致需求不足背后的逻辑在于微观经济主体的硬预算约束，即价格疲软本质上是一种市场现象，是市场机制发挥作用的结果。**所以，我们应当坚持市场经济的逻辑和原则来治理价格疲软问题，而不能主要依靠行政手段。**在政策选择上，我们可以采取更为积极的财政政策与相对宽松的货币政策来刺激需求，这是短期内较为有效的手段，有助于推动 GDP 平减指数由负转正。此外，通过制度变革提升经济活力对于稳定价格水平同样具有重要作用。

构建广义价格指数体系，提升宏观经济治理能力水平

刘元春 上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人

以下观点整理自刘元春在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第98期）上的发言

价格水平是宏观经济管理的核心要素，新凯恩斯主义曾经一度将“通胀盯住制”作为宏观政策的核心。他们认为，价格水平是供需调整的核心结果，价值规律发挥作用依赖于价格信号，如果市场缺乏有效的价格信号，市场机制将难以运作。因此，在市场经济的宏观调控体系中，价格这一指标可能比其他指标更为重要。从传统宏观经济学的理论共识来看，物价水平目标是最为全面、最为核心，且是政策工具能够有效调控的关键变量。

然而，我们必须认识到，价格水平的形成与调控极为复杂，不能仅仅依赖简单的供求管理。在宏观层面，我们需要关注以下三个关键问题。

一、构建广义价格指数体系

宏观价格指标具有多元性，其作用会随着经济环境的变化而有所调整。在最初的统计框架下，CPI 通常被视为核心价格指标。然而，CPI 在权重选择及其与整体社会生产的联系上存在一定偏差。随着市场体系日趋复杂，产业链条不断延长，最终消费者价格可能会与宏观经济运行的整体价格水平产生偏离，难以反应生产性活动的供求状况。例如，目前我们的 CPI 约为0.5%，PPI 为-2.3%，GDP 平减指数约为-0.7%。从宏观经济学的定义来看，最能反映整体价格水平和经济运行状况的指标是 GDP 平减指数。

自新世纪以来，理论界逐渐发现 GDP 平减指数也无法全面、准确地刻画宏观经济运行状况。其根本原因在于，GDP 本质是一个增量指标，即在一定时期内一个国家所有经济主体创造的新增价值总和。**但国民经济不仅仅与增量有关，还与存量财富密切相关。**因此，衡量财富价格的指标逐渐被引入宏观经济分析体系。新凯恩斯主义所倡导的通胀目标制以 CPI 和 GDP 平减指数作为核心参考指标，但后来人们发现该框架在应对资产泡沫、经济繁荣与衰退周期时，难以成为有效的宏观管理工具。在“大缓和”出现之后，货币政策规则化导向的管理体系被宏观经济学家誉为具有科学性的体系。然而，这一理论体系并未解决所有问题，2008 年全球金融危机的爆发暴露出其局限性，大量的房地产和金融的变异都无法反映在 CPI 以及

盯住 CPI 的货币政策之中，金融的稳定是宏观稳定的核心基础，并对实体经济带来不可承受的冲击。大家逐渐认识到，能够真正反映宏观经济运行情况的价格指标应当是一个更为综合的、存量活动价格指标与增量活动价格指标相结合、实体经济指标与金融指标相结合的广义价格指数体系，例如许多学者建议将 GDP 平减指数与金融价格指数相结合，构建更具综合性的价格指数。这意味着在价格监测方面需要同时关注实体经济价格指数（如 CPI、GDP 平减指数）和金融价格指数（股票价格、房地产价格和其他金融价格）。其中，金融价格指数不仅涉及国内金融市场，还包括国际金融市场，需要将汇率变化纳入考量范围。

由此可见，简单将 CPI 作为价格管理的核心工具已无法适应当前宏观经济分析的需求。**在研究中国宏观经济时，必须综合分析 CPI、PPI、GDP 平减指数、金融价格指数等，因此，我们有必要建立一个更广义的价格指数体系，以更加全面、综合的方式衡量我国宏观经济的运行情况。**

二、微观价格指数与宏观价格指数的偏离

从微观价格指数到宏观价格指数，存在一个合成的过程。在完全竞争市场以及经济增长相对稳定的环境下，微观价格指数与宏观价格指数之间的偏离通常较小。然而，当出现产业升级、重大技术创新或剧烈的结构性变化时，传统的价格指数编制方法（例如帕氏指数、拉氏指数等）往往难以准确反映市场变化，使得部分价格指数存在不完整或不准确的问题。具体而言，按照传统方法计算的 CPI 显示价格上涨2%，但实际情况可能并非如此，新产品、新技术的引入以及政策变化等因素通常会导致价格指数高估。据相关研究文献测算，高估的幅度通常在1%至2%之间，这也是发达国家通常将物价稳定目标设定为2%的原因之一。发展中国家由于经济结构的易变性和非均衡性，通常将物价稳定目标设定在3%-5%，原因在于结构变化导致的数据偏差，使得价格指数难以精准衡量实际经济状况，因此需要在目标设定上进行相应调整。

PPI 为负，而 CPI 保持在0.5%左右，如果基于上述理论，将结构性因素纳入考量，那么实际上整体物价水平并非正值，且已经开始收缩。当一些部门出现市场失灵时，价格指标可能会面临更加严峻的挑战。例如，在我国 CPI 的居住类价格中，租金是核心类别之一。然而，当前的统计方法主要采用历史成本法计算，而非基于市场价法。在房价出现泡沫的时候，这一统计方法可能会低估物价水平的实际变化，导致房租价格波动不能充分体现在整体物价指

数中。近期房租价格的剧烈波动对居住成本等产生了较大影响。如果仍然采用历史成本法进行衡量，数据误差可能会进一步放大。

因此，我们在宏观层面观察到的价格现象，与微观层面的实际价格波动之间往往存在偏离，这种偏离不仅源于统计方法的选择，也与当前中国经济所处的发展阶段密切相关。目前，我国产业结构快速升级，消费模式逐渐从工业化向数字化时代快速转变，技术水平大幅度提升。在这一过程中，许多新产品和新消费的价格下降速度超出预期，即 GDP 保持正增长，而 CPI 仍处于低增长状态。这种情况的出现可能让我们要思考，当前的价格冲击主要源自需求端还是供给端？或是需求和供给共同作用的结果？由于技术进步和产业升级带来的供给冲击往往会体现为经济增长的加速和物价水平的低迷！如果在这种状况下再叠加需求端的收缩冲击，那么增长速度可能保持不变，但价格水平出现较大下滑！当然，从微观视角和宏观视角来思考这一问题存在较大差异——新技术和新产品产生的替代效应可能带来价格的下滑，但企业利润却会出现上涨，但由于市场过度竞争，出现“内卷”，那么量与价的分离、技术进步与企业盈利能力的背离就会出现！因此，在深入研究中国这个特殊时期的宏观增长速度与物价水平背离的问题时，不能简单化——只是采取宏观层面的需求管理！理清宏观层面和微观层面价格变化的根源十分重要。目前学术界在这方面的思考不多，我们需要进一步深入研究，以呈现新阶段更全面、立体的价格变化规律。

