

6月27日央行理監事會後
記者會參考資料

台灣經濟需要「安倍三箭」？

李榮謙、高超洋、蔡惠美

102.6.27

近日某些人士主張台灣宜仿日本採行三箭政策。本文擬檢討其可行性。

一、日本採行「安倍三箭」的背景

- (一)過去20年，日本經濟歷經失落20年，且通縮近15年。
- (二)台灣經濟成長率則維持於4%以上，CPI年增率穩定於1%左右。

台灣與日本經濟成長與物價之比較

	經濟成長率(%) (1992-2012)	CPI年增率(%) (1998-2012)
日本	0.85	-0.22
台灣	4.72	1.06

台灣與日本經濟發展情況大不相同！

二、安倍三箭計畫之內容

2012年12月26日安倍首相就任後，為擺脫15年通貨緊縮的困境，並重振日本經濟，提出安倍經濟學的三箭計畫，即**寬鬆貨幣政策**¹、**擴大財政支出**，以及**成長策略（經濟結構改革）**。



*：日語慣稱「增加2倍」，實際為「增加1倍」。

¹ 若依照時間順序，本年1月11日安倍內閣提出以擴大財政支出為目的之「緊急經濟對策」，係安倍經濟學三箭計畫之第一支箭。

(一)第一支箭：日本擬藉量化寬鬆拉低實質利率，解決通縮； 台灣無通縮問題，貨幣政策也較日本寬鬆

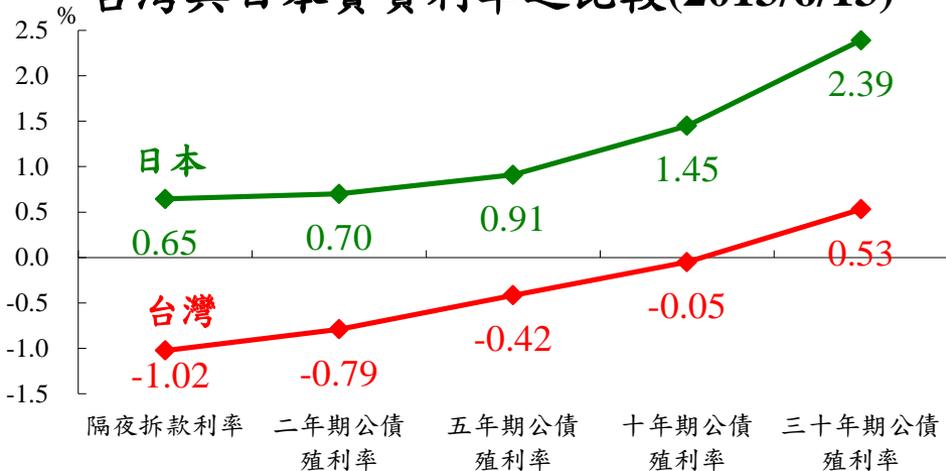
- 1.日本實施量化寬鬆，主因為名目利率已接近零，希望適度拉高預期通膨率，降低實質利率，激勵民間投資、民間消費：

$$\text{實質利率} = (\text{名目利率} - \text{預期通膨率}) \rightarrow \text{民間投資、民間消費}$$

↓ (接近零) ↑ ↑ ↑

- 2.台灣實質利率遠較日本為低。
- 3.台灣銀行業授信穩定成長，異於日本陷入信用緊縮困境；尤其是，台灣對中小企業放款，2009年以來平均年增率**8.38%**，日本則為**-1.65%**。

台灣與日本實質利率之比較(2013/6/13)



