

『211工程』重点建设项目
金融
学
教学
研究
参考
书系



The Death of Inflation

Surviving & Thriving in the
Zero Era

通货膨胀 与 通货紧缩

[英] R. 布托 著

刘锡良 主译

西南财经大学出版社

by Roger Bootle

『211工程』重点建设项目金融学教学研究参考书系

The Death of Inflation

Surviving & Thriving in the Zero Era

通货膨胀与通货紧缩

[英] R. 布托 著
刘锡良 赵明键 凌秀丽 译
西南财经大学出版社



MAY 34/09

by Roger Bootle

图书在版编目(CIP)数据

通货膨胀与通货紧缩 / (英)R. 布托著; 刘锡良译. —
成都: 西南财经大学出版社, 2004. 1

ISBN 7-81088-061-6

I. 通... II. ①布... ②刘... III. 通货膨胀—
研究 IV. F820.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 007149 号

通货膨胀与通货紧缩

[英] R. 布托 著

刘锡良 主译

责任编辑: 方英仁

封面装帧: 穆志坚

出版发行:	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址:	http://www.xcpress.com/
电子邮件:	xcpress@mail.sc.cninfo.net
邮政编码:	610074
电 话:	028-87353785 87352368
印 刷:	四川机投气象印刷厂
开 本:	890mm×1240mm 1/32
印 张:	7.5
字 数:	186 千字
版 次:	2004 年 1 月第 1 版
印 次:	2004 年 1 月第 1 次印刷
书 号:	ISBN 7-81088-061-6/F·055
定 价:	21.80 元

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。

有关报刊、人物对此书的评论

雷格·布托的这本经济大作具有很强的可读性,它不仅使人们摆脱了对通货膨胀的恐惧,而且生动地解释了当前世界经济所处的状况。

——维廉姆·凯甘

这是一本有趣且及时的著作,它使用通俗易懂的文字,精辟地分析了过去多年的通货膨胀轨迹。作者雷格·布托阐释了零通货膨胀的意义和好处,尽管作者谨慎地指出在向零通货膨胀过渡的过程中会产生很多调整性问题,但最终结果是好的。他提醒人们:零通货膨胀将直接影响金融资产。假如当通货膨胀确实已不复存在,而市场并没有意识到这一点时,西方世界将会受到高得足以引起经济危机的真实利率的困扰。

——尼·弗曼

雷格·布托是一个非常有智慧的经济学家,他的这本大作值得一读。

——《星期日邮报》比尔·詹姆森

这本著作通俗易懂,书中提出了一些新的经济学观点,为个人、企业、投资者、政府清楚地解释零通货膨胀的含义,其见解与众不同。

——《大众周刊》

这本由伦敦顶尖评价员写的书预示通货膨胀已成为过去,对解决

当前的经济问题做出了一定的贡献。

——前英国驻美国大使、
BBC 经济评论员 彼特·杰伊

布托的这本著作写得很生动,相信会给读者很多启发,尤其是其中的一些图表、曲线图及历史数据都是很有说服力的。

——《机构投资者》大卫·弗莱

这本书首次提出通货膨胀已经成为过去,目前,中央银行官员所面对的成功是通货紧缩。近期一些事件证明,布托的绝大部分观点是正确的。人们应把自己原有的固定思维调整到通货膨胀已过去的观点上来。

——《商业周刊》

这本书非常值得一读,九个章节结构紧凑、一气呵成,充分说明了在竞争全球化的今天,通货膨胀之害已不复存在。这本书一定莫错过。

——《选择》

该书的论据是很有说服力的,它的出版或许算得上是 1970 年石油危机后,在政治、经济生活中最具决定意义的事件。

——《观察家》维尔·胡东

再版序言

我首先声明,这本书针对的对象主要是大众读者,而不是我的同行——经济学家(当然要排除评论家)。因此,该书从头到尾,我尽量不用专业术语,尽量不用过深的理论,尽量减少一些注释。

