

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

參加美國紐約聯邦準備銀行舉辦之
「美國經濟：解讀經濟指標」
研習出國報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：鄭雅蔚/辦事員

派赴國家：美國

出國期間：101 年 10 月 20 日至 10 月 29 日

報告日期：102 年 1 月

目 錄

壹、前言	1
貳、美國重要經濟指標	2
一、國內生產毛額	2
二、個人消費支出與消費者信心指數	2
三、民間投資	6
四、貿易流量	9
五、勞動市場	11
六、物價	12
七、其他重要景氣相關指標	16
參、「財政懸崖」對美國經濟之影響	19
一、「財政懸崖」之規模與影響	19
二、美國於 2012 年底再次觸及國債上限	22
三、美國面臨中長期健全財政之挑戰	24
肆、結語與建議.....	26
參考資料.....	27

參加紐約聯邦準備銀行舉辦之

「美國經濟：解讀經濟指標」研習出國報告書

壹、前言

職奉 准於民國 101 年 10 月 20 日至 10 月 29 日參加美國紐約聯邦準備銀行（Federal Reserve Bank of New York, FRBNY），於紐約舉辦為期 3 日之「美國經濟：解讀經濟指標」（US Economy：Interpreting the Indicators）研習課程。本次參加成員除本行外，尚包括來自其他國家貨幣當局共 35 位學員。

本次課程由 FRBNY、學術機構及民間金融機構之多位資深經濟學家介紹解讀美國經濟指標之方式，內容包括美國各類總體經濟指標之編製方式及意涵，並檢視時間數列資料與景氣循環之關聯性。本課程除了分析目前美國經濟情勢外，亦分析美國主要貿易對手國之經濟情勢，如歐元區、中國大陸及日本等。

本報告共分為四個部分，除前言外，第二部分為美國經濟重要指標之介紹，內容係綜合本次課程重點，就國內生產毛額、消費支出、民間投資、勞動市場、輸出入、物價以及其他景氣相關指標等，選取較重要經濟指標說明其編製方式及意涵。觀察各指標，可看出目前美國經濟已漸復甦，然而 2013 年初可能發生的「財政懸崖」，雖因美國國會於最後時刻通過協議避免墜崖，但美國已於 2012 年底到達債務上限，國會仍需儘速提高債務上限，因此本文第三部分將說明何謂「財政懸崖」及其影響，以及美國所面臨的財政難題。最後則就課程內容與學習心得，提出結語與建議。

貳、美國重要經濟指標

一、國內生產毛額

美國聯邦準備理事會（Federal Reserve Board, FRB）法定任務為促進充分就業及確保物價穩定，而國內生產毛額（Gross Domestic Product, GDP）與上述兩者的關係密切，因此 FRB 相當重視觀察與預測 GDP 成長率之變動。由於 GDP 公布頻率較低，市場與政府決策者需要更即時的資訊以觀測美國經濟，因此分析師亦使用其他具備領先性質的經濟指標預測美國經濟。

美國 GDP 主要由經濟分析局（Bureau of Economic Analysis, BEA）負責編製及發布，每季結束後 1 個月公布上季初估值（advanced estimate），待取得較晚公布之投資、貿易等數據後，BEA 將公布修正數（second estimate）與最終統計數（third estimate），即每季數值共計公布 3 次。

由支出面觀察 GDP 主要構成項目，可分為個人消費支出、民間投資、政府消費暨投資、輸出及輸入；其中個人消費支出約占 GDP 之 7 成，為 GDP 最大的組成項目，而民間投資受景氣影響波動較大，2006 年第 1 季為 17.8%，2009 年第 3 季降至 10.6%，隨著經濟逐漸復甦，2012 年第 3 季已回到 13.2%。

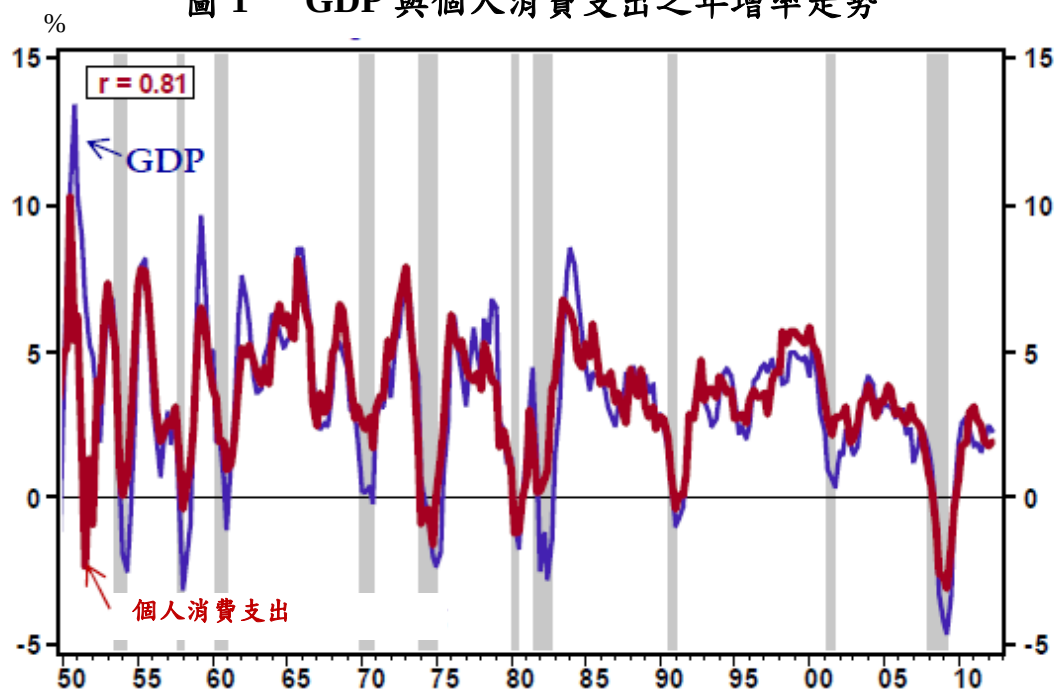
二、個人消費支出與消費者信心指數

（一）個人消費支出

美國個人消費支出占其 GDP 比重超過 7 成，其變動為美國景氣波動主要來源（如圖 1），因此分析師可利用消費支出的月資料修正

GDP 估計數，據此掌握美國經濟走勢。

圖 1 GDP 與個人消費支出之年增率走勢



註：陰影為美國國家經濟研究局（NBER）認定之衰退期間。GDP 與個人消費支出年增率之相關係數為 0.81。

資料來源：BEA。

FRBNY 分析消費資料時，觀察重點為消費支出占 GDP 比重的時間趨勢，及其他相關總體變數與消費支出的關係。下表為各項變數與實質消費支出之相關係數，可看出失業率與消費支出之關聯性最高。

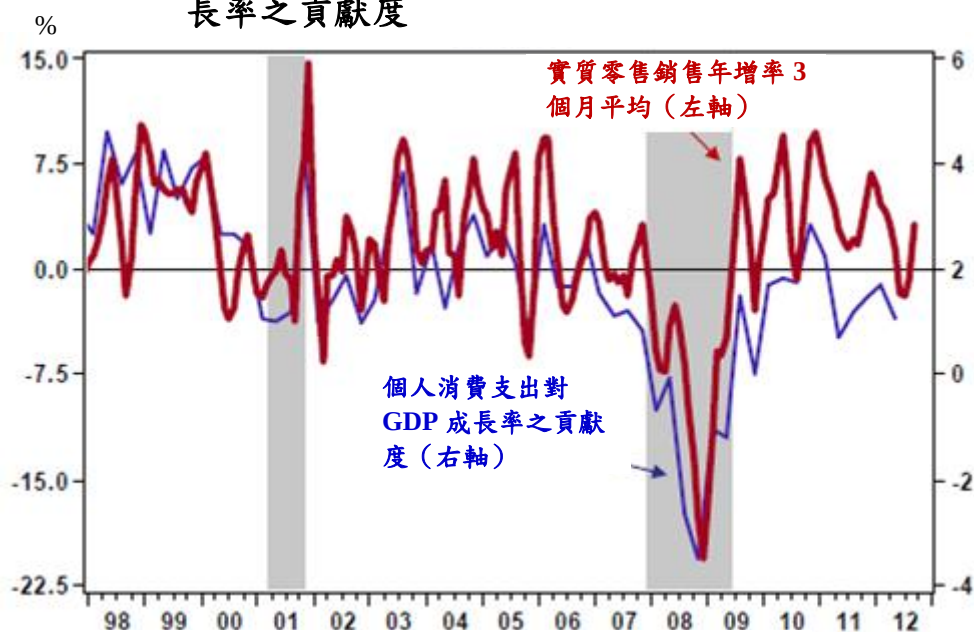
主要指標與實質消費支出之相關係數（1988 年至 2012 年）

失業率（yoy）	-0.73
初領失業救濟金人數變動率（yoy）	-0.60
房價變動率（yoy）	0.63
消費者信貸餘額變動率（yoy）	0.48
每小時平均薪資變動率（yoy）	0.08