台灣與日本銀行業授信年增率之比較

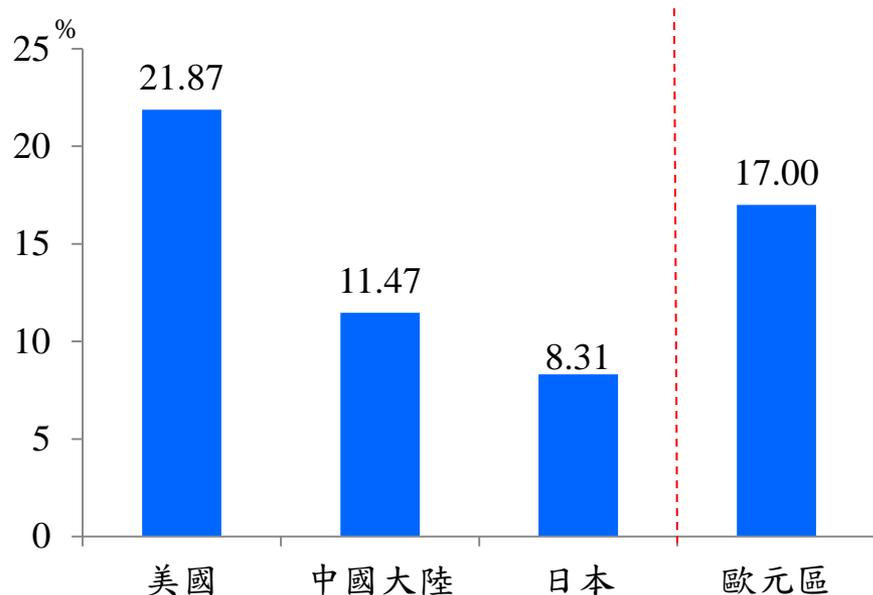


註：實質利率為名目利率扣減CPI，CPI採Global Insight 2013年預測數。
資料來源：Global Insight、Bloomberg、台灣櫃買中心、日本總務省統計局。

註：2009年全球金融危機期間，日本銀行買入大量債券，拉高其授信年增率。
資料來源：中央銀行、日本央行。

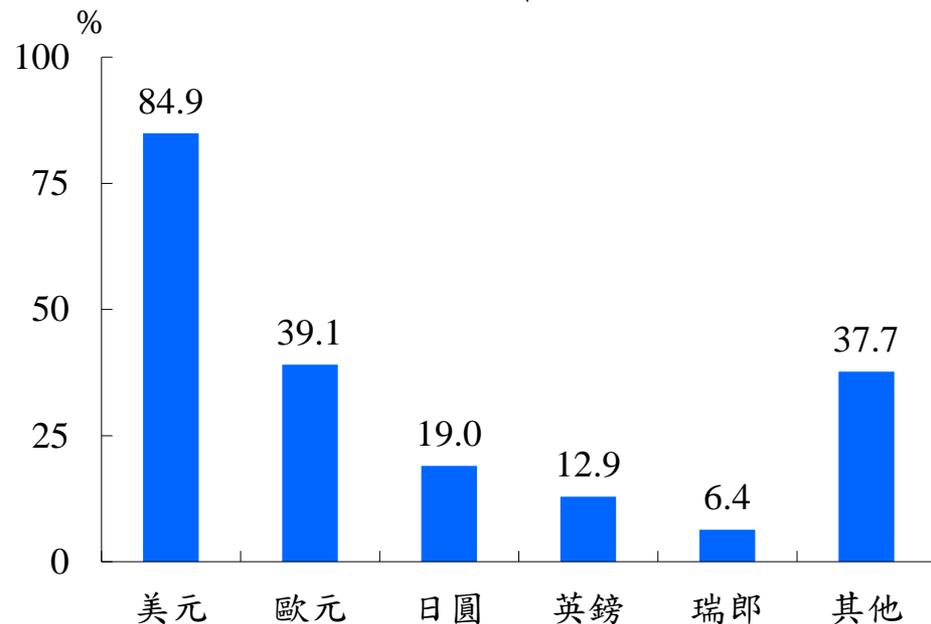
4. 日本為全球第3大經濟體(台灣為第27大)，且日圓為主要國際交易貨幣之一，日本採行大規模量化寬鬆可帶動日圓貶值。台灣則不具備此等條件。

