

美国30年代大萧条及对中国当前宏观经济政策的启示

北京大学中国经济研究中心宏观组¹

内容摘要：30年代大萧条被认为是宏观经济学的起点，对于宏观经济政策的制定，尤其是反周期政策的制定和操作有着不可替代的借鉴作用。本文回顾了美国30年代大萧条的概况，反复引证凯恩斯主义和货币主义以及后来者对导致大萧条原因的解釋和政策含义并提出对中国当前宏观政策的启示：政府要积极启动市场、保持8%增长对于稳定经济意义、财政政策与货币政策的作用与配合、有管理的浮动汇率仍是目前的最佳选择等。

目前，中国宏观经济在“软着陆”成功之后，依旧以惯性运行。从1997年10月起至1998年2月，物价已连续5个月出现负增长，且增幅逐月提高；与此同时，经济增长速度下降，其中工业增长速度已大大低于1985~1995年10年期的平均水平，企业生产能力放空，产品供过于求，库存增加，失业半失业的人数剧增（据劳动部快报，1997年全国企业下岗人数比上年增加41%。），再加上亚洲金融危机对出口的不利影响，国内外都有人认为，中国经济已陷入通货紧缩导致的萧条状态，或至少有必要考虑防止出现萧条的问题。中国政府也已将此明确为今年的头等目标。

通货紧缩及经济萧条对于我们来说较为陌生，经济萧条是什么状况，如何对付通货紧缩的危险并有效地防范经济萧条，对于诸如此类的问题我们还缺少有益的历史经验。美国30年代大萧条是西方历史上最大的萧条，“研究稳定政策的现代方法产生于大萧条。关于大萧条的知识，在60年代以后，仍是理解现代经济学和美国经济的要点。”（多恩布什、费希尔，1997）所以，我们不妨从中去汲取一些灵感。

一、美国30年代大萧条概述：状况和阶段

对于大萧条的状况，我们可作如下概述：

产量及物价下降 1929年中期，美国一些主要产品的产量开始下降。到同年秋季，局势已非常明显，无论是制造业，还是建筑业，都在大幅度减产，由表1可见，从1929一直到1934年，美国GDP是呈下降趋势的，从1929年的3147亿美元下降到1934年的2394亿美元，5年时间下降了24%。而消费价格指数在萧条期间也一直呈下降趋势，1930年的CPI比1929年下降了2.6%，这种下降趋势一直持续到1933年，与1929年相比，1933年CPI下降了24.6%。

股市暴跌 在1929年9月至1932年6月期间，股市暴跌85%。因此，人们几乎把大萧条与股市崩溃当作一回事。而实际上，在股市崩溃之前，经济下降始于1929年8月，并且持续到1933年。股市崩溃只是大萧条的一个重要表现。随后，证券市场终于走向下跌。经过9月份的逐步下跌和10月初局部上升之后，到10月末，证券市场陷入了混乱。10月24日，即著名的“黑色星期四”那天，证券交易额达1300万股，证券市场一天之内蒙受的损失开创了历史最

¹ 本文执笔：易纲、赵晓， 参加讨论人员：江慧琴、黄加英、林明、范敏等。黄加英小姐提供并整理了部分关于大萧条的解释。

高纪录。一些证券价格指数到12月份下跌到最低点时，美国的各种证券价值减少大约250亿美元，三个月内的证券价值损失，超过了同期美国经济的全部净收入。

奇高的失业率 另外，大萧条带来大量失业。1929~1933年，GNP下降近于30%，失业率从3%升至25%。从1931~1940年的10年间，失业率平均为18.8%，其范围从1937年低的14.3%到1933年高的24.9%之间。现在国际上通常将12%的失业率作为临界线，因而大萧条时期持续10年之久接近20%的失业率确实称得上奇高的失业率。与此形成对照的是，二战后的高失业率在1982年不到11%。1933~1937年的复苏中，实际GNP达到近9%的年增长率，但即使如此，也没有使失业率降至正常水平。然后在1937~1938年，有一个萧条中的重要衰退，将失业率重新推回到近20%。

投资暴跌 大萧条的另一个表现是投资暴跌。1931~1935年，净投资是负的，1929~1933年，消费价格指数下降近25%。

对于大萧条的详细情况可参见表1：

表1 大萧条的主要经济统计

年份	GNP(1929年, 10亿美元)	I/GNP (%)	失业率 (%)	CPI(1929年 =100)	商业票据利率 (%)	AAA利率 (%)	股市指数	M1(1929=100)
1929	314.7	17.8	3.2	100.0	5.9	4.7	83.1	100.0
1930	285.2	13.5	8.7	97.4	3.6	4.6	67.2	96.2
1931	263.3	9.0	15.9	88.7	2.6	4.6	43.6	89.4
1932	226.8	3.5	23.6	79.7	2.7	5.0	22.1	78.0
1933	222.1	3.8	24.9	75.4	1.7	4.5	28.6	73.5
1934	239.4	5.5	21.7	78.0	1.0	4.0	31.4	81.4
1935	260.8	9.2	20.1	80.1	0.8	3.6	33.9	96.6
1936	296.1	10.9	16.9	80.9	0.8	3.2	49.4	110.6
1937	309.8	12.8	14.3	83.3	0.9	3.3	49.2	114.8
1938	297.1	8.1	19.0	82.3	0.8	3.2	36.7	115.9
1939	319.7	10.5	17.2	81.0	0.6	3.0	38.5	127.3

