

宏观经济专题研究 通缩史的回声

核心观点

全球通缩史：宏观里的“稀罕事”。从历史数据来看，自1880年以来，美国、德国、日本等主要经济体的CPI低于0的时期仅占总时间的少数部分。具体而言，美国CPI低于0的月份为259个月，德国为279个月，日本为230个月。二战后，通缩发生的概率进一步降低，美国1950年以来仅有25个月出现CPI低于0的情况，发生概率不足3%。此外，从各国的横向比较来看，通缩往往是重大历史事件后的全球性事件，而极少在某一个国家单独出现。

通缩为何是大敌？尽管通缩在历史上较为罕见，但其对经济的破坏力却极为强大。通缩的核心问题在于其对收入和就业的负面影响，以及对创新生态系统的抑制作用。

(1) 通缩的收入效应。劳动者既是消费者也是生产者。价格下跌虽在短期内看似有利于消费者，但会导致生产者收入下降，进而影响就业和工资水平。历史数据显示，美国居民可支配收入与CPI同比高度正相关，失业率的高点往往对应通缩时期。这种收入效应不仅削弱了消费者的实际购买力，还通过就业和收入水平的下降，导致社会总需求萎缩。

(2) 创新的时间成本。随着经济社会的发展，创新的复杂性和成本不断增加，例如全球主要战斗机的研发时间从二战时期的不足一年延长至数十年，新药研发成本和时间也大幅上升。通缩环境下，物价持续下降，货币购买力增强，使得未来完成的创新成果价值被削弱，降低了企业对长周期创新项目的投入意愿。

产能周期与通缩。通缩是制造业攀上顶峰后，带上王冠后所不得不面临的一个挑战。从历史来看，以美国1929年大萧条和日本90年代中期以后长期通缩为代表的两次长时间通缩过程均对应了产能达峰后的去化过程。

通过对美国、日本、德国、法国、韩国和中国等六个国家的22个产能周期的研究，发现产能周期的上行和下行阶段具有一定规律性。(1) 在产能周期上行阶段，平均持续时长为22个季度，最长可达37个季度，最短为8个季度，平均上行幅度为18.0%。(2) 在产能周期下行阶段，平均持续时长为12.5个季度，最长可达27个季度，最短为6个季度，平均下行幅度为15.3%。

风险提示：海外市场波动，海外经济增速下滑。

经济研究·宏观专题

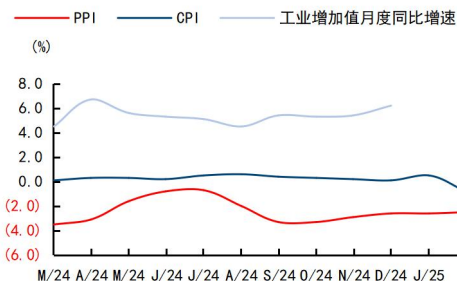
证券分析师：邵兴宇 010-88005483
shaoxingyu@guosen.com.cn
S0980523070001

证券分析师：董德志 021-60933158
cndongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	3.20
社零总额当月同比	3.70
出口当月同比	10.70
M2	7.00

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观专题研究-从预算报告看2025年的地方财政》——2025-03-04
- 《“三重背离”下的再平衡——2025春季经济展望》——2025-02-23
- 《国信证券-债海观潮，大势研判（汇率压力有所缓解，年后债市值得期待）》——2025-01-27
- 《宏观经济宏观季报-2024年中国经济复盘与2025年展望》——2025-01-23
- 《固定收益专题研究-初探天府——四川经济、财政现状分析》——2025-01-09

