

金融与经济发展研究文丛

通货紧缩 ▶▶▶ 国际传导机制研究

TONGHUO JINSUO
GUOJI CHUANDAO JIZHI
YANJIU

范从来等 / 著

人民出版社

金融与经济发展研究文丛

通货紧缩 ▶▶▶ 国际传导机制研究

TONGHUO JINSUO
GUOJI CHUANDAO JIZHI
YANJIU

范从来等 / 著

人民出版社

责任编辑:陈 登

装帧设计:肖 辉

图书在版编目(CIP)数据

通货紧缩国际传导机制研究/范从来等著.

-北京:人民出版社,2003.12

(金融与经济发展研究文丛)

ISBN 7-01-004132-6

I.通… II.范… III.通货紧缩-研究-中国 IV.F822.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 106527 号

通货紧缩国际传导机制研究

TONGHUO JINSUO GUOJI CHUANDAO JIZHI YANJIU

范从来 等著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京瑞古冠中印刷厂印刷 新华书店经销

2003 年 12 月第 1 版 2003 年 12 月北京第 1 次印刷

开本:880 毫米×1230 毫米 1/32 印张:10.5

字数:256 千字 印数:1-4,000 册

ISBN 7-01-004132-6 定价:21.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539



作者简介

范从来，男，1962年生，江苏海安人。1980年考入南京大学经济学系，1983年、1988年、2000年先后获经济学学士、经济学硕士、经济学博士学位。1983年本科提前毕业留校任教至今，现为南京大学商学院副院长、博士生导师、教授。此外，还担任江苏省投资学会副会长、江苏省劳动学会副会长、江苏省证券研究会副会长、新加坡国立大学客座教授、日本名古屋大学客座教授。

范从来教授主要从事货币经济学与公司金融的教学和研究工作，发表论文70多篇，出版个人专著5本。范从来教授1993年、2001年两次获国家级优秀教学成果二等奖；1993年获国务院政府特殊津贴；1994年被评为江苏省优秀青年骨干教师；1995年被评为南京大学中青年学术骨干；1997年获江苏省哲学社会科学优秀成果二等奖；1998年被评为江苏省优秀研究生导师；1999年获江苏省第二届青年科学家奖；2001年获教育部高校青年教师奖、江苏省优秀教学成果一等奖；2002年被评为江苏省333新世纪科学技术带头人培养工程第二层次培养对象；2002年获国务院学位委员会全国优秀博士学位论文奖；2003年获教育部国家级教学名师奖、第十届孙冶方经济科学奖、宝钢教育基金优秀教师特等奖。

序

从1998年以来中国已持续多年呈通货紧缩状态，而且，不仅仅中国出现通货紧缩，通货紧缩已成为一个世界性问题。

针对已经持续多年的通货紧缩，我国采取了一系列扩大内需的措施，但效果并不那么明显，特别是在股票市场持续相当长时间的低迷后，我们不能不考虑虚拟经济对内需的拉动作用。

在现代经济中，经济周期在很大程度上可以用虚拟经济的膨胀和紧缩来说明。在经济趋向高涨时期，虚拟经济的持续繁荣会推动经济进一步膨胀；一旦虚拟经济的膨胀脱离其物质保证，就会造成资本市

场畸形繁荣，甚至形成泡沫经济。在经济趋向衰退时虚拟经济紧缩则会加速经济危机的爆发。

特别需要注意的是虚拟经济还可能为专事投机的炒家提供机会。国际炒家索罗斯非常形象地描述了其在虚拟经济市场上的投机活动：“我们用自己的钱买股票，付5%的现金，另外95%的资金用借款；如果用债券作抵押，可以借更多钱，我们用1000美元至少可以买进价值50000美元的长期债券……”他们以自有资本作抵押，从银行借款购买证券，再以证券抵押继续借款，迅速扩大了债务比率，不仅如此，他们还将借款广泛投机于具有高杠杆特点的各种金融衍生工具。前几年东南亚国家爆发金融危机的一个重要因素就是因为金融体系遭受这种投机活动的冲击。可见虚拟经济失控会潜伏着影响国家金融安全的宏观风险。

