

经济，从幼儿园说起

核心观点：

1.经济万象，人为本。人，既是供给，也是需求。各界有所共识的，似是人口老龄化和少子化的趋势，及其引致的潜在增速向下的“重力”。但我们未必知晓的是，这是否必然意味着价格和预期的持续下行？逆周期政策是否应该，或者如何抵抗如此“重力”？

2.人口加速调整过程中，总供给和总需求自然都将趋缓。微观感知而言，供给短期具有刚性，其调整速度明显慢于需求，近期幼儿园生源困境或为例证。宏观上则体现为，各国在老龄化、少子化的加速阶段，供需矛盾使得整体价格容易出现下行压力。

3.各国都试图采取逆周期政策来弥补上述供需缺口。但国别间政策力度差异较大，从而结果迥异。那些积极抵抗“重力”、致力于现实增速与潜在水平匹配的国家，往往能较快实现物价稳定。此外，阻止房价的持续单边预期，也是摆脱物价低迷的关键要素。

4.展望未来，设备更新和消费品以旧换新等行动，叠加外需阶段性回暖，或有助于二三季度名义GDP边际抬升。但从更长维度看，整体经济若要实质性摆脱价格负增长，仍有赖于地产的真正企稳以及实际利率等总量政策，而不仅仅是局部的结构性政策。

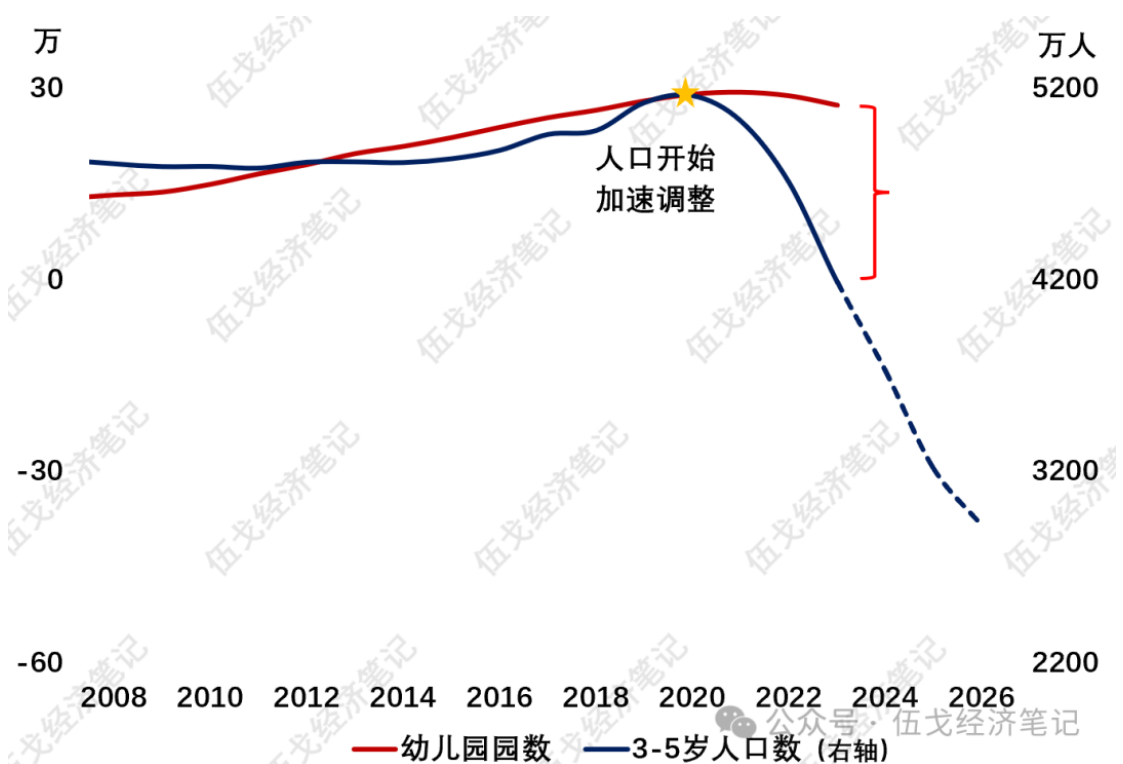
正文：

各界有所共识的，似是人口老龄化和少子化的趋势，及其引致的潜在增速向下的“重力”。但我们未必知晓的是，这是否必然意味着价格和预期的持续下行？逆周期政策是否应该，或者如何抵抗如此“重力”？

