

美日財政問題之探討

謝學如*

- | | |
|------------|-----------------|
| 壹、前言 | 參、美日國債高升對其經濟之影響 |
| 貳、美日財政急遽惡化 | 肆、結語 |

摘 要

美國國債數量龐大且在全球融通，此次美國國會有驚無險通過調高債務上限法案，無立即倒債風險，但標準普爾將美國長期債信評等從最高的「AAA」調降一級到「AA+」，喪失最高等級的寶座，為美國史上頭一遭，使全球金融市場陷入些許動盪。但由於美元為國際間重要儲備貨幣，且其流動性高，故目前各國央行仍持續持有美債，尚無市場危機。但在面臨 2012 年總統大選之際，要在國會通過加稅法案有其難度，而增稅又可能加重經濟衰退的機率，經濟成長與財政紀律的平衡，成為一大挑戰。

截至 2010 年底，日本政府負債總額占 GDP 比率高達 220.4%，為已開發國家中最高者，然為大部分以國內借入為主，在國內低利率環境下無立即倒債風險，惟債務負擔持續增加，金融市場可能對日本政府擴大舉債更加警惕，而在市場提高風險貼水、提高公債利率的情況下，將更進一步加重日本未來的債務負擔。

* 作者為經濟研究處科員。本文承蒙洪處長瑞彬、朱副處長麗慧、邱專門委員秀錦，以及匿名審查學者提供諸多寶貴建議，謹此致謝。惟文中如有任何疏漏，當屬筆者之責。

Study on Fiscal Problems in the US and Japan

Shyue-Ru Shieh

Analyst

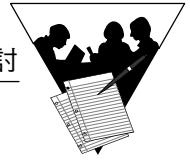
Economic Research Department, CEPD

Abstract

On August 2, 2011, US President Obama signed the Budget Control Act of 2011 into law to increase the debt ceiling. But three days later, credit rating agency Standard & Poor's (S&P) downgraded the US credit rating from AAA to AA+. This was the first time in history that the US government was given a rating below AAA, and triggered a period of volatility in the world's financial markets.

However, because of the US dollar's role as an important international reserve currency, plus its high mobility, central banks around the world have continued to hold US debt, and no market crisis has occurred as yet. But with the 2012 US presidential election pending, it will be difficult for Congress to pass laws increasing taxes. Moreover, increasing taxes would also have a high likelihood of exacerbating the economic slump. In these circumstances, balancing economic growth with fiscal discipline has become a major challenge for the US government.

As of the end of 2010, Japan's general government gross debt to GDP ratio had reached 220.4%, the highest among developed countries. However, since most of the debt is held internally, and domestic interest rates are low, there is no immediate risk of default. But if the debt continues to increase, financial markets may become more wary of the expansion of government borrowing, pushing up the risk premium and interest rates on debt issuance, and thus adding further to Japan's future debt burden.



壹、前言

截至 2010 年底，日本政府負債總額達 1,054 兆日圓(約 13.7 美元)，占 GDP 比率高達 220.4%，為已開發國家中最高者，而 3 月 11 日東日本大地震造成災損高達 16 至 25 兆日圓，災後重建支出及財政穩健之間的平衡為一大挑戰；同年底，美國政府負債總額達 13.7 兆美元，占 GDP 比率亦高達 91%，雖低於日本，但近期國會對於提高舉債上限問題，朝野協商過程一波三折，最終在 8 月 2 日拍案定案，但仍造成全球金融市場些許動盪。

由於全球經濟動能逐漸減退，美日經濟身陷泥沼，在國債高築的情境下，均陷入是否實行財政措施刺激景氣的思維，另一方面，由於美債在全球持有流通，美國財政問題可能造成全球金融性問題。故本文先就美日財政問題做一簡介，以及近期對其經濟的影響，最後進行結語。

貳、美日財政急遽惡化

美、日財政赤字節節高升由來已久，各有其長期結構及制度面的原因，2008 年全球金融風暴，實行大規模的擴張性財政政策挽救經濟衰退，更加速墊高財政赤字數字。此外，受歐債危機影響，經濟成長遲緩，再度侵蝕受到減稅計畫下滑的稅基。

