

总 论

通货紧缩的理论分析与 中国面临的实际问题

THEORETICAL ANALYSIS OF DEFLATION AND THE REAL PROBLEMS LIES
AHEAD OF CHINA

成思危

摘 要

通货紧缩是一种货币现象，其表现是总体物价水平的下降。在研究通货紧缩时，应当注意状态和过程的区别。当一个国家在一年以上的时期内有 80% 以上的月份出现总体物价水平下降，就可认为该国处于通货紧缩时期，也就是通常所说的出现了通货紧缩。由于通货的紧缩与膨胀是经常发生的货币现象，虽然它们与经济现象之间存在着相互联系和影响，但没有必要将它们与经济状况的好坏联系起来，更不应当认为通货紧缩与经济衰退有必然的联系。通货紧缩和通货膨胀一样，都是利弊并存的。短期的通货紧缩对经济发展有时是有利的，只有中长期的通货紧缩才通常会导致经济衰退。

西方主要国家通货紧缩的历史可以分为三个阶段。1821~1913 年为金本位制阶段，由于货币供应受到金本位制的制约，因货币需大于供所造成的通货紧缩是经常发生的，但只有在长期的通货紧缩与突发的信用危机的联合作用下，才会导致经济衰退。1914~1945 年为金汇兑本位制阶段，黄金储备对货币供应量的制约逐渐减弱，利率及汇率的影响日益显著，政府对经济的干预也开始增强。各国政府开始运用财政政策和货币政策来调控经济，但只有在政策运用得当、金融体系健全、人们信心增强的情况下才能在通货紧缩时期避免或减缓经济衰退。1971 年以后的通货紧缩是在虚拟经济迅速发展，货币完全与黄金“脱钩”而成为不可兑换纸币并趋向虚拟化的情况下发生的，可称为“现代通货紧缩”。

在探讨现代通货紧缩的成因时，应当注意货币系统的复杂性、信用货币的虚拟性，以及通货紧缩的自增性。通货紧缩就是货币系统中自组织作用的表现，主要取决于个人、企业及银行对未来的预期及所采取的行动。这三者之间的相互作用通常具有协同性，当它们对未来预期不好时所采取的行动有相互增强的作用。因货币的虚拟性引发的信用危机不仅会造成通货紧缩，而且还会使通货紧缩长期持续下去而导致经济衰退。

按照笔者提出的判别标准，可以认为我国最近一次的通货紧缩开始于 1997 年 6 月，结束于 2000 年 9 月，其成因既有与其他国家相似的共性，

又有由中国国情形成的特性。我国通货紧缩形成的特殊背景主要是在转制过程中、在成功治理通货膨胀不久后、在东亚金融危机发生的同时、在改革深化的过程中、在经济持续增长的同时发生的。需求落后于供给是中国通货紧缩的主要成因（包括收入的增长远低于经济的增长、对储蓄的偏好远大于对消费的偏好、收入差距的增大削弱了整体购买力、供应结构不适应需求结构的变化等因素），民间投资减少是中国通货紧缩的重要成因，宏观调控中的惯性促进了通货紧缩的形成，外部因素对通货紧缩的形成也有一定影响。

建议采取以下几项政策措施：（1）提高城乡居民收入，培育其购买力；（2）改善城乡居民对经济前景的预期；（3）调整供给结构，扩大有效需求；（4）鼓励民间投资及非国有经济的发展；（5）深化金融改革，提高银行绩效；（6）灵活运用财政政策与货币政策。

前 言

我国在治理了 1992~1995 年严重的通货膨胀，成功地使国民经济实现了“软着陆”之后，1997 年年中却开始出现了物价持续下降的现象，对经济发展造成了一定的影响。这种情势引起了一些经济学者及有关人士的关注与思考，但是在对其分析和判断上却存在着较大的分歧。尽管在经济学教科书中通常将这种物价水平持续下降的现象称为通货紧缩，但中国经济界人士对通货紧缩的定义、判断标准、产生原因、治理方法以及中国是否出现了通货紧缩等问题还未能取得一致的意见。

通货紧缩是与通货膨胀相反的一种货币现象。从近二百多年世界各国经济发展的历史来看，通货紧缩出现的次数要比通货膨胀少得多，因此尽管经济学界对通货膨胀进行过许多广泛而深入的研究，但对通货紧缩则研究甚少。近年来国外出版的几本与通货紧缩有关的著作也多半是以发达国家的数据及分析作为研究的基础，难以完全适用于中国的情况。国内出版的一些书籍及发表的文章则通常偏重于定性的分析与思辨，有些观点缺乏坚实的论据支持。为此笔者在本文中拟在国内外已有研究成果的基础上，运用系统工程、复杂科学、虚拟经济等理论及定性定量相结合的方法，对通货紧缩的判定、成因及对策做一些初步的分析，并且针对中国近年来出现的通货紧缩现象，运用上述理论分析的结果来探讨其形成的原因及应当采取的主要对策。