在各項指標中，以就業市場指標與民間消費支出之關聯性最高，但根據經驗法則，單一指標難以預測消費支出，因此 FRBNY 通常以多個變數進行預測。例如，可支配所得為影響消費支出的重要變數，

而實質零售銷售（零售銷售除以 CPI）與個人消費支出對 GDP 之貢獻度走勢相當接近（如圖 2）。因此預測消費支出時，分析人員常以工作時數、每小時平均薪資（兩者做為可支配所得的代理變數），以及實質零售銷售預測消費支出動向。

圖 2 實質零售銷售年增率與個人消費支出對 GDP 成長率之貢獻度



註：陰影為 NBER 認定之衰退期間。

資料來源：Haver Analytics。

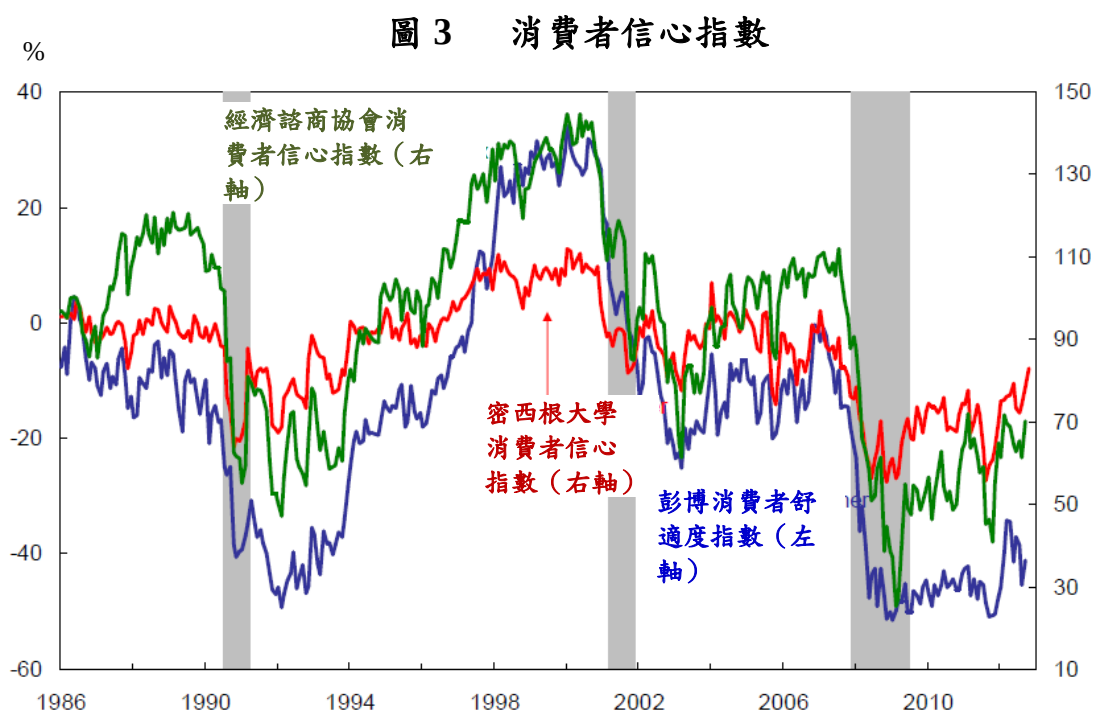
（二）消費者信心指數

透過消費者信心指數，可瞭解消費者對未來消費及景氣之預期，分析師可藉此預測消費支出及經濟情勢之變化。美國消費者信心指數主要有 3 個來源，經濟諮商協會（Conference Board）每月公布之消費者信心指數（Consumer Confidence Index, CCI）、密西根大學（University of Michigan）與路透（Reuters）每 2 週公布之消費者信心指數（Consumer Sentiment Index, CSI），以及彭博（Bloomberg）每週公布之消費者舒適度指數（Bloomberg Consumer Comfort Index）。

其中 CSI 之收集時間較長，因此較受市場重視。

密西根大學研究中心於 1946 年開始進行消費者調查，每月訪問 500 名消費者，問卷中包含個人財務、購買耐久財的情況，及對未來 1 年或 5 年總體經濟環境之預期。根據訪問結果，密西根大學研究中心編製消費者信心指數、消費者預期指數（index of consumer expectation）及現況指數（index of current conditions），其中消費者預期指數為經濟諮商協會編製之綜合領先經濟指標（Composite Index of Leading Economic Indicator）中 10 項組成項目之一。

由圖 3 可看出美國消費者信心指數走勢下降，與 NBER 認定之衰退期間大致一致。自金融海嘯以來，美國消費者信心雖有提高，惟幅度有限。



註：陰影為 NBER 認定之衰退期間。

資料來源：經濟諮商協會、密西根大學及彭博公司。

三、民間投資

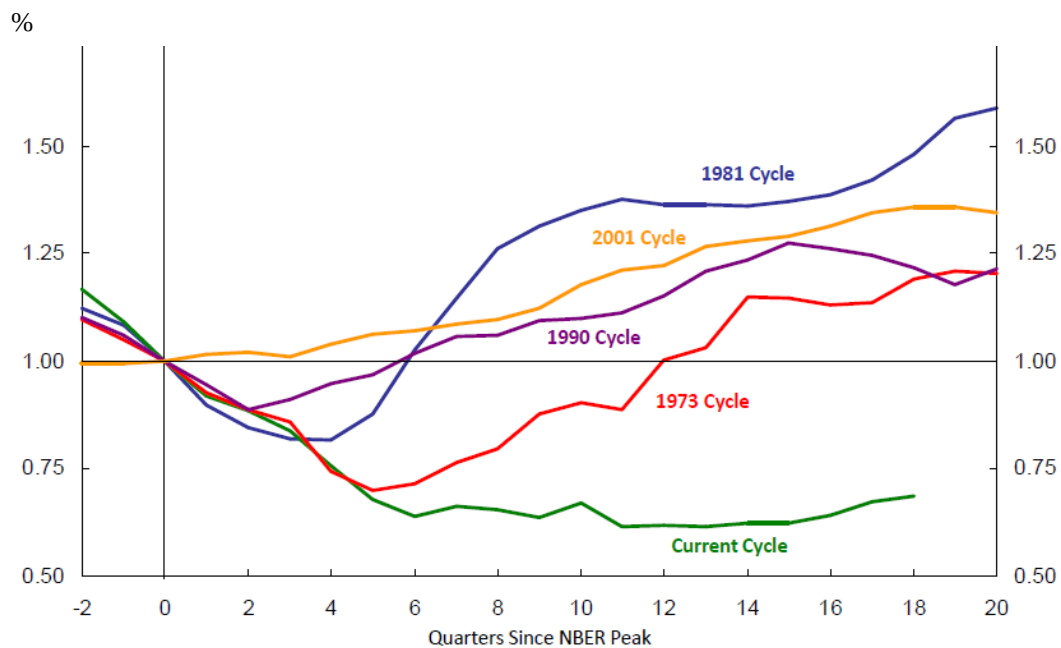
(一) 住宅投資

民間投資可分為固定投資及存貨變動，而固定投資可分為住宅投資及企業投資。美國住宅投資項目分為獨棟住宅建物 (single family structures)、連棟住宅建物 (multi family structures) 及其他建物 (other structures)，根據 2012 年第 2 季資料，獨棟住宅建物占住宅投資之比重達 32.8%。觀察住宅投資有助於預測未來經濟展望，此乃因購屋行為隱含著消費信心提高，因此房地產市場的情勢不僅為建築業資料的領先指標，亦為總體支出的領先指標。住宅投資相關資料中，發布頻率較高者可作為房地產市場指標，包含新屋開工數 (New Residential Construction 或 Housing Starts)、建築許可 (Building Permits)、新屋銷售 (New Residential Sales)、成屋銷售 (Existing Home Sales) 及營建支出 (Construction Spending) 等，其中以新屋開工數及建築許可最為重要。

