

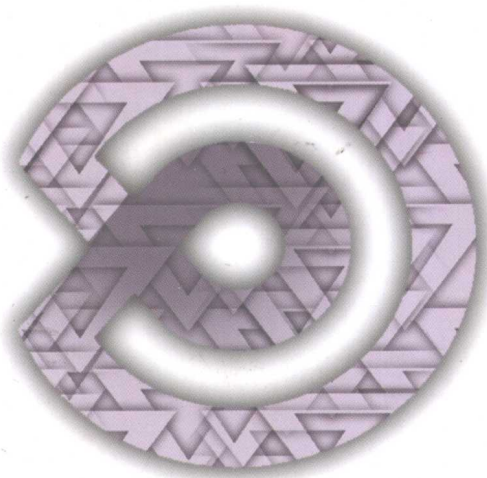
现代财经金融译库

通货紧缩 DEFLATION

[美]A.加里·希林

A.GARY SHILLING

著



刘锡良 主译

西南财经大学出版社

通货紧缩

DEFLATION

A. 加里·希林

A. GARY SHILLING 著

刘锡良 张 庆

张静梅 王 擎

吴文旭 译

西南财经大学出版社

Copyright: © 1999 BY THE McGraw - Hill Companies, Inc.

This Edition Arranged With McGraw - Hill Co. Simpeiqied Chinese Edition Copyright:

200X South - Western University of Finance and Economics Press

All Rights Reserved.

本书著作权经四川省版权局合同登记, 登记号为: 图字 21 - 2000 - 007 号。

责任编辑: 李 才

封面设计: 郭 川

书 名: 通货紧缩

作 者: (美) A. 加里·希林 主译: 刘锡良

出版者: 西南财经大学出版社

(四川省成都市光华村西南财经大学内)

邮政编码: 610074 电话: (028) 7353785

排 版: 西南财经大学出版社激光照排中心

印 刷: 郫县科技书刊印刷厂

发 行: 西南财经大学出版社

全 国 新 华 书 店 经 销

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 16.125

字 数: 264 千字

版 次: 2000 年 10 月第 1 版

印 次: 2000 年 10 月第 1 次印刷

印 数: 5000 册

定 价: 23.80 元

ISBN 7-81055-612-6/F·504

1. 如有印刷、装订等差错, 可向本社发行部调换。
2. 版权所有, 翻印必究。

西南财经大学出版社

财经经典译著系列

——《微观银行学》

哈维尔·弗雷克斯
让·夏尔·罗歇

著

——《市场营销》

[美] V. V. 布鲁尔

著

——《金融经济学》

于尔根·艾荷堡
易安·哈普

著

——《战略管理》

彼得·安东尼奥

著

——《通货紧缩》

[美] A. 加里·希林

著

——《寻租》

戈·登·塔诺克

著

译者前言

A. Gary Shilling 博士系 A. Gary Shilling 股份有限公司的董事长,同时从事经济顾问、投资咨询工作,并且还是经济预测和投资决策月刊《洞察》的出版商。

Shilling 博士自 1983 年以来就一直担任《福布斯》杂志的常规专栏作家,同时也是标准普尔公司《信用周刊》的专栏作家,还是《日本经济日报》的经济专家协会成员之一,并在商业广播和电视节目中频频出现。根据《机构投资者》杂志对金融机构的调查,Shilling 博士两次被评为华尔街最佳经济学家。《期货》杂志也在 1993 年把他评为“全国头号商品交易顾问”。他对经济的预测能力是众所周知的。在 1973 年,他就预期全球将会出现一场大规模的对存货的疯狂投资,继而出现自 30 年代以来的第一次全球化的经济衰退。

他在他的第一本书,即与 Kiril Sokoloff 合著的《通货膨胀结束了吗?你准备好了吗?》(1983 年,McGraw-Hill 出版)中,就成功地预见到了通货膨胀的放松,以及成功的投资者将从不动产和其他有形资产转向股票和债券。在《世界已经彻底改变:新经济力量及其对今后十年的影响》(1986 年,Lakeside 出版社出版)中,他又预见到了从短缺到过剩的全球性变化。在《在崩溃、衰退或萧条之后?通货紧缩下的投资和商业战略》(1988 年,Lakeview 经济服务中心出版)中,他提出了通货紧缩的可能性。而《通货紧缩:原因、利弊,及其对投资、商业和个人事务的影响》(1988 年,Lakeview 公司出版)则精确地预见到了通货紧缩。

