

金融瞭望
评论

五年珍藏版

(美) 本·S. 伯南克 著

宋芳秀 寇文红 译

『十二五』国家重点图书出版规划项目
当代财经管理名著译库

大萧条

Essays on the

Great Depression

Ben S. Bernanke

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press



金融瞭望
译丛

五年珍藏版

(美) 本·S·伯南克 著

宋芳秀 寇文红 译

『十二五』国家重点图书出版规划项目
当代财经管理看译库

大萧条

Great Depression

Ben S. Bernanke

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 东北财经大学出版社 2013

图书在版编目 (CIP) 数据

大萧条 / (美) 伯南克 (Bernanke, B. S.) 著; 宋芳秀, 寇文红译. —3 版.
—大连: 东北财经大学出版社, 2013. 1
(金融瞭望译丛)
书名原文: Essays on the Great Depression
ISBN 978-7-5654-1042-0

I. 大… II. ①伯… ②宋… ③寇… III. 经济危机-研究-世界-20 世纪
IV. F113.7

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 278465 号

辽宁省版权局著作权合同登记号: 图字 06-2006-70 号

Ben S. Bernanke: the Essays on Great Depression. First Edition

Copyright © 2000 by Princeton University Press, original ISBN 0-691-11820-5

First published by Princeton University Press, 41 William Street, Princeton, New Jersey 08540

In the United Kingdom: Princeton University Press, 3 Market Place, Woodstock, Oxfordshire OX20 1SY

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, including photocopying, recording or by any information storage and retrieval system, without permission in writing from the Publisher.

All rights reserved.

本书简体中文翻译版由普林斯顿大学出版社授权东北财经大学出版社独家出版发行。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可, 不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

东北财经大学出版社出版
(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

教学支持: (0411) 84710309

营 销 部: (0411) 84710711

总 编 室: (0411) 84710523

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连图腾彩色印刷有限公司印刷 北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm×240mm 字数: 343 千字 印张: 24 插页: 1
2013 年 1 月第 3 版 2013 年 1 月第 8 次印刷

责任编辑: 李 季 吉 扬 责任校对: 赵 楠 何 群
封面设计: 冀贵收 版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-5654-1042-0

定价: 39.00 元

序 言

相信很多人至今仍然对“大萧条”有着深刻的印象。1929年至1933年的“大萧条”使美国及整个资本主义世界陷入危机之中，是资本主义制度自产生以来面临的最大挑战。“大萧条”同样也促使人们对资本主义制度进行反思，客观上推动了资本主义制度的改进和经济学研究的发展。但如果认为“大萧条”只是“过去的事情”，只是停留在书本中的经济的糟糕表现和人们惊恐、失望的表情，那我们就大错特错了，正像本·S. 伯南克（Ben S. Bernanke）在大家即将看到的这本书中所说的：“大萧条不仅使宏观经济学成为一个独立的研究领域，而且还持续影响着宏观经济学家们的信条、政策建议和研究过程，而这一点常常没有被充分认识到。”

“大萧条”的表象有很多，抛开人们抑郁的心情和失望的情绪不论，“大萧条”的表象主要有以下几点：第一，股票市场崩溃。1929年10月美国股票市场崩溃，10月23日股市急转直下，10月24日（著名的“黑色星期四”）股市再次惨跌，此后，10月28日、10月29日，股市持续暴跌，此后的3年左右的时间，股市虽然偶尔回升，但整体趋势是不断下跌的。第二，产量和物价的急剧下降。1929—1933年，美国的GNP从9381亿美元下降到6621亿美元（按1929年不变美元价格计算），下跌近30%，同期CPI下降近25%。第三，失业情况严重。“大萧条”期间失业率从3%升至25%左右。第四，投资巨幅下降，1931—1935年净投资实际增长率持续为负。第五，名义利率极低。经济活动的急剧萎缩使名义利率极低，诸如商业票据的短期利率接近于零。

