

价格的背后

核心观点：

1.价格是供需。本轮整体价格回落的持续时间，已创本世纪以来最长。与此同时，部分产业呈现产能过剩迹象。其反映出来的主要矛盾究竟是供给过剩，还是需求不足？能否通过市场化的降价方式出清，实现价格的正向循环？或是须倚赖政府“有形之手”？

2.与过往不同，本轮以工业品为代表的价格回落，并非前期政策过度刺激而引致的产能过剩。过去几年我国逆周期调控相对审慎，加之不少传统行业经历过供给侧改革，整体产能扩张十分有限。当前价格持续回落的背后，更多折射出来的是总需求的不足。

3.国际经验来看，在房地产市场处于显著调整时期，无论财政还是货币，各国逆周期政策的基本取向都是一致的，从而抵补总需求的缺口。但政策的力度大小，是决定能否早日摆脱价格低迷的关键。且在节奏上，若能走在经济变化的前面，就能事半功倍。

4.展望新年，PPI等价格能否转正及其向上的弹性大小，取决于中央总需求政策扩张与地方土地收入下行之间的比较。海外工业品价格仍整体高于国内，边际上有利于我国通过出口消化产能。不过，部分高新技术产业出现产能过剩，或是值得关注的新现象。

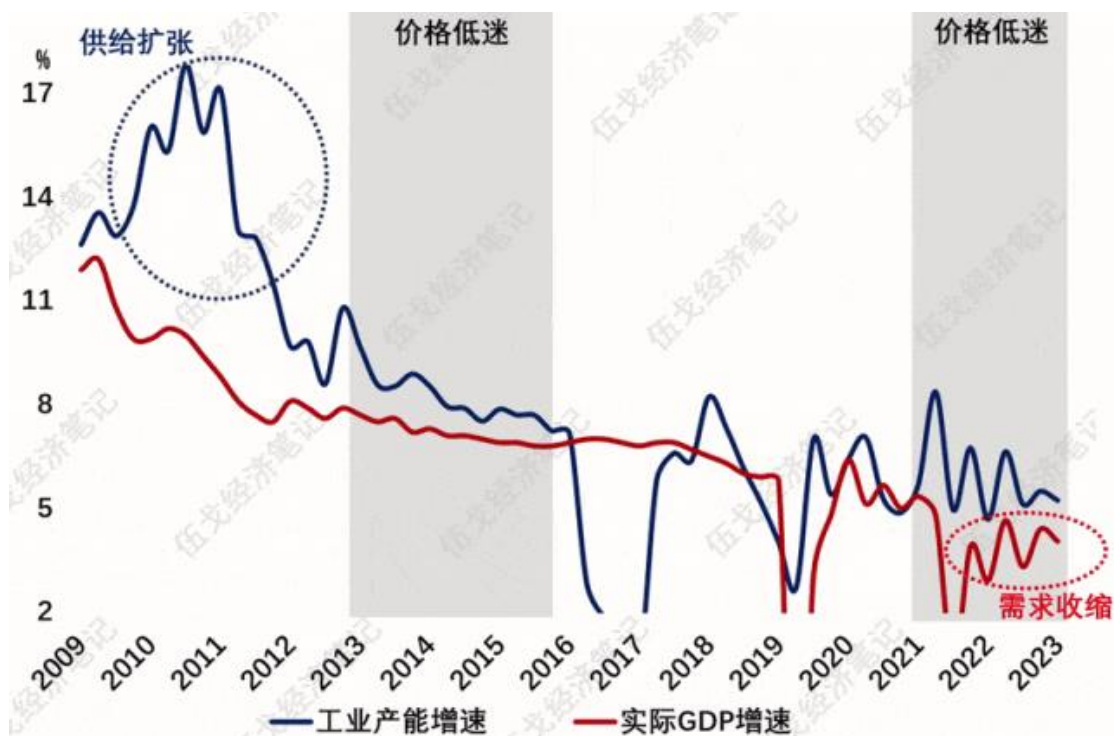
正文：

本轮整体价格回落的持续时间，已创本世纪以来最长。PPI同比自高点降至负增长已持续27个月，CPI则持续16个月，GDP平减指数已持续9个季度。

一、价格折射什么？

与过往不同，本轮以工业品为代表的价格回落，并非前期政策过度刺激而引致的产能过剩。过去几年我国逆周期调控相对审慎，加之不少传统行业经历过供给侧改革，整体产能扩张十分有限。当前价格持续回落的背后，更多折射出来的是总需求不足。