一、通货紧缩是一种货币现象

通货紧缩与通货膨胀一样，就其本来的意义上说仅仅是一种货币现象。“通货”就是被普遍公认并通行的交换媒介，在现代社会中包括纸币和硬币^[37]。因此通货膨胀（Inflation）就是指货币的数量超过了当时货物的数量，而通货紧缩（Deflation）则是指货币的数量少于当时货物的数

量。从上述定义看来通货膨胀与通货紧缩都仅仅与货币有关，故可认为它们都只是一种货币现象。

但是，在许多经济学家对通货紧缩所给出的定义中，常常将通货紧缩与物价水平下降联系起来。例如，美国经济学家斯蒂格利茨（Stiglitz J. E.）在他的《经济学》教科书里说：“通货紧缩表示价格水平的稳定下降。”^[25]克鲁格曼（Krugman P. L.）^[11]以及萨缪尔森（Samuelson P. A.）等^[21]在其著作中都把通货紧缩定义为“一般价格水平的下降”。

上述定义使得很多人误认为通货紧缩不仅仅是一种货币现象，而是一种经济现象，从而将通货紧缩与经济衰退紧密地联系起来，甚至还有人认为通货紧缩是一种政策。例如在《中国大百科全书》的《经济学》分卷中，将通货紧缩定义为“指在流通过程中收缩货币量或减慢纸币发行增长率以提高货币的购买力或减轻纸币贬值的程度。它是资本主义国家在财政赤字和通货膨胀严重时所采用的一种政策”^[40]。这一定义否定了许多经济学家对通货紧缩的看法，给通货紧缩贴上了政治的标签。但在该书中却将通货膨胀定义为一种社会经济现象，即“货币发行量超过商品流通中实际需要量而引起的货币贬值和物价上涨的现象。这是在纸币流通条件下的一种社会经济现象，通常表现为一般物价水平的持续上升，亦即货币所代表的商品价格的普遍下降”。这一定义则否定了通货紧缩与通货膨胀的对应关系。

笔者认为，上述许多经济学家所提出的“物价水平的下降”并不是通货紧缩的定义，而是通货紧缩的表现。从货币的发展历史来看，自从1821年英国首先实行金本位制以后，黄金开始对当时广泛发行的纸币起保证作用，金本位制也逐渐在欧美各国广泛流行，1870年开始成为世界通货的基础。直到第一次世界大战爆发后，由于有些国家限制甚至禁止黄金的自由输出等原因，使得金本位制被停止实行。第一次世界大战结束后，金本位制退化为金汇兑本位制。到20世纪70年代，黄金在国际货币制度中的法定作用正式宣告结束。在货币与黄金“脱钩”的同时，货币的虚拟化程度大大增加，因为人们已不可能用一种有固定价值的“参照物”来确定货币的价值，故只能用货币的购买力来衡量其价值。而且由于整个经济系统中不再有货币受金本位制的限制而自动退出的机制，故货币的购买力就由货币数量与实体经济之间的关系来决定。因此人们只能用“总体物价水平的下降”导致的货币购买力的上升，来等同于“货币数量的下

降”。也就是说只能用“总体物价水平的下降”作为通货紧缩的判别标准。

笔者认为，通货紧缩是一种货币现象，其表现是总体物价水平的下降。

总体物价水平通常用价格指数（主要以消费品及服务的价格的指数）来衡量。2001年中国国家统计局已按新的分类和方法编制与国际接轨的定基消费者价格指数，并正式向外公布，其可以作为判定总体物价水平的主要准绳。

为了易于观察总体物价水平的变化，通常采用变基（环比）价格指数。如果这一指数大于100%，则认为通货在膨胀，而如果小于100%，则认为通货在紧缩。有些西方学者认为，由于政府习惯于“夸大”通货膨胀的水平，因此当价格指数小于101%时，即价格涨幅低于1%时，就可以认为出现了通货紧缩。由于这一观点还有待进一步斟酌，故在本文中仍以价格指数低于100%为出现通货紧缩的判别标准。