现实经济中，虚拟经济的风险不仅仅产生于过度膨胀，虚拟经济在总体经济中所占的比例也不是越小越好，虚拟经济过度萎缩也会产生风险。虚拟经济过度萎缩即虚拟资本市场投资过冷，它对实体经济的影响不仅在于企业筹资受阻，还会导致消费市场和投资市场低迷，从而导致市场需求不足，市场需求不足势必影响实体经济的发展。当前，不仅我国，整个世界经济都面临着普遍性的通货紧缩。从拉动消费需求和投资需求的角度考虑，克服通货紧缩不利影响的一条途径便是适度发展虚拟经济。在商品市场需求低迷时，活跃股票市场可以刺激商品市场需求。

上述两个方面的风险表明，有虚拟经济的存在就存在经济泡沫。泡沫产生于投机，虚拟经济提供市场投机的机会，因而产生经济泡沫。但不能说一有投机就是泡沫经济。经济泡沫是资本市场上的虚拟资本及相应的投机活动。只要不超过实体经济可以支持的度，虚拟经济就不成为泡沫经济。凯恩斯在20世纪30年代大危机时提出的赤字财政政策，实际上就是试图借助一定的泡沫来刺激投资。现在世界经济正面临着较大范围的经济衰退，我国

2



又出现了持续相当长时间的通货紧缩，在这种情况下需要一定的经济泡沫来拉动需求。当然，这时的经济泡沫就不一定由政府通过赤字财政来提供，可以通过信用和资本市场的一定的、可控的投机来提供。

从总体上来看，我国虚拟经济的规模和实体经济相比仍然偏小，这一方面表现在虚拟资本的品种不全，部分实体资本缺乏相应的虚拟资本，导致这部分实体资本的流动性较低，资源配置的效率不高；另一方面表现在部分虚拟资本的价格偏低，说明社会对其的评价较低，在开放经济条件下这一状况会降低本国资产的交换价值，影响总体经济的扩张能力。因此，我国的虚拟经济有进一步发展的空间。

由于虚拟经济与泡沫经济只有一步之遥，因此需要加强对虚拟经济的规范，防止因虚拟经济的过度膨胀而出现经济的泡沫化现象。其关键是在虚拟经济与实体经济之间形成合理的投资结构，东南亚国家前一时期的金融危机的一个重要原因就在于虚拟经济与实体经济之间投资结构的失衡。股市、汇市及房地产市场投资过热，实业投资过冷。

虚拟经济的产生及其功能的发挥是建立在市场制度和信用关系的基础之上的，正确处理虚拟经济与实体经济的关键在于市场经济制度的创新与优化。也就是说，虚拟经济的市场应该具有自动调节虚拟经济规模的功能。这种市场的自我调节就如马克思当年所说的：“假如大部分的资本家愿意把他们的资本转化为货币资本，那么，结果就会是货币资本大大贬值和利息率惊人下降；许多人马上就会不可能靠利息来生活，因而会被迫再变为产业资本家。”^①

培育理性的市场主体，是防止泡沫经济的微观基础。在产权

^① 《资本论》第3卷，人民出版社1975年版，第424页。



的界定不清晰，企业、银行或个人等微观经济主体的预算约束软化的情况下，它们要么缺乏避险的需求，要么会出现过度的风险承担行为。因此，培育理性的、按照利益最大化方式行事的市场主体是发展虚拟经济的必然要求。

防止泡沫经济需要严格的法制，并建立资本市场监管的法律架构。20世纪30年代的大危机使美国的金融制度和货币体系遭受了沉重的打击，痛定思痛，美国在1933至1934年先后制定了《银行法》、《证券法》、《证券交易法》，其后还制定了《信托契约法》和《证券投资者保护法》等法律法规，此外，还成立了证券交易委员会（SEC）和资本市场自律组织，所有这些都为美国资本市场后来的发展奠定了坚实的基础。显然，健全的法规体系和高效的监管机构是防止虚拟经济负面作用的基本保证。