图 1. 需求不足，而非供给过度

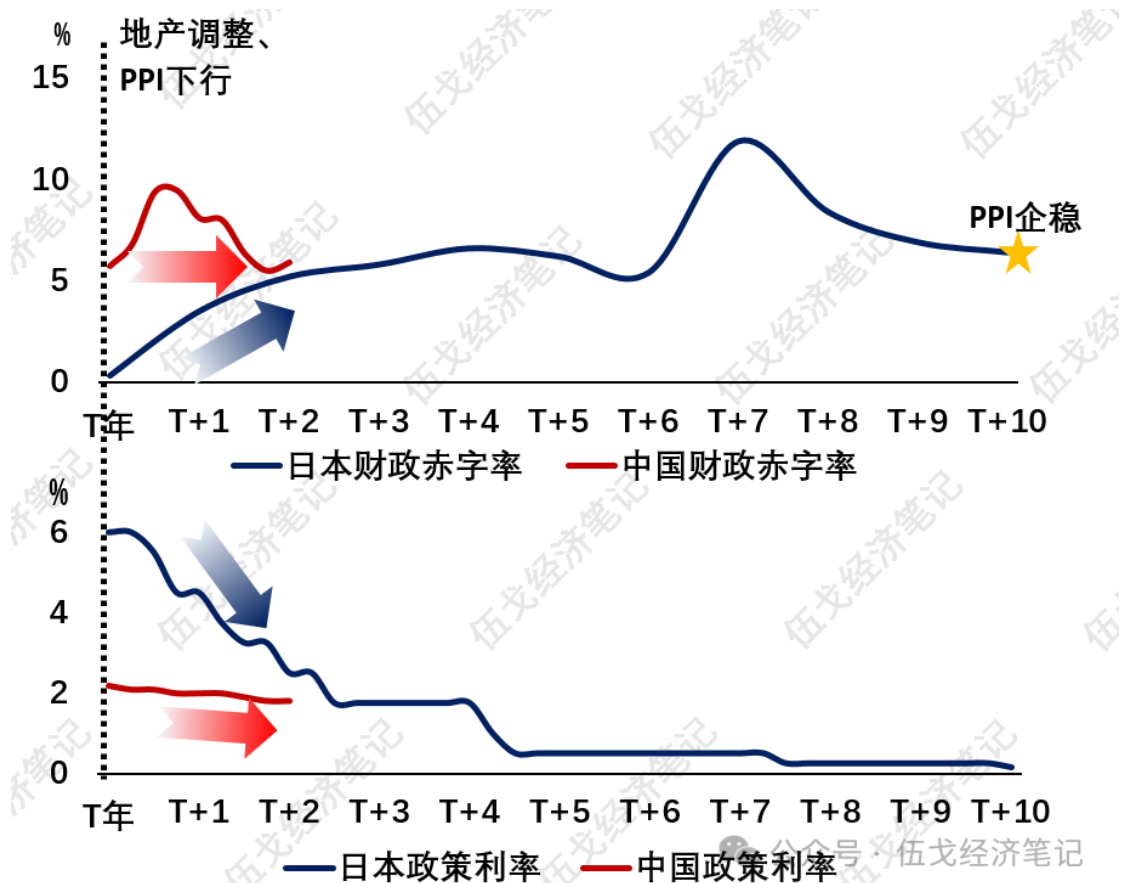


来源：WIND，笔者测算

注：产能根据产能利用率、工业增加值和制造业投资增速推算。

国际经验来看，在房地产市场处于显著调整时期，无论财政还是货币，各国逆周期政策的基本取向都是一致的，从而抵补总需求的缺口。但政策的力度大小，是决定能否早日摆脱价格低迷的关键。且在节奏上，若能走在经济变化的前面，就能事半功倍。

