



价格理论与实践
Price: Theory & Practice
ISSN 1003-3971, CN 11-1010/F

《价格理论与实践》网络首发论文

题目：低通胀环境下的宏观经济运行与治理
作者：汤铎铎，胡敏杰
DOI：10.19851/j.cnki.CN11-1010/F.2025.05.121
网络首发日期：2025-06-20
引用格式：汤铎铎，胡敏杰. 低通胀环境下的宏观经济运行与治理[J/OL]. 价格理论与实践. <https://doi.org/10.19851/j.cnki.CN11-1010/F.2025.05.121>



网络首发：在编辑部工作流程中，稿件从录用到出版要经历录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿等阶段。录用定稿指内容已经确定，且通过同行评议、主编终审同意刊用的稿件。排版定稿指录用定稿按照期刊特定版式（包括网络呈现版式）排版后的稿件，可暂不确定出版年、卷、期和页码。整期汇编定稿指出版年、卷、期、页码均已确定的印刷或数字出版的整期汇编稿件。录用定稿网络首发稿件内容必须符合《出版管理条例》和《期刊出版管理规定》的有关规定；学术研究成果具有创新性、科学性和先进性，符合编辑部对刊文的录用要求，不存在学术不端行为及其他侵权行为；稿件内容应基本符合国家有关书刊编辑、出版的技术标准，正确使用和统一规范语言文字、符号、数字、外文字母、法定计量单位及地图标注等。为确保录用定稿网络首发的严肃性，录用定稿一经发布，不得修改论文题目、作者、机构名称和学术内容，只可基于编辑规范进行少量文字的修改。

出版确认：纸质期刊编辑部通过与《中国学术期刊（光盘版）》电子杂志社有限公司签约，在《中国学术期刊（网络版）》出版传播平台上创办与纸质期刊内容一致的网络版，以单篇或整期出版形式，在印刷出版之前刊发论文的录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿。因为《中国学术期刊（网络版）》是国家新闻出版广电总局批准的网络连续型出版物（ISSN 2096-4188，CN 11-6037/Z），所以签约期刊的网络版上网络首发论文视为正式出版。

低通胀环境下的宏观经济运行与治理

汤铎铎 胡敏杰

内容提要: 新时代以来我国 CPI 运行呈现出较强独立性,越来越稳定在狭窄的低位区间,表现为从高波动到低波动,从与 PPI 强烈正相关到不相关,其各分项之间以及其与主要经济体 CPI 之间的普遍正相关关系也都不复存在。这种稳定的低通胀环境反映经济发展广泛而复杂的趋势性变化。一方面,要密切关注、积极应对其潜在风险;另一方面,也不能过度妖魔化而采取极端措施,而是要通过推动宏观经济治理框架转型来系统应对。

关键词: 低通胀;潜在风险;宏观经济治理

DOI: 10.19851/j.cnki.CN11-1010/F.2025.05.121

中图分类号: F822.5; F015 文献标志码: A

2024 年第三季度《中国货币政策执行报告》提出,要“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量,推动物价保持在合理水平”^①。2024 年 12 月,中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于完善价格治理机制的意见》,强调要“完善促进物价保持合理水平的价格调控机制”^②。2025 年 3 月,我国《政府工作报告》公布今年经济发展主要预期目标,将居民消费价格涨幅从此前保持多年的 3%左右调整为 2%左右^③。显然,物价水平的持续低位运行已经引起决策层的高度重视。在这种低通胀环境下宏观经济运行有何特点,如何在这种环境下进行有效的宏观经济治理,成为亟需回答的理论和现实问题。

一、新时代以来我国通货膨胀的新特征

通货膨胀是衡量一国经济运行状况的重要指标,在不同的经济发展阶段,通货膨胀会呈现出不同形态。如图 1 所示,改革开放以来我国通货膨胀可以分成三个阶段来考察。第一阶段从 1978 年到 1996 年,第二阶段从 1997 年到 2012 年,2012 年至今是第三阶段。第一阶段的通货膨胀呈现出明显的“大起

大落”特征,出现两次比较严重的通货膨胀,CPI 涨幅分别达到 18.8%(1988 年)和 24.1%(1994 年)的高位。这一阶段市场化改革还在初期,经济主体的积极性容易调动,投资和消费“双膨胀”成为常态。这一阶段的通胀治理以信贷控制和行政手段为主,为我国宏观经济治理积累了宝贵经验。第二阶段我国通货膨胀的波动性明显下降,只是在 2008 年全球金融危机前后出现两次温和通胀。2001 年加入 WTO 后,

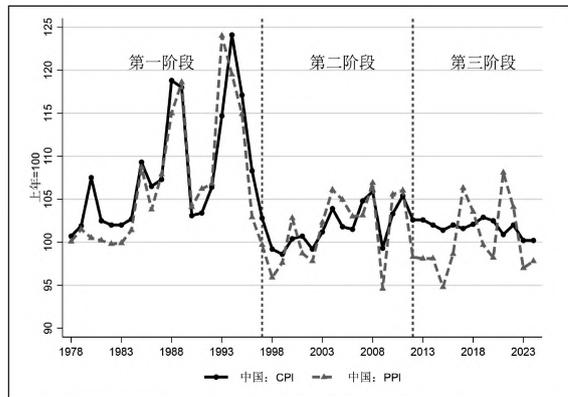


图 1 中国通货膨胀的三个阶段

数据来源: WIND。

① 资料来源:中国人民银行 2024 年第三季度中国货币政策执行报告[EB/OL].(2024-11-08).<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5501759/index.html>.

