

[2009.04.30]

## 中国经济：通胀离我们尚远

|                      |                        |                     |
|----------------------|------------------------|---------------------|
| ✉ 李迅雷                | 王虎                     | 吕春杰                 |
| ☎ 021-38676523       | 021-38676011           | 021-38676051        |
| ✉ lixunlei@gtjas.com | wanghu007633@gtjas.com | lvchunjie@gtjas.com |

## 本报告导读：

- 产能过剩背景下，货币量不再是决定物价变动的唯一因素，年内应无通胀压力。

## 摘要：

近来投资者对于未来一个时期的经济走势出现了巨大分歧，这种分歧主要表现为对经济在未来 2-3 个季度是继续通缩还是会反转为通胀的争论。

全球主要央行共同扩张货币供给是持有通胀观点的主要依据。根据历史经验来看，货币供应扰动的确是驱动物价变化的主要原因，从中国来看，M1 增速与滞后六个月的 CPI 变化走势基本一致，如果这一规律在当下仍然成立，那么从今年 1 月份 M1 增速开始扭转的事实我们可以推断 CPI 走势应该在年中将会发生扭转。但我们认为物价走势的这种扭转并不意味着通胀的到来。

从历史经验来看，产出缺口是货币作用于物价的一个约束条件。当经济处于产出缺口为负的区域时，经济处于产能过剩状态，在这种背景下，货币供应变动虽然能引起物价水平的波动，但是总体来看，经济会处于通货紧缩状态。

事实上，从 80 年代起，中国的每次通胀都发生在经济上升周期的中后期，而目前我们面临的是经济下行周期的早中期，对应的也应该是通缩。

为了应对通缩，我们建议应该减少与就业增加关联度不大的公共投资项目，或减少难以带动私人部门投资的公共投资项目，把多出来的钱用于增加与居民收入和私人投资关联度大的支出，如发放消费券、提高贫困人口补助标准等。

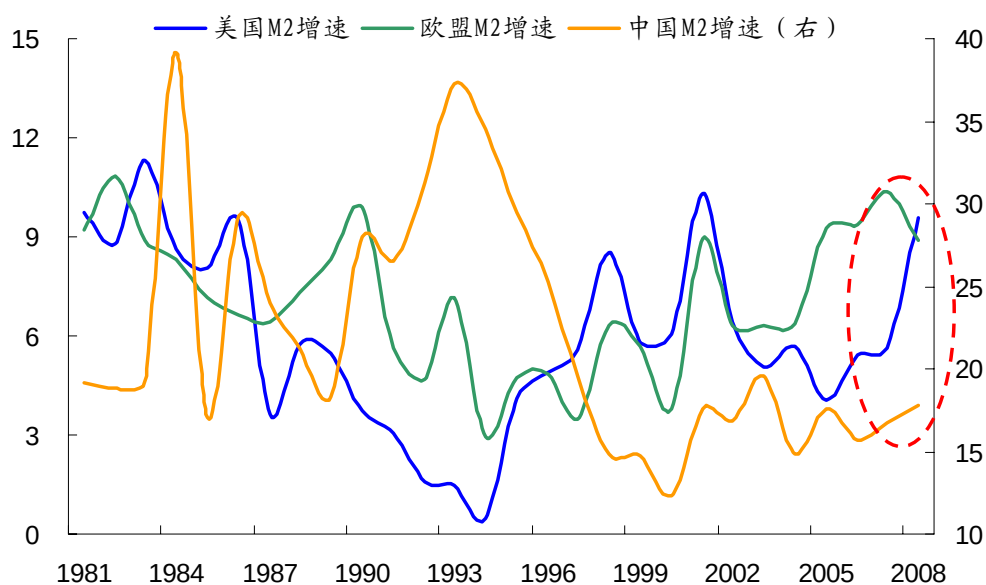
## 相关报告

- 走出 GDP 崇拜——反思中国经济增长的质量 (09.04.13)
- 加杠杆化：或能让中国率先走出谷底 (09.04.07)
- 美国经济：即便见底又如何 (09.04.02)
- 保增长与扩内需之间量化分析 (09.03.25)
- 缺乏效益的增长模式下更需注重草根研究 (09.03.13)
- 用“广义流动性”来评价经济质量 (09.03.10)
- 做好低端：中国同样能崛起 (09.02.12)
- 中国能否摆脱土地困局 (09.01.21)