一、美國

(一) 循環性的財政赤字轉變成結構性的赤字

美國財政赤字早在 1960 年代即已存在，除了在 1990 年代後期曾出現財政盈餘之外，大多時候皆仍在控制之中，並沒有引發市場的過度擔憂。一般市場認為，過去的赤字問題主要是伴隨景

氣循環的波動而起，隨著景氣衰退政府支出增加，但在景氣復甦時相應減少，屬循環性的財政赤字。

但進入 21 世紀後，美國財政赤字狀況失去控制，主要事件有三：一為小布希的減稅計畫，二為發動大規模、長期的侵略戰爭，大幅度增加國防預算，三為因應 2008 年全球金融風暴實行大規模的擴張性財政政策，使金融部門的問題被轉化成國家債務問題。由於企業稅賦減少以及振興經濟大幅增加支出，使得稅基與政府支出產生結構性的轉變，導致政府的財政赤字由原本循環性赤字轉為結構性的赤字問題。

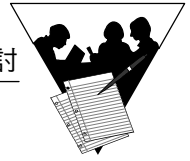
由於財政赤字不斷迅速累積攀升，2009 財政年度美國聯邦財政赤字創下 1.41 兆美元歷史紀錄，2010 財年度達到 1.29 兆美元，預計 2011 財政年度將高達 1.65 兆美元的歷史新高。

(二) 提高債務上限方案雖達成，但過程一波三折

美國立國之初，國會每年都要商議和授權財政部舉債，但 1917 年後因應美國介入第一次世界大戰，國會制定出一套「債務上限」框架。在該架構下，只要美國債務不超過債務上限，財政部有權自行舉債。一旦債務上限不敷應用，須由國會通過特別法令提高上限，再由總統簽字確認。

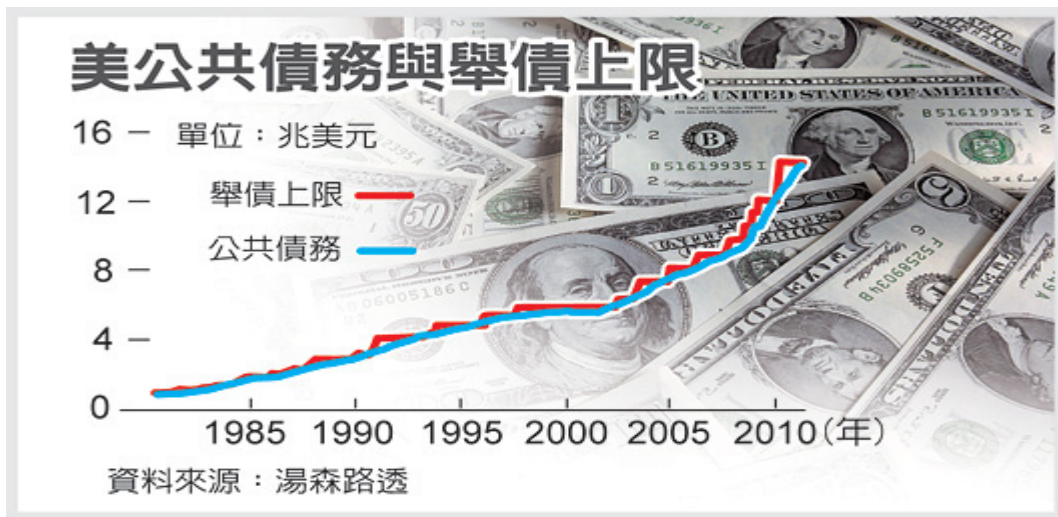
美國公債餘額於 2011 年 5 月 16 日就觸碰到 14.29 兆美元的舉債上限，進入債券停止發行期(Debt Issuance Suspension Period, DISP)。為維持聯邦政府的順利運作，美國財政部尚得以各種緊急特別措施¹維持政府正常運作，若至 8 月 2 日國會無法通過提升債

