

財團法人俞國華文教基金會獎助出國專題研究報告書

(出國類別：研究)

## 美國經常帳逆差議題與其經貿新政之影響

服務機關：中央銀行

姓名職稱：許碧純/副研究員

派赴國家：美國

出國期間：106年9月3日至106年12月2日

報告日期：107年2月27日

## 摘 要

### 一、美國經常帳逆差的結構變化與影響因素

美國長期經常帳逆差議題是國際金融研究的重點，可由下列 3 種方式分析：(1) 美國經常帳逆差主要來自貿易入超，一般認為，美元走強時，將使得美國貿易入超及經常帳逆差擴大，惟 2002 至 2008 年美元貶值的同時，美國商品貿易逆差仍持續擴增；(2) 經常帳逆差反映國內儲蓄與投資之差異，在美國儲蓄率偏低，投資及消費擴增時，將使進口需求增加，經常帳逆差因而擴大；(3) 經常帳逆差等同金融帳對外淨融通，外國大量資本流入融通美國國內超額支出或其貿易入超，因而形成鉅額經常帳逆差。

許多研究認為，一國舉債能力有其限制，經常帳逆差終將無法持續擴大，至某一臨界點，若全球金融市場對美國融資之意願降低，且鉅量改變美元資產在全球資產配置，將造成全球金融市場動盪，並有礙美國及全球經濟成長。然而，亦有研究指出，2008 年金融危機後，美國民間部門的淨儲蓄已轉正，經常帳逆差主因是政府部門的收入縮減與支出擴大，經常帳持續逆差並無損美國經濟復甦；加以美元為全球最重要準備資產幣別，以及美國金融市場具全球領導地位，對美國貿易出超的國家仍持續將所得資金投資美國資本市場，此一循環使美國經常帳逆差得以持續，並無迫切調整之必要。

此外，美國在許多高科技領域具有國際優勢，服務貿易收支穩健，經常帳持續逆差無礙美國經濟成長與發展。目前美國仍是全球最大經濟體，且近來經濟成長動能強勁，製造業勞動生產力仍高於歐元區及日本，因此，美國經常帳逆差相對 GDP 比率未見擴大，對全球經濟金融有正面意義。

## 二、美國貨幣政策朝向正常化，匯率變動對美國經常帳逆差之影響

美國聯準會於 2015 年 12 月啟動升息，結束長達 9 年的寬鬆貨幣政策基調，並於 2017 年 9 月公布縮減資產負債表計畫，宣示貨幣政策正常化及利率調升的趨勢。美國漸進結束非傳統寬鬆貨幣政策，走向正常化，可能帶動市場利率調升，國際資金流至美國，使得美元升值，對外購買力增加，壓抑美國出口而提升進口需求，加以投資人預期美元升值而增持美元資產，促使美國經常帳逆差擴大，並產生外溢效果。

此外，「特里芬兩難」(Triffin dilemma) 指出美元為國際貨幣之矛盾，其原因在於美元做為國際貨幣必須保持美元幣值穩定，理論上美國應是貿易順差國，而美元為主要國際貨幣，各國發展國際貿易以美元為結算基礎，美元亦成為最主要的準備貨幣，導致長期貿易逆差。美國若欲藉由匯率變動來調整其經常帳逆差，雖可以減緩貿易逆差，但可能衝擊各國對美元的信心，影響美元之國際貨幣地位；若同時透過政治或其他手段，以維護美元之國際貨幣地位，則可能使得貿易逆差擴大。在全球金融循環之下，國際金融市場的波動劇烈，同時透過政治或其他手段維護美元之國際貨幣地位，又希望藉由美元貶值調整其經常帳逆差，即是「兩難」。

目前美國經濟成長展望樂觀，可望支撐美元走強，而美元國際貨幣地位的變化，以及貨幣政策正常化是否擴大其經常帳逆差仍有待觀察。

## 三、美國進口需求之實證研究

川普政府認為美國經常帳逆差主要係貿易對手國操縱匯率以利其出口，使美國面臨不公平貿易，有礙美國經濟發展及勞工權益受

損。近期美國匯率政策報告，由經常帳逆差所延伸的公平貿易與競爭問題，則以美國對主要貿易對手國入超及匯率變動為論述之重點。

由於各國生產條件、資源稟賦不同，估計美國對其主要貿易對手國的進口價格彈性，可比較各主要貿易對手國貨幣相對美元升貶時，對美國自其進口的影響程度。實證結果顯示，主要貿易對手國的進口價格彈性（絕對值）由大至小排序為日本、南韓、台灣、中國大陸、德國。此外，美國無法單獨靠增設進口障礙（提高進口關稅或課徵反傾銷稅）使其貿易福利增加，而美中貿易摩擦升溫將使台灣與南韓貿易福利損失較大，主要係因全球價值鏈受衝擊之外溢效果。因此，美國若實施貿易保護政策，將不利美國與其主要貿易對手國之經濟發展。貿易保護主義所帶來的外溢效果及貿易福利損失或可視為另類的「美國製造」。