资料来源：《宏观经济学》多恩布什。费希尔著 中国人民大学出版社 P376

大萧条的阶段 一般来说，人们把1929—1941年的大萧条分为下面几个阶段：

- 1929年10月—1930年10月 最初的衰退
- 1930年10月—1931年12月 银行倒闭的两次风潮
- 1932年后期的初步复苏与1933年3月的崩溃
- 金融系统和经济的周期性复苏
- 1937—1938年的衰退

二、大萧条的原因探秘

大萧条是西方世界所经历过的最严重的经济危机，如何解释大萧条“不仅是对智力上的贡献，也是处理危及西方文明存在的关键问题。”（Don Patinkin and J. Clark Leith, 1978）

凯恩斯于30年代写出了著名的《就业、利息和货币通论》（凯恩斯，中文版，1986年），首次对大萧条作出全面解释，成为划时代的不朽之作。又隔了近30年，货币主义后来居上，对大萧条的成因作出了迄今为止最为令人信服的解释。

凯恩斯对大萧条的解释的实质可以包含在一个简单的总需求模型中。

凯恩斯认为，20年代的增长是以汽车和收音机的大量生产为基础的，并受到住房热的推动，而30年代增长的崩溃则是由于投资机会的减少和投资需求的下降引起——前述投资的暴跌与这种解释相符。

凯恩斯主义的结论是，大萧条表明私人经济具有内在的不稳定性，如果放任不管，它会毫无疑问地自我陷入萧条，因此出路在于制定积极的稳定政策，以维持经济的良性运行。另外，凯恩斯的模型不仅对发生了什么提出了解释，并且提供了能够用以阻止已发生和未来的萧条的政策措施，主要是财政政策，即通过运用反经济周期的财政政策，来减少周期性的经济波动。如果衰退显示出要恶化成萧条的迹象，就要用扩张性财政政策（减税和扩大政府支出）来刺激投资需求。

大萧条的事实可以从反面对此提供证明。30年代初期的财政政策显然是无力的，因为当时自由经济的思想占据了主流，政治家的天生冲动是去平衡困境中的预算，即使罗斯福（他并不是一个凯恩斯主义者）也不例外，他在1932年的竞选中就以平衡预算为纲领，并在1932~1933年试图严格地平衡预算。另外，客观上，那段时期联邦政府积累了大量的赤字。从1931~1933年，平均占GNP的2.6%，后来还有增加，这对扩张性财政政策的运用多少是个限制。此外，州和地方政府也追求财政平衡，通过提高税收来弥补开支。对于当时急剧下降的经济，平衡预算的财政政策本来是应该放弃的。

表2 政府支出和收益（%）

年份	政府总体		联邦政府		全国充分就业 盈余/Y*
	支出/GNP	实际盈余/GNP	支出/GNP	实际盈余/GNP	
1929	10	1	2.5	1.2	-0.8
1930	12.3	-0.3	3.1	0.3	-1.4
1931	16.4	-3.8	5.5	-2.8	-3.1
1932	18.3	-3.1	5.5	-2.6	-0.9
1933	19.2	-2.5	7.2	-2.3	1.6
1934	19.8	-3.7	9.8	-4.4	0.2
1935	18.6	-2.8	9	-3.6	-0.1
1936	19.5	-3.8	10.5	-4.4	-1.1
1937	16.6	0.3	8.2	0.4	1.8
1938	19.8	-2.1	10.2	-2.5	0.6
1939	19.4	-2.4	9.8	-2.4	-0.1