三、价格治理的历史经验与政策启示

从人类历史经验来看，可以得出以下几个关于价格治理的结论。**首先，治理通缩的难度远大于治理通胀。**这是因为价格上涨与价格下降对社会产生的影响存在显著的不对称性。当消费端价格上涨时，生产者的利润增加，企业持积极态度，而消费者则因生活成本上升而感到不满；当价格负增长时，生产者会出现亏损和利润下滑，而短期内消费者却感受不错！价格变化对于生产端的冲击与消费端的冲击是不同的。

一般来说，通胀时期消费者的不满较为强烈，而通缩时期生产者的不满情绪更为显著。因此，在通胀环境下，公众对政府的诉求更加强烈，政策制定者面临的压力更大。“短缺”带来的社会冲击往往比“过剩”带来的冲击更猛烈，所以政府当局和经济学家对于通货膨胀的治理与研究更加用力。宏观经济学在治理通胀方面已形成较为成熟的方法体系。尤其是在20世纪70年代滞胀时期，货币政策在应对通胀方面积累了丰富经验。然而，在治理通缩方面尚未找到较为完美的解决方法，生产者与消费者之间的不对称性引发了决策者和学术界在通

缩治理方式讨论上的分歧。所以，当前价格低迷的现象值得高度关注，这是中国经济学界未来需要深入探索的方向。**如何更有效地治理通缩，不仅对中国经济稳定至关重要，也能够为全球宏观经济学的理论创新做出重要贡献。**

此外，价格治理不仅需要短期政策支持，还必须辅以中期的结构性改革以及大量配套措施。对比大萧条时期的胡佛政策和罗斯福新政，以及日本“失去的三十年”期间宫泽喜一政策与安倍晋三政策，都揭示了短期的需求刺激政策不能使经济摆脱通货紧缩螺旋。当物价长期处于低迷状态，市场出现功能性失灵，说明市场机制的扭曲已达到严重程度，此时仅仅依赖短期刺激手段难以扭转局面。因此，必须深入探讨工资-物价螺旋机制反向运转的根源，才能找到问题的关键。以罗斯福时期为例，当时政府意识到低物价现象不仅是宏观经济问题，而且是微观现象，大量恶性竞争导致商品价格持续下降。在此背景下，1933年罗斯福颁布《全国工业复兴法》，其核心内容包括：要求所有企业遵循定价原则；鼓励价格卡塔尔出现等。1935年6月,美国最高法院宣布《全国工业复兴法》违宪，认为其损害了自由竞争,予以废除。这一判决引发了关于市场调控与自由竞争之间的广泛讨论，如果市场出现系统性偏误，政府是否应当进行适度干预？

从历史经验来看，政府适当介入对于弥补市场缺陷至关重要，这已成为基本共识。要想摆脱通缩螺旋，即通缩导致企业利润下降，进而引发失业增加、居民收入下降、消费萎缩和投资下滑，进一步导致经济收缩。打破通缩螺旋的关键指标是工资，在胡佛时代，政府曾强制企业不得降低工资，但这一政策直接导致企业破产加剧，经济形势恶化。相较之下，罗斯福采取以工代赈解决就业，增加收入，同时允许市场机制发挥作用，让无竞争力的企业自然出清，即在采取大规模刺激政策的同时，不能妨碍市场主体功能的修复，也不能简单地将成本转嫁给企业。**要想推动企业提高工资水平，根本前提是企业生产经营的正常化，更深层次的关键在于提升劳动生产率和投资回报率。**正如凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中指出的，走出危机的核心在于资本边际效率的提升，如果这一指标无法改善，经济复苏将难以实现。**因此，当前最重要的任务之一是恢复企业活力，在市场优胜劣汰的过程中，发挥市场配置资源的功能，使技术进步和产业升级真正从宏观层面传导至微观层面，使能够创新、愿意创新和已经创新的企业有很好的投资回报，从而形成市场在静态与动态的良性循环。**

近年来，尽管技术创新和产业升级取得显著进展，但许多企业仍面临盈利困境。要破解这一难题，**必须加速市场出清，推动优质企业在竞争中存续发展，从而提升整体资源配置效率和投资效率，最终促使企业自发按照市场化方式提高工资水平。**

以上分析既有历史基础，也有理论支撑，在制定就业政策和需求扩张政策时，必须确保一方面促进国民经济循环的顺畅与高效，另一方面要保证市场功能的有效修复，提升经济主体穿越周期的能力。因此，刺激政策必须讲求方式方法，避免盲目干预，否则可能重蹈历史错误案例的覆辙。

关注价格信号，实现稳增长目标

杨瑞龙 中国人民大学国家一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席

以下观点整理自杨瑞龙在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第98期）上的发言

价格是市场供求变化的晴雨表。当价格持续上涨，经济可能面临通货膨胀风险；反之，价格持续下行则可能导致通货紧缩。在过去几年中，我国 CPI 长期在低位徘徊，PPI 连续28个月负增长，GDP 平减指数连续六个季度同比为负，名义 GDP 与实际 GDP 之间存在约一个百分点的差距。价格低水平运行同时受到周期性因素和结构性因素影响，其中最主要的原因是有效需求不足，市场难以消化的过剩产能，经济增长乏力。价格疲软不利于稳增长目标的实现。这主要体现在以下几个方面：首先，价格下降将导致实际利率上升，从而削弱央行货币政策的效果。实际利率的上升会增加企业和家庭的负债成本，进而抑制企业投资与居民消费；其次，由于需求不足导致的价格下行会压缩企业利润空间，当企业对未来经济形势的预期发生负向变化时，可能会选择缩减生产规模，这将减少就业岗位需求，导致居民收入下降，进一步抑制消费活力；最后，GDP 平减指数的负增长加剧了宏观经济数据与微观主体感受之间的落差，企业和家庭对名义 GDP 的变化更为敏感，因此在价格水平低迷的背景下，可能进一步加剧市场信心不足的问题。

