



中国简报-2012年10月份

目录:

中国会像日本那样进入通货紧缩吗?

日本	1-2
中国	2-5
尾注	6-7

中国会像日本那样进入通货紧缩吗?

日本

不久之前，日本成为世界的经济强国。在二十世纪 60 年代和 70 年代，日本通过在汽车、钢铁、造船、化工和电子工业等重工业领域的快速扩张实现了经济的大幅增长。在二十世纪 70 年代期间，日本的国民生产总值（GNP）位居世界第二位，仅次于美国；1990 年，日本的人均国民生产总值（GNP）位居工业化国家中的首位。²

由于在二十世纪 70 年代和 80 年代日本经济继续增长，除在二十世纪 80 中期出现了温和的经济衰退外，它们的经济利益从农业、制造业和采矿业转移到电信、计算机和加工为重点的信息经济。² 在此期间，房地产被极度高估。1989 年，东京银座区域的价格达到了 150 万美元/平方米。房地产价格急剧飙升并趋于失控。之后，在 1992 年，日本进入了经济衰退和通货紧缩时期，在该期间由于通货膨胀率降至 0% 以下，商品和服务的价格出现下降。

有些人认为通货紧缩是一件好事情，因为价格下降了。但是通货紧缩实际上不好，由于货币价值下降，消费者获得的每货币单位的价值就会越来越少。商品和服务的生产也变得不那么有利可图，并使商业的整体收益降低。在通货紧缩期间公司会趋向于减少采购量，因为它们不知道它们供应商的价格最终会低到什么程度，以及它们产品的价格会下降到什么程度。⁹





日本银行（BOJ）和日本政府试图通过将利率降至接近于零来消除通货紧缩，但这个努力失败了。后来政府逐渐意识到必须改变它们以出口为主导的增长模式，以便顺应当前的世界市场情况。但是这些努力都收效甚微。2008年，日本中央银行仍然维持了发达国家中的最低利率，但是通货紧缩还是没有得到消除。^{2, 3} 日本现任首相野田佳彦誓言要使他的国家摆脱漫长的通货紧缩并回到通货膨胀式的增长模式上来。为实现这个目标，首相野田佳彦通过日本银行（BOJ）开展了很多工作并将国家目标设定为实现1%的年通货膨胀率。为了建立通货膨胀，日本银行（BOJ）正在加大购买政府国债，试图带来经济和财政刺激作用。即使有这些努力，日本银行（BOJ）并不认为通货膨胀会在2014年前实现。¹²

中国

中国经济的迅速增长在很多方面与日本经历的增长相似。不久以前大多数人认为中国经济过热，并且通货膨胀已经失去控制。⁴ 尽管在最近几年中国政府就已经着手将国家从以出口为主导的增长模式转变为基础设施投资的模式，很多地方仍然没有真正实行。它们继续坚持制造业和出口，因为中央政府试图实行一个以消费者为主导的模式，政府将发挥较小的作用。在以消费者为主导的模式中，服务将对制造业发挥主导作用。¹

在这个向以消费者为主导的模式过渡转型中，银行受到了很大的影响，

盈利出现下降。在前几年，随着制造业的飞速发展，银行贷款的数量猛增。在2006年到2009年期间，根据国际货币基金组织的朱民介绍，中国的贷款翻了一番，几乎为国内生产总值（GDP）的两倍。这与今天的情况形成了鲜明对比，现在对货币的需求已经大幅下降。例如，2012年5月，中国的四大银行放出的贷款为2530亿元人民币，而2012年6月放出的贷款仅为1900亿元人民币。³

政府给出的一个解释是这个过渡的经济增长已经使经济增率从去年的9.2%放缓到6.8%。出口增长和固定资产投资也有所放缓。目前多个行业的产值超出了销售量，存货出现了堆积。国家工业部门的利用率低，出现大量过剩产能。瑞士联合银行（UBS AG）预测指出，考虑到疲弱的出口，全年的GDP增长将为7.5%。¹¹

