

壹、前言

通貨膨脹是全球很多人的共同記憶，但有經歷過通貨緊縮的人卻不多，1930 年代大蕭條是最近一次全球通縮的例子。因此，大家對通膨的恐懼自然高過對通縮的恐懼。一般而言，通縮只會發生在全球處於和平時期，如戰爭發生（包括武力相對、對抗貧窮、冷戰等）通常會伴隨通膨。

惟自 1980 年代以來，全球物價就算不是在通貨緊縮（deflation），就是在反通貨膨脹（disinflation）。最主要理由是民間企業與銀行業的去槓桿化（deleveraging）遠超過政府部門的各項刺激經濟方案。去槓桿化之所以會形成通縮是因為當一國債務佔所得比率過高時，民間部門在減少債務水準與政府實施撙節政策的過程，會引起信用緊縮的效果，造成大量破產事件、銀行壞帳大升、實質需求不足、物價下跌的情況。另外原因是在經歷股市、房市價格大幅波動及金融危機後，人民選擇較安全的理財方式，儲蓄率上升，但也因而造成消費不振的後果。

日本的通縮經驗是最常被全球各國用來研究的對象，美國 Fed 也曾指派 12 位經濟學家專門研究日本的通縮現象。他們研究後認為要解決通縮問題，最好的方法是快速且大量

的進行寬鬆、刺激政策，這亦是目前 Fed 在進行的操作。而 Fed 之所以要憂心通縮的可能到臨，因通縮會使實質利率上升，造成消費者不敢擴張信用，這可從美國商業銀行存於 Fed 的金額高達 1.7 兆美元看出；而且如通縮成為慢性病，Fed 未來提高利率的可能性不高，如此，如未來美國經濟再度陷入疲弱，Fed 將無法以降低利率來刺激經濟；另外，如通縮預期形成，消費者將遞延消費，物價將進一步下跌。

而對政府而言，通縮亦會形成一些問題，除會造成政府實質債務成本上升，民間債務人的實質債務亦會上升，會引起破產事件增加，銀行壞帳增加；通縮亦會使房地產價格縮水，傷害到經濟成長；通縮另會使投資減少，失業情況惡化。以上諸種通縮後果會使政府稅收下降，福利、利息支出上升，財政狀況進一步惡化。

由於長期通縮對經濟、財政及就業打擊很大，美國及日本皆積極以寬鬆、刺激政策來防止、對抗通縮現象。日本近 20 年來的貨幣供給額雖每年以平均 3% 的速度增加，且政府的財政赤字預算不斷擴大，還是不敵日本消費者自 1990 年代以來的增加儲蓄、減少消費，及近來日本民間企業的開始減少投資支出對有效需求的影響。相同的，美國寬鬆的貨幣

政策與擴張的財政政策亦比不過民間部門去槓桿化之影響，且美國政府未來的減支計畫將縮小其擴張性的財政政策，因此預期美國未來通縮的機率可能性上升。

貳、通貨緊縮的好壞

通縮的形成原因對經濟有不同的意義。「好」的通縮指的是，像由於科技的進步使生產力大升，經濟能夠快速成長，但也使供給高於需求。美國在南北戰爭後，因機器的運用、鐵路運輸能力的大幅成長，使其 GDP 在 1870 至 1898 年間的年成長率平均為 4.5%，而物價平均成長率只有 2.3%；在 1920 年代，則因電子時代的來臨，其 GDP 在 10 年間成長 2 倍，但物價卻是下跌的。「壞」的通縮指的是因金融危機或嚴重經濟蕭條，使失業問題惡化，有效需求低於供給。如 1930 年代的美國經濟大蕭條期間，失業率高達 25%，GDP 萎縮 36%，因需求低於供給，形成物價全面下跌的現象。

而日本在近 20 年來的通縮亦屬於「壞」的通縮，導因於 1980 年代股市及房市泡沫的破滅，政府又未能適時處理金融機構問題，使消費者及企業者失去信心，不敢從事消費及投資，造成需求低於供給的現象。

因此，未來如有通縮發生，對經濟是「好」或「壞」，就需視其發生理由而定，是來自因科技的運用，生產力大升，使供給高於需求？或因全球金融危機、保護主義抬頭，而導致需求低於供給？

參、美國通貨緊縮

美國近代史曾經歷兩次物價下跌的壓力，一為 1930 年代的經濟大蕭條時期，另為 2008 年全球金融危機迄今。

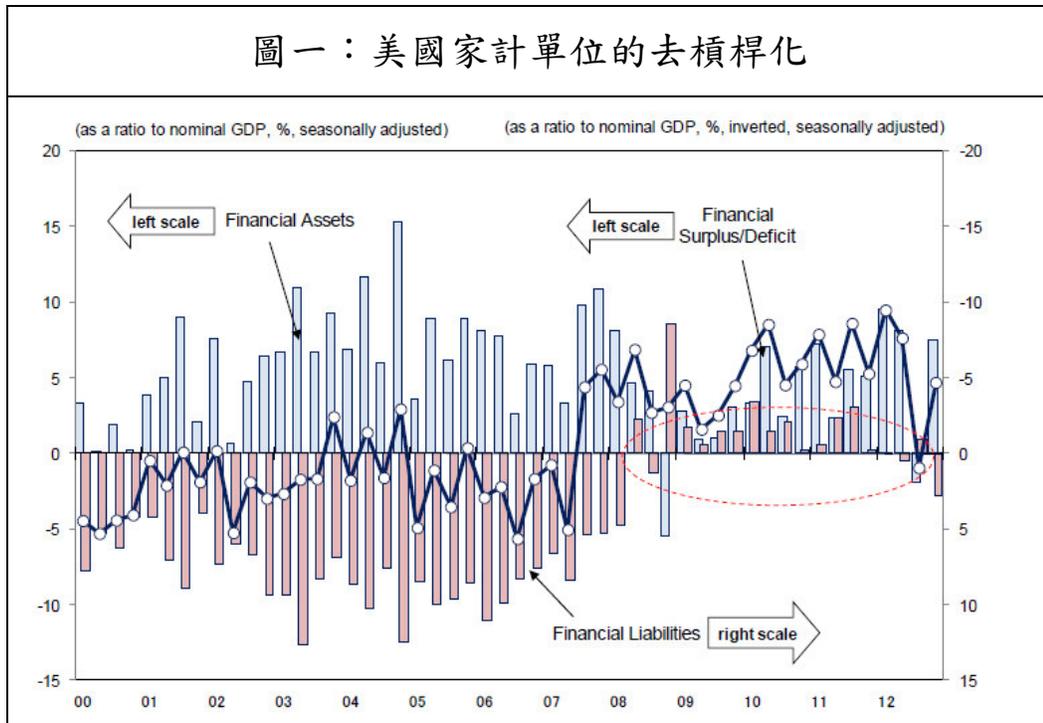
- 一、 美國經濟大蕭條：1929 年美國股市泡沫破滅後，民間部門開始去槓桿化，導致美國在 1930 年至 1932 年間面臨經濟蕭條下的物價通縮風險。在此 3 年期間，所得及信用皆嚴重下滑，所得以每年 30% 的速度下降，也因所得下跌使負債佔 GDP 比重從 150% 上升至 250%，每年上升速度約 32%；另外同期間股市市值約跌 80%；名目經濟成長率以每年 17% 速度下跌，此時名目利率約 3.4%，表示名目經濟成長率低名目利率 20.4%。面臨此困境，美國 Fed 於 1933 年 3 月開始讓美元與黃金脫鈎，從每盎司 21 美元貶值至年底的 35 美元，同時壓低利率。這種寬鬆貨幣政策的