防止泡沫经济需要加强国家的宏观调控。过去国家宏观调控的对象是总供给和总需求，是商品市场上呈现出来的通货膨胀和通货紧缩。而在虚拟经济达到一定规模后，宏观调控的主要对象就要转到虚拟经济，转到资产价格。既要防止泡沫经济又要防止虚拟经济过冷。

范从来教授是我在南京大学指导的第一个博士研究生，现在南京大学商学院从事教学科研工作。范从来教授从1997年开始，对通货紧缩的内涵及其发生机制、通货紧缩的经济效应、通货紧缩时期货币政策的目标、效果和类型进行了系统的理论论证和实证分析，2000年形成了他的博士论文《通货紧缩时期货币政策研究》。《通货紧缩国际传导机制研究》是他在博士论文的基础上，进一步把通货紧缩放在开放经济背景下，以国际货币主义为主要理论支撑，从货币金融层面对通货紧缩的国际传导机制进行深入研究取得的成果。这种就某种重要经济现象进行持续深入研究的学术精神是非常值得赞赏的。

范从来教授在对通货紧缩进行了初步研究之后发现，研究通

货紧缩必须把通货紧缩放在开放经济体系中进行，即研究通货紧缩的国际传导机制及其效应。这一立论是正确的。随着改革开放的不断推进，我国经济的开放度达到了较高的水平。在开放经济条件下，一国可能成为他国释放通货紧缩压力的受体，也可能将本国通货紧缩的压力向国外释放。对通货紧缩的研究应该突破封闭经济的理论局限性，将研究视野向开放的国际经济环境拓展。本论著在分别讨论通货紧缩国际传导的国际收支传导机制以及汇率传导机制的基础上，实证分析了开放经济条件下货币政策的有效性，并对货币政策的制定、实施提出了相应的政策建议。该项研究具有重大的学术价值和现实意义，希望他能继续研究，取得新的研究成果。

洪银兴

2003年6月

前 言

中国的经济增长速度在 1995 年之后，呈现出放缓的基本走势，1994 年 GDP 的增长率为 12.6%，1995 年为 10.5%，1996~2001 年六年的增长率降到 10% 以下，分别为 9.6%、8.8%、7.8%、7.1%、8%、7.3%；与 GDP 的增长率下滑相对应，中国的商品零售价格指数在 1998~2001 年呈现出负增长，年增长率分别为 -2.6%、-3%、-1.5%、-0.8%。^① 经济增长率下降、物价总水

^① 中国金融学会编：《中国金融年鉴》（2002），中国金融年鉴编辑部出版，第 659、680 页。

平负增长成为中国经济在世纪之交不得不面对的一个重大的现实问题。

针对这种状况，中国经济学界的众多学者就中国是否发生通货紧缩，什么原因导致了通货紧缩，以及如何治理通货紧缩等展开了热烈的讨论，发表了许多有价值的见解。

部分学者认为，通货膨胀是价格水平的普遍持续上涨，与此相反，通货紧缩就是价格水平的普遍持续下降。中国近年来的经济增长率下降、价格总水平负增长表明我国已经出现了严重的通货紧缩。胡鞍钢（1999）就认为：“中国已出现全面性的严重的通货紧缩，成为影响我国经济持续、快速、健康发展的‘大敌’，应当实行旨在治理通货紧缩的货币政策及相关政策。”^① 李晓西（1999）也认为：“事实上，从1993年起我国经济增长速度一直在下降，已持续6年时间。……总之，不论从什么角度看，现在已进入通货紧缩阶段。”^②

也有学者认为，中国的经济走势是出现了一些通货紧缩的迹象，但并未出现通货紧缩。中国人民银行货币政策司的王煜、高材林（1998）就认为：“从我国目前看，只是出现了通货紧缩的迹象，但整体上没有出现通货紧缩。”^③ 这部分学者认为通货紧缩应该是价格水平和货币供应量均出现了持续下跌的趋势。我国只是出现了价格总水平的下降趋势，货币供应量并没有下降，因此，中国经济只是出现了一些通货紧缩的迹象，并未出现通货紧缩。