¹ 包括：從政府的聯邦融資銀行獲得資金、推遲拍賣政府的債券、延緩向政府信託基金注入資金等，讓政府信託基金贖回債券的方式向政府注入資金，使政府獲得現金以維持運作。



務上限，美國政府將無法透過發債的方式籌措財源，美國債信出現史無前例的違約，將是一件十分嚴重的事件。幸而美國國會在朝野兩黨協商下，戲劇性地於 8 月 2 日通過提高舉債上限方案，及時避免債務違約的發生。此次調升債務上限 2.1 兆美元，附加條件為「在未來 10 年削減赤字 2.1 兆至 2.4 兆美元」。

圖 1 美公共債務與舉債上限趨勢圖



美國雖然及時提高債務上限，避免債務違約發生，但美國主權債務違約風險並未消除，美國經濟近期難有太大起色，以及 2012 年美國大選政治角力更形複雜，將使得美國債務問題持續延燒。

(三) 美國經濟成長動能不足，維持財政紀律為一大考驗

美國商務部 7 月 29 日公布 2011 年第 2 季國內生產毛額(GDP) 年增率僅達 1.3%²，低於市場預測 1.8%，主因為消費者支出幾近

² 經季節調整較上季比折成年率。

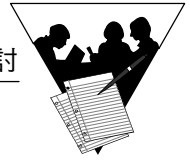
停滯。同時，大幅下修第 1 季 GDP 成長率，由原預估的 1.9% 調降至 0.4%，創下自 2009 年第 2 季以來單季新低。顯示早在國際油價飆漲與東日本大地震打亂全球供應鏈之前，美國經濟成長就已開始減速。另在就業數字方面，美國 7 月失業率由 6 月的 9.2% 下滑到 9.1%，美國失業率已經連續 29 個月超過 8% 以上，創下經濟大蕭條以來高失業率延續時間最長紀錄。雖然，近來美國消費者信心提高，惟在歐債危機陰影下，未來經濟是否持續好轉，仍待觀察。

美國政府的預算支出項目中，醫療補助、退休保障與社會保障三大項目約佔總額的 43%，未來隨著人口逐漸老化，醫療與退休支出將會持續擴大。由於目前失業數字仍高，短期間大幅刪減社會保障制度，將造成社會問題，故降低支出有一定難度。另一方面，由於經濟成長動能不足，要由經濟增長帶動稅收幫助有限，在支出無法大幅調降，唯有透過增加稅收來改善財政，但在面臨 2012 年總統大選之際，要在國會通過加稅法案有其難度，而增稅又可能加重經濟衰退的機率，經濟成長與財政紀律的平衡，成為一大挑戰。

二、日本

(一) 日本政府負債總額占 GDP 比率為已開發國家中最高者

日本 2010 年負債餘額達 1,054 兆日圓(約 13.7 美元)，占 GDP 比率高達 220.4%，為已開發國家中最高者。負債主要源自 1985~1990 年間泡沫經濟崩潰後，為挽救衰退的經濟而採行大規模的財政刺激方案。在 1992 年 8 月至 1993 年 9 月間推出 3 項大型擴張性財政策刺激方案，約占 GDP 的 6%。主要建設支出多在修建道路、橋樑工程等不具立即經濟效益的基礎建設。



日本經濟自 2006 年起因全球經濟強勁成長帶動回溫，財政赤字縮小。惟受 2008 年全球金融風暴影響，2009 年再度陷入衰退，稅收大幅減少，再加上 2 度追加預算實施緊急景氣對策，財政狀況加速惡化。

(二) 東日本大震災重建復興之路，加重財政負擔

2011 年 3 月 11 日發生發生芮氏規模 9.0 級的「東日本大地震」，直接造成的災損為 16 至 25 兆日圓，已高於 1995 年阪神大地震的 9.9 兆日圓，為日本史上最嚴重災害。此次東日本大地震和阪神大地震主要不同點，包括：受災地區範圍較廣、產生核能事故和放射線污染問題、因電力不足而實施輪流停電等，預估重建支出規模將達 16 兆日圓以上，高於阪神大地震的 5.2 兆日圓。

