

通货紧缩理论的思想渊源、基本概念 与历史经验：一个理论回顾

夏广涛

【摘要】近期,我国居民消费价格指数(CPI)同比增长率有所回落,工业生产者出厂价格指数(PPI)同比持续下降,CPI和PPI同时走弱的趋势,引起部分市场主体对于通货紧缩的担忧。通货紧缩是一个复杂的经济现象,涉及货币、价格以及增长等经济学领域的核心议题,目前学术界在通货紧缩的理论界定与现实判断上仍存在较大争议。鉴于此,本文尝试从思想来源、基本概念和历史经验三个维度对通货紧缩的理论缘起、概念及判别条件、发生背景、动态特征、经济后果和应对措施等核心问题进行一个系统的学理性分析,旨在全面理解通货紧缩,为相关理论研究和政策实践提供一定的借鉴和启发。

【关键词】通货紧缩;价格水平;有效需求;经济衰退;刺激政策

【作者简介】夏广涛,中国社会科学院世界经济与政治研究所,电子邮箱:xiagt@cass.org.cn。

【原文出处】《财经智库》(京),2023.4.67~85

【基金项目】中国社会科学院重大创新项目“如何以新安全格局保障新发展格局”(2023YZD008)。

一、引言

近期,我国居民消费价格指数(CPI)同比增长率有所回落,工业生产者出厂价格指数(PPI)同比持续下降。根据国家统计局公布的物价数据,2023年7月份CPI同比下降0.3%,PPI同比下降4.4%,8月份PPI同比下降3%,CPI和PPI同时走弱的趋势,在一定程度上引起了部分市场主体对通货紧缩的担忧。

通货紧缩一般是指由货币供应量减少或货币流通速度下降导致的物价总水平普遍持续下跌的经济现象。在通货紧缩的环境下,消费者倾向于推迟购买计划、减少消费支出,企业在需求疲软、产品价格下跌的影响下倾向于减少投资和用工规模,使得失业问题加剧,导致经济出现增速放缓、停滞甚至衰退。

历史上造成严重经济后果的通货紧缩事件使得经济主体对通缩压力十分警惕。1929-1933年的大萧条,以严重的通缩螺旋为特征,引发全球范围内严重的经济衰退。类似地,20世纪90年代的日本经历

了“失落十年”和长期的通货紧缩,消费减少、投资下降和持续的失业对日本经济与社会状况产生了显著的负面影响。

然而,需要注意的是,目前国内外学术界和政策界关于通货紧缩的概念和判别条件仍存在较大争议。虽然大多数宏观经济学教科书将物价总水平的绝对下降作为通货紧缩的重要甚至是唯一判别标准,但短期物价总水平的波动是一个复杂的经济现象,涉及多重因素之间难以简单识别的相互作用,CPI受到食品价格、能源价格、居住费用以及供求关系等因素的综合影响,而PPI受到原材料价格、生产成本以及市场供需关系等多种因素的影响,因此仅仅根据短期物价数据无法准确判定通货紧缩的潜在风险,短期CPI增速放缓和PPI降幅扩大并不能成为通货紧缩的判断标准。

鉴于通货紧缩问题的复杂性和重要性,本文尝试从思想渊源、概念及判别条件、经典案例、主要影响和应对措施等多个角度对通货紧缩的理论缘起、

历史经验与现实判断进行一个系统的学理性分析,旨在追溯通货紧缩问题的经济思想缘起及演变,深入理解不同定义之间的异同,总结测度及判别通缩的基本方法、指标体系和阈值条件,对比分析历史上的经典通缩案例以全面理解各类通货紧缩的发生背景、动态特征、作用机制和深刻影响,讨论货币政策、财政政策、结构调整等应对措施的得失利弊,为经济学者的相关研究和政策制定者的决策实践提供一定的理论借鉴和政策启发。

文章后续内容安排如下:第二部分尝试沿着经济思想史的脉络追溯通货紧缩理论的思想渊源;第三部分对通货紧缩的概念和判别条件进行辨析;第四部分详细介绍不同类型经典通缩案例的发生背景、动态特征、经济后果和应对措施,并通过对比研究总结关于通胀问题的历史经验;第五部分概括文章的结论与启示。

二、通货紧缩的思想渊源

通货紧缩涉及货币、价格以及二者关系等经济学领域的核心议题,其思想渊源可以追溯到经济思想的发端,重商主义学派、洛克、休谟、古典学派、马克思、凯恩斯学派、货币主义者(包括新古典学派和新兴古典学派的货币主义者)均对通货紧缩理论的形成与发展做出了巨大的思想贡献。

重商主义学派认为贵金属(尤其是金银)是最好的财富形式,他们意识到商业的快速增长需要更多货币参与流通,流通中金银数量的减少会影响商业活动的活跃度,支持限制金银流出本国的法令措施。重商主义学派明确讨论了货币量与货币价值、物价水平和商业活动繁荣度的关系。代表人物让·博丹强调货币的价值、商品的价格决定于货币的数量,提出了早期的货币数量论。代表人物杰拉德·马利尼斯指出,“货币量稀缺通常会使东西变得相当便宜”,“货币(如同身体中的血液一样)会限制充满在生活中的热情:当货币量稀缺的时候,即使商品供给充足并且相当便宜,贸易量也会下降。”(斯坦利·兰迪,2008,第20页)代表人物威廉·配第则认识到“货币的转换频率和货币数量一样重要”,“货币过多或过少都是有害的”(斯坦利·兰迪,2008,第24页),暗含了