笔者认为，在研究通货紧缩时，应当注意状态和过程的区别。当一个时段的总体物价水平比前一时段降低时，就可以认为是出现了通货紧缩的现象（或迹象），这是指一种状态；而如果总体物价水平持续降低，则可以认为是处于通货紧缩的时期（阶段），这是指一个过程。判别通货紧缩现象是比较容易的，其标准也是公认的。但在判别一个国家是否处于通货紧缩时期时，由于经济学界对通货紧缩的理解不同，故各人所提出的判定标准也不尽相同。有主张“单一要素论”的，也有主张“二要素论”的，还有主张“三要素论”的。持“单一要素论”观点的人认为，通货紧缩与通货膨胀的定义正好相反，是指货物与服务的货币价格普遍地不断下降；认为，“不断下降”并不意味着价格水平就一定“低”。“普遍地”下降，是指货物与服务的货币价格普遍地、广泛地下降，而不是某个产品或某个行业的价格水平下降。持“二要素论”观点的学者认为出现通货紧缩必须具备两个必要条件：一是商品和劳务价格持续下降；二是货币供应量持续下降。与通货紧缩相伴随的是经济衰退。“三要素论”观点与“二要素论”观点的区别主要在于把经济衰退作为通货紧缩的衡量标准，而不是看做通货紧缩的伴随物。即认为通货紧缩首先是一种货币现象，与货币流通量的下降有关；其次它会引致物价的下降；再次，一般地，它通常还伴随着经济衰退的出现。

既然通货紧缩是一种货币现象，就不应当也不必要在总体物价水平之

外再加上其他的判别标准。故笔者原则上同意“单一要素论”的论点，但认为判别标准还需要进一步细化和量化。笔者建议，当一个国家在一年以上的时期内有 80% 以上的月份出现总体物价水平下降，就可认为该国处于通货紧缩时期，也就是通常所说的出现了通货紧缩。

有人认为应该用总体物价水平在 12 个月内持续下降作为出现通货紧缩的判定标准，笔者认为不够恰当。从一个时间点（例如每月的月末）上看，每个月的总体物价水平与上月相比，只存在着上升（膨胀）、下降（紧缩）和持平三种可能，而前二者出现的机会较多，因此总体物价水平会不断地处于变化之中，而且也很有可能由于内部和外部的原因发生上下的波动，例如在持续下降的过程中会出现短暂的上升。而从一个时期（例如一年）看来，尽管其总体物价水平可能出现波动，但如果在绝大多数情况下是上升的，则可认为出现了通货膨胀；如果在绝大多数情况下是下降的，则可认为出现了通货紧缩。因此笔者建议，就一个时期看来，如果价格指数在 80% 以上的时段内大于 100%，则可认为出现了通货膨胀；而如果在 80% 以上的时段内小于 100%，则可认为出现了通货紧缩。

还应注意，从通货紧缩现象开始出现到对经济运行发生明显影响之间，通常存在着一段时滞。国外研究表明，货币供应量对物价水平的影响要 1~2 年后才能表现出来。如果判别时所取的时期较短，则通货紧缩很可能在尚未发生明显影响之前就已经缓解了。从一些国家的历史数据看来，公认的通货紧缩时期通常都在一年以上，故笔者建议应当用一年以上的数据作为判别通货紧缩出现的依据，并建议将持续 24 个月以下的通货紧缩称为短期通货紧缩，持续五年以上的通货紧缩称为长期通货紧缩，介于两者之间的称为中期通货紧缩。

有些经济学家认为，在价格指数大于 100% 的时期内，只有通货膨胀率不断增加才可称为通货膨胀，而通货膨胀率逐渐减小时则称为通货非膨胀或通胀回落（Disinflation）。笔者对这一观点不尽认同，但由于本文主要探讨与通货紧缩有关的问题，故不拟对此做进一步讨论。

由于通货的紧缩与膨胀是经常发生的货币现象，虽然它们与经济现象之间存在着相互联系和影响，但没有必要将它们与经济状况的好坏联系起来，更不应当认为通货紧缩与经济衰退有必然的联系。如果对通货紧缩加上政治的含义，认为承认通货紧缩就是承认经济衰退，则会不利于深入研究通货紧缩的规律，客观地判别通货紧缩的出现，也不利于全面分析其对

经济发展的影响并及时采取适当的对策。

笔者认为，通货紧缩和通货膨胀一样，都是利弊并存的。短期的通货紧缩对经济发展有时是有利的，只有中长期的通货紧缩才通常会导致经济衰退。故只要头脑清醒、发现及时、政策明确、措施得当，就完全有可能做到趋利避害，发挥通货紧缩对经济发展的有利作用，并将其危害控制在尽可能小的范围之内。