普查局 (Census Bureau) 在每月前 2 週調查全美各地區建築商，以瞭解各地區新開工的住宅建築及新發出的建築許可數量，而後由 BEA 每月公布。由於美國房地產市場領先其他市場，因此新屋開工數及建築許可最受重視，特別是建築許可的變化領先新屋開工數 1 個月，因此建築許可為美國經濟諮商協會所公布之綜合領先經濟指標中的構成項目。

與前幾次衰退後之復甦相較，此波實質私人住宅投資復甦相對緩慢 (圖 4)。而就新屋開工數看來，美國房地產市場已逐漸回溫 (圖 5)，惟仍未回到金融危機前之水準。

圖 4 實質私人住宅投資

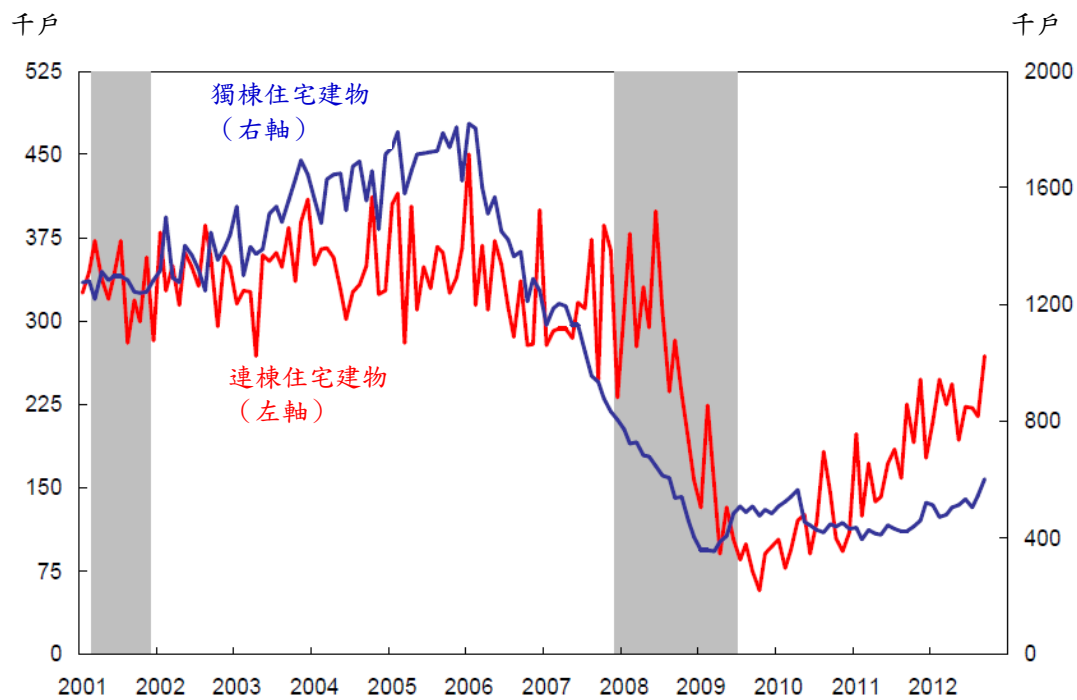


距離 NBER 認定高峰之季數

註：將 NBER 認定高峰之數值標準化為 1。

資料來源：勞動統計局。

圖 5 新屋開工數



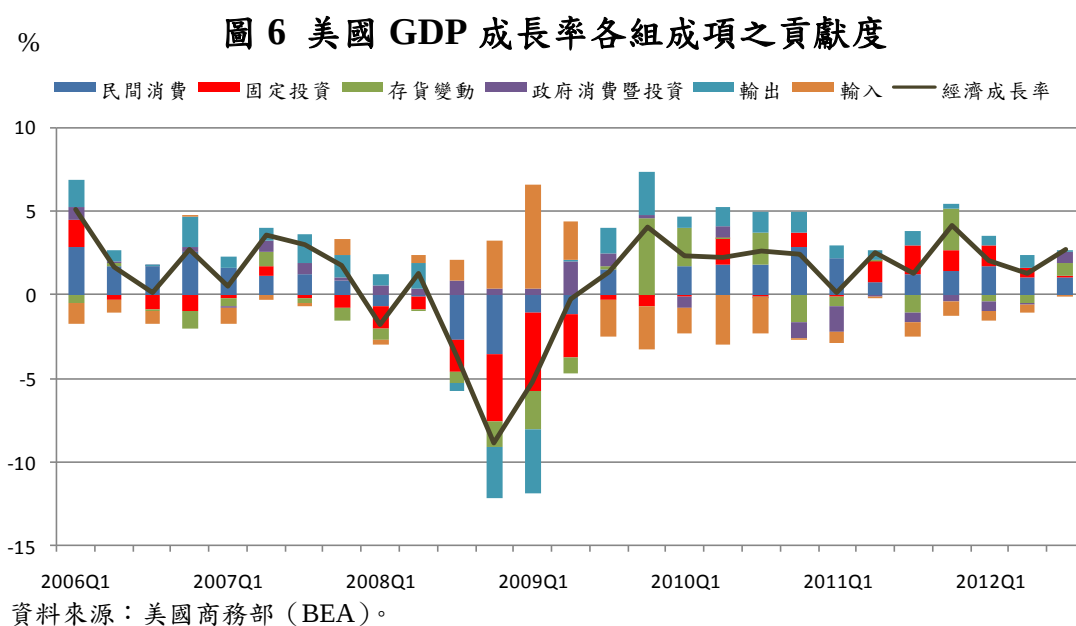
註：陰影為 BER 認定之衰退期間。

資料來源：普查局。

（二）企業投資

企業投資包含建物、企業設備及軟體投資，其中企業設備及軟體投資又可分為資訊處理設備及軟體、工業設備、運輸設備及其他設備。影響企業投資的原因包括，投資誘因、投資需求及資金來源等。投資誘因主要以 BEA 公布之公司利潤表示，根據過去資料顯示公司利潤與固定投資的走勢大致相同；投資需求面的指標為產能成長率，兩者呈正向關係；與資金來源相關的指標為未分配盈餘加折舊，有時美國企業的投資支出可能超出內部資金來源許多，特別在景氣衰退期間。

2008 年至 2009 年景氣衰退期間，美國企業投資大幅下滑。隨著美國經濟逐漸復甦，近期企業投資已逐漸回升，惟美國財政部借款諮詢委員會指出，「財政懸崖」之不確定性已造成企業固定投資趨緩。2012 年第 3 季固定投資對 GDP 成長率之貢獻度，已由第 1 季之 1.18 個百分點下滑至 0.10 個百分點（圖 6），其中非住宅固定投資與上季比年率化之成長率由第 1 季之 7.5% 下滑至第 3 季之 -2.2%，為 2011 年第 1 季以來首度負成長。