因此，稳定经济运行必须重视价格信号的变化。2024年底召开的中央经济工作会议首次将价格总水平作为宏观调控的重要目标之一。会议明确提出，要实施适度宽松的货币政策，使社会融资规模、货币供应量增长，同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。关于如何实现价格总水平的稳定预期，提出以下六点看法。

一、价格疲软导致需求不足背后的逻辑在于微观经济主体的硬预算约束，表明市场机制在发挥作用。

在传统计划经济体制下，企业的软预算约束导致了“投资饥渴症”，即国有企业的支出不以其收入为限，它可以通过软补贴、软税收、软价格等把风险转嫁给政府或银行，从而导致企业盲目扩张规模，最终形成投资需求过度的局面。而在价格受到行政力量控制时，市场可能出现抑制型通胀，引发普遍性短缺。经过四十余年的改革开放，尤其是在国有企业产权

制度改革和民营经济大发展条件下，企业的预算约束逐步硬化，家庭部门的预算约束完全硬化。在这一背景下，企业和家庭对价格的敏感度显著提升，使得价格能够更加准确地反映供求关系的变化。当需求不足时，价格自然呈现下行趋势，这不仅表明经济主体受到了更严格的市场约束，也在一定程度上体现了市场化改革的成效。**因此，价格疲软本质上是一种市场现象，是市场机制发挥作用的结果。从不受约束的总需求膨胀到需求不足下的价格疲软，表明市场主体普遍性地受到市场约束，因此，我们应当坚持用市场经济的逻辑和原则来治理价格疲软问题，而不能主要依靠行政手段。**

二、治理价格疲软或通货紧缩比治理通货膨胀更具挑战性。

在发生通胀时，政策工具相对丰富，既可以运用经济手段进行调控，例如收缩银根、提高利率、增加税收、减少政府支出等以收缩总需求，遏制物价过快上涨；也可以采取行政手段来治理，例如政府调拨库存来增加市场投放以平抑物价，甚至对某些特殊消费品（如粮食、油类、肉类等）实施价格管制，或通过财政补贴来缓解通胀压力。**然而，当出现由市场因素导致的价格持续下行时，促使价格回升的难度相对较大，因为在硬预算约束条件下，除非投资收益预期变好，企业才会增加投资，家庭收入预期变化才会增加消费，而提振市场主体信心不是一件容易的事情同时政府可运用的政策工具较为有限，除采取积极的财政政策和宽松的货币政策外，行政手段难以直接推动价格回升。**其根本原因在于，价格下行的核心因素是需求不足、产能过剩以及市场信心缺乏，这主要由市场机制所决定。在硬预算约束条件下，解决这一问题唯有依靠市场手段，而市场机制发挥作用解决需求不足和产能过剩的难度更大。日本所谓“失去的30年”所面临的主要问题就是如何应对需求不足、通货紧缩等问题。我国过去在治理通胀方面积累了较为丰富的经验，特别是在2008年以前，经济运行中主要面临的挑战多为通胀问题。而价格疲软在近年来开始显现，所以治理此类问题的经验相对不足。尤其是在过去的政策实践中，我国对价格上涨保持高度警惕，但对价格下行的风险及其对经济的危害认识尚显不足，这进一步增加了治理通缩和价格疲软的难度。

三、以更加积极的财政政策和相对宽松有效的货币政策刺激总需求，促进价格回升。

如何实现价格总水平的稳定？在政策选择上，我们可以采取更为积极的财政政策与相对宽松的货币政策来刺激需求，这是短期内较为有效的手段，有助于推动 GDP 平减指数由负转正。

在财政政策方面，有以下三个重点需要关注。**一是要关注税收收入在同比下降的同时非税收入同比快速上升的现象。**减税政策可以提升企业投资需求，但非税收入的快速增长可能抵消减税政策的积极效应，导致企业经营成本上升；**二是必须要进一步加强财政政策刺激力度。**在当前的经济环境下，财政政策应加大力度，适当提高赤字率；**三是激发地方政府活力。**过去，地方政府是推动经济发展的重要主体，在投资特别是基础实施的投资中发挥了重要作用。当前，一方面受到经济增长放缓的影响，另一方面由于财权与事权的不匹配，导致财政缺口放大，从而抑制了地方政府的投资和消费能力。因此，未来应采取更有效的措施化解地方债，激发地方政府活力。**在货币政策方面，当前不仅要关注名义利率，更要关注实际利率水平，提供货币政策的效果。**

四、提升信心对于提振企业投资需求与家庭消费需求非常重要

提振信心有利于稳定价格总水平，因为信心对于促进企业投资需求和家庭消费需求至关重要。信心表现为对实现行为任务目标成败的外在感知、情绪反应、外在意识。当市场主体对未来缺乏信心时，为了降低风险，往往会采取保守或消极的行为，例如企业减少投资和居民减少消费。影响企业和家庭信心的因素众多，其中资产负债表的收缩是重要原因之一。如果企业的资产负债表处于收缩状态，如资产价格下跌，尤其是房地产价格下降可能会产生财富效应，使企业倾向于减少负债和投资，家庭则可能选择减少负债和消费支出，这一连锁反应最终会导致物价总水平下行压力加大。因此，当前稳定价格总水平的关键是稳定资产价格，特别是稳定股市与房地产市场非常重要，这有助于改善企业、家庭及地方政府的资产负债表，从而提升市场主体对未来经济的信心，促进投资与消费，进而推动价格总水平的稳定。

五、提振消费也是促进价格回升、稳定经济增长的重要手段。

消费是收入的函数，在收入没有增加收支收入有所收缩的情况下，消费的提升是很困难的。**因此，促进消费的关键在于提高居民收入水平，而收入增长与就业情况密切相关。我们不仅要关注就业率，其中既包括城镇调查失业率，也包括农民工的就业情况，还需关注就业质量。**近年来就业质量有所下滑，具体表现为尽管部分劳动者仍保有工作岗位，但劳动时间