引言：目前大多数人都产生了通胀的担忧，原因在于全球都在扩大货币供给。央行自 08 年降息以来，一直强调通胀的潜在威胁。从长远看，物价总是上涨的，股市也总是上涨的，因此，说未来要通胀没有意义。集体误判的最大缺陷在于用当月或者当季的数据去预测未来，给现在太大的权重，犯了统计学上的错误。对我们来讲，有商业价值的是要确证通胀离我们有多远。

近来人们对经济的看法上出现了两种截然不同的观点：一种是担忧通胀，认为央行采取了与美联储类似的做法，即大量投放货币，既然通货膨胀是一种货币现象，那么，货币发多了，通胀就要起来。而另一种观点是认为中国经济正面临通缩的压力，因为全球经济都已经处于周期性下行过程中，中国最近几个月无论是 PPI 还是 CPI 都是负数，如果未来依然保持这个态势，那么就是通缩了。这两种观点看似都有一定道理，但历史上好像很少见到面对同一个经济态势而形成两种完全相反观点。还有人把这两种相反的观点进行融合——“短期看通缩，长期看通胀”，但问题是短期究竟多短，长期到底有多长，如果说短期会持续一两年，那也就意味着步入了通缩时代，如果说从明年起就将开始通胀，那就是没有通缩可言了。

图 1 全球货币供应量  
维持高位



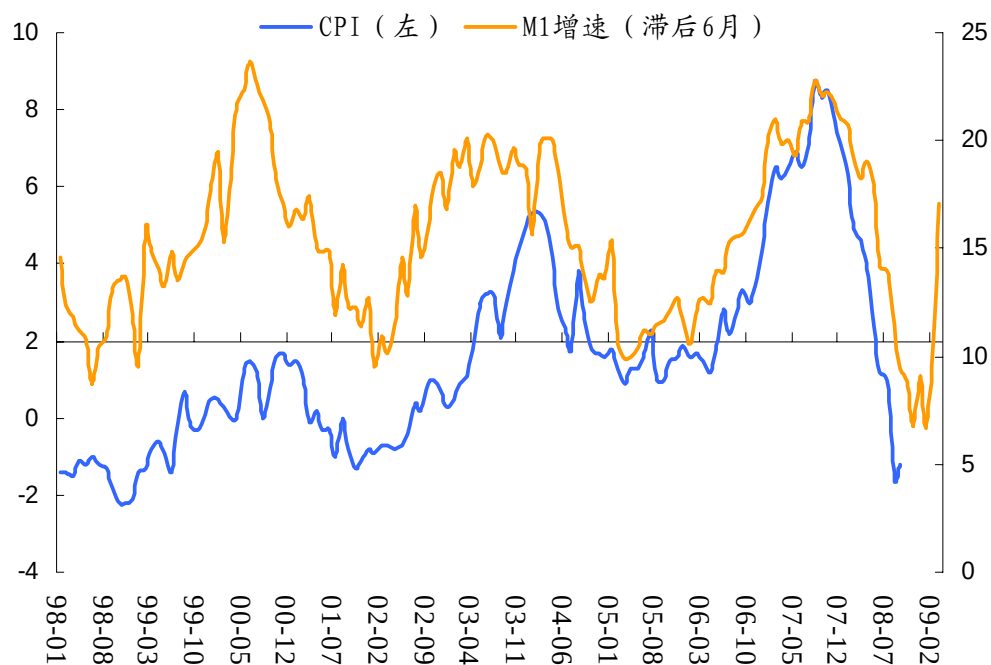
资料来源：CEIC、国泰君安证券研究所

究竟孰是孰非，我们不妨先来分析通胀与货币投放之间的关系。弗里德曼的著名论点“通货膨胀总是一种货币现象”是被引用得最多最广的经典语句，所以，人们也就习惯于把货币投放与通胀联系起来，但弗里德曼并没有说货币发多了必然导致通胀。事实上，中国在过去三十年来一直保持 M2 的高速增长，M2 的年均增长率为 21.8%，而同期 GDP 年均增长率为 9.8%，CPI 年均涨幅为 5.7%，因此，中国的 M2 的年均增长率比 GDP 与物价年均增长率之和平均高出 6.3 个百分点。按照西方的经济运行规律来看，M2 增长率基本上等于 GDP 增长率加上 CPI（两者之和约等于名义 GDP 增速），但中国 M2 的增速却在大多数年份远远高于名义 GDP 增速，这意味着中国在货币增量巨大的情况下，没有发生通