作法，讓美國物價及經濟從 1933 年逐漸復甦。

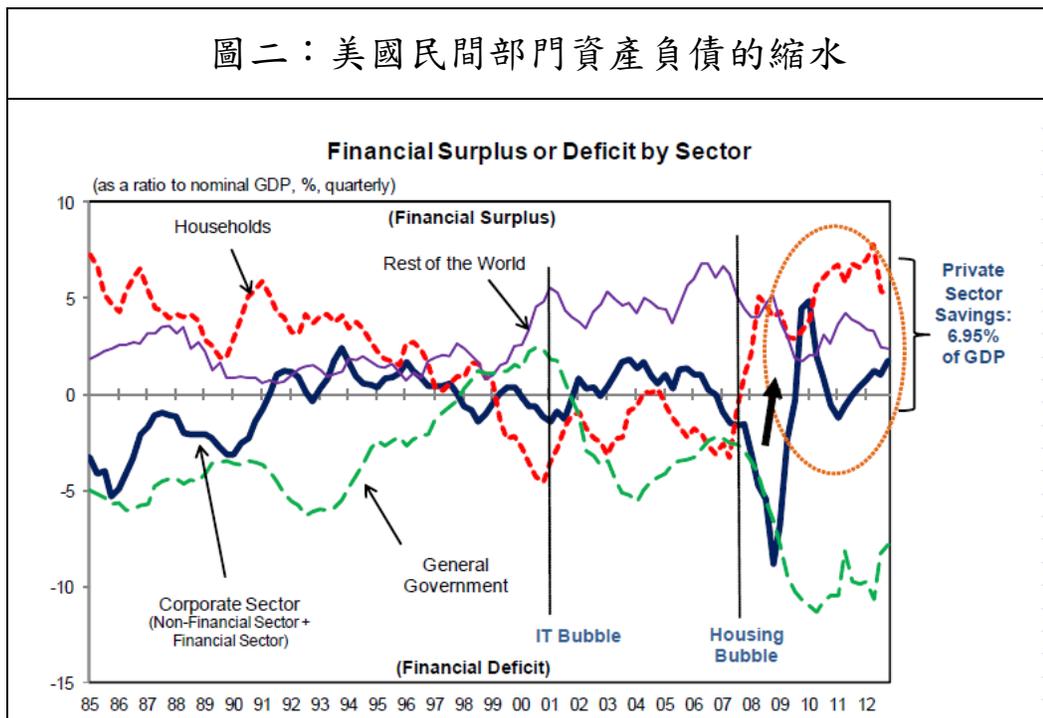
二、 2008 年金融危機迄今：美國經歷第二次物價通縮風險始自 2008 年 7 月，但最嚴重威脅只持續半年，後在 Fed 積極數量寬鬆政策下，物價得以恢復穩定。2008 年 7 月至 2009 年 3 月期間，因房市泡沫破滅、投資銀行 Lehman Brothers 倒閉、全球金融風暴產生，使得經濟成長率下挫年率 5.4%，所得下跌，股市市值跌掉一半，債務佔 GDP 比重亦從 340% 上升至 370%；且因為全球資本市場工具主要是以美元計價，全球信用與美元流動性的緊縮，造成美元匯率的大幅升值，美國出口市場大幅萎縮。為防止情況持續惡化，美國 Fed 於 2009 年 3 月開始實施 QE1，大量購買美國公債和不動產抵押債券，次於 2010 年 8 月實施 QE2，延長購買公債的平均年限，再於 2011 年秋季執行所謂「扭轉操作」(Operation Twist) 壓低長期利率。經由 Fed 的努力，經濟成長率以年率 3.5% 增速；且即使有美國政府增加公共支出，但因民間部門的去槓桿化 (圖一)，民間儲蓄率上升至 GDP 7% (圖二)，全體債務佔 GDP 比重得以年率 13% 減少至目前