有所缩短，受减薪影响，收入有所下降。因此，在提高就业率的同时，还应改善就业质量，提高工资水平，有效促进消费增长。除了增加劳动者收入外，财政在刺激消费方面也可以有所作为。例如发放消费券，对某些消费给予财政补贴。例如，最近我并无更换家具的计划，但国家出台政策对家具购置提供8.5折的财政补贴。以1万元的家具购置为例，财政补贴可达1500元。在此政策的激励下，我最终决定更换家具。说明财政政策在刺激消费方面是可以有所作为的。**为增强消费者对未来的信心，财政方面还可以加大社会保障力度。**如果消费者对医疗、养老等未来支出具有更大的安全预期，在当前的消费决策中将更加积极。因此，进一步完善社会保障体系，也可成为促进消费的重要政策手段。

六、提升经济活力也有助于稳物价促增长。

通过制度变革提升经济活力对于稳定价格水平同样具有重要作用，例如供给侧改革不断激发经济增长新动能，提高全要素生产率，可以加快经济企稳回升，增强发展韧性。近期召开的民营企业座谈会及习近平总书记重要讲话对民营经济的未来发展以及民营企业家的信心提升具有积极作用。期待会议召开后，相关制度改革能够进一步加大力度，在产权保护、公平竞争等方面提供更有力的制度保障，那么企业的投资意愿有望得到提振，增加对劳动力的需求，促进劳动者收入增加，从而促进价格总水平的稳定与回升。同时，技术创新能够带来新供给，而新供给的出现往往能够创造新的市场需求，进而促进整体经济活力的提升。

稳房价、促消费是筑牢价格底部的关键

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家

以下观点整理自毛振华在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第98期）上的发言

价格低迷是当前中国宏观经济的一个重要问题。早在2021年恒大危机时，我就提出恒大的问题表面上是流动性危机，但实际上是房地产等资产价格进入下行通道的开端。近两年我多次围绕价格问题公开发表观点和看法，呼吁大家“关注价格信号”，尤其是关注“资产价格”，建议“围绕价格制定政策”，重视对价格开展压力测试等。当前我国物价水平持续低位小幅波动，资产价格下跌趋势有所缓和但仍在筑底，价格信号显示中国经济正处于周期底部的缓冲期。在此阶段，需全力筑牢价格底部，从供需两端稳房价、加快房地产市场“出清”以及通过财政发力刺激居民消费稳物价是关键，要防止价格在缓冲期过后出现持续下行。

一、价格信号显示中国经济正处于周期底部的缓冲期，警惕再度下行的风险

价格是经济周期的重要信号，当前中国经济快速下行的时期已经过去，经济整体处于周期筑底的调整过程之中。从当前价格信号看，商品价格处于底部震荡，资产价格快速下跌趋势得到一定缓解。衡量物价水平的 CPI 同比连续两年维持在0.2%的低位，PPI 同比连续29个月为负值，2025年1月 CPI 同比及核心 CPI 同比出现边际回升，呈现一定积极信号，但仍位于1%以下的低位水平；房地产等资产价格下行速度有所减缓但仍处于磨底阶段，2025年1月，70大中城市新建商品住宅与二手住宅价格指数当月同比分别为-5.4%和-7.8%，已连续33个月下跌，但2024年四季度以来二者降幅边际收窄；2024年6月底 A 股回落至3000点以下，四季度以来股票市场震荡上行，截至2025年2月，上证综指升至3300点左右，沪深两市交易规模最高突破3万亿，是一揽子增量政策出台前的近7倍。价格信号显示目前正处于价格筑底的缓冲期，经济快速下行的局面得到了缓解，而缓冲期过后的价格走向则对后续经济走势影响重大。

通缩压力依然制约企业盈利，企业投资经营受到限制，对消费修复也产生制约。物价水平偏低说明供需失衡之下存在通缩压力，警惕通缩引发经济陷入负面循环的风险。随着物价回落，“价格”因素对企业利润的贡献减弱，同时为竞争有限的市场需求，企业采取“以价换量”、“价格战”等策略，进一步挤压企业盈利空间。而利润承压的状况限制了企业的投

资经营活动，其投资行为变得谨慎，企业也无力扩大用工规模甚至裁减员工，加大了社会就业压力和居民收入增长压力，进而对消费修复产生制约。

二、从供需两端发力稳定房价，严控供给与释放需求并行

合理看待房价调整，下跌未必是回归理性的过程，当前需避免房价持续下行。回顾过去，房地产市场曾经历了相当长时间的上行周期，房价持续攀升，吸引了大量资金涌入，也积累了一定的泡沫。因此，当房价出现下跌时，有观点认为这是房价回归理性的过程。然而，尽管当前房价已出现一定程度的下降，但通过房价租金比、房价收入比等关键指标分析可知，当前中国的房价依旧处于较高水平。数据显示，2023年我国房价收入比为11.5，相比2022年下滑6.71%，房价收入比为近5年最低水平，但仍远超国际上3-6倍的合理区间（美国的房价收入比常年维持在5以下）。但这不意味着房价持续下跌就是合理的，若房价持续大幅下行，会削弱居民财富效应，叠加就业承压、居民收入预期转弱等因素，将进一步制约居民消费能力，拖累经济修复。为稳住经济大盘，必须采取措施稳住房地产价格。

此轮房价下行的核心原因是供给过剩，需严格控制除保交楼以外的一切土地和房地产供给。在当下的市场环境中，虽然房地产市场结构性的需求仍存，比如部分改善型购房者，希望置换更大、更舒适的住房等。然而，不可忽视的是，房地产总量过剩的问题更为突出。从数据来看，2023年我国家庭户人均居住面积达到41.76平方米，接近2000年的两倍；2024年底，商品房待售面积超过7.5亿平方米，已达历史数据最高点，未开发的住宅用地面积超过70亿平方米。在这种形势下，房地产价格上扬缺乏动力。建议严格控制除保交楼外的一切新开工和土地供给，向市场传递“出清”的信号，尤其不应将房地产新开工面积作为判断经济形势好坏的指标。

需求端注重消化存量，并且可择机全面放开北京、上海等标志性城市的限购政策。一方面，要加快房地产去库存节奏，可通过将商业楼宇改建成保障房等方式消化库存，也可以考虑通过补贴保障房顺价销售加大去库存力度等。近半年来，决策层面已经出台了一些包括存量收储的政策措施，对于稳定房地产市场起到了一定积极作用，但是整体来看，收储推进缓慢，稳地产的增量政策特别是在需求端消化存量方面的政策仍待加快落地落实。**另一方面，适时放开北京、上海等标志性城市的限购政策，释放需求潜力、提振市场信心。**北京、上海等标志性城市的房地产市场，在全国房地产市场体系中占据着极为关键的地位，对整体市场走向有着深远影响。一旦北京、上海的房价呈现出明显的企稳回升态势，将如同给整个房地