Shilling 博士在 Amherst 学院获得了物理学的学士学位。他在斯坦福大学获得了经济学的硕士和博士学位。在他于 1978 年创建自己的公司之前, Shilling 博士曾任 White Weld 股份有限公司的首席经济学家。这之前他曾先与新泽西标准石油公司分手,并继而成为 Merrill Lynch 公司的第一位年仅 29 岁的首席经济学家。

Shilling 博士同时还担任了好几家机构和企业的董事,如 National Life of Vermont, Heartland 共同基金集团,美国生产率和质量中心, Palm Harbor Homes 和主教传教基金会(主席);并且还是奥斯汀信托公司的咨询董事;大众神学院的信托人和财务主任;新泽西州税收预测咨询委员会主席。

二十年前, Shilling 博士是最先预见通货膨胀将结束的人之一。现在,他认为经济进入了一个通货紧缩的时期,在这个时期里,价格将缓慢而普遍地下跌,这将影响人们的投资、他们的商业以及他们的个人事务。并且,他向投资者表明怎样建立证券组合才能防止资本损失,从而在通货紧缩时期继续增加他们的财富。

在本书中, Shilling 博士还向读者指出怎样才能渡过艰难的过渡时期,股市在这段时期将大幅度下跌。投资者、商人和个人都将从 Shilling 博士详尽的研究和生动的、易于理解的写作方式中获益匪浅。对那些希望在即将来临的通货紧缩浪潮中生存并发展的人来说,这本书将是一个基本的指导,它提供了具体的投资和商业指南,包括:

- 十八点投资策略,从而不管在向通货紧缩的过渡时期还是在过渡时期本身,都能创造出自己的牛市
- 为什么债券将比股市表现好——哪一种债券将是最强劲的
- 通货紧缩时期长买短卖,赢家和输家都能获益
- 在通货紧缩时期能够帮助你的商业生存和繁荣的二十五点计划
- 六条个人策略用以保证你有足够的资金供你退休后使用、送小孩上大学以及自己享受生活

虽然通向通货紧缩的道路可能是崎岖不平的,但今天的通货紧缩并不会导致另一个大萧条。实际上, Shilling 博士预测了一个“良性”通货紧缩时期,在这个“良性”通货紧缩时期里,技术进步和日趋激烈的竞争甚至可能进一步推动实际收入和产出的上涨。

忽视 Shilling 博士深入研究的预测经常是一个错误——代价高昂的错误。不要错过这个阅读《通货紧缩》的机会,从而为明天大相径庭的经济环境做好准备。它可能是你一身中最有利的投资。