一、能否摆脱“重力”？

人口加速调整过程中，总供给和总需求自然都将趋缓。微观感知而言，供给短期具有刚性，其调整速度明显慢于需求，近期我国幼儿园生源困境或为例证，日本等也有类似经历。

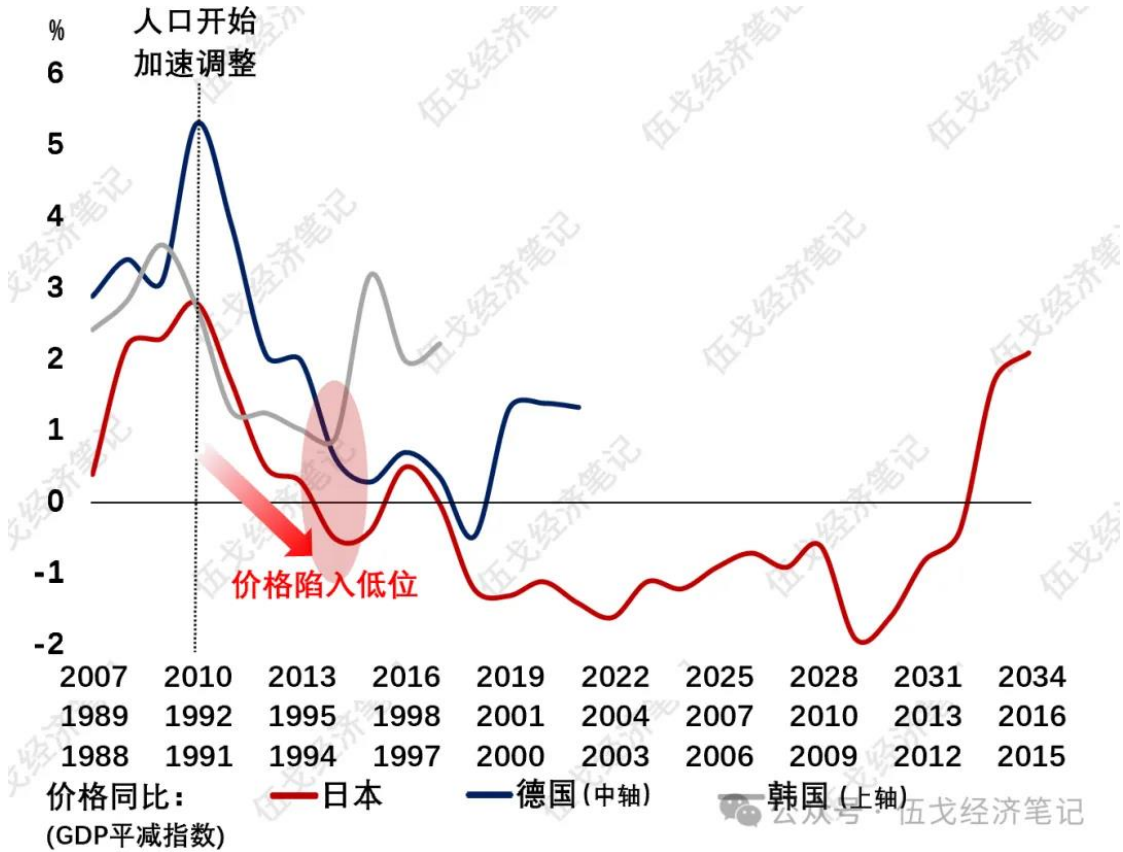
图 1.需求调整快于供给：来自幼儿园的例证



来源：WIND，笔者测算

宏观层面，各国在老龄化、少子化的加速阶段，供需矛盾使得整体价格容易出现下行压力。对比日本、韩国、德国相似时期，我国出生率下降与老龄化抬升速度更快，供需矛盾可能会更突出。