胀，这种现象被称之为“中国之谜”。既然过去货币发多了未必引起通胀，那么，本次广义货币增速的上升，凭什么说一定会引起通胀呢？

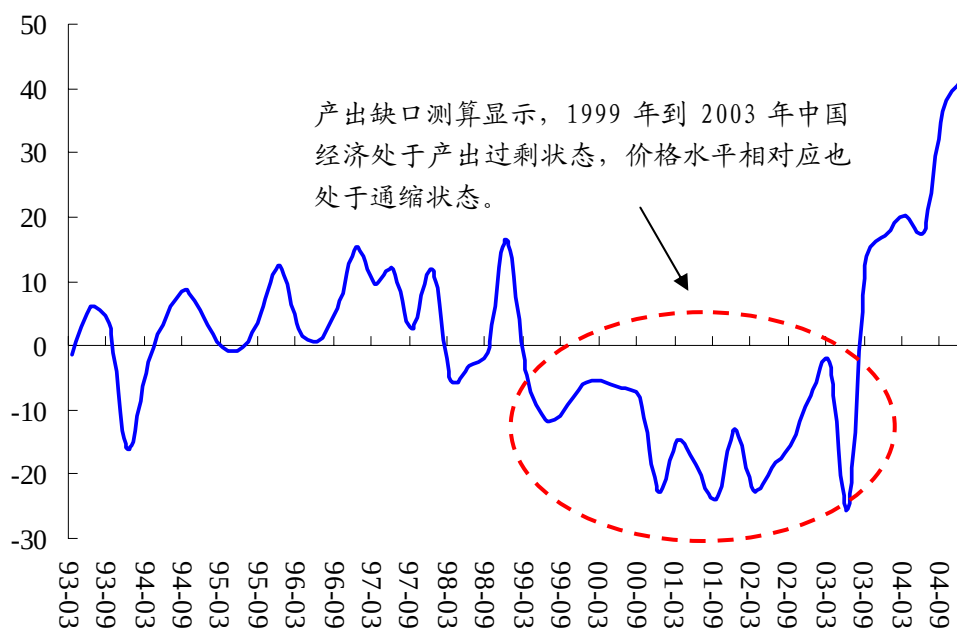
再来观察 M1 与物价走势的关系，我们从中国经济过去 10 年发展历史可以观察到 M1 的变化能够较好的解释物价的变化，物价变化大约滞后 M1 增速变化 6 个月左右。如果这个规律在当前的环境下仍然成立的话，意味着在 M1 增速趋势扭转后半年左右，物价走势也会发生变化，即 2009 年 6 月份左右物价的下跌走势会得到扭转。我们要问的是，物价走势的这种扭转是否就意味着通胀的到来。物价变化是观察通货膨胀的一个窗口，一般来说 CPI 保持在 2-3% 的增速可视为温和的通胀，CPI 增速高于 5% 时就是比较严重的通胀了。观察 1998 年后中国的物价走势，我们可以发现，即使从 1999 年初开始货币扩张，CPI 指数也于 99 年中开始上升，但直到 2000 年初 CPI 才上升到零以上，而且 M1 虽然经历 18 个月的持续扩张，但 CPI 始终没有上涨到 2% 以上，而随着 M1 增速的再次下降，物价很快又滑落到零以下，直到 2003 年初才逐渐走出通缩。分析这一段历史，我们可以发现，货币供应的快速扩张并不必然引起通货膨胀。实际上描述货币量与物价关系的货币数量理论的一个前提假设就是经济增长处于充分就业水平，而当经济体处于供过于求或产能过剩状态时，货币供应量就不再是决定物价水平的唯一因素了。实际上，观察 1999 年以来的中国经济增长状态可以发现，中国经济从 1999 年 1 季度到 2003 年 2 季度基本处于产出缺口为负的区间，也即处于产能过剩状态，在这种背景下，货币供应变动虽然能引起物价水平的波动，但是总体来看，经济是处于通货紧缩状态的。