② 文件来源:中国政府网.中共中央办公厅 国务院办公厅关于完善价格治理机制的意见[EB/OL].(2025-04-02). https://www.gov.cn/zhengce/202504/content_7016955.htm.

③ 文件来源:新华社.两会受权发布 | 政府工作报告[EB/OL].(2025-03-12).<https://www.news.cn/politics/20250312/a71e63d66967404e8e644f9753c65fc9/c.html>.

主要作者介绍: 汤铎铎(1977-),男,汉族,宁夏固原人,经济学博士,中国社会科学院经济研究所研究员、宏观经济研究室主任,中国社会科学院大学教授、博士研究生导师。研究方向:宏观经济和宏观金融。本文通信作者:胡敏杰。

我国通货膨胀的驱动因素也有所变化，外部因素的影响有所增强。2006年以来，全球大宗商品价格上涨，国内物价上涨有较大的输入性通胀成分。随后的全球金融危机对我国经济造成一定冲击，在物价上也有明显表现。2012年党的十八大以来，中国特色社会主义进入新时代，我国通货膨胀也呈现出诸多新特征，进入第三阶段。

新时代以来，我国通货膨胀的特征可以用表1-4这四张表来刻画。表1显示的是第二阶段和第三阶段我国CPI和PPI的波动性和相关性。从表中可以看到，从第二阶段到第三阶段，CPI的波动性明显下降，方差从2.6%下降到1.1%，变得非常稳定。然而，同期PPI的波动性变化却不大，保持差不多同样的方差(从4.18%到4.38%)。实际上，CPI波动性的明显下降从图1能很容易看到，2012年之后CPI的运行开始稳定在非常狭窄的区间。从CPI和PPI的相关性来看，两者在第一阶段和第二阶段均呈现出强烈的正向相关关系，在第二阶段相关系数高达0.7293。然而，到了第三阶段，这种相关性急剧下降，相关系数仅为0.0349，变得几乎不相关了。CPI和PPI相关性的明显下降从图1中也能很容易看到，在第一阶段和第二阶段两者明显同起同落，到了第三阶段，CPI在波动性下降的同时，与PPI也不再同步。显然，CPI和PPI的这种双背离(汤铎铎和张莹，2017)，即波动性的背离和相关性的背离，主要是由CPI行为的变化造成的，CPI越来越稳定在狭窄的低位区间。

表1 中国CPI与PPI的双背离

阶段	1996.10-2025.2	1996.10-2011.12	2012.1-2025.2
CPI的波动性	2.07%	2.60%	1.10%
PPI的波动性	4.31%	4.18%	4.38%
CPI和PPI的相关性	0.5089	0.7293	0.0349

数据来源:WIND和作者计算。

从图1可以看到，新时代以来我国PPI的行为并无根本性变化。通过图2、表2与发达经济体的对比，我们可以更加深入地理解我国PPI的行为。图2显示的是1996年10月至2025年2月中国、美国、欧盟和日本四大经济体的工业品价格指数(PPI)，显然，四者的相关性非常高，表现出明显的同起同落趋势。

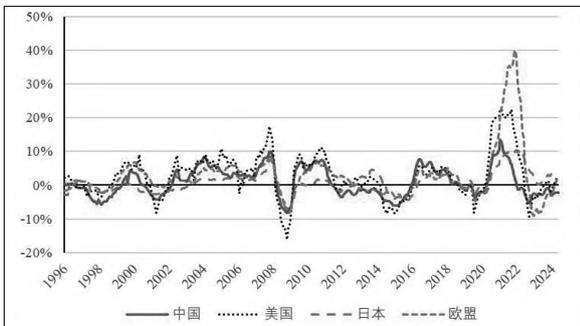


图2 中国、美国、欧盟和日本PPI(1996.10-2025.02)

数据来源:WIND。

表2显示的则是同期中国、美国、日本、欧盟四大经济体PPI以及全球大宗商品价格指数两两之间的相关系数。表2右上区显示各变量的当期相关系数。显然，当期各变量之间都表现出较强的正相关关系。其中，正相关关系最弱的是日本PPI和大宗商品价格指数，相关系数也有0.5562，正相关最强的是中国PPI和美国PPI，相关系数高达0.8692。表2左下区显示各变量领先或滞后项相关系数的最大值，即考察两个变量领先和滞后项的相关系数，然后挑出最大值，相关系数后面括号内的数表示滞后月数。比如，第一列的0.7658(-1)和0.8687(-1)表示滞后1月的中国PPI和美国PPI与大宗商品价格指数相关性最大，分别为0.7658和0.8687。显然，全球主要经济体的PPI都和全球大宗商品价格指数强烈正相关，在这方面可谓全球同此凉热。而且，大宗商品价格指数是各国PPI的领先指标，领先中国和美国1个月，领先欧盟和日本3个月。从表2可知，PPI较大程度上反映的是由大宗商品价格决定的全球原材料成本，而CPI才是国内宏观经济和物价运行情况的更全面度量。在有些情况下，PPI的变动会较好传递到CPI，两者呈现出高度同步的态势。但是，在有些情况下，PPI的变动不能较好传递到CPI，CPI运行呈现出较强独立性，两者的相关性会明显下降。

