
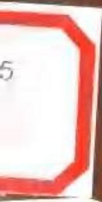


# 通货紧缩论

罗振宇 著

TONGHUO  
JINSUOLUN



经济科学出版社



中财 B0117126

# 通货紧缩论

罗振宇 著

UD210/38

中央财经大学图书馆

登录号

478444

分类号

F822.5/10

经济科学出版社

一九九九·北京

责任编辑：唐 健  
责任校对：董蔚挺  
版式设计：代小卫  
技术编辑：潘泽新

## 通货紧缩论

罗振宇 著

网址：[www.esp.com.cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[esp@public2.east.net.cn](mailto:esp@public2.east.net.cn)

(版权所有 翻印必究)

社址：北京海淀区万泉河路 66 号 邮编：100086

出版部电话：62630591 发行部电话：62568485

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

中国铁道出版社印刷厂印刷

河北省三河市华丰装订厂装订

850×1168 毫米 32 开 9 印张 230000 字

1999 年 12 月第 1 版 1999 年 12 月第 1 次印刷

印数：0001—5000 册

ISBN 7-5058-1950-X/F·1392 定价：13.30 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

**图书在版编目 (CIP) 数据**

通货紧缩论/罗振宇著 .—北京: 经济科学出版社, 1999.12  
ISBN 7-5058-1950-X

I . 通… II . 罗… III . 通货紧缩-研究-中国 IV . F822.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 71929 号

# 序

陈东琪

在我们所处的这个时代，“变”这个词具有非常明显的意义。世界在变，人在变，观念在变，自然在变，社会在变，环境在变，一切都在变。而且，这种变，有时是突如其来的，让你应接不暇，跟不上步伐。以经济而论，特别是以中国经济而论，变之快、之广、之深，让你惊叹，让你自觉保守。如果不及时顺应变势，你就会落后，就会成为古董。

无论是个人、家庭，还是国家、政府，要提高行为效率，趋利避害，实现效益最大化，不仅要看到这个变势，承认其存在，了解其规律，而且要有有效的应对之策。一旦变势成立，就应当正视它，承认它，有效地应对它。这就要求我们，既要使自己的思想是开放的，而不是封闭的，又要有足够的知识、智慧、悟性和敏锐性。否则，我们的判断就会滞后，就会延误应变的时机。比如，对市场变化特别是物价指数变化的认识和把握就是这样。

几年以前，经济学家们还在为短缺担忧，挖空心思寻求治理通货膨胀的方案。几年以后，我们看到的几乎是普遍的需求不足，生产过剩，东西卖不出去，价格一降再降，通货紧缩现象越来越逼近我们，越来越影响到我们的生活。但是，我们对它的认识是缓慢的，不要说决策者，就连经济学家在认识通货紧缩这个新的经济现象时，也表现出非常明显的犹豫不决。

当然，也有一些弄潮儿，他们冲在浪前，表现出及时驾驭变势的勇气和能力。本书的作者——罗振宇博士，就是其中之一。

位。

振宇博士以通货紧缩作为博士论文选题，是1998年年中的事。那时，尽管国际经济学界已有关于通货紧缩的讨论，学者们对日本通货紧缩现象的认识比较一致，经济统计刊物也显示中国的物价负增长持续了半年以上，但在中国经济学的词典中，我们看到的只是通货膨胀。人们的思维定势是：中国经济是一个典型的短缺经济，这个经济内生着巨大的通货膨胀压力，怎么可能产生通货紧缩呢？即使总物价水平出现连续几月负增长，也不能说存在通货紧缩，因为这个短缺现象很快就会过去。但是，振宇博士认为，通货紧缩是一个新经济现象，它可能会经常影响到持续经济增长，我们需要系统研究它，在提出理论解释的基础上，寻求缓解它的政策方案。读者手头的这本书，就是振宇博士完成这一研究的成果。在一般物价水平连续22个月下跌，而且下跌幅度不断加深的情况下，人们对通货紧缩的认识趋于一致了。然而，回过头来看，振宇博士的研究是超前的，是富有勇气的，同时也是很有见地、很有创新的。