图 2 中国 M1 增速与 CPI 走势



资料来源：WIND、国泰君安证券研究所

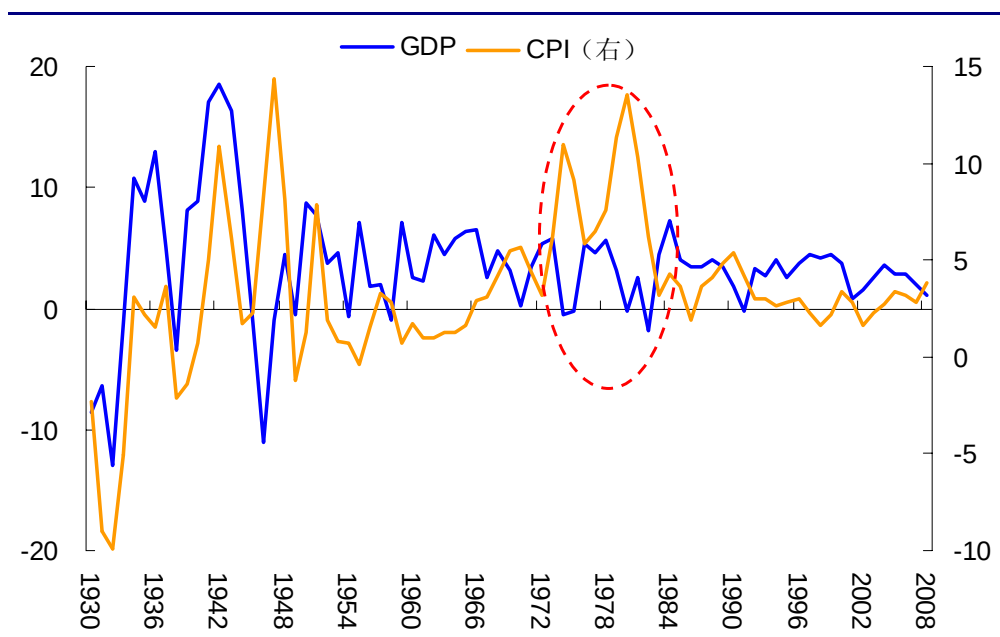
图 3 中国的产出缺口  
(1999-2003), 单位:  
10 亿元



资料来源: WIND、国泰君安证券研究所

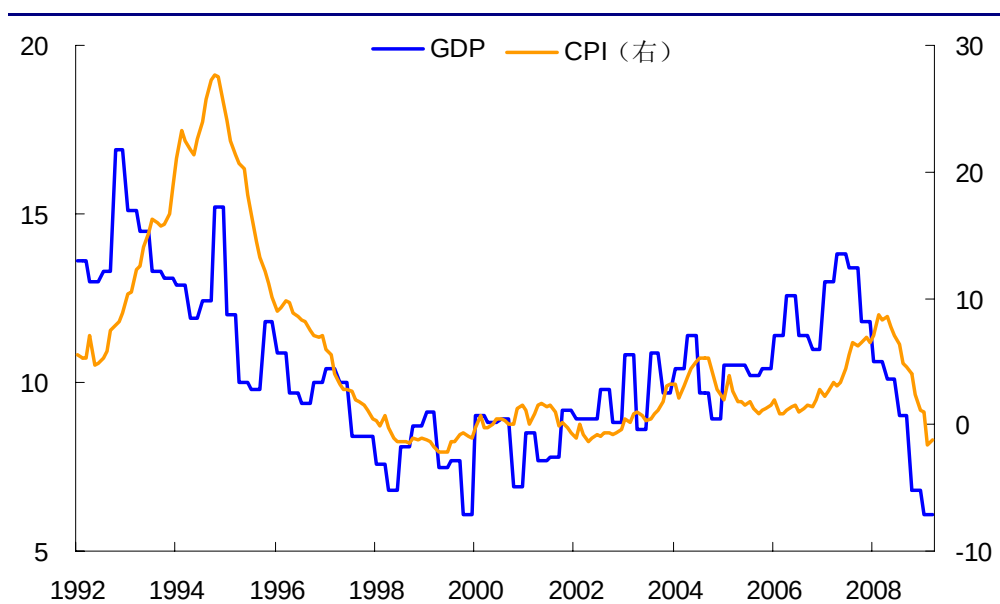
一般而言, 通胀往往伴随经济和就业的增长, 通缩则源于经济衰退和就业萎缩, 但上世纪 70 年代西方主要发达国家先后出现了“滞胀”现象, 也成为经济下滑与通胀共存的典型案例 (美国情况见图 3)。关于滞胀的成因众说纷纭, 尚无完美的理论进行解释, 我们认为经济真实周期的下行和政策的变化是导致其发生的根本原因。70 年代初, 后战争刺激作用和第四次科技革命的推动渐渐消退, 经济结构性问题积重难返, 而布雷顿森林体系崩溃后, 数量宽松型货币政策代替了非数量宽松型货币政策。这种在调节利率无法有效刺激货币需求的情况下强行增加货币供给的方式一方面造成了通货膨胀, 另一方面利率变化无法影响投资、消费决策的事实没有得到实质性改变, 因此经济陷入停滞。事实上, 当时美国的供给曲线与古典主义类似 (垂直于充分就业产量), 单纯地拉动总需求不会扩大总产出而只会推高产品价格, 而目前国内的情况则显然不同。如果我们对过去 30 年中国历次通胀与 GDP 增长之间做一相关性分析, 就会发现 30 年中我国共发生了四次通胀, 而每次通胀都发生在经济上升周期中, 而且, 只要是 CPI 单月涨幅超过 8% (见图 2) 的, 就意味着经济上升周期的结束。因此, 中国至今为止还没有过在经济下行周期中发生通胀的情况。