图 2. 走出价格低迷，政策力度是关键



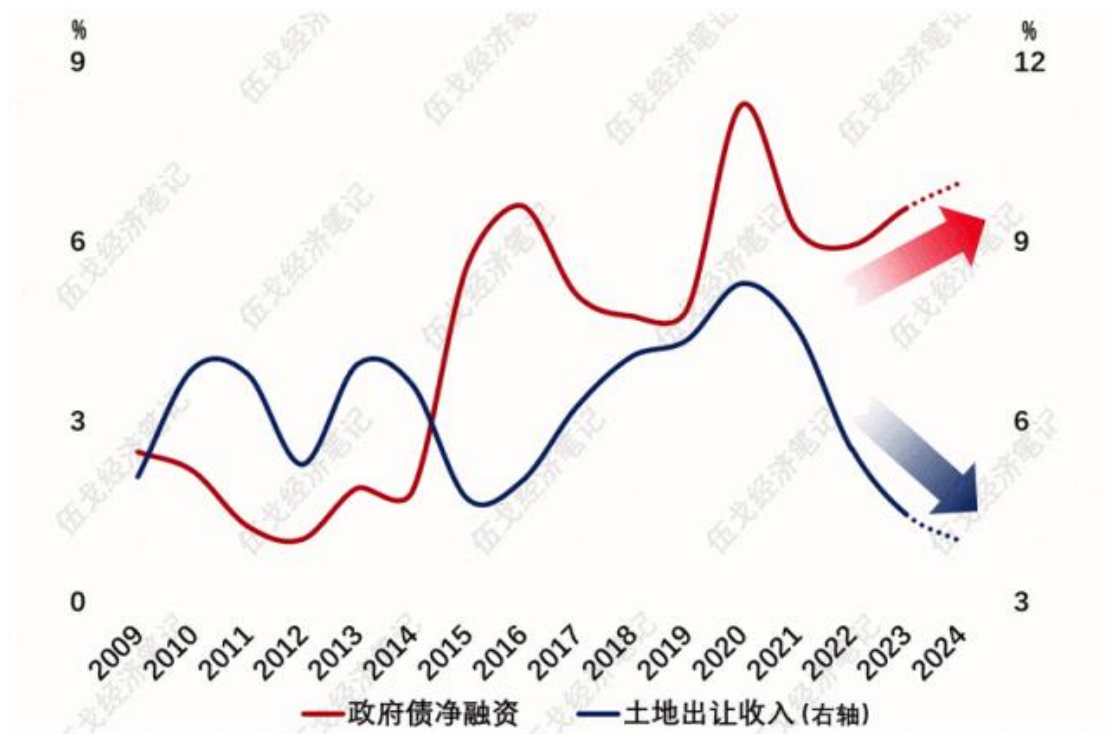
来源：WIND，日本财务省，笔者测算

注：T对应的是，日本 1991 年 1 季度，中国 2021 年 4 季度。

二、价格趋势如何？

鉴于我国 PPI 等价格调整时间较长，或须较强的总需求扩张才能真正摆脱价格低位。短期来看，PPI 等价格能否转正及其向上的弹性大小，取决于中央总需求政策扩张与地方土地收入下行之间的比较。