#### 四、借鏡瑞士經驗探討美國財政部匯率政策報告對台灣的啟示

自 2016 年以來，美國財政部匯率政策報告的觀察名單中，瑞士與台灣分別入榜 4 次與 3 次（含 2018 年 4 月報告），兩國經常帳順差相對 GDP 比率均超過該報告之 3% 檢視門檻值。借鏡瑞士央行研究其經常帳順差之結構性因素，美國亦不宜以經常帳順差來評估新台幣的公平價值，主要係（1）國內外利差及國外淨資產龐大均造成經常帳順差擴大；（2）人口加速老化嚴重造成高儲蓄率；以及（3）對新台幣匯率變動較不敏感的商仲貿易為經常帳中商品淨出口之重要因素。

#### 五、經常帳順差與商仲貿易之亞洲國家實證分析

依循 Bausch *et al.* (2015) 的研究方法，本文藉由建立追蹤資料模型，分析台灣等東亞國家的經常帳結構因素與商仲貿易之影響。實證結果顯示，台灣等東亞國家地理位置鄰近中國大陸，形成亞洲供應

鏈之貿易型態，商仲貿易對經常帳順差擴增效果與歐洲小型開放經濟體相似，皆為正向顯著；且影響經常帳順差的重要總體變數為財政餘額與扶老比。因此，在台灣商仲貿易淨出口占 GDP 比重較大，且經常帳順差深受儲蓄-投資結構之下，為縮減經常帳順差以增進外部平衡，宜採取擴張性的財政政策與減緩人口加速老化的政策。

## 六、心得與結論

本次專題研修內容包括：美國經常帳逆差的影響因素與結構探討，以及美國貨幣政策朝向正常化，匯率變動對美國經常帳逆差之影響，藉由實證分析匯率變動對美國與其主要貿易對手國雙邊貿易之影響效果，並闡述美國匯率政策報告對我國的啟示。此行主要於美國聖路易華盛頓大學經濟系進行研修，除了進行專題研究之外，並參加相關研討會，且與美國聖路易聯邦準備銀行研究員交流意見，收穫豐富。

美國經常帳長期逆差，惟經濟仍持續發展，最主要原因在於其全球金融霸主的地位，以及高端製造業與服務業均居國際優勢，將高附加價值的部分留在美國，持續及鉅額的服務貿易與所得順差，以及國外資金淨流入，形成融通美國商品貿易入超的主要來源。本專題研究之結論如下：

(一)自 2016 年 4 月美國財政部匯率政策報告公布觀察名單以來，央行持續與美方保持溝通。2017 年 10 月台灣已自匯率政策報告觀察名單移除，惟台灣經常帳順差相對 GDP 比率偏高之問題，仍須以提振國內投資動能、優化人口結構等治本之道來解決，並與美方保持友好溝通，以確保台灣持續免除列入其匯率政策報告觀察名單。

- (二)台灣經濟規模小，國內超額儲蓄，形成長期經常帳順差。借鏡美國的經驗，促進經濟發展應由鼓勵投資著手，台灣應積極提升國內企業投資意願，以及引進研發機構來台直接投資，帶動高端製造業及服務業發展，將有利台灣經濟成長及就業與薪資。
- (三)台灣深受美國匯率及貿易政策影響，強化台灣對美國直接投資及兩國策略聯盟為減緩衝擊的方式之一，主要係台商硬體製造的優勢與美國廠商合作可提高兩國貿易之互利及互補性，進而降低美國自台灣進口的價格彈性。
- (四)由台灣與東亞國家的追蹤資料實證分析，財政政策與人口加速老為顯著影響經常帳之重要變數。為減緩經常帳順差持續擴大，短期在財政空間許可下，採行寬鬆的財政政策將有助台灣的經常帳平衡，而長期則須優化人口結構，可減緩超額儲蓄累積與經常帳順差持續擴大。

## 目 錄

一、美國經常帳逆差的結構變化與影響因素 .....	1
(一)經常帳主要組成項目分析 .....	1
(二)國民所得帳分析 .....	3
(三)國際收支與國際投資部位 .....	5
(四)近年美國經常帳逆差未見明顯擴大 .....	6
二、美國貨幣政策朝向正常化，匯率變動對美國經常帳逆差之影響	8
三、美國進口需求之實證研究 .....	9
(一)進口需求實證模型與資料整理 .....	9
(二)進口彈性實證結果分析 .....	13
(三)全球價值鏈衝擊分析 .....	14
四、借鏡瑞士經驗探討美國財政部匯率政策報告對台灣的啟示 .....	18
(一)兩國匯率政策對經常帳之影響 .....	19
(二)經常帳長期順差之原因與比較 .....	25
(三)借鏡瑞士經驗對台灣的啟示 .....	30
五、經常帳順差與商仲貿易之亞洲國家實證分析 .....	31
六、心得與結論 .....	40
參考文獻 .....	43