资料来源：《宏观经济学》多恩布什、费希尔著中国人民大学出版社，P377

凯恩斯的理论是逐渐为人们所接受的，到50年代，学术界大部分人接受了凯恩斯对萧条解释，并倾向于认为要实现经济的持续、稳定增长，财政政策比货币政策更为重要。

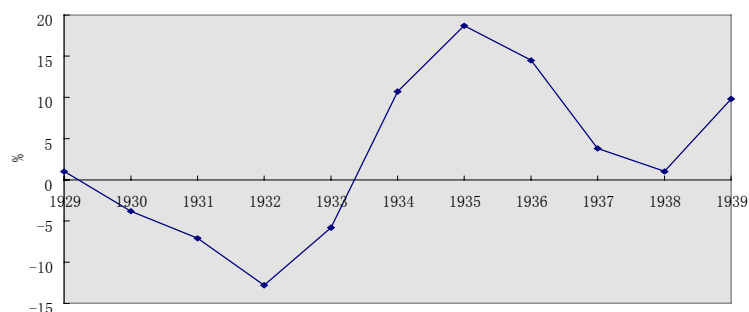
凯恩斯指出了扩张性的财政政策对抵抗需求不足是有效的，却对货币政策缺乏关注。凯恩斯主义者倾向于认为财政政策是重要的，而货币政策不重要，“你可以将一匹马拉到水边，但不能强迫它喝水”，各种这一类的说法常被用来解释如果没有对投资的需求，进一步削减利率不会产生任何影响。投资需求被认为对利率根本没有反应，这暗示了一个很陡的IS曲线。同时，LM曲线被认为是十分平缓的，虽然并不一定达到流动性陷阱的极端。在这种情况下，货币扩张在刺激需求和产量方面，相当不起作用，因而不可能注意到货币政策在30年代的失误。这一点在50年代开始受到弗里德曼等人的挑战。尤其是1963年弗里德曼和施瓦茨出版了《美国货币史》，证明联储防止银行破产努力的失败和从1930年底至1933年货币存量的下降，应对衰退达到那么严重的程度负主要责任。（Friedman and Schwartz）“对货币因素的重要性来说，大萧条实际上是一种悲剧性的证据。”（同上）弗里德曼运用的数据是如此之多，论证是如此的严密，以致人们不得不放弃凯恩斯的解释，转而接受弗里德曼的观点，“这一回轮到这种货币观点被近于接受为对大萧条的正统解释了。”

弗里德曼对大萧条时期货币政策的考察表明，对于当时经济发生的变化，美联储的政策负有重大责任（有人干脆称它是大萧条的“罪魁祸首”），它未能制止银行破产和从1930~1933年货币存量的下降，是大萧条的政策根源。

当时一些银行出现倒闭，非常有可能引发连锁反应，联储本应及时干预，恢复公众的信心，但联储偏偏默许了银行的倒闭，未采取任何强有力的行动，终于酿成金融系统近乎完全崩溃的局面。银行倒闭的最坏的结果是导致货币供应量不足。因此一方面由于银行的大量倒闭，破坏了存款货币存量；另一方面，倒闭造成了部分存款人信心的动摇，导致更高的流通现金—存款比率的要求，尚没有倒闭的银行，只能通过持有相对于存款来说增加的准备金，来减少挤兑的可能。流通现金—存款比率和准备金—存款比率的增加，降低了货币乘数，因而急剧地使货币存量减缩。1929年~1930年，美国的货币存量下降了4%，然后在1931年和1932年快速下降且持续到1933年8月。

1929~1930年，货币存量已经下降了近4%。然后在1931年和1932年快速下降且持续到1933年8月。但美联储一直执行货币紧缩政策，只采取了很有限的措施来减少货币供给的减少。在1932年的几个月里，联储确实实施了一项公开市场购买的计划，但显然不足以防止货币存量下降，让我们再次回顾一下大萧条期间货币供应量M1的变化（参见图1）。

图1 大萧条期间M1的变化(%)



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》中作了以下精辟的归纳和总结（杰拉尔德，1976）。

首先他否定了一些看似很有道理的观点。

一是认为美联储规定限制“过度投机”导致大萧条的观点。20年代，美联储为限制“过度投机”，曾规定必须经凭押金购买证券，有人将大萧条的爆发归咎于此。但是，“它对证券价格走向平衡的运动无多大影响”，因为证券价格最终取决于证券投资的收益如何，虽然它可使价格暴跌，但证券价格很快又会回升。所以凭押金购买证券的办法虽然起了推波助澜的作用，但不可能是大萧条这类经济急剧变动的主因。“实际上，证券市场正确地‘理解了’美国的经济情况，比大多数为证券市场的反复无常而感到忧虑的人高明一些。”到1929年10月初，作为人们制订股票价格依据的预期利润开始下降，所以股票价格大大下降，假如公司利润达到了人们所预期的水平，如1929年那样，股票价格就会保持不变。

二是认为某些企业部门投资的下降导致大萧条的观点。这当然是部分原因，但是这种下降以前也时有发生，例如，汽车工业和建筑业，在以往的10年中，投资的下降（至少是中等程度的下降）每隔三年就发生一次。又是什么促使了投资的急剧下降呢？

三是认为20年代各社会阶层的购买力的分布不均，特别是工资的增长低于劳动生产率的增长导致大萧条的观点。这种传统观点曾被写进我们的教科书及其他许多著作。但实际上，从整个20年代看，工资的增长速度与劳动生产率的增长速度是十分接近的，20年代的利润和企业收入的增加，主要是由于降低了股息和非公司性企业收入的结果，而不是降低了劳动成本费用的结果。如果说，与穷人相比，富人边际储蓄率更高，从而收入分配不均的结果导致了总需求的减少并引发危机，这仍不足以说明问题。因为计算的结果表明，即使穷人收入全部用完，富人收入全部储蓄，总储蓄的增加也只占总收入的2%，因而远不足以说明1933年的产量何以比它可能达到的水平低50%。再者，收入分配的变化是逐步的，不会突然在1929年第三季度表现出其影响。