上述的现象使得“大萧条”成为几代美国人头脑中挥之不去的阴影，



但同时也为经济学家提供了难得的研究样本，按照伯南克先生的话来说，“解释大萧条是经济学的‘圣杯’”。

不同经济学流派的很多经济学家试图对“大萧条”作出合理的解释，比较有代表性的是凯恩斯主义的解释和货币主义的解释。

凯恩斯对“大萧条”的解释深深地影响及改变了宏观经济学的发展，凯恩斯对“大萧条”的解释强调了总需求的不稳定性，他认为“大萧条”之所以出现，正是由于总需求的急剧下降，而总需求的急剧下降又是由人们心理上的消费倾向下降趋势、灵活偏好和对未来的悲观预期所造成的，总需求不足是消费需求与投资需求不足的结果，边际消费倾向的下降趋势使消费的增长赶不上收入的增长，从而引起消费需求不足。而灵活偏好及资本未来收入的预期使预期的利润率有下降的趋势，从而与利率水平不适应，导致了投资需求不足。据此，凯恩斯提出了通过需求管理政策来刺激经济增长的主张，为政府干预经济提供了有效的理论基础，凯恩斯主义也由此占据了战后经济学的主流地位。20 世纪 40 年代初，汉森和威尔逊最早使用凯恩斯的经济理论对“大萧条”进行了研究，认为消费的不足以及相伴而来的对住宅需求的下降和投资机会的丧失，导致了收入崩溃的发生，而戈登的研究进一步证明了他们的结论。罗默在 20 世纪 90 年代的研究中认为 1929—1933 年的一系列冲击引起了总需求的下降，即股市的崩溃导致了一系列的国内支出冲击，这些冲击在“大萧条”的初始阶段起了重要的作用，而随后几年的货币冲击和美联储不当的货币政策操作又进一步强化了国内支出冲击的作用。罗默的研究在经验上支持了凯恩斯主义的观点，即“大萧条”是总需求的急剧下降造成的。

与凯恩斯同样伟大的货币主义的领军人物米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）在其与安娜·施瓦茨（Anna Schwartz）合著的经典著作《美国货币史：1867—1960》中，对“大萧条”的原因进行了简单而有力的解释，指出“大萧条”产生的原因是货币供给的外生性变化，即直接由 20 世纪 30 年代初货币供给的收缩引起。在 20 世纪 60 年代中期，货币主义者认为货币需求的主要决定因素是“恒久性收入”，而恒久性收入是稳定的（至少是变



化很小的), 故货币需求函数也是稳定的, 因此, 经济的不稳定大都可以归因于由货币当局引起的货币供应量的波动。弗里德曼集中分析了始于 1929 年的衰退是如何演变成“大萧条”的, 他认为 1929 年货币供给最初的温和下降转变成了 1930 年 10 月—1933 年 3 月的银行倒闭浪潮, 而美联储又没有及时通过公开市场操作或贴现窗口向困境中的商业银行提供流动性以阻止银行的倒闭, 由此引起了货币供给的急速下降和严重的经济衰退。此外, 由货币冲击带来的不确定性也加重了“大萧条”的影响。

凯恩斯主义和货币主义都认为总需求的变化是经济波动的原动力, 不同的是他们强调的总需求波动的原因不同, 凯恩斯主义强调自发支出下降是导致总需求下降进而导致“大萧条”的原因, 而货币主义则强调金融危机所引发的总需求下降才是“大萧条”的真正原因。

经济学家们围绕着到底是货币因素还是非货币因素是导致“大萧条”的原因进行了长时间的争论, 在争执不下的情况下, 近期比较流行的是一种折中的观点, 即货币因素和非货币因素都是导致“大萧条”的原因。

但是上述的这些对“大萧条”的分析存在一定的不完善之处: 首先, 在货币因素对“大萧条”的形成的作用方面, 虽然我们可以很容易地观测到, 在经济紧缩阶段, 货币供给、产出水平和价格水平都急剧下降, 在经济复苏阶段则快速上升, 但是货币供给、产出水平和价格水平这些经济变量之间的因果关系较难断定, 我们无法确切地知道哪些变量是“因”, 哪些变量是“果”, 这也导致了我们对货币因素和产出因素究竟哪个是“大萧条”的形成原因的无限制的争论, 并不得不接受了一个折中的观点。其次, 过去学者们专注于美国自身的情况, 如商业银行资产质量的恶化和股市中过度的投机泡沫等对“大萧条”加重的作用, 而没有在全球范围内考察“大萧条”, 没有考虑到发生在美国的“大萧条”是世界性萧条的最初原因, 也没有对经济紧缩在国家之间的传导途径进行分析, 这样“对大萧条的解释就不算完整”。