本书分3部分。第1部分阐释了我的论点;第2部分讨论了个人与企业、财富与投资的重要性;在第3部分论述了通货膨胀及其利率的历史数据,并阐明了我的经济政策理论。我并没有完全忽略我的同行,所以,在第8章中,我提出了一些理论观点,但我尽量让这些观点能为普通读者所接受。

这次再版,我将第9章中的政策理论充分展开,以此说明欧洲货币联盟是如何影响我的看法的,并对本书第1版面世时所引起的争论做了回顾。至少到目前为止,我认为,我的阐述是很充分的。

或许这意味着,第1版面世所引起的争论会渐渐趋于平静,但我并不这样认为。我知道这本书是有争议的,所以我期望大家一起辩论,但是其中一些批评者远远脱离了实际情况,有些人甚至根本没有读过本书,仅凭想象认为书中的论点是什么。在第9章中我对他们做出了回应。

因为当今经济理论观点差异很大,所以我在写第8章时,感到非常困难。有些经济学家开始信奉货币主义无用论,可以对货币供给置之不理。然而,有些经济学家却仍坚持认为分析货币供给趋势有助于理解和预测通货膨胀。

更为重要的是,当我在各种演讲会上提出我的观点时,我发现那些

非货币主义者在讨论这本书的中心议题——通货膨胀时，也会用货币主义的框架思考问题。这可能是因为如果没有这个理论框架，通货膨胀的起点、历史过程、预期、规则都将是不确定的。因此，我认为讨论货币供给是不是能完全解释通货膨胀，以及各种实际的经济力是如何相关联是必要的。

尽管我深信通货膨胀很可能会处于一个非常低的水平，有时可能还会呈现负数。但是我必须面对一个现实，即这种观点可能被事实证明是错误的。即使我的主要观点是正确的，但是一场曾未预料过的战争也会使通货膨胀率扶摇直上。虽然，对过去的经济现象进行讨论不会太有风险，但是正如凯恩斯所说的：“如果在狂风暴雨季节里，经济学家们仅仅告诉我们，风暴过去之后平静的海面将再次出现，那么他们的工作就太容易、太没用了。”

事实就是这样，无论我们知道与否，我们都生活在对将来的某种假设前提下。在金融领域，很少有比通货膨胀更重要的假设，我坚信我们现在所做的关于通货膨胀的假设已经基本改变了。因此，如果我只提出了通货膨胀的历史而没有提及几年前流行的正统学说，那么这会使读者感到失望，所以在本书结尾时，我谈及了这一点。

在我写这本书的过程中，许多人给了我很多帮助。我首先要感谢约翰·希克教授，当我读他的研究生时，他首先给我介绍了英国通货膨胀的历史，并使我慢慢意识了解到通货膨胀的历史比了解通货膨胀本身显得更为重要。

我深感幸运，因为很多人读过我部分或全部的手稿，并对其进行了校对，同时也提出了建议。在此，我非常感激布瑞·布莱克逊、戴维德·巴瑞特、斯蒂芬·希尔科特等等。

我也感谢我在汇丰银行的同事，尤其是乔纳森·鲁尼斯和安·塞芬逊，他们努力为我搜集数据、绘图、阅读草稿，给予我极大的帮助。同时，我也感谢那些出席我各种演讨会的同仁，不论他们是否赞同我的观点。我感谢我的秘书玛瑞恩·瑞里，她在完成分内工作的同时，不知疲惫地为这本书的出版效力。我感谢沃特·爱莲，是他鼓励我写这本书，

并把我介绍给充满智慧、勇于创新的出版商尼克拉斯·布勒。

我特别感谢我的公司汇丰银行集团对我的慷慨和理解,虽然我是利用工作之余的时间完成这本书的,但是公司让我从日常工作中解脱出来,使我有更多的精力。然而,书中的观点仅代表我个人的观点,并不代表汇丰银行集团和以上提及之人的观点。最后,我要感谢我的妻子,是她耐心地陪我花费了无数的夜晚、周末、假期才完成这本书。

尽管许多人给予了我很多的帮助,但是书中难免存在纰漏之处,这完全是我个人的疏忽。

雷格·布托

1997年2月于伦敦

目 录

第一部分 通货膨胀的终结

- 第 1 章 零通货膨胀时代..... (1)
- 第 2 章 竞争市场的胜利 (31)