导 论

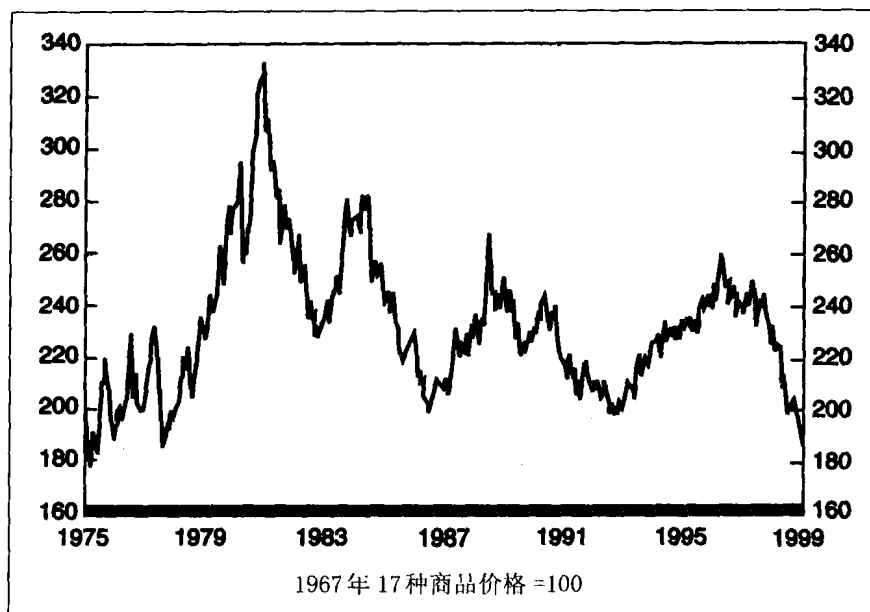
为什么阅读本书

自从我于 1998 年 3 月底完成《通货紧缩：原因、利弊及其对投资、商业和个人事务的影响》以来，形势的发展不断显出与书中的预测惊人的吻合。危害亚洲经济的敌人同样扩散到俄罗斯和巴西。这两个国家都放弃了对本币的捍卫，任其崩溃。日本经济又重回衰退，同时陷入通货紧缩的泥沼（虽然其利率已接近于零）。垃圾证券被大量抛售。那些在 1998 年初认为亚洲经济已开始好转，并涌向其股票和债券市场的人们的美梦被迅速粉碎。“亚洲传染病”蔓延到了欧洲，这与先前普遍认为欧洲国家不会染病的观点恰恰相反。金融衍生工具变得非常危险，这一点已从长期资本管理公司所出现的问题中得到证明。

商品价值在 1998 年初就已很低了，但我们仍然预期它们会迅速地降得更低。原糖的价格最近降到了 12 年以来的最低点。铜在 1998 年末的售价也达到了 11 年以来的最低。原油价格如此之低，是自 1986 年价格崩溃以来闻所未闻的。而美国汽油经物价指数调整后的售价则是自 1919 年有记录以来最便宜的。大豆期货的价格达到了 11 年来的最低。法国农民抱怨因为亚洲精肉价格已大跳水到 0.40 美元一磅，他们实际上正在遭受损失。但他们仍是幸运的，因为美国瘦肉价格曾一度暴跌到 7 美分一磅。根据桥梁/商品研

究局的指标，17种商品的现货价格（图 I-1）比 1975 年以来的任何时候都低，而综合生产者价格则自 1975 年来上涨了 133%。天哪，商品竟如此便宜！

图 I-1 桥梁/商品研究局 17 种商品价格指数(1975—1999)



资料来源: Haver 分析

通货紧缩的信号

另外，在 1998 年初，只有包括我们在内的极少数人有勇气说出这个以“D”开头的词（通货紧缩）。而现在，通货紧缩则被广泛地运用，并且理由充分。过度供给的迹象和它带来的不可避免的结果——价格下降，都以几何速度不断显示出来。加拿大币值的涨跌就反映了我们这位北方邻居严重依赖进口商品的程度。加元曾一度跌到历史最低，随后又出现反弹。根据最近全国采购经理协会的观察，美国制造业商品的售价正在崩溃。1998 年 11 月，一个小型商家的团体——全国独立商业者联盟的调查显示出现了自有记录以来的最大的通货紧缩缺口。在 1998 年 10 月举行的商业理事会上，300 位来自全国最大企业的在职或离任财务主管，62% 的人认为他们已经失去了商品的定价权。一半的人则认为他们维持价格的能力将在接下来的六至九个月内下降。最新一项调查表明，即使财务主管们预计工资成本将上升 4.2%，职员健康方面的开支将上涨 6.6%，他们仍只能指望 1999 年能对商品提价 0.8%。全国制造商联盟最近对其成员中的 2500 家作了调查，发现 44.2% 的制造商

对其商品进行了降价,而去年这一数字还仅为 28%。

批发价格在美国、意大利、德国、法国、阿根廷、韩国、日本和中国台湾都出现了下跌,而消费者价格的下降则出现在日本、瑞士、中国、瑞典、丹麦、捷克共和国、中国香港、泰国、新加坡、新西兰以及正被其 60 年来首次出现的通货紧缩所困扰的巴西。