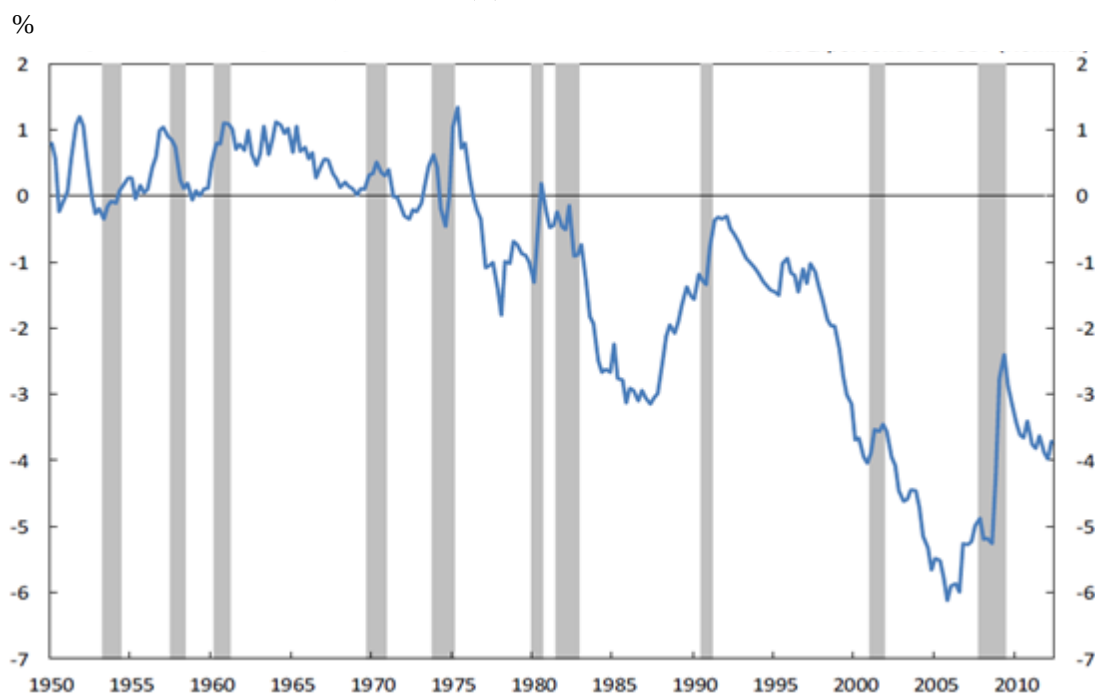


四、貿易流量

（一）淨輸出

淨輸出之定義為輸出減去輸入，為 GDP 之構成項目之一。美國淨輸出自 1980 年代以來均呈現赤字；相較於 2004 年至 2007 年金融海嘯發生前，近幾年赤字略有改善（圖 7）。美國輸出項目中，比重最大為資本財，其次為工業用品及物料；輸入項目中，比重最大亦為資本財，其次為消費品（不含汽車）。

圖 7 淨輸出占 GDP 之比重



註：陰影表示 NBER 認定之衰退期間。

資料來源：普查局。

（二）貿易流量預測

由於淨輸出為 GDP 的構成項目，因此 FRBNY 亦相當關心淨輸出的變動。FRBNY 使用誤差修正模型 (Error Correction Model, ECM)，預測淨輸出對 GDP 成長率之貢獻。輸入(占 2011 年 GDP 比重為 14.5%)

分為非石油進口（10.7%）、石油進口（1.5%）及服務輸入（2.4%），其中以石油進口波動較大，服務輸入相對穩定；輸出（11.8%）分為非農業出口（7.7%）、農業出口（0.6%）及服務輸出（3.5%）。FRBNY 雖然也預測價格及淨所得，但主要關注重點仍是數量。以非農業出口數量及非石油進口數量為例，估計式如下：

$$\begin{aligned}\Delta \ln(X_t) = & \beta_0 + \beta_1 * \Delta FGDP_t + \beta_2 * \Delta FGDP_{t-1} + \beta_3 * \Delta RER_t + \beta_4 \\ & * \Delta RER_{t-1} + \beta_5 * \Delta RER_{t-2} + \beta_6 * \ln(X_{t-1}) + \beta_7 \\ & * \ln(FGDP_{t-1}) + \beta_8 * \ln(RER_{t-1})\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\Delta \ln(M_t) = & \alpha_0 + \alpha_1 * \Delta DD_t + \alpha_2 * \Delta DD_{t-1} + \alpha_3 * \ln(M_{t-1}) + \alpha_7 \\ & * \ln(RP_{t-1}) + \alpha_8 * \ln(DD_{t-1})\end{aligned}$$

其中， X_t 為非農業出口數量，FRBNY 認為影響出口之因素主要為外國 GDP（以貿易夥伴出口權重加權），以 $FGDP_t$ 表示，以及實質貿易加權匯率（貿易加權匯率 * cpi / 貿易加權後之 CPI ），以 RER_t 表示； M_t 為非石油進口數量，FRBNY 認為影響進口之因素主要為美國國內需求，以 DD_t 表示，以及進口價格相對美國商品價格（非石油進口價格 / 核心 CPI ），以 RP_{t-1} 表示。模型中存在返還機制（payback mechanism），當一季數量大幅滑落時，下一季復原速度較快。

下表為 2011 年美國前 5 大進出口貿易夥伴占輸出入之比重，中國大陸占美國輸入之比重近年來快速成長，2011 年高達 24.4%，而日本大幅滑落，2011 年僅占 7.9%，其原因在於日本或其他亞洲供應鏈較上游的國家所生產之高價電子產品，逐漸移轉至中國大陸組裝，因此中國大陸對美出口增加快速，日本等國對美出口大幅下滑。

	占美國 2011 年輸出之比重	占美國 2011 年輸入之比重
加拿大	22.2%	14.0%
墨西哥	15.7%	13.4%
歐元區	15.5%	16.5%
中國大陸	8.3%	24.4%
日本	5.3%	7.9%

FRBNY 使用每月國際收支帳資料，以及各項影響國內外需求之新資訊，更新每月對貿易流量之預測。根據 FRBNY 的估計，由於匯率變化對美國淨輸出的影響相對較小，因此淨輸出未來走向主要視美國主要貿易對手國的復甦速度而定。

五、勞動市場

美國勞工統計局（Bureau of Labor Statistics, BLS）於每月第 1 個星期五公布上月之就業報告。由於就業報告資料公布頻率高且包含多個重要變數，因此極受重視。此外，美國勞工部（United States Department of Labor）每週公布之初領失業救濟金人數，即時性高，亦相當受到重視。

（一）就業報告

就業報告由當前就業調查（Current Employment Statistics, CES）及當前人口調查（Current Population Survey, CPS）2 項調查組成。當前就業調查又稱薪資調查（payroll survey）或機構調查（establishment survey），主要內容為工作職缺數（numbers of jobs）、平均每週工時及薪資等資料；當前人口調查又稱家計調查（household survey），主要

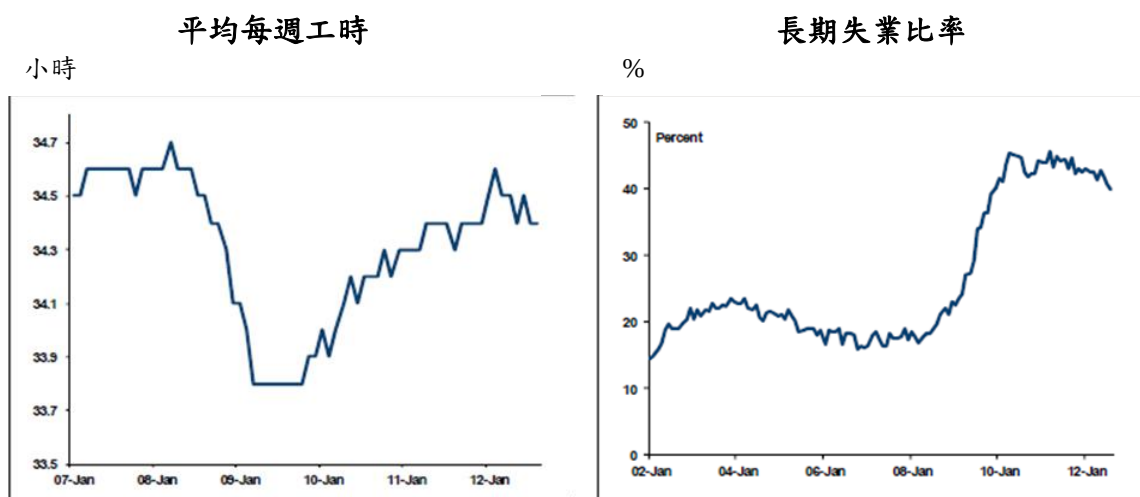
內容為工作人數、勞動力及失業率等資料。

此外，美國勞工部每週四公布初領失業救濟金人數，亦為相當重要的指標，其內容為至上週六為止之 1 週初領失業救濟金人數及連續請領失業救濟金人數。因資料為每週公布，即時性甚高，惟其波動甚大，因此觀察 4 週移動平均可減少其波動性。

