

# 區別「通貨緊縮」和「通貨緊縮陷阱」

林文琇 摘譯

本文摘譯自 JP Morgan, Economic & Policy Research, Global Data Watch, October 4, 2002,

"Distinguishing deflation from a deflationary trap"

--物價下跌不是問題。但是，如果財務結構僵固，正常的景氣復甦管道可能受阻。

--美國目前所處的是低通膨及相對物價正進行巨幅調整的環境。但是，企業部門價格掌控能力的喪失，可能使通貨緊縮的風險增高。

\* \* \* \* \*

近來美國通貨膨脹率下降，商品價格滑落，使各界擔憂一九三〇代的通貨緊縮經驗，以及過去十年日本的遭遇是否會在美國重現。

在定義上，一經濟體出現通貨緊縮是指該經濟體物價持續下跌的現象，但其涵義並不明確。就經濟表現而言，物價上漲並不儘

然較物價穩定或是物價下跌有利於經濟成長。以目前全球成長最快的大陸來看，在過去五年，大陸每年的實質 GDP 成長率接近 6%，但它的 GDP 平減指數卻下降了約 10%。

即使是美國，在十九世紀末的三十年裡，其經濟快速成長史無前例，但物價水準平均而言也是呈現下降。

## 一、「通貨緊縮」不同於「通貨緊縮陷阱」

雖然物價滑落不一定會對經濟造成負面影響，但卻有可能干擾經濟復甦的正常運作機能。如果一國的金融市場及勞動市場欠缺彈性並且只適合在物價上揚的環境下運作，則這個國家極有可能墜入「通貨緊縮陷阱」。

--通貨緊縮預期的陷阱

在一個健全的經濟體，物價變動有助於穩定總體經濟。當產出過多及需求不足時，物價下跌可以激勵家計部門增加消費，並促使企業將資源移轉至較高附加價值的生產活動。利率下降也會加速以上調整過程。

但是，如果價格下跌引發人們預期將來價格會更低，則調降價格不僅不能刺激家庭

及企業支出，反而會延後支出，以及累積防禦性的儲蓄。

同樣地，利率下降在正常情況下會激勵和利率相關的支出。但在通貨緊縮陷阱下，名目利率下降的效果可能因物價的降幅更大而遭到抵銷，亦即實質利率其實是上揚的。

#### — 債務陷阱

當通貨緊縮引發名目所得調降時，債務人償還固定利率債務的能力會受到影響。若家庭及企業的償債能力受挫，銀行危機將因

之而起。在一九三〇年代，美國許多家庭無力償還房貸，房屋遭拍賣造成房價下跌。其結果，房貸及其他放款的抵押品價值大幅滑落，銀行的財務狀況出現困境。

#### — 政策陷阱

「零」是利率政策的最大極限。日本央行已陷入政策工具用盡而仍無法激勵經濟、鼓舞信心的泥沼中。當實質聯邦資金利率降至零或甚至更低，美國也會和日本一樣，一旦經濟情況需要大力提振時，卻無計可施。

## 二、企業部門的通貨緊縮和家計部門的通貨膨脹

從美國最近的資料來看，美國經濟尚未面臨通貨緊縮。過去一年，美國消費者物價上漲 1.7%，和過去十年平均 2% 的上漲率相較，並未有通貨緊縮的現象。股價雖然大幅下跌，但是其他資產價格，尤其是房地產價格則仍上揚。

在美國，相對物價水準正進行大幅度的調整。醫療及其他非能源服務業的價格仍以約 3% 的幅度在上漲。食品及能源價格也趨漲。但是，其他商品價格則大多趨降。除了香煙以外，過去一年核心商品的價格下跌了 2%。

然而，企業和家計部門是處在不同的物價環境中。目前趨漲的消費者物價，例如租金、政府提供的醫療、進口食品及能源等，但其收入大都不屬於美國國內企業。和企業收入較相關的物價指數是「非農產之商業價格平減指數」，該指數呈急遽滑落，而較前四季僅上揚 0.4%。若將金融業除外，過去一年企業價格平減指數下降了 0.6%。因此，家計部門面對的是較低但仍然穩定的通貨膨脹，但是，對企業部門而言，過去掌控物價的能力已不復存在。