通货紧缩不利于经济活动的判断。

约翰·洛克发展了货币数量论,提出“给定货币流通速度和产量不变的情况下价格水平由可得货币数量决定”,进一步讨论了价格水平决定于货币量这一关系的前提条件。范德林特^①和孟德斯鸠^②等均在不同程度上强调了货币量对于价格的决定作用。大卫·休谟在讨论货币问题时指出,价格水平的变化滞后于货币量的变化,在一定时期内,货币供给量的一次性减少,在降低价格水平之前将首先抑制消费、产出与就业,这一观点蕴含了通货紧缩阻碍经济运行的作用机制(斯坦利·兰迪,2008)。

古典学派经济学家的部分思想对于理解通货紧缩起到了重要作用。亚当·斯密区分了商品的真实价格和货币价格,认为货币存量的增加或减少会引起商品的货币价格上升或下降,这与货币数量论的观点一致。托马斯·马尔萨斯提出的人口理论和市场供给过剩理论也是理解通货紧缩的重要视角:人口增长超过资源增长将导致工资下行,供给相对需求的过剩则会压低产品价格,最终导致通缩压力和经济停滞。大卫·李嘉图也阐述了货币供应、价格和工资之间的关系,对通缩的内在机制作出了贡献:货币供给量的变化会影响相对价格和工资水平,而在不同经济主体之间重新分配收入。让·巴蒂斯特·萨伊提出了供给会自动创造需求的萨伊定律,否认了总体生产过剩理论,也就否认了由总体生产过剩导致通货紧缩压力的可能性。此外,古典学派提出的古典二分法和货币中性则将通货紧缩归结为一种纯粹的货币现象。总体而言,由古典学派进一步发展的货币数量论,承认经济体中的货币供应量与一般物价水平之间存在直接关系,明确给出了导致通货紧缩的直接原因——货币供应量的减少,这一理论深刻影响了经济学领域关于货币供应量、通货紧缩和总需求之间关系的讨论。

卡尔·马克思在《资本论(第一卷)》中反驳了货币量决定商品价格的论点:“有一种错觉,认为商品价格决定于流通手段量,而流通手段量又决定于一个国家现有的货币材料量,这种错觉在它的最初代表者那里是建立在下面这个荒谬的假设上的:在进入

流通过程时,商品没有价格,货币也没有价值,然后在这个过程内,商品堆的一个可除部分同金属堆的一个可除部分相交换”;“不言而喻,每一种商品的价格构成全部流通商品的价格总额的一个要素。但完全不能理解的是,为什么彼此不可通约的使用价值总量应同一个国家现有的金或银的总量相交换”(卡尔·马克思,2018,第146页)。马克思阐述的货币流通规律,即流通手段量决定于流通商品的价格总额和货币流通的平均速度这一规律,为货币与价格的关系提供了一个完全不同的分析逻辑:不是货币量决定价格,恰恰相反,价格总额是决定货币量的关键因素之一,即“在每一段时期内执行流通手段职能的货币的总量,一方面取决于流通的商品世界的价格总额,另一方面取决于这个商品世界的互相对立的流通过程流动的快慢”(卡尔·马克思,2018,第144页)。

由约翰·梅纳德·凯恩斯在大萧条背景下建立起来的凯恩斯学派,非常重视总需求在推动经济活动方面的作用。凯恩斯认为总需求的不足可能导致持续的失业和价格下行压力,从而导致通缩(Keynes, 1936)。他的见解突显了财政政策在提振总需求和应对通缩问题上的重要性。凯恩斯学派对预期和信心的洞察揭示了加剧通缩的心理因素,对价格进一步下降的预期可能导致消费及投资支出的延迟,加剧通缩压力。凯恩斯学派认为工资和价格具有向下调整的黏性特征,有效需求下降最初只会导致产出和就业的减少,而不会引起价格水平的下降,因此只有在非常严重的经济萧条的情况下才会发生通货紧缩。凯恩斯学派还提出了通缩缺口的概念,用来表示社会的实际总需求低于充分就业条件下所能达到的产量水平,它表现为社会对商品和劳务需求的价值低于在充分就业条件下能够生产的价值,它反映了导致通缩压力的总需求不足:如果社会总需求小于总供给,即有效需求不足,商品供过于求,存货日益增多,商品价格持续下跌,企业缩减生产、解雇工人,就业率和工资水平持续下降,通缩压力上升,经济衰退的风险也随之放大。

货币主义者(包括新古典学派和新兴古典学派

的货币主义者)的思想在很大程度上影响了当前学术界和政策界对通货紧缩理论的认识。新古典学派最重要的代表人物阿尔弗雷德·马歇尔,从货币需求的角度阐述了货币数量论的新内涵,讨论了“人们愿意以现金余额形式持有的备用购买力”与货币价值和物价水平之间的关系。阿瑟·塞西尔·庇古基于马歇尔的这一思想提出了一个货币需求函数——剑桥交易方程式: $M=kPY$,其中, M 代表货币存量, k 代表人们愿意以现金余额形式持有的名义收入,取决于人们对于财富的配置选择, P 代表物价水平, Y 代表实际国民收入。在货币存量 M 和实际国民收入 Y 不变的情况下, k 的上升将会使得 P 下降,即人们持有现金余额的动机越强,物价水平就会下降越快。马歇尔和庇古提出了造成通货紧缩的一个潜在原因——经济主体持币动机增强、对现金余额的需求上升。