全球三大經濟體GDP占全球GDP比重
2012年



資料來源：Global Insight。

全球外匯交易量幣別比重
2010年



註：本調查3年舉行1次；總計為200%，係因每一種貨幣對應另一種貨幣，均會計算兩次所致。

資料來源：BIS。

(二) **第二支箭：日本公共債務居全球之冠，且無上限；**

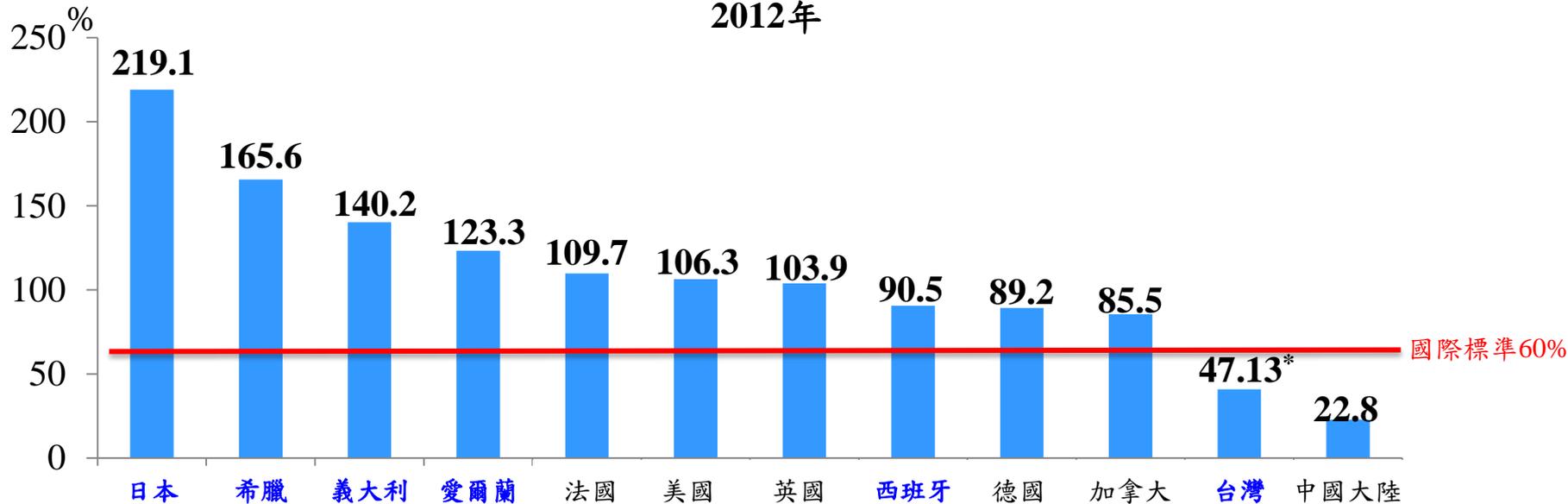
台灣公共債務按國際定義近舉債上限，已無財政空間

1. 債台高築的日本，財政激勵措施恐將危及長期經濟展望與財政可持續性

(1) **日本公共債務**對GDP比率為**219.1%**，遠高於希臘，**居全球第一高**。

(2) 日本政府無舉債上限之規定；如加計第二支箭中的10.3兆日圓的財政支出，本年**日本公共債務**將達GDP的**245%**。

主要國家公共債務對GDP比率
2012年



*台灣係截至2013年4月底資料；此一資料係依國際定義加計未滿1年債務與自償性債務，若未含則為40.8%。

資料來源：OECD；財政部國庫署；主計總處；IMF(2013),"Fiscal Monitor," Apr.

(3)日本政府舉債成本將因殖利率走升而加重，公債投資人恐喪失信心

- 日本公債殖利率每提高0.1個百分點，債務支出成本就會增加1,000億日圓²。
- 目前日本每年的稅收超過50%³用於償付公債本息。公債殖利率一旦走升，政府舉債成本勢將大增。若10年期公債殖利率由目前的0.82%上揚至2.2%，則80%的稅收將需要用來償付債息⁴。
- 雖然日本公債投資人結構中有95%為國內投資人，一旦投資人對日本政府債務的可持續性喪失信心，恐引爆危機。

(4)日本政府以債養債，影響經濟長期展望，並危及財政可持續性

- 日本以債養債的方式非但影響政府施政，且會擴大貧富差距，並使民眾憂心未來的退休金給付，致降低一般民眾的邊際消費傾向。
- 日本公共債務規模頻創新高，投資人會據此要求較高的風險貼水，推升日本企業籌資成本。
- 近期IMF與OECD紛紛對日本公共債務提出警告⁵。IMF表示，日本若未能採取具體措施降低公共債務，將提高殖利率上揚的風險，傷害財政與金融機構的穩定度；OECD則呼籲，日本應立即削減公共債務。