表2 主要经济体PPI和全球大宗商品价格指数交叉相关系数

	大宗商品	中国	美国	欧盟	日本
大宗商品	1	0.7368	0.8390	0.5773	0.5562
中国	0.7658 (-1)	1	0.8692	0.5582	0.5584
美国	0.8687 (-1)	0.8692 (0)	1	0.7673	0.6896
欧盟	0.6360 (-3)	0.6504 (-4)	0.8312 (-3)	1	0.7247
日本	0.6509 (-3)	0.6166 (-3)	0.7626 (-3)	0.7325 (-1)	1

注:(1)大宗商品价格指数为标普高盛商品全收益指数(S&P GSCI);(2)样本区间为1996年10月至2025年2月。

数据来源:WIND和作者计算。

显然，在我国通货膨胀运行的第三阶段，CPI呈现出较强独立性，越来越稳定在狭窄的低位区间，PPI的行为则没有明显变化，造成两者出现波动性和相关性的双背离。CPI的这种行为变化，不仅反映在其与PPI的关系上，还反映在其内部构成各分项之间的关系上。表3显示我国CPI主要构成项之间的相关系数，其中，右上区表示第二阶段的情况，样本区间为1996年1月至2011年12月，左下区表示第三阶段的情况，样本区间为2012年1月至2025年4月。右上区的数值表明：在第二阶段，我国CPI各分项之间普遍存在正相关关系，21个相关系数全部为正，最小的是交通和通信与医疗保健的相关系数，为0.1732；最大的是衣着与医疗保健的相关系数，为0.8734。左下区的数值则表明：第三阶段我国CPI各分项之间此前普遍存在的正相关关系被完全打破。在21个相关系数中，12个为正，9个为负，在为正的相关系数中，还有几个数值较小，这说明相关性不强或者几乎不相关。表3意味着在第三阶段

CPI 各分项之间的共变成分很少,以“各自为政”的相对价格调整为主。这种相对价格调整没有太大的外溢效应,一般不会传递到其他分项上,也不会造成总体价格的趋势性变化。

表 3 中国 CPI 各分项之间交叉相关系数

	食品	衣着	居住	生活用品及服务	交通和通信	教育文化和娱乐	医疗保健
食品	1	0.2381	0.4350	0.6186	0.6075	0.2119	0.3090
衣着	-0.0030	1	0.7156	0.6675	0.2377	0.5449	0.8734
居住	-0.1070	0.5150	1	0.5626	0.2158	0.4221	0.6402
生活用品及服务	0.0856	0.5946	0.6486	1	0.5591	0.3024	0.7055
交通和通信	-0.2842	-0.1198	0.3402	0.3604	1	0.4278	0.1732
教育文化和娱乐	-0.1748	-0.2059	0.2846	-0.0044	0.3654	1	0.4523
医疗保健	-0.0341	0.0768	0.4921	0.2443	-0.0265	0.2277	1

注:右上区样本区间为 1996 年 1 月至 2011 年 12 月,左下区样本区间为 2012 年 1 月至 2025 年 4 月。

数据来源:WIND 和作者计算。

我国 CPI 运行的独立性,还体现在与其他主要经济体的相关性方面。表 4 显示中国、美国、欧盟和日本四大经济体 CPI 的交叉相关系数。其中,右上区表示第二阶段的情况,样本区间为 1997 年 1 月至 2011 年 12 月,左下区表示第三阶段的情况,样本区间为 2012 年 1 月至 2025 年 3 月。右上区的数值表明:在第二阶段,我国 CPI 与美国、欧盟、日本 CPI 明显正相关,其中中欧 CPI 的相关系数高达 0.7344。左下区的数值则表明:到第三阶段,我国 CPI 与美国、欧盟、日本 CPI 变为负相关,其中中日 CPI 相关系数达到-0.3096。而在同期,美国、欧盟、日本之间 CPI 的相关关系变化并不大。

表 4 主要经济体 CPI 交叉相关系数

	中国	美国	欧盟	日本
中国	1	0.4978	0.7344	0.3593
美国	-0.1132	1	0.6962	0.3473
欧盟	-0.1214	0.8860	1	0.3362
日本	-0.3096	0.3752	0.5019	1

注:右上区样本区间为 1997 年 1 月至 2011 年 12 月,左下区样本区间为 2012 年 1 月至 2025 年 3 月。

数据来源:WIND 和作者计算。

总之,新时代以来我国通货膨胀的最鲜明特征就是 CPI 呈现出较强独立性,越来越稳定在狭窄的低位区间,表现为从高波动到低波动,从与 PPI 强烈正相关到不相关,而且,此前我国 CPI 各分项之间以及我国 CPI 与主要经济体 CPI 之间的普遍正相关关系也都不复存在。从 2023 年 2 月开始,我国通货膨胀又出现一些新的苗头。截止到 2025 年 4 月,我国 CPI 连续 27 个月在 1%以下,平均通胀水平仅为 0.12%,进入更加明显的低通胀环境。这一情况引起理论界和决策层的高度关注。尤其是在 2022 年以来全球通胀陡然升温的大背景下(汤铎铎, 2022),我国持续的低通胀显得格外醒目。