随着库存的快速增加，法国兴业银行的艾伯特·爱德华兹认为将出现大批过剩商品进入国际市场的危险。如果出现这种情况，这可能会增加世界其他地区的通货紧缩压力。此外，中国消费者价格在过去三个月中已经下降，生产商价格在过去四个月中已经下降。尽管通货紧缩是局部性的，经济还没有受到全面影响，但是中国的老龄人口以及过剩的工业产能可能会导致国家更快面临通货紧缩的局面。³

很多人希望政府推出一项大规模经济刺激计划，类似于在2008-2009年期间推出的5860亿美元的刺激经济



的一揽子政策。¹³ 除了放宽对首次购房者的限制外,包括对基础设施和交通进行投资。但是政府目前推迟了这项意义重大的刺激计划,部分原因是由于之前计划中遇到的浪费和坏账。其最初的反应是在 2012 年 9 月对基础设施工程进行的一笔 1574.8 亿美元的较为适度的投资。此外,今天的情形与 2009 年不同,目前的欧元区危机以及来自世界上受到经济影响的其他市场的购买力下降,都意味着对中国商品的需求的下降。政府可能会快速和果断进行应对的唯一一个方面是失业问题,因为这直接影响到国家的稳定。如果失业增加,那么政府可能会以一种更加主动的方式进行应对。由于意识到通货膨胀正趋于消失并且经济可能会进入通货紧缩期,就像日本经历的那样,在承诺额外资金前,中国政府目前正在关注各项经济指标。¹

包括世界银行在内的很多机构都认为中国通过减少纳税和刺激消费的能力可以避免通货紧缩,不是每个国家都可以实行减少税收和刺激消费。此外,很多人认为中国的通货紧缩可能实际上是反通货膨胀。反通货膨胀是通货膨胀率的放缓,但是不被认为是通货紧缩。这种说法最近体现在 2012 年 7 月:当时消费者物价指数 (CPI) (消费者价格指数 (CPI) 是通货膨胀的一个关键指标) 增长率增长到 1.8% 并保持在通货紧缩领域之上。¹¹ 但是大多数人以为国家好像已经进入了通货紧缩期,因为国家是从之前 2011 年 7 月 6.5% 的至高点 (37 个月以来的最高) 下跌的。¹⁴ 根据来自瑞士信贷银行的中国

经济学家董涛介绍,身处这种经济环境中的公司由于公司的利润率下降以及现金流随之下降,将继续丧失他们的定价能力。

尽管如此,中国的消费价格一直是急剧和快速的变化。例如,2008 年 2 月,中国的 CPI 上升到 8.7%,然后受全球经济危机影响下降,并且在 2009 年 2 月到 10 月中的连续九个月期间出现负数。⁵ 了解了这些波动的原因对于我们评估通货紧缩的潜在性是很重要的。如果国家的 CPI 出现增长,粮食价格占用于计算中国的 CPI 的价格的三分之一,在高峰供应季节,降雨和暴雨将蔬菜价格推高 8%,并且是 CPI 增长的驱动力。此外,根据国家统计局 (NBS) 的数据,在该相同期间,猪肉价格下降了 18.7%,使 CPI 增长下降了 0.71%。由于农业生产平稳且成本增加,CPI 也如此。¹⁴

然而,很多人认为和日本不同,中国可能不会进入通货紧缩期。根据彼得森国际经济研究所的首席中国问题专家尼克·拉迪介绍,中国的通货紧缩不是即将到来的风险。相反,拉迪关心的中国的住房市场。由于房地产业务占 GDP 的 15%,住房的影响是巨大的,因为房地产影响着 40% 的经济。由于中国 1/5 的家庭拥有第二套房,这种投机性的狂热可能会回来并影响经济。但是大多数人认为房地产行业可能在至少两年内不会对经济产生重要影响。相反,最终结果最有可能是伴随 GDP 增长下降的经济放缓。⁶ 此外,野村证券的张志伟预测中国人民银行在年底



