

# 第一章 导论：通货紧缩的挑战

几十年来，对大多数富裕国家和地区而言，危险来自于通货膨胀。从美国到韩国，从英国到巴西，许多国家都先后加入到抑制通货膨胀的战斗中，并取得了明显的成功。不仅如此，经济问题总是与政治问题紧密地结合在一起，以至于在过去 30 年的历史中通货膨胀的升降还对决定各国政治和社会变革起了巨大的、未曾预料到的作用。在英国和美国出现的两位数的通货膨胀，促使撒切尔和里根上台执政，从而改变了这些国家乃至整个世界的政治。低通货膨胀使 90 年代后期的美国保持住了经济繁荣，而经济繁荣又帮助克林顿度过了弹劾这一关，并使股市上扬。1998 年，西方七国集团平均通货膨胀率仅为 1%，是近半个世纪以来的最低点。但是，虽然作为老牌敌人的通货膨胀似乎受到了遏制，一个新的、可能是更加危险的敌人正在出现，它就是通货紧缩。

## § 1.1 通货紧缩再次笼罩世界经济

根据英国《经济学家》杂志（1999 年 2 月 27 日至 3 月 5 日）统计，1998 年世界所有商品物价指数比 1997 年下降了 17 个百分点；其中食品价格指数下降了 22.5 个百分点，工业品价格指数下降了 9.9 个百分点，非食品工业品价格指数下降了 4.8 个百分点，金属制品价格指数下降了 14.0 个百分点。这是受亚洲、拉美、南非和俄罗斯等发生金融危机的国家和地区直接影

响所致。金融危机国突然缩减国内需求，不仅引起了金融恐慌，也引起了价格恐慌。到 1998 年，整个世界在 30 年代大萧条后首次面临全球性的通货紧缩危险。实际上，在美国以外的世界许多国家，消费价格下降的风险（也就是通货紧缩）已达到了 30 年代以来的最高水平。日本已经处在通货紧缩的控制之中，东亚其他一些国家和地区（如香港）也出现价格下降。如果计算正确，欧洲大陆的通货膨胀率几乎近于零。消费价格下降部分是新技术和放松管制的正面效应的结果，部分是由于原油和其他资本品变得更加便宜了。这类通货紧缩的危害通常是很轻微的甚至是无害的。但同时还出现了一种由于生产能力过剩和需求低迷所造成的危害性很大的通货紧缩。按目前的预测，全球实际产出和潜在生产能力之间的“产出缺口”到 1999 年底将达到 30 年代以来的最高水平。如果此时美国和欧洲国家突然任由其经济下滑，那么世界经济很可能要跌入经济大萧条，就像 70 年前一样，价格和产出会同时下降。由于整个世界经济非常不稳定，即使美国经济继续走旺，世界上的其他许多国家也仍会继续滑向通货紧缩。

不过，从全世界范围来看，更危险的是美国目前的经济本身也包含着重重危机。里奇·米勒（1999）认为，全球增长的不平衡模式正在美国的经济体系中形成三重泡沫：贸易逆差不断增加；由于外国投资者投入大量资金所造成的股市猛涨；消费者的借贷消费热潮使个人储蓄率跌到了自 1933 年以来的最低点。泡沫越大，经济面临的危险就越大，而泡沫一旦破裂，则势必会引发衰退。里查德·费里曼（1999）认为美国实体经济正面临衰退的危险，其经济的 5 个极其重要的部门——机床、农用设备、钢铁、飞机、石油天然气勘探出现了大幅度下降，不是下降 3%~5%，而是下降 15%~40% 以上不等。截至 1997 年，美国国内生产总值中的“商品生产”部分降到占 GDP 的 32.9%，

由批发、零售、服务和管理合在一起的“非商品生产”部分占 67.1%。单单金融服务就占 18.99%，即 GDP 的将近 1/5。虽然经济越向后工业阶段转变，GDP 中的“非商品生产”部分就越多，但是一个后工业经济无法靠自己的生产生存下去。因而美国经济的 5 个重要部门的持续下降表明，其经济正处于一种越来越危险的境地当中。因此，目前这种美国一枝独秀的经济增长支撑住了几乎全部世界经济景气的形势实在是一件很可怕的事情。