第二部分 零通货膨胀时代:从死里逃生到欣欣向荣

- 第 3 章 持续上涨的房价会回落吗? (63)
- 第 4 章 主宰未来经济的金融市场 (84)
- 第 5 章 零通货膨胀时代的个人理财..... (112)
- 第 6 章 商业挑战..... (137)

第三部分 通货紧缩经济和通货再膨胀经济

- 第 7 章 涨涨跌跌:对通货膨胀和利率的历史回顾 (159)
- 第 8 章 经济学家的反思..... (181)
- 第 9 章 对政策制定者的建议..... (203)

第一部分 通货膨胀的终结

第1章 零通货膨胀时代

要颠覆现有的社会基础,没有比让货币贬值更精妙、更可靠的了;这个过程具有经济规律所有暗藏的破坏力量,并且只有百万分之一的人才能察觉出。

——J.M. 凯恩斯

一百年以来,世界承受着价格水平周期性变化的痛苦,它带来了周而复始的经济危机和贸易萧条……这样说并不过分:可变的货币标准的邪恶是文明所必须解决的最严重的经济邪恶。

——欧文·费舍尔

设想一个没有持久通货膨胀、经济景气的社会:商店里的价格水平有几年下降,有几年上升;工资水平在经济景气的年份提高2%或3%,在经济不景气的年份不变或下降;房价有涨有落;

利率在 2%~4% 的区间内浮动。

这完全是虚构的吗？不。在第二次世界大战之后、价格水平开始持续上涨之前的这段期间里，情况就大致如此。我相信这就是西方国家正逐渐重现的世界。

通货膨胀是一个价格持续上涨的过程，它意味着货币价值的持续下降。这个过程已为我们的思维和行为习惯所认可。在过去 60 年中出生的人都经历了价格的持续上涨。人们也很自然地假设未来将会出现和过去相似的价格上涨。虽然这种假设有时能被彻底推翻，例如人们认为二战后将会与 30 年代的情况相似，70 年代将会和 60 年代的情况相似，而这些假设在后来都被推翻了。有时，历史的发展会出现断点。而现在，断点也正在出现。

东、西方的通货膨胀

如今，通货膨胀的环境已发生了巨大的变化。日本就是一个很明显的例子。1995 年，令日本政府倍感头痛的并非是通货膨胀的威胁，而是对通货紧缩的恐惧，因为许多价格已经下跌。日语中对此有一个不可思议的表达方式：价格毁灭。

日本于 1990—1991 年实行的高利率，导致了“泡沫经济”（而后又通过强势日元汇率的效应使之有所加剧）的出现，使其经历了资产价格指数的崩溃。如图 1-1 所示，土地价格从 1991—1996 年持续下降，同时日经指数从 1990 年的近 40 000 点高位降至 1995 年的 15 000 点之下的低位，1997 年 2 月反弹性上涨也仅达到 18 000 点。1996 年 12 月批发物价指数也比 1990 年降低了 7% 左右。