① 胡鞍钢：《我国通货紧缩的特点、成因及对策》，载《管理世界》1999年第3期。

② 李晓西：《通货紧缩、需求不足与政策思路》，载《财贸经济》1999年第8期。

③ 王煜、高材林：《1998年1~8月份宏观经济形势分析报告》，载《金融研究》1998年第10期。

我们对通货紧缩问题的研究，开始于1997年7月。当时我在新加坡国立大学讲学，正逢东南亚金融危机爆发，出于自己的专业兴趣，开始关注这场金融危机及其可能引起的新的经济问题。最初的研究主要是从金融制度角度对东南亚金融危机进行探讨，1998年初回国后，东南亚金融危机的波及面不断扩大，对我国的经济活动也产生了广泛的影响。面对这样一种经济状态，我们开始从金融危机与经济增长之间的关系方面进行了相关研究，金融危机的外部冲击导致我国的通货紧缩趋势成为我们的研究重点。考入南京大学商学院经济学系攻读博士学位后，在导师洪银兴教授的指导下，作为课题组主持人的我选择了《通货紧缩时期货币政策研究》作为自己的博士学位论文题目，试图以马克思主义经济学为指导，综合运用凯恩斯学派、货币主义学派、新凯恩斯学派以及新古典宏观经济学派的相关理论，分析中国经济转轨阶段通货紧缩的形成过程及其内涵，从理论和实证两个角度分析中国通货紧缩的生成机制，论述通货紧缩时期货币政策的有效性及其政策取向。2000年4月29日我通过了博士论文答辩。相关的研究成果分别发表在《经济研究》、《金融研究》、《管理世界》等刊物上。成果发表后受到了很多前辈和同行的鼓励，2002年我的博士学位论文获国务院学位委员会“全国优秀博士学位论文奖”，我非常感激。

但我深知，我的博士论文对通货紧缩的研究还仅仅是初步的，有很多问题都没有能展开分析，当时我在准备博士论文的研究过程中就已经意识到这些，只能通过假设把一些问题存而不论，比如在博士论文中我对通货紧缩的研究是以封闭经济为隐含的研究对象的。在经济开放度较低的时候，在封闭经济的框架内研究通货紧缩或通货膨胀是可行的，但是，我国已于1994年实行人民币汇率并轨，1996年实现经常项目下自由兑换，2001年正式加入世贸组织，中国的对外开放度已大大提高。在开放经济

条件下，一国可能成为他国释放通货紧缩压力的受体，也可能将本国通货紧缩的压力向国外释放，对通货紧缩的研究就不能不考虑外部国际因素，对通货紧缩的研究应该突破封闭经济的理论局限性，将研究视野向开放的国际经济环境拓展。

现实也迫使我们做这样的思考。不仅仅中国出现通货紧缩，通货紧缩正成为一个世界性问题。“2002年，大多数国家和地区通货膨胀率显著低于20世纪80年代和90年代的平均水平。2002年，美国和欧盟通货膨胀率估计分别为1.5%和2.1%，均低于2001年2.8%和2.6%的水平。日本和亚洲一些新兴市场经济体仍被通货紧缩困扰，日本价格指数估计下降1%，比2001年低0.3个百分点。工业国家整体通货膨胀率仅为1.4%，比2001年低0.8个百分点。”^① 摩根斯坦利首席经济学家史蒂芬·罗奇在《中国宏观政策的新挑战》一文中提出：“今天的全球通缩风险比过去70年的任何时候都要高。日本经济收缩是毋庸置疑的，美国的1%的GDP增长率为过去48年来之最低水平。欧洲面临的风险是其2%的通胀率肯定要面对更大的下调压力，特别是在实施周期性财政和货币政策对疲弱的欧元区是个重担的情况下。此外，除了韩国，其他亚洲国家和地区已出现通货紧缩，如新加坡、中国香港、中国台湾，当然也包括8月份消费价格指数比上年同期下降了0.7%、零售价格指数下降了1.1%的中国。”^② 当我们还未完全弄清我国的通货紧缩到底与全球性通货紧缩趋势有何内在联系时，罗奇则提出“中国正在向世界输出通货紧缩”^③，对此论点，国内一些学者进行了反驳，虽然这很有