除此之外，由于还存在其他引致因素：全球供应过剩已达到了前所未有的高水平；七国集团的经济增长率正有所下降；过低的商品价格正在伤害生产者；习惯于应付通货膨胀的决策者、工人、公司和投资商不能及时作出调整来应付通货紧缩；美国公司的总利润已有所下降，这将影响该国消费从而影响整个世界经济。因此，出现全面的、货真价实的通货紧缩成为目前世界经济所面临的现实威胁。

## § 1.2 中国出现危害型通货紧缩

中国的情况也是如此。改革开放以来，中国经历了 20 年的高速增长阶段，先后发生了 4 次高通胀率，我们在与高通胀反复较量的过程中积累了丰富的经验，也首次实现了宏观经济的“软着陆”。出人意料的是，刚刚形成的“高增长、低通胀”的局面在一、二年之后迅速变为“增长下降、通货紧缩”的状态。表现为物价总水平普遍下降，物价指数持续负增长；包括农产品收购价格指数和工业品出厂价格指数在内的全国各地物价指数普遍负增长；相当多的地区和城市通货紧缩十分严重；多数行业市场走入低潮，有些行业已进入衰退；下岗人员激增，真实失业率迅速上升。从中国的总体经济走势来分析，

可以说，1997 年开始出现了通货紧缩，1998 年通货紧缩进一步发展，1999 年变得更为严重。而且这种通货紧缩属于危害型通货紧缩，严重影响了经济的持续、健康发展，极大地伤害了除垄断性服务行业之外的所有商品和服务生产者及供给者的利益，造成了其对经济体系广泛和深刻的负面影响。对于决策者来说，所面临的挑战是如何抓住机会，在经济尚处于通货紧缩的初期，采取果断有效的措施，避免经济进一步滑入通货紧缩的“死亡螺旋”。

为此，首先需要研究市场经济体制条件下我国通货紧缩的形成发展规律，探讨中国出现通货紧缩的国际、国内背景，弄清通货紧缩的特征、类型和不同类型的成因及危害，研究通货紧缩螺旋的诱发与自我维持机制，并针对日趋明显的危害型通货紧缩，提出切实可行的政策方案等相关问题。以利于正确认识和把握现实的经济形势，提高宏观经济管理的信心和调控水平，从而更加适时、准确地推出各项政策措施，确保国民经济健康地发展。

### § 1.3 国内外主要的通货紧缩理论观点

通货紧缩作为一种经济现象，曾在 20 世纪 20 年代末 30 年代初期的那场世界性大危机中表现得非常充分。后来，通货膨胀成为更加引人关注的问题。1998 年四季度以后，通货紧缩重新成为世界性的热点问题。本节就收集到的国内外有关通货紧缩的一些理论观点进行介绍和述评。

#### § 1.3.1 通货紧缩的定义

关于通货紧缩的定义，国外经济学界主要有两种观点：一种称为“单一要素论”。这种观点认为，通货紧缩就是物价的持

续下跌。加拿大货币经济学专家戴维·E·W·莱德勒（1992）认为“通货紧缩是物价下跌和币值上升的一个过程，其反义词是通货膨胀<sup>①</sup>。他还认为，对通货紧缩应区别其不同的程度，区别物价缓慢下跌、但通货膨胀率仍为正值的情况（Disinflation，我们将其译为通货非膨胀或通胀回落）和通货膨胀率为负值的情况（Deflation）。美国经济学家斯蒂格利茨在他的《经济学》里说：“通货紧缩表示价格水平的稳定下降”<sup>②</sup>。他认为，通货紧缩和通胀回落是不同的，通货膨胀率下降，但仍是正值时，不能说是通货紧缩；只有当通货膨胀率为负值时，才能称其为通货紧缩<sup>③</sup>。