新古典学派的货币主义代表人物克努特·维克塞尔,从利率视角研究价格波动的原因——银行利率与自然利率的不一致,银行利率低于自然利率时,价格水平上升,反之价格水平下降,并据此阐述了通货紧缩的形成机制:当银行利率高于自然利率时,居民储蓄动机上升,消费和投资支出减少,国民收入水平下降,引发消费品价格下跌,随着消费品和资本品价格的下跌,总体价格水平将会显著降低,通货紧缩由此产生,在预期价格进一步下降的作用下,经济主体会进一步减少当期支出,通货紧缩继续加剧,通缩螺旋机制形成。维克塞尔不仅刻画了利率在均衡价格水平、通货膨胀及通货紧缩形成过程中所发挥的重要作用,而且还强调了政府与中央银行在应对通货紧缩、稳定价格水平上的关键角色,率先提倡通过控制贴现率和利息率来稳定总体价格水平:在价格上升时提高银行利率,在价格下降时降低利率。尽量使得银行利率与自然利率保持一致(斯坦利·兰迪,2008,第239-241页)。

新古典学派的另一位货币主义代表人物欧文·费雪,重新表述并丰富了之前的货币数量论,将决定价格水平及货币购买力的因素归结为五个方面——流通中的货币量、货币流通速度、银行存款的数量、

银行存款的流通速度、交易数量,并据此提出了著名的费雪方程式: $MV+M'V'=PT$,其中, M 代表流通货币量, V 代表货币流通速度, M' 代表活期存款的数量, V' 代表活期存款的流通速度, P 代表平均价格水平, T 代表产品及服务的交易数量。与剑桥方程式强调现金余额的持有动机不同,费雪方程式强调流通货币及活期存款的流通速度,明确了价格水平与广义货币量(M 和 M')及流通速度(V 和 V')同向变动、与交易量反向变动的三对关系,在流通速度和交易量不变(充分就业)的条件下,流通中的广义货币量决定价格水平,广义货币量增加或减少的效应是平均价格水平的同比例增加。费雪强调了货币与价格之间的直接联系,而维克塞尔则强调的是货币与价格的间接联系:货币量变化会引起银行利率的变化,进而引起储蓄与投资支出的变化,最终引起一般价格水平的变化。费雪另一个重要贡献是将经济周期(尤其是经济萧条)的主要原因归结为债务负担(尤其是银行贷款)过重和通货紧缩的相互强化,并由此提出了“债务-通货紧缩”理论:当经济处于繁荣周期时,企业投资支出过度扩张,在面临不利冲击时,债务负担过重的问题就会暴露,债务清偿过程就会开启,由此引发商品超卖、广义货币量收缩和货币流通速度下降,物价水平因此下降,企业利润和资产净值大幅缩水,企业破产加速,产出水平和市场交易量萎缩,就业率下降,悲观预期和谨慎动机又会进一步强化经济主体的持币动机,货币流通速度和价格水平进一步下降,形成通货紧缩,导致名义利率下降、实际利率上升。通货紧缩和实际利率上升会导致未偿还的实际债务负担进一步扩大,极端情况下,企业清偿债务的规模越大、速度越快,其未偿还的实际债务负担越重,出现“债务人的实际债务负担越还越多”的情况,经济陷入债务-通货紧缩螺旋的恶性循环(Fisher, 1933; 张启迪, 2017; 卢瑾, 2010)。“债务-通货紧缩”理论自建立以来得到了一系列有益的拓展:Tobin(1982)强调了借款者杠杆率上升、金融机构财务困境及通缩预期对于债务-通货紧缩的重要影响;Minsky(1982)、Wolfson(1996)、Mendoza 和 Smith(2006)以及 Korinek 和 Mendoza(2014)等重点关注了资产市

场超卖或资本流入突然中止等因素所引起的资产价格螺旋式下跌在债务-通货紧缩恶性循环中的关键影响;Bernanke(1983)、Bernanke 和 James(1990)则突出了银行危机引发的信贷收缩在债务-通货紧缩问题上的核心作用,并主张通过存款保险制度这种事前政策来消除银行危机和债务通缩隐患,在此基础上 Bernanke 等(1996)提出了“金融加速器”模型来解释大萧条,强调了资本市场信息不对称情况下居民、企业与政府三部门资产负债表相互强化的收缩效应对于通缩螺旋和经济衰退的作用。

新兴古典学派(芝加哥学派)的货币主义代表人物米尔顿·弗里德曼,强调货币需求在短期的相对稳定性,并据此确立了现代货币数量论(斯坦利·兰迪, 2008, 第395-397页):货币供给的增加使人们持有更多的现金余额,支出意愿的增加使产品和服务的需求增加,产出与价格则对应提高;但当经济在自然产出率水平运行时,货币供给增加在长期中只会引起价格的上升,“货币量与价格变化的一致性经验关系反复被现实所检验,二者紧密联系并同向变动,这与很多物理学的统一性是同一类”(Friedman, 1956),通货膨胀“无论何时何地都是一种货币现象”(Friedman, 1968)。不同于早期货币数量论所假定的货币流通速度不变,弗里德曼假设货币需求高度稳定,聚焦货币供给对物价水平和经济活动的影响,认为货币供给量的变化是影响通货膨胀或通货紧缩的直接因素,并据此主张通过维持货币供给量及其增长率的稳定性来保持价格稳定,避免恶性通胀或通缩问题。