（二）美國勞動市場已漸復甦

2008 年金融海嘯發生時，美國平均每週工時大幅下滑，直至 2009 年底開始回升，惟仍未回到金融海嘯發生前之水準（圖 8）。此外，美國長期失業人數（失業期間大於 27 週）占失業人數之比率大幅攀升，美國勞動市場恐面臨結構性失業的問題。

圖 8 平均每週工時及長期失業比率



資料來源：勞動統計局。

六、物價

在美國物價統計中，較重要的指標包括由 BLS 編製之生產者物價指數 (Producer Price Index, PPI)、消費者物價指數 (Consumer Price

Index, CPI)，及由 BEA 編製之個人消費支出價格指數（Personal Consumption Expenditures Price Index，PCEPI）。

（一）PPI 及 CPI 之比較

PPI 衡量國內生產者平均銷售價格的變動，CPI 則關注於消費者購買各項商品及服務之零售價格，PPI 通常於每月結束後第 2 週公布，CPI 則通常於 PPI 公布後 1 至 2 日公布，因此市場分析師常透過 PPI 猜測 CPI 走勢，然而需注意兩者之差異（如下表），例如 PPI 不包含大部分的服務業，而 CPI 中服務約占 6 成，由於服務價格波動較小，因此 PPI 波動幅度通常較 CPI 大。

	PPI	CPI
意義	衡量國內生產者平均銷售價格	衡量消費者所購買的既定商品與服務之零售價格
資料來源	PPI 調查	消費者支出調查
公式	拉氏指數（Laspeyres-type index）	
涵蓋範圍	• 僅考慮於國內生產之原料、中間財及成品的批發價格，因此不含進口品價格 • 由於僅考量批發價格，因此 PPI 不含零售商加價、運輸成本、營業稅、貨物稅及商品服務成本等 • 僅行業別 PPI 中包含部分服務業	• 關注於消費者購買各項商品及服務的零售價格，因此包含進口品價格、運輸成本、營業稅及貨物稅等 • 包含服務價格，但不含出口品價格

（二）CPI 及 PCEPI 之比較

PCEPI 源自於國民所得統計中之「民間消費支出」，反映家計單

位支出之價格，由 BEA 所編製，於每月公布個人所得與支出報告，以及每季公布 GDP 時揭露。PCE 與 CPI 同為衡量消費商品及服務價格之指數，但兩者有相當大的不同，如計算公式、權重及涵蓋範圍等（如下表）。

	PCEPI	CPI
意義	衡量家計單位及非營利機構所購買之商品及服務價格	衡量消費者所購買的既定商品與服務之零售價格
資料來源	BEA 使用 BLS 價格指數及其他資料來源編製	BLS 使用消費者支出調查之資料編製
公式	連鎖費雪指數（chained Fisher Index）	拉氏指數
權重	• 權重來自企業調查	• 權重來自家計單位調查
	• 權重差異最大的項目為醫療及住宅，醫療項目於 PCE 之權重較高，而住宅項目於 CPI 之權重較高	
涵蓋範圍	- 統計在國民所得與產出帳（National Income and Product Accounts, NIPAs）中，個人與非營利機構所購買的商品與服務項目 - 支出組成項目每季改變	- 針對在城市家計單位（Urban Household）使用現金（out of pocket）支付之消費支出 - 一籃消費組合之組成項目固定，每 2 年更新一次
其他差異	• 季節調整方式、價格差異、殘差差異等	

（三）通膨率行為方程式

FRBNY 以擴充的菲力普曲線（augmented Phillips curve）預測通膨率，主要影響因素為前期通膨率、需求面因素、供給面因素及廠商轉嫁成本能力。

1. 前期通膨率：由於民眾對通膨率預測的調整緩慢，以及工資

及價格合約的存在，使得本期通膨率受前期通膨率影響之調整速度緩慢。

2. 需求面因素：當經濟體存在超額需求時，當期通膨率將上升，而超額需求之衡量，可由失業率相對自然失業率或非加速通膨失業率（non-accelerating inflation of unemployment, NAIRU）、實際產出相對潛在產出，或是實際產能利用率相對非加速通膨產能利用率（non-accelerating inflation rate of capacity utilization, NAIRCU）觀之。
3. 供給面因素：通膨率可能因企業成本大幅變動而受影響，稱為「供給面衝擊」（supply shocks），如進口、食品及能源之相對價格變化對經濟體之通膨壓力影響甚大。
4. 廠商轉嫁成本能力：廠商將成本變動轉嫁於消費者之能力，如薪資成本之變動，以通膨率扣除薪資上漲率衡量。

FRBNY 使用之估計式如下：

$$\pi_t = \sum_{i=1}^3 \beta_i \pi_{t-i} + \beta_4 \pi_{t-1}^e + \beta_5 (U^{\text{GAP}})_{t-1} + \beta_6 (\pi^{\text{IMPORT}} - \pi)_{t-1} + \beta_7 (\pi - \Delta w + \lambda^*) + \varepsilon_t.$$

其中， π_{t-i} 為前期通膨率， π_{t-1}^e 為預期通膨率； $(U^{\text{GAP}})_{t-1}$ 為前期失業率缺口，用以捕捉需求面對通膨之影響； $\pi^{\text{IMPORT}} - \pi$ 為前期進口物價通膨率減去通膨率，用以衡量供給面因素對通膨之影響；而 $(\pi - \Delta w + \lambda^*)$ 為通膨減去工資上漲率及其他生產成本變動率，衡量廠商的轉嫁能力。

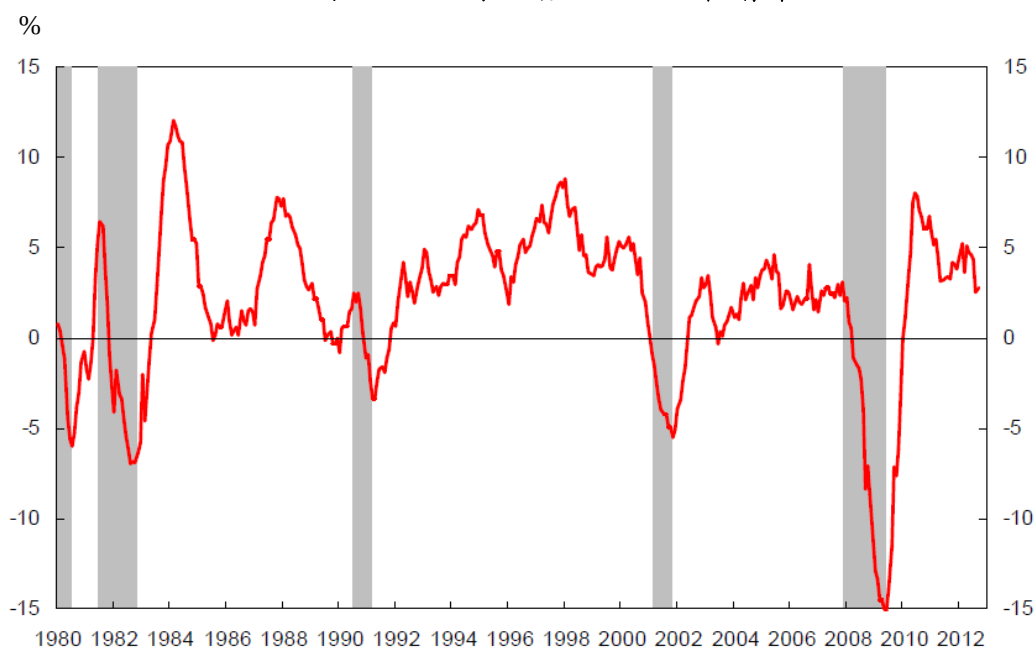
七、其他重要景氣相關指標

除了使用 GDP 判斷一國經濟表現之外，因 GDP 公布頻率較低，且常做修正，因此分析師亦常使用其他公布頻率較高之指標，如工業生產指數等，判斷即時經濟動態。

（一）工業生產指數及產能利用率

工業生產指數之統計始於 1921 年，由 FRB 於每月 15 日左右公布，產能利用率亦同時公布。雖然工業部門占美國 GDP 比重逐漸縮小，然而工業生產仍大致可反映景氣現況（圖 9）。經濟諮商協會編製的同時經濟指數（Coincident Economic Index）中便採用工業生產指數，作為 4 項指標之一。