四是认为证券投机过度导致大萧条的观点。这也是曾在欧美盛行的一种观点。但杰拉尔德认为这种观点只能反证在大萧条之前的三年一直“投机不足”，却不能说明更多的东西。因为证券价格始终保持在它们过去的价值之上，并且不断上涨，因而，“过度投机”的说法充其量不过是对已发生的情况的一种称呼，而不是解释。从数字看，20年代末，未兑现证券的总价值比美国经济中大多数重要部门的产值增长快。例如，从1925年1月1日到1929年10月1日，纽约证券交易所成效的证券价值总额从270亿美元增加到870亿美元，增加了两倍以上。然而增加的原因主要是新股发行，而每股的平均价格在同期内仅上涨了30%。有些股票则反映了企业组织向公司形式的转变。另外，20年代的大多数年份，股票支付的平均股息在股票市场价值的4%以上。而坚挺的公司债券的收益一般在4-6%之间。这表明股票“并没有脱离现实世界而自行腾贵”。

五是证券市场的崩溃影响了人们的信心从而导致大萧条的观点。杰拉尔德对此同样不以为然，认为人们购买（或暂时不买）洗衣机的决定，很可能是权衡洗衣机的价格与它在劳动、肥皂等方面的节约以及家庭安宁方面的改善后作出的。而且事实表明，崇尚享乐的美国人不会为了应付一场预料要发生的大灾难而进行储蓄，反而因为眼前的大灾难，他们已经把储蓄的钱全部用光了。

杰拉尔德认为，关键原因不是别的，正是美联储的错误的货币政策及其导致的通货紧缩，因此30年代大萧条主要是一次事故，是常规经济波动在不正确的经济政策作用下的“经济灾难”。

首先是真实利率太高。

20年代末，美联储为抑止证券市场过分膨胀曾实行了提高利率、紧缩银根的政策，30年代以后的数十年来，人们一直认为这种货币政策对于30年代的经济灾难无关紧要，而且人

们认为，从1930年-1933年的连续4年中货币政策一直是“放松”的，理由是当时的利率低，易于借贷。但进一步的考察表明，当时的名义利率虽低，实际利率却很高，因为价格在不断下降。正是这种非同寻常的情况成了美国经济发展的主要障碍，而货币政策对于降低证券价格没有产生什么直接效果，却使美国经济发展放慢了速度。1929-1933年价格分别下跌2%、7%、17%和12%，平均每年下降8%，那么，以年利率1%或2%借出的钱，实际利率却接近10%，已达到美国历史上的最高水平，相比之下，1929年才5%。借方从银行得到的似乎是低利率贷款，但到还贷的时候却不得不以在此期间已大大升值了的美元来还贷。同样，有资格以优惠利率借贷的借方很容易得到资金，但贴水却与日俱增。例如，在1931年和1932年这两年中，B级公司的债券利率都在8%以上，实际支付利率达16%以上。因此1929~1933年的货币是很值钱的。在当时的糟糕的经济形势下，每年使用实际成本达10-18%的资本的机会实在太少，投资下降势所必然。

其次，货币供应量减少。

研究表明，从1929年到1933年，由于相当多的银行倒闭或停业，美国的货币供应减少了1/3，货币供应的减少以及随之而来的金融体系的瓦解，正是30年代大萧条的之所以非常严重的原因所在，而深层原因仍要归咎于货币政策。因为货币体系本来是可以防止金融被严重破坏的——金融恐慌导源于玉米歉收地带的中本部地区的地方性金融危机。现在人们都已知，金融系统运转的效果非常大，但却要依赖于公众对它的安全性和稳定性的信赖，而安全性与稳定性是需要中央银行这样的“消防队员”来维护的，在没有外援的情况下，任何一个现代金融系统都不可能立即把它长期承担的资产大部分兑换成现金。然而，在连续几年的灾难中，美联储却从未真正发挥过“外援”作用，部分原因是它对大萧条的严重性估计不足，根本原因却是它对货币政策估价的错误。认为它所采取的应该是一种非常自由的方针，而实质却是“大撒手的货币政策”，相当于没有货币政策，任由美国经济走向崩溃。假如联储采取更加积极的货币政策，如通过买进大量债券，或鼓励成员银行通过再贴现进行借贷，必可以大大加强银行系统的清偿能力，各个银行也就可以使用源源不断的流动资金去满足储户的挤兑。遗憾的是，甚至在1931年，实际收入已经下降了15%以上，银行系统事实上处于风雨飘摇之中，美联储却还认为，这场崩溃正在把业务状况虚弱的银行淘汰掉，是一种值得赞美的效果。

再次，美联储还在英国宣布放弃金本位制后，为支持美元，采取了提高再贴现率和银根全面紧缩的政策，使国内金融和经济状况进一步恶化。1931年9月以后的5个月里，银行储蓄下降15%，货币供应减少12%，两者的下降年率高达36%和29%，1932年实际收入比1931年低18%当然也就不足为怪了。回顾当时，美国其实有足够的黄金来支持比现有数量大得多的货币及金融资产，因此主要矛盾不是阻止黄金外流，而是想办法保障银行的清偿能力。

弗里德曼的解释已成为大萧条的主流解释，围绕货币主义的理论，又有许多研究作了进一步的补充和论证，这里略举有代表性的两种。

信贷交易成本的解释

Ben S. Bernake 对Friedman对货币主义的解释作了很好的一个补充。他提出要从信贷交易成本的角度来考察金融危机与大萧条的关系，单从货币供给减少的角度来解释大萧条持续的时间之长与萧条的程度之深是不完全的。