伯南克的这本新书为我们提供了一个对“大萧条”进行认识的全新视角, 不再将研究仅仅局限于美国自身的情况, 而是在世界范围内研究“大



萧条”。伯南克通过理论和实证相结合、以实证为主的方法，对“大萧条”进行了分析，并结合当时的金本位货币制度，说明了“大萧条”是如何在世界范围内扩散和传播的。这不但是对“大萧条”的回顾和研究，而且对今天的我们也有着重要的借鉴意义。

当前的世界正在经历着深刻的变化，经济的全球化和一体化、信息技术的迅猛发展使我们生活的地球越来越小，在现在的“地球村”里，各个经济体之间的联系变得空前紧密，任何经济体都不可能“独善其身”，一个经济体发生的震动或危机可以很快地传导到其他经济体，进而引起区域性甚至全球性的灾难，亚洲金融危机就是一个例子。在当前经济全球化和一体化的条件下，如果我们的研究还仅仅局限于一个单独的经济体或国家，而没有全球化的视角，这样的研究显然是不全面的，不符合我们所处时代的要求。伯南克的这本书站在全球化的视角研究了“大萧条”，虽然在“大萧条”发生的时代，各个经济体之间的联系没有今天这样紧密，经济全球化和一体化的程度也没有今天这样深入，但是伯南克的研究依然为我们树立了一个在全球化视角下研究经济问题的良好样本，为我们提供了一个在全球化的条件下分析问题的框架。问题虽然各有不同，但在研究中贯穿的方法是一样的，我们现在更应该注意在全球化的框架下分析问题，注意研究经济震动或冲击在国际间的传导途径，为我们应付区域性甚至全球性的经济问题提供支持。在这方面，伯南克先生是我们的榜样。

伯南克先生的这本书共9章，分成三大部分，第一部分是综述，第二部分着重研究货币及金融市场，主要从总需求的角度对“大萧条”的成因进行了研究，伯南克认为，总需求的下降是“大萧条”的重要原因，造成总需求下降的最主要原因则是世界范围的通货紧缩。伯南克将通货紧缩的原因归结为当时的国际货币体系即第一次世界大战后重建的国际金本位制度的先天不足。第三部分着重研究劳动力市场，主要从总供给的角度对“大萧条”进行了研究，伯南克认为，20世纪30年代名义工资对总需求下降的调整不够完全，且这种调整不能解决持续性的失业问题，从而导致了国民经济大大偏离了充分就业状态。



本书的各章都是独立的论文，但集结成书后仍不失结构的严谨，当然也不影响各章的独立性。

伯南克于2006年1月31日接替艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）成为新一任美国联邦储备委员会主席，他的学术主张受到了世人的极大关注，相信这本书对于大家深入了解伯南克的学术主张有极大的帮助，从某种程度上说，通过这本书我们也可以发现伯南克掌管下的美联储的政策动向。

我们今天研究“大萧条”这段历史，并不是要分清消费者、企业、股市、美联储在“大萧条”中的责任和到底是谁应该为“大萧条”负责，重要的是我们能从“大萧条”的这段历史中学到些什么，如何防止类似的经济衰退再次发生，至少再次出现类似的情况时我们不至于手忙脚乱，相信这也是伯南克先生写这本书的目的。

下面就请大家品味伯南克先生的这本书吧，相信大家在读过这本书后一定会有所收获。

艾洪建

译者导言

伯南克对大萧条的研究和对本次危机的治理

2006 年夏天，我们受东北财经大学出版社委托，翻译了现任美联储主席伯南克（Ben Shalom Bernanke）的著作《大萧条》（*Essays on the Great Depression*），并于 2007 年 4 月出版。当时全球主要经济体——美国、欧洲、中国和其他新兴市场国家——都处于经济周期繁荣阶段的顶峰，经济活动高涨、设备使用率攀至高峰、风险资产价格飙升、企业盈利增长迅速、失业率很低、国际贸易高速增长，全球经济欣欣向荣。在这种情况下，出版这样一部著作似乎很不应景。