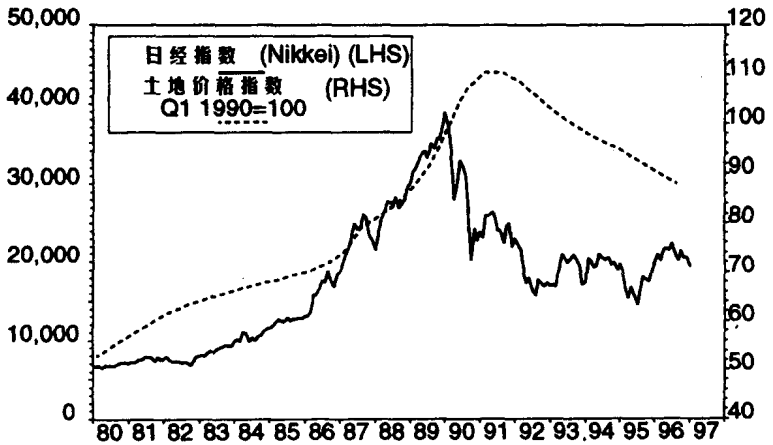


图 1-1 日本资产价格,1980—1997 年

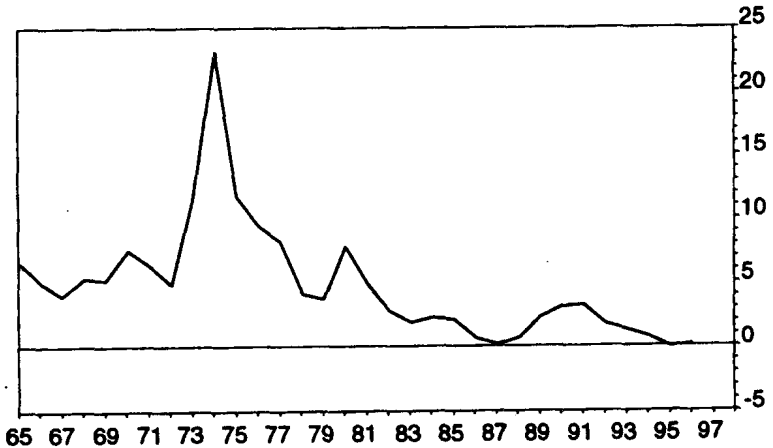


图 1-2 日本通货膨胀,1965—1996 年

图 1-2 显示,消费物价上涨幅度也大幅回落。甚至是在一个低效的、价格反应迟缓的分销体系中,1995 年的价格也几乎没有上涨。实际上,1995 年 11 月的年通货膨胀率只有 0.5%。随

后的年通货膨胀率甚至更低——1996 年仅为 0.1%。如果分销体系以更低的成本把充足商品供给消费者,那么,毫无疑问,日本的消费物价早就会持续下降。日本和欧洲与北美国家一样,在六七十年代经历了严重的通货膨胀。日本经济也只是在近期才从高通货膨胀经济转为在通货紧缩边缘徘徊。

然而通货膨胀率的降低并没有带来天堂般的情景,反而把日本经济带到了灾难的边缘:金融体系陷入令人绝望的深谷,资本市场受到巨大震动,股票市场在崩溃的边缘徘徊,银行系统陷入困境。1995 年底,日本政府将利率削减到 0.5%,这一措施触及到传统货币政策的底线。

尽管日本出台了几套实质性的措施,如增加开支和减少税收,以刺激需求(著名经济学家凯恩斯的追随者所倡导的政策),但是日本政府在考虑大规模地运用这些措施来弥补经济的同时,却使事情变得更加糟糕。由于日本出现人口老龄化,反对派担心这样会造成长期财政的恶化。日本经济在 1997 年确实又增长了,但是无人相信危机已经过去。这并非只是日本所遇到的难题。在整个西方,即使通货膨胀率很低,政府的负债水平也很成问题。如果经济转变为紧缩,大多数西方国家也会很不情愿地采用凯恩斯主义的矫正措施。

我们可能会认为,人们对通货紧缩经济学的理解已经很透彻,20 世纪 30 年代发生的经济大萧条不可能再重演。但是日本的经历还是再一次向我们敲响了警钟:通货紧缩的威胁并没有结束。事实上,在世界七大国(即七国集团或 7G),通货膨胀已经消失(如图 1-3 所示)。即使通货膨胀率没有达到日本的水平,但也已经降到与 60 年代相同的水平。1996 年,法国的通货膨胀率约为 2%,德国和加拿大低于 2%。虽然几个经历了币值走弱的国家,通货膨胀率的确显得稍高,如西班牙超过 3%,意大利年初超过 5%,年底降到 3%之下。但与这些国家历史上的通货膨胀数据相比,这些比率仍是较低的。即使在通货膨胀最严