Bernake提出了信贷交易成本(CCI: Cost of Credit Intermediation)的概念。所谓信贷交易成本是指在资金从最初的储蓄者(即贷方)到良好借款者的过程中的费用，包括监督成本、管理成本、会计成本、以及由于不良贷款者所引致的预期损失。银行在运营过程中

总是要最小化信贷交易成本。Bernake分两步来说明：首先，说明金融危机确实增加了信贷双方的交易成本；其次，说明高的交易成本导致总产出的下降。

金融危机为何会增加信贷交易成本呢？

1930~1933年的银行恐慌极大地扰乱了信贷的有效配置，因为它使信用流的渠道发生了重大的改变。由于对银行倒闭的恐惧，存款者大量的提取存款；银行则提高准备金率，提高流动性高的资产的比率以防止银行倒闭。这些因素使银行系统在信用交易所起的作用下降。虽然有一部分信贷通过其他渠道得以补偿，但大量的信贷迅速离开银行系统，大大降低了金融交易的效率，提高了信贷交易成本。因为银行系统在长期经营中积累起了详尽的专业知识，完备的信息，长期的客户关系，这些优势原本可以大大降低交易成本的。

另外，不良债务与企业破产也增加了信贷交易成本。由于签订复杂而完善的合同成本太高，银行通常只签订一个简单合同，但同时通过抵押来保证，这样就可以降低信贷交易的成本。但在1930~33年的债务危机中，很多抵押资产破灭，贷款者越来越难以还清债务，银行面临很高的借债不还的风险。银行只好签订比较复杂而完善的合同来避免风险。这就增加了信贷交易成本。由于信贷交易成本的增加，银行必须提高利率，而高利率又增加了借债不还的风险。银行对贷款变得十分谨慎，除了贷款给它认为非常安全的借款者之外，不愿贷给其他一些本来可以盈利的客户。

金融危机使信贷交易成本增大，而高信贷交易成本则导致总产出的下降。关于这后一点可从总需求与总供给两方面来分析：

从总供给方面来说：由于较高的信贷交易成本，使信用流堵塞，借者借不到钱，而存款者只好将其资金投入收益较差的用途。另外，由于信贷市场功能的弱化，那种需要共同承担风险共同集资建设的大项目就难以启动。这两点都可能限制经济的生产供给能力。

从总需求方面来说：在大萧条期间，即使是现金充裕的企业也不愿扩大生产。消费者则因面临很高的贷款成本（由于信贷交易成本的增加），减少当前消费。由此，总需求水平就会下降。

Bernake 还从交易成本的角度说明为什么罗斯福实施新政之后，经济的恢复过程很缓慢。虽然政府采取措施使金融体系恢复正常，但不良债务依然持续存在，银行依然持谨慎态度，偏好于贷款给那些安全而流动性高的投资。这样，要使信用流恢复正常就需要较长一段时间，一些好的投资的信贷需求就不能得到满足。这是经济恢复迟滞的一个重要因素。

利率不确定性的解释

在大萧条中，由于金融危机致使消费和投资支出下降，从而总需求的下降引起真实经济的萧条，这是许多学者所认可的萧条的原因。但一般分析投资下降的机制时往往只从利率的实际水平的角度来分析。J. Peter Federer等人作了一点重要补充：他们认为利率的不确定性和利率的实际水平对投资的影响同样重要。无论是股市崩溃、银行恐慌、还是金本位制的崩溃都增加了利率的不确定性。利率不确定性的增加导致了投资水平的下降。

Federer 等人用风险溢价来衡量利率不确定性。他们考察了从1929~1941年的风险溢价水平。

虽然紧随1929年股市大崩溃之后的时间里，风险溢价的上升并不多，但我们可以看出1929年是一直持续到1932年初的这个风险溢价持续上升过程的起点。事实上究其原因，是股市崩溃引起的一系列事件的累积效果放大了不确定性。因而我们可以说，股市崩溃是其后经济的不确定性剧增的潜在原因。

在1930、1931年银行恐慌时期，风险溢价急剧上升。Federer等人用被暂停营业的银行的存款额来度量银行破产程度，得出银行破产程度与风险溢价成正相关。这说明了银行危机增加了利率的不确定性。

1931年9月英国放弃金本位制。在英国的这项政策转变前后，风险溢价的波动是惊人的。在31年9月到32年1月这段时间中风险溢价的上升是整个大萧条过程中最为急剧的。说明这段时期利率的不确定性大大增加。分析其原因：由于英国的这一政策转变，很多人害怕美国也会随之放弃金本位制。于是，持有在美国的资产的外商开始将其资产转为黄金，使美国黄金外流，美元面临贬值压力。为维持黄金储备和现金的可兑换性，联储采取了紧缩性的货币政策。这样，金本位制的崩溃加大了国际资本流动的波动和国内货币政策的波动，引起很大的不确定性。