## 三、家計部門安然於「通貨緊縮陷阱」之外

從消費者物價仍趨漲的現象來看，家計部門並未有「通貨緊縮陷阱」逼近的恐慌，

反之，通貨膨脹的預期心理還仍然存在於家計部門。根據密西根大學的調查，民眾仍預

期約 2.5% 的通貨膨脹率，而且是長、短期的預期均一致。在通膨預期持穩下，對家計部門而言，名目利率下滑造就了超低的實質利率。因此，房貸利率下跌激勵了房屋銷售。同樣地，新車及小卡車在車商大力促銷下其銷售也趨增。

至於通貨緊縮可能引發財務危機，就美國目前的情況來看似相當有限。其主要原因在於，房屋貸款可以輕易地以較低的利率重

新轉貸。家計部門名目所得的成長雖然趨緩，但房貸利率的降幅更大。

最重要的是，即使借款大幅增加，但家計部門的償債負擔仍然持穩。如果考慮過去數年來，房屋自有率大幅提高（即許多人將房租支出改成房貸利息支出），則實際上，償債負擔不僅是持穩而已，並且還接近過去十五年的平均水準。

#### 四、企業部門憂喜互見

物價掌控能力喪失使得企業部門的名目收入成長大幅趨緩。如果企業未能配合削減支出，將可能面臨債務陷阱。不過，就整體而言，目前此一困境尚未出現。因為，較之收入成長減緩，非金融業企業部門的利息淨支出其增幅更小。大多數的企業貸款都是採浮動利率，即或不是浮動利率也可以借新還舊。

再者，產品售價雖然上漲無力，但單位勞動成本的下跌幅度更大。在 2001 年第二季，單位勞動成本上揚 3.5%，但到了 2002 年第二季轉而下跌 2.3%。單位勞動成本下跌的主因有二：企業不輕易僱用人員以及每工時的工資成本調降。因此，儘管產品價格下降，企業仍有能力擴增利潤率並產生現金收入。不僅如此，企業對外部融資的倚賴也劇降。

#### 五、前景陰霾仍在

雖然如此，在物價下跌的環境下，美國企業界仍面臨以下挑戰：

-- 就整體而言，美國企業財務情況雖有改善，但某些個別企業由於在 1990 年代末期過度舉債，可能面臨倒閉，其中通訊及航空業可能較嚴重。

-- 未來單位勞動成本將反轉上揚。企業很難無限制增產而不加僱勞工。再者，近來工資成本下降主要是由於銷售佣金、分紅及員工股票選擇權的減少發放，這些都屬暫時性因素，而實質的基本工資成本仍然趨升。

## 六、接近陷阱的危險訊號

雖然，目前美國經濟尚未掉落通貨緊縮陷阱之中，但是核心物價可能會再進一步下降，且企業掌控物價的能力也可能持續遭到壓縮。在這種情況下，如果出現下列警訊，美國身陷通貨緊縮陷阱的可能性就大為提高了。

### -- 在低利率環境下，償債負擔大幅提高

企業的償債負擔提高會侵蝕獲利率，衝擊企業債信。如果市場上的信用差價（credit spreads）持續且顯著擴大，表示企業債信問題有惡化跡象。

### -- 實質聯邦資金利率及失業率齊升

如果在經濟復甦仍未紮實之前，貨幣當局即允許實質聯邦資金利率大幅回升，則通貨緊縮壓力將增高。

### -- 每工時的名目勞動成本雖成長減緩，但實質成本趨升

當物價漲幅不及工資漲幅的情況持續存在並且差距擴大時，企業的利潤將受到壓縮，企業投資亦將趨於保守。

### -- 長期通貨膨脹率預期大幅下降

如果預期長期通貨膨脹率會持續趨跌，則即使利率降低或耐久商品價格下跌都很難對支出產生激勵作用。

（本文完稿於91年10月，作者林文琇為本行經濟研究處襄理）