二、通货紧缩的历史回顾

由于通货紧缩是一种货币现象，故在对通货紧缩进行历史回顾时就应当与货币的发展历史联系起来加以考察，并注意到它与经济现象之间的相互联系和影响。

根据笔者初步的研究，可以将西方主要国家通货紧缩的历史分成以下三个阶段：

（一）1821~1913年

货币是惟一完全流动的资产，也是一种随时可转换成其他商品的资产。金属（金或银）用做货币至少有 4000 年历史，金属铸币也有约 2600 年的历史。1821 年英国首先实行金本位制，它是通货本位为一个固定的黄金量或者保持为一个固定的黄金量价值的货币制度。通货可按本位的含金量在国内或国外自由兑换成黄金。此后德国、法国和美国都采用了金本位制，其他许多国家相继仿效。由于西方主要国家都实行了金本位制，故这一阶段的通货紧缩与有关各国实行金本位的货币制度密切相关。

金本位制的优点是可以限制政府或银行过度发行纸币的权力，防止因此而导致货币贬值，也有利于汇率的稳定。由于每个国家的本币与黄金的比值是固定不变的，故本币的发行量是按照这个比值与该国的黄金储备联系起来的。其缺点为：由于黄金的数量增长相当缓慢，制约着本币的发行量，不能满足各国经济发展中总供给增加对货币增长的需求，限制着货币供应量的灵活调节，容易导致通货紧缩，并会阻碍各国经济之间的相互作用，还会限制有赤字支付能力的国家应对通货紧缩的能力。由于这一时期

内政府发行的纸币有相应数量的黄金做担保，故较常发生的短期通货紧缩通常不会引起经济的衰退。

1839~1843年，美国出现了通货紧缩，在此期间物价下降了42%、投资减少了23%、股市下跌了34%、银行数目缩小了23%，但消费却增长了21%，实际国民生产总值增长了15%，说明这次通货紧缩并没有引起经济的衰退^[23]。

自1865年南北战争结束之后，美国经济稳步增长，其中农产品出口、铁路建设和工业化这三个因素起到了很大的推动作用。美国农业由于移民迁入、荒地开发和规模经营而迅速发展，农产品出口要占其出口总金额的70%以上；铁路线的总长度由1860年的3.06万公里增加到1880年的15.02万公里（仅1870年一年就建造了8000英里铁路）到1900年达到19.3万公里；工业由于增加投资加强管理和横向兼并，其发展速度远远高于农业，工业化显著加速，在1869~1878年间，美国GDP中工业与农业之比为1.66，而在1897~1901年间则已增至3.26。

尽管美国经济增长的势头很猛，但由于黄金储备的增长赶不上货币需求的增长，物价下跌的趋势也很明显。在1865~1897年这32年当中，GDP有23年是上升的，只有9年下降；货币供应量（M2）则有12年下降、20年上升。但美国的批发价格指数有22年下降、8年上升、2年持平；农产品价格指数有22年下降、9年上升、1年持平；消费者价格指数有22年下降、3年上升、7年持平。由此可见，在实行金本位制时，因物价下跌所造成的通货紧缩并不一定会导致经济衰退。

然而，在1865~1914年间，美国经济确实发生过两次衰退：一次发生在1873~1878年；另一次发生在1893~1896年。这两次经济衰退是由于物价长期下跌与信用危机的共同作用所造成的。

在货币发展的历史中，自从人们手中的闲置货币变为生息资本之后，随着信用货币的产生，货币也就开始虚拟化。银行作为中介机构将人们手中闲置的货币借入，再转贷出去生息；人们还可用手中的闲置货币购买各种有价证券来生息，这时人们手中的存款凭证和有价证券也就是虚拟资本。生息资本的社会化可以引导资金从不能用于生产、流通等实体经济活动的人们的手中转移到能将其用于实体经济活动的人们手中，并可以将分散在各人手中的资金集中起来进行较大规模的、收益较高的经济活动，从而可提高资金的使用效率。而运用虚拟资本在金融市场上进行的直接以钱

生钱的活动就称为虚拟经济^[3]。

虚拟经济的进一步发展就是有价证券的市场化，即有价证券可以根据其预期的收益而自由买卖，从而产生了进行虚拟资本交易的金融市场（例如股票市场、债券市场、货币市场等）。有价证券的市场化不仅能使人们手中的有价证券可以随时变现，大大提高了虚拟资本的流动性；还能引导资金向预期收益较好的产业流动，从而可进一步提高资金的使用效率。