但是很少人注意到，在 2006 年 11 月，美国次级房屋贷款债券价格综合指数（ABX index）就已经开始下降了，次贷部门的危机已经日益严重，逐渐蔓延到整个金融体系，成为一场全面的金融危机，并最终把全球实体经济都拖入衰退和萧条的深渊，使全球陷入 20 世纪 30 年代大萧条以来最严重的一场经济危机。在这一背景下，学术界、政界和商界人士迫切地需要了解金融危机和经济危机的成因、传导和治理，对各国政府、央行，尤其是美联储的货币政策进行预判，促成了本书和其他研究大萧条著作（例如奥地利学派经济学家 Murray Rothbard 的《美国大萧条》一书）的热销。从 2007 至 2010 年，本书修订 2 次，重印 6 次，并于 2010 年 8 月荣获 2009 年度中国引进版社科类优秀图书奖。

在 2006 年翻译本书时，译者宋芳秀在北京大学任教，寇文红还在北大



攻读博士学位，两人都是从学院到学院，从书本到书本，主要注重理论研究而疏于对经济实践的关注，对金融危机、经济危机、造成危机的各种机制的认识停留于纸面，这导致译本中存在不少纰漏，包括对原文的误解和误译。本书出版前后，宋芳秀前往美国访学，对此次危机有了切身的认识；寇文红则于 2008 年任职证券行业，四年来一直专注于对经济体制、经济运行机制，尤其是危机中的各种传导机制的跟踪和分析。随着对危机的理解越来越深入，我们对本书存在的纰漏越来越感到不安，这成了我们的一块心病。因此 2012 年初，得知本书即将修订时，我们决定对该书进行彻底的重译，以了却这桩心愿。

下面简要地介绍伯南克的学术生涯、本书的主要内容、伯南克对本次危机的看法、伯南克掌控下的美联储为了应对危机而采取的政策及有关争议，以及对中国的启示，希望有助于读者更好地理解本书的内容。

伯南克的学术生涯

伯南克的祖父 Jonas Bernanke 于 1899 年出生在奥匈帝国 Boryslav（今属乌克兰）的一个犹太家庭，32 岁时从波兰移民美国。伯南克于 1953 年 12 月 13 日出生于美国佐治亚州东部的奥古斯塔市（Augusta），后来在南卡罗来纳州东北部狄龙县（Dillon）的东杰斐逊（East Jefferson）大街长大。

伯南克小时候就有“神童”的称号，小学六年级时荣获南卡罗来纳州拼字比赛冠军，并差点得了全国冠军。他在狄龙县高中读书时，就开始自学微积分，并获得美国高中生最高荣誉——“美国优秀学生奖学金”。1975 年获得哈佛大学经济学学士学位，1979 年获得麻省理工学院（MIT）经济学博士学位。伯南克在 MIT 时代就开始研究大萧条。他的博士生导师、现任以色列央行行长、著名经济学家 Stanley Fischer 说：“伯南克发现真正导致大萧条的不是印钱的数量，而是银行停止借贷。问题并不单单是货币的下滑，而是信贷的崩溃。”这意味着在金融危机来临时，央行必须迅速地向金融机构注入流动性。这正是伯南克应对 2007—2009 年金融危机的举措之一

(详见下文)。

从 MIT 毕业后，伯南克前往斯坦福大学担任经济学助教，1983—1985 年担任经济学副教授，期间曾在纽约大学做访问学者。1985 年开始在普林斯顿大学任教授，1996—2002 年担任普林斯顿大学经济系主任。在此期间，除了在学术上颇有成就外，伯南克还慧眼识英才，为普林斯顿大学经济系招揽了不少人才，其中最著名的就是 2000 年力排众议聘请的克鲁格曼（Paul Krugman），后者于 2008 年荣膺诺贝尔经济学奖。