不难发现,不同学派探索通缩问题的侧重点有明显差异:古典学派将通货紧缩视为货币存量、总需求或生产率变化所导致的自然调整过程,主张避免过度干预,允许市场力量将价格调整至新的均衡水平;凯恩斯学派则更加关注总需求不足在通货紧缩形成过程中的决定作用,认为通缩主要是由总需求减少导致的经济活动收缩所引起的,并强调通缩预期和经济主体信心对经济活动的潜在影响,主张通过财政政策(如增加政府支出或减税)对总需求进行干预,通过财政扩张刺激经济增长、应对通缩压力;

货币主义者则更加强调通货紧缩与货币供给之间的关系,认为货币供给的变化(包括货币流通速度的变化)是导致通缩或通胀的核心因素,主张通过稳定的货币政策控制货币供给量以维持价格稳定并避免通缩。梳理通货紧缩的思想渊源,细致对比不同学派的观点差异,有助于全面理解通货紧缩的概念内核和理论演化,有利于系统分析通货紧缩的主要影响和应对措施。

三、通货紧缩的概念及判别条件

通货紧缩一般是指由货币供应量减少或货币流通速度下降导致的物价总水平普遍持续下跌的经济现象,但学术界和政策界尚未就通货紧缩的概念和判别条件形成统一的共识。目前通货紧缩的定义方法大体可以分为单一标准定义和复合标准定义两种。在单一标准下,通货紧缩被定义为物价水平的普遍持续下跌,仅仅表现为一种价格现象。国外大多数主流宏观经济学教科书均是物价总水平持续下降作为通货紧缩的唯一判别标准。在复合标准下,通货紧缩的定义又可以细分为两种:一种定义为物价总水平持续下跌且货币供给量连续下降,此时通缩既是价格现象,又是货币现象;另一种定义为物价总水平和货币供给量持续下降、有效需求不足和经济衰退,此时通缩不仅是价格现象和货币现象,还是实体经济现象(Romer, 2019; 方昕, 2016; 谢平、沈炳熙, 1999)。

单一标准定义相对明确,通缩的唯一判别条件是物价总水平的普遍持续下跌,具体要求包括两个方面:其一,价格下降的普遍性,而非部分产品或服务的局部下降,实践中一般通过观察综合性的通胀率是否由正转负来确定;其二,价格下降的持续性,而非短期价格的暂时下跌,实践中一般通过观察综合物价指数的连续下降时间是否超过了阈值(例如3个月或6个月)的范围(钟红等, 2015)。按照造成物价总水平下跌的不同原因,单一标准定义的通货紧缩又可以分为供给冲击型、需求冲击型、结构型等多种类型。

复合标准定义相对复杂,包含物价总水平、货币供给量和宏观经济表现等多重判别条件,既包括造

成物价总水平的原因(货币供给萎缩、有效需求不足等),又包括物价普遍持续下跌的严重后果(产出下降、失业上升、经济衰退等),并且还需要考虑不同判别条件的先后循序、作用机制和传导链条。

不同的定义标准往往导致不同的判断结果,单一标准下认定的通货紧缩不一定构成复合标准下的通缩。举例而言,物价总水平的下跌可能与广义货币供应量的增长并存,^③此时按照单一标准定义的通货紧缩成立,但按照复合标准定义的通货紧缩则不成立。

单一标准定义下,通货紧缩的发生概率很高,其造成的经济后果有好有坏,这一定义下的通缩是一个实证意义上的中性概念,其规范分析并不明确,不能与经济衰退混为一谈,更无须“谈通缩而色变”。而复合标准定义下,被判定为通缩的事件就相对较少,由于其定义中内涵了失业率上升、经济衰退等不利后果,是一个需要政策制定者高度关注的概念。从避免概念混淆和管理通缩预期的角度上讲,单一标准的定义方法似乎更加可取,既有利于研究者在统一的概念范畴内讨论通缩问题,又有助于市场主体正确认识通货紧缩这一概念的中性特征,避免因“谈通缩色变”而形成不利的通缩预期和通缩螺旋。

四、通货紧缩的历史经验

按照单一标准的通缩定义——物价总水平的普遍持续下跌,历史上的通货紧缩案例十分丰富,尤其是19世纪和20世纪上半叶,受技术进步、金本位制等因素的影响,各国发生通缩的频率相对较高(Bordo and Filardo, 2005; Borio et al., 2015)。更重要的是,不同通缩时期的经济表现有好有坏,通货紧缩并不总是与经济衰退相关联。与之相反,历史上许多通缩往往与强劲的经济增长同时发生,二者都归因于技术进步、经济开放度上升、生产效率提高等因素带来的生产成本下降(Atkeson and Kehoe, 2004; Borio and Filardo, 2004)。这与聚焦1929-1933年大萧条和20世纪90年代日本“失去十年”而形成的“通缩有害”观点形成了鲜明对比。

按照通缩时期的经济表现,不妨将历史上的通货紧缩案例分为两类——良性通缩和不良通缩。对

比分析良性与不良通缩案例的发生背景、动态特征、经济后果和应对措施,有助于透视通缩机制的复杂性,评估应对方案的有效性,以史为鉴,或可为政策制定者处置通缩风险提供一定的参考。

(一)良性通缩案例

1873—1896年的通货紧缩被认为是良性通缩的典型案件之一。在这二十多年的时间里,许多国家的物价水平每年下降约2%,但同时又伴随着每年2%~3%的经济增长。造就这一时期良性通缩的主要原因有三:其一,第二次工业革命极大提高了全球生产率;其二,全球范围内的铁路建设大大降低了国内交易和国际贸易的成本;其三,比利时、德国、荷兰和法国等主要经济体陆续加入国际金本位体系,稳定了全球价格水平,减少了发生恶性通胀和竞争性贬值的概率,降低了经济运行的货币金融风险(Bordo and Filardo, 2005)。