产市场注入一针强心剂，对稳定市场起到至关重要的作用。此前在特定时期通过行政干预市场的手段出台的限购政策一定程度上抑制了房价的不合理上涨，但当前房地产市场环境已经发生变化，建议根据市场实际情况，在恰当的时机适时取消北京、上海的限购政策。通过取消限购这一举措，短期内便能释放出积极的政策信号，让市场参与者感受到政策层面对于房地产市场稳定发展的支持与信心。

三、突破旧有政策框架，财政发力提振消费稳物价

稳物价的核心是促消费，消费的改善仍有赖于收入的改善。虽然产能过剩在一定程度上影响着价格水平，比如市场供给大幅增加，价格往往会面临下行压力，但不可忽视的是，需求疲弱尤其是消费需求偏弱，才是当前制约价格水平回升的主要障碍，因此稳物价的核心在于稳消费。而消费的改善在很大程度上依赖于居民收入和收入预期的改善。其中中产阶级作为消费市场的主力军，在房价下行的趋势中受到了巨大冲击。房价的下跌致使他们的资产价值大幅缩水，财富效应明显下降，直接削弱了他们的消费能力。与此同时，就业承压、劳动报酬增长预期偏弱等制约因素仍存。双重压力下，居民尤其是中产阶级居民的消费能力和消费欲望受到掣肘，消费品市场的活力难以得到有效释放。扩内需是2025年政策发力的主要抓手，目前已经出台了包含消费品以旧换新、对公务员进行涨薪等在内的一些政策，但整体来看，政策力度不够，仍需突破旧有边框和政策约束，加大从收入端着手的促消费政策力度。

考虑到财政政策对消费的提振作用显著强于货币政策，我们继续期待财政发力促消费，建议将部分财政资金从基建和产业投资转向支持最终消费。相较财政政策，货币政策在刺激消费领域的作用较为有限。由于信心偏弱，居民减少负债意愿更强，市场主体投资和借贷意愿较为低迷，企业因缺乏优质投资机会而不愿借贷，金融部门的资金难以被市场有效吸纳。在此情形下，财政政策在促消费上进一步发力更为有效。目前来看，我国在财政资金的使用上，对于产业政策的投入较为积极，而用于支持最终消费的力度不足。但事实上，真正优质的“专精特新”企业，凭借其良好的技术实力，并不缺乏市场资金的支持。相反，部分政府产业基金在一些领域的过度投入，一定程度上加剧了产能过剩和行业内卷。以“新三样”为例，原本民营企业通过市场竞争形成的优势和国际竞争力，在政府产业基金和国有企业大量涌入后，反而出现了部分产能过剩的局面。考虑到近年来我国消费对于经济的拉动乘数始终高于固定资产投资乘数，若将部分用于基建和产业投资的财政资金转移到支持最终消费上，对于助力经济的修复或更为有效。

直接向居民发放现金仍是最直接有效的提振消费举措，建议减10万亿基建和产业投资支出、增10万亿现金消费补贴，是重启中国经济复苏的关健。近两年，我多次公开呼吁向居民发放现金补贴提振消费，规模可为10万亿，将对促进消费回暖、助力经济企稳回升发挥重要作用。此前已出台的从需求端刺激消费的政策如以旧换新等，对于提振消费发挥了积极作用，但是也要看到其可能透支未来的消费需求，造成部分资源的浪费，以及寻租问题的存在，政策支持领域也存在“公平”的问题。相比之下，采取直接向居民部门发放现金的政策措施来刺激消费需求，或更为有效且公平。从资金来源看，这10万亿消费补贴也并非一定要靠财政赤字来解决，还可通过动用国有企业利润进行补充。

总而言之，价格是经济状况的重要信号。若价格持续下行，经济下行的趋势便难以避免，特别是微观主体对经济的“体感”与价格关联密切，价格低迷会削弱市场信心。在市场经济环境里，价格的稳定并非取决于政府部门的购买力，居民购买力才是关键所在，但市场的自我调节存在一定的局限性，消费市场的稳定发展不能完全依赖市场自发调节，政府也必须发挥其应有的作用。如今，价格变动进入缓冲期，当下最为重要的是防止价格持续下跌，后续我们仍期待政策尤其是财政政策加力，呵护并筑牢价格底部，助力实现经济的企稳回升。

中国物价困境及政策破局之路

陆挺 野村证券中国首席经济学家

以下观点整理自陆挺在CMF宏观经济热点问题研讨会（第98期）上的发言

一、物价研究难点与局限

本次会议以“读懂价格信号，稳住经济大盘”为主题。价格信息在经济分析中占据着重要地位，具备三大显著优势：一是真实性与灵敏度高，能够较为精准地反映市场动态；二是数据获取呈现高频特征，每日都可收集到相关数据，为及时分析提供了便利；三是能够迅速且直观地反映经济基本面，尤其是市场供需关系的变化。在全国统一大市场加速构建的当下，网购已成为主流销售模式之一，这使得价格数据在地方与全国层面具有较高的一致性，基于此，在许多情况下可以通过局部数据来推断整体经济形势。

然而，价格信息同样存在诸多局限性。首先，其繁杂程度较高，涵盖了海量的数据以及不同频率的信息内容。尽管价格信息优势明显，但单纯依靠价格分析难以全面、深入地洞察经济全貌。由于其复杂性，要从这些繁杂的数据中提取有效信息，往往需要进行复杂的数据处理。例如，在多数情况下，价格数据需要进行时间序列调整，但这并非易事。中国的节假日是按照农历安排的，而多数时间序列分析软件是以公历为基础进行设计的，这就给数据调整带来了困难。此外，价格数据的处理方法丰富多样，常用的有同比分析和环比分析。但如果运用不当，这些方法很容易导致分析结果出现偏差。例如，某些价格数据从同比角度看呈现上升趋势，而从环比角度分析却连续数月下降，这种同比与环比数据的差异，极易给决策者传递模糊甚至错误的信息。再者，价格数据可细分为居民消费价格指数（CPI）和工业生产者出厂价格指数（PPI），其中CPI的定义在国际对比中存在争议，特别是在租金处理等方面，这无疑增加了价格分析的复杂程度。