几乎所有商品都出现了过度供给——这一现象的发生是全球性的,迅速的。考虑到那些历来就供给过剩的工业,如汽车制造、半导体和钢铁工业、金银首饰、开司米毛衣、铝罐到牛仔裤,几乎所有的商品都大量堆积。泰国的高尔夫球场供给过剩;夏威夷的娱乐业和旅游业因为受亚洲经济危机的冲击,正在为其空荡荡的海滩和酒店而苦恼;中国的服装工厂在存货已大量堆积的情况下仍在继续生产;南非对金子和钻石的开采量也超过了市场所能吸收的容量;在美国,100 多个城市正在迅速从两种蜂式电话系统转向六家相互竞争的无线通讯服务商。

正如在《通货紧缩:原因、利弊及其对投资、商业和个人事务的影响》中所谈论的,在上一个十年中,拥有大量便宜货币的迫不及待的借贷者们为大规模的投资加足了马力,如日本、亚洲的发展中国家以及其他一些地方,甚至美国已经具备了可观的生产能力。而所有这些都建立在全球经济,尤其是亚洲经济的爆发性增长将会永远持续下去的假设之上。而这个十年之初日本经济崩溃并随即波及到了亚洲其他地方,大大抑制了需求,而同时产量则一直猛升。这给世界留下的不仅是太多的工厂,还有过剩的写字楼、轮船、飞机和其他运载工具,以及操作这些设施的过剩的人员。即使对发展中国家来说通常是短缺的电力资源,在俄罗斯和印度尼西亚,由于经济衰退所带来的电力需求的下降也使电力的供应显得绰绰有余了。

本书的目的

在我们周围已经有许多关于通货紧缩的例子,为什么我还要为《通货紧缩:原因、利弊以及对投资、商业和个人事务的影响》写作续篇呢?原因有很多。

首先,在经历 60 年的通货膨胀过后,大多数美国人并不相信通货紧缩是可能的。大多数经济学家认为物价下降只是暂时的,其在很大程度上取决于国际贸易商品,根本不可能波及到整个经济,尤其是国内服务业。因为他们将国内服务业视作能够抵挡国外竞争的行业。消费者们甚至更坚信通货紧缩完全是不可能的。民意测验表明,即使大部分经济专家认为消费者物价指数(CPI)的增长被高估了至少 1 个百分点,绝大部分人还是相信目前的通

货膨胀水平大大高于CPI所显示的情况(1998年为1.6%)。而去年许多商品和服务的价格下降的事实也并未使这些人信服(见表I-1中部分数据)。

表 I-1 美国消费者物价的下降情况

	1997.12 - 1998.12
信息处理设备	-26.6%
汽油	-15.4%
燃油	-15.2%
计算机及软件附件	-10.0%
莴苣	-8.8%
咖啡	-8.8%
蜂式电话服务	-8.3%
听力设备	-7.4%
猪排	-7.4%
像带和影碟租金	-7.1%
玩具	-6.1%
火腿	-6.0%
蛋类	-5.4%
摄像设备	-5.2%
电视机	-4.8%
熏肉	-4.5%
音乐盒带和唱片	-4.1%
天然气服务	-3.5%
女装	-3.4%
电力	-3.2%
运动设备	-3.2%
市内交通	-2.7%
工具、五金及用品	-2.6%
干洗设备	-2.5%

资料来源:美国劳工统计局

表 I-2 通货紧缩的促成力量

1. 冷战结束导致全球化的军费削减。
2. 主要国家的政府缩减开支, 削减赤字。
3. 各国中央银行继续打上一场战争, 对手是通货膨胀。
4. G-7 退休计划导致利润减少以及收入支出的增长放慢。
5. 战后重建在英语国家继续进行, 并将扩大范围。
6. 新技术减少了开支, 提高了生产率。
7. 因特网加剧了竞争, 并降低了价格。
8. 对消费者的批量销售降低了成本和价格。
9. 放松管制导致价格下降。
10. 全球性商品和服务的增长削减了成本。
11. 市场经济的推广提高了全球供给量。
12. 美元将继续保持坚挺。
13. “亚洲传染病”将加剧供给过剩, 并降低世界范围内的价格。
14. 美国消费者将由借钱和消费转向储蓄。

资料来源: A. Gary Shilling & Co., Inc.

