

通貨緊縮：問題與對策

李榮謙*

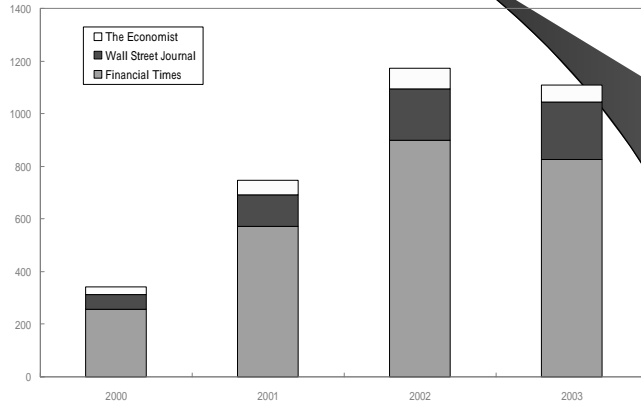
中央銀行
業務局
2003年 7月22日

簡報大綱

- 通貨緊縮的意義
- 通貨緊縮的認定
- 通貨緊縮的起因
- 通貨緊縮的成本
- 通貨緊縮的歷史教訓
- 央行的對策
- 參考資料

一、通貨緊縮的意義

國際主要媒體出現通貨緊縮報導的次數*

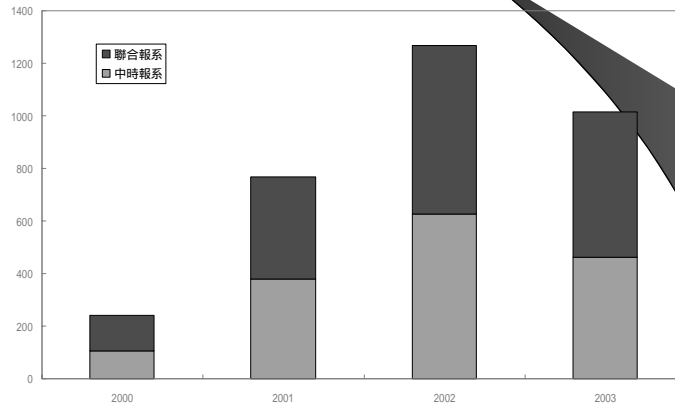


*2003年係截至6月30日止。

3

一、通貨緊縮的意義

國內兩大報系出現通貨緊縮報導的次數*



*2003年係截至6月30日止。

4

一、通貨緊縮的意義

- 一般性物價水準(例如, CPI或核心CPI)於一段期間內呈現持續下跌的現象, 稱之為通貨緊縮(deflation)。
- 如果只是物價上漲率由高往下的走勢, 則稱之為通膨率下跌(disinflation)。
- IMF(1999)曾為分析之便, 認為若一國物價年增率持續兩年呈現負成長, 則可視其總體經濟已落入通貨緊縮之中。

5

一、通貨緊縮的意義

通貨膨脹率的歷史性發展趨勢

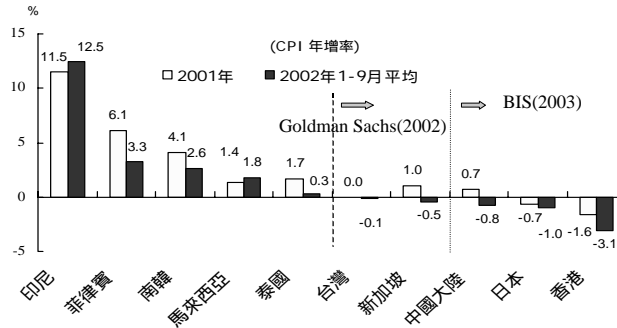
時 間 \ 國 別	1970 年代	1980 年代	1990 年代	2000	2001	2002 ^e
工業化國家	8.3	5.9	2.8	2.4	2.2	1.3
開發中國家	14.7	35.6	34.8	6.5	6.3	5.8
亞洲地區國家	10.9	9.0	8.1	1.8	2.5	2.3