内容目录

全球通缩史：宏观里的“稀罕事”	4
通缩为何是大敌	4
(1) 通缩的收入效应	4
(2) 创新的时间成本	5
产能周期与通缩	7

图表目录

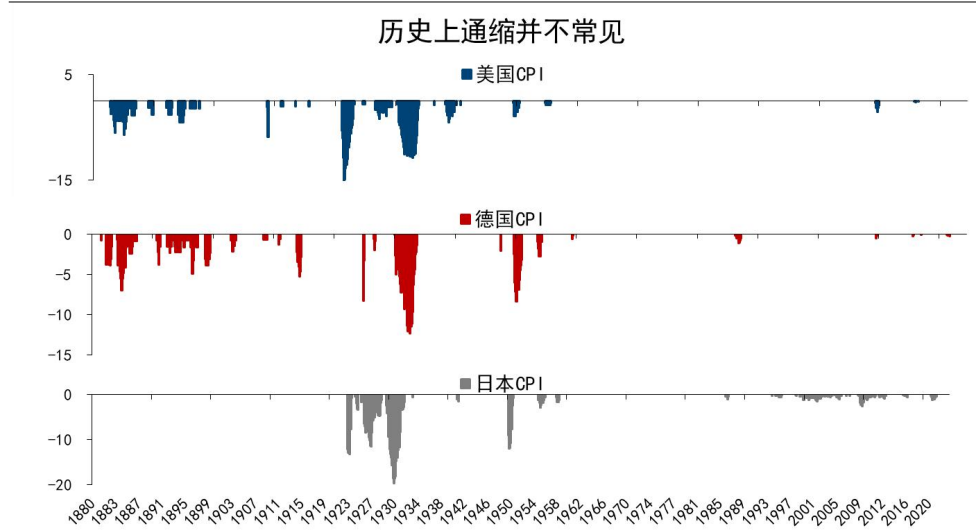
图1：1880年以来美国、德国、日本等国家CPI低于0的时期	4
图2：通缩带来就业压力	5
图3：中美两国劳动者报酬占居民可支配收入比重	5
图4：美国CPI与可支配收入呈现高度正相关关系	5
图5：全球主要战斗机从立项到首飞时间	6
图6：新药的研发费用不断上升	7
图7：研发时间也有所拉长	7
图8：20世纪早期，美国生产能力大幅扩张	8
图9：日本制造业生产能力在90年代早期达到顶峰	8
图10：美国产能利用率与对应CPI、PPI水平	8
图11：中国产能利用率与对应CPI、PPI水平	8
图12：22轮产能周期产能利用率变动路径	9

全球通缩史：宏观里的“稀罕事”

纵观历史，严格意义上的通缩并不常见。从 1880 年至今，共计 1700 多个月里，美日德三国 CPI 水平低于 0 的月份分别仅有 259 个月、230 个月和 279 个月。特别是在二战结束后，通缩发生的概率变得更低了。仅以美国为例，1950 年以来，美国仅有 25 个月出现了 CPI 低于 0 的情况，发生概率不足 3%。几乎可以说，二战后持续性的价格萎缩仅见于次贷危机期间和 90 年代后期的日本。

与此同时，从各国的横向比较来看，通缩往往是重大历史事件后的全球性事件，而极少在某一个国家单独出现。典型案例如 1929 年大萧条和 2008 年次贷危机后各主要经济体均普遍性的出现通缩。从目前有限的案例来看，在几个主要经济体当中，几乎只有日本在 90 年代后期，单独出现了较长时间通缩。这可能也是当前研究当中但凡言及通缩则必论日本的一个重要原因。

图1: 1880 年以来美国、德国、日本等国家 CPI 低于 0 的时期



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

通缩为何是大敌

通缩是如此之罕见，以至于让人们不时忽略其强大破坏力。

（1）通缩的收入效应

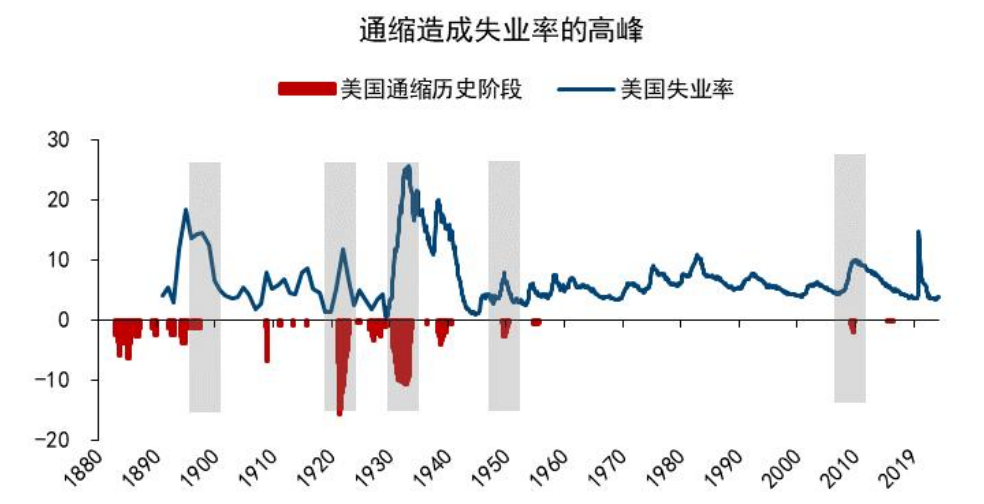
在经济学当中，存在一个所谓“谷贱伤农”的概念，讲的是粮食大丰收反而可能造成农民收入减少的现象。出现这一现象的原因是，粮食丰收导致市场供大于求，价格下跌幅度超出产量，最终导致农民总收入的减少。