1933年美国决定放弃金本位制。1932年11月罗斯福竞选胜利后，风险溢价稍有回落；但在1933年的前6个月，风险溢价依然维持在相对较高的水平，而在1933年的下半年又急剧上升。1933年后半年的急剧上升，原因在于黄金的美元价格的大幅波动。罗斯福新政不单单使美元贬值，同时也允许黄金的美元价格的大幅波动。人们对新的货币政策的预期很不确定，不知道它究竟会是什么样一种政策。因而政策给予人们的信号没有减小不确定性，反而其本身倒成了噪声源，增加了经济的不确定性。但1934年国会通过黄金储备法案（Gold Reserve Act）后，风险溢价水平开始下降。因为国会正式确立通过该案，就使其可信度大大提高，不确定性减小。

从风险溢价的波动情况可见，金融危机使利率的不确定性增加。那么利率的不确定性对投资的影响又如何呢？

Federer等人通过回归模型验证了在大萧条中利率的不确定性确实是影响投资支出的一个重要因素。作为对比，他们发现货币变量对于投资支出的解释力是微弱的。因而他们认为，关于货币政策和利率水平的不确定性比实际的货币政策或利率水平对投资支出的影响更大。

三、大萧条对中国当前宏观经济政策的启示

在对大萧条作出了深入研究后，美国人充满自信地认为，大萧条再也不会发生了，因为历史可以帮助他们避免重蹈覆辙。政策制定者对大萧条迅速作出反应的例子是1987年10月19日，当天及以后出现世界范围的股市大跌，跌幅达15%~20%。意识到可能的大萧条的危险，美联储公开而明确地宣布，将根据需要提供贷款，以防止金融崩溃，立即进行公开市场业务。当联储开始着手实行扩张性货币政策时，利率被急剧地压低了，美联储和其他主要中央银行的行动，被认为控制了可能的恐慌，并有效地防止了它影响产量，大萧条当然也就没有出现。

首先需要说明的是，宏观经济学是一门非常复杂的学问，宏观政策的制定尤其依赖于大量的实证分析结果，比如包括收入乘数在内的各种乘数、货币流通速度、货币需求弹性的经验参数等，但许多问题的分析在我国基本上仍是空白，因此政策的制定以及谈论应如何制定宏观政策时，难免缺乏精确性，再加上宏观政策在具体运作中又有出台时机、“时滞”等许多问题，因此，如何通过宏观政策来反周期实际上是一个难度很大的问题，本文从大萧条得出的以下启示也只能是一种粗略的提示。

1、政府必须发挥宏观调控的作用与中国政府是否应对1998年中国市场进行启动

在世界经济史和我们的现实生活中，人们已经看到了太多的“政府失败”的例子。既然如此，为什么还需要宏观经济政策，为什么政府还要在经济中扮演一个角色，如果一切都让市场来调节该有多好？但是，大萧条的事实告诉我们，这是不可能的，因为市场本身有无法克服的内在缺陷（“市场失败”）。如，有时市场会产生无法克服的波动，使经济不能做到稳定发展，造成效率和福利的损失，这里就需要政府顺时而动，采用灵活的政策，纠正市场偏差，消弥经济波动。又如，金融越来越在现代经济中占有重要地位，但是金融系统一旦出现裂缝，往往要借助于政府的“消防队”作用来保证信用关系，维持其运转正常。市场与政府的关系问题是一个争论不休的问题。宏观经济的调控工作还是得政府来做，我们在思想上切不可从计划经济的极端一下跳入无政府经济的极端。当然政府对经济的调控主要通过经济手段来进行，既防止可能的经济过热（泡沫经济）又要防止可能的经济萧条，1994年以来的宏观“软着陆”克服了经济过热的危险，现在要想办法克服经济萧条的危险。今年1—2月份，中国工业生产和物价水平都呈下滑的态势，目前要讨论的不是政府应不应该对宏观经济进行调控，启动市场，而是如何去调控经济、启动市场。

2、稳定作为宏观调控的主旨和目标与确保8%增长的意义

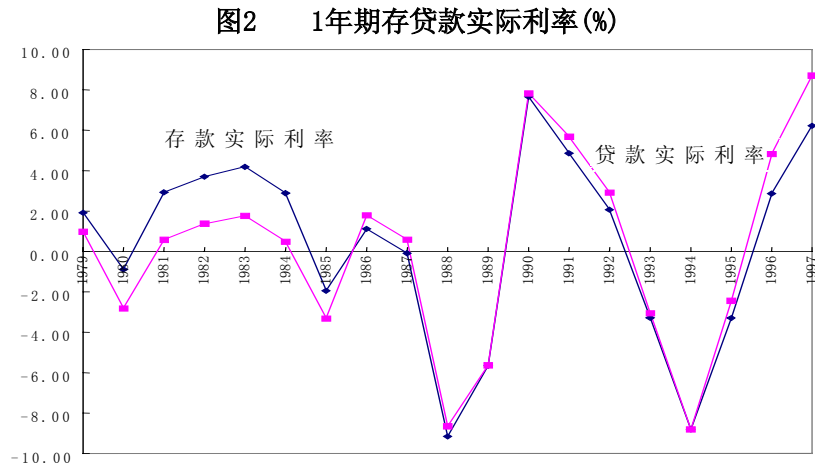
宏观经济政策和宏观经济学的主旨与目标是什么？大萧条告诉我们，是维持经济的稳定。为什么要维持经济的稳定？是因为经济不稳定会造成资源的极大浪费和高失业的痛苦。