^e預測值。
資料來源：Bank of Thailand (2002)。

6

二、通貨緊縮的認定

亞洲主要經濟體中有通貨緊縮風險者



7

二、通貨緊縮的認定

日本、德國及美國等主要國家皆面臨通貨緊縮風險

日本病的症狀	日本	美國	德國
資產價格下挫的規模	●●	●●	●
企業過度投資	●●	●●	×
通貨緊縮的風險	●●	●	●
龐大的民間部門債務	●●	●●	●●
羸弱的銀行體系	●●	×	●
嚴重的結構僵化	●●	×	●
政治和社會的機能癱瘓	●●	×	●
人口的減少和老化	●●	×	●●

資料來源: The Economist(2002).

8

二、通貨緊縮的認定

通貨緊縮風險指數*

最低 X < 0.2	低 0.2 X 0.3	中 0.3 X 0.5	高 X > 0.5	
澳大利亞	奧地利	義大利	比利時	日本
智利	巴西	南韓	芬蘭	香港
丹麥	加拿大	墨西哥	挪威	台灣
馬來西亞	中國	荷蘭	葡萄牙	德國
紐西蘭	法國	波蘭	新加坡	
俄羅斯	希臘	泰國	瑞典	
南非	印度	英國	瑞士	
西班牙	愛爾蘭	美國		

* 截至2002年底資料所編製：指數業經加權，最大值為1。

資料來源：IMF(2003)。

9

二、通貨緊縮的認定

- Poole(2002)指出，通貨緊縮的認定須關注的是一般性物價長期的發展趨勢，因為一般性物價短期內的波動現象很可能係肇因於偶發事件的影響，亦或僅係統計測量上的偏誤；再者，隨著較長期的資料觀察，此種波動在取平均值之後將被剔平，對於解釋物價長期變化趨勢較不具意義。

10

三、通貨緊縮的起因

- 總合需求大幅下挫
 - 嚴重的景氣衰退
 - 資產價格崩跌
- 總合供給快速擴充
 - 技術創新及生產力提高
 - 國際原物料價格持續疲軟
 - 全球化的發展

11

三、通貨緊縮的起因

- 金融部門的問題
- 負面的預期與信心效果
- 貨幣政策架構及匯率制度的問題
BIS(2003)
- 中國大陸廉價產品的傾銷

12

四、通貨緊縮的成本

- 源自技術進步及流通系統革新而來的是良性物價下跌，因為企業會在降價有利可圖的情況下擴充生產，而消費者及企業股東最終都將受益於因物價走低所帶動的利潤增加。因此，如果生產力、經濟仍持續擴張，則較不需多慮。
- 19世紀末期，美、日、德、法等十國，即拜鐵路、電力之運用，肇致生產力提高，使得物價下跌、經濟持續成長，堪稱良性通貨緊縮（benign deflation）。

13

四、通貨緊縮的成本

- 究諸實際，通貨緊縮鮮少是良性的，因為通貨緊縮會帶來可觀成本：
 - 重分配效果壓抑需求。
 - 工資僵固性，導致競爭力與就業的降低。
 - 名目利率受到零底線的限制；流動性陷阱。
 - 促使授信擔保品價格下挫，損及廠商的償債能力，並對金融中介機能帶來妨礙，肇致其放款能力與意願低落。
- 不惟如此，持續的通貨緊縮將肇致通貨緊縮的惡性循環（deflation spiral）