1898年还出现了农产品的期货交易方式，以后逐渐扩及有色金属、石油等工业原材料，这是虚拟资本的一种新形式。

银行的诞生使得支票、汇票、期票等用做交换媒介和支付手段的信用货币开始膨胀，其中有很大数量的信用货币没有相应价值的黄金做担保，因此它们的价值是虚拟的。一旦遇到信用危机，人们就会争先恐后地用手中的信用货币去兑换黄金，而这又必然会导致黄金储备不足的银行因挤兑而倒闭，引起信用危机，从而加剧了通货紧缩。

尽管美国在 1865~1871 年间连续六年物价下跌，但由于金融保持稳定，国内生产总值仍持续增长。但是物价长期下跌的负面影响逐渐显露，它使得负债经营的企业利润逐渐减少，而利润的减少不仅造成了其负债总额的增加，也使企业更加难以偿还债务，甚至导致其破产。在此期间每年破产企业的数目由 500 家增至 2900 家，每年破产企业的负债总额由 1760 万美元增至 8530 万美元。

货币长期需大于供的结果是促使借贷资本市场紧缩和贴现率上扬，1871 年纽约的私人贴现率从 7 月的 4.7% 升至 12 月的 9.8%，到 1872 年 10 月已升至 12% 以上。1873 年 9 月，许多供应铁路建设资金的银行宣布破产，人们纷纷从银行提取存款。信用体系的急剧萎缩迫使价格进一步下跌，利率迅速攀升（当年 10 月份私人贴现率已高达 17%），加速了银行和工商业的破产和股票市场行情的下跌，甚至迫使纽约股票交易所关闭了 10 天。由于政府开始通过收购国家债券来缓和金融市场上的紧张状态，这种局面在 1873 年年底有所缓和，信用制度开始从瘫痪中恢复过来。但是由于货币的供应受到黄金储备的制约，银根仍然偏紧，工商业的衰退还未能终止。

美国的批发价格指数、农产品价格指数及消费者价格指数一直下跌到 1879 年，六年内总跌幅分别为 33.8%、33.3%、20%。1872~1878 年，美国破产企业的数目年均增长达 14.4%，1878 年破产企业的数目达到历

史最高纪录，共 1.05 万家；1873~1878 年间，破产企业的负债总额居高不下，五年间累计为 12.01 亿美元。在这段时期内，铁路线长度的增加额迅速下降，股票行情不振，物价下跌，失业率上升，经济处于萧条状态。

面对这种情况，美国政府通过进口黄金增加储备和收购白银铸造美元硬币等办法，在一定程度上增加了货币供应量。同时鼓励国内外投资者向铁路及工业投资。从 1878 年开始，铁路股票和工业股票显著回升，新修铁路线长度显著增加，并带动了其他行业的发展，促进了整个经济的复苏。1879 年，农产品价格指数、批发价格指数、消费者价格指数开始回升，货币供应量（M2）也出现了大幅的增长，1879 年及 1880 年国内生产总值的增长率分别达到了 12.55% 和 11.87%。由于物价开始回升，工商业也开始活跃，企业破产的数目和负债总额也大幅下降，美国的经济显著好转。1879 年和 1880 年，国外农业歉收导致农产品价格显著回升，给农产品出口占其出口总额约 90% 的美国带来了机遇。1880 年，美国的贸易赤字为 1.69 亿美元；1881 年则突变为黑字 1.63 亿美元。由于上述各种因素的共同作用，使得美国最终走出了从长达五年（1873~1878 年）的通货紧缩。

从 19 世纪 70 年代末期到 19 世纪 90 年代初期，由于铁路建设的不断发展、农产品等出口贸易增长、欧洲大量资本的流入等原因，美国的经济总体上是向上发展的，但金本位制对货币供应量的制约依然存在。1888~1892 年间，批发价格指数、农产品价格指数和消费者价格指数的跌幅分别为 11.6%、8% 和 0.87%。但国内生产总值仍保持增长。同期内每年破产企业的负债额由 1.24 亿美元增至 1.9 亿美元。此外，从 1888 年开始，每年新增的铁路线长度已显著下降。从总体上看，美国经济从 1892 年开始已经在走下坡路。