图 2. 需求调整快于供给：来自物价下行的证据

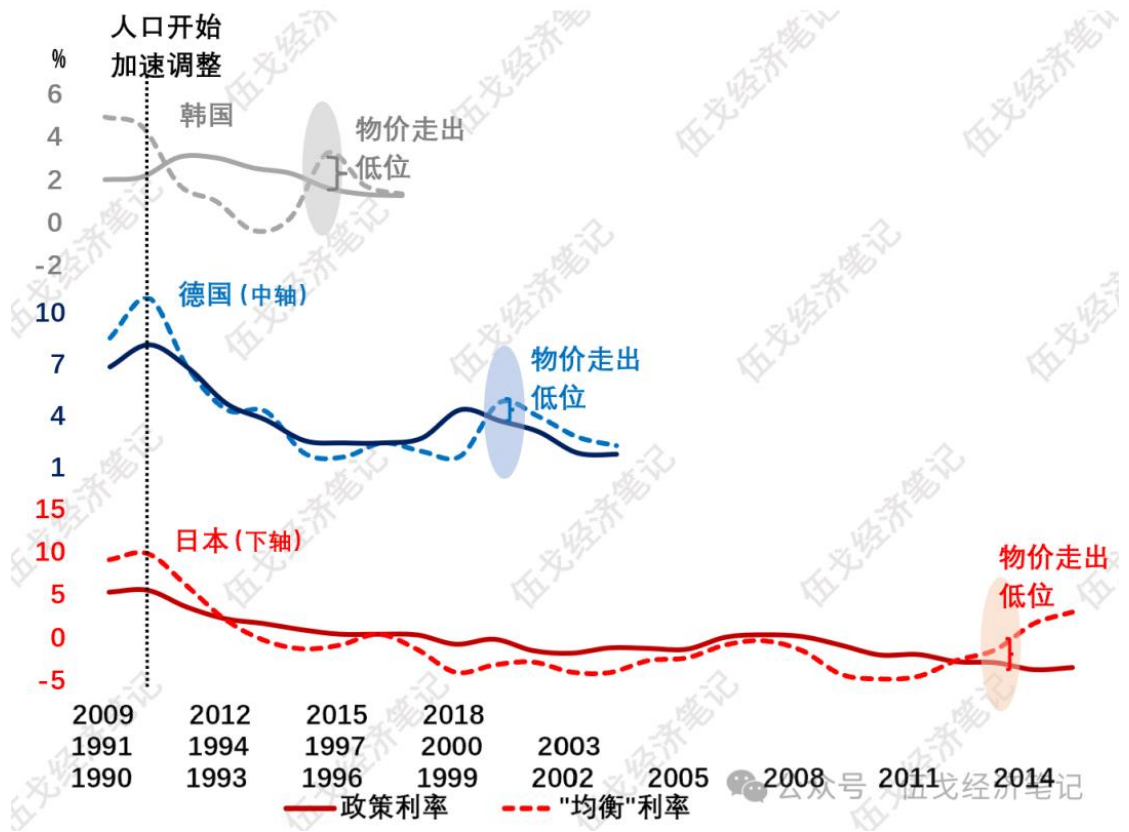


来源：WIND，笔者测算

二、如何抵抗“重力”？

各国都试图采取逆周期政策来弥补上述供需缺口。但国别间力度差异较大，从而结果迥异。人口加速调整后自然利率下降，意味着需要总需求政策更加显著对冲人口对经济造成的拖累。那些积极抵抗“重力”、致力于现实增速与潜在水平匹配的国家，往往能较快实现物价稳定。