二、低通胀环境下的宏观经济运行

我国经济目前正处于明显的低通胀状态,与高通胀和通货紧缩相比,理论界和决策层对低通胀环境的研究和认识其实相当缺乏。低通胀环境下的经济运行有其独特规律,也潜藏着独特的宏观经济风险。

(一) 什么是低通胀

如果通胀目标为 2%或 3%,通货紧缩意味着通胀显著为负,那么在两者之间其实还存在一个相对广阔的低通胀区域。在这一区域通胀已经向下偏离目标,但还没有进入通货紧缩。

国际清算银行最近的研究很好刻画了低通胀环境和高通胀环境的不同特点(Borio, 2022; Borio 等, 2023)。低通胀环境的一个决定性特征是各部门价格变动相对独立,部门间的外溢性

较小,价格变动主要反映相对价格调整。相反,高通胀环境下各部门价格变化高度正相关,一个部门的价格上涨会很快外溢到其他部门,造成整体价格上涨。低通胀环境的第二个决定性特征是经济主体对通胀的“理性忽视(Rational Inattention)”,即物价稳定使得人们不再关心通胀,通胀形势也不会对经济主体行为产生实质性影响。相反,高通胀环境下经济主体会积极关注价格变动信息,并在经济决策中纳入通胀预期。低通胀环境和高通胀环境都有自我稳定的特点,经济主体的行为和通胀动态相互决定、相互依赖。在低通胀环境和高通胀环境下经济主体的定价权(Pricing Power)不同。通货膨胀率越高,企业和家庭的定价能力就越强。较高通货膨胀增加了其提高价格和工资的动机和能力,这反过来又有助于维持高通胀。反之,低通胀环境会限制企业和家庭提高价格和工资的动机和能力,从而有助于维持低通胀。

因此,所谓低通胀,其数值区域在通货紧缩和通胀目标之间,其决定性特征是各部门价格变动相对独立,以及经济主体的“理性忽视”和定价权下降,经济主体的行为和通胀动态相互决定、相互依赖,使得低通胀有相当强烈的自我稳定性。需要特别强调的是:无论从数值还是运行特点看,低通胀与通货紧缩都有着本质区别。

(二) 低通胀的国际经验:“大稳定”和“失去的三十年”

经过 20 世纪 70 年代的严重滞胀之后,美国 20 世纪 80 年代开始进入所谓“大稳定”(The Great Moderation)时期。在此后的 20 多年时间里,美国经济最显著特征之一就是宏观经济波动性的大幅下降。据计算,其间美国实际产出季度增长的波动性(以其标准差衡量)下降了一半,而季度通货膨胀的波动性

则下降了约三分之二(见图3)。差不多在同一时间,其他主要发达经济体的产出波动性和通货膨胀率也出现了类似下降(Bernanke, 2004)。宏观经济波动性下降有许多好处。产出波动下降本身就意味着衰退的频率和严重程度下降,而通胀波动下降直接表现为通胀稳定在较低水平,这一方面可以降低经济主体面临的不确定性,另一方面可以节省用于对冲通胀风险的资源。这正是宏观经济政策所追求的主要目标,其合理性经过了新凯恩斯主义宏观经济理论的反复论证(Blanchard等, 2010; Lepetit, 2022),在政策层面则以通胀目标制(Inflation Targeting)的形式被各国中央银行所广泛接受和采纳(Kiley和Mishkin, 2025; Borio和Chavaz, 2025)。

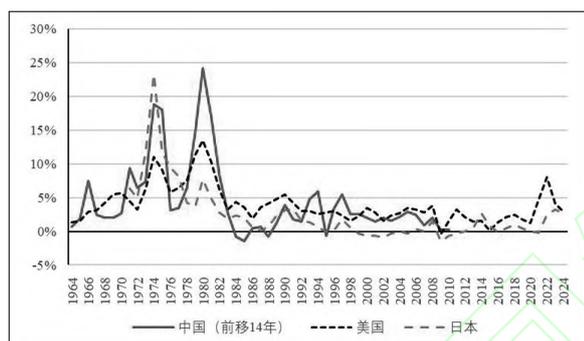


图3 中国(前移14年)CPI与美国、日本CPI(1964年-2024年)
数据来源:WIND。

实际上,通胀的这种明显下降并不局限于发达经济体。世界银行的研究指出(Ha等, 2019),近40多年来,全球经济经历了明显而广泛的通货膨胀率下降。其中,发达经济体的通胀下降开始于20世纪80年代中期,新兴市场和发展中经济体则开始于20世纪90年代中期,两者通货膨胀率的中位数均下降了大约14个百分点(见图3)。更低和更稳定的通货膨胀往往与更好的增长和发展结果相关联,部分原因是减少了不确定性,促进了更有效的资源配置,并有助于维护金融稳定。物价稳定和高增长使得理论界和决策层充斥着乐观情绪。比如,诺奖得主罗伯特·卢卡斯在2003年美国经济学会的主席演讲中就高调宣布,宏观经济学已经在驯服经济周期方面取得成功(Lucas, 2003)。