1893 年 3 月，美国国库库存黄金已经降低到 1 亿美元以下。纽约股票交易所的股票行情也出现了急剧下降的趋势，外国投资者纷纷抛售美国企业的股票，抢购黄金，1893 年从美国流出的黄金就约值 7200 万美元。由于对美元的稳固性丧失了信心，存户开始纷纷向银行提取存款。银行为了避免风险，只有减少乃至停止对工商业的贷款。当年约有 1.52 万家工商企业破产，其负债近 3.47 亿美元，有近 450 家银行倒闭，国内生产总值比 1892 年下降约 8%。

1893 年以后，物价水平持续下跌：1893~1897 年间，批发价格指数

由 78 下降到 68，农产品价格指数由 72 下降到 60，消费者价格指数由 90.7 下降到 83.5。尽管 1895 年经济有短暂的回升，但 1896 年的经济增长率又出现负增长。1894~1897 年间农产品出口和铁路长度的增加额都逐年下降。

1897 年初，美国经济情况开始好转。其原因一是由于 1895 年以后，在南非和美国的阿拉斯加发现了黄金金矿，而且通过运用氰化反应工艺可以从低品位矿石中提炼黄金，大大增加了黄金的供应量，货币供应量也相应增加，引起农产品及其他商品价格的上涨。二是由于美国工业化速度过程加快，到 19 世纪末，工业已成为美国经济的主要经济部门。三是从 1897 年开始美国的出口持续增加，特别是农产品的出口保持增长。这些都促使了美国经济摆脱 1893~1896 年的通货紧缩。

英国在 1873~1879 年间所发生的经济衰退更加明显地反映了信用危机的作用。19 世纪 70 年代，英国对美国和中欧进行了大量的投资，并向它们大量出口多种工业产品。1873 年，当美国由于铁路建设的萎缩等原因发生金融恐慌时，危机首先通过金融市场影响到了英国的利率，使信贷变得紧张，货币供应量减少。1873 年 9 月，随着美国股市暴跌，英格兰银行贴现率上升，到 11 月 7 日达到了 9%。同时，美国及中欧的危机打击了英国的出口，特别是生铁出口从 1872 年的 395.8 万吨一路下跌到 1876 年的 259.4 万吨。英国破产企业数目和破产债务总额也从 1872 年开始大幅增长。英国的批发价格指数从 1873 年的 120 一路下跌至 1879 年的 99 (1913 年 = 100)；同期国民生产总值下跌 10.7%。到 1880 年，价格水平开始回升，零售商品价格指数上升到 103，英国才走出了经济衰退时期。

从这一阶段的历史看来，由于货币供应受到金本位制的制约，因货币需求大于供所造成的通货紧缩是经常发生的。但只有在长期的通货紧缩与突发的信用危机的联合作用下，才会导致经济衰退。

(二) 1914~1945 年

在第一次世界大战于 1914 年开始后，几乎每个国家都使用不可兑换的纸币或限制黄金出口。从战后到 1928 年，多数国家开始采用金汇兑本位制，即这些国家可利用按固定汇率兑换成黄金的通货（美元和英镑）来补足其中央银行的黄金储备。但由于 20 世纪 30 年代大萧条的冲击，英美

两国分别于 1931 年及 1933 年正式放弃金汇兑本位制，到 1937 年金汇兑本位制几近崩溃。

虚拟资本的跨国交易虽可以追溯到 19 世纪中叶美国等债务国政府和铁路公司在英国、法国和德国的金融市场上发行固定利率的债券，但仅从 20 世纪 20 年代开始才有比较大规模的跨国证券投资，各国之间的经济联系日益紧密，汇率变化对经济的影响也更加显著。

第一次世界大战结束后，在 1918~1920 年间，美国经济的 GDP 持续增长，物价也不断上升。为了制止股票市场的投机活动，从 1919 年 12 月 30 日开始，纽约联邦储备银行数次提高贴现率，在不到一年的时间内提高了近一倍。货币供应量大幅度减少，引起了信用的紧张。利率的上升也阻碍了投资，使得工商业从 1920 年夏季开始走下坡路。工商企业破产数增加，物价下降，失业率上升。但联邦政府并未扩大政府支出，1920 年的预算还由赤字转为盈余，使全国迅速陷入经济萧条之中。从 1922 年开始，由于利率开始下降，刺激了投资，工商业开始复苏，物价也开始回升。到 1923 年，美国才走出了为期两年多的通货紧缩。

