

通貨緊縮是可怕的夢魘

李榮謙/93.02

1970 年代主要國家曾歷經二次石油危機所帶來的**通貨膨脹** (inflation) 之苦，迨入 1980 年代及 1990 年代，由於各國中央銀行對控制通貨膨脹之重要性的高度認知，再加上產業技術進步、市場自由化及全球化等因素，促使供給面成本不斷下降，主要國家消費者物價 (CPI) 上漲率乃呈現趨緩走勢。1990 年代後期以來，若干亞洲經濟體的 CPI 甚至於一段期間內呈現持續下跌，亦即出現了**通貨緊縮** (deflation) 的現象浮現。

通貨緊縮不僅帶來了生產低落、有效需求下挫，一旦實際通膨及預期未來通膨的下探，則實質利率 (名目利率扣除預期通膨率) 將走高，而實質利率的上升將再削弱民間支出，有效需求將進一步下挫。此一發展，勢將再降低實際通膨及預期通膨，實質利率又將趨升，惡性循環的夢魘將揮之不去，這種極端的情節，即是一般所謂的**通貨緊縮惡性循環** (deflationary spiral)。鑒於通貨緊縮惡性循環將對經濟體系帶來嚴重的殺傷力，因此世人視通貨緊縮為可怕的夢魘。

當面臨通貨緊縮的威脅時，主管當局除了可藉由調降利率及讓貨幣貶值來因應之外¹，仍可利用下列的其他工具來激勵經濟，茲分說明如下：

一、擴張性財政政策

擴張性財政政策 (例如減稅、提高政府支出) 是可以考慮的重要選項。美國及日本的經驗足以說明財政政策的功效。的確，在許多已開發經濟體，當私人部門需求下挫時，自動穩定因子即會開始啟動。譬如，當經濟活動呈現衰退時，救濟金支出將傾向增加，而由薪資及利潤所課徵的稅收則將傾向減少，因此有助於總合需求的提升。處此，並不需要稅負或支出的額外改變。利用**權衡性財政政策** (discretionary fiscal policy) — 例如調降公告的稅率，而非單單仰仗景氣

¹ 此等手段，一般文獻的討論甚多，在此不擬贅述。有興趣者可參閱Yates (2003)。

衰退帶來稅收下跌一亦是選項之一。

但是，調整支出計畫及稅率所獲致的利益（較低的通膨及產出變異），須與其所衍生的成本兩相權衡。再者，財政政策不同於貨幣政策，它並不是透過對單一‘率’的支配，而是面對多種稅目及各種支出型態。由於在行政作業及立法過程上的困難，使得動用財政政策來激勵經濟，變成一項遲緩的工具。不過，即使是被責難為一項遲緩的政策工具，終究也較落入沒有工具的窘境為佳。

二、買入不具流動性的私人部門債券

當利率已降至零時，中央銀行用來激勵經濟之傳統的貨幣市場操作，被認為無法發揮功效。此類操作包括中央銀行買入私人部門的短期債券，並在交易過程中提供現金。惟處在零利率時，可用來交易的資產並不多。不管是現金或具流動性的債券皆無利息，而且都沒有任何的倒帳風險。與先前相較，由於對私人部門而言，此際交易與否並無差異，因此類如這般的零利率場合，使得公開市場操作無法激勵經濟體系的支出。

不過，Goodfriend（2000）認為，只要中央銀行購買那些性質上異於現金之不具流動性的資產，則中央銀行仍可激勵經濟。這些不具流動性的資產，包括不太常被交易的債券，甚或對私人部門的請求權（例如股權或公司債）。類如此種交易，意味著私人部門放棄不具流動性的資產，去易取較具流動性的現金資產，而由於現金具有可直接用來購買財貨與勞務的獨特性，因此私人部門易得現金之後，他們將擁有更多的流動性，所處的際遇亦較以往為佳。據此，可以激勵經濟。一旦中央銀行宣布將正式從事購入不具流動性資產的計畫，這些資產本身將立即變得較具流動性，從而帶來這些資產價格的上升，使得握有這些資產的私人部門情況改善，同時提高需求。較高的支出水準，將帶來較高的預期通膨及較低的實質利率，進一步激勵需求。有利的循環將進行下去，直至到達正常利率政策可再次有效執行為止。

此類政策會帶來若干挑戰：第一、政策有效性存在相當大的不確定性；第二、中央銀行的購買行為須致力使所有資產的流動性皆提高，而不是只有其中的部分

資產；第三、中央銀行將承受較正常的公開市場操作為大的財務風險。

三、課徵現金稅

另一歸功於 Gesell 之方案（稱之為 Gesell money），係對現金餘額課稅。此一手段，即是類如中國唐代所曾採行的「藏錢禁」。類似 Gesell money 的方案，亦曾在1930年代加拿大的亞伯省及澳大利亞被嘗試，惟其並非基於與零利率底限相關的理由。利率之所以無法降至零以下，在於握持現金的成本微不足道。若握持現金沒有成本，投資者將經常偏好現金而不願握持產生負利率的債券，而即使握持現金所帶來方便交易的好處已無關緊要亦然，這是因為現金擁有較債券為佳的零利率。無論如何，若現金餘額被課稅，投資者為了避免支付稅款，即使在負利率之下，也可能去握持債券。此種型的政策本身，對經濟體系將帶來可觀的成本，因為此等政策將嚴重浸蝕現金所帶來便利性的價值。