图 3. 土地收入下行与政府融资加力

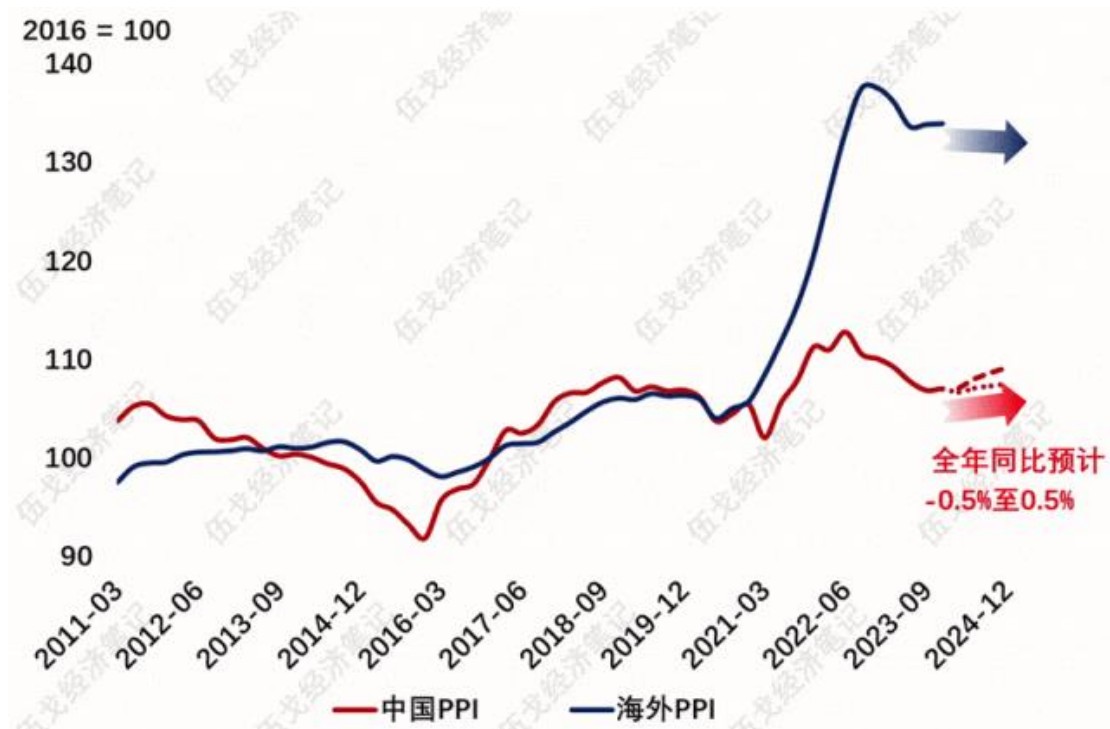


来源：WIND，笔者测算

注：指标为名义 GDP 占比；政府债剔除隐债置换。

目前海外工业品价格仍整体高于国内，边际上有利于我国通过出口消化产能。不过，部分高新技术产业出现产能过剩，或是值得关注的新现象。

图 4. 海内外价差：边际上有助于消化产能



来源：CEIC，WIND，笔者测算

注：海外包括 OECD 国家。PPI 为定基指数。

三、基本结论

一是价格是供需。与过往不同，本轮以工业品为代表的价格回落，并非前期政策过度刺激而引致的产能过剩。过去几年逆周期调控相对审慎，加之不少传统行业经历过供给侧改革，整体产能扩张有限。当前价格持续回落的背后，更多折射出来的是总需求不足。

二是国际经验来看，在房地产市场处于显著调整时期，无论财政还是货币，各国逆周期政策的基本取向都是一致的，从而抵补总需求的缺口。但政策的力度大小，是决定能否早日摆脱价格低迷的关键。且在节奏上，若能走在经济变化的前面，就能事半功倍。

三是展望新年，PPI 等价格能否转正及其向上的弹性大小，取决于中央总需求政策扩张与地方土地收入下行之间的比较。海外工业品价格仍整体高于国内，边际上有利于我国通过出口消化产能。不过，部分高新技术产业出现产能过剩，或是值得关注的新现象。

【作者】

伍戈：博士，长江证券首席经济学家。曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。孙冶方经济科学奖获得者，获浦山政策研究奖、刘诗白经济学奖，远见杯经济预测冠军。著有货币经济“四部曲”。

高童、俞涛、曹海巍：长江证券研究员。

杨晴柳、魏羿晖：实习研究员。

【近期研究】

1. [求解，新年经济](#)，2024 年 1 月 7 日
2. [经济，新年的模样](#)，2023 年 12 月 27 日
3. [房价降了，居民买吗？](#) 2023 年 12 月 17 日
4. [谁能取代地产？](#)，2023 年 11 月 27 日

更多内容请长按二维码关注：

伍戈经济笔记



伍戈经济笔记