图4 美国 GDP 增长率与 CPI



资料来源：WIND、国泰君安证券研究所

图5 中国的 GDP 增长率与 CPI  
(1992-2009)



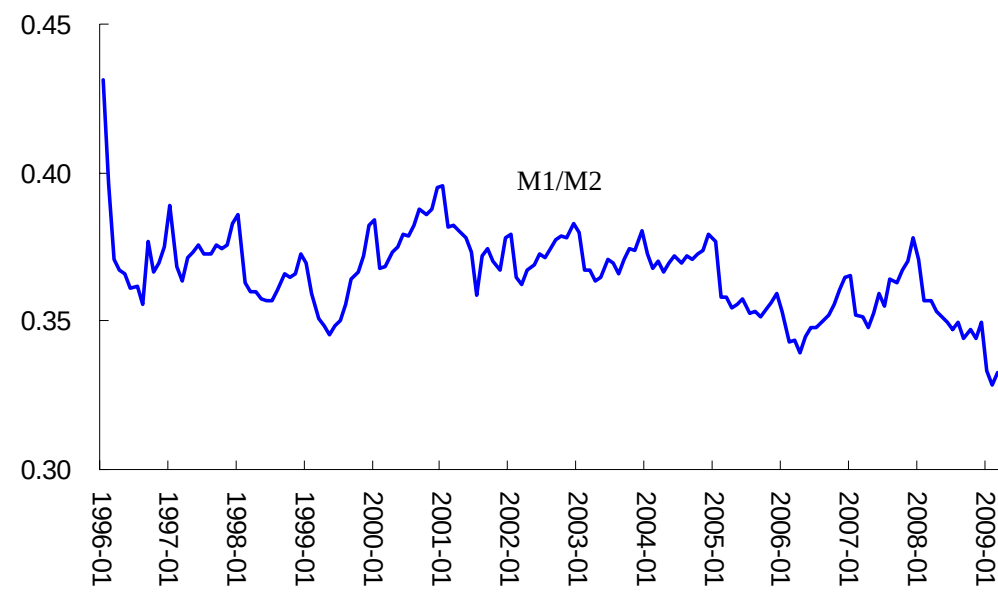
资料来源：WIND、国泰君安证券研究所

那么，如何来理解巨额新增贷款的冲击效应不大呢？首先，在前一季中，新增的 4.58 万亿元信贷中，有 1.48 万亿是属于票据融资的，或是为了满足企业的短期流动资金问题，其余的多数是为了与政府的公共投资相配套，真正流入到私人部门的并不多；其次，今后三个季度的新增贷款量不大可能如第一季度那样大幅增加，如以每月新增 4000 亿计，全年将会达到 8 万亿，因此货币供应量的增速将下降；第三，如果从 M1/M2 这个代表流动性的指标来看，目前流动性几乎是处在历史上最差的时候（见图 4），流动性是一个相对指标，很多人把 M2 等同于流动性，并且得出流动性过剩的结论，实在是对流动性的误解。即便是金融领域