另一方面，在价格分析过程中，是否将资产价格，尤其是房地产价格和股票市场价格纳入考量范畴，至今仍存在较大争议。但至少在宏观经济分析领域，资产价格的影响不容小觑。在过去二三十年的宏观经济研究中，学界已基本达成共识，即资产价格在经济运行中扮演着重要角色，不可忽视。此外，对于研究者而言，处理价格信息并非易事，尤其是确定影响价格的因素。这些因素可能来自供给端、需求端，或者是供需双方共同作用的结果。同时，价

格管制的变动也会对价格产生显著影响。价格的变动有时源于内部因素，有时则完全是外部因素，特别是国际因素作用的结果。在这种复杂的情况下，准确区分这些影响因素的难度较大。

二、中国物价的稳定化进程

总体而言，在过去几个月，中国物价在部分领域已显露出企稳的迹象，但稳定物价的任务依然艰巨，仍处于关键的攻坚阶段，尚未完成既定目标，且存在反复的可能性。1月份居民消费价格指数（CPI）同比出现反弹，这主要是受春节时间错位因素的影响。然而，春节过后，农产品价格下跌幅度进一步加大，据此推测，2月份CPI同比可能再次回落至零以下。尽管如此，若将1月和2月的数据进行合并平均后与去年年底的数据对比，差异并不显著。整体来看，物价目前仍处于底部徘徊状态，尚未形成全局性的企稳态势。

在研究物价时，资产价格的影响不容忽视。根据统计局最新公布的1月份数据，全国房价，尤其是二手房价格仍处于下跌趋势，但已出现分化现象：一线城市二手房价格略有上涨，而二线、三线、四线城市房价仍在下跌，不过二线城市房价跌幅有所收窄。这是当前资产价格的基本状况。在过去一个多月里，香港股票市场迎来了一轮牛市行情，这背后反映出市场对经济基本面看法的转变。这种趋势可能通过特定的传导机制，对CPI产生积极影响，特别是在香港地区。此外，在深圳等地，股票市场的上扬也在一定程度上促进了消费。

在探讨政策时，需要深入分析国内近年来物价低迷、工业生产者出厂价格指数（PPI）连续多月为负值以及平减指数连续六个季度为负的深层次原因。我认为自2021年以来中国房地产行业的持续萎缩是最为重要的直接因素。房地产行业在高峰时期，直接和间接对我国国内生产总值（GDP）的贡献率高达1/4，对财政收入的贡献率达到38%，并且居民财富的60%与房地产直接相关。因此，房地产行业的下行对内需和物价产生了决定性影响，既直接作用于资产价格，又间接影响了CPI和PPI。房地产影响物价的渠道主要有两个方面：一是直接影响房价，进而带动建筑原材料价格和工程机械需求的变化；二是房地产行业的下行导致大量失业或非充分就业，例如，过去几年我国有超过500万建筑工人失业。此外，地方财政对房地产行业的依赖程度较高，许多地方对土地出让收入和其他房地产相关税费的依赖度甚至超过40%-50%。近年来，地方政府大规模削减与政府相关的工作岗位并降低薪酬，这不仅冲击了地方政府的财政支出能力，也影响了机关事业单位及其相关人员的收入水平。同时，房地产价格下行带来的负面财富效应也直接抑制了消费。

在过去一年中，房地产行业的下行对地方财政产生了巨大冲击，进而引发了一系列连锁反应。地方财政受到冲击后，出现了趋利性执法和“远洋捕捞”现象，导致实业、制造业、服务业投资下滑，并引发部分资金外流，这些因素都对CPI、PPI和资产价格产生了负面影响。在一些曾经表现良好的板块，如新能源领域，尽管曾一度保持价格稳定、产量上升，但由于房地产行业的下行，地方政府将大量资源，尤其是信贷资源从房地产行业转移到新能源相关产业，导致全国范围内对动力电池、太阳能光伏及其他上下游产业的过度投资。这引发了这些领域价格的急剧下跌，部分领域跌幅甚至超过80%，进而导致PPI下行，并拉低了中国整体平均出口价格。最近几个月，相关领域的投资和需求持续下行，进一步加剧了价格的下跌态势。这些现象充分表明，房地产行业的萎缩在过去几年对价格产生了多方面的连锁反应。

其他影响价格的因素还包括以下几个方面：1.受中美贸易冲突等多种因素影响，部分资金和投资出现外流现象，同时外商直接投资有所下降，这对价格产生了一定程度的影响。2.部分行业存在价格管制，如医疗卫生领域中的西药价格在过去五年大部分时间呈下跌趋势。这种价格下跌在一定程度上降低了中国居民的医疗成本，但在集采执行过程中可能出现的质量问题，也限制了医疗卫生领域整体价格的上行空间。3.近年来，一些监管措施导致某些行业和企业出现限薪甚至退薪情况，这在一定程度上抑制了消费，进而影响了价格。4.在文化艺术产品等领域，存在潜在需求旺盛但供应不足的问题。例如，《哪吒》系列电影的成功表明，优质作品和充足供应能够有效激发市场需求。然而，盗版问题在部分消费品领域较为严重，如热门电影《哪吒2》和书籍的盗版现象在互联网销售平台上屡禁不止，这对市场价格产生了负面影响。5.人口因素对价格的中长期影响不容忽视。近年来，人口总量下降、新生儿出生率降低以及结婚登记数减少等现象，都在一定程度上对价格产生了影响。

在过去几年的经济背景下，房地产行业的下行以及社会福利体系的不完善，对消费产生了显著的抑制作用。具体而言，我国的失业救济政策和养老体系，尤其是城乡居民和农民工的养老保障，尚未与国家经济发展水平相匹配。在经济增速放缓和房地产行业萎缩的过程中，这些福利体系的不足对消费的影响尤为突出，因为受影响较大的人群往往缺乏足够的社会保障来维持其基本的消费和收入水平。