前会进行两次以上的降低利率，中国人民银行在最近两个月中已经两次降低了准备金率。这样可能会减少公司银行贷款需要支付的利息。如果你将这个情况和公共投资结合起来，工业生产应该会出现明显的增长。⁷ 此外，较低的银行利率将会帮助公司保持它们的定价能力。最可能受到影响的行业可能包括消费者常用品行业以及那些获益于资金成本的经营杠杆行业。具有较高运营资金要求的公司可能也会受到较低银行利率的积极影响。⁸

事实上，很多专家认为尽管将会出现经济放缓，对于世界的第二大经济体来说却不是世界末日。在多年的历史性增长后，大多数人期待经济将稳定在一个更加可持续的增长速度，对此也并不感到意外。以下是来自路透社的尼克·爱德华兹和姚凯文以及全球经济交叉点（Global Economic Intersection）的约翰·朗兹伯里关于很多专家认为中国将会出现放缓并且不会进入通货紧缩的原因：^{10, 17}

- CPI 为正值；
- 食品通货膨胀仍然很高，达到 6.4%，尽管较低的农业生产价格指数（PPI）可能会导致以后几个月中会出现较低的食品通货膨胀。生产价格指数（PPI）是批发层面的通货膨胀的一个主要因素；
- 根据国际标准利率仍然很高，因此还有进行货币价格调整的空间；
- 第二季度的 GDP 增长为 7.6%，尽管需要降低增长以便平衡过热的经济；

- 过去 10 年中国固定资产投资（经济扩张的一个关键驱动因素）为 20.4%，基准路透调查中的预测为 20.1%。该比例是从 25% 下降的，因为政府想降低该因素对增长的贡献，由于该因素会重新平衡经济；
- 与 5 月的 13.8% 相比，2012 年 6 月的零售比一年前上升了 13.7%。

中国经济从历史上来说已经显示出了一个非常明显的适应当前世界市场情况的趋势。此外，其历史性增长是显著的。在 2000-2010 年期间，中国经济以 10.4% 的平均速度增长，预计在 2010-2020 年期间实现 8% 的平均增长率。根据巴克莱银行的最新研究，其经济将在接下来的十年间（2020-2030 年）进一步放慢至 6% 的年率，因为政府在按照一个新的增长率进行国家扩张时将会更加谨慎。¹⁹ 然而，中国在 2023 年前后将有望成为世界上最大的经济体，取决于你读到的哪个经济预测。¹⁶

此外，经济似乎已经准备好迅速反弹，因为货币供应增长高，而经济发展在放缓。这通常导致流动性过剩。此外，在 2012 年的前六个月，根据国家统计局（NBS）的数据，国家的广义货币供应（M2）以 13.6% 的速度增长。这表明经济没有走向通货紧缩期，而是仍然会以较慢的速度增长，工业生产会出现下降以及预期利润会出现相应下降。¹¹



并非一切都在中国的控制中,海外需求的下降,政府支持政策的减少以及增加的房地产限制,已经对工业部门产生了影响。加上劳动力成本的增加,从而导致全球竞争力的增加,这些是当今中国在实现从制造和出口到以消费者为主导的经济的转变过程中所面临的挑战。¹¹

除了政府的基础设施投资以及最近两次下调利率外,政府已经放宽了银行规则并允许银行将借款成本削减额外的 30%。与 2008 年的突然崩溃不同,目前的经济衰退较为平缓,任何重大的政府政策变化可能会导致房地产销售和价格的上升,这就是政府两年来一直努力控制的事情。

路透社在其 4 月份的共识调查中预测中国在 2012 年的增长率将会达到 8.4%。亚洲开发银行降低了 2012 年的增长预期,但是仍然在 2012 年 7 月预测中国 2012 年的全年增长将会达到 8.2%,比国际货币基金 8% 的预测稍高。中国政府已经将它们最初的增长目标从 8% (该增长目标是他们已经在 2005 年以来设定的) 降低为 7.5%。^{17, 19}