在普林斯顿大学任教期间，伯南克就在费城联储银行（1987—1989）、波士顿联储银行（1989—1990）、纽约联储银行（1990—1991、1994—1996）做访问学者，并担任过纽约联储银行学术顾问小组成员（1990—2002）。2002 年伯南克成为美联储理事，2005 年 6 月担任布什（George Walker Bush）总统的经济顾问委员会主席，随后于 7 月 1 日辞去了普林斯顿大学的教职。2006 年 2 月 1 日，布什总统任命伯南克担任美联储理事会（Board of Governors of the Federal Reserve System）理事，任期 14 年，2020 年 1 月 31 日到期。同时任命伯南克接替格林斯潘（Alan Greenspan）担任美联储理事会主席，任期 4 年，2010 年 1 月 31 日到期。2009 年 8 月 25 日，奥巴马总统（Barack Hussein Obama II）宣布他将任命伯南克再次担任美联储主席。奥巴马称，伯南克的学术背景、性格、勇气和创造性帮助美国在 2008 年阻止了一次大萧条。2010 年 1 月 28 日，美国参议院投票确认支持伯南克连任，2010 年 2 月 1 日到任，任期 4 年，2014 年 1 月 31 日到期。

因此，总体来看，可以以 2002 年为界，把伯南克的学术生涯分为两个阶段：

第一个阶段，2002 年之前，伯南克主要是待在象牙塔里潜心从事学术研究。他自称是个“大萧条迷”，自己“从大萧条中学到了很多关于经济运行的知识”（见本书序）。从 MIT 博士毕业之后，伯南克发表了一系列研究大萧条的论文（包括本书所收录的 9 篇论文），对大萧条的成因、金本位制对通货紧缩和大萧条的传导、各种传导机制、劳动市场的表现、劳动生产率的顺周期性等进行了全面的分析。这些研究奠定了他作为大萧条研究泰斗的



地位。另外，他还先后与 Julio J. Rotemberg 和 Kenneth Rogoff 等经济学家合作编辑出版了《国民经济研究局宏观经济学年刊》（*NBER Macroeconomics Annual*）1995 年第 10 卷至 2001 年第 16 卷。1998 年，他与 Thomas Laubach、Frederic Mishkin 和 Adam Posen 合作出版了《通货膨胀目标制：国际经验》（*Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*）。2000 年以后，他与 Robert H. Frank 合作出版了《经济学原理》（*Principles of Economics*）、《宏观经济学原理》（*Principles of Macroeconomics*）和《微观经济学原理》（*Principles of Microeconomics*）。此外还有其他一些著作。学术研究为伯南克带来了不少荣誉。他先后获得斯隆研究奖（Alfred P. Sloan Research Fellow）、古根海姆研究基金奖（Guggenheim Fellowship）等大大小小许多奖项，被聘请为《美国经济评论》（*American Economic Review*）等世界一流经济学刊物的编辑，并当选为世界计量经济学会（Econometric Society）会士和美国艺术与科学院院士。

第二个阶段，2002 年之后，伯南克进入美联储工作，这位以研究大萧条和通货膨胀目标制闻名的国际经济学和货币经济学泰斗开始参与美国货币政策的制定。尤其是 2006 年掌控美联储之后，开始主刀制定美国的货币政策，努力使美国避免陷入一次新的大萧条，下文将对此详细阐述。

本书内容简介

本书是普林斯顿大学出版社于 2000 年出版的，书名直译是《关于大萧条的论文集》（*Essays on the Great Depression*），收录了伯南克（与其合作者）1983—1996 年撰写的 9 篇论文。这些论文都是围绕着大萧条发生的原因和各种变量之间的传导机制展开研究的，相对独立又相互联系。作者把它们分成三个部分：

第一部分为“综述”，即第 1 章。作者首先指出 1980—1995 年这 15 年间学术界在大萧条的研究方法上取得了许多进展，最重要的进展是从以前主要研究美国的情况转向进行国际比较，强调了国际比较分析方法对理解大萧