圖 9 工業生產指數之年增率

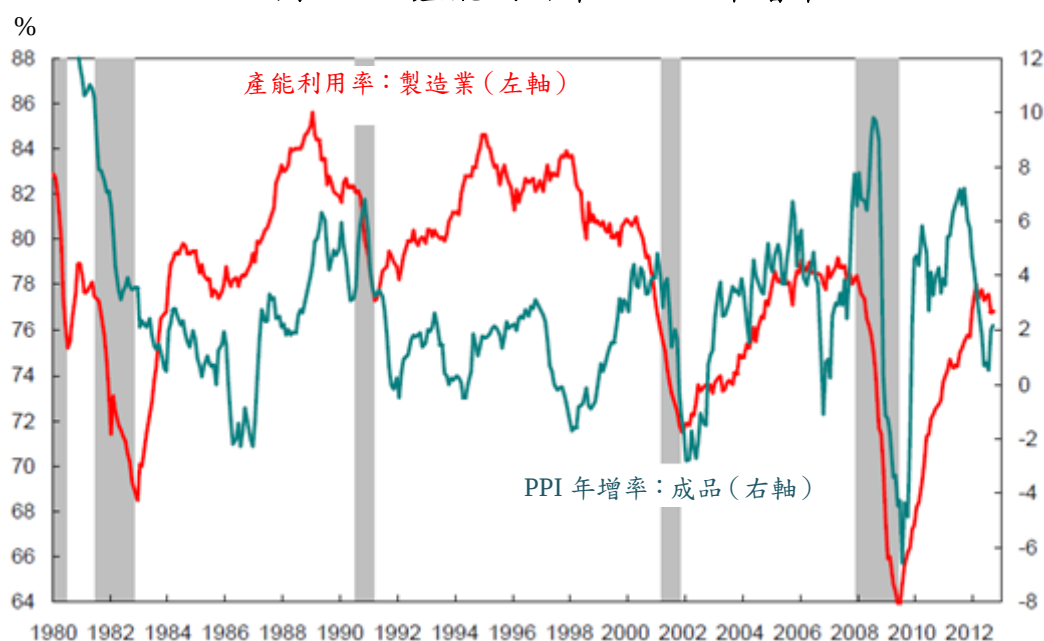


註：陰影為 NBER 認定之衰退期間。

資料來源：FRB。

FRB 根據人口普查局與其他組織提供之數據，預估各產業的產能利用，整體產能利用率為工業產出除以產能指數。產能利用率與通膨走勢相關，當經濟強勁成長且產能利用率高時，通膨壓力恐將增加(圖 10)。

圖 10 產能利用率及 PPI 年增率



註：陰影為 NBER 認定之衰退期間。

資料來源：FRB。

(二) 企業活動調查

企業活動調查的主要來源有二，供應商管理協會(The Institute for Supply Management, ISM)及各地區聯邦準備銀行(Federal Reserve Banks, Fed)，其中以 ISM 調查報告最受重視。ISM 於每月第 1 個工作天公布上月的製造業調查報告，第 3 個工作天公布上月的非製造業調查報告。由於製造業調查報告中公布的採購經理人指數(Purchase Management Index, PMI)，為每月最早公布的經濟指標數據，組成項目亦具有領先特性，因此被視為最重要的製造業指標，可預測景氣強弱。

ISM 對會員進行問卷調查，調查會員對各項目未來情況的看法，是較上月改善、持平或是惡化。製造業調查項目包括：產量、新訂單、雇用情況、供應商交貨速度、存貨、客戶存貨、原物料價格、未完成訂單、新出口訂單及原物料進口，其中前 5 項以相同權重加權計算擴散指數(diffusion index)，計算公式為改善比例加上持平比例的一半，即獲得 PMI。PMI 以 50%作為製造業景氣強弱的分界，高於 50%表示製造業景氣擴張。非製造業之調查項目為企業活動、新訂單、雇用情況、供應商交貨速度、存貨、原物料價格、未完成訂單、新出口訂單、原物料進口及存貨評估，其中前 4 項以相同權重加權計算非製造業指數 (Nonmanufacturing Index, NMI)。

(三) 領先指標

透過領先指標，分析師可捕捉總體經濟活動轉折點 (turning points)。美國經濟諮商協會於生產、就業、貿易及金融等分類下，選取 10 項具備領先性質之經濟指標，編製領先指標指數，每月公布。美國經濟諮商協會選擇之經濟指標包括製造業之消費品與物料新接訂單、供應商出貨、製造業非國防用資本財新接訂單、建築許可、500 檔普通股股價、貨幣供給 (M2)、長短期利差 (10 年期公債利率與聯邦資金利率差距) 及消費者預期指數。若領先指標在最近 6 個月內多為下降、降幅達年率 1~2%，且 5 項以上指標均呈下降，則表示高峰已發生，並據此預測經濟可能將步入衰退。

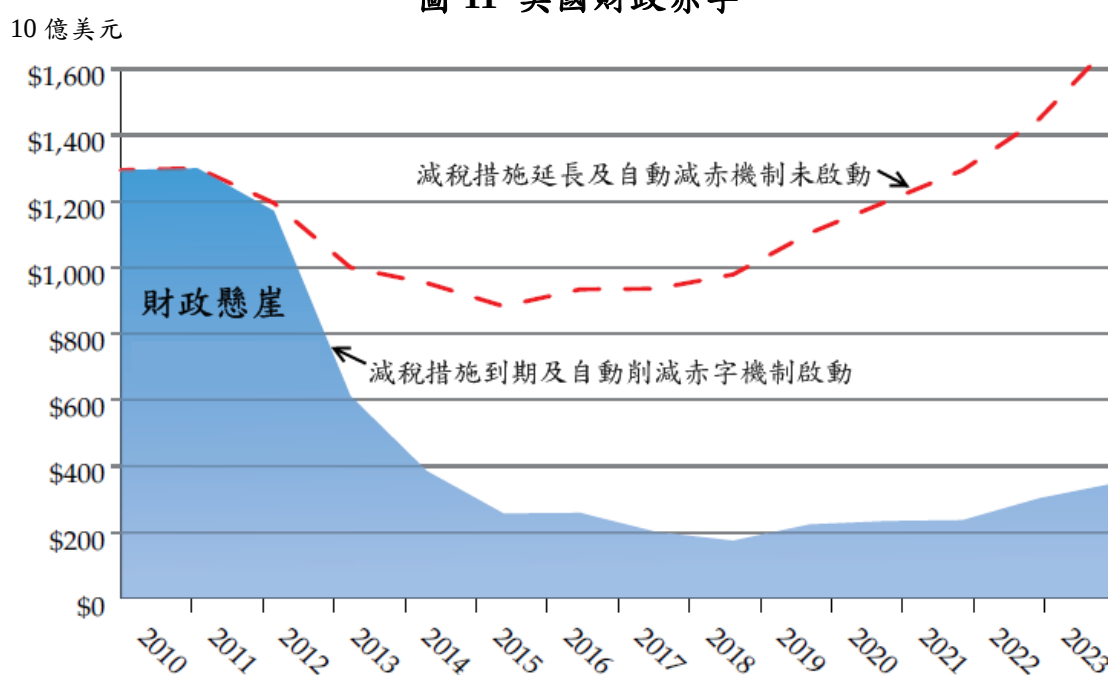
參、「財政懸崖」對美國經濟之影響

自 Fed 於 2012 年 9 月以來，陸續推出第 3 輪、第 4 輪量化寬鬆措施後，美國房市復甦力道增強，就業市場略有改善。然而，2013 年初美國即將面臨「財政懸崖」(fiscal cliff)，其不確定性已使企業暫緩投資、消費者延後消費。若跌落「財政懸崖」，將使 2013 年美國經濟陷入衰退，並非貨幣寬鬆政策可以挽救。此外，美國即將於 2013 年初再度觸及債務上限，兩黨若無法達成共識，即時提高債務上限，恐將使美國信用評等再遭降等。此外，長期而言，美國應削減足夠的財政赤字規模，以避免國債持續累積，危及財政健全與經濟成長。