对于这种乐观情绪的最早警示来自日本。20世纪80年代末,日本泡沫经济破裂,随后即陷入持续的低通胀,甚至出现通货紧缩(见图3),经济长期停滞,造成所谓“失去的三十年”。很长一段时间里,日本所遭遇的问题一直被认为是独特的例外(Bernanke, 2004),应该主要归咎于日本政策应对失当和结构性改革滞后(Ito, 2016)。然而,在2001年美国互联网泡沫破裂后,美联储认识到低利率和通胀下降使得美国有可能陷入日本式的困境,到2003年年中,也就是卢卡斯宣布宏观经济学取得成功的同

时,美联储将通货紧缩列为联邦储备委员会讨论的首要议题(Bernanke, 2020)。

然而,一直要到2008年全球金融危机爆发之后,当美国和欧洲耗尽利率空间而通胀仍然在低位徘徊,美联储和欧洲央行对此一筹莫展,日本的教训才有了更加普遍的意义。Krugman(2014)提出要向日本道歉:“(日本)正遭受着似乎无止境的停滞和通缩。西方经济学家也对日本的政策进行了严厉的批评。近来我经常发现自己在想我们应该道歉。事实上,西方已经陷入了与日本类似的衰退,但是要更糟糕”。Ito(2016)给出了所谓经济日本化的四个条件:(1)实际经济增长率在较长时间内低于潜在增长率;(2)实际均衡利率(自然利率)低于零,也低于现实实际利率;(3)名义政策利率为零;(4)通货紧缩,即负的通货膨胀率。2009年以来,欧美发达经济体很多都符合条件(1)-(3),有些经济体短期内出现通货紧缩,也符合条件(4)。在全球金融危机欧洲债务危机之后,欧洲也在很长时间内一直面临低通胀的考验(Constancio, 2014; Lane, 2020)。

从图3可以看到,“大稳定”和“失去的三十年”其实有着相似的背景。高通胀的危害无需多言,能够摆脱高通胀当然值得庆幸。然而,经济在低通胀环境下的运行也并非高枕无忧,仍然潜藏着诸多风险,对理论界和决策层都构成巨大挑战。

(三)低通胀环境下的宏观经济风险

以2008年全球金融危机为界,各国中央银行面对的挑战发生重大变化,如果说此前的主要任务是遏制通胀过高,那么后危机时代的主要任务则变为应对通胀过低(Lane, 2020)。在金融危机前,稳定的低通胀环境被视作中央银行首要的,甚至可以说是唯一的目标。与此目标对应的工具是政策利率。央行只需变动短期利率,所有其他利率和价格都会随之调整。如果短期利率水平合适,那么经济会自动调整到均衡水平。此时的利率就是均衡利率,此时的产出水平就是均衡产出,而价格信号表现为稳定的低通胀(Blanchard等, 2010)。金融危机后,这一货币政策框架遭遇严峻挑战。一方面,价格的信号功能遭受质疑,稳定的低通胀未能保证经济运行在潜在产出水平,也未能保证经济不积累和滋生其他风险;另一方面,利率工具遭遇有效下限(ELB, Efficient Lower Bound)困扰,由于此前名义利率一直处在较低水平,使得降息空间很快耗尽(Bernanke, 2020)。于是,发达经济体出现低通胀、低利率、低增长并存的现象,政策利率已经降无可降,而经济却丝毫不见起色。

对于高通胀和通货紧缩的危害,既有大量深入的理论研究,也有很多经典案例。然而,对于低通胀

环境下的宏观经济风险,各方普遍关注不够。从宏观经济运行层面看,低通胀会加剧工资刚性和价格刚性,导致实际利率上升,增加经济运行的摩擦和成本。低通胀环境下,企业难以通过降低名义工资来应对不利冲击,工人也不愿意接受名义工资的下降。对企业而言,削减工资可能导致高生产率员工离职、员工努力程度下降(Campbell 和 Kamlani, 1997)。于是,劳动力市场调整会更多通过数量渠道而非价格渠道,导致失业率上升,资源配置效率下降。低通胀环境下,企业难以区分需求变化是暂时的还是永久的,担心降价传递负面信号,这就会导致“囚徒困境”式的协调失败。企业预期其他企业不会降价,于是自身降价的激励降低,形成集体价格刚性(Ball 和 Mazumder, 2011)。而且,低通胀环境下,消费者和企业对价格变化的公平性更为敏感。消费者对名义价格显性下降的接受度要低于通胀导致的实际价格隐性下降,企业担心降价引发消费者负面反应,从而大概率会维持名义价格不变。低通胀环境下,由于名义利率受到有效下限约束,实际利率的下行空间往往也非常有限。而且,如果低通胀在企业和家庭中形成根深蒂固的稳固预期,那么实际利率就会稳定在较高水平(Constancio, 2014)。

总之,低通胀环境下经济主体定价权下降,工资、价格和利率变动会遭遇更多的摩擦和阻滞,损害市场调节机制,降低资源配置效率,增加经济运行成本,积累和滋生经济风险。不过,相较于通货紧缩下激烈的正反馈恶性循环,低通胀的风险和危害短期内要温和得多。