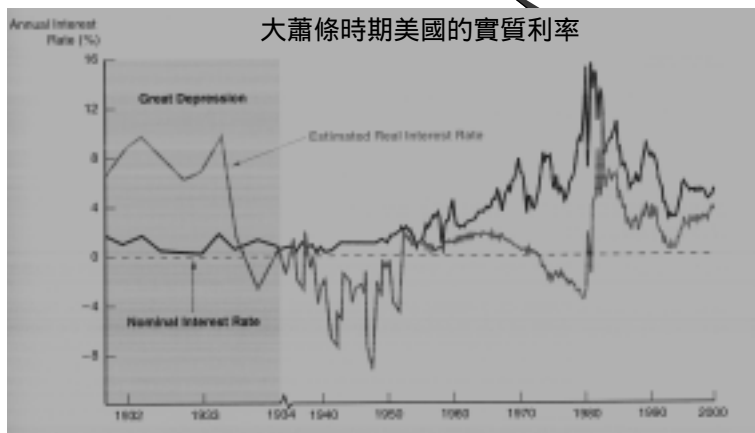
14

五、通貨緊縮的歷史教訓

- 美國在1930年代曾面臨嚴重的經濟大蕭條 (great depression)，事後檢討大都認為當時美國貨幣政策寬鬆的力道不足，加速景氣惡化，之後係拜羅斯福政府採取新政 (New Deal)，大力推動公共支出，始帶動美國景氣擺脫谷底。經驗顯示，貨幣政策的誤判可能肇致嚴重的通貨緊縮，且一旦落入通貨緊縮，貨幣政策的效力明顯不及財政政策。
- Bernanke (2002a) 承認大蕭條的發生是導因於當時美國貨幣政策的錯誤。Bernanke (2002b) 指出，通貨緊縮幾乎都是來自需求面，源自供給面的例子相當罕見，中國大陸勉強可算是。

15

五、通貨緊縮的歷史教訓



資料來源：Mishkin(2001).

16

五、通貨緊縮的歷史教訓

- 日本經驗的教訓
 - 事先預知通貨緊縮極為困難，一旦利率及通膨率趨近零，貨幣政策的調整似應考慮特殊的負面風險，不應只根據基準預測來反應。
 - 1995年第二季日本的希望之窗已關閉，如果之前日本銀行能再將利率多降200個基本點，則通貨緊縮當可避免。與陷入通貨緊縮的成本相較，過度寬鬆所引發的成本相對有限。

17

五、通貨緊縮的歷史教訓

- 日本貨幣政策的影響力在1990年代早期即已式微，而資產價格崩跌所引發之資產負債表的持續惡化，的確削弱了運用貨幣政策提振景氣的效力。
- 財政政策與貨幣政策應相互搭配，避免因側重任一工具而衍生出若干負面效應。1990年代前半期只要日本財政寬鬆措施再適度擴大一些，即足以帶動經濟並避免使通膨率掉入負值。事後證明，通貨緊縮的風險遠超過財政赤字惡化的疑慮。

18

五、通貨緊縮的歷史教訓

●總結

- 通貨緊縮的風險甚於通貨膨脹，寬鬆性貨幣政策寧可過度，待日後再行矯正；政策切忌躊躇不決，終致時不我予。

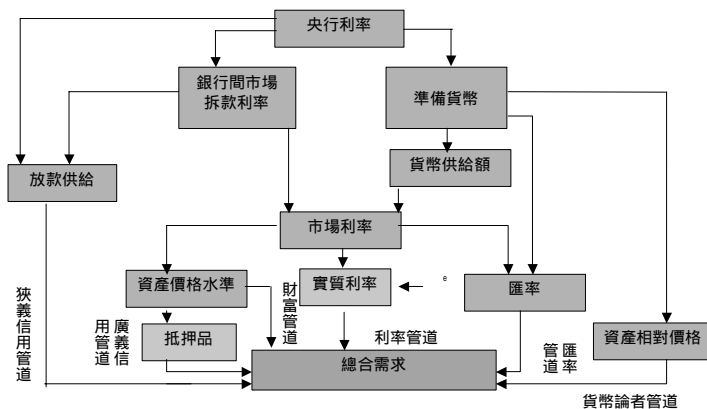
Ahearne et al.(2002)

- 貨幣當局無論是已面臨通貨緊縮，或是雖無通貨緊縮，但欲引導正的通貨膨脹預期，皆應有採取相當積極寬鬆行動的勇氣。

BIS(2003)

19

六、央行的對策

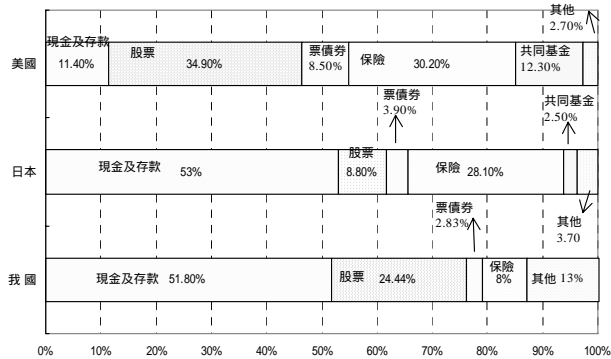


資料來源: Kutter and Mosser(2002).