約 335% ，股市亦超越危機前的水平。

圖一：美國家計單位的去槓桿化

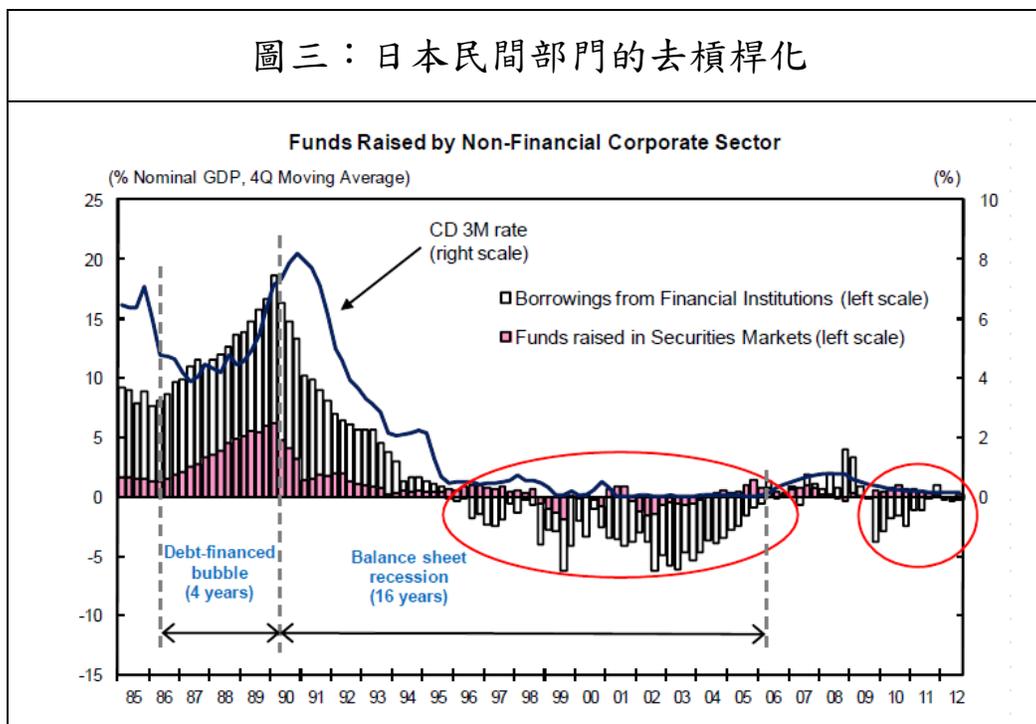


圖二：美國民間部門資產負債的縮水



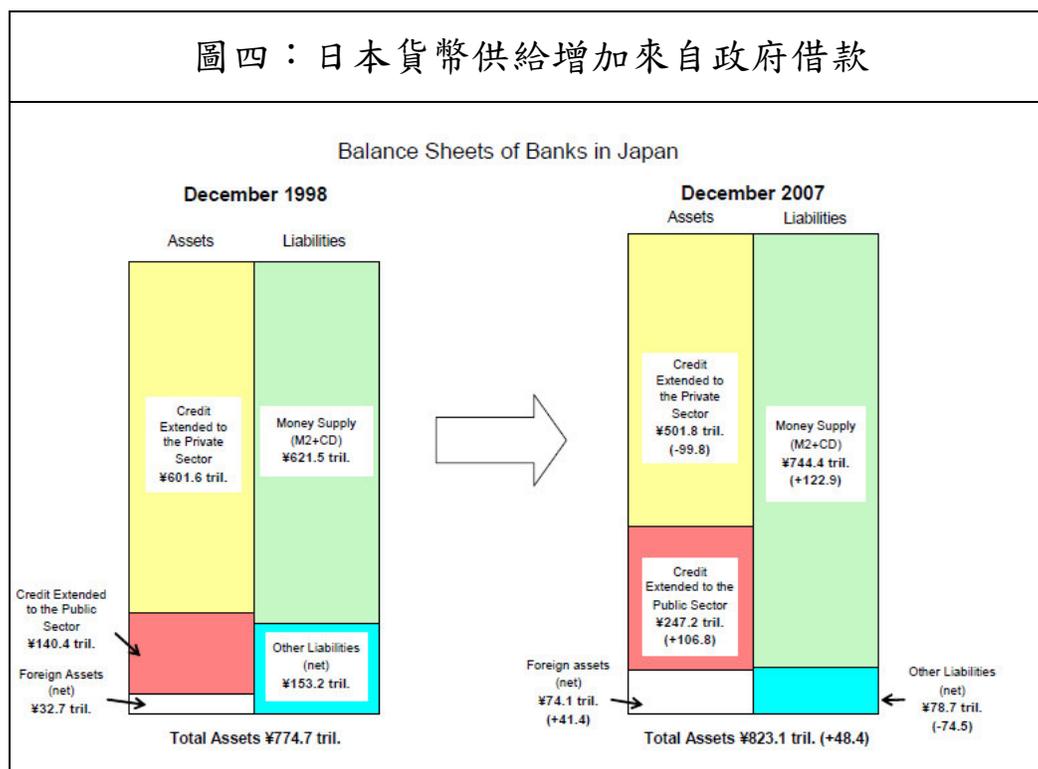
肆、日本通貨緊縮

日本於 1989 年因民間部門的債務泡沫破滅，民間部門開始積極去槓桿化（圖三）。



而日本通縮問題開始真正揮之不去始自 1997 年後，約是債務泡沫破滅 7、8 年後發生，因當時的日本政府認為經濟已經有所起色，而為健全財政目的開始緊縮政府支出。後見情況惡化，日本政府開始以增加公共支出的方式來彌補總體需求的不足，但因「印鈔票」/「貨幣化」的程度仍不足，主要貨幣供給增加來源是對政府部門融資，而非對私部門融

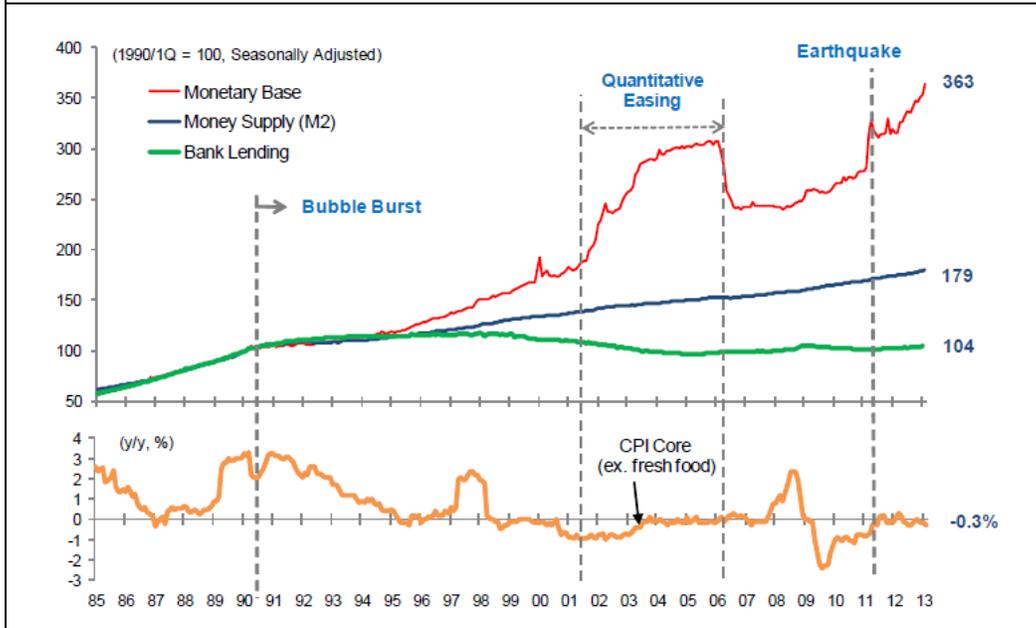
資（圖四），使日本近 20 年來的名目經濟成長率低於其名目利率，且未能讓日元貶值。