不管怎么说, 表 I-2 中所列的 14 种促成通货紧缩的力量中, 有 13 种正努力地发挥着作用, 头 12 种则是在亚洲经济危机于 1997 年中期爆发之前就业已存在的了。而最后一项, 美国消费者的转变, 即从连续三十年的借贷和消费转向同样会保持数年的储蓄, 将由美国股市的普遍性熊市引起。因为这些熊市将摧毁很大一部分证券投资的增值希望, 而这种希望正是大多数美国人将证券投资视作储蓄的替代品的原因。股票的大量抛售将被美国企业盈利的不断衰退所激发, 特别是如果亚洲经济危机, 如我所认为的那样发挥了重要作用的话, 或者这种激发是在美国经济继续繁荣, 并造成了劳动力市场供不应求的情况下, 由美联储的政策引发的经济衰退而产生。不管由于哪种原因, 随之而来的都是全球性的、长期性的通货紧缩。第 1 章到第 12 章简单研究了这种通货紧缩产生的原因。但是如果你想要了解更多的细节, 可以参考我最近的一本书:《通货紧缩: 原因、利弊及其对投资、商业和个人事务的影响》。

通货紧缩是不一样的

写这本书还有其他的理由。通货紧缩, 即大范围的长期的价格下降, 在过去 17 中的反通货膨胀中, 美国的通胀率从过去的两位数降到了零, 一些人看不出这二者有何区别。其实其中的差异相当大。在第 14 章中我将要提到这一点。人们在购买上观察和等待, 以期更低的价格。堆积如山的存货和过量

的生产由此产生。于是生产者们不得不降低价格,从而又将消费拖累。人们先前的猜测由此得到了证实,于是继续等待更多的削价。这样就形成了一个推动价格降低的循环。正如在第 20 章中所谈到的,实际利率在通货紧缩中的水平要高于通货膨胀的水平。

对许多人来说,“通货紧缩”一词在字面上会使人想起 30 年代的经济崩溃。但目前存在的通货紧缩根据 50 到 60 年的康德拉捷夫曲线则是非常正常的。而且通常情况下,其产生不会引起像 30 年代那样的经济崩溃。后者的特点是严重破坏了收入和需求。实际上,我们希望即将到来的通货紧缩更类似于 19 世纪末和 20 世纪 20 年代发生的通货紧缩。二者都是由技术进步和大量的供给增加所引起的(见第 16 章)。并且,由于技术和资本现在能够自由地在全球流动,以寻求最有效的投资场所,西方国家正将工业革命“出口”到发展中国家,以此来出口成本相对较低的产品。由于金融危机也许仅限于亚洲,这使得通货紧缩看起来更像是良性的,而非恶性的(见第 17 章)。

从任何方面看通货紧缩都和通货膨胀都是不同的,因为在通货紧缩中,利率下跌并不会刺激需求,引来经济繁荣和牛市。生产力的提高幅度是如此之大,以至于降低利率在刺激投资方面所能发挥的作用是如此之小,而且消费者更容易受到价格降低的预期的吸引,而不是贷款利率降低的预期。这一点你将在第 18 章中了解。

怎样对付通货紧缩?

尽管另一部分人确信,通货紧缩的发生是可能的,但并不知道如何去处理它。也许你正是这样一类人。在 1998 年 11 月 22 日的《纽约时代周刊》的商业版的头条,记者 Reed Abelson 发表报道《假如通货紧缩到来,将会有一场全新的游戏》。在这之前我们曾有一次见面。她告诉我许多专业的财务主管也不知道面对通货紧缩如何是好。这就是为什么这本书着重谈了通货紧缩的影响,以及如何处理这种会长达好几十年,其间只被短暂的战争所打断的情况。