《通货紧缩论》是我国经济理论界第一部系统研究通货紧缩现象并富有创新思想的书，是一部可读性很强、信息量很大的书。

在这个“序”中，对书的内容、结构以及所应用的研究方法等，我不想作描述，请读者自己研读。我想说的是，在人们对通货紧缩现象已经形成共识时，应当看到，这个现象不会是恒久不变的。据我最近调查所得资料，在这几年农副产品市场的供应十分充足、价格持续下降后，农民收入减少，最近，出现农牧业生产收缩迹象，种植面积减少，生猪存栏量和养鸡量增长速度下降。在总物价水平变化主要受农副产品价格变化影响的背景下，这一趋势会对下期物价产生影响。如果这个判断成立的话，从2000年开始，可能会出现价格回升，在一段时期后，通货膨胀可能会变得明显起来。因此，未来物价总水平的变化趋势可能表

现为：通货膨胀和通货紧缩的周期性交替换位，经济衰退、萧条时期，物价变化的特征是通货紧缩；经济扩张、繁荣时，物价变化的特征是通货膨胀。所以，保持物价基本稳定的政策操作特征是，既要在周期衰退、萧条时期反通货紧缩，又要在周期扩张、繁荣时反通货膨胀。

1999年9月18日于北京

# 前 言

## (一)

这本书，将主要探讨三个问题。

第一个问题，即到底什么是通货紧缩？在权威的经济学辞典和教科书中，通货紧缩这个词条或是没有，或是十分简单的寥寥数语；而现在发表的相关文献中，对这个问题的争论又是十分激烈的。作为研究通货紧缩的起点，把什么是通货紧缩说清楚将是很意义的。第二个问题，即通货紧缩的产生机理到底是什么？从理论上能否推导或证明通货紧缩可能长期存在？第三个问题，即运用前面两个问题的结论，去具体说明我国当前的通货紧缩的成因及治理。经济学是致用之学，讨论问题是为了解决问题，因此，本书的重点，理应落在了第三个问题上面。

对于第一个问题，本书试图用两章的篇幅去说明。第一章，围绕着如何正确把握通货紧缩的涵义，探讨了有关于此的三个子问题。其一，如何给通货紧缩定义？本书在综合国内外大多数学者对通货紧缩所作的定义的基础上，从通货紧缩的隐性化、通货紧缩的量化标准、确认通货紧缩的时间标准以及对通货紧缩的本质的理解等方面，阐述了对通货紧缩的理解，并给出了通货紧缩的定义。其二，关于通货紧缩的分类问题。本书采用了按通货紧缩的严重程度和按产生机理两种分类方法。按通货紧缩的严重程度分，将通货紧缩分成了绝对通货紧缩与相对通货紧缩，绝对通



货紧缩之中，又细分为衰退型通货紧缩和萧条型通货紧缩。按通货紧缩产生的机理分，可将通货紧缩划分为需求不足型通货紧缩和供给过剩型通货紧缩。其三，关于通货紧缩的利弊问题。本书在列举通货紧缩有益论和通货紧缩有害论双方观点的基础上，提出了倾向的观点及其理由，并指出对于通货紧缩的利弊是非应具体地、历史地去看，不要因为有人对通货紧缩无所谓，我们也无所谓起来。

为支持和验证以上三个结论，第二章对中外四个较有影响的通货紧缩的案例进行了简要的述评，以求能更清楚地说明什么是通货紧缩。这些案例分别是：1865~1896年美国的通货紧缩，1929~1933年美国的通货紧缩，日本90年代的通货紧缩时期以及我国当前的通货紧缩。

对于第二个问题，即通货紧缩的产生机理问题，本书用了一章的篇幅，从三个不同的角度进行了阐述。首先，既然通货紧缩从本质上说是一种货币现象，因而引发通货紧缩的原因就可能是货币供给过程的梗阻。弗里德曼曾十分肯定地说：据我所知，没有任何货币数量的下降而又不伴随着经济萧条的。<sup>①</sup> 托马斯·迈耶（Thomas Mayer）等人在他们所著的《货币、银行与经济》（*Money, Banking, and the Economy*）一书中，开宗明义地写到：美国自1908年以来的大多数经济衰退都与货币供给增长率的下降有关。<sup>②</sup> 实证研究也证明了这一结论。在弗里德曼和舒瓦兹那部经典的《1867~1960年美国货币史》中，研究了美国1867~1960年的94个统计年度，其中货币供应量绝对下降的年度有25个，占统计样本的26.6%，而这些货币供应量下降的年

---

① 弗里德曼：《资本主义与自由》，49页，北京，商务印书馆，1986。

② Thomas Mayer, James S. Duesenberry and Robert Z. Aliber: *Money, Banking, and the Economy*, P3 W.W. Norton & Company, New York. London, Third Edition, 1987.