关于通货紧缩的另一种定义，是“三要素论”。所谓“三要素论”是指通货紧缩必须同时包括物价持续下降、货币供应量连续下降和经济增长率连续下降三个要素。根据现在已经查到的文献，典型的“三要素论”是 G·莱斯根（G. Leigh Skene）<sup>④</sup>在其 1992 年出版的著作《通货膨胀和通货紧缩的周期》（Cycles of Inflation and Deflation）中提出的。他在这本书中说：“通货紧缩是指通货膨胀的反面，但比价格下降包含更多的内容。我们并不把整个 20 世纪 20 年代都说成通货紧缩，尽管那时价格都是下降的。《新美国简易大学辞典》在定义通货紧缩时不只讲价格下降，还讲货币数量的减少和货币流通速度的下降。……通货紧缩是萧条，从 1893 年到 1929、1933 年，萧条的年份只有

① 90 年代出版的《新帕尔格雷夫货币和金融辞典》第 607 页，译文见第三章后面的附录。

② 斯蒂格利茨《经济学》中文版下册第 11 页，中国人民大学出版社 1997 年 5 月版。

斯蒂格利茨《经济学》英文版，第二版，第 587 页。W.W.Norton of Company, Inc. 1997 年出版。

加拿大一家投资公司的首席经济师。

一次<sup>10</sup>。

不管是“单一要素论”还是“三要素论”，国外经济学界对通货紧缩的定义，有一点是肯定的，那就是价格下降是通货紧缩的基本特征。其实，即使是“单一要素论”，也并不否认在通货紧缩的同时常常会伴有货币供应量和经济增长率下降的情况，只是他们不把后两个指标作为判断通货紧缩的必要条件，而是把货币供应的减少作为通货紧缩的原因，把经济衰退作为通货紧缩的结果，或是与通货紧缩互为因果的东西。在我们见到的国外经济学文献中，“单一要素论”出现较多，“三要素论”见得较少。

国内经济学界对通货紧缩的理解也不尽相同。有主张“单一要素论”的，也有主张“三要素论”的，还有主张“二要素论”的，持“单一要素论”的观点（胡鞍钢，1999）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。“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，如计算机、电子表行业的价格不断地下跌，不能看做是通货紧缩。吴敬琏（1999）、谢平（1999）等关于通货紧缩的观点也是“单一要素论”。持“三要素论”观点的学者认为通货紧缩：一是商品和劳务价格持续下降；二是货币供应量持续下降；三是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。

在国内持“单一要素论”观点的学者中，也有主张按通货紧缩严重程度加以分类的。谢平、沈炳熙（1999）主张通货紧缩依其程度不同，可分为轻度通货紧缩、中度通货紧缩和严重

G·莱斯根，1992：《通货膨胀和通货紧缩的周期》英文版第 1~2 页

通货紧缩三类。通货膨胀率持续下降，并由正值变为负值，此种情况可称为轻度通货紧缩；通货膨胀率负增长超过一年且未出现转机，此种情况应视作中度通货紧缩；中度通货紧缩继续发展，持续时间达到一年左右，或物价降幅达到两位数，此时就是严重通货紧缩。

### § 1.3.2 通货紧缩的原因

对通货紧缩的原因，大致有以下几种观点。

第一种观点，债务通货紧缩理论。这种观点把通货紧缩与债务联系起来，从过度债务引起货币信贷紧缩来分析通货紧缩的原因。英国经济学家费雪（1933）认为，美国大萧条时的通货紧缩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，要求清算债务的压力加大，造成被迫销售，导致物价下降。而且由于银行的贷款需要偿付，存款货币会紧缩，货币的流通速度也会下降，这又会加剧被迫销售的程度，造成价格水平进一步下降。如要不采取措施，企业净值就会下跌，破产就会增加。这一切导致产出、贸易量和就业水平的下降，并加剧人们的悲观情绪，影响当期消费，增加贮藏货币的行为，进一步降低货币流通速度，形成通货紧缩。<sup>①</sup>

第二种观点“资本边际效率理论”。这是凯恩斯提出来的。“资本边际效率理论”偏重于分析资本边际效率的波动在经济周期中的作用。他强调，资本的边际效率不仅依赖于现有的资本产品的多少及其生产成本的大小，而且依赖于人们对资本产品未来收益的预期。在一个经济周期的繁荣后期，资本产品的数量在不断增加，而其生产成本也在上升，但这些相对于人们的

<sup>①</sup> 见 Fisher, Irving, 1933: “The Debt - Deflation Theory of the Great Depression”, *Economica*, October.