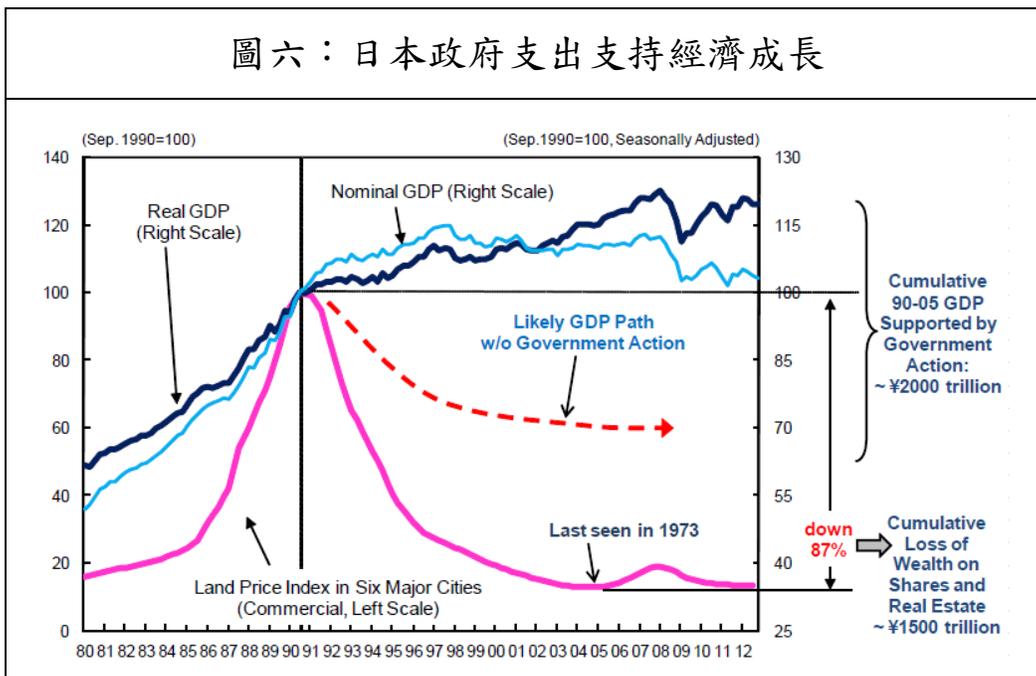
從 1990 出迄今，日本貨幣供給每年只增 0.7%（圖五），日元每年平均升值幅度高達 2.9%。日本通縮率每年平均 0.5%，名目經濟成長率為 0.6%，意謂每年實質經濟成長率為 1.1%，而且主要是靠政府支出在支撐經濟成長（圖六）。

但由於日本公債平均利率為 2.6%，在名目經濟成長率為 0.6% 的情況下，表示就算日本政府赤字預算不再增加，日本公共債務負擔每年以 2% 的速度增加。實際上，日本赤