1923~1928 年，美国经济处于繁荣时期。1928 年初，联邦储备系统为了制止股票市场的过度投机活动，开始限制货币供应以提高贷款利率。1929 年上半年，联邦储备委员会指示各联邦储备银行只发放“生产性贷款”，而拒绝发放用于证券投机的一切贷款。但实际效果则适得其反，大量银行资金流入股市，使其保持兴旺，而企业资金缺乏的困难却日益严重，制造业和建筑业大幅度减产。1929 年 10 月 24 日，即著名的“黑色星期四”，股市开始一泻千里，在不到三个月内约损失了 250 亿美元市值，超过了同期美国经济的全部净收入。股市崩溃导致了一连串的银行倒闭，引起了金融恐慌，公众纷纷将存款兑现为通货。导致了美国长达四年的大萧条。

1929~1933 年期间，美国的物价下降了 32%、投资减少了 91%、股市下跌了 27%、银行数目缩小了 42%，实际消费减少了 19%，实际国民生产总值下降了 30%^[23]。失业率从 1930 年开始迅速上升，年平均高达 18.3%，在业工人的工资比物价下降更快。1930~1933 年 M2 连续四年出现负增长，年平均为 -8.7%，1933 年公众手中持有的通货对存款的比率是 1930 年的 2.1 倍。

1933 年 3 月 6 日，罗斯福就任总统后，制定了一系列的方针政策来

减轻经济困难：例如农业调整法、国家复兴法、证券法、格拉斯 - 斯特高尔银行法、证券交易所法、劳工关系法，等等。政府还建立了一系列的联邦基金机构以增加各种贷款，例如复兴金融公司、房屋贷款公司等。还将黄金对美元比价由每盎司 20.67 美元提高到 35 美元，大大增加了货币供给量。使得 M2 从 1934 年开始增长，1934~1937 年平均增长 9.1%。生产者价格指数和消费者价格指数开始回升。国内生产总值也恢复增长，1934~1936 年间年均增长 13%，从而使美国走出了这次历史上最为严重的经济萧条。

英国从 1920~1933 年的长期通货紧缩是由于英国力图恢复金本位制的政策所造成的。1918~1920 年期间，英国的经济持续上升，但由于英国政府为恢复英镑平价而采取了紧缩的货币政策，使得货币供应、物价水平和国内生产总值从 1921 年开始持续下降，导致了三年的经济衰退。在世界经济增长及技术进步等因素的作用下，才使处于通货紧缩时期中的英国经济有所复苏。但在 1925 年英国恢复金本位制后，由于英镑的估价过高，严重打击了英国的出口，导致了巨大的贸易赤字；与此同时，为了防止资本外逃，英国政府还采取了高利率政策，对经济的发展更是雪上加霜，使英国经济再次陷入萧条。1931 年，英国被迫放弃金本位制，导致英镑大幅贬值，再加上采取的保护性贸易政策，才走出了长期的经济衰退。

法国在 20 世纪初的两次通货紧缩（1921~1922 年和 1931~1936 年）都有着极强的外部因素。1920 年，法国迫于英、美等国的压力，采取了紧缩的货币政策以阻止法郎的贬值，导致了货币供应量的减少，物价在 1921 年、1922 年两年连续下降，造成了短期的经济衰退。由于法国政府及时采取了法郎贬值和降息等措施，使经济得以回升。在 1923~1930 年间，尽管法国政府从 1926 年下半年开始采取了稳定法郎汇率、平衡预算、加息等措施以抑制通货膨胀，但由于资本净流入增多及国民收入增加，物价仍稳步上升。1931 年，英、美等国家货币的贬值以及国际市场上物价的下跌使得法郎升值，出口减少，人们纷纷购买法国中央银行的银行本票，致使货币供应量减少，造成通货紧缩，物价也不断下跌，法国经济开始了持续六年的衰退。法国政府通过法郎贬值、禁止私人买卖黄金、大量买进短期国库券等措施来增加货币供应并刺激需求，促使物价上升，1937 年开始逐渐摆脱了经济衰退。

从这一阶段的历史看来，黄金储备对货币供应量的制约逐渐减弱，利率及汇率的影响日益显著，政府对经济的干预也开始增强。各国政府开始运用财政政策和货币政策来调控经济，但只有在政策运用得当、金融体系健全、人们信心增强的情况下才能在通货紧缩时期避免或减缓经济衰退。