² 日本財務大臣麻生太郎於本年5月16日表示。

³ 2012年台灣的政府債務還本付息占稅收比率為17.07%。

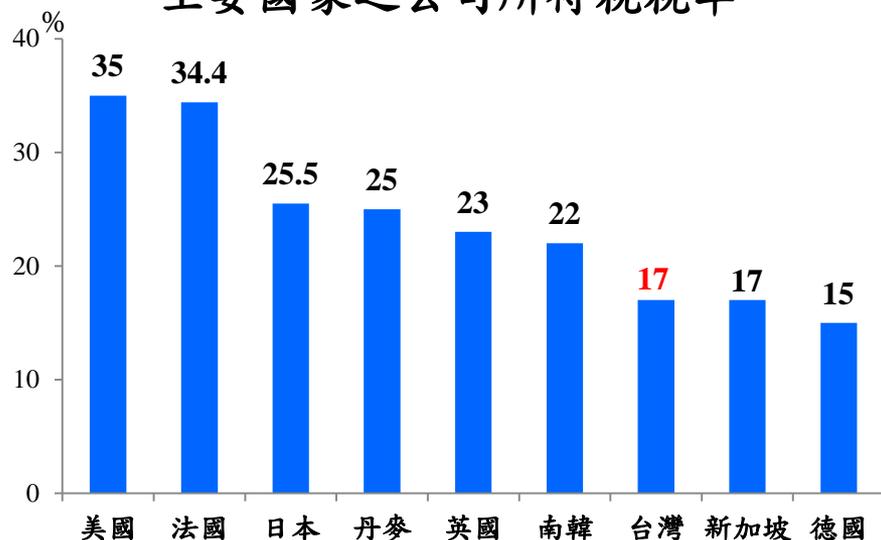
⁴ Mattich, Alan (2013), "Japan's Worrying Probability Tree," *The Wall Street Journal*, June 10.

⁵ IMF (2013), "2013 Article IV Consultation with Japan," *IMF*, May. 31; OECD(2013), "OECD Economic Survey Japan," *OECD*, Apr. 23. ◦

2. 台灣公共債務受舉債上限規範，公共債務如按國際定義，已無財政空間

- (1) 台灣賦稅負擔率僅**12.8%**，居**全球最低**。營所稅稅率僅**17%**，遠低於日本的25.5%。
- (2) 台灣公共債務對前3年GNP平均之比率為41.48%；惟**公共債務如按國際定義**，則對GDP比率已達**47.13%**。
- (3) 如能**合理提高賦稅負擔率**，或在**高度共識下參酌國際標準提高舉債上限**，另採考慮景氣循環的財政法則(Cyclical Adjusted Balance Rules)⁶，**將有助提振景氣**。

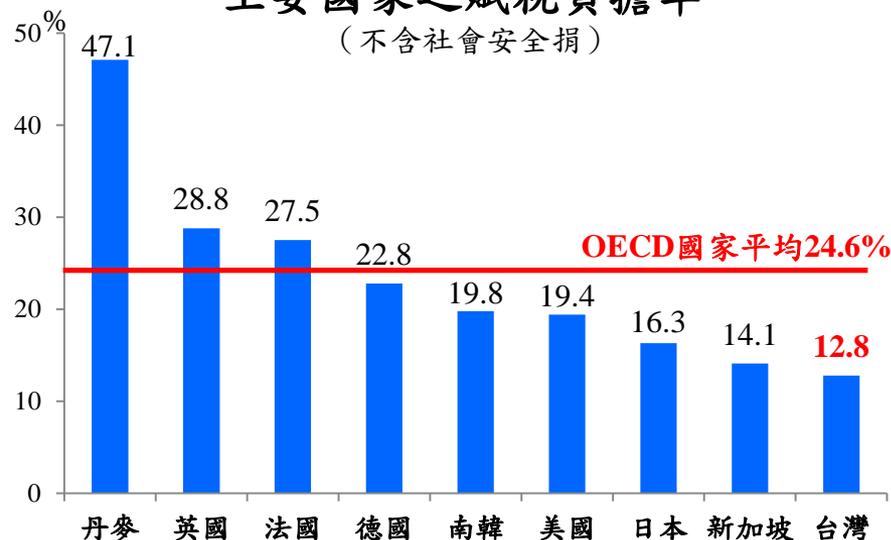
主要國家之公司所得稅稅率*



*係2013年各國公司所得稅(台灣為營利事業所得稅)最高稅率。
資料來源：OECD

主要國家之賦稅負擔率*

(不含社會安全捐)



*除台灣及新加坡係2012年資料外，澳洲、日本、荷蘭係2010年資料，其餘為2011年資料。

資料來源：OECD 及財政部101年財政統計年報(2013年4月初版)

⁶ IMF指出，財政法則應考慮景氣循環，短期可賦予政府逆景氣循環的財政調整空間，惟宜搭配採追求跨循環週期的預算平衡法則；即政府舉債應有逆景氣循環的思維，在景氣不佳時擴大舉債，採行財政激勵措施，而在景氣好時，則削減公共債務，落實財政紀律、健全財政。見IMF(2009), "Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances," Prepared by the Fiscal Affairs Department, Dec. 16.