現金稅的徵收者所面對的最大難題，將是如何說服不具名的現金握持者，誠實申報他們須被課稅的餘額。依 Goodfriend（2000）的提案，課稅的時點可選擇當鈔券重新回到銀行體系之際。若干用來紀錄鈔券在銀行體系外停留時間長短的技術，可以將之嵌入鈔券中。鈔券在銀行體系外流通的時間愈長，其將被懲以更高的稅負。此即意指，流通在外時間較長的舊鈔，其價值將低於新鈔。大眾勢將十分注意其所收受通貨的「使用年限」，據以確保所作成的交易是公平的。這個政策的成本即是額外監控所帶來的負擔。由於貨幣稅傾蝕現金的實質價值，以及鼓勵私人部門為經濟化使用現金餘額而浪費資源，因此貨幣稅違反貨幣政策的原意，而且其所獲致的利益須衡酌這些成本。

四、貨幣移轉

尚有一種曾被提及的政策，那就是去印製更多的貨幣並將之移轉給私人部門。此一策略即是 Friedman and Schwartz（1963）所謂的從直昇機上撒錢（helicopter drops）或降貨幣雨（money rains）。正常的公開市場操作是由中央銀行以現金交換私人部門的債券，據以改變公、私部門的資產組合。但貨幣移轉（money transfers）則單純是印製貨幣並將之無償給予私人部門。那些收到

貨幣移轉者，若貨幣對其是有價值的，則他們將感覺到更富有，而且他們的支出將增加。

這種貨幣移轉型式將面臨許多困難。例如要將貨幣公平分配至廣大民眾，而不引起目前所得及財富的重分配，俾避免加諸經濟體系額外成本，似乎在行政作業上不可行。一個可能的做法是，利用印製貨幣來融通減稅後減少的財源，據以維持政府支出水準於不墜。不過，此種型的政策可能影響貨幣及財政政策的可信度。一種情況是，成功的貨幣移轉可以強化政策的可信度，設若中央銀行藉此得以縮小通膨率的偏離目標。另一情況，這種貨幣融通，傳統上是高度通貨膨脹環境下的特徵，而其背後經常是存在不健全的政府財政；從而，採行此類政策的風險在於，當局可能被懷疑在正常時期亦將從事貨幣融通，而不只是僅有當利率觸及零利率底限時才為之。

其他的觀點則為：若通貨緊縮到來，物價下跌將提高所握持貨幣的實質價值，根本不需要當局去印製任何貨幣。此一所謂的**實質餘額效果**（real balance effect），最早由 Pigou（1943）提出。由於既有的名目貨幣餘額的價值，如以財貨來衡量將提高，因此若干型式的激勵方案係來自這種概念。值得注意的是，實質餘額效果有多大？效果的發揮又有多快？都不是那麼明確；況且，根據 Bean（2002）及 King（1994）所指出，等待通貨緊縮的本身即會帶來緊縮效果。

最後，我們必須強調，通貨緊縮的危害遠超過通貨膨脹，對通貨緊縮過分掉以輕心的態度，可能招致極大的禍害。由於因應通貨緊縮的良方是預防勝於治療，因此積極、強而有力的採取事前防範的措施，的確是確保通貨緊縮不會發生的不二法門²。不過，即使通貨緊縮現象真的發生，政府仍有類如上述所提及的諸多政策措施可以加以運用，惟這當中的部分措施較不為我們所熟悉，因而有若干實際執行層面與明確經濟效果測度的問題。

² Ahearne, A, et al.（2002）及 Bernanke（2002b）即抱持此一論點。

主要參考資料

- Ahearne, A, et al. (2002) , “Preventing Deflation : Lessons from Japan’s Experience in the 1990s,” *International Finance Discussion Papers*, No 729, Board of Governors of the Federal Reserve System, June.
- Bean, C. (2002) , “The MPC and the UK Economy : Should We Fear the D-word,” *Bank of England Quarterly Bulletin*, Winter, pp. 434-84.
- Bernanke, Ben S.(2002a), “On Milton Friedman’s Ninetieth Birthday,” Remarks at the Conference to Honor Milton Friedman, University of Chicago, Nov. 8.
- Bernanke, Ben S.(2002b), “Deflation: Making Sure ‘It’ Doesn’t Happen Here,” Remarks at the National Economists Club, Nov. 20.
- Friedman, Milton and Anna Schwartz, (1963) , *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton : Princeton University Press).
- Goodfriend, M.(2000), “Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.32, No.4, pp.1007-35.
- King, M. A.(1994), “Debt Deflation : Theory and Evidence,” *European Economic Review*.
- Koo, Richard C. (2001) , “The Japanese Economy in Balance Sheet Recession,” *Business Economics*, April, pp. 15-23.
- Pigou, A.(1943), “The Classic Stationary State,” *Economic Journal*, Vol.53, December, pp. 343-51.
- Wicksell, K.(1898), *Interest and Prices*, (London : MacMillan) , 1936 edition, translated by Kahn, R. F..
- Yates, Tony,(2003) “Monetary Policy and the Zero Bound to Nominal Interest Rates,” Bank of England : *Quarterly Bulletin*, Spring, pp. 27-37.