第 21 章到 28 章大致描述了我针对通货紧缩及向通货紧缩过渡的时期中的 18 点投资策略。高质量的债券将会是最后胜利者。一旦通货紧缩确立下来,美国股市无疑会做出良好的反应,但在过渡时期中却有可能遭到重创。不动产和商品的前景则不容乐观。在第 24 章中你还将了解到通货紧缩是如何将新技术中的良劣区分开来的。人们加大储蓄,等待形态或功能并无太大改变的商品和服务降低价格。于是,许多原来由消费者可自由支配的开支维持的行业将会成为输家。为此形成鲜明对比的是,购买者将继续涌向新技术领域。在该领域内,迅速崛起的技术革命带来了卓越的新产品、不可想象的低价

位以及淘汰并取代旧技术的技术进步。

第 29 章中,针对那些希望在通货紧缩中生存下来,甚至繁荣起来的商家,我提出了 25 点策略。其中的要点涉及范围从无情地削减成本,将重点投入到专有产品上,到与雇员分担公司风险。最后,第 30 章中提供了一个共有 6 项内容的表格,是对消费者在通货紧缩中该做什么和不该做什么的建议。(如:将更多的钱用于储蓄,并坚信你对老板的实际价值超过了你所得的报酬)。最后 10 章同时还对投资、商业和个人成功策略进行了表格式的总结。甚至连美联储主席阿伦·格林斯潘也成了这种思想的皈依者。在去年 9 月的国会听证会上,他说:“通货紧缩的力量正不断在世界范围内出现,并且我正在注意看那些显示整个过程已经确立下来的证据。”

最后,当国税局采取具体行动的时候,通货紧缩必然已经到来无疑。1999 年,商务用车费用的扣除从每英里 32.5 美元降到了 31 美元。这样的下降反映了汽车运行费用的降低。但是这样的通货紧缩并不是我们所有人都希望的。

接下来请看第 1 章。看看为什么冷战的结束和政府开支的赤字的削减会成为消除通货膨胀最有力的推动力量和促使通货紧缩形成的因素。

目 录

导论	(1)
1 不断缩减的政府开支	(1)
2 中央银行的作用	(6)
3 美国持续的结构调整	(13)
4 国内的兼并和国外的结构调整	(21)
5 通缩性的高科技	(27)
6 国际互联网和大规模销售	(35)
7 全球性的放松管制	(43)
8 资源全球化和新市场经济	(48)
9 不断走强的美元	(53)
10 “亚洲感染”	(60)
11 亚洲复苏的漫漫长途	(68)
12 美国消费者将增加储蓄	(77)

13	由熊市激发的美国储蓄缺口保证了通货紧缩的到来	(85)
14	通货紧缩是自足的	(96)
15	通货紧缩和康德拉捷夫曲线	(103)
16	通货紧缩的两面性	(109)
17	正在抬头的贸易保护主义威胁	(119)
18	西方中央银行和政府不能阻止通货紧缩	(127)
19	即将到来的良性通货紧缩	(136)
20	利率和利润	(144)
21	通货紧缩下的债券投资战略	(156)
22	通货紧缩中的公用事业股票及其他股票投资	(165)
23	神秘的全球多样化	(172)
24	新技术在通货紧缩中取胜	(179)
25	消费赢家	(189)
26	回避商品和不动产	(196)
27	在通货紧缩时期如何投资	(208)
28	市场时机、股票暴露和杠杆	(216)
29	通货紧缩时期的二十五条商业策略	(224)
30	通货紧缩下的六种个人策略	(236)

1 不断缩减的政府开支

1975 年晚期,当美国经济开始从 20 世纪 30 年代最严重的衰退中复苏时,我第一次预测通货膨胀将逐渐退出经济舞台(虽然当时价格还在加速上涨)。我们的分析显示:在美国,严重通货膨胀的历史,也就是大量政府开支——通常用于发动战争,也用于冷战和对贫穷的宣战——的历史。我们注意到:从 1949 到 1974 年,批发物价指数年均上涨 1.4%;但在战争年代年均上涨达 12%,而在和平时时期则以每年 1.3% 的速度下滑。