度，国家的经济发展都因各种原因而受阻和下降了。<sup>①</sup> 因此，第三章，从理论上探讨了货币供给的全部过程，试图表明在哪些环节可能造成货币供给的梗阻，从而引起通货紧缩的产生。其次，引发通货紧缩的原因同样可能是由于对货币需求的抑制，因为供给和需求就像一枚硬币的正反面，经济学家们在提到其中的一面时，必然想起另一面。所以，在讨论了货币供给过程的梗阻机理之后，又转向了对货币需求理论的研究，探讨了货币需求的内生性抑制过程对于通货紧缩可能产生的影响。再次，在从货币供给和需求的角对通货紧缩的产生机理作出了初步的探讨的基础上，运用宏观经济学的分析工具与方法，从理论上对通货紧缩进行全视角的分析，以求对通货紧缩更深层次的认识。

对于第三个问题，也是本书主要和核心的问题——当前我国通货紧缩的成因与治理，本书用了四章的篇幅来说明。第四章，分析了通货紧缩在我国发生、发展及加深的过程，提出：货币供给不足与“货币悬空”是我国通货紧缩的主要起因，债务—通货紧缩循环使通货紧缩得以发展，而“金融预恐慌”与信用危机则使得通货紧缩不断加深。紧接着，第五章，对通货紧缩在我国的社会与经济效益进行了分析，并对引发我国通货紧缩的宏观经济政策进行了反思。其中，通货紧缩的社会经济效益又可分为产出效应和分配效应，通货紧缩在我国的产出效应主要有通货紧缩的财富收缩效应、通货紧缩的经济衰退效应和失业效应。伦理经济学的最基本的原理告诉我们，这些效应都不是我们所希望看到的，因此，至少可以这么认为：通货紧缩是不利于社会福利的改进的。而通货紧缩的分配效应与通货膨胀的分配效应一样，是不公平的，只不过不公平的对象刚好相反。所以，通货紧缩在我

---

<sup>①</sup> 需要说明的是，事实上，促使经济由繁荣转向萧条的货币供给量收缩还不需  
要货币供给量的绝对下降，而只需要货币供给量的相对下降（增长率的减速），就足  
以使经济滑坡了。我国1985年、1988年、1993年的几次银根紧缩的后果就足以说  
明这一点。

国，绝对不是“一幅美丽的图景。”那么，这幅并不美丽的图景由何而来？本书自然转向了对于近年来我国宏观经济政策的分析与反思。对此，本书从我国通货紧缩产生前的政策背景的回顾开始，反思了以下的问题：（1）我国宏观经济的首要问题到底是什么？到底是发展经济、增加就业优先，还是以稳定通货优先？（2）“软着陆”的提法到底对不对？“软着陆”到底应不应该搞？（3）“着陆”之后的政策到底对不对？从第六章开始，对通货紧缩的应对策略进行了一些研究。第六章，提出了应对通货紧缩的财政与货币政策。其中，实施积极的货币政策，本书提出了三个切入点：（1）挖掘货币政策潜力，加大对中小企业的贷款力度；（2）尽快制订刺激居民消费的货币政策；（3）建立和完善货币市场体系，为货币政策的操作与实施提供空间与舞台。关于财政政策，本书认为，首先，要明确扩张性财政政策的原则，即（1）扩大投资要与扩大消费密切结合，（2）要尽可能地提高财政投资的效率和效益，（3）要加强与完善税与费的管理。其次，扩张性的财政政策也应开辟新途径，主要是应加强对于教育的投资，并通过出让国有权益和建立社会改革基金等形式，开拓新的扩张性财政政策所需要的收入来源。第七章，是关于通货紧缩的综合对策。这一章，首先强调了政府在调控经济中的地位与作用，认为在通货紧缩与通货膨胀可能交互出现的现代社会和未来社会，政府应采用微调的方法，以更灵活的手段，适时、适度地调节经济；接下来，提出了解决通货紧缩的核心问题，即债务问题的应对策略，认为适度的通货膨胀将是解决这一问题震动最小、效果最好的选择；关于刺激消费以带动经济发展的问题，本书提出了一个大胆的想法，即通过股市的财富效应刺激居民消费。这虽然不是解决问题的长久之计，但却能缓解当前无限低迷形势的燃眉之急，所以是不妨一试的；最后，认为要根本解决当前的紧缩局面，就必须激发起民间的经济活力，而发展二板市场与此有密不可分的关系，为此，提出了通过发展我国的二板市场以缓解通