日本政府 2011 年 7 月 29 日正式確定「東日本大地震復興基本方針」，預計 5 年內投入 13 兆日圓做為東日本大地震之重建預算。2011 年度已實行 3 度追加預算，5 月 2 日通過第 1 次追加預算約 4 兆日圓，超過阪神大地震的 3 次追加預算規模；7 月 25 日通過第 2 次追加預算案，金額約為 2 兆日圓；11 月 21 日通過第 3 次追加預算 12.1 兆日圓；12 月 20 日通過第 4 次追加預算 2 兆日圓，破史上最多次編列追加預算案的紀錄。2012 年財政年度預算規模高達 90.3 兆日圓，創最大預算案史上規模，且以發行新債方式籌資 44.2 兆日圓，約占總預算案之 49%，以補稅收之不足，顯示日本財政日漸困頓。

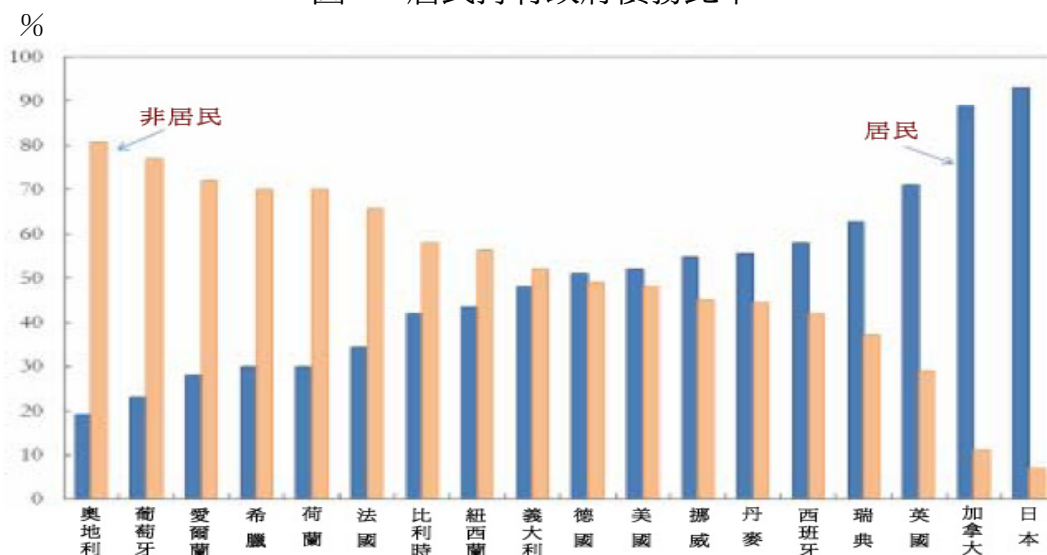
依據日本政府對 2015 年度之財政試算指出，政府為充實各項給付，需要新增加約 4 兆日圓的課稅財源，透過給付制度的提升效率，將可望節省 1 兆 2,000 億日圓，其差額 2.7 兆日圓將運用提高消費率 5 個百分點中的 1 個百分點來支應。日本野田內閣正積

極推動包含調高消費稅率的「社會保障與稅制之整體改革」大綱，2014年4月與2015年10月將稅率高至8%與10%。但國內反彈聲浪高，能否通過政府備受考驗。

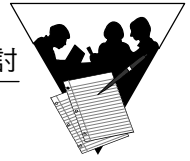
(三) 負債雖高，但尚不致造成問題

IMF 預估，2011、2012 年日本政府負債總額占 GDP 比率將高達 233.2%、236.7%，仍高居全球之首。參酌阪神大地震共發行 9.1 兆日圓之公債，預估東日本大地震或需發行 30 兆日圓規模以上之公債，始克應付災後重建所需。由於震災影響，朝野對立已處於休戰狀況，發行公債的阻力相對降低，惟財政面將更為惡化，不僅存在日本公債評等調降的風險，中長期而言將造成長期利率上升，疊高公債價格暴跌的風險。金融市場可能對日本政府擴大舉債更加警惕，而在市場提高風險貼水、提高公債利率的情況下，將更進一步加重日本未來的債務負擔。

圖 2 居民持有政府債務比率



資料來源：OECD, 2010.