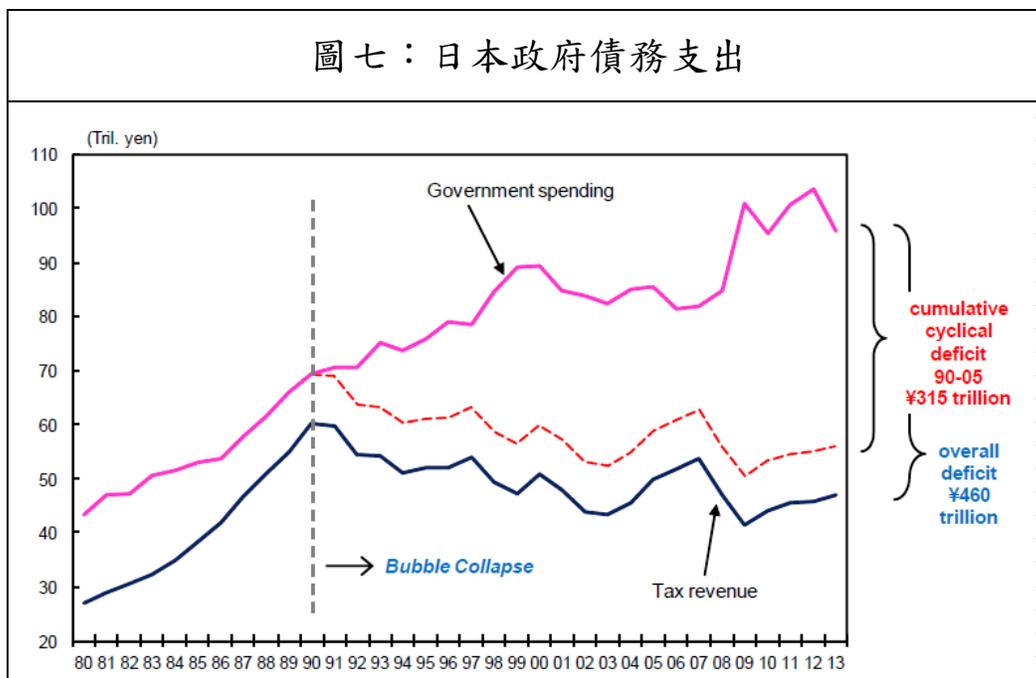
圖五：日本央行注入流動性但未能增加貨幣供給額與信用



圖六：日本政府支出支持經濟成長

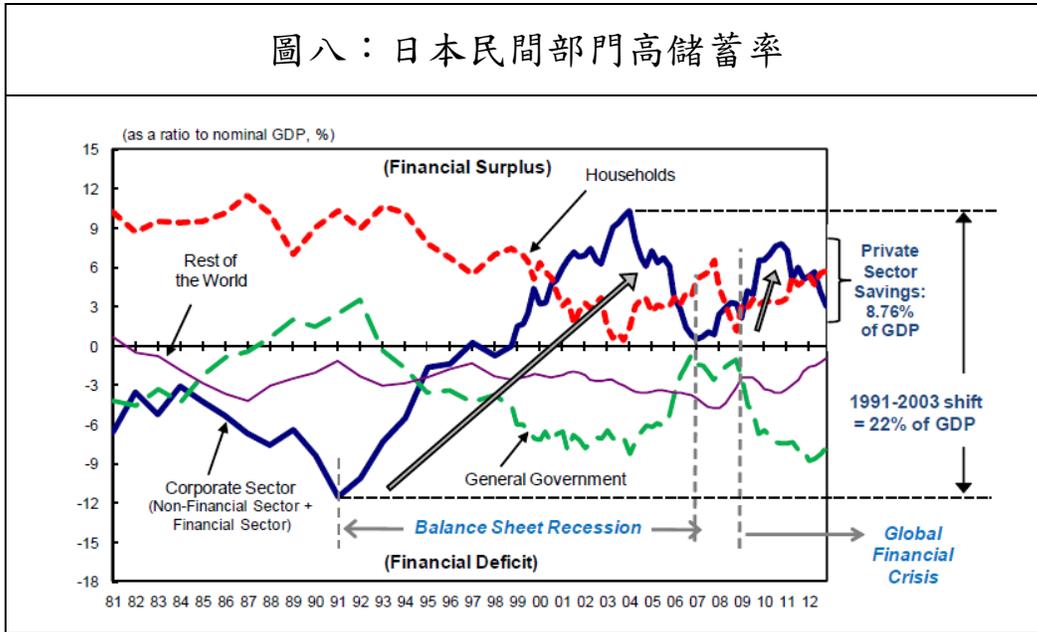


字預算在 1990 年至 2005 年間共增加了 315 兆日元，目前已累積 460 兆日元公共債務（圖七），日本總體債務佔 GDP 比重亦從 1990 年的 403% ，上升至迄今的 498% 。



惟值得注意的是，民間部門的總債務因去槓桿化是呈小幅下降的，民間儲蓄率高達 GDP 之 8.8%（圖八）。日本總體債務的上升主要來自政府為抵銷民間消費不足所從事的公共支出增加，而通縮及名目經濟成長率的低迷，又使債務負擔更為惡化。

圖八：日本民間部門高儲蓄率



日本自 1990 中期年代以來一直存在通縮的慢性病問題，主要原因有：

題，主要原因有：

- 一、通膨預期的下降：日本通膨預期在近 20 年是呈下降現象，但並未出現負通膨預期，其長期通膨預期約在 0.5 % 至 1% 之間。而日本通膨預期維持在低檔，可能係因日本央行一再調降其對通膨目標的預期，使得一般老百姓亦調整其對通膨的預期，並相信未來就算日本央行將名目利率調降至 0，物價也不太會上升。
- 二、負的產出缺口：日本自 1990 中期以來就產生負產出缺口的問題，可能係因一連串國際事件所造成，包括 1997 年發生的亞洲金融風暴；2000 年的網路泡沫破滅；2008

年的全球金融危機等，使日本經濟成長一直跟不上其潛在產出水準，造成負產出缺口。

三、其他如日元升值、國內外物價差異大等理由：日元名目匯率的持續上升，降低了日本進口物價；另日本一向保護其國內產業，造成日本國內物價遠高於國際行情的不正常現象，而一些自由化的政策實施，使日本國內物價向下調整。

伍、通貨緊縮前景

美國的核心通膨近 15 年來平均約 2% ，與目前的核心通膨率相當，預計未來 10 年的平均值亦會在 2 至 2.5% 之間。而決定未來美國核心通膨的主要影響因素為：（一）工資：美國工資成長自 2008 年金融風暴以來就相當緩慢，而經過這幾年來的調整，就業市場已慢慢恢復生氣。由於工資水準對公司成本影響很大，這對未來美國的通膨會造成上升壓力。（二）房地產市場：房市對美國通膨影響最大，因佔美國核心通膨權數達 40% 。但其計算主要考量是房租而非房地產價格，因此，在次順位房貸風暴時，很多人付不起房貸違約，只好轉往租賃市場，造成房租上升，可說是高估了此

時期的美國 CPI。但現在美國房市已慢慢回溫穩定，此種造成 CPI 高估的現象應會消失。惟隨著美國房市的好轉，房租及房價均會往上走，這會造成未來物價上漲壓力。(三) 原物料價格：當原物料價格小幅變動時，企業往往會自行吸收而不會波及至整體市場，但當其價格大幅波動時，就會進入消費者及物價之中。全球原物料價格自 2000 年穩定上升，但在金融危機發生時又回跌，這幾年來則維持穩定，因此對美國 CPI 影響不大，預估未來亦會如此。(四) 非原物料進口價格：此因素對美國物價影響一向不大，即使近年來強勢美元加上全球經濟不振，使原物料進口價格下跌，還是對美國總體物價沒有重大影響程度。

日本的通縮慢性病問題比美國嚴重許多，因其除有民間去槓桿化的情況外，日本政府的龐大債務負擔及已瀕臨極限的貨幣寬鬆政策，使未來的財政、貨幣政策空間不大；加上日本人口老化、保守的移民政策，皆可能使通縮困境持續。