1921—1929年的通货紧缩是良性通缩的另一个经典案例。在许多国家经历了1919—1921年的严重衰退后,世界迎来了一个近十年相对繁荣的良性通缩时代。这一时期主要国家的物价水平下降了1%~2%左右,大部分国家的实际产出均实现了快速增长。究其原因,有四个方面的主要因素:其一,第一次世界大战之后,汽车、收音机、电话和冰箱等新兴产业的崛起;其二,与第一次世界大战相关的战时债务和战后赔款问题得以解决;其三,战时贸易限制解除,国际贸易活动重新开启;其四,国际金汇兑本位制确立,主要交战国的货币体系得以稳定,国际资本流动也开始重新活跃,美国对欧洲(尤其是德国)和拉丁美洲进行了大规模的直接投资和证券投资(Bordo et al., 1999)。

(二)不良通缩案例

1929—1933年的大萧条是历史上最著名的恶性通缩案例之一,这一时期的特点是物价水平大幅下降、企业大面积破产和实际产出急剧下降。^④在大萧条期间,总需求的急剧下降使得通缩压力不断加剧,物价下降促使消费者和企业推迟其支出计划,强化了物价继续下降的预期,进一步加剧了总需求的萎缩,导致物价下跌、产出下降和失业率上升的恶性循

环。通缩螺旋机制、金本位制度和国际宏观经济政策协调的缺乏使各国政府和中央银行难以实施有效的应对措施。关于大萧条时期严重经济衰退的原因,一个基本共识是美国错误地采取了紧缩性货币政策(Friedman and Schwartz, 1963)。美联储从1928年初开始通过紧缩性货币政策来调节华尔街股市的过度泡沫化,禁止银行借贷给投机性商业活动。与此同时,法国针对黄金流入而刻意采取的黄金冲销政策加剧了通缩压力。美联储未及时使用扩张性货币政策来遏制股市崩盘和一系列银行恐慌,反而实施紧缩性货币政策,最终使得美国经济从衰退走向大萧条。在金本位和固定汇率制度的束缚下,各国的货币当局无法采取扩张性政策来应对需求不足和银行恐慌引发的通缩螺旋,^⑤大萧条迅速从美国传播至世界其他地区(Eichengreen, 1992)。

20世纪90年代中期,日本开始进入长期的通货紧缩和经济停滞,经历了持续的物价下降和经济增长乏力。20世纪80年代末日本的资产价格泡沫破裂导致房地产和股票等资产价值显著下降,随着资产价格暴跌,银行业因不良贷款剧增而面临严重危机,导致信贷供给收缩,妨碍了投资需求和经济增长,导致物价水平持续下跌。除国内需求疲软之外,产能过剩和产业结构调整缓慢也加剧了日本的通缩压力。物价持续下降抑制了消费和投资支出,消费者和企业的通缩预期进一步强化了价格下降和经济停滞的恶性循环。虽然日本政府和中央银行采取了包括低利率、量化宽松和财政刺激计划等一系列政策工具来应对通缩和停滞,但是由于银行体系大量的不良贷款、货币政策传导机制不畅、劳动力市场僵化等长期的结构性难题,日本通缩应对方案的有效性相对有限。

2007—2009年的全球金融危机由美国房地产市场崩溃和随之而来的金融市场动荡触发,并迅速传播到世界其他地区,引发了严重的通缩和衰退压力。房地产市场崩溃导致资产价格急剧下降和大量抵押贷款违约,金融机构面临巨大损失,信贷市场急剧萎缩,面临严重的信贷约束和不确定性,企业的投资支出显著下降;房地产价格的大幅下降导致居民

因财富缩水而减少消费支出；总需求的萎缩导致产出下降和就业岗位减少，金融部门和家庭部门的实际债务负担变重，全球通缩压力加剧。美国和其他主要经济体迅速实施了一系列旨在防止通缩螺旋并支持经济复苏的应对措施，中央银行实施了激进的货币宽松政策来稳定金融市场，迅速降息至零利率水平，实施了多轮量化宽松政策，通过大规模的资产购买向市场注入流动性；各国财政部门也都实施了多轮经济刺激计划以提振需求和市场信心。

虽然这些相对协调的危机应对措施在一定程度上稳定了全球金融市场，避免了通缩螺旋和经济衰退不断恶化至大萧条的境地，但此后的十余年时间，美国和欧洲主要发达经济体却一直面临较大的通缩压力。究其原因，货币流通速度减慢、货币乘数缩小和人口老龄化加剧是三个不可忽视的因素。首先，美国次贷危机和欧债危机的爆发，急剧放大了全球宏观经济和金融市场的确定性。危机后各类经济主体的风险厌恶程度显著上升，个人、企业和政府的谨慎动机和流动性动机^①明显增强，引发了居民部门、金融机构和非金融企业的去杠杆化操作，增加了金融体系的预防性储蓄总额，上述因素叠加长期经济停滞严重减慢了美欧金融体系的货币流通速度。其次，金融危机对银行及非银机构等金融中介、实体企业及家庭产生了严重且持久的资产负债表冲击，监管当局随之在资本充足率、流动性覆盖比率、逆周期资本缓冲、风险评估等方面加强了对金融机构的审慎监管，主要市场主体在危机后对新增贷款格外谨慎，家庭部门担心新增贷款的违约风险会产生连锁反应，而商业银行宁愿保留超出监管需求的流动性也不愿发放高风险贷款。监管机构更加严格的审