雖然日本政府負債總額占 GDP 比率雖然高居已開發國家之冠，但債務大多以國內借入為主，而目前日本還是零利率時代，可以用較低的成本來融通資金，故目前日本的財政問題並不大。日本企業在 2010 年擁有 200 兆日圓以上的現金或存款，民眾或是企業擁有資產超過 450 兆日圓，而金融機構的放款比率不到七成，仍有非常充裕寬鬆的資金可供借貸，加上日本有超過 90 兆日圓的外匯存底，由此看來，東日本大地震的直接災損，並非日本國力所無法吸收，災後重建之經費籌措問題不大。

參、美日國債高升對其經濟之影響

2001 至 2002 年間，科技泡沫破滅導致全球經濟低迷，日本經濟再次陷入衰退，標準普爾亦曾多次調降日本主權債務評等。縱觀日本發行公債主要仍以國內持有為主，外國投資人比例尚低，在國內家計及企業部門充沛的資金融通下，日本政府發行國債尚不成問題。由於日本經濟未見好轉跡象，且缺乏具體中長期財政計畫，財政赤字恐將於未來數年持續攀高，標準普爾於 2011 年 1 月將日本主權債務評等由 AA 下調至 AA-，展望下調至負向，雖然對日本政府發行國債籌資重建資金影響不大，但因負債金額龐大，展望未來中長期財政重建仍應加速推行。

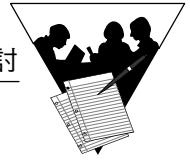
反觀美國雖於 2011 年 8 月 2 日通過債務上限方案，但 8 月 5 日標準普爾將美國長期債信評等從最高的「AAA」調降一級到「AA+」，喪失最高等級的寶座，為美國史上頭一遭。降級理由為美國國會與政府近日所達成之債務上限協議，並未達該公司所認定足以維持美國中期債務之規模，調降評等亦反映出美國國會與政府在面對財政與經濟挑戰時，其政策的有效性、穩定性與可預測性均已弱化。另外，標準普爾並將美國債信展望維持為負面，

表明若兩年內美國縮減鉅額聯邦預算赤字未見成效，還會再調降美國信評。

然而，8月8日惠譽(Fitch)及穆迪(Moody's)兩家信評機構則分別發表聲明，支持美國AAA級的債信評等，指出美國的經濟和財務基本面依然強勁。惠譽公司表示，美國國會已達成提高債務上限的協議，使主權違約風險保持在極低水準，與其AAA級的評級一致；另穆迪公司重申，美國最高級主權債信評等，展望為負面，但美元作為國際主要儲備貨幣的獨特地位，有助於較其餘國家願意持續持有其國債。另外，由於美債具有高度流動性，致外匯存底豐富的亞洲國家成為主要持有債主，其中中國大陸名列第一，其次是日本，台灣名列第6大債主。各國近來已小幅減持美債比重，但對美債仍維持信心，目前美國長期公債價格未見大幅度波動。

肆、結 語

日本因應311東日本大地震積極編列相關預算做為災後重建之用，雖可刺激景氣提升經濟成長，但對於已日漸沈痾的財政問題無疑是雪上加霜，由於日本國債多為國內所持有，且在國內低利率環境下無融通及無法償還的問題，但如財政無法改善，長期其債務負擔必然升高；美國此次有驚無險通過調高債務上限法案，但由於朝野兩大政黨間意見分歧嚴重，短期內要在國會通過加稅法案有其難度，而增稅又可能加重經濟衰退的機率，經濟成長與財政紀律的平衡，成為一大挑戰。