三、低通胀环境下的宏观经济治理

尽管最近几年我国通货膨胀和主要发达经济体表现出明显的走势分化,但是,不论是新时代以来我国通胀表现出的新特征,还是 2023 年以来出现的更加明显的低通胀,在全球范围内来看都不是什么新现象。主要发达经济体殷鉴不远,都刚刚经历过类似阶段。我国经济和发达经济体具有某种“相似性和同构性”,即我国经济和发达经济体一定程度上面临相似的问题,而相似的问题往往有相似的根源和解决办法。更具体地,我国可能处于发达国家所遭遇问题的早期阶段,可以借鉴其发展过程中的经验和教训(汤铎铎等, 2019)。

(一) 关注低通胀的潜在风险

从图 3 可以看到,20 世纪 60 年代以来,美国和日本 CPI 运行趋势其实有很大相似性。两者都是在 20 世纪 70 年代滞胀时期出现两个高点。然后,从 20 世纪 80 年代开始进入低通胀时期,不过,日本 CPI 要更低。最终,在美国实现“大稳定”黄金增长的同时,日本却经历了“失去的三十年”。如果将我国

CPI 曲线前移 14 年,将我国的 1978 年与美国、日本的 1964 年对齐,那么我国通胀的两个高点(1988 年、1994 年)正好和美国、日本通胀的两个高点(1974 年、1980 年)对齐。于是,我国 20 世纪 90 年代中期摆脱高通胀,进入通胀相对较低的第二和第三阶段(见图 1),则对应于美国的“大稳定”时期和日本的“失去的三十年”时期(见图 3)。日本的惨痛教训自不待言,美国此后也屡次面临通货紧缩的威胁。因此,实现物价稳定的低通胀之后,宏观经济治理并非高枕无忧,要对低通胀环境下的宏观经济运行有充分认识,尤其要密切关注低通胀环境下的宏观经济风险。

由于低通胀的风险和危害短期内要比通货紧缩温和得多,因而往往被决策层所忽视。从宏观经济治理层面看,低通胀在压缩货币政策空间的同时,还会降低决策层的警惕,导致经济在面对较大负面冲击时容易滑入通货紧缩。低通胀的一个重要特征是物价异常稳定,而且,这种稳定的低通胀往往伴随稳定的预期和黄金增长期,是政策制定者追求的目标,也有主流宏观经济理论的广泛支撑。金融危机前发达经济体普遍给予通胀目标过高权重,从而多少忽视了其他信号的警示,导致风险不断滋生和积累。甚至有研究指出,金融危机一定程度上是低通胀导致的,是此前特定制度运作的结果(Borio, 2024)。而且,持续的低通胀通常伴随着持续低位的名义利率,导致名义利率触及有效下限的可能性大大增加,压缩货币政策空间(Blanchard 等, 2010; Kiley, 2015)。在货币政策空间不足,价格信号功能钝化,政策制定者又执着于物价稳定而忽视其他信号时,经济面对的严重衰退和通缩风险就会大大增加。

在全球金融危机爆发之前,央行以应付高通胀为主,进入低通胀环境意味着高通胀威胁已经解除,理论界的自满和决策层的麻痹忽视了低通胀的潜在风险。在全球金融危机爆发之后,突如其来的负面冲击和前所未有的政策窘境又使得低通胀被严重妖魔化(Deflation Bogey Man)(Borio, 2024),甚至被视为等同于通货紧缩,要求采取成本巨大的扩张性政策迅速摆脱。总之,低通胀环境是经济发展到一定时期总会经历的阶段,一方面,要密切关注、积极应对其潜在风险;另一方面也不能过度妖魔化而采取可能导致高通胀的极端措施。

(二) 厘清低通胀的主要成因

传统宏观经济理论利用两个经典关系解释通货膨胀,短期内是菲利普斯曲线关系,长期内是货币数量论。改进的菲利普斯曲线关系以潜在产出为核心,认为通胀和产出缺口存在反向关系,即增长高于潜在产出通胀上升,增长低于潜在产出通胀下降。现代货币数量论的核心是长期货币中性,认为货币政策不能改变潜在产出,因此,货币扩张最终只会导致通

胀,从而货币供给和通胀呈现正向关系。这两个经典关系的内部逻辑是自洽的,两者互为补充,共同刻画通胀行为:短期内,通胀是实体经济冷热的指示器;长期内,通胀最终是一种货币现象,是货币政策扩张的后果。在通胀波动较大的高通胀环境下,传统理论解释力较强,然而,当进入通胀波动性非常低的低通胀环境时,传统理论的解释力就大打折扣。一方面,变动性较小的低通胀使得菲利普斯曲线出现平坦化趋势,其实质是价格对实体经济变化不敏感,价格信号功能钝化(Forbes等,2021;汤铎铎,2020);另一方面,低通胀环境下平均通胀与货币增长之间的相关性也变得很微弱,货币供给作为中介目标的有效性下降(Teles等,2016;罗富政等,2019)。

有鉴于目前低通胀环境的复杂性,尤其是价格信号功能钝化以及货币供给中介目标作用减弱,不能简单以传统理论为依据来实施宏观经济治理。对于低通胀及其背后的复杂经济变化,目前比较有影响力的理论进展有两个,即长期停滞说和金融周期说(Borio,2017;汤铎铎等,2019)。长期停滞说认为,在人口、科技、分配等重大结构性变动的冲击下,经济出现储蓄倾向增大和投资倾向减小,导致均衡利率下降和结构性总需求不足。金融周期说认为,宏观经济研究必须将金融因素置于核心地位,低增长是金融周期波动尤其是金融危机损害实体经济的表现,低通胀可能主要源于积极、良性、长期的全球供给因素,而不是总需求不足。虽然两种假说理论进路不同,但是都认识到了当前局面的复杂性和传统理论的局限性。