一、「財政懸崖」之規模與影響

「財政懸崖」一詞最早由美國聯邦準備理事會主席 Bernanke 提出，意指 2012 年底減稅措施到期及 2013 年開始之自動減赤機制啟動，財政赤字曲線將有如懸崖一般陡降（如圖 11）。

圖 11 美國財政赤字



資料來源：聯邦責任預算委員會 (CRFB)

（一） 2013 年美國將面臨約 6,410 億美元之財政赤字縮減

美國國會預算辦公室（CBO）估計，若美國跌落「財政懸崖」，2013 年財政赤字將自 1 兆 1,280 億美元銳減至 6,410 億美元，上半年經濟將陷入衰退，第 4 季經濟成長率為-0.5%，年底失業率將上升至 9.1%（下表）。

財政懸崖之規模及其影響

單位：億美元

約3,930億來自稅收增加

- 2,250億：布希政府時期之減稅、最低稅負（AMT）等優惠到期
- 650億：中產階級稅負優惠及企業研發抵稅等其他經常性優惠到期
- 850億：薪資稅（payroll tax）減稅到期
- 180億：合理醫療費用法案（Affordable Care Act）稅負優惠到期

約980億來自支出減少

- 340億：緊急失業保險救助到期
- 540億：自動刪減赤字機制¹
- 100億：聯邦醫療保險費用補助（Medicare payment）到期

約1,050億為上述項目以外之其他稅收增加或支出減少

2013年預測數	基本情境 ² （發生財政懸崖）	替代情境 ³ （避開財政懸崖）
經濟成長率	-0.5%（Q4/Q4）	1.7%
失業率	9.1%（年底數）	8.0%
政府債務相對 GDP 比率	76.1%	78.6%
財政赤字規模	6,410億美元	10,370億美元

- 註： 1. 預算控制法（Budget Control Act）規定，若國會無法通過 10 年內減赤 1.2 兆美元以上之方案，則將自 2013 年啟動自動刪減赤字機制，10 年內刪減 1.2 兆美元。
2. 基本情境為各項減稅優惠均到期不再延長，且自動減赤機制啟動。
3. 替代情境為薪資稅減稅不再延長，布希政府時期之減稅、最低稅負等優惠皆延長，且自動減赤機制未啟動。

（二）民主黨傾向對富人加稅，共和黨則主張刪減醫療保險支出

民主、共和兩黨之歧異主要在於是否對高所得者增稅，及醫療保險支出刪減幅度。民主黨傾向於增加稅收，特別是對富人加稅，以平衡財政。共和黨則傾向於不加稅，以刺激經濟成長，並以刪減聯邦醫療保險支出平衡財政。此外，共和黨傾向於將國債上限問題同時列入協商議題，民主黨則希望總統擁有提高上限的權力。

（三）「財政懸崖」暫時有解

美國參議院終於在 2013 年 1 月 1 日以 89 票比 8 票批准一項避免跌落「財政懸崖」之協議（下表），而後交付眾議院以 257 票比 167 票通過此項協議。然而，各界認為協議中未涉及債務上限、調整聯邦政府支出及稅法改革等重大決策，未來民主、共和兩黨仍需就這些議題進行協商。

單位：美元

美國「財政懸崖」解決方案	
自動減赤	將未來 10 年減赤 1.2 兆之自動減赤機制(2013 年削減 1,100 億)啟動時間延後 2 個月，此期間以撙節 240 億預算暫代
稅率上調	- 未來 10 年將對富人進行一系列增稅措施，以籌措 6,000 億稅收 - 個人年收入低於 40 萬或家庭年收入低於 45 萬者，稅率永久降低 - 年收入高於上述水準者，稅率將由 35%上調至 39.6%，且資本利得與股利稅率由 15%恢復至 20% - 個人遺產逾 500 萬或家庭遺產逾 1,000 萬者，超額部分稅率由 35%升至 40% - 個人年收入逾 25 萬或家庭逾 30 萬者，設扣除額上限 - 最低稅負額（alternative minimum tax）永久依照通膨調整
延長部分	扶養子女抵稅政策、學費抵稅政策及低收入所得稅退稅政策延

減稅優惠	長 5 年 • 企業研發抵稅政策、風力生產抵稅政策延長至 2013 年底，50% 額外折舊延長 1 年
失業救濟	• 延長涉及 200 萬人之失業保險救濟金 1 年
醫療保險	• 維持聯邦醫療保險費用補助
農業法案	• 農業法案暫時延長至 2013 年 9 月，以避免農牧產品大幅漲價

二、美國於 2012 年底再次觸及國債上限

(一) 財政部採取非常措施爭取時間

美國財政部長 Geithner 於 2012 年 12 月 26 日致函國會，美國聯邦政府債務即將於 12 月 31 日觸及法定舉債上限 16.4 兆美元。財政部表示將採行非常措施（見下表），釋出約 2,000 億美元的空間（即撙節約 2,000 億美元），避免違反舉債上限，惟此舉最多僅能爭取 2 個月時間。此外，由於稅負及支出政策協商之不確定性過高，無法確定這些非常措施可持續多久，且恐因稅負政策不明而延後即將到來的報稅季。

美國財政部延遲觸及舉債上限之方法

- **暫停發行州與地方政府債券**（State and Local Government Series Treasury securities, SLGS），過去平均每月發行 40 至 170 億美元。
- 一旦觸及債務上限，財政部將宣告「債券停止發行期間」（Debt Issuance Suspension Period）
 - 2 個月的「債券停止發行期間」，約可撙節 120 億美元。
 - 當「債券停止發行期間」宣告後，12 月 31 日可採行一次性措施，包括贖回及停止公民服務退休與殘障基金（Civil Service Retirement and Disability Fund, CSRDF）及郵政管理局退休健康福利基金（Postal Service Retiree Health Benefits Fund, PSRHBFF）之再投資，將可分別撙節 160 億美元及 10 億美元。
- **暫停聯邦雇員退休儲蓄計畫**（Federal Employees' Retirement System Thrift Savings Plan）下的**政府公債投資基金**（Government Securities Investment Fund, G Fund）之每日再投資，約可撙節 1,560 億美元。
- **暫停外匯穩定基金**（Exchange Stabilization Fund, ESF）之每日再投資，約可撙節 230 億美元。

資料來源：U.S. Department of the Treasury (2012), "Secretary Geithner Sends Debt Limit Letter to Congress," December 26.