展望未來，全球通縮的情況可能會持續，因：

- 一、 由於就業情勢不佳，股市、房市價格波動加大，儲蓄率可能上升，消費需求因而減少。
- 二、 人口老化造成就業人口減少，使經濟成長放緩，壓低

所得及消費需求。

三、 全球貿易保護勢力抬頭，各國競做貨幣貶值，皆可能使全球經濟惡化，產出及所得下降。

四、 科技進步使能源、礦產產出效率增加，如美國油頁岩油氣的商業化，有抑制物價的效果。

五、 全球化、資訊科技運用及委外生產等造成勞工實質工資、所得的停滯不前，使有效需求放緩。

陸、央行對抗通縮之挑戰

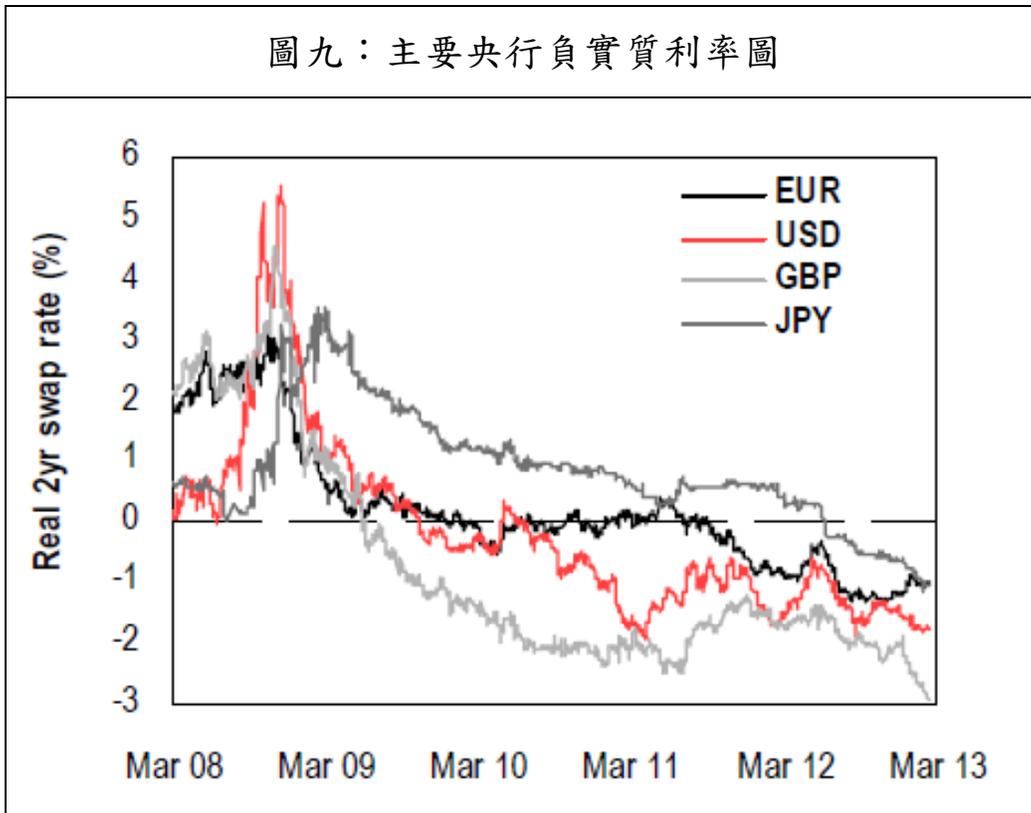
全球雖面對通縮的可能風險，惟最近各國央行的資產購買計畫，如美國 Fed 2008 年金融危機後所採取的 QE1 及 QE2 金額高達 2.3 兆美元，和各國政府積極刺激經濟的財政政策，使通縮的情況尚未發生，但亦未造成通膨現象。最主要理由是民間部門仍存在嚴重的產能閒置問題，因此大規模的去槓桿化，抵銷了政府部門各項擴張性措施。以美國為例，Fed 的數量寬鬆政策是希望透過購買公債及不動產抵押債券，降低利率並釋出流動性至市場，此會鼓勵投資者購買較具風險性資產，如股票、房地產等，而這些資產價格的上升所帶來的財富效果，會讓消費者增加購買商品及服務，如此

可提高所得及就業。但 Fed 的效果卻不彰，因消費者仍無信心去大膽消費，雇主亦寧願雇用臨時工，而不敢真正增聘正式員工。

也許是出於絕望，現在許多主要央行開始實施所謂「開放性」的貨幣寬鬆政策，如 Fed 表示將每月新購買 450 億美元的長期公債及 400 億美元的不動產抵押債券，直至美國失業率降低 6.5% 及 1 至 2 年的通膨預期高於 2.5%；日本央行則將從 2013 年 6 月起預計於 15 個月內購買 1750 億美元的日本公債；歐洲央行則聲明如有需要，在會員國家的請求下，將無限制的購買該國 1 至 3 年期公債。這種開放性數量寬鬆政策是史無前例，但效果是有待觀察。因為只要消費者與企業繼續去槓桿化，無論央行如何擴充其貨幣基數，信用與貨幣供給就不太可能大量增加。

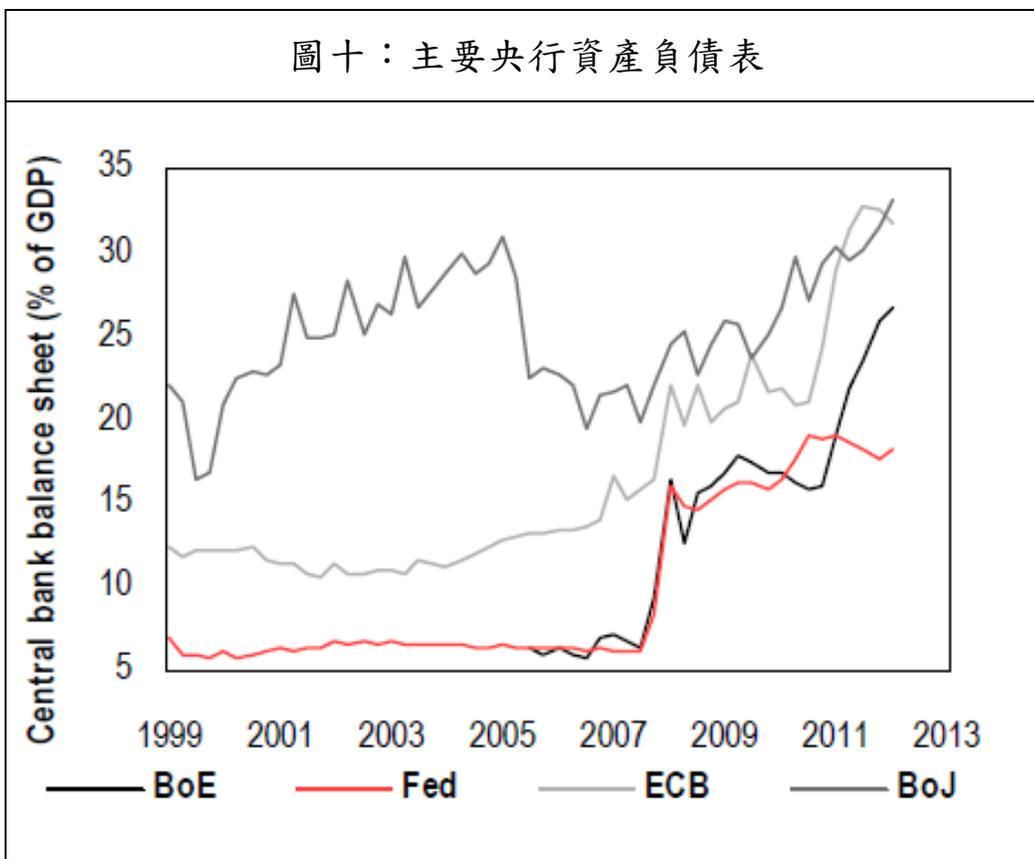
繼日本央行之後，美國 Fed 在 2008 年金融危機後，亦把名目利率壓低至趨近於 0%，英格蘭銀行和歐洲央行亦儘量壓低其政策利。而在各國央行將名目利率已降至趨近於 0 時，為持續寬鬆貨幣政策，各國央行的操作目標是將實質利率降為負值（圖九）。