货紧缩的一些想法。

## (二)

如果说本书有什么创新之处的话，那么应主要体现在以下的几个方面。

第一，关于通货紧缩的定义及分类。本书在分析、综合国内外大多数学者对通货紧缩所下的定义的基础上，提出了对于通货紧缩的理解。现有的定义可以归纳为以下几点：(1) 通货紧缩从本质上说是一种货币现象，它在实体经济中的根源是总需求对总供给的偏离，或现实经济增长率对潜在经济增长率的偏离。当总需求持续小于总供给，或现实经济增长率持续地低于潜在经济增长率时，则会出现通货紧缩现象。(2) 通货紧缩的特征表现，在于物价水平的持续与普遍地下跌。这个物价水平，严格说来应以包括资产价格如股票、债券和房地产及商品和服务在内的广义价格指数来表述，但碍于统计上的局限，一般在国内用全国零售物价上涨率、在国外用消费者物价指数（CPI）来描述。如果全国零售物价上涨率在零值以下，且持续时间超过6个月，就可以界定为典型的通货紧缩。(3) 通货紧缩同时也是一种实体经济现象。它通常与经济衰退相伴相随，表现为投资机会相对减少和投资的边际收益下降，由此造成银行信用紧缩，货币供应量增长速度持续下降，信贷增长乏力，消费和投资需求减少，企业普遍开工不足，非自愿失业增加，收入增长速度持续放慢，各个市场普遍低迷。

这些描述无疑从不同的角度准确概括了通货紧缩的特性。但给通货紧缩下一个完整、准确的定义，还应考虑到以下几个方面的问题：(1) 通货紧缩的隐性化，即在市场化程度不高的情况下，由于非市场因素引起的价格刚性，使得即便是产生了通货紧缩，价格也不一定降下来；(2) 从实证的角度看，当今绝大多数

国家，尤其是发展中国家，适应其发展的物价水平区间，一般都是正值，即物价在零增长以上。在这个适应于增长的物价区间之下，就可以认为需求总量和供给总量已经失去动态的平衡，需求总量相对不足，因而就可以认为通货紧缩已经发生。随着生产力的发展和人类社会的不断进步，在未来社会里，是否有可能产生这样一种情形，即适合于一国经济发展的物价上涨率区间的下限在零值以下？回答应该是肯定的。但这并不意味着物价上涨率在零值以下也没有发生通货紧缩。因为物价上涨率在零值以下，本身就已经意味着通货的绝对紧缩，只是这种通货紧缩对于经济不一定具有危害性而已。由此我们可以这样认为：在市场化条件下，通货紧缩不一定只发生于物价增长为负数的区间，但如果物价增长为负数，就一定发生了通货紧缩。(3) 在确定物价水平已处于通货紧缩状态的情况下，是否需要这种状态持续一段时间，才能最终确认发生了通货紧缩？如果是，那么这段时间为多长？经济运行过程是一个动态的过程，难免会有偶然性事件的产生。在经济运行中，因为某些突发事件而使物价水平暂时处于通货紧缩所对应的物价水平区间，而经济状况和经济总量平衡并没有实质性的改变，如果把这种情形界定为通货紧缩无疑是荒谬的。那么需要持续多长时间才能确认发生了通货紧缩呢？我想这是一个需要繁杂论证与计算的课题，但有一个起码的标准是可以肯定的，那就是这个时间至少应长到使人能够判定并非偶然因素使物价水平步入通货紧缩区间。这与我们对经济形势的把握能力及判别水平是分不开的，因而这个时间的长短也可能随着经济学家认识水平的提高而缩短。因此，在我们能够确切地计算出界定通货紧缩的时间标准之前，不妨淡化这个时间的观念，直接用“并非偶然因素”这样的修饰词来限定。(4) 关于通货紧缩的本质问题，国内的经济学家们是有分歧的，主要争论在于通货紧缩到底是一种货币现象还是一种实体经济现象。本书更偏向于通货紧缩本质上是一种货币现象的观点。理由是：首先，无论是通货紧缩