条、甄别全球大萧条根源的重要性。然后从影响总供给的因素和影响总需求的因素两方面回顾学术界对大萧条的理解。从影响总需求的因素来说，学者们对金本位制的研究已经表明：国际金本位制存在的制度缺陷、管理不善、短视的政策决策、不利的政治经济条件相互作用导致的全球货币收缩，是造成大萧条的主要原因之一；货币收缩对实际经济变量的影响不仅大，而且持久；无论是在全球价格和货币的下跌阶段，还是在最后的复苏阶段，货币因素都起了重要的作用；而 20 世纪 30 年代早期越早放弃金本位制的国家，从大萧条中复苏越快。从影响总供给的因素来说，引致性金融危机（induced financial crisis）和名义工资黏性导致货币冲击的影响非常持久。作者还对引致性金融危机发生的机制和当时出现名义工资—价格黏性的原因进行了讨论。

第二部分为“货币和金融市场”，包括第 2 章至第 4 章。

第 2 章是一篇非常重要的论文，研究大萧条时期的金融危机（包括债务人、银行及其他贷款人的破产）是如何导致产出下降的，1983 年发表于《美国经济评论》。Friedman 和 Schwartz 曾经在《美国货币史：1867—1960》中指出银行危机通过两个途径加重了整体经济收缩：一是减少银行股东的财富，二是使货币供给急剧下降。伯南克认为：虽然关于第二条途径有很多论据支持，但还是不能完全解释 20 世纪 30 年代金融部门与总产出之间的联系。因为一方面，尚没有关于货币对实体经济的影响的、能够解释长期非中性的理论，另一方面，当时货币供给的下降在数量上不足以解释随后的产出下滑。伯南克提出了金融危机影响产出的第三种途径：金融危机导致金融市场混乱，提高了整个金融部门提供金融中介服务（包括做市和信息搜集服务）的实际成本，降低了金融部门发挥中介功能的效率，一些借款者（特别是家庭、农民和小公司）发现信贷变得昂贵而且难以获得，这种信贷紧缩导致总需求下滑，最终演变成了一次长期的萧条。在这一章里，伯南克首先详细地介绍了 1930 年 10 月至 1933 年 3 月美国金融系统面临的困境，随后分析了金融危机是如何导致信贷中介成本上升的，进而分析了信贷市场对宏观经济的影响，并用计量经济学模型进行实证分析印证自己的观点。作者



认为，这一理论似乎能够解释大萧条不同寻常的持久性和深度。

第3章着眼于大萧条时期的金本位制、通货紧缩和金融危机。作者首先回顾了学术界对两次世界大战之间的金本位制的研究，指出两次世界大战之间的金本位制存在着技术缺陷（盈余国和赤字国对黄金流动的货币反应不对称、储备的上涨、中央银行权力受限），因此具有通货紧缩倾向，即便相对较小的通货紧缩冲击也可能产生显著的影响。20世纪30年代初美国和法国的货币紧缩正是通过国际金本位制传导到全世界，导致了全球性的通货紧缩和萧条。作者详细分析了其中的传导机制，并且用一个包含24个国家的样本分析表明：越早放弃金本位制从而货币得以扩张的国家，从大萧条中复苏得越快。随后作者分析了从通货紧缩到萧条的传导机制，在前人提出的名义工资黏性、实际利率上升这两个传导机制外，提出了第三条传导机制：通货紧缩导致借款人（包括金融中介、非金融企业）的金融头寸缩水，发生债务型通货紧缩（debt-deflation），导致借款人遭受巨大损失，甚至破产清算，最终造成萧条。最后作者采用24个国家的面板数据进行计量经济学分析，证明银行恐慌确实会造成实际产出下降，美国的银行恐慌可能是1931—1932年全球通货紧缩的重要根源，并且因而可能是全球经济萧条的重要根源，印证了自己的观点。