(三)第三支箭：日本「成長策略」並未聚焦；

台灣更早提出推升經濟方案，惟須積極推動落實

1.日本「成長策略」，旅美日本學者⁷認為：

- (1)第三支箭如打散彈（scattershot）—涵蓋太廣，缺乏聚焦，應提出優先發展項目，並全力落實執行，才能發揮最大效果。
- (2)迴避期待解決之結構性問題，難以帶動永續成長並克服通縮⁸。

2.台灣已啟動推升經濟措施，惟須積極推動、儘速落實

- (1)2012年起，台灣積極推動「經濟動能推升方案」，包含「推動產業多元創新」、「促進輸出市場拓展」、「強化人才培訓」、「促進投資推動建設」及「精進政府效能」等，兼具長期改革與短期措施。
- (2)相較於安倍的「成長策略」，台灣的經濟推升措施涵蓋面甚廣。
- (3)因多為現行措施之延續，或結構改革需時較長，因此民眾不易有感受；政府宜積極推動，儘速落實上述措施。

⁷Stanford 及Chicago大學的日籍教授Takeo Hoshi 及 Anil K. Kashyap指出，安倍首相應提出優先發展項目，全力落實執行，才能發揮最大效果，見Hoshi, Takeo and Anil K. Kashyap(2013), “Mr. Abe's Scattershot Reforms,” *The Wall Street Journal*, June 12.

⁸The Economist (2013), “The Third Arrow of Abenomics,” *The Economist*, June 15.

3.日本的成長策略著重「提振投資」與「促進貿易」，也是台灣的政策重點

(1)日本成長策略的亮點：

- 放寬高度管制產業，以**結合民間力量創造新商機**；
- 加速推動**跨太平洋夥伴協定(TPP)**、FTA等自由貿易協定。

(2)台灣目前聚焦重點：

- 設立「**自由經濟示範區**」；
- 積極加入**區域整合**(如RCEP)；
- 推動PFI⁹，加速引進**民間充裕的超額儲蓄參與公共建設**。

台灣的超額儲蓄

年	81-90	91-100	101
儲蓄率(%)	27.8	29.0	28.2
投資率(%)	24.7	20.8	19.1
超額儲蓄(兆元)	2.5	10.3	1.3

資料來源：主計總處102年5月24日新聞稿附表5。

⁹ PFI (Private Finance Initiative)民間財務主導公共建設：委由民間先投資，特許期間政府分期購買廠商提供之服務。財政部已將「政府購買公共服務型促參計畫作業原則」報院核定中，擬以示範計畫方式推動PFI。內政部已提報「屏東社區型失智多層級照顧設施」作為示範計畫，而長照機構設施、污水下水道都列為可行方向；台北市亦擬規劃公營出租住宅之PFI標案。

三、安倍經濟學已造成日本金融市場動盪不安

- (一) 日本央行於本年4月4日**實施寬鬆貨幣政策**之後，受**通膨預期上揚及股市上漲**等影響，日本公債殖利率開始出現劇烈波動。
- (二) 受**公債殖利率飆升**影響，5月23日日經股價指數收盤重挫1,143.28點(或7.3%)至14,483.98點，創2年來單日最大跌幅，之後持續呈現大幅震盪走勢。

近期日本10年期公債殖利率之走勢



資料來源：Datastream

近期日經股價指數之走勢



資料來源：Datastream

(三)日圓長期高估，安倍上台後日圓一度大貶，近期明顯回升

- 至2012年底，中國大陸及南韓分別購買日本債權證券約2,400億美元及87億美元；**2012年據OECD之估算，日圓高估16%¹⁰，IMF認為高估10%~15%¹¹**。
- 安倍當選自民黨總裁後，在**商品貿易逆差擴大、政府放話干預(talk down)、投機客順勢放空日圓**，以及**利差交易**等情況下，**至本年5月23日，日圓對美元曾貶值25.05%，股價亦上漲75.46%**。
- 5月23日起，**受美國可能縮小QE規模影響**，金融市場動盪，**日圓再度走強，至6月14日計升值10%，股價則下跌18.82%**。
- BoJ總裁**黑田東彥**於本年4月4日宣布擴大量化寬鬆後，日圓雖進一步貶值，股價亦持續攀升；惟**至6月14日止，股匯價均已回到4月初水準**。