圖九：主要央行負實質利率圖



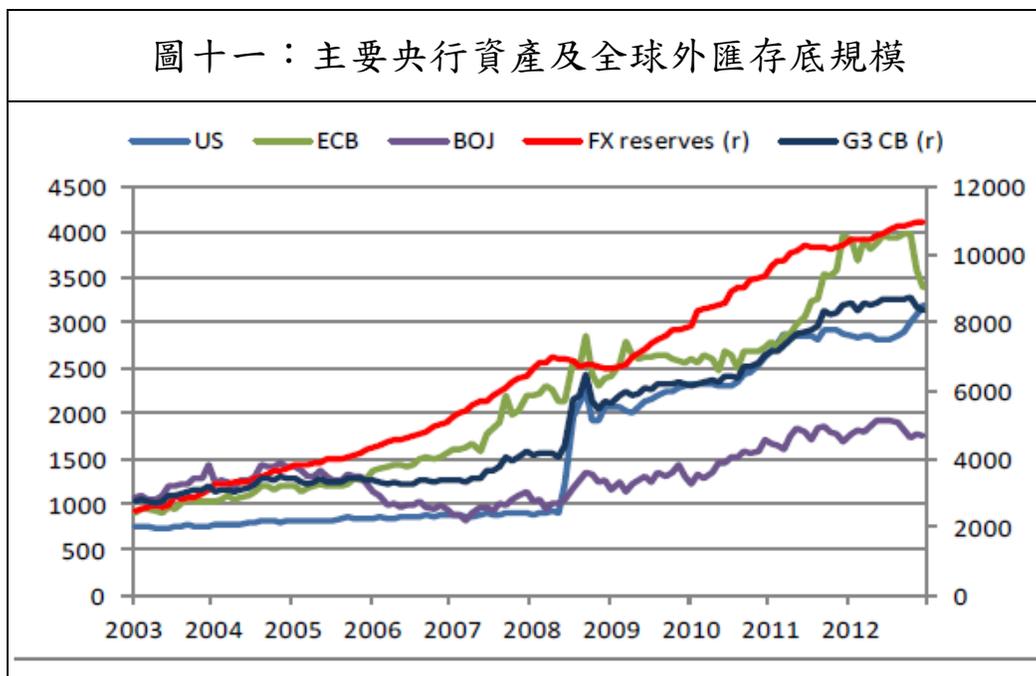
為求將實質利率降為負值，就必須使通膨上升或資產報酬率下降，各國央行做的就是進行資產購買計畫或是擴大其資產負債表規模。2008年金融危機迄今，Fed 資產負債規模由 9,000 億美元擴張至超過 3 兆美元，若 Fed 維持目前每月 850 億美元資產購買規模，則 2013 年底 Fed 資產負債規模將突破 4 兆美元。ECB 則因其 LTRO 還款影響，所以其資產負債表稍有下降情形，惟因歐洲主權債務危機尚未完全結束，此種規模縮小應只是暫時現象。另日本央行資產負債表規模佔 GDP 已近 35%，如果每月購買日本公債金額由原先之 425 億

美元增加至 760 億美元，則其資產負債表規模佔 GDP 比重至明年底將達 60% ，遠高於美國 Fed 之低於 20% 、ECB 之 29% 及 BOE 之 25% （圖十）。



圖十一的左座標軸表示三主要央行以美元(單位 10 億)表示的資產負債表規模，右座標軸是表示三央行資產負債表總規模及全球外匯存底金額。從圖可看出自 2003 年以來，除 2008/9 年間外，三主要央行的資產負債表及全球外匯存底呈上升趨勢，可說全世界是持續在進行數量寬鬆政策。而