第4章通过分析大萧条期间通货紧缩和货币收缩之间的各种传导机制，确定各国价格下降和货币存量下降的特定根源，并为大萧条时期影响全球经济的通货紧缩因素的生效时间和相对重要性提供量化的证据。作者首先回顾了1928—1936年美国、法国、德国等8个发达的工业化国家的产出、价格和货币的变动情况；随后秉承Friedman和Schwartz（1963）在《美国货币史：1867—1960》中采用的比率分析方法，把两次世界大战之间一国的价格水平 P_i 拆分成实际货币余额的倒数 P_i/M_i 、货币乘数 $M_i/BASE_i$ 、覆盖率的倒数 $BASE_i/RES_i$ 、国际储备与黄金存量之比 $RES_i/GOLD_i$ 、黄金的数量 $QGOLD_i$ 和“价格” $PGOLD_i$ 等6个因素的乘积，再对每个因素逐一考察，并对法国、德国、英国、美国和世界“加总量”的指标进行分析，确认了货币因素在世界大萧条的早期与后期都起了重要作用这一观点。作者的新发



现是，在不同阶段造成货币收缩的原因大不相同：从大萧条开始到 1930 年，货币的缓慢增长或负增长未必是央行的收缩性政策造成的，而是美法等盈余国家对黄金流入进行冲销造成的；在 1931 年金融危机之后，银行业恐慌（它使货币乘数变小）和黄金“分布不均”成为全球货币供给下降的主要原因，由此引发的严重通货紧缩一直持续到 1933 年，虽然这一时期货币政策中的相机抉择成分（由基础货币/国际储备比率反映）越来越倾向于扩张货币，但尚不足以抵消银行恐慌和黄金“分布不均”造成的紧缩性影响。

本章的分析对当时美联储的货币政策提出了明确的批评，指出从 1928 年中期到 1931 年春这段时间，美联储不仅拒绝将流入美国的巨额黄金货币化，反而设法把储备的净流入转换成了货币存量 M1 的负增长，这实际上是在积极地破坏金融稳定和经济稳定。由于美国经济规模庞大，所以 1931 年前全球通货紧缩主要归咎于美联储的这些政策。

第三部分是“劳动市场”，包括第 5 章至第 9 章。

第 5 章研究劳动市场上各个变量的周期性变化在二战前和二战后的差异及原因。作者首先回顾前人对劳动市场变量的周期性波动的研究结果，然后用一个包含二战前（1923—1939）8 个制造业行业、二战后（1954—1982）8 个制造业行业和 3 个非制造业行业的数据集，采用频域（frequency domain）和时域（time domain）方法分析劳动市场变量随经济周期的变化。最后讨论了劳动市场在四次特别严重的衰退中的表现。作者发现：无论二战前还是二战后，每个行业中似乎都存在顺周期的劳动生产率，或称“劳动的短期回报递增（Short-Run Increasing Returns to Labor, SRIRL）现象”，不过生产率是一个领先变量而非同步变量，在大的经济衰退中，SRIRL 可能不太显著；每周工作小时数和就业都是强顺周期的，工作小时数领先于产出，就业则滞后于产出；厂商在二战后更倾向于通过裁员而非缩短工作时间来降低劳动投入；在经济周期中，实际工资与其他变量的关系很弱，在二战后变得更弱；实际工资在二战后是顺周期的（实质上是同步的），但在二战前却是“半异相”的（通常是滞后的）等等。

第 6 章着重解决两个问题：为什么在第二次世界大战之前，厂商当对劳



动的需求很低时，实际工资却在上升？为什么即使实际工资上升，通货紧缩仍能降低劳动供给？为此作者构造了一个劳动供求模型，在该模型中，厂商可以改变每个员工在单位时间段内的工作时间（集约边际）和雇用的员工数目（粗放边际）。该模型结合其他更常规的因素（包括名义工资对价格波动较慢但并非极慢的调整），能够合理而成功地解释每周工作时间、实际工资和其他重要变量（如就业量）的波动，回答上述两个问题。作者还发现：一个经济越依赖于通过缩短每周工作时间（而不是通过裁员）来削减劳动投入，它越有可能产生反周期的实际工资，这与第5章的实证研究一致。作者采用1923年1月至1939年12月8个制造业行业的样本进行实证分析，得到了较好的结果，并且对劳动供给方程进行了动态化。