附表 1 阪神、東北大地震之比較

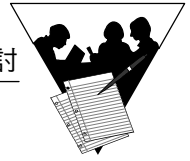
阪神大地震	比較項目	東日本大地震
1995/1/17	發生時間	2011/3/11
芮式 7.3 級	地震規模	芮式 9.0 級
地震	災害類型	複合型災害 (地震+海嘯+核電廠輻射外洩)
集中在神戶市	主要受災地	東北、關東等廣大範圍
近畿地區(約占全日本 16%)	當地經濟規模	東北 6 縣+北關東地區(約占全日本 13%)
大都市、消費地、商業圈	受災地特徵	地方海岸區域、大規模工廠聚集地
9.9 兆日圓	直接損失	16 至 25 兆日圓 (內閣府試算)
7.0 兆日圓	間接損失	11 至 18 兆日圓+ α (依阪神經驗推估+核災影響)
死亡 6,436 人，受傷 2 萬餘人	死亡人數	死亡、失蹤超過 2 萬 7 千人
重工業、服務業、機械產業、流通業	主要受損產業	運輸機械、電子零組件、元件工業、流通業
貿易障礙	對其它地區影響	零件不足限制生產
5 兆 200 億日圓(6 年間)	政府財政支出	16 兆~日圓(評估中)
復甦期(1993 年 10 月~)	景氣狀況	復甦期(2009 年 3 月~)

資料來源：三菱 UFJ 投顧調查部(2011.4)、中華經濟研究院「東日本大地震影響評析報告」第 13 頁(2011.4)。

附表 2 美國與日本總體經濟數據比較

美國							
年	經濟成長率(%)	消費者物價指數變動率(%)	出口變動率(%)	進口變動率(%)	失業率(%)	政府負債總額(十億,美元)	政府負債總額占名目 GDP 比重(%)
2008	-0.3	3.8	-3.8	6.3	5.8	10,234	71.6
2009	-3.5	-0.3	-15.6	-12.0	9.3	11,882	85.2
2010	3.0	1.6	14.8	14.4	9.6	13,707	94.4
2011	1.5	3.0	5.4	7.9	9.1	15,072	100.0
2012	1.8	1.2	0.9	6.1	9.0	16,275	105.0
2013	2.5	0.9	3.8	5.7	8.5	17,419	108.9
2014	3.1	1.1	6.2	5.6	7.8	18,512	111.4
2015	3.4	1.4	7.3	5.5	7.0	19,694	113.2
2016	3.4	1.7	7.9	5.4	6.1	21,060	115.4
日本							
年	經濟成長率(%)	消費者物價指數變動率(%)	出口變動率(%)	進口變動率(%)	失業率(%)	政府負債總額(十億,日圓)	政府負債總額占名目 GDP 比重(%)
2008	-1.2	1.4	0.1	-1.3	4.0	983,528	195.0
2009	-6.3	-1.4	-16.0	-27.6	5.1	1,018,864	216.3
2010	4.0	-0.7	15.3	25.4	5.1	1,054,190	220.0
2011	-0.5	-0.4	7.8	-3.1	4.9	1,094,512	233.1
2012	2.3	-0.5	8.6	6.4	4.8	1,139,313	238.4
2013	2.0	0.0	7.9	7.6	4.6	1,179,045	242.9
2014	2.0	0.3	7.2	7.7	4.4	1,218,503	245.9
2015	1.5	0.6	7.2	7.3	4.3	1,258,795	249.9
2016	1.3	0.8	7.0	7.0	4.2	1,299,737	253.4

資料來源：IMF Data and Statistics, Retrieved on December 1, 2011.



參考文獻

1. 呂慧敏(2011),「東日本大震災與日本經濟再生之路」, 經濟前瞻, 7月。
2. 林佳瑾(2010),「日本失落十年之經驗教訓與探討」, 存款保險資訊季刊, 第 23 卷第 1 期。
3. 林建山(2011),「美國主權下調之意義及影響」, 國際經濟情勢雙週報, 第 1739 期, 9月。
4. 卓惠貞(2011),「IMF 對十四大經濟體財政評估報告」, 國際經濟情勢雙週報, 第 1725 期, 3月。
5. 歐陽承新(2011),「美日歐國債問題之探討」, 國際經濟情勢雙週報, 第 1734 期, 7月。
6. 日本內閣府網站, <http://www.cao.go.jp/>。
7. 日本銀行網站, <http://www.boj.or.jp/>。
8. 日本財務省網站, <http://www.mof.go.jp/>。
9. 美國財政部網站, <http://www.treasury.gov/Pages/default.aspx>。
10. IMF World Economic Outlook (WEO) database ,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/faq.htm>。