乐观预期而言，都不足以遏制投资的继续增加，从而使资本边际收益率下降，最终减少人们的投资。资本边际效率的崩溃常常伴随着利率的上涨，后者又使得投资量减退加速，从而加剧经济中的失望情绪，进一步推动形成通货紧缩。

第三种观点，货币供应收缩理论。这种观点认为由于货币供给不能满足经济增长需要，影响总需求的扩大，结果导致通货紧缩。戴维·E·W·莱德勒认为，通货紧缩是“由于货币供应和需求之间明显相互作用的结果”。他列举了19世纪后期金本位制国家出现通货紧缩的例子。认为这些国家“长期通货紧缩几乎肯定是归结于世界货币黄金供给不能满足对货币需求的增长。……在发现新的黄金储量并且在19世纪开采时，通货紧缩就开始结束了”。对于19世纪末、20世纪初的通货紧缩，他认为“是由于商业银行系统的信贷和货币创造活动收缩造成的。而信贷和货币创造活动的收缩，则归结于出现周期性下降和银行倒闭”。G·莱斯根也持同样的观点。他在《通货膨胀和通货紧缩的周期》一书中指出，银行贷款总是通货紧缩的发动机，银行由于害怕倒闭而收缩贷款会导致通货紧缩。他还认为，货币流通速度下降如同货币供应量一样重要，货币流通速度下降也是通货紧缩的重要原因<sup>①</sup>。

货币主义学派更为直接地从货币供应的收缩中寻找通货紧缩的答案。美国经济学家弗里德曼认为，通货膨胀是一种货币现象，通货紧缩也是一种货币现象。他在1963年与另一位美国经济学家联合出版的《美国货币史》中，在对本世纪20年代末30年代初的经济大萧条原因进行分析时提出，有关防止银行破产努力的失败和从1930年底至1933年货币存量的下降，是那

<sup>①</sup> G·莱斯根，1992：《通货膨胀和通货紧缩的周期》，英文版，Prager出版社，第59—63页。

场大萧条的主要原因。后来综合了各家观点的美国新经济史学派杰拉尔德·冈德森在《美国经济史新编》中则进一步认为，正是美联储的错误的货币政策使真实利率太高、货币供应量减少，银根收紧，导致了通货紧缩，进而引发了经济大萧条。

第四种观点“心理因素理论”。除了上述观点之外，国外学者还有从公众心理角度来分析通货紧缩原因的。G·莱斯根在《通货膨胀和通货紧缩的周期》这本书中认为通货紧缩是经济周期中的现象，而周期是心理因素引起的。英国《经济学家》杂志 1998 年 3 月 21 日的一篇文章认为，日本银行系统坏账有可能导致银行系统的崩溃，从而引发经济萧条，这里关键是信心问题。

国内经济学界关于通货紧缩原因的分析，可分为短期原因分析和长期原因分析两大类。长期原因分析主要是从经济本身的问题进行分析，包括生产过剩、科技进步、初级产品价格下跌、总需求不足、总需求和总供给不平衡、经济结构不合理等。例如，胡鞍钢（1999）认为，中国生产能力过剩已经达到相当严重的程度。按低的估计为 33.9%，按高的估计则达 47.6%。这种前所未有的生产能力过剩，成为通货紧缩最主要的原因。短期原因分析主要从货币供应不能满足经济增长需要的角度来解释通货紧缩。比较有代表性的是北京大学中国经济研究中心教授宋国青的观点。他在 1998 年 1 月的一篇研究报告中认为，企业长期形成的高负债和银行在企业偿债能力下降的情况下收缩信贷是通货紧缩的短期原因<sup>①</sup>。