实际上，这一情况远不限于农民。在一个经济社会当中，每个劳动者承担了两个角色，既是经济社会当中主要的消费力量，是需求者，但同时也提供了劳动力，是各类产品和服务的生产者。作为消费者一方而言，价格下降当然是好事。但是，一旦考虑到每个个体生产者的一面，价格下跌则意味着收入下降。

现实来看，无论是以美国为代表的金融强国，还是类似中国这样的发展中国家，劳动报酬占居民可支配收入的比重均在半数以上，甚至超过 80%。从历史来看，美国居民可支配收入与 CPI 同比呈现高度正相关关系，且 1880 年至今，除 70 年代外，美国历史上几乎所有失业率的高点均对应了通缩情况。这意味着，一旦发生通货紧缩（通缩），劳动力市场将受到严重影响，失业率飙升，同时工资水平和可支配收入也会相应减少。

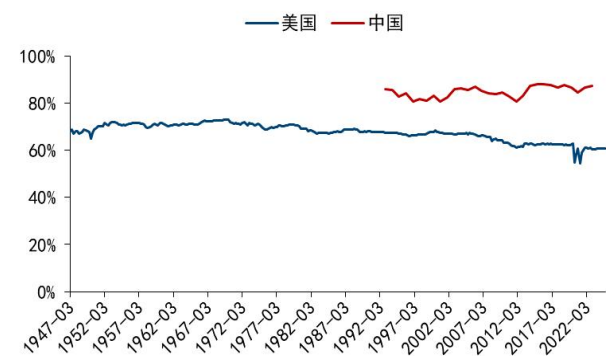
综合来看，通缩表面上让消费者以更低的价格购买商品和服务，但实际上却削弱了消费者的实际购买力，并通过影响就业和收入水平，最终导致整个社会的需求萎缩。

图2：通缩带来就业压力



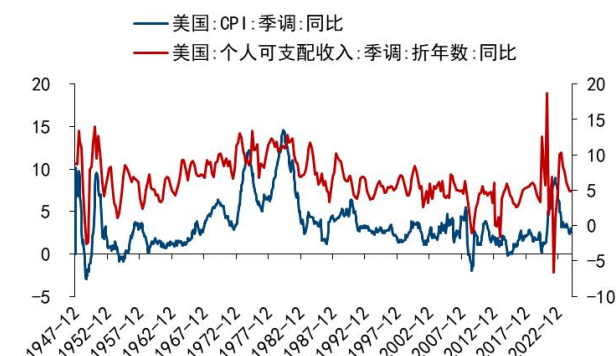
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中美两国劳动者报酬占居民可支配收入比重



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：美国 CPI 与可支配收入呈现高度正相关关系



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

（2）创新的时间成本

众所周知，创新需要时间，更需要投入。特别是伴随经济社会发展，创新的复杂程度越来越高，使得研发周期不断拉长，研发投入也不断增加。这里，我们不妨

看两个例子：

一是全球主要战斗机的例子，从大的趋势来看，全球主要战斗机从正式立项到首飞耗时整体不断拉长。在二战期间，诸如美军 P-47 等主要机型从立项到首飞耗时不足一年。而现今美国空军的明星机型 F22，早期研发可以追溯至 1971 年，1986 年，洛克希德制造原型机的合同，至 1997 年方才首飞。实际上，考虑到现当代战斗机设计制造的复杂性，研发的时间被大大拉长了。