三、国际经验及对财政货币政策的建议

从世界各国的经验来看，总量政策在经济调控中起着基础性作用。尽管国内众多学者和经济学家已对总量政策展开了广泛讨论，并且普遍认识到财政政策和货币政策需要进一步宽

松，刺激力度需要加大，但一个关键要点常常被忽视：细节决定成败。许多经济学家在提出政策建议时，往往只关注宏观层面的总量政策，而缺乏对政策细节的讨论。在当前形势下，房地产行业萎缩带来的诸多问题仍是我们面临的重大挑战。因此，货币政策和财政政策应将房地产行业的稳定与出清作为重要政策目标，通过精准施策，实现房价、建筑业、就业以及原材料需求的企稳，这对于稳定经济大局至关重要。借鉴其他国家的经验，如日本20世纪90年代末以及2008年全球金融危机后其他国家的经验教训，我们应准确把握问题的关键所在，并在房地产和金融领域进行必要的结构性调整和出清。这种出清不仅涉及资金的合理配置，还需要在制度完善、市场监管等方面付出更多努力。只有通过货币和财政手段的协同精准发力，才能在这一关键领域取得良好的政策效果。

其次，以旧换新政策在短期内确实能够取得显著的刺激效果，但其主要针对特定商品，尤其是耐用品，因此政策的可持续性相对有限。不能过度依赖以旧换新政策来持续拉动消费，它更多地是一种能够在短期内迅速见效的短期政策工具。若要实现经济的长期稳定增长和消费的可持续提升，一方面应推动部分产能过剩领域的出清，优化产业结构；另一方面应加大对弱势群体的补贴力度，提高其消费能力，并借此契机对我国社会福利体系，尤其是农民工和农民的养老体系进行改革和完善。此外，应强化对地方政府的预算约束，在增加财政支出时，避免盲目扩大产能，尤其是在已经出现产能过剩的领域。同时，可以考虑制定和实施鼓励生育政策，以应对人口结构变化对经济的长期影响。在医药集采方面，应坚持质量优先的原则，虽然价格也是重要考量因素，但不能以牺牲质量为代价来追求低价。在消费品供应方面，建议加大对优质作品创作的支持力度，并严厉打击盗版行为，维护良好的市场秩序。

“量价背离”的难题及其破解

伍戈 长江证券首席经济学家

以下观点整理自伍戈在CMF宏观经济热点问题研讨会（第98期）上的发言

一、合意价格水平的判断标准

从宏观角度来看，CPI转正并不意味着价格已摆脱低位。以1990年之后日本长期处于价格低位时期为例，其CPI虽为正，但数值仅为零点几。**因此，要判断一国的价格对经济是否适宜，应使CPI逐步接近2%甚至部分国家设定的3%目标，这才是真正摆脱价格低位的标志。**CPI若仅为零点几，仍会对居民消费和企业投资预期产生一定制约。更为合理的方法是，根据全球央行界较为一致的看法，CPI应实现2%左右的增长，而非仅作为上限，同时GDP平减指数为正也是适宜的衡量标准。

改革开放四十年的进程中，我国经济中的量与价基本上是统一的。当全年GDP目标得以实现时，价格通常也能顺利达到预期目标。近年来，我们成功实现了全年社会经济目标，实际GDP增速达到约5%，价格却未如以往那样随GDP增长而上升，近期的中央经济工作会议也提出要实现“物价合理回升”。这一现象构成了问题的关键所在。尽管可以探讨诸多货币政策与财政政策的应对措施，但核心问题在于：实际GDP已实现目标，为何价格却未能随之上升？不少经济学者呼吁价格上升的必要性，而实际GDP与价格之间的背离现象亟待解释。实际GDP反映的是经济的“量”，而价格则代表“名义值”，二者为何会出现背离？只有首先厘清这一问题，才可能出现相应政策并付出力度。

二、量价背离的原因剖析

量价背离的原因主要有两个具有竞争力的可能解释：**其一，部分支持性举措可能影响某些行业价格。**尽管价格下降，企业仍继续生产，因为支持举措使其能够维持生产活动。其二，微观经济学中存在一种现象：即使价格下降，企业仍会继续生产甚至增加产量。这并不罕见。当商品售价降至总成本以下时，企业虽然总体亏损，但只要售价高于可变成本，企业仍会继续生产，甚至保持较高产量。这种微观经济行为与宏观层面的实际GDP稳定而价格中枢下行的现象密切相关。基于这种微观经济逻辑，基于我国上市公司的研究也表明，**当前不少商品**

售价已降至总成本以下，但仍然高于可变成本，企业仍会维持生产。因此，对于宏观决策而言，是关注产量还是价格？如果仅关注产量，中国强大的生产能力使得根据生产法计算实现GDP变得相对容易；但如果要实现量价和谐，则可能需要采取超常规的政策措施。

三、新动能发展与总需求政策匹配

新动能等领域呈现出积极的发展态势。然而，从宏观经济均衡的角度来看，以人工智能发展，意味着单位劳动力能够生产更多的产品，或者单位产品售价会进一步降低。在供给端，新技术突破推动供给不断扩张，而需求保持不变的情况下，这种供给扩张对宏观经济和价格会产生向下的压制。**因此，新技术对社会经济的带动作用是积极的，尤其是从长期来看；但在短期内，供给的快速扩张需要需求端的相应适应。**只有当需求端能够积极扩张以匹配供给端的生产力提升时，供需矛盾才能得以缓解。如此一来，在提高劳动生产率的同时，企业盈利和微观预期也将得到改善。在当前时点，随着人工智能技术的迅速发展，总需求管理面临更高的要求。为实现社会劳动生产率的提升，同时让微观主体感受到价格、利润和收入的温和上升，进而达成更优化的经济均衡，需要更加积极的财政政策和货币政策予以配合。

价格特征、驱动因素与供给侧优化

郭磊 广发证券首席经济学家

以下观点整理自郭磊在CMF宏观经济热点问题研讨会（第98期）上的发言

一、当前价格特征及其影响

从价格观测角度出发，我们这里可以观察三类指标：

GDP平减指数是常用指标之一，由统计局按季度发布，频率相对较低。我们可通过CPI和PPI进行简单模拟，经验上CPI占六成、PPI占四成，该组合走势与GDP平减指数较为接近。当前，价格走势已出现企稳好转迹象，但整体中枢仍处于负值区间，处于中枢较低水平。进一步从高频数据观察二月份情况，价格走势可能出现一定回调。

资产价格亦具有重要意义。这里以70城新建商品住宅价格为例，其环比走势已出现改善，降幅逐渐收窄，部分城市价格已转为正增长。然而，从同比角度看，当前价格水平仍处于较低位置，整体中枢亦未显著提升。