中国也要求地方和省级政府与国家目标保持一致。根据高盛集团公司在香港的首席亚太事务经济学家迈克尔·布坎南的介绍:¹⁸

增长目标是指政府期望的最低水平,也是向地方官员发出的他们不应该只是关注扩展速度的信号。中国的趋势增长率正在下降,但是仍然高于这个目

标, 大约为 9% 左右。

中国正处于从依赖出口和有利于消费的资本支出的转型过程中。在国家总理温家宝的讲话中,总理指示国家需要转向一个更加可持续发展和高效率的经济模式,实现“更长时期,更高质量的发展”。此外,他强调政府将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。政府在财政和货币政策方面的积极作用可以从他们在 2010 年 10 月至 2011 年 7 月期间进行的五次提高利率看出,旨在减缓通货膨胀,之后他们在 2012 年在三个月内第二次降低了银行的准备金要求从而促进贷款和保持增长。¹⁸

与日本不同,中国已经及早解决了这个问题,避免进入通货紧缩期。不管现有预测如何,看上去似乎是一个稳定的经济增长,大多数经济学家认为中国经济将会以更加可持续发展的速度稳定向前发展,并且通货膨胀的可能性会消失。^{11, 17} 与日本不同,中国具有更多可以支配的经济工具,看上去能更好地解决目前的经济问题,以及采取有效的改进措施,并且在朝着成为世界第一经济体发展的过程中最终实现可持续的增长。



尾注:

1. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9d0a68e6-f11b-11e1-b7b9-00144feabdc0.html#axzz24u0FclnM>
2. http://en.wikipedia.org/wiki/Economic_history_of_Japan
3. <http://blogs.telegraph.co.uk/finance/ambroseevans-pritchard/100018475/china-heads-for-a-deflationary-shock/>
4. <http://blogs.the-american-interest.com/wrm/2012/07/09/deflation-coming-to-china-brace-yourself-america/>
5. <http://blogs.marketwatch.com/thetell/2012/06/14/disinflation-in-china-feels-like-deflation-says-economist/>
6. <http://www.businessweek.com/articles/2012-07-09/chinas-deflationary-threat>
7. <http://www.forbes.com/sites/afontevvecchia/2012/07/09/despite-deflation-china-is-set-to-rebound-strongly-on-easing-and-stimulus/>
8. <http://investmentwatchblog.com/chinas-deflationary-growth-threatens-profit-hard-landing-for-earnings-watch-for-more-rate-cuts/>
9. http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/subjects/d/deflation_economics/index.html
10. <http://econintersect.com/b2evolution/blog2.php/2012/06/11/could-deflation-come-to-china>
11. <http://www.asianewsnet.net/home/news.php?id=36423&sec=2>
12. <http://online.wsj.com/article/SB10000872396390444358804578015651997380798.html>
13. <http://chineseculture.about.com/od/thechinesegovernment/a/Chinastimulus.htm>
14. http://news.xinhuanet.com/english/china/2012-08/09/c_131772289.htm
15. http://news.xinhuanet.com/english/china/2012-07/25/c_131736344.htm



16. <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/9540444/India-will-become-worlds-biggest-economy-in-less-than-40-years.html>
17. <http://www.reuters.com/article/2012/07/13/us-china-economy-gdp-idUSBRE86C04220120713>
18. <http://www.bloomberg.com/news/2012-03-04/china-targets-7-5-growth-this-year-as-european-debt-crisis-slows-exports.html>
19. <http://www.cnbc.com/id/49160044>

艾伦·乐富勤 大卫·道奇

© 2012 Thornhill Capital 版权所有



Thornhill Capital 提供现场尽职调查；国际财务报告准则、美国公认会计准则、中国会计准则和香港会计准则合规性的财务重建账；审计准备和审计程序管理；内部控制的设计和测试；中国税务报告对审计后财务报告的调节；双语首席财务总监；翻译服务；以及为世界各地企业提供各种其他会计、合规性和行政管理服务。

有关所有服务的详细信息请参见网站：www.thornhillcapital.net

本刊物是反映 **Thornhill Capital** 的个人意见，仅供参考。本刊物的目的不是为了传达任何法律，会计，或投资建议。在没有事先咨询律师、投资顾问、注册会计师或其它相关专业人士的情况下，此处的信息不应使用或依赖于任何特定方面的事实或情况。