第二次世界大战爆发后，各国经济都转入了战时经济的轨道，通货紧缩也销声匿迹。因此有些经济学家认为，是战争帮助了罗斯福的新政，使美国经济得以完全复苏并迅速增长。

（三）1945 年以后

20 世纪 30 年代的世界经济萧条和第二次世界大战的爆发使金融市场国际化的进程陷于停滞。第二次世界大战后，欧洲大陆满目疮痍，百废待兴，亟需资金投入，美国则通过“马歇尔计划”对欧洲进行支援，但其附带的国际贸易及国际支付自由化的条件为美国资本长驱直入欧洲市场铺平了道路。在《布雷顿森林协议》及《关税和贸易总协定》的推动下，逐渐形成了规模巨大的国际金融市场。金融市场的国际化能在国际范围内引导资金向收益较好的产业流动，从而可以大大提高资金的利用效率，同时还形成了一种新的金融市场——外汇市场。期货交易也日益虚拟化，即将购买期货作为一种投机的手段。20 世纪 60 年代以来，股票、债券、外汇等金融商品的交易陆续出现了期货交易方式。

第二次世界大战后，由于美国为外国中央银行购买或出售黄金规定了最低的美元价格，1958 年欧洲主要国家规定在国际支付中可用各该国通货自由兑换成黄金或美元。但 1971 年美国在国际支付中停止按固定价格（每盎司 35 美元）将美元自由兑换成黄金，此后国际货币体系变成以美元及其他纸币为基础，而黄金在世界汇兑中的官方作用就此结束。货币从此与黄金彻底“脱钩”，不能按固定价格自由兑换成黄金。此后货币只凭一个国家的总信用发行，成为不可兑换纸币（Fiat money），这就使得货币虚拟化的程度大大增加。

虽然在国际货币制度中，黄金的法定作用已于 20 世纪 70 年代结束，但它仍然是最可靠的储备资产，因此，全世界约有 45% 的黄金由各国政府和中央银行所拥有，并被各国接受为国际支付手段。

随着因美元脱离金本位而导致浮动汇率制的形成，金融创新的增强，信息技术的迅速进步，金融自由化程度的增大，以及经济全球化的发展，

国际金融逐渐走向集成化。各国国内的金融市场与国际金融市场之间的联系更加紧密，相互间的影响也日益增大。虚拟资本在金融市场中的流动速度越来越快，流量也越来越大，从而使得虚拟经济的规模不断增大。

在“乘数效应”的作用下，目前全球虚拟经济的总规模已经大大超过了实体经济。据笔者初步统计，2000年底全球虚拟经济的总量已达160万亿美元，其中股票市值和债券余额约为65万亿美元，金融衍生工具柜台交易余额约为95万亿美元，而当年各国国民生产总值的总和只有约30万亿美元，即虚拟经济的规模已达实体经济的5倍。全世界虚拟资本日平均流动量高达1.5万亿美元以上，大约是世界日平均实际贸易额的50倍，也就是说世界上每天流动的资金中只有2%真正用在国际贸易上，其他的都是在金融市场中进行以钱生钱的活动。可以预计，随着电子商务和电子货币的发展，虚拟经济的规模还会进一步膨胀^[6]。

从第二次世界大战结束到20世纪70年代初，由于各国都忙于恢复经济，美国也进入了持续经济增长的时期，1949~1974年间，美国的批发价格指数年均上涨1.4%，使得通货紧缩难以发生。

1971年以后，由于货币供应量完全摆脱了黄金储备的约束，政府可以用增印纸币的办法来保证货币供应，再加上在相对和平的环境下，各国都力图用各种手段来刺激经济的发展，总体物价水平在绝大多数情况下保持上升。越南战争的惨败和“伟大社会计划”好高骛远的失误，使得美国出现了严重的通货膨胀，导致了1973~1975年的经济衰退。

20世纪80年代以来，世界经济总体上处于增长时期，长期的通货紧缩很少出现。惟一值得注意的是20世纪90年代在日本发生的通货紧缩。1991年以来，随着泡沫经济的破灭，日本经济的增长率持续下降，陷入了长期的经济衰退。1992年以来日本的综合批发价格指数一直保持下跌的趋势，1998年之后更为明显。1997年和1998年两年日本经济还出现了负增长。货币供应量M2的年均增长率也从20世纪80年代末的11.8%降至20世纪90年代的4%以下。失业率不断升高，1999年达到了4.7%的战后最高纪录。1998年以来，日本政府实施了多项旨在刺激经济增长、改善经济结构的措施，但至今效果并不明显。

20世纪90年代以后，许多国家出现了通货膨胀率持续下降(Disinflation)的现象，自1997年第三季度开始，中国、新加坡、瑞典、瑞士等国家相继出现了通货紧缩，同时，全球实际产出与潜在产出之间的缺口