我们知道，经济的发展从来都不是均衡的，总会发生这样那样的波动，如产业结构调整、工资上升、汇率变化进口冲击乃至自然灾害等等。如果仅仅是来自实质经济的波动也许不可怕，因为一般波动不至太大，怕就怕经济中有某些力量，使得经济波动呈内生性放大。比如，关于大萧条，我们知道当经济最初出现的可能仅仅是一个不太重要的向下波动或一次突然性的向下的波动——象杰拉尔德说的那样只是某块玉米地的歉收而已——但是，出现了预期和信心的下降，借贷的交易成本提高，银行感觉风险加大，为抗衡风险考虑，提高备付金率和利率，于是导致企业投资减少同时效益下滑，由此导致呆坏帐增加，风险进一步加大，信贷的交易成本更加提高，挤兑扩大……终于导致内生性的通货紧缩和经济大萧条。反之，经济向上走时，人们的预期看涨，信心增加，经济又可能出现过热，形成所谓的泡沫经济。过热和萧条都不好，最好是保持经济的稳定，只有稳定才能将人们的信心和预期保持在最佳位置，既不致太悲观，又不致盲目乐观，避免经济的大起大落，使资源配置最优。

以稳定的观点来看确保GDP增长8%的目标，就不难同意这是一个非常明智的选择。回顾1992年以来中国经济的历程，先是过热，房地产和股票的泡沫，然后是几年的“软着陆”、终于在1996年出现了“高增长低通胀”的局面，正是稳定性宏观政策作用的结果，今后宏观政策的关键是要保持这样一种发展势态。但1996年以来的“高增长低通胀”的局面显然还太脆弱，高通胀的危机警报刚刚解除，却出现了信心不足、预期看淡的萧条迹象：银行怕风险而惜贷，投资者因为市场不景气而放慢了投资，消费者在“买涨不买跌”的心理支配下（当然有体制因素），消费支出增速减缓。因此维持信心很重要，而只有保持8%的经济增长（这已是10多年来增长的最低限），才能维持信心，才有可能出现向上的预期，从而引导市场启动，保证“高增长低通胀”局面得以继续。

进一步地看，维持8%，才能将失业控制在社会可以承受的范围之内，使我们能顺利完成国有企业的改革任务。保8%看起来是一个宏观目标，但它是为造中国经济的微观基础服务的。在目前的效率下，达到8%财政政策才有保障。当然，从长期看真正重要的是中国经济结构的调整，泡沫的挤出，经济增长速度并不是最重要的。随着中国效率的提高，增长速度是可以慢下来的。

3、如何对付真实利率是1998年中国宏观经济政策的关键，而寻求多种经济目标下的有效政策组合是1998年宏观经济政策根本方向



中国目前的情况与美国经济大萧条前的状况并没有太多的相象，但是真实利率走高却是一致的，从1994年到1997年，中国的真实利率已爬升了16个以上的百分点（参见图2），真实利率正处于1979年以来的最高水平状态，即使在四次降息后仍然未从高区域中回落，由此导致国民收入分配的强烈的波动，并引发通货紧缩（宋国青，1997）。因此如何对付真实利率问题已成为1998年中国宏观经济的最大问题（宏观组，1998）。

但是，利率走高是由于物价回落太快，而物价回落所反应的供需矛盾包含了需求与供给的双重原因。一方面总需求不足，并面临通货紧缩的危险；另一方面是中国特有的体制因素导致的重复建设、结构失衡等造成的总供给的问题，如无效供给及超量生产等。因此我们除借鉴西方国家经验，还要结合中国的实践来提出和实现宏观经济目标。

各方面的情况综合，要对付真实利率，1998年中国宏观经济政策至少有四大目标：1、继续保持适度经济增长，防止可能的经济萧条；2、坚决推进国有企业改革、迈出三年解困的重大步伐并解决好职工下岗和再就业问题；3、提高银行资产质量，有效地加强金融监管、防范金融风险；4、维护人民币汇率的稳定，防止过高的通货膨胀出现。

上述任何目标都不能偏废，又都要有所牺牲，这就必然需要多重政策工具。1998年宏观政策成功的要点就在于找到平衡点，找出政策的最佳组合。既要有增加总需求的政策，又要有增加有效供给的政策；既要用扩大需求启动市场，又要用改革启动市场；既要有有效的财政政策，又要有有效的货币政策。总的来说，政策取向应该在适度从紧的大前提下，适当地有一些结构性的松动，最终使物价及真实利率到达更为合理的水平。

值得指出的是，汲取大萧条的教训，1998年需要借助于政府作用来寻求银行风险与扩大投资之间的平衡，一旦金融系统出现流动性问题，政府应采取果断措施，卫护整体安全，保证实现货币供应量增加的目标。

4、必须保证实现货币政策和财政政策的作用与配合。

前文曾述，凯恩斯与弗里德曼的对大萧条的解释不同，开出的药方也不同但一般认为两者在对付大萧条时完全可以相互补充，所以宏观政策在实践中往往同时配合使用财政政策与货币政策，寻求两者的最佳组合：有时是松的财政政策与紧的货币政策，有时是紧的财政政策与松的货币政策，有时则是双紧的政策和双松的政策。