在分析一国通货紧缩原因时，国内外学者都主张从全球经济的视野考虑问题。英国《经济学家》杂志就曾指出，世界在经历了 30 年代的经济大萧条之后，首次进入一个全球性的通货

宋国青，1998：《宏观经济状态 债务——通货紧缩》联办研究报告，1998 年 1 月 9 日。

紧缩时期，如世界性的生产能力过剩、能源产品价格下跌、许多国家货币贬值等。这是中国出现通货紧缩的全球背景。

### § 1.3.3 通货紧缩对经济和社会的影响

经济学家关于通货紧缩对经济和社会影响的想法，与他们 对通货紧缩本身的理解有关。对于持“三要素论”的经济学家来说，通货紧缩几乎是经济萧条、经济衰退的同义词，因而对 通货紧缩持彻底否定的态度。对于持“单一要素论”观点的经济 学家来说，往往根据通货紧缩的程度来分析其影响。他们中 一些人认为，温和的通货紧缩比温和的通货膨胀要好些。早期 经济学家马歇尔在 1889 年讨论整个价格优先稳定时，认为温和 通货紧缩比通胀更好，因为在名义工资确定的情况下，它使分 配有利于工薪阶层。弗里德曼在 1969 年提出，通货紧缩产生了 无利息账户持有者的实际收益率。但是如果是严重的通货紧缩， 则依然会对经济带来巨大的破坏。

胡鞍钢（1999）认为，温和型的通货紧缩对经济增长产生 正面影响。因为这种通货紧缩大都是由于加快技术进步、开放 市场、引进竞争从而降低成本引起的，它使商品价格低廉，增 加了实际收入和购买力。但危害型的通货紧缩对经济的危害极 大，它使经济增长大幅下降。

### § 1.3.4 关于治理通货紧缩的对策

对于治理通货紧缩，各国经济学家、政府领导人曾经提出 过许多主张，也采取过多种措施，有些被实践证明是正确的， 有些还有待实践的进一步检验。

治理通货紧缩的对策，主要是采取积极的财政政策和货币 政策。财政政策方面的措施包括减税、增加政府开支等。美国 罗斯福新政的主要内容之一，就是兴建公共工程，以工代赈，

以扩大就业来提高社会购买力，改革税制，扩大受益者范围。近年来人们对治理日本日益严重的通货紧缩，也提出了诸如对低收入者发放政府补贴等建议。

货币政策方面的措施更多。罗斯福实施新政时首先就是从整顿金融入手的。当时通过了许多挽救金融业的法律，特别是通过了《1933年银行法》，严格实行金融业分业经营，建立存款保险公司和一整套存款保险系统。所有措施的根本目的就是要恢复公众对金融业的信心，帮助发生财务危机的企业和个人解决流动性问题。针对当前日本的通货紧缩，日本和国际上一些经济学家也提出了某些货币政策措施。一是建议实行适度通货膨胀政策。日本银行的上田先生（kazuoueda）建议中央银行采取一个通货膨胀目标（0%~2%），日本应该执行适度的通货膨胀政策<sup>①</sup>。二是建议采取汇率手段。英文《经济学家》1998年6月20日的一篇文章认为，日本的衰退在短期内有可能更为严重，日本可以采取宏观政策来反通货紧缩虽然利率已经不可能再低了，但货币政策仍可以采取其他措施，例如采取汇率手段，使本币贬值。对于当前世界性通货紧缩，麻省理工学院教授保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）在1998年9月5日出版的英国《经济学家》杂志上发表文章，提出“必要时切断国内利率与汇率的关系，下调利率以刺激经济上升。”

国内经济学界对如何治理通货紧缩的政策取向也有不同的建议。许小年（1999）认为，当前的需求不足具有明显的结构性特征，决定了宏观经济政策在启动经济方面的作用十分有限。要克服结构性制约就必须大力推进微观层面的改革，因此再造微观机制比宏观政策更重要。经济管理当局的政策目标除了确保一个社会可承受的最低增长速度外，应全力推进以建立