重的国家中,英国的通货膨胀率也仅为2.5%。而且就如我将要阐明的一样,不仅仅是日本,许多国家都面临着通货紧缩的威胁。1996年,通货紧缩的局面在瑞典就已出现。

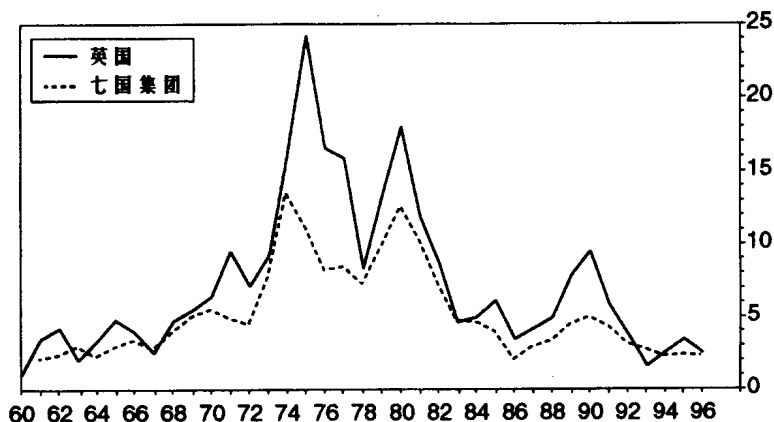


图 1-3 七国集团和英国的通货膨胀,1960—1996 年

实际上,西方国家价格水平在下降,公布的通货膨胀数据不是很符合实际。由于都没有充分考虑人们所购商品的质量提高,忽视了新的产品出现,如计算机和移动电话(这些商品的价格都趋于下降),也未认识到消费者把目光转移到更便宜商品以及供应渠道改变的影响,官方的测算夸大了实际的通货膨胀率。

对于通货膨胀率被高估的幅度有多大,经济学家们的意见并不一致,但绝大多数认为其幅度在 0.5%~2% 之间。1996 年底,BOSKIN 委员会的报告认为,美国消费物价指数将通货膨胀率高估了 1.1%。大多数西方国家都可能出现类似的情况。这意味着,在 1994 至 1995 年间,当世界货币当局和金融市场受到通货膨胀危险来临的困扰时,许多西方国家实际上却并不存在通货膨胀问题。日本的通货膨胀率为负数,法国和加拿大的通货膨胀率为零,英国和美国的通货膨胀率幅度很小,而德国的通货膨胀也微乎其微。

但在世界其他某些国家,却出现了完全不同的情况。例如,中国 1994 年的通货膨胀率超过 20%,亚洲“四小虎”的经济或多或少也存在通货膨胀问题。另外,许多拉美国家、东欧和前苏联的通货膨胀率持续偏高。在第 2 章,我将对比分析“东西方”之间的差异。(这里“东方”国家指所有的新兴国,而把日本划分为“西方”国家,尽管这样划分悖于地理事实)

然而除了日本,其他国家的媒体评论员和金融市场都极不愿意去认识通货膨胀的环境所发生的变化程度。他们倾向于把注意力集中在某些能导致通货膨胀的因素上——商品价格水平、医疗费、失业率降低对劳动成本的影响,或汇率疲软。但事实一遍又一遍地向他们的悲观主义提出挑战。

1996 年 12 月,经历了就业的长期强劲增长后,美国消费物价指数(CPI)只有 2.6%,高于全年其他月份,但低于前两年的平均水平。而且,尽管食品和能源价格高了许多,但 1996 年仍是连续 5 年以来,消费物价指数上涨幅度低于 3%的一个年份。同时,从 5 年前的经济扩张开始到 1996 年底,生产价格水平上涨了 10%多一点,而前四次经济扩张的平均上涨幅度接近 20%。1996 年,消费价格上涨率(包括医疗,但不包括能源消费)甚至低于 3.5%。

自从 1992 年 9 月英国货币脱离了汇率机制之后,英国在承受了较低汇率带来的巨大通货膨胀压力下,其通货膨胀率仍持续降低,完全出乎人们的预料。1994 年的通货膨胀率 2.5%,1995 年虽有所上升,但只是上升幅度很小。低通货膨胀率也不是建立在低增长的代价之上的;相反,从汇率机制中退出后,英国成为经合组织中经济增长较快的国家之一。值得注意的是,在英国失业率降低的同时,人均收入增长水平也缓慢地降低了。