内的流动性，也是需要贸易和实体经济来支撑的，如我们的内外贸、就业率等，如果后者的增长率下降，流动性怎么会好呢？

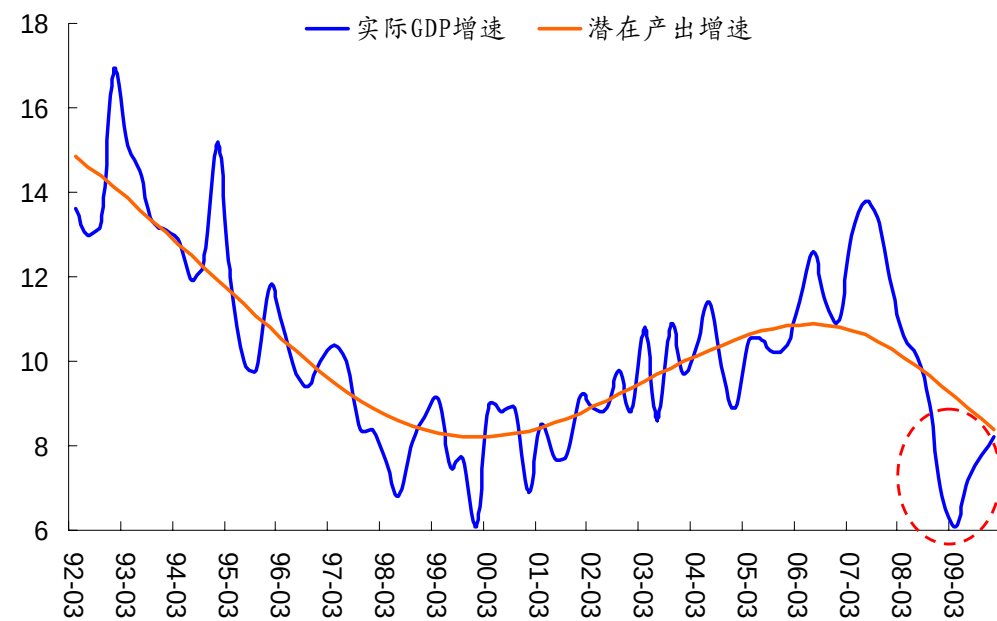
图 6 流动性指标变化



资料来源：WIND、国泰君安证券研究所

通胀的确是货币现象，但通胀的本质又是什么呢？我们只有了解通胀的本质，才能解释货币现象背后的真正含义。通胀一般分为需求拉动型和成本推进型等，07-08 年发生的通胀主要是成本推进型的，而在短缺经济下发生的通胀则属于需求拉动型的。目前，我们正处于美国等发达国家“去杠杆化”、中国等亚洲出口导向型国家“去产能化”的过程，因此，PPI 回落是必然现象。此外，随着美国经济下滑渐止和欧洲经济的进一步恶化，全球范围内将会有更多的资本流向美国，这势必推动美元短期内进一步升值，而全球大宗商品基本都以美元计价，美元的升值可能会继续拉低大宗商品的价格，从而使得成本推进型的通胀出现的概率较低。从需求的角度看，外需肯定不足，内需包括投资需求和消费需求。投资需求中，政府通过增加每年两万亿的公共投资，试图带动私人投资，但由于中国基础设施短缺的时代早已过去，我们不能期望能够取得像上世纪末基础设施处于瓶颈阶段时公共投资对私人投资的带动作用。各国的政府公共投资历史经验表明，从长期看，投资乘数等于 1，即难以带动私人投资。而从消费需求方面来看，政府的 09 年财政支出预算中公共投资支出增加超过 100%，这无疑就减少了其在这方面支出增长的比例。因此，从财政支出这本帐上看，投资挤出了消费。更何况实体经济中由于去产能化的过程刚刚开始，必将导致失业增加和在职雇员收入的下降，进而影响消费增速。虽然第一季度我国的消费还保持了 15% 的高增长，但由于我国的消费增长有滞后 GDP 增长 12 个月的特征，未来消费增速令人担忧。

图 7 中国实际 GDP 增速与潜在产出增速



资料来源：WIND、国泰君安证券研究所

因此，即便从通胀形成的机理来看，目前乃至今后相当长一段时间，中国出现通胀的可能性也很小。如果有通胀，那就意味着流动性的改善，意味着货币政策和财政政策的成功。而我国目前面临的是通缩的压力，为了应对通缩，应该减少与就业增加关联度不大的公共投资项目，或减少难以带动私人部门投资的公共投资项目，把多出来的钱用于增加与居民收入和私人投资关联度大的支出，如发放消费券、提高贫困人口补助标准等。

**作者简介:**

**李迅雷:** 国泰君安证券股份有限公司总经济师, 首席经济学家

**王 虎:** 经济学博士, 毕业于南京大学, 2008 年 7 月加入国泰君安, 从事宏观经济研究。

**吕春杰:** 经济学硕士, 毕业于复旦大学, 2008 年 7 月加入国泰君安, 从事宏观战略研究。

**免责声明**

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券研究所**

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)EMAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)