我们还可以进一步观测工业高频价格。这里我们选取具有广泛代表性的价格指标——生意社大宗商品价格指数BPI。该指标以100种工业原材料和基础工业品价格为基础数据。从BPI来看，节后工业价格呈现上升趋势，其中有色金属和化工等行业的价格上涨起到了显著带动作用。国内定价的建材和钢铁价格仅出现微幅上升，整体价格趋势尚未确立。

简单来看，价格已出现一些积极变化；但整体中枢仍处于较低水平。关于价格低位的副作用，各位嘉宾已有较为充分的讨论，这里简单补充一点。一是价格低位会约束企业盈利增速，因为企业盈利取决于销量、价格和利润率；二是它会进一步影响税收。在我国税收结构中，增值税和企业所得税占六成，对价格波动较为敏感；三是企业盈利增速会进一步向就业和居民收入传递；四是价格中枢低迷会对当期的消费和投资产生负向激励。若预期价格将继续下降，消费者和投资者往往会推迟消费或投资决策，等待更合适的价格时机，从而导致宏观经济难以形成正向循环。

二、未来价格走势的有利条件

从今年的视角来看，推动价格好转的有利条件已然存在。这些条件可能之前价格偏弱的原因，目前已经有积极的编辑变化。

1、经济增长的广谱性重新上升

过去两年，制造业整体景气度较高，尤其是高端制造业；而服务业和建筑业的景气度则有所下降。从数据来看，过去三年服务业和建筑业的相对景气度呈现震荡下行态势，导致经济增长的广谱性不足。根据最新经济普查数据，中国制造业可吸纳约1亿就业人口，而服务业则吸纳约4亿多就业人口，若加上建筑业，就业人口可能接近5亿。若仅制造业保持景气，其对就业的拉动作用将明显不足。从长江商学院“企业招工前瞻指数”和央行“就业预期指数”来看，两者指向一致：过去两到三年，就业压力逐步呈现。所以中央经济工作会议明确指出，“群众就业增收面临压力”。而这会进一步反映在居民消费、经济总需求和价格走势上。因此，推动价格回升的关键在于提升增长的广谱性，实现服务业、建筑业和制造业的协同发展。自“9.24”以来，政策的着力点包括房地产、广义财政和消费，其中**房地产带动建筑业，消费带动服务业，广义财政中“两重”部分带动建筑业，“两新”部分带动制造业**。这一政策布局有助于提升增长的广谱性，为推动价格增长提供前提条件。

去年年底中央经济工作会议提出“大力实施城市更新”，去年四季度，两办下文《关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见》。推动上述政策的落实至关重要。去年地方狭义基建领域，如道路、管道、公共设施等基本呈现负增长态势。若今年城市更新相关投资能够有效落实，将对经济增长的广谱性及价格走势产生显著带动作用。

2、信贷告别均衡投放出现开门红

我们看这是长江商学院编制的企业投资前瞻指数，它在一定程度上反映了企业的投资意愿。该指数去年年初处于较低水平，但整体小幅回升；但这一时段信贷处于调结构阶段：盘活存量、平滑节奏，防止资金空转，挤出无效信贷。一季度信贷同比少增1.1万亿元，二季度少增1.3万亿元，全年大约在5万亿。年初信贷收缩大约在一个季度后传递至实体经济。对于今年来说，信贷“开门红”对经济增长和价格走势尤为重要。**去年年底央行提出引导金融机构加大货币信贷投放力度，这是今年价格好转的基本条件。**从经济学逻辑来看，价格本质上是一种货币现象。今年1月，信贷投放呈现高开态势，无论是实体经济贷款还是社会融资规模，均实现较高增长，这是今年价格好转的第二个有利条件。

3、地产的收缩效应逐步淡化

经过数年的量价调整，房地产基本面正在发生改变。从最新数据来看，广谱性指标如百城租金收益率目前已达到2.3%，这隐含着两个推论：第一，房地产的长周期调整尚未完成。从全球经验来看，房地产的流动性至少应等于三十年国债长期无风险利率加上一个点以上的风险溢价，但目前我国尚未达到这一水平。第二，房地产的基本面调整已经有实质性进展。目前租金收益率已经不是负溢价，居民部门不再将房地产视为稳赚不赔的资产。从短期来看，租金收益率已高于五年期定期存款和一年期理财产品收益率。这一变化是今年房地产量价企稳的基础。如果未来房价进一步趋于稳定，将对整体价格走势形成带动作用。

三、推动相关行业的供给优化至关重要

新一轮供给侧优化至关重要。

首先，工业部门产能利用率会随需求端变化而波动，尤其是受外需影响显著。例如2021年海外供应链受阻，中国出口高速增长，年增长率达30%，许多制造业行业因此扩大产能。2022年随着海外供应链的恢复，出口增速放缓，下半年甚至出现负增长，这成为2022年和2023年产能利用率压力上升的重要背景。经过过去两年的调整，产能利用率虽已企稳，但目前仍处于较低水平。若需求端出现波动，如外需出现增速下降，那么产能利用率又会面临压力，并传导至工业价格。这时候就需要供给端的优化。1997-1998年、2015-2016年都是类似经验，供给端的优化曾发挥关键作用。

因此，推动相关行业的供给优化是推动价格回升的重要途径。2024年，尽管 PPI 处于较低水平，但四个传统行业和三个新兴行业合计贡献了85%的下行压力。若能集中优化其中部分行业的供给，有望对价格产生效果，并将对宏观经济的正向循环起到关键作用。我们以工业增加值作为总供给的代理变量，以投资、消费、出口作为总需求端的三个主要因素，并根据投入产出比结构设定投资40%、消费40%、出口20%的权重，计算整体经济的“供需比”。2022年至2024年，供需比逐渐上升，这可能是价格偏弱的重要背景。若能通过新一轮供给侧优化推动供需比回归合理区间，价格的逐步正常化将具备坚实基础。

从最新政策信号来看，例如2月10日国务院常务会议强调，“要坚持从供需两侧发力，标本兼治化解重点产业结构性矛盾等问题”，已明确指向供给端的重要性，未来这一政策线索将尤为重要。

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

把脉中国经济　传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting Economic Future

地址: 北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学立德楼1104
Add: 1104, Lide Building, Renmin University of China,
59 Zhongguancun Street, Haidian District, Beijing, PR.China

网站：http://ier.ruc.edu.cn/

微信公众号：