第7章是全书最短的一章，只有短短几页，内容却很丰富。作者为了破解20世纪80年代欧洲普遍存在的高失业中的三个谜团，考察了20世纪30年代美国失业率、通货膨胀率和工资之间的三个问题。第一，20世纪30年代美国就业的巨大波动（像自然失业率理论所说的那样）是经济的自我纠正机制导致的，还是缺乏内生性稳定机制的经济大幅波动的结果？作者认为，罗斯福新政为美国经济自然复苏“扫清了障碍”，促使经济从大萧条中强劲复苏，因此20世纪30年代的美国经济并非一个处于“自然失业率”的经济，而是一个处于“低水平陷阱”的经济。第二，Gordon（1988）用来描述20世纪80年代欧洲和20世纪30年代美国的“浮动的、不加速通货膨胀的失业率”（the floating NAIRU）是什么原因造成的？作者认为，NAIRU的支持者们在建模时通常使用通货膨胀率作为被解释变量、用失业率对其正常水平的偏离作为解释变量，这是错误的；应该用就业作为被解释变量，用通货膨胀率作为解释变量。由此出发来考察新政时期的货币政策，可以解释当时高通胀与高失业同时并存的现象，20世纪80年代欧洲的持续性通胀或许也能用货币状况来解释。第三，为什么在20世纪30年代美国失业率较高的情况下实际工资却能稳定增长（20世纪80年代欧洲实际工资也几乎不受失业率的影响）？作者认为原因是：当时劳工窖藏、立法、工会化和雇用习惯的变化促使每周工作小时数缩短；20世纪30年代生产率的增长



非常强劲；新政时期工会力量壮大；大多数公司的雇用习惯发生了重大变化，包括削减工头权力、为工作的稳定性提供更强的保障、规范化申诉程序、支付更高的工资等。作者认为，20 世纪 80 年代的欧洲与 20 世纪 30 年代的美国在有些方面是相似的，但不能生搬硬套，应该针对欧洲的情况进行具体分析，对症下药。

第 8 章探讨宏观经济的一个基本特征事实——劳动的短期回报递增（SRIRL）产生的根源。此前学术界给出了三种主要的解释：实际经济周期理论的支持者主张的技术冲击假说、Hall（1987；1988a；1988b）等人倡导的真实报酬递增（true increasing returns）假说、凯恩斯主义者认同的劳工窖藏假说。为了甄别 SRIRL 的根源，作者首先从 Cobb-Douglas 生产函数 $Q_t = A_t K_t^\alpha N_t^\beta$ 出发设计了一个简单的计量经济学模型，把上述三种假说转化为对 β 的不同解释。然后使用 1923 年一季度至 1939 年四季度美国 10 个制造业行业的数据来估计该模型，考察 β 的估计值符合上述三种假说中的哪一种。作者发现：在两次世界大战之间的制造业数据中， β 的估计值普遍大于 1，表明各制造业行业普遍存在 SRIRL 现象，并且两次世界大战之间的 SRIRL 现象至少与二战后一样强。这就拒绝了技术冲击假说（因为按照技术冲击假说，SRIRL 在大萧条时期理应是不明显的，反而应该观察到劳动短期回报递减的现象）。为了甄别真实报酬递增假说和劳工窖藏假说，作者又对模型做了改进，设计了一组统计检验，把“真实报酬递增”作为零假设，把“劳工窖藏”作为备择假设。结果发现有时能拒绝零假设，有时又不能拒绝。因此认为这两种解释都有合理性，只是其重要性随行业的不同而不同。

第 9 章从国际比较的视角审视关于名义工资黏性在大萧条时期的作用的经验证据。作者指出，解释大萧条成因的“金本位理论”在很大程度上解决了大萧条的“总需求之谜”（即为什么那么多国家的名义总需求会在 20 世纪 30 年代早期几乎同时急剧下降），但是没有解决“总供给之谜”（即为什么全球名义总需求的下滑与实际产出和就业的大幅持续下滑联系在一起？或者说是什么导致了这一广泛而持久的货币非中性现象）。作者认为，一定有某些原因阻碍了各国经济对 20 世纪 30 年代的通货紧缩性冲击做出调整，