还是通货膨胀，其特征表现和判定是否发生了通货紧缩或通货膨胀的标准，是物价水平的高低。而物价水平的高低，本身就是一种货币现象。其次，虽说通货紧缩时期的货币和信用的供给有时并非不足，但流通中的货币肯定是相对不足的，否则物价水平根本就不可能非正常地下跌。货币和信用的供给，完全可能或由于投资机会的减少而沉淀于储蓄，或由于盈利不佳的预期而减慢了流通的速度等等，结果就造成了本来不少的货币和信用，在流通中却变少了。其实通货膨胀也有类似的情形，如在控制货币与信用供给的情况下，由于货币乘数的加大，使流通中的货币总量增加，最终造成了通货膨胀。再次，从产生通货紧缩的机理看，通货紧缩的产生，是沿着债务高企——利息负担加重——企业效益降低——银行信用萎缩——流通中的货币减少——需求减少——通货紧缩这一路径进行的，而这一路径的枢纽与核心，无疑是债务问题，而债务问题本身也是一种货币现象。因此，通货紧缩从本质上说，应该属于货币现象。

由此，本书给出了通货紧缩的定义：从本质上说，通货紧缩是一种货币现象，是流通中货币相对不足而导致的一种货币现象。在一般情况下（或在市场化条件下），通货紧缩通过物价水平的普遍低迷来体现——即当物价上涨率由于非偶然的因素在零值以下或在适合于一国经济发展的物价上涨率区间之下，即可界定为通货紧缩。按照通货紧缩产生机理的不同，通货紧缩可以分为需求不足型和供给过剩型，其中需求不足型通货紧缩一般与经济衰退甚至经济萧条相伴随，对于一国经济健康发展具有较大的危害性，而供给过剩型通货紧缩则是由于生产力提高和商品供应增多所导致，这种通货紧缩不一定有害，但也不能肯定是有益的。

为了更清楚地说明通货紧缩问题，有必要对它们进行一定的分类，这样才能对于全面而准确地把握通货紧缩的性质和机理有所帮助，同时也能使针对通货紧缩治理的对策研究更有针对性。

本书采用了按通货紧缩的严重程度和按产生机理两种分类方法。按通货紧缩的严重程度分，必须首先把握一个“度”，这个“度”，必然、也只可能是根据一国经济对于通货紧缩的承受力来确定的。如果把  $[A, B]$  看成是适合于一国经济发展的物价区间，那么  $(-\infty, A)$  就是通货紧缩的物价区间。一般情况下， $A > 0$ 。物价水平在  $A$  值以下，无论它在零值以上或以下，就是不利于一国经济发展的物价水平，也就可以认为有通货紧缩的迹象了。为此，我们不妨把  $[0, A)$  这一区间所对应的物价水平定义为相对通货紧缩，而把  $(-\infty, 0)$  所对应的物价水平定义为绝对通货紧缩；为了进一步体现绝对通货紧缩与相对通货紧缩的差别，我们另设一个小于 0 的数  $C$ ，把  $[C, 0)$  区间所对应的物价水平定义为衰退式通货紧缩，而将  $(-\infty, C)$  所对应的物价水平定义为萧条式通货紧缩。

关于  $A$ 、 $B$ 、 $C$  值的确定，很难有一个绝对的标准。最近几年，美国的消费物价上涨率在  $1.5\% \sim 3\%$  之间，在  $3\%$  以下，格林斯潘就认为是“合适的”，一旦超过  $3\%$ ，格林斯潘就要考虑提高利率，抑制通货膨胀。在中国，我们当然不能说  $2\% \sim 3\%$  的全国零售物价上涨率就是“高通货膨胀”，因为中国经济还是一个发展中的经济，还有理顺价格结构、放松价格管制、把福利分配转换为市场分配的任务，还有加快工业化的任务，还要安排国有企业富余人员下岗后的再就业，有大量的农业剩余劳动力和每年大量的劳动年龄人口要工作，这就要求通过加快经济发展创造更多的就业机会，从而要求中国有比美国等发达国家高一些的通货膨胀率。国别不同，发展程度不同，时代不同， $A$ 、 $B$ 、 $C$  值的确定自然不同。因此，对这些数值的确定只能进行一些定性的描述。