央行資產規模的增加，意謂者對公債的需求上升，另全球外匯存底的增加，同樣表示對各國公債需求的上升。除此之外，亦代表對其他資產的需求也是在增加中。

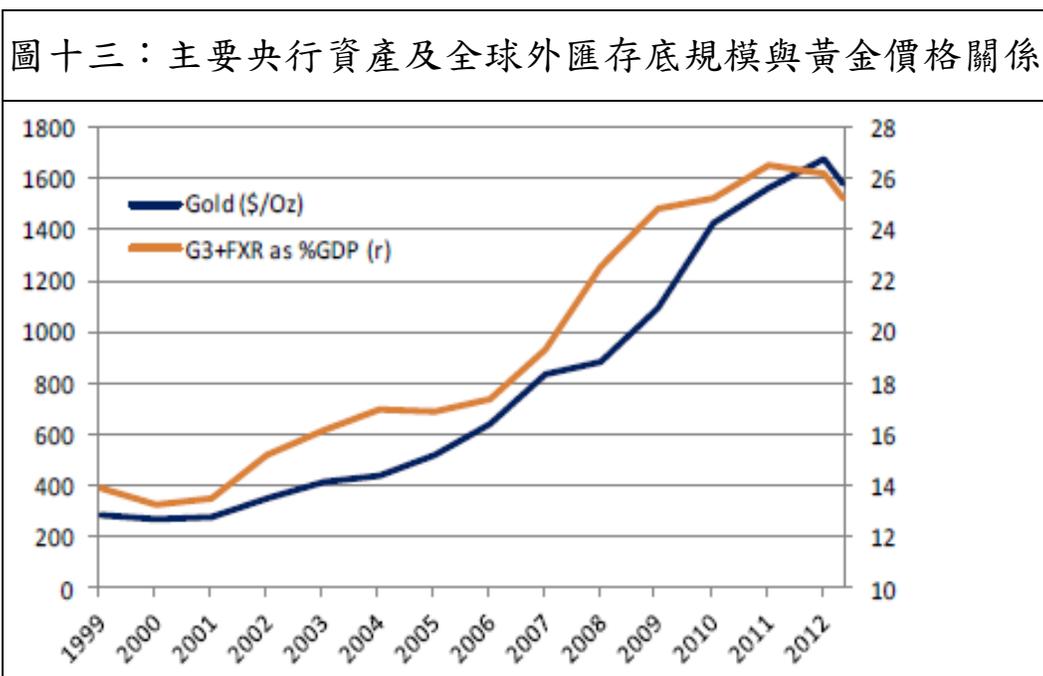
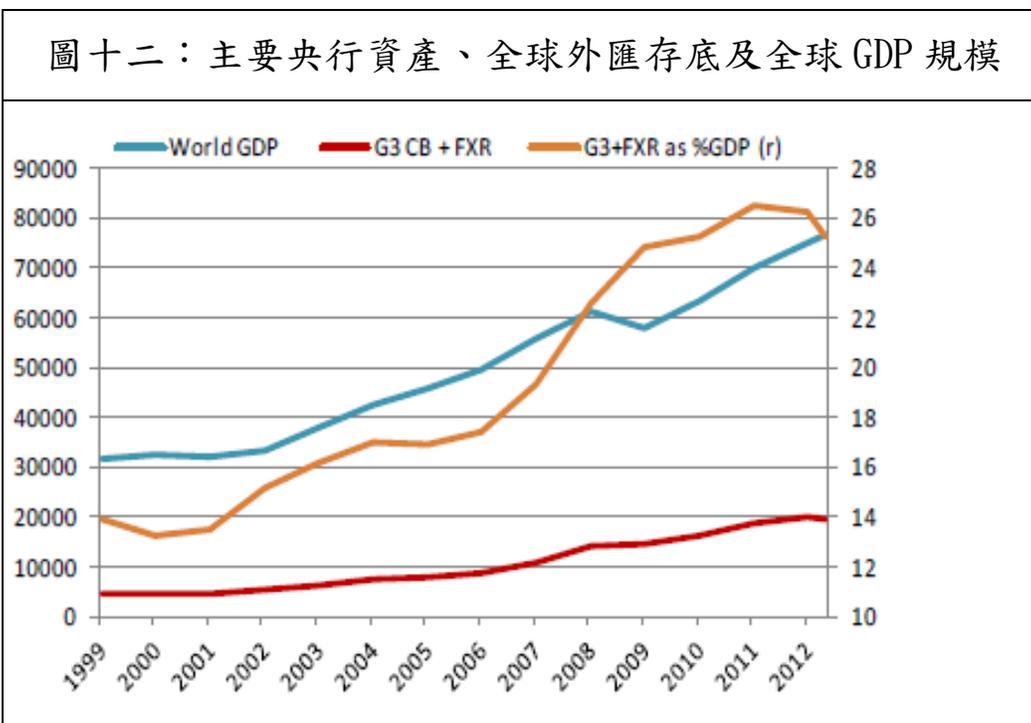


而將三主要央行資產規模與全球外匯存底加總起來的規模約 20 兆美元（圖十二左座標軸）約佔全世界 GDP 的 25 %，可見其對全世界公債及資產價格的影響力有多大。

圖十三即在表達央行資產及全球外匯存底規模對資產（以黃金為例）價格的可能影響。

因此，在全球各主要央行仍維持低利率，尤其是日本的超級寬鬆貨幣政策，這可能進一步擴大央行的資產與全球外

匯存底的規模，意謂著資產價格有可能被一進步抬升。



央行透過印鈔票是很容易解決流動性不足的問題，就像美國 Fed 在 2008 年金融危機後立即實際 QE1 一樣，但要拉抬通膨預期並沒有如想像中的那麼容易，認為只要印鈔票就可以達成。而是必須在通縮尚未成為慢性病時就及時處理，否則央行的寬鬆貨幣政策就只能像「維他命」般維持通縮不要再進一步惡化，無法發揮「救命丹」的功能。

柒、結論

古今歷史上常發生因惡性通膨，導致民不聊生，引起暴動、革命，最終造成改朝換代的例子。因此，很多人對通膨有根深蒂固的恐懼感。學術界的研究也認為通膨是難以壓制的野獸，而通縮的解決則簡單多了，只要從直昇機上灑下鈔票，就可以將通縮問題處理的一乾二淨。但從日本近 20 年來的通縮經驗告訴我們，通縮有時與通膨一樣是難以對付的。

在過去，也許通膨是常態，通縮是變態，但隨著世界人口老化、科技進步、全球化及資訊化、加上企業與消費者的去槓桿化，未來通縮的發生頻率可能會增加。而對央行而言，央行透過印鈔票是很容易解決流動性不足的問題，央行

也有能力拉抬通膨的預期與膨脹資產價格，就像日本央行目前所實施的超級寬鬆貨幣政策，希望透過壓低日元匯率、提高國內外對日本產品需求、創造就業與增加所得、進而提高消費與投資。惟過度利用數量寬鬆政策來應付通縮問題並不是沒有風險的，其可能造成資源的錯置，形成資產泡沫，壓抑不住的通膨預期，終而毀掉整個經濟。所以如要在物價穩定的條件下，讓經濟能夠維持持續性的成長，還是要靠生產力的上升，而這不是靠央行的貨幣政策就可以達到的，這必須靠結構性的改革才能奏效。