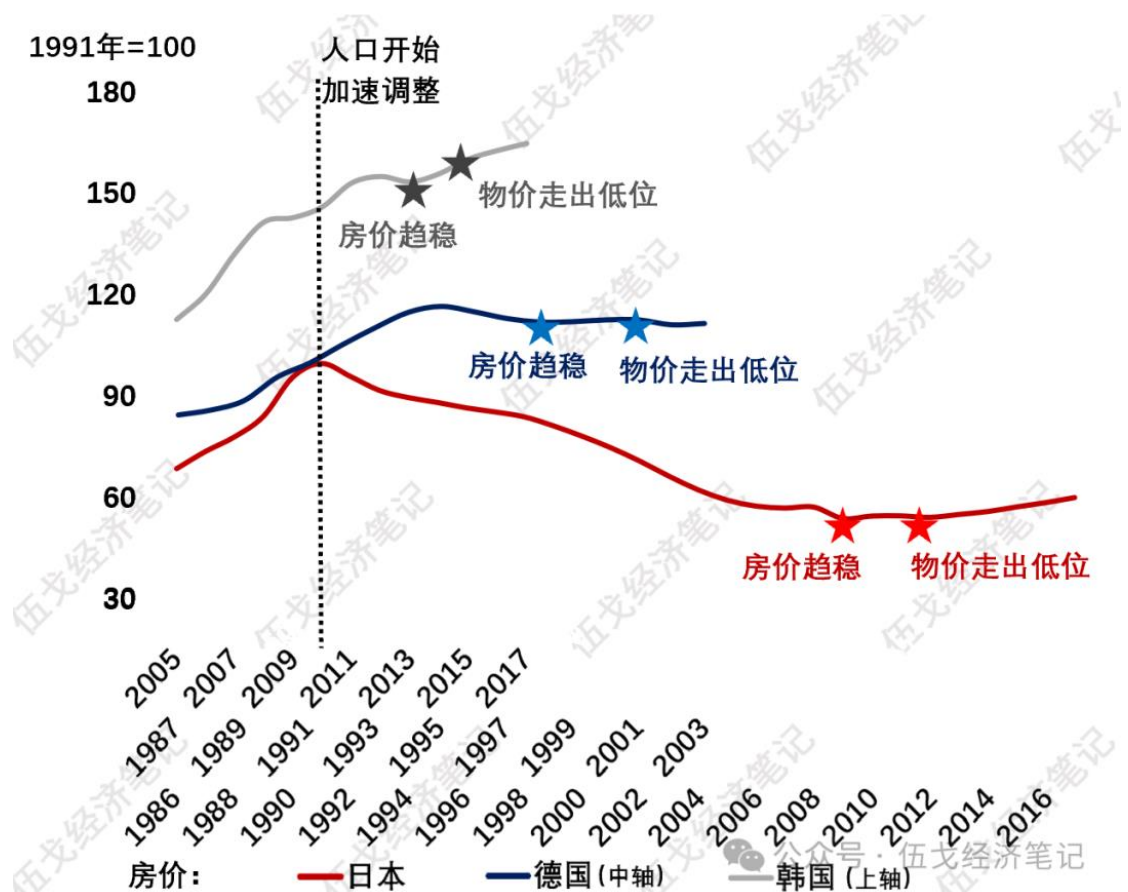
图 3. 抵抗“重力”：各国的差异



来源：CEIC, IMF, Krippner (2013), WIND, 美联储, 日本央行, 笔者测算
 注：均衡利率按产出缺口和价格决定的泰勒规则拟合。

阻止房价的持续单边预期，也是摆脱物价低迷的关键要素。国际经验显示，房价往往先于整体物价企稳。这不仅源于房地产在国民经济中的重要拉动作用，还在于其在居民存量财富、银行抵押品的占比较大，其资产价格属性对于微观主体的预期十分关键。当然，外需改善有助于名义 GDP 阶段性抬升，却难带动整体价格走出低位（如：德国 1998 年、日本 2000 年、韩国 2013 年等）。

图 4. 阻止房价单边预期：为何重要？



来源：OECD，笔者测算

三、基本结论

一是人既是供给，也是需求。在人口加速调整过程中，总供给和总需求自然都将趋缓。从微观感知而言，供给短期具有刚性，其调整速度明显慢于需求，近期幼儿园生源困境等或为例证。宏观上则体现为，供需矛盾使得各国整体价格容易出现下行压力。

二是各国都试图采取逆周期政策来弥补上述供需缺口。但国别间政策力度差异较大，从而结果迥异。那些积极抵抗“重力”、致力于现实增速与潜在水平匹配的国家，往往能较快实现物价稳定。此外，阻止房价的持续单边预期，也是摆脱物价低迷的关键要素。

三是展望未来，设备更新和消费品以旧换新等行动，叠加外需阶段性回暖，或有助于二三季度名义GDP边际抬升。但从更长维度看，整体经济若要实质性摆脱价格负增长，仍有赖于地产的真正企稳以及实际利率等总量政策，而不仅仅是局部的结构性政策。

风险提示：房地产非线性调整。

【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。

高童、曹海巍、俞涛：长江证券研究员。

【近期研究】

- 1.经济，寻变，2024 年 4 月 7 日
- 2.量价皆经济，2024 年 3 月 26 日
- 3.经济的期许，2024 年 3 月 16 日
- 4.市场低估了什么？，2024 年 3 月 6 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