按通货紧缩产生的机理分，可将通货紧缩划分为需求不足型通货紧缩和供给过剩型通货紧缩。由于在宏观经济学中，总需求  $D$  由以下几个方面构成：

$$D = C + I + G + (X - M)$$

其中  $C$  为消费， $I$  为投资， $G$  为政府购买， $(X - M)$  为净出口，因此，需求不足可以由消费抑制、投资抑制、国外需求抑制和政府购买抑制等多个原因引起，考虑到政府购买是一个事后调节的变量，不像其他变量那样具有较强的“内生性”，因而，又可将需求不足型通货紧缩细分为消费抑制型通货紧缩、投资抑制型通货紧缩和国外需求不足型通货紧缩。

第二，关于我国通货紧缩发展路径研究。本书按通货紧缩形成的时间秩序，分发生、发展和加深三个阶段描述通货紧缩当前在中国的发展状况，力图展示通货紧缩在我国迄今为止的全过程。这一工作在目前来说应该是全新的和有益的。

首先，本书认为通货紧缩作为一种货币现象，其主要的起因，就是货币供给的相对不足或“货币悬空”。<sup>①</sup> 将货币供给看作是通货紧缩的表象或者结果是有失偏颇的。央行行长戴相龙在论述我国没有发生通货紧缩理由的时候，提出的两个论据之一，就是中国近几年的货币供给是正增长的，并没有负增长，所以通货紧缩并没有发生。<sup>②</sup> 其隐含的前提条件是：通货紧缩是货币供给量的绝对紧缩，货币供给量的绝对紧缩是通货紧缩的表象与结果。这种逻辑与“宏观好、微观差”<sup>③</sup> 的逻辑是同样的。事实情况是，当货币供应量相对不足，亦即货币供应的增幅较正常情况减少的时候，经济面就会产生较为明显的反应。改革开放以来的几次紧缩的情况都能证明这一结论。此次通货紧缩的情况也是如

---

① 应该承认，在当前的中国，造成通货紧缩的原因，除了货币因素之外，还存在着诸多的“转轨时期”的特殊因素，但它们绝对不是造成我国通货紧缩局面的主因。

② 参见 1999 年 3 月 12 日《人民日报》，戴相龙在两会新闻中心举行的记者招待会上答记者问。

③ 在 1996 年前后，经济增长仍然保持较高的速度，通货膨胀率也已控制在两位数以下，达到了宏观调控预期的目的，但微观层面却不尽人意，企业效益下降，工人大量下岗，市场普遍不振……，因此，当时有“宏观好，微观差”一说。



此。1996年以来，居民名义货币资产的增长率不仅远低于1978年以来的平均增长率，而且远低于1978年以来历次紧缩期间的增长率；广义货币增长率的变化情况大致相同，在1997年则显著低于中央银行的控制目标。此外，此次通货紧缩还有一个不同于以往一般的银根紧缩的特点，那就是在货币增长率猛烈下降的过程中，信贷额度的作用不大或者基本上没有起作用。从这个意义上说，1996年以来的货币供应紧缩具有自动的或者内生的性质。还有一个值得深思的现象是储蓄高增长、消费需求不足和经济中所表现出来的货币短缺并存。这一现象可以用“货币悬空”来解释，即大量资金沉淀于股票市场、资本外流、不良资产占用国民储蓄和货币流通速度减缓等。

其次，通货紧缩的发展，是因为经济生活中已经形成了债务—通货紧缩循环。在这一循环过程当中，债务是一个重要的枢纽。美国经济学家埃尔温·费雪在1933年大萧条时期提出了“债务挤压萧条理论”。费雪认为，美国的大萧条是经济中的过度负债造成的。由于负债过度，大量资金被用于支付利息；由于得不到资金，经济收缩，物价下降；物价下降导致实际利率的上升；如果偿债速度赶不上物价下降速度，则每还1美元债务意味着在下一轮要偿还多于1美元的债务；一旦形成恶性循环，经济将出现普遍衰退。费雪指出：问题的可怕之处在于，负债者减少债务负担的努力将导致债务负担的增加，因为负债人争先恐后偿还债务的结果是每个人负债的增加。大萧条的最重要秘密是：负债人越是还债，他们的债就越多。本书将债务—通货紧缩循环分为大小两个循环，进行了较为详尽的描述。

再次，通货紧缩的加深，必然是随着“金融预恐慌”与信用危机的深化而进行的。“金融预恐慌”是本书创造的一个名词，用它来描述这样一种状态：即银行体系并未发生恐慌，但单个银行的倒闭和非银行金融机构的清理整顿和关闭事件接连不断地发生，金融领域的违法犯罪现象屡屡出现，加之金融机构的呆坏账