（二）避免「財政懸崖」協議未提高舉債上限

2013 年 1 月 1 日達成之避免「財政懸崖」協議雖暫解燃眉之急，將自動減赤機制啟動時間延後 2 個月，惟仍未調高聯邦政府舉債上限，且財政部延遲觸及舉債上限的非常措施僅能支撐至 2013 年 2 月底，因此美國國會仍需儘速就債務上限達成協議，以免重演 2011 年夏天兩黨僵持不下，致美國面臨債務違約的局面。此外，支應政府臨時預算的短期措施，即將於 3 月底到期，若國會無法通過解決方案，將使部分機關無法運作。

（三）刪減支出不足恐難平衡財政

根據 CBO 的估計，此避免「財政懸崖」之法案，將使 2013 年美國財政收入減少 2,800 億美元，支出增加 500 億美元，導致財政赤字增加 3,300 億美元至 9,710 億美元。由於該法案中永久降低個人年收入低於 40 萬或家庭年收入低於 45 萬者之稅率，因此近 99% 的納稅人仍適用小布希總統時代以來的低稅率，且法案中僅刪減 6,000 億美元支出，並未將美國財政調整至可持續的狀態。CBO 認為若財政狀況持續難以為繼，將會嚴重限制未來 10 年後期的經濟成長，阻礙稅收成長，並導致支出增加，估計將使未來 10 年美國政府債務增加約 4 兆美元。

三、美國面臨中長期健全財政之挑戰

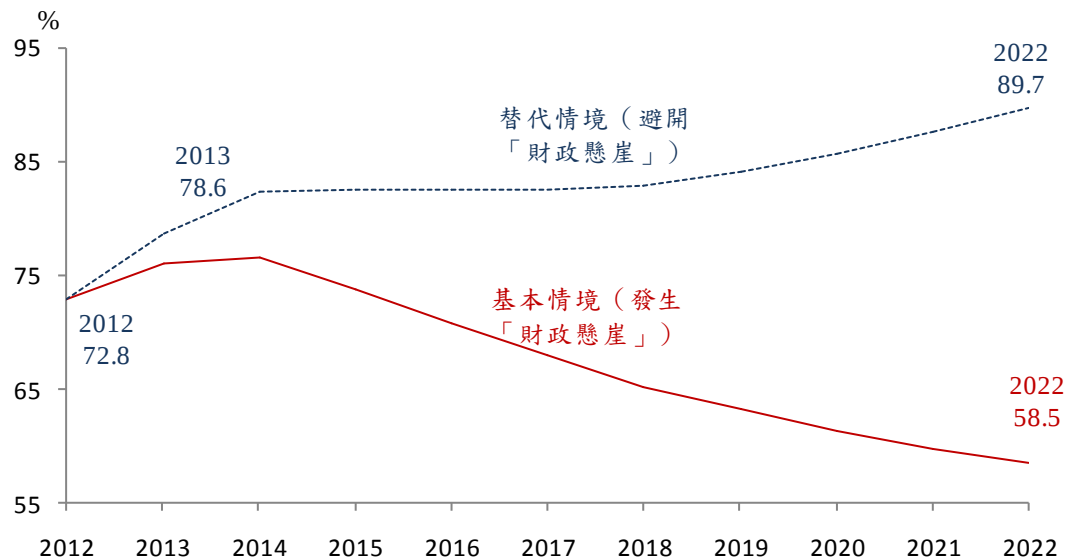
美國面臨嚴重債務問題，政府債務相對 GDP 比率已超過 70%，為 1950 年代以來最高，且現今政策持續地擴張政府債務，終將無法支撐。中長期而言，美國需削減財政赤字，以避免國債持續累積，危及財政健全與經濟成長。

（一）美國中長期應建立可信的財政健全計畫

CBO 於 2012 年 8 月估計，若發生「財政懸崖」，2013 年上半年美國經濟雖將陷入衰退，惟之後美國經濟將加速成長，勞動市場改善，產出逐漸回到潛在水準，至 2018 年失業率將降至 5.5%，政府債務相對 GDP 比率可於 2022 年降至 58.5%。反之，若美國政府維持目前政策，亦即大多數減稅優惠無限期持續，以及自動減赤機制未啟動（亦即避開「財政懸崖」），雖可增強短期美國經濟成長動力，但長期而言，美國經濟將無法回到潛在水準，並維持較高的失業率，2022 年政府

債務相對 GDP 比率增至近 90%，很可能因而發生財政危機，衝擊美國經濟（圖 12）。

圖 12 美國政府債務相對 GDP 之比率



資料來源：CBO (2012a)。

(二) 健全財政需大量刪減支出及增稅

CBO 曾於 2012 年 11 月估計，美國若欲健全財政，各項收支應調整之幅度。結果顯示，削減足夠規模的財政赤字，甚或僅維持目前政府債務相對 GDP 之比率，都將是項艱鉅任務，例如：

(1) 欲於 2020 年達預算平衡，需較上述之替代情境政策多削減 1 兆美元赤字；

(2) 欲於 2020 年底維持目前政府債務相對 GDP 比率(約為 75%)，則需較替代情境中之政策多削減 5,000 億美元之赤字。

假設 2020 年美國欲減赤 7,500 億美元，若以收支單一項目達成目標，則各項目應改變幅度如下。

收支項目	2020 年總規模	變動幅度
社會福利與主要保健計畫	2.6 兆	刪減約 3 成
非社會福利支出（含國防）	2 兆	刪減約 4 成
稅收	4.2 兆	增加近 2 成

顯然試圖以單一項目達成減赤目標，將大幅改變政策，對社會造成衝擊。因此需以複合性的政策規劃才能達成減赤目標，又不至造成大幅變動，例如同時刪減 14% 的社會福利與主要保健計畫，且增稅 9%，即可達成減赤 7,500 億之目標。

肆、結語與建議

美國是我國對外出口之主要國家，了解美國經濟情勢變動對我國而言，相當重要。本次課程主要為學習美國主要總體經濟指標的編製方式及發布程序，檢視各指標之意涵，及利用總體經濟資料解讀並預測美國經濟。FRBNY 相當重視觀察與預測 GDP 成長率之變動，但由於 GDP 公布頻率較低，分析時需要使用其他經濟指標以捕捉更即時的資訊，例如採購經理人指數、消費者信心指數及新屋開工數等，皆為具代表性的領先指標。

由房地產市場的重要指標，如新屋開工數等，可看出美國房地產市場已逐步復甦；勞動市場方面，2012 年平均每月約新增 15 萬個就業機會，雖無法表示經濟強勁復甦，但應足以讓失業率穩定下降，顯示就業市場逐漸改善。各項指標顯示美國經濟逐漸自金融海嘯之衝擊復甦，然而 2012 年底美國面臨「財政懸崖」的威脅，最後國會雖通過協議避免跌落懸崖，但因刪減支出不足，無法改善財政赤字，降低債務的累積，過高的政府債務終將難以為繼，且將傷害長期經濟成長，美國如何解決財政問題，將是未來觀察重點。

本次課程講師經驗豐富，授課內容充實，參與此課程可增進蒐集他國經濟資訊的能力，以及學習透過經濟指標研判經濟金融情勢發展，且本次課程有大型金融機構(如德意志銀行)講師分析全球經濟現況，有益學員掌握未來經濟脈動。建議未來若有類似課程，可鼓勵同仁多加參與，以培養研判總體經濟情勢及分析經濟指標的能力。

參考資料

CBO (2012a), “An Update to the Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022,” August.

CBO (2012b), “Economic Effects of Policies Contributing to Fiscal Tightening in 2013,” November.

CBO (2012c), “Choices for Deficit Reduction,” November.

CBO (2012d), “Unemployment Insurance in the Wake of the Recent Recession,” November.

CBO (2012e), “Federal Debt and the Statutory Limit, November 2012,” December.

CNBC (2012), “How the Obama and Republican ‘Fiscal Cliff’ Plans Differ,” December 4.

CNN (2013), “House to Vote Tonight on Senate Fiscal Cliff Deal,” January 2.

The Wall Street Journal (2012), “Consumer Sentiment Hits Lowest Level Since July,” December 21.

廖幸嫻 (2010), 「參加美國紐約聯邦準備銀行舉行之『美國經濟：解讀經濟指標』研習會報告」, 中央銀行。

林依伶 (2011), 「參加美國紐約聯邦準備銀行訓練課程『US Economy:

Interpreting the Indicators』研習出國報告書」，中央銀行。

黃惠君（2012），「參加美國紐約聯邦準備銀行舉行之『美國經濟：解讀經濟指標』訓練課程」，中央銀行。

徐之強（2011），「台灣消費者信心指數與景氣循環關係之探討」，行政院經濟建設委員會

顏嘉南（2012），「2013 美債信恐再陷降評危機」，工商時報，11 月 21 日。

路透社（2013），「美國參議院『財政懸崖』解決方案的關鍵內容」，1 月 1 日。

蘋果日報（2013），「參議院通過法案，美財政懸崖有解」，1 月 2 日。