20

六、央行的對策

美國、日本及我國家計部門的金融性資產配置情形 單位：百分比



資料來源：李榮謙(2003)，*貨幣金融學概論*，初版，智勝文化，5月。

21

六、央行的對策

- 通貨緊縮發生前的對策
 - 採取事前防範行動(preemptive action)
 - Ahearne et al.(2002)、Bernanke(2002b)、IMF(2003)
 - 擬妥明確溝通策略(communication strategy)
 - 訂定通貨膨脹率目標，並預留緩衝區
- 通貨緊縮發生後的對策
 - 定量寬鬆(quantitative easing)
 - Nelson (2002)、BIS(2003)、Smithers(2003)

22

六、央行的對策

- 通貨膨脹目標化政策(inflation targeting)
Krugman(1999)
- 非傳統性手段(unconventional measures)
Bernanke(2002b)、IMF(2003)、Greenspan(2003)
Bank of England(2003)
- 購買長期債券；設定長期債券的利率上限；
擴大央行公開市場操作可購入的資產項目(包
括外國債券)
Bernanke(2002b)、IMF(2003)、Greenspan(2003)
Bank of England(2003)

23

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.
- Bank of England(2003) “Monetary Policy and the Zero Bound to Nominal Interest Rates,” Bank of England : *Quarterly Bulletin*, Spring, pp. 27-37.

24

參考資料

- Bank of Thailand (2002),“ Asia in a Low Inflation Environment: Fact, Origins, and Implications for Policy,” Background Paper for Governors’ Meeting Session on *Deflationary Trend, Is It Real ? How to Cope with It ?*, Dec. 4.
- Bernanke, Ben S.(2002a), “On Milton Friedman’s Ninetieth Birthday,” Remarks at the Conference to Honor Milton Friedman, University of Chicago, Nov. 8.

25

參考資料

- Bernanke, Ben S.(2002b), “Deflation: Making Sure “It” Doesn’t Happen Here,” Remarks at the National Economists Club, Nov. 20.
- BIS (2003), “Experience of Deflation in East Asia,” March 5.
- Goldman Sachs(2002) , “Assessing Deflation Risk in Asia,” *Asia Pacific Economics Analyst*, Nov. 29.
- Greenspan, Alan(2003), *Federal Reserve Board’s Semiannual Monetary Report to the Congress*, Testimony Before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, July 15.

26

參考資料

- IMF (2003), *Deflation : Determinants, Risks, and Policy Options - Findings of an Interdepartmental Task Force*, April 30.
- IMF(1999),“Safeguarding Macroeconomic Stability at Low Inflation,” *World Economic Outlook*, Oct., pp. 92-126.
- Krugman, Paul (1999), “Can Deflation Be Prevented ?”<http://web.mit.edu/Krugman/www/deflator.html>

27

參考資料

- Kutter, Kenneth and P. C. Messer(2002),“The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions,” *FRBNY Economic Policy Review*.
- Mishkin, Frederic S.(2001), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, The Sixth Edition, Chapter 25.
- Nelson (2002), Edward, “Direct Effects of Base Money on Aggregate Demand: Theory and Evidence,”*Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, May, pp. 687-708.

28

參考資料

- Poole, William(2002), “ Flation,” Remarks at the International Mass Retail Association, January 21.
- Smithers, Andrew (2003), “ How Fukui Should Deal with Deflation,” *Central Banking*, May.
- The Economist(2002), “ The Risk of Deflation : Comparing Symptoms ,” Nov. 9th-15th.