慎监管政策和贷款机构更加保守的商业行为，极大地降低了美欧信贷创造体系的货币乘数。最后，面临萎靡的资产价格和持续的产出缺口，美欧的人口老龄化问题引发了一定程度的通缩预期，使得刺激政策难以消除通缩压力(殷剑峰,2015)。

尽管大萧条、日本“失去的十年”和全球金融危机等不良通缩案例在起因和背景上存在差异，但它们在动态特征和经济后果上却存在很多共同点，均见证了资产价格下跌、消费及投资萎靡、总需求下降、失业率攀升、收入不平等和社会阶层差距扩大等不利影响，凸显了持续通缩的破坏力。

针对这些不良通缩案例的应对政策在其有效性上也存在明显差异(见表1)。在大萧条期间，由于对通缩螺旋机制的理论认知不足、金本位制度的限制和国际宏观经济政策协调的缺乏等因素，各国政府和中央银行实施的应对措施难以有效，部分国家在通缩初期不仅没有采取有效的扩张性政策，甚至还坚持实施了方向完全错误的紧缩性政策，使得大萧条的经济危害严重放大。相比之下，对全球金融危机的应对方案明显吸取了大萧条的历史教训，各国中央银行和政府迅速采取果断行动，综合发挥宽松货币政策和财政刺激政策相结合的方式稳定了金融市场、避免了大萧条式的通缩螺旋和经济衰退。日本“失去的十年”的经验反映了应对通缩压力的复杂性，尽管日本当局实施了非常规货币政策和财政刺激，但受制于银行体系不良贷款挤压、货币政策传导机制不畅和劳动力市场僵化等难题，日本在很长时间内一直难以摆脱通缩陷阱，也未能实现持续的经济复苏，这充分说明及时解决金融系统内在弊病、有效实施结构性改革在应对长期通缩问题上的必要性

表1 不良通缩的案例对比

	大萧条	日本“失去的十年”	全球金融危机
主要原因	总需求急剧下降	资产泡沫破裂、国内需求疲软、产能过剩、产业结构调整缓慢	房地产市场崩溃、信贷市场萎缩、全球金融市场动荡
应对措施	紧缩性政策	低利率、量化宽松政策和财政刺激计划	零利率、多轮量化宽松政策和经济刺激计划
成效	错误应对导致通缩螺旋和严重的经济衰退	长期的结构性难题限制了通缩应对方案的有效性，经济复苏乏力	有效稳定了金融市场，避免了大萧条式的通缩螺旋和经济衰退

和重要性。

五、结论与启示

通货紧缩是一个复杂的经济现象,涉及货币、价格以及二者关系等经济学领域的核心议题,对经济增长和社会发展都具有重要影响。其思想渊源可以追溯到经济思想的发端,重商主义学派、洛克、休谟、古典学派、马克思、凯恩斯学派、货币主义者的部分思想与观点对通货紧缩理论的发展做出了巨大贡献。目前学术界对通货紧缩的概念界定大体可以分为单一标准定义和复合标准定义。在单一标准下,通货紧缩仅仅表现为一种价格现象,国外大多数主流宏观经济学教科书均将通缩定义为一般物价水平全面持续下跌。通货紧缩的发生概率很高,其造成的经济后果有好有坏,这一定义下的通缩是一个实证意义上的中性概念,与之伴随的经济后果有好有坏,不能与经济衰退混为一谈。在复合标准下,通货紧缩不仅是价格现象还是货币现象和实体经济现象,通常被定义为物价总水平和货币供给量持续下降、有效需求不足和经济衰退,这一定义下的通缩内涵了不利的经济后果,是一个相对贬义的概念,是市场主体和政策制定者非常担忧的宏观经济问题。

从管理通缩预期和避免概念混淆的意义上讲,单一标准定义有明显的两点优势:其一,研究者能够在相对简单明了的统一概念范畴内讨论通缩问题;其二,这一概念的中性特征能够降低市场主体“谈通缩色变”的恐惧心理,减少因不利通缩预期而导致的内生性通缩螺旋。在单一标准定义下,通货紧缩可以根据与之伴随的经济表现分为良性通缩和不良通缩两大类。

关于两类通缩的丰富历史经验,不仅凸显了通缩机制的复杂性和恶性通缩的破坏力,而且揭示了通货紧缩的主要经济后果,还为政策制定者应对不良通缩提供了深刻的经验和教训。

大萧条、日本“失去的十年”和全球金融危机等历史案例表明,不良通缩主要从如下四个方面对经济社会发展造成不利影响。其一,抑制消费和投资支出。当物价普遍持续下降时,消费者会预期未来物价将继续下降,因而推迟购买,导致整体消费支出