安倍當選自民黨總裁 (2012/9/26) 以來				期間變動幅度		
	2012/9/26	2013/5/23 (最高點*)	2013/6/14	當選至最高點	最高點至6/14	全期間
日圓/美元*	77.75	103.74	94.31	-25.05%	10.00%	-17.56%
日經股價指數	8,906.70	15,627.26□	12,686.52	75.46%	-18.82%	42.44%

黑田東彥擴大量化寬鬆 QQE (2013/4/4) 以來				期間變動幅度		
	2013/4/4	2013/5/23 (最高點*)	2013/6/14	QQE至最高點	最高點至6/14	全期間
日圓/美元*	96.34	103.74	94.31	-7.13%	10.00%	2.15%
日經股價指數	12,634.54	15,627.26□	12,686.52	23.69%	-18.82%	0.41%

* 紐約時間 5/22 正午，亞洲時間則為 5/23。(負號代表日圓貶值)

¹⁰ Crane, Agnes (2013), "Japan Comes Dangerously Late to Currency War," *Reuters*, Jan. 7.

¹¹ IMF (2012), "Japan – 2012 Article IV Consultation," *IMF Country Report No.12/208*, Aug. 1.

四、結論與建議

(一) 日本經歷20年經濟停滯與15年長期通縮的困境，而台灣經濟穩定成長，物價平穩，與日本不同。

第一支箭：台灣貨幣政策已相當寬鬆

第二支箭：日本公共債務無上限；台灣公共債務如按國際定義，已無財政空間

第三支箭：台灣更早提出推升經濟措施，進行結構調整

(二) 台灣自2012年起已啟動經濟動能推升方案，涵蓋面甚廣，若能儘速落實，當能提升經濟成長。

附件：QE進場容易，退場難

- 近年來，美國、歐元區、英國及日本皆相繼採行大規模量化寬鬆。
- 主要國家採大規模量化寬鬆，透過外溢效果(spillover effect)對全球股匯價帶來重大影響；尤其美國是全球最大經濟體，美元為最主要國際交易貨幣，美國QE進場的影響相當大。
- 美國QE一旦退場，也將帶來重大衝擊。例如本年5月23日起，因對美國QE將退場疑慮，國際股市全面下挫，原先漲幅高的國家跌幅亦相對較大，如日本及泰國股市，台股跌幅較低。

主要國家股市漲跌幅概況

單位：%

股市 時間	日本	印尼	泰國	美國 道瓊	美國那 斯達克	英國	德國	法國	台灣	新加坡	馬來 西亞	印度	香港	中國 大陸	南韓	俄羅 斯	巴西
2013/5/22 ¹ 與 2012/12/31比較	50.3	20.2	18.1	17.4	16.0	15.4	11.3	10.9	9.1	9.1	5.6	3.5	2.7	1.5	-0.2	-3.7	-7.7
2013/6/19 ² 與 2013/5/22比較	-15.2	-7.7	-11.9	-1.3	-0.6	-7.2	-3.9	-5.2	-4.7	-7.0	-0.6	-4.1	-9.8	-6.9	-5.3	-8.6	-15.1
2013/6/24與 2013/6/19比較	-1.4	-7.8	-5.1	-3.0	-3.6	-5.0	-6.2	-6.3	-3.1	-4.3	-2.0	-3.7	-5.6	-8.4	-4.7	-2.5	-4.0
2013/6/24與 2012/12/31比較	25.7	2.6	-2.0	11.9	10.0	2.2	1.1	-1.2	0.8	-2.9	2.9	-4.6	-12.5	-13.5	-9.9	-12.7	-24.6

註：1. 5月22日Fed主席Bernanke於國會聽證會時表示，若經濟持續改善，將於未來幾次會議中討論寬鬆貨幣政策退場機制。

2. 6月19日Bernanke於FOMC會議後記者會表示，擬於本年下半年開始縮減購債規模，若之後經濟數據與Fed預期相符，則明年年中將結束QE。