这成为北美和新西兰的几个国家共同关心的问题。美国 1996 年的失业率保持在 5.5%之下,而平均小时工资只上涨了 3.25%。在多重因素(第 2 章中阐述)——技术的变革、权力弱

化的工会、更富竞争力的环境和工作形式的改变——的压力下，工资水平完全不同于以前的表现方式。如果工资没有上涨，那么物价也就不会上涨。正是由于没有认识到劳动力市场上这些变化的程度和意义，诸多的预言家才会对通货膨胀环境表现得太悲观。

虽然，高通货膨胀时代已经结束，但没有人能完全肯定其导致的缘由。

货币政策制定者的希望：通货膨胀最小化

政策制定者的目标和希望是通货膨胀最小化，即建立一个价格水平持续每年轻微上升的机制。虽然国与国之间通货膨胀率的准确数有所不同，但联邦德国中央银行、法国银行、加拿大银行、英国银行、新西兰储备银行的确切政策目标，是使通货膨胀率达到或保持在0~3%的范围内。而美国联邦储备银行并没有如此精确的通货膨胀率目标，但是，它所暗含的目标和上述国家的政策目标很相似。

各国的通货膨胀率目标之所以是控制在最小限度而并非零通货膨胀率，一部分原因是出于“轻微通货膨胀也有好处”的想法，另一部分是出于上述事实：官方的测算夸大了实际通货膨胀率。如果政府测算的通货膨胀率在0~3%的范围内，那么实际的通货膨胀率将更小。若测算的通货膨胀率没有偏差，那么政策目标就与零通货膨胀率非常接近。

通货膨胀最小化也已成为学术界和评论界的既定信条。对于大多数厂商和消费者而言，也并不陌生。虽然通货膨胀最小化可能并不完全可靠，但它至少不会产生直接的威胁，它意味着更多的安全、更少的威胁。

我们中的愤世嫉俗者可能试图争辩：正是由于所有这些集团都为此期待、希望或计划，通货膨胀率最小化即令人舒服的通

货膨胀率就不可能实现。历史告诉我们,总会发生一些事,来破坏这些希望。在中央银行领导的思维的最隐密处,把通货膨胀作为重要的备用政策,试图把我们带回到价格暴涨、高利率和经济不稳定的 70 年代。但在我看来,如果有什么事可以令人震惊的话,那就很可能是 30 年代以来首次重现的价格回落。

目前,价格紧缩远非政策制定者的意图。当然,他们打算并致力于某个目标,但实际的结果可能完全不一样。世界各国政府和中央银行既没有计划、预测或预期 30 年代的大衰退,也没有计划、预测或预期 70 年代爆炸式的通货膨胀。然而,事实推翻了他们的希望、意图和计划。在当前条件下,他们制定政策以此实现价格难以上升的机制,这种冒险导致结果将不是高通货膨胀率的回归,而是价格的紧缩。

正是由于没有预料到这种情况的发生而准备不足,很可能会导致极其危险的后果。如果通货膨胀率最小化是对未来的希望,那么价格的紧缩就是人们的恐惧。

价格降低所引发的问题

降低通货膨胀率很可能导致通货紧缩。如果经济体系完全朝着通货膨胀最小化的方向调整,那么价格水平降低的危险就可能很小。但情况并非如此。在持续通货膨胀的假设下,消费者已经负债累累,尤其是购置资产所负的债务;但若没有资产,他们会感到债务更加沉重。许多公司既是债务负担者,又是不动产的实际拥有者。所有西方国家的政府都背负着巨大的债务,特别是长期固定利率债务。当通货膨胀率降低时,他们所支付的利息将比原先预算的更多,而且其资产负债表会因此恶化。

当通货膨胀率降低时,所有这些因素的影响是抑制开支、削弱信心。理论上,获益者的收益应该可以抵消受损者的损失,他们可能带来能抵消由债务人产生的通货紧缩力量的力量。但有