减少,进而降低商品和服务的总需求水平;面临产品价格持续下跌和总需求不足等问题,企业会缩减投资及研发支出,导致产出水平下降,减缓经济增长并抑制技术创新。其二,降低平均工资水平、增加失业率和劳动市场摩擦。面临通缩导致的利润下降和资产缩水等问题,企业会通过降低工资或直接裁员等方式削减用工成本,工资水平下降和失业率增加又会引起雇员和雇主的行为扭曲,增加劳动力市场的内在摩擦和供求失衡。其三,实际债务负担加重、资产价格下跌、金融市场不稳定上升、货币政策有效性降低。随着物价水平下降,债务人的实际债务负担加重,债务收入比的攀升使得债务偿还压力骤增,引发资产超卖或债务违约,资产价格下跌和抵押品减值放大金融中介机构的资产负债表压力,金融中介的谨慎行为,引发信贷收缩的恶性循环,金融系统的不稳定性攀升,通缩预期不断强化,经济进入流动性陷阱,利率水平触及有效下限,政策利率等常规货币政策工具将完全失效,无法刺激总需求水平。其四,收入不平等加重、社会阶层进一步分化、社会不稳定性上升。通缩造成的物价下跌和工资下降主要影响债务人及劳工阶层等低收入群体,而高收入阶层一般都拥有相对稳定的工资水平、多元化的资产配置和信贷获取渠道,这种状况加重了收入不平等,并造成社会阶层的进一步分化,引发社会阶层对立和民粹主义运动等社会不稳定事件,严重影响社会经济秩序。

历史经验表明,应对不良通缩的不同政策工具在其有效性上存在明显差异。在大萧条的初期,美联储及其他国家央行不仅没有及时采取有效的扩张性货币政策,反而在金本位制度等因素的限制下盲目实施了严厉的紧缩性政策,使得大萧条时期的通缩压力和经济衰退程度严重被放大。全球金融危机的政策应对明显吸取了大萧条的历史教训,各国央行和财政部果断采取协调一致的扩张性政策,货币宽松和财政刺激协同发力,在较短的时间内稳定了金融市场,避免了大萧条式的通缩螺旋和经济衰退。日本应对“失去的十年”的经验表明,非常规货币政策和财政刺激政策不足以有效应对结构型通

缩,还应及时解决银行不良贷款挤压等金融系统弊病,疏通货币政策传导机制,调整优化产业结构并纠正劳动力市场僵化等经济体系的内在问题。

以史为鉴,政策制定者或许可以在应对不良通缩问题上得到如下几点启发。其一,应对通缩风险需要综合运用宽松货币、财政刺激和结构调整三大政策工具(张平,2015)。扩张性货币政策有助于稳定物价水平并降低通缩预期,财政刺激政策可以快速提振总需求,结构调整政策则用于解决经济系统潜在的产业结构失衡、劳动力市场僵化等问题(郭克莎,2016)。其二,应对通缩风险需加强经济指标和 market 情绪监测,在出现通缩压力时果断行动、积极引导并分化市场预期,避免市场形成关于通缩预期的羊群效应。其三,加强国际宏观经济政策协调,避免竞争性贬值、贸易限制措施等以邻为壑政策带来的协调失灵难题,充分发挥国际组织及全球治理平台的作用,合作应对全球性通缩压力。其四,强化政府在再分配领域的作用,通过再分配政策调节收入不平等,通过补贴等方式保障低收入群体的最低工资水平和基本生活要求,针对失业群体广泛开展教育和技能培训,提高劳动力市场的匹配效率,完善社会保障体系的托底功能,筑牢社会保障安全网,保障极端通缩情况下的社会秩序稳定。

注释:

①“在每一个国家,随着民间的金银量的增加,货物的价格必定上涨,因此,如果任何一个国家的金银减少,那么一切货物的价格也必将随着货币的减少而相应地跌落。”(杰科布·范德林特《货币万能》1734年伦敦版第5页,转引自马克思:《资本论(纪念版)第一卷》,中共中央马克思恩格斯列宁斯大林著作编译局编译,人民出版社2018年,第146页)

②“如果我们把世界上现有的金银量同现有的商品总量相比较,那么每个单个产品或商品一定可以同一定量的货币相比较。我们假定世界上只有一种产品或一种商品,或者说,只有一种东西可以买,而且它像货币那样可以分割,这个商品的一定部分就会相当于货币量的一定部分,这个商品总量的一半相当于货币总量的一半,等等……商品价格的决定总是基本上取决于商品总量和货币符号总量之间的比例。”(孟德斯鸠《论法的精神》,《孟德斯鸠全集》第3卷第12、13页,转引

自马克思:《资本论(纪念版)第一卷》,中共中央马克思恩格斯列宁斯大林著作编译局编译,人民出版社2018年,第146页)

③谢平和沈炳熙(1999)认为物价下跌与广义货币增长并存的现象是特殊货币构成结构的结果:广义货币量虽然增长,但其中强流动性部分却可能持续萎缩。潘士远和章耀(2017)将中国2011—2015年广义货币增长和通货紧缩共存的现象,归因于生产效率较低的国有企业比民营企业容易获取超额贷款,国企增持的流动性吸收了大部分增发的广义货币,导致经济出现通货紧缩。

④根据Bordo和Filardo(2005)的测算,大萧条时期美国的物价水平下降6.8%,加拿大下降6.2%,德国下降5.7%,英国下降3.8%和法国下降4.4%。美国的实际产出下降7.6%,加拿大下降8.4%,德国下降2.7%,英国下降1.0%和法国下降2.2%。

⑤与坚持金本位和固定汇率的这种情况类似,中国香港特别行政区在1998年11月至2004年7月经历了长达68个月的持续通缩,这期间中国香港金管局坚守联系汇率制度的政策取向,也是导致其通缩持续时间长、经济下行幅度大的重要原因。在银行系统运作良好的情况下,中国香港金管局本可以更快地实施扩张性货币政策刺激通胀,但这必然要以放弃联系汇率制度为代价。中国香港金管局认为在信用货币时代,货币当局因遵守承诺所获得的货币信誉远比通胀和贬值带来的短期收益更重要,并于1998年9月及时推出了港币兑美元弱方兑换保证,即金管局保证持币人在港币币值到指定水平时可以按固定汇率把港元兑换为美元。中国香港的经验表明,不采取刺激政策虽然承担了持续通缩的经济调整成本,但却牢固树立了香港金管局的信誉及其维持港币稳定的承诺。