为什么战争与通货膨胀、和平与通货紧缩之间存在关系呢?其实,这是一个供求问题。绝大多数经济学家总喜欢从简单的事实中得出复杂而且错误的结论。他们大谈通货膨胀的各种类型、需求拉动、成本推动等等,但说到底,通货膨胀就是因求大于供而产生的。当购买力超过商品和服务的数量时,价格就上涨。类似地,当供大于求时,价格便下跌。

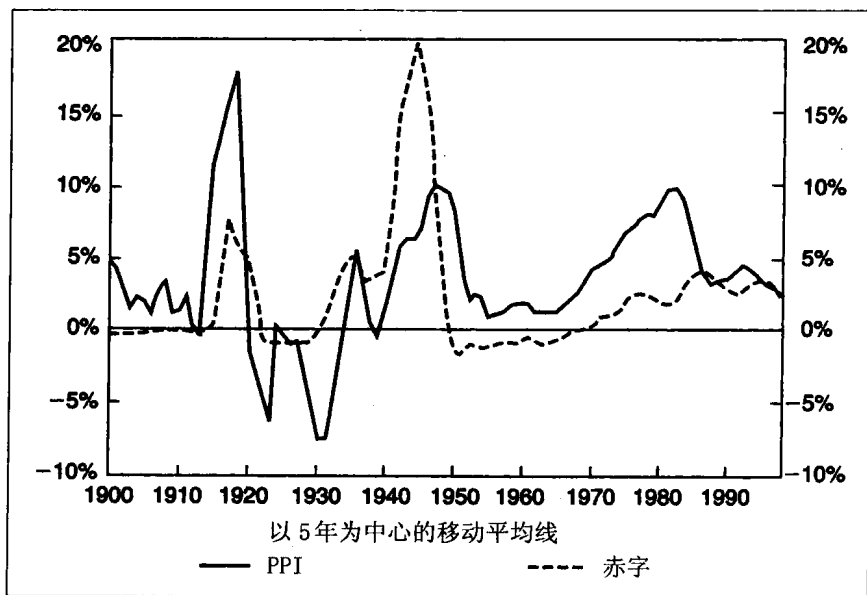
从理论上讲,任何一个经济部门都可以通过超收入的支出加上从其他部门的正常借款的方式来创造过量的需求。如房地产业,在其兴盛期,总有超规模的借贷融资。但是,除了联邦政府以外,没有任何一个部门能长时期地过度借贷而不需用信用的丧失甚至彻底的坍塌作代价。想想房地产业怎样从兴盛最终走向衰败、再看看 20 世纪 70 年代中期纽约市福利和就业补偿的膨胀是如何导致市政债券无法得以偿付的,即可见一斑。

美国联邦政府和其他大多数发达国家的政府都享有一种信用特权,这种特权使他们能够无限制地支出和借款。超规模的政府支出时期通常是战争时期。当政府不愿增加税赋时,就只有通过借款来弥补其支出;相反,税制,特别是累进收入税制,则是经济增长的漏出因素。在和平时期,当政府开支逐渐减少时,财政盈余便快速增长。由于政府收大于支,整个经济的供给也趋向大于需求,通货紧缩由此便产生了。

赤字与通货膨胀

支出的迅速扩张与大规模的赤字几乎总是相伴而行。除非经济深度衰退,大量人口失业和机器闲置,否则,在供给受到生产能力限制下的需求增长将会导致通货膨胀。通货膨胀使得应税收入以不断增加的方式随之膨胀,这对政府是有利的。为弥补通货膨胀损失,工资便会上涨,这使得个人收入适应较高的税率从而增加税收。通货膨胀还导致存货价值上涨、企业资产预提折旧不足和资本利得的产生(只能使资产价格与一般物价水平一起上涨,且要被征税),从而创造应征税但却虚假的利润。图 1-1 清楚地显示了联邦赤字与通货膨胀之间的关系。

图 1-1 美国通货膨胀率和财政赤字占国民生产总值的比率(1900—1995)



资料来源:U.S. 商业部

政府的国防支出以另一种方式创造通货膨胀。你我都不会驾驶坦克,但有人却被雇佣来制造市民们都不购买的坦克——当然,国防设备的鼓吹者们