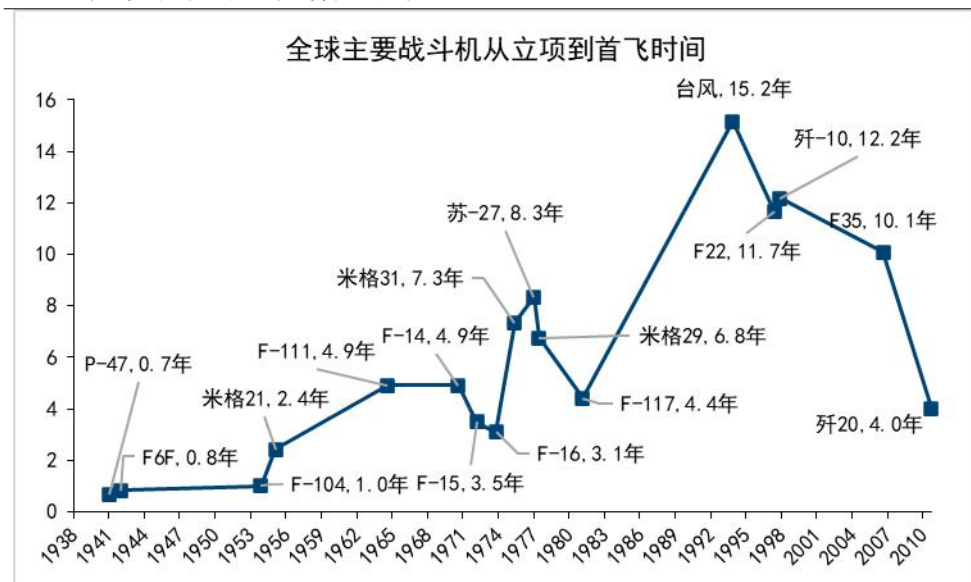
二是新药的研发投入和研发时间也大大拉长。从投入规模上看，Tufts 药物发展研究中心（CSDD）发布的一项关于新药开发成本的研究报告测算发现，处方药推向市场的成本已经达到了 26 亿美元，较 70 年代上升超过 10 倍，即使考虑通胀因素，研发投入实际膨胀仍超过 2.5 倍。从研发时长看，研究也指出，药品研发从化合物合成到新药申请（NDA）批准的时间显著增加，从 20 世纪 60 年代的平均 7.9 年增长到了 90 年代的 12.8 年。

通缩使得长期投资的时间成本上升，长周期的投资和研发工作变得得不偿失。通缩环境下，物价水平持续下降，货币的购买力不断增强。这意味着在未来某一时刻完成的创新成果，其价值会因为物价下降而被削弱。

在这样的背景下，创新的时间成本问题愈发凸显。一方面，研发周期的延长和成本的增加使得企业在通缩环境下对长周期项目望而却步。另一方面，通缩环境下资金的稀缺性和融资难度的增加，进一步限制了企业对创新的投入意愿。

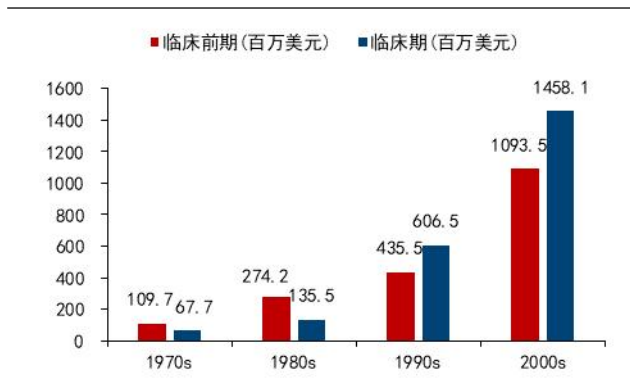
因此，通缩不仅削弱了创新的经济激励，还可能抑制创新生态系统的活力，最终导致创新动力不足，延缓经济的转型升级和社会进步。

图5：全球主要战斗机从立项到首飞时间



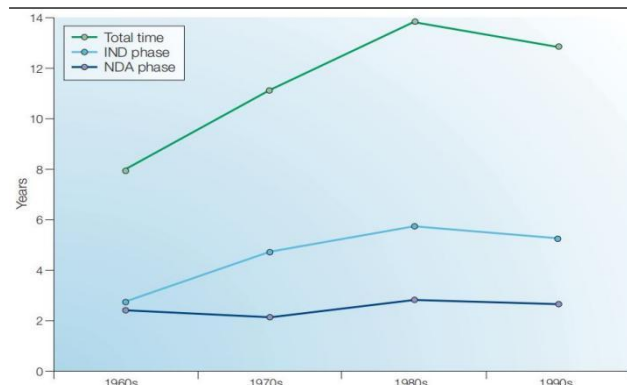
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 新药的研发费用不断上升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 研发时间也有所拉长