① 中国人民银行货币政策分析小组：《2002年中国货币政策执行报告》，国研网。

②③ 钟伟：《“中国因素”有能力向全球输出通货紧缩吗》，载《中国改革》2003年第1期。

必要，但对于经济研究工作者来说，更重要的是要弄清在开放经济背景下，国家与国家之间价格总水平相互影响的程度及其影响机制，这就是通货紧缩的国际传导机制问题。

基于这样的考虑，在博士论文完成后我就开始着手这方面的研究工作，试图以国际货币主义为主要理论支撑，从金融货币层面对我国经济转轨过程中通货紧缩的国际传导机制进行以实证为主，规范为辅的研究，探讨在开放经济条件下货币政策的有效性以及相应的政策建议。

通货紧缩国际传导机制的内涵及研究思路：

一般而言，通货紧缩的国际传导是指一国的通货紧缩对另一国的通货紧缩发生的影响。传导机制所要研究的是这种影响发生的渠道、方式、过程及其内在机理。

研究通货紧缩的国际传导机制存在着两个角度：第一个研究角度是研究通货紧缩在国家之间相互影响的渠道、方式、过程及其内在机理；第二个研究角度则是在分析通货紧缩国际传导的基础上，着重研究对外经济关系对一国通货紧缩的影响。正如柳永明所说“通货紧缩的国际传导不但指通货紧缩直接在各国之间的经济传播，还应包括足以促成或加速一国通货紧缩的对外经济关系方面的一切变化”。^① 第一个研究角度的主要目的是研究世界性的通货紧缩，这类似于世界性通货膨胀理论的研究，“一个完整的世界性通货膨胀理论必须能够回答以下两个问题，即：通货膨胀的国际传递和世界性通货膨胀的产生”。^② 这种从探讨世界性通货紧缩为何产生的角度，对通货紧缩国际传导机制的研究，无疑具有十分重要的学术价值。我们的研究主要是想以通货紧缩

^① 柳永明：《通货紧缩理论》，上海财经大学出版社 2002 年版，第 249 页。

^② 陈岱孙、厉以宁主编：《国际金融学说史》，中国金融出版社 1991 年版，第 478 页。

这种经济现象作为研究的主体，探讨中国的对外经济关系对中国通货紧缩的影响，目的是在这种分析的基础上探讨开放经济条件下我国货币政策调整的取向。也就是说我们不准研究中国的通货紧缩是不是世界性通货紧缩或其他国家通货紧缩输入的，也不准研究中国是不是向世界输出了通货紧缩这样的问题，我们将主要遵循第二个研究角度研究外部因素对中国通货紧缩发生影响的渠道、方式、过程及其内在机理。

1997年以来很多学者对我国通货紧缩的外部因素进行了大量研究。这种讨论集中在三个方面：

1. 亚洲金融危机的冲击。国内较早的讨论注意到了亚洲金融危机对我国经济的影响，张永军等认为，“亚洲金融危机的影响是我国发生通货紧缩的导火索”，“亚洲金融危机使我国承受了出口减少和进口商品价格下降的双重压力”，“处于危机中的各国都使本国货币大幅度贬值，出口商品价格降低，……，而我国出口结构和出口市场又与这些国家相近，中国在国际市场上遇到这些国家产品的激烈竞争……，出口需求骤然下降，国内供需矛盾更加突出，压迫价格水平进一步下降”。^①“东南亚金融危机爆发，对中国经济产生了巨大的外部冲击，导致出口下降，结汇收入下降，通过外汇占款渠道投放的人民币基础货币相应减少。1998年我国外贸顺差高达436亿美元，实际利用外资达586亿美元，但全年国家外汇储备仅增长52亿美元，该渠道投放的基础货币1998年3月仅增长24.78%，大大低于1997年同期的增长水平。1998年第3季度，外汇占款大幅下降，其增长率只有5.92%，1998年年底的增长率为3.47%，而在1994~1997年间中央银行外汇占款的平均增长率为78.26%，按照这样的增长速