⑥凯恩斯在《就业、利息与货币通论》中不仅提出了针对个人储蓄的“八个具有主观性的、抑制个人将收入用于消费的主要动机”——“谨慎(Precaution)、远虑(Foresight)、筹划(Calculation)、改善(Improvement)、独立(Independence)、进取(Enterprise)、骄傲(Pride)和贪婪(Avarice)动机”,而且总结了针对中央及地方政府、社会组织和企业等机构的四大储蓄动机——“进取动机(The motive of enterprise)、流动性动机(The motive of liquidity)、改善动机(The motive of improvement)和金融谨慎动机(The motive of financial prudence)”。

参考文献:

- [1]方昕:“警惕通缩风险,完善宏观调控”,《金融研究》2016年第2期。
[2]郭克莎:“防范通货紧缩及通缩预期对经济增长的影响”

响”,《财贸经济》2016年第2期。

[3] [德]卡尔·马克思:《资本论(纪念版)第一卷》,中共中央马克思恩格斯列宁斯大林著作编译局编译,人民出版社2018年。

[4] 卢瑾:“试析通货紧缩的触发机制及持续性”,《云南财经大学学报》2010年第4期。

[5] 潘士远、章耀:“货币超发下的通货紧缩——基于新货币主义的视角”,《浙江大学学报(人文社会科学版)》2017年第5期。

[6] [美]斯坦利·L.布鲁、兰迪·R.格兰特:《经济思想史(第7版)》,邸晓燕等译,北京大学出版社2008年。

[7] 谢平、沈炳熙:“通货紧缩与货币政策”,《经济研究》1999年第8期。

[8] 殷剑峰:“通货紧缩的成因与应对”,《中国金融》2015年第6期。

[9] 张平:“通缩机制对中国经济的挑战与稳定化政策”,《经济学动态》2015年第4期。

[10] 张启迪:“中国会出现债务通缩吗?——基于新债务通缩理论框架的预判和防范”,《世界经济研究》2017年第6期。

[11] 钟红、李宏瑾、苏乃芳:“通货紧缩的定义、度量及对当前经济形势的判断”,《国际金融研究》2015年第7期。

[12] Atkeson, A., and P. J. Kehoe, 2004, Deflation and Depression: Is There an Empirical Link? *American Economic Review*, 94(2): 99-103.

[13] Bernanke, B. S., 1983, Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *American Economic Review*, 73(3): 257-276.

[14] Bernanke, B. S., and H. James, 1990, The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison. NBER Working Paper, W3488.

[15] Bernanke, B. S., M. Gertler, and S. Gilchrist, 1996, The Financial Accelerator and the Flight to Quality. *The Review of Economics and Statistics*, 78(1): 1-15.

[16] Bordo, M. D., B. Eichengreen, and D. A. Irwin, 1999, Is Globalization Today Really Different than Globalization a Hundred Years Ago? NBER Working Paper, W7195.

[17] Bordo, M., and A. Filardo, 2005, Deflation and Monetary Policy in a Historical Perspective: Remembering the Past or Be-

ing Condemned to Repeat It? *Economic Policy*, 20(44): 800-844.

[18] Borio, C., M. Erdem, A. Filardo, and B. Hofmann, 2015, The Costs of Deflations: A Historical Perspective. *BIS Quarterly Review*.

[19] Borio, C., and A. J. Filardo, 2004, Looking Back at the International Deflation Record. *The North American Journal of Economics and Finance*, 15(3): 287-311.

[20] Eichengreen, B., 1992, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*. Oxford University Press.

[21] Fisher, I., 1933, The Debt-deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, 1(4): 337-357.

[22] Friedman, M., 1956, *The Quantity Theory of Money: A Restatement*, Friedman, M., *Studies in the Quantity Theory of Money*. University of Chicago Press.

[23] Friedman, M., and A. Schwartz, 1963, *A Monetary History of the United States 1867-1960*. Princeton University Press.

[24] Friedman, M., 1968, *Dollars and Deficits: Inflation, Monetary Policy and the Balance of Payments*. NJ: Prentice-Hall.

[25] Keynes, J. M., 1936, *The General Theory of Employment, Investment, and Money*, reprint edition(2018). Cham: Springer Nature.

[26] Korinek, A., and E. G. Mendoza, 2014, From Sudden Stops to Fisherian Deflation: Quantitative Theory and Policy. *Annual Review of Economics*, 6(1): 299-332.

[27] Mendoza, E. G., and K. A. Smith, 2006, Quantitative Implications of a Debt-deflation Theory of Sudden Stops and Asset Prices. *Journal of International Economics*, 70(1): 82-114.

[28] Minsky, H. P., 1982, Debt Deflation Processes in Today's Institutional Environment. *PSL Quarterly Review*, 35(143).

[29] Romer, D., 2019, *Advanced Macroeconomics*, Fifth Edition. McGraw-Hill Education.

[30] Tobin, J., 1982, *Asset Accumulation and Economic Activity: Reflections on Contemporary Macroeconomic Theory*. University of Chicago Press.

[31] Wolfson, M. H., 1996, Irving Fisher's Debt-Deflation Theory: Its Relevance to Current Conditions. *Cambridge Journal of Economics*, 20(3): 315-333.