资料来源: Dickson, Michael and J. P. Gagnon. "Dickson M, Gagnon JP Key factors in the rising cost of new drug discovery and development" (2004)、国信证券经济研究所整理

产能周期与通缩

弗里德曼那句人人知晓的名言称“一切通胀都是货币现象”。与之相对应地，似乎我们也可以使用诸如金融危机、债务通缩循环等一系列复杂的金融因素来解释通缩。但是，这里我们并不想过多强调金融和货币的因素。

反而，我们要指出的一点是，价格与其说是货币现象，不如说是供需现象。从世界产业的发展历史来看，通缩是制造业攀上顶峰后，带上王冠后所不得不面临的一个挑战。从历史来看，以美国 1929 年大萧条和日本 90 年代中期以后长期通缩为代表的两次长时间通缩过程均对应了产能达峰后的去化过程。

一战之后，美国一直是世界经济的领导力量。1914 年，美国制造业占世界制造业产出的 56%，同期德国为 16%，英国 14%。到了 1918 年，差距进一步扩大。美国产能扩张的核心代表是汽车产业。虽然早在 19 世纪末期之前，欧洲就出现了与内燃机有关的许多发明，但是，美国早在第一次世界大战前就实现了汽车工业大规模生产的起飞，并在 20 世纪 20 年代完全统治了汽车工业。它与加拿大几乎占世界卡车、小汽车和拖拉机产量的 90% 以上。而一旦需求受到诸如金融市场波动、贸易冲击等不利因素，这些产能迅速转化为价格压力。

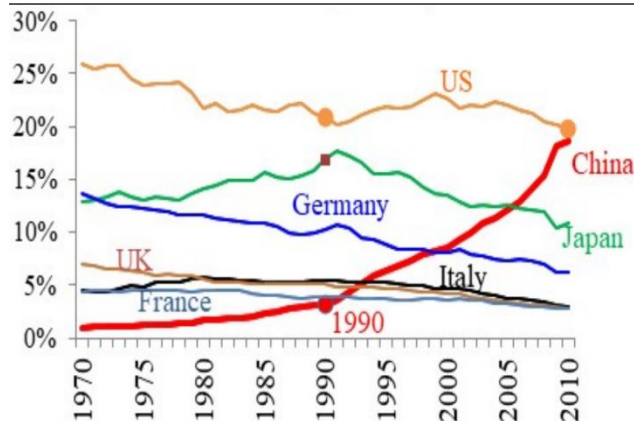
日本的情况也是类似。日本制造业生产能力在上世纪 90 年代初期达到顶峰。其家电、汽车、半导体和造船等行业都成为了全球市场的主导力量。在这一时期，日本占据了全球 35% 的汽车市场、47% 的造船市场、超过 50% 的半导体市场，而面板市场的全球占有率更是高达 94%。但是，过度膨胀的产能也埋下了后续通缩的种子。

图8: 20 世纪早期, 美国生产能力大幅扩张



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 日本制造业生产能力在 90 年代早期达到顶峰

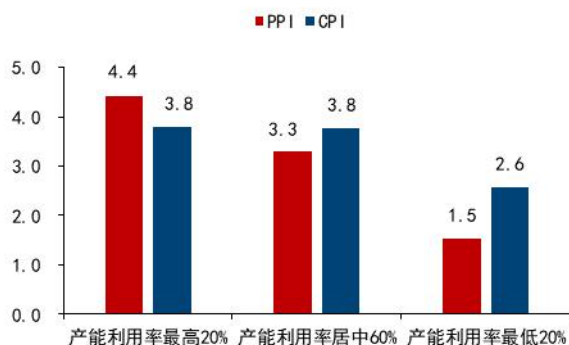


资料来源: A. Richard Baldwin, and T. O. B. "GVC journeys: Industrialisation and deindustrialisation in the age of the second unbundling." Journal of the Japanese and International Economies 52(2019):53-67.、国信证券经济研究所整理