^① 张永军、李振仲：《通货紧缩的理论与现实》，中国经济出版社2000年第1版，第134页。

度计算, 1998 年年初外汇占款渠道少投放货币 5422 亿元, 1998 年年底少投放 9460 亿元。亚洲金融危机通过外汇占款这一主要的货币投放渠道, 紧缩了中央银行基础货币的供给, 并借助于货币乘数使得流通中的货币发生更强的紧缩”。^① 在讨论亚洲金融危机对中国的影响时, 王洛林、余永定等人重点分析了日本通货紧缩对中国的影响^②, 指出日本国内经济衰退通过日元贬值、进口需求的减少以及对华投资的减少对中国经济发生影响。

2. 通货紧缩的国际背景。很多学者都注意到了我国通货紧缩的国际背景。正如英国《经济学家》杂志所指出的^③, 世界在经历了 20 世纪 30 年代的经济大萧条之后, 再一次进入一个全球性的通货紧缩时期。亚洲金融危机不仅使世界经济增长率和贸易增长率大幅度下降, 而且使生产能力大量过剩、需求锐减, 导致国际市场商品价格大幅下跌。首先是原材料价格的下降。自 1997 年亚洲金融危机以来, 工业品价格指数下降了 30%。其次是产成品价格的下降。英国《经济学家》杂志公布的工业商品价格指数在过去两年中也下降了 30%。在截止到 1998 年 8 月的一年内, 英国的产成品价格下降了 0.8%, 德国下降了 3.5%。再次是消费价格的下降。日本的批发价格指数在 1998 年下降了 4.4%。据国际货币基金组织估计^④, 1998 年发达国家的 GDP 平减指数为 1.6%, 消费价格指数为 1.7%, 是半个世纪以来的最

① 范从来:《通货紧缩时期货币政策研究》, 南京大学出版社 2001 年版, 第 121 页。

② 王洛林、余永定、李薇:《日本的通货紧缩》, 载《世界经济》1999 年第 2 期。

③ Gary Shilling, 1999, "Could it happen again", *The Economist*, february 20th, pp.19-23.

④ 吴越涛、侯菲:《世界经济的通货紧缩趋势》, 载《中国投资与建设》1999 年第 5 期, 第 49 页。

低点，法国失业率已连续3年保持在12%以上。通货紧缩问题是一个全球性的经济现象。

3. 外部因素影响我国价格总水平的具体机制。这种讨论主要集中在以下两个方面：第一，汇率机制。卜永祥（2001）利用一个半开放经济模型，假设总体物价水平遵循“一价定律”，分析人民币汇率变动对国内物价水平的影响。结论是，短期而言汇率和外国价格水平对生产者价格影响显著，而对零售物价影响微弱。第二，外汇占款。认为外汇占款减少是货币量紧缩的重要因素，并讨论了资本外逃和货币替代两个问题，这两个因素会引起价格总水平的波动。

总体看来，学者们对我国通货紧缩的外部因素给予了很高的关注。但是，已有的研究主要是就某些外部因素与我国通货紧缩之间的相关性进行了研究，指出了我国的通货紧缩存在着外部因素的影响这一重大的命题，没有从总体上系统探讨外部因素对通货紧缩的影响，也没有深入到国际传导机制的角度进行相应的研究。当然，通货紧缩发生的时间比较短，历史上的通货紧缩也比较少，难以系统地研究这样的问题。我国的通货紧缩自1998年以来已有5年时间，虽然上述困难仍然存在，但研究这一问题的可能性已经大大增强了。因此，我们将在研究通货紧缩国际传导机制的基础上，系统分析外部因素对我国通货紧缩的影响。

现在的问题是，我们应该按照怎样的思路来研究通货紧缩的国际传导机制？

正如我们在前面所指出的，通货紧缩的国际传导机制指的是通货紧缩从一个国家传播到另一个国家的渠道、方式和过程。这是一个非常古老的话题，早在1752年大卫·休谟就对这个问题进行了深入的研究，提出了著名的价格-铸币流动机制理论。在金本位制度下，黄金就是国际储备资产，金属铸币参与流通，因此，价格-铸币流动机制理论也称为价格-黄金流动机制理论和价