英国《经济学家》杂志 1998年3月21日版。

微观机制为核心的结构改革。易纲（1999）反对“踩油门”的做法，认为 1992 年至 1994 年的大量投资，造成了大规模的投资热潮，在新的生产能力出现的同时，却没有办法淘汰过剩生产能力，不能让一些企业破产出局，造成产品积压，因此，加大油门，增加投资势必会导致更多的生产能力过剩。中国并没有陷入全面通货紧缩，因此中国的问题主要不在宏观政策调整，而是在微观机制上；最根本的问题是提高经济绩效，促进微观机制的建设，提高企业进行有效率的扩张的激励。胡鞍钢（1999b；1999c）主张在 1998 年第一次“踩油门”（指扩大内需）之后，1999 年应再踩油门，不仅实行积极的扩张性财政政策，还应当实行适度扩张的货币政策，同时实行“大扫除”的做法，从微观机制上解决生产能力过剩的问题。范剑平（1999）也认为要确保扩大内需的成功，除坚持扩张性财政政策外，必须及时将“稳健”的货币政策调整为积极的、扩张性的货币政策，实行“双松”的财政、货币政策搭配。刘溶沧（1999）则从治理通货紧缩的财政政策选择出发，认为应当尽可能放大财政政策、投资政策的即期扩张效应及中长期的维持与推动效应；对关乎工业和国民经济现代化的加工工业、特别是技术装备工业等予以更大的财政支持；针对具体建设项目发行专项国债，并以其项目收益来还本付息。而刘宪法（1999）则把财政政策和汇率政策与货币政策放在一起综合考虑，提出应适时适度地调整人民币汇率，通过抬高进口商品的价格和可贸易商品与不可贸易商品的比价效应，刺激国内物价总水平回升。

## § 1.4 克鲁格曼对通货紧缩的研究

90 年代以来，世界上许多国家通货膨胀率持续下降（disinflation），从 1997 年第三季度起，日本、中国、新加坡、瑞典、

瑞士等一系列国家相继出现了通货紧缩现象，同时，全球实际产出与潜在产出之间的缺口亦达到自 20 世纪 30 年代以来的最大。英国《经济学家》、《金融时报》和美国《华尔街日报》等陆续刊文指出，通货紧缩将会成为未来全球经济发展的最大障碍。与之相应，许多经济学家开始研究通货紧缩的成因及危害，并纷纷提出自己的见解。在这当中，美国麻省理工学院著名国际经济学教授保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）的观点最为引人注目（柳永明，1999）。克鲁格曼教授是在研究日本经济的过程中形成其通货紧缩理论的。自 1998 年起至今，在不到两年的时间里，逐步构建了一个较完整的理论框架，发展了凯恩斯主义流动性陷阱理论，并提出了所谓“反传统的货币政策”主张，向传统货币政策的理论与政策进行了挑战。本节对克鲁格曼的通货紧缩理论适当加以介绍和评述<sup>①</sup>。

#### 1.4.1 通货紧缩的成因

当前，国际上流行的观点是立足于从供给的角度来解释通货紧缩的成因，认为由于诸如全球化进程加快、技术进步、高投资率等原因，使得全球生产能力有了巨大的增长，造成全球性生产能力过剩，从而引起了通货膨胀率的降低甚或价格水平的下降。克鲁格曼认为，这一分析不够全面。因为总供给的增加固然会使得商品价格下降，但这种价格变化对经济增长是有利的，然而事实上除美国以外的发达国家平均经济增长速度已达到 30 年代以来的最低点，而且还有进一步恶化的趋势，况且仅凭生产水平过剩这一点也远不能解释为什么许多国家如日本、中国等难以通过增加基础货币投放、扩大财政支出等手段刺激

<sup>①</sup> 引自北京大学柳永明对克鲁格曼教授通货紧缩理论所做的精彩评析。见柳永明“克鲁格曼通货紧缩理论评述”，《经济学动态》，1999 年第 9 期。

总需求，从而使价格保持在稳定的范围之内。因此，克鲁格曼认为，通货紧缩的出现必然还存在其他某些原因，限制了总需求的增加，要研究通货紧缩，就首先要对这些因素加以考察。