实际上, 价格往往与产能因素高度相关。从美国和中国的经验来看, 逻辑上讲, 当产能利用率相对较高时, 产能相对需求不足, 价格易上难下, 更容易出现通胀情况, 反之, 当产能利用率较低时, 通缩的压力相对更大。

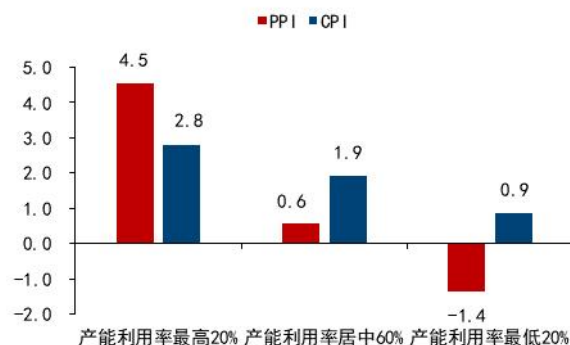
从美国及中国的历史经验来看, 无论以 CPI 还是以 PPI 来衡量, 价格中枢确实与产能所处阶段高度相关。统计上看, 当产能利用率处于最高的 20% 阶段时, 对应价格水平往往较高, 而当产能利用率偏低时, 则价格同比水平相对较低甚至通缩。

图10: 美国产能利用率与对应 CPI、PPI 水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 中国产能利用率与对应 CPI、PPI 水平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

那么, 产能过剩的情况需要多久才能缓解呢?

对于这一问题, 我们不妨诉诸大数定理, 相信过往历史带给我们的经验。

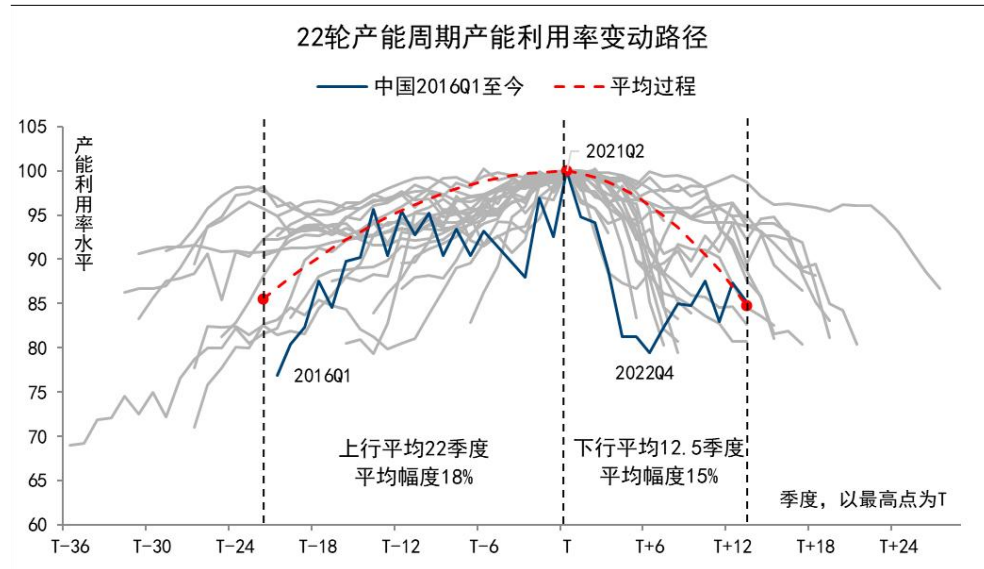
这里, 我们研究了美国、日本、德国、法国、韩国和中国等六个国家的 22 个产能周期产能利用率, 标准化 (周期最高点产能利用率统一为 100) 后对持续时间和波动幅度进行了整理总结, 发现:

(1) 在产能周期上行阶段, 上行平均持续时长 22 个季度, 最长持续时长 37 个季度, 最短上行时间 8 个季度; 平均上行幅度 18.0%, 最大上行幅度 49%, 最小上行幅度 8%;

(2) 在产能周期下行阶段，下行平均持续时长 12.5 个季度，最长持续时长 27 个季度，最短持续时间 6 个季度；平均下行幅度 15.3%，最大下行幅度 21.5%，最小下行幅度 6.7%。

上述这些历史经验，或许有助于我们建立在通缩问题上的一个历史坐标，寻找某一阶段所处的周期位置，从而做出一个恰当的判断。

图12: 22 轮产能周期产能利用率变动路径



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032