财政政策和货币政策何者更为有效依赖于货币流通速度在政府开支和货币供给量发生变化时将会产生多大变化而定，其中的关键就是，货币需求对利率的变化作何反应。货币主义认为货币需求对利率的变化是相当缺乏弹性的，而凯恩斯主义则认为货币需求对利率的弹性大，从而利率变化时货币需求大。

现在人们一般认为，两种政策的效力并不能一概而论，而要视当时的实际情况而定——货币需求曲线MD和表示货币市场均衡状态的LM曲线既不是始终很陡，也不是始终十分平缓，而是在利率较高时陡，随着利率下降时变得平缓。一般说来，在利率较高时，货币政策的效力远大于财政，因此在利率较高的范围就是货币政策的有效区域，在利率较低时，财政政策的效力更大，因此利率较低的范围就是财政政策的有效区域。在中间区域则两者效力相当，因此可以组合起来使用。

中国目前的真实利率处于1979年以来的最高水平范围，因此货币政策还有很大空间。最近，央行已经采取了降低商业银行存款准备金的政策，主要目的显然是为了扩大货币供应量，推动国民收入的增长。由于降低存款准备金率的政策是一个作用力相当强烈的政策，因此可以预料，将会对阻止可能的萧条产生非常积极的效应。除此之外，央行如果降低存贷款利率的力度适当，也将对刺激货币需求的扩大起到作用。

5、有管理的浮动汇率仍是目前的最佳选择

在美国大萧条中，美国政府为了维持金本位，曾采取了紧缩性的货币政策，使国内金融和经济状况更加恶化。亚洲金融危机后，中国政府一再承诺将保持人民币汇率不贬，对稳定人们的预期起了积极作用。从总体和长期来看，将对中国经济产生正的预期，促使结构升级。1986年在美国压力下，台湾汇率被迫大幅度升值，从38台币一直升至27台币并趋于在27台币的水平上，台湾产业结构在经过痛苦的调整后，反而成功地实现了转型，并积累了抵御金融危机的能力。但在操作上如何兼顾国内经济运行是一个难度很大的问题。我们认为，总的来看，有管理的浮动汇率仍将是目前的最佳选择。

最后，对于中国会不会发生类似于美国30年代的大萧条，我们的看法是否定的，原因在于中国政府领导人有足够的宏观经济学知识，中国政府已采取行动来对付可能的萧条，并拥有足够的政策手段。中国避免发生通货紧缩的根本在于政府和公众都充分认识到经济增长在目前所蕴含的政治意义，看到目前中国社会存在着通货紧缩的可能，认真吸取历史的（包括美国大萧条）经验教训。当大多数人认识到通货紧缩的危险并努力防止它时，真正的通货紧缩发生的可能性其实很小。有人说通货紧缩已经发生了，那么，通货紧缩再进一步恶化的可能性将由于宏观政策的调整而大大减小。

参考文献

- 1、J. M. 凯恩斯：《就业、利息与货币通论》，商务出版社1993年；
- 2、Gerald Gunderson(1976), *A New Economics History of America*, McGraw-Hill, Inc.; 杰拉尔·冈德森（1976）：《美国经济史新编》（中文版），商务印书馆1994年
- 3、Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression, by Ben S. Bernanke, *AER*, 73, June 1983, P257-76
- 4、The Nation in Depression, Christina D. Romer, *Journal of Economic Perspectives*, Spring 1993, 7(2), P19-39

- 5、 *Uncertainty as a Propagating Force in The Great Depression*, J. Peter Ferderer and David A. Zalewski, *Journal of Economic History*, Dec.1994, 54(4), P825-49
- 6、 *Anew Interpretation of the Onset of the Great Depression*, Alexander . Field, *Journal of Economic History*, June 1984, 44(2), P489-98
- 7、 *The Great Crash and the Onset of the Great Depression*, Christina D. Romer, *QJE*, Aug. 1990, P597-624
- 8、 *The Process of Writing The General theory : A Critical Survey* ,in Don Patinkin and J.Clark Leith (eds.), *keynes , Cambridge and the General*
- 9、 *Theory* (Toronto :University of Toronto Press, 1978), P.3
- 10、 *For a biography of Keynes*, see D. E. Moggidge, *John Maynard Keynes* (New York: Macmillan,1990)
- 11、 *A monetary History of the United States*, Friedman and Schwartz, P.300.
- 12、 “*The Process of Writing The General theory : A Critical Survey* ,” in Don Patinkin and J.Clark Leith (eds.), *keynes , Cambridge and the General Theory* (Toronto :University of Toronto Press, 1978), P.3 *For a biography of Keynes*, see D. E. Moggidge, *John Maynard Keynes* (New York:Macmillan,1990)
- 13、 宋国青，《债务 - 通货紧缩》，北京大学中国经济研究中心内部文稿系列；
- 14、 北京大学中国经济研究中心宏观组（1998），《寻求多重经济目标下的有效政策组合——1998年中国宏观经济形势分析与建议》，《经济研究》1998年3月；