需求不足在不同的国家和不同的时期有不同的社会、制度根源，克鲁格曼认为，就日本而言，当前日本经济之所以面临普遍的需求不足，可以从人口学的角度来解释。一方面，由于日本人口出生率逐渐降低，而日本人又保持了世界上最长的平均寿命，因此，老龄化问题日趋严重，加之缺乏完备的社会保障制度，使日本的社会公众都倾向于更多地储蓄以备将来退休之后之需。另一方面，缓慢的人口增长率加上日本大量向海外移民，造成适合工作年龄的人口迅速减少，使得企业预期利润降低，不愿扩大投资。克鲁格曼断言，人口老龄化问题将在未来长期内制约日本乃至整个亚洲的社会总需求，只不过 90 年代初日本泡沫经济的破灭，使得企业投资机会减少，公众预期收入降低，从而提前和加剧了社会总需求不足的矛盾，酿成了今天通货紧缩的局面。

为了描述更为一般的情况，克鲁格曼引入了预期理论，采用时间序列方法来描述和刻画消费需求与物价水平之间的变动关系。根据经济学基本原理，经济主体在消费与储蓄之间的选择，实际上就是在当期消费与未来消费之间进行抉择。这一决策在持久性收入没有重大变化的情况下，取决于当期物价水平  $P$  与按市场利率  $i$  贴现后的预期未来物价水平  $P^e / (1+i)$  间的对比，如果  $P = P^e / (1+i)$ ，则经济主体在当前和未来消费之间无差异；若  $P > P^e / (1+i)$ ，则理性的经济主体会通过减少当期的消费支出，尽可能地多储蓄以满足未来的消费需要，从而实现效用最大化。而这一行为本身，又会迫使当期物价水平  $P$  的下降，使经济恢复长期均衡 ( $P = P^e / (1+i)$ )。据此，克鲁格曼认为，在低通货膨胀的环境中，当期物价水平的下跌，并非当期物价水平过高，而是因为预期物价水平太低或高名义利率

所致，要阻止通货紧缩，要么提高预期通货膨胀率，要么降低名义利率，如果预期通货膨胀率和名义利率存在某种刚性，则传统的经济政策就难以生效。

#### § 1.4.2 通货紧缩与流动性陷阱

克鲁格曼认为，弹性货币供给条件下的通货紧缩与金本位下的通货紧缩有着本质的不同。在信用货币条件下，之所以发生通货紧缩而传统的货币政策又无能为力，必然是因为经济已经处于流动性陷阱状态。此时，使得储蓄与投资达到充分就业均衡的真实利率为负，即相对于现在而言，社会公众更加偏好未来，即使短期名义利率降至很低，甚至为零，意愿的储蓄仍然可能超过意愿的投资，使经济处于不均衡状态。克鲁格曼认为，要消除储蓄与投资之间的缺口，有两条途径：要么推动当前物价水平下降，使得消费增加，储蓄减少，要么降低名义利率，使投资支出增加。前者只能使经济在低水平上获得均衡，因而是政策当局所不愿看到的。但是，由于名义利率不能低于零，这使得现行的真实利率高于经济均衡所需要的负的真实利率难以下调，利率便失去对经济活动的调节作用。因此，企图通过第二条途径刺激经济也无法生效。此时，经济实现均衡的惟一途径是物价水平的下跌。在克鲁格曼看来，通货紧缩一方面是市场力量的必然，是市场通过价格机制强制性地为建立新的均衡开辟道路；另一方面，通货紧缩也是流动性陷阱的发展结果。

克鲁格曼还进一步指出，不完全信息的资本市场的存在，会有助于负的真实利率的形成。假定一些人预期他们的未来收入会高于现在的收入，而另一些人预期未来收入会降低，在完全的资本市场上，预期收入增加的人倾向于多消费从而抵消预期收入降低的人新增的储蓄。但是在不完全的资本市场上，预期收入增加的人由于受流动性约束，往往得不到足够的贷款进