很多研究都看到了低通胀背后的趋势性经济变动和复杂经济联系。关于“大稳定”的成因,Bernanke(2004)提到三种解释:经济结构变化、宏观经济政策改善和好运气。世界银行的Ha等(2019)将全球低通胀趋势的形成归结为三大原因:全球经济一体化、良好的宏观治理以及一系列结构性和市场化改革。Powell(2021)强调,自20世纪90年代以来存在持续的反通胀力量,包括技术、全球化、人口因素,以及央行维持价格稳定的强有力承诺。Bernanke(2020)指出,21世纪以来有三个广泛的经济发展趋势重塑了美联储对货币政策的认知,即通货膨胀的行为变化、正常利率水平的长期下降和系统性金融不稳定风险的增加。

低通胀的成因是多方面的,包括金融、开放、分配等诸多因素。然而,更为重要的是低通胀背后的重大结构变化。低通胀不是孤立的偶然现象,而是广泛经济发展趋势的表征之一。低通胀不是普通经济衰退的后果,而是经济格局重构和增长方式嬗变的副产品。低通胀环境形成的背后既有深刻的长期经济结构变化,也反映了复杂而广泛的全球经济联

系。因此,决策层需要厘清低通胀的主要成因,抓住主要矛盾,做到有的放矢、对症下药。关键是要摆脱传统理论的思维定式,从实体均衡、货币中性的刻板均衡论转向灵活、务实的可持续观点。也就是说,与其把宏观经济治理目标设定为达到理论上的均衡产出,还不如扎实做好不同目标之间的权衡取舍,以保证经济的可持续发展(汤铎铎,2020)。

(三)推动宏观经济治理框架转型

宏观经济治理要与经济发展阶段相匹配、与经济现实相适应,持续不断地服务于经济现代化进程。一定时期的相对稳定和关键时期的转型创新,以及相应的法治约束和理论支撑,是各国宏观经济治理现代化的共同特征(汤铎铎,2023)。从高通胀环境进入低通胀环境,反映了广泛的经济发展趋势和深刻的经济结构变革,需要推动宏观经济治理框架转型来适应新的环境。

2008年全球金融危机爆发以来,美国宏观经济治理发生深刻变革,其中以美联储货币政策框架转型最为核心,2020年新冠疫情更是将这一转型推向高潮。为了应对疫情冲击,美联储实施了一系列非同寻常的政策,包括更大规模的资产购买和对通货膨胀的高度容忍。同时,其货币政策框架也再次转型,采取更为激进的灵活平均通胀目标制(Flexible Average Inflation Targeting,FAIT)(Adrian,2021;Afonso等,2022)。经过连续转型之后,美联储货币政策在政策目标、政策工具和操作理念等方面都发生了重要变化。从政策目标看,在通胀和就业的折衷中,通胀的权重大大下降,所谓“最大包容性就业”实际上纳入了分配因素,而金融稳定和财政可持续也成为重要的隐性目标;从政策工具看,量化宽松和前瞻指引已经成为常用的新工具,利率工具也从走廊体系转向地板体系,联邦基金市场功能弱化,准备金利率(iORB)和隔夜逆回购利率(ON RRP)成为重要工具;从操作理念看,美联储已经从此前的先发制人策略转向数据驱动策略,从更多遵循规则转向更多进行相机抉择。

中国宏观经济治理经历了“转型创新—相对稳定—转型创新”相互交替的三个发展阶段,表现出目标多元化、工具多样化和理念系统化的鲜明特征(汤铎铎,2023)。美国经过一系列宏观经济治理转型之后,从某种意义上讲,其政策框架呈现出向中国既有实践靠拢的趋势。全球经济处在关键变革期,各国都在进行宏观经济治理的探索和创新,发达经济体比我国更早进入低通胀环境,有很多经验值得学习和借鉴。从政策目标方面看,需要降低通胀目标的权重,增加通胀偏离目标后的容忍度,将金融稳定和财政可持续等指标纳入目标体系;从政策工具方面看,需要积极进行政策创新,用不同工具来促进不同目

标的达成。货币政策要探索和创新量化宽松和前瞻指引等非传统工具,财政政策需要各级政府克服去杠杆的冲动,在控制道德风险的同时,真正做到逆周期调节。从操作理念看,剧烈的结构变化和频发的外部冲击,使得既有政策规则遭遇挑战,复杂局面下需要有全局性和系统性的协调,也要给相机抉择更大的空间,更加积极主动地进行宏观调控。

参考文献:

- [1]汤铎铎,张莹.实体经济低波动与金融去杠杆——2017年中国宏观经济中期报告[J].经济学动态,2017(8):4-17.
- [2]汤铎铎.全球通货膨胀的根源和走势[J].国家治理,2022(15):45-49.
- [3]汤铎铎,刘磊,张莹.长期停滞还是金融周期——中国宏观经济形势分析与展望[J].经济学动态,2019(10):50-62.
- [4]汤铎铎.反思潜在产出——2020年中国宏观经济展望[J].经济学动态,2020(5):52-64.
- [5]罗富政,罗能生,侯志鹏.货币供给与通货膨胀的背离——基于虚拟经济虹吸效应的解释[J].经济学动态,2019(5):57-72.
- [6]汤铎铎.中国宏观经济治理现代化:经验、挑战和任务[J].华南师范大学学报(社会科学版),2023(5):166-176+244-245.
- [7]Borio C. Inflation: A Look under the Hood[C]//Annual General Meeting of the Bank for International Settlements, Basel, Switzerland, 2022.
- [8]Borio C E V, Lombardi M, Yetman J, et al. The Two-Regime View of Inflation[R]. BIS Working Papers, 2023.
- [9]Bermanke B S. The Great Moderation[C]//Speech at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington DC, February 20, 2004.
- [10]Blanchard O, Dell'Ariccia G, Mauro P. Re thinking Macroeconomic Policy[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 2010, 42: 199-215.
- [11]Lepetit A. The Optimal Inflation Rate with Discount Factor Heterogeneity[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 2022, 54(7): 1971-1996.
- [12]Kiley M, Mishkin F S. The Evolution of Inflation Targeting from the 1990s to 2020s: Developments and New Challenges[R]. Board of Governors of the Federal Reserve System (US), 2025.
- [13]Borio C E V, Chavaz M. Moving Targets? Inflation Targeting Frameworks, 1990-2025[J]. BIS Quarterly Review, 2025: 31-52.
- [14]Ha J, Kose M A, Ohnsorge F. Inflation in Emerging and Developing Economies: Evolu-

tion, Drivers, and Policies[M]. Washington, DC: World Bank Publications, 2019.

- [15]Lucas Jr R E. Macroeconomic Priorities[J]. American Economic Review, 2003, 93(1): 1-14.
 - [16]Ito T. Japanization: Is It Endemic or Epidemic? [R]. NBER working Papers, 2016, No. 21954.
 - [17]Bermanke B S. The New Tools of Monetary Policy[J]. American Economic Review, 2020, 110(4): 943-983.
 - [18]Krugman P. Apologizing to Japan[N]. The New York Times, 2014-10-31(A31).
 - [19]Constancio V. Recent Challenges to Monetary Policy in the Euro Area [J]. Monetary Policy, Banking Union and Economic Growth, 2014: 19.
 - [20]Lane P R. Low Inflation: Macroeconomic Risks and the Monetary Policy Stance[C]//Financial Markets Workshop of the Economic Council (Finanzmarkt-klausur des Wirtschafts-rats der CDU), Berlin, Germany, 2020: 11.
 - [21]Campbell III C M, Kamlani K S. The Reasons for Wage Rigidity: Evidence from a Survey of Firms[J]. The Quarterly Journal of Economics, 1997, 112(3): 759-789.
 - [22]Ball L M, Mazumder S. Inflation Dynamics and the Great Recession[R]. NBER Working Papers, 2011.
 - [23]Borio C E V. Whither Inflation Targeting as a Global Monetary Standard? [R]. BIS Working Papers, 2024.
 - [24]Kiley M T. Low inflation in the United States: A summary of recent research [J]. Feds notes, 2015(11): 23.
 - [25]Forbes K, Gagnon J, Collins C G. Low Inflation Bends the Phillips Curve around the World[R]. NBER Working Papers, 2021.
 - [26]Teles P, Uhlig H, Valle e Azevedo J. Is Quantity Theory still Alive? [J]. The Economic Journal, 2016, 126(591): 442-464.
 - [27]Borio C. Secular stagnation or financial cycle drag? [J]. Business Economics, 2017, 52(2): 87-98.
 - [28]Powell J H. Monetary Policy in the Time of COVID [R]. Board of Governors of the Federal Reserve System (US), 2021.
 - [29]Adrian T. Review of Monetary Policy Frameworks [C]//Central Banking Magazine's Reserve Management Americas Workshop, March 16, 2021.
 - [30]Afonso G, Logan L, Martin A, et al. How the Federal Reserve's Monetary Policy Implementation Framework Has Evolved [R]. Federal Reserve Bank of New York, 2022.
- (作者单位: 汤铎铎, 中国社会科学院经济研究所; 胡敏杰, 中国社会科学院大学经济学院)

Macroeconomic Operation and Governance in a Low-Inflation Environment

TANG Duoduo¹ and HU Minjie²

(1. Institute of Economics, Chinese Academy of Social Science, Beijing, 100836;

2. School of Economics, University of Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 102488)

Abstract: Since the beginning of the New Era, China's Consumer Price Index (CPI) has exhibited a high degree of independence, remaining increasingly stable within a narrow and low range. This reflects a shift from high to low volatility, as well as a decoupling from the previously strong positive correlation with the Producer Price Index (PPI). The general positive correlations both among CPI sub-components and between China's CPI and those of major economies have also largely disappeared. This stable low-inflation environment reflects broad and complex structural shifts in economic development. On the one hand, it is essential to closely monitor and proactively address the potential risks associated with this trend. On the other hand, it is equally important to avoid overreacting or adopting extreme measures. A more effective approach lies in systematically addressing the challenges through the transformation of the macroeconomic governance framework.

Keywords: low inflation; potential risks; macroeconomic governance