行消费，这一抵消机制便难以正常发挥，因而会使储蓄过多，均衡的真实利率比在完全的资本市场下还要低。因此，出现流动性陷阱，与资本市场和金融中介的机能有着密不可分的联系。

传统的开放经济下宏观经济学理论认为，只要存在资本流动和国际贸易，流动性陷阱便不可能出现，因为社会公众不会在低利率面前无动于衷，而会将其储蓄向境外投资，以获取较高的回报。但克鲁格曼却认为情况并非如此，因为即使资本可以完全流动，但商品与劳务市场有限的一体化也会阻碍国内储蓄在国外找到较佳的投资机会。同时，许多对就业有较大影响的产业是可贸易性程度较低的，因此，超额储蓄很难通过向境外投资彻底消除，资本输出不能完全解决流动性陷阱问题。

#### § 1.4.3 预期陷阱与激进型货币政策

对于治理通货紧缩的对策，克鲁格曼反复强调推行所谓“激进的”或“反传统”货币政策的重要性。该项政策的核心，是要求中央银行实行“有管理的通货膨胀（managed inflation）”目标以克服通货紧缩。

根据克鲁格曼的看法，之所以发生通货紧缩，是由于当前的经济环境中，有种种造成需求不足的因素使得  $P > P^e / (1 + i)$ ，市场机制的作用会使  $P$  下降以构建新的均衡。即期物价水平的自发性向下滑行的过程对实际产出与就业有着巨大的破坏性作用。中央银行要抑制通货紧缩并推动经济增长必须靠提高  $P^e / (1 + i)$  来刺激消费和支出，使经济摆脱衰退的压力。在高名义利率条件下，中央银行可以通过降低名义利率来实现这一目标，但是当经济处于流动性陷阱状态时，名义利率已经降到某一极限值，此时，货币政策已无法继续降低名义利率。在这种情况下，如果仍然存在物价下降和需求不足，则中央银行惟一的选择就是力图提高社会公众对未来物价水平的预期  $P^e$ 。因此，

在流动性陷阱条件下，货币当局必须在通货紧缩和通货膨胀之间作一选择，而没有任何中间道路。克鲁格曼认为，由于现代企业制度与金融制度对通货紧缩比通货膨胀更加不适应，中央银行必须选择有管理的通货膨胀政策，这就是克鲁格曼激进的货币政策的逻辑基础。

凯恩斯主义认为，货币政策在流动性陷阱中无效，财政扩张才是惟一的出路。而克鲁格曼则反对这一传统，他认为减税作为扩大私人支出的手段，其有效性受李嘉图等价原理（Ricardo equivalence）的限制，经济主体会认为政府将在未来重新增加税收因而在当前不愿增加开支。同时，政府扩大支出也就没有乘数效应。日本在 90 年代以来的所谓“凯恩斯主义实验（Keynesian experiment）”中，增加了近万亿美元的公共工程支出，连续十几次下调再贴现率，财政赤字逐年增大，国债总量已超过（GDP）总额，但是经济情况却并没有明显好转。克鲁格曼认为，日本凯恩斯主义实验的失败，说明那些“关在象牙塔中的经济学家”所构想的用扩张性财政政策来解决流动性陷阱下的宏观经济失衡是行不通的。

克鲁格曼强调，只要名义利率与实际利率有差别，则货币政策在提高总需求方面在逻辑上就是可能的。中央银行只要创造一个适当的通货膨胀预期，就可以一方面使得公众增加对现在消费支出的偏好，另一方面也会将真实利率降到负的水平，从而补贴借款人，鼓励支出，使得储蓄与投资重新达到均衡。克鲁格曼甚至还认为，30 年代大萧条的结束，是因为通货膨胀预期的提高减少了真实利率的结果，如果没有这一作用，财政政策与货币扩张都不会收到明显的效果。至于当前许多国家扩张性的货币政策之所以收效甚微，则是因为货币当局没有去试图改变人们的预期。近二十年来，中央银行长期同通货膨胀作斗争的艰苦历程使社会公众深信，中央银行是通货膨胀的坚定