## 一、美國經常帳逆差的結構變化與影響因素

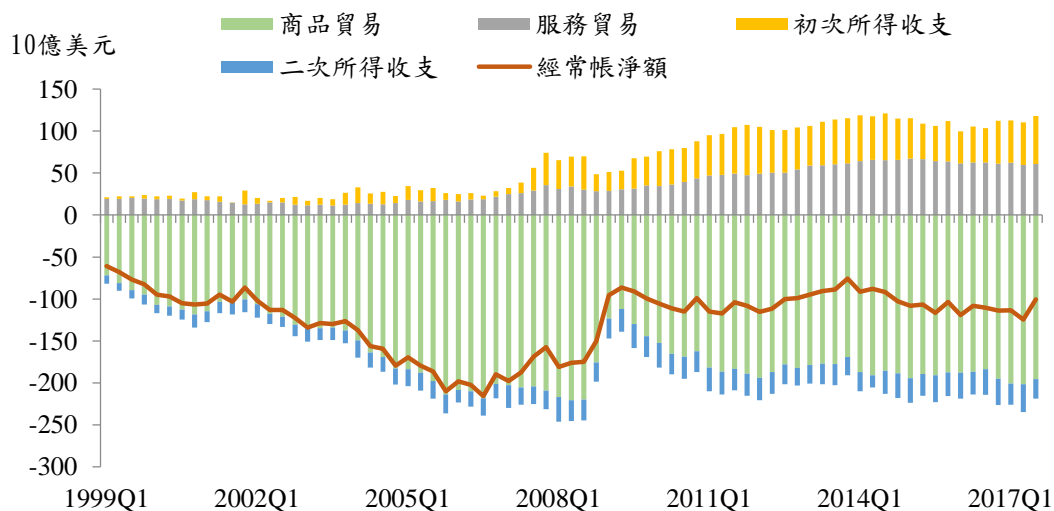
美國長期經常帳逆差議題是國際金融研究的重點，一般而言可由下列3種方式分析：

### (一)經常帳主要組成項目分析

$$\text{經常帳餘額} = \text{商品貿易淨額} + \text{服務貿易淨額} + \text{所得淨額}$$

長期以來，美國服務貿易及初次所得多呈順差，經常帳逆差主要來自商品貿易入超（圖1），許多人認為美元走強時，將導致商品出口減少而進口增加，入超及經常帳逆差擴大。惟實際上，2002至2008年間美元走弱，美國商品貿易逆差卻快速擴大（圖1與圖2），可知影響其商品貿易逆差原因眾多，例如美國國內消費、投資需求等都可能為影響美國商品貿易之重要因素；美元匯價強弱並不是唯一解釋美國貿易逆差的變數，且匯率變動效果可能有時間落後性。

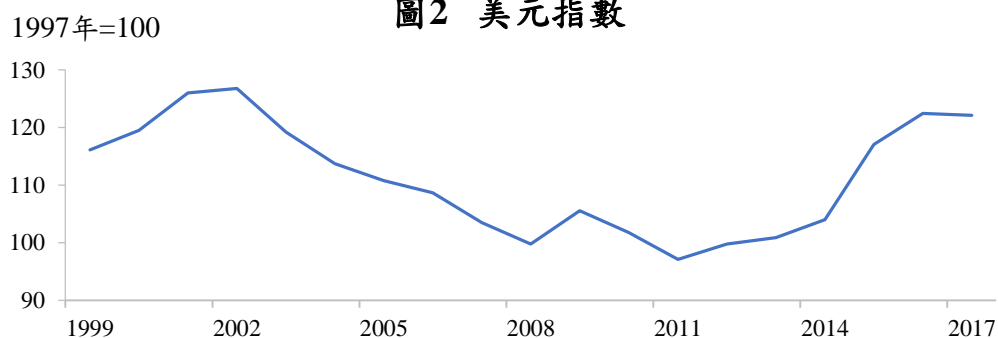
圖1 美國經常帳淨額及其組成項目



資料來源：Bureau of Economic Analysis



圖2 美元指數



資料來源：Fed Trade Weighted U.S. Dollar Index (Broad Index)

Griswold (2017) 認為美國商品貿易入超雖然為經常帳逆差之主因，惟卻是個誤導性的指標<sup>1</sup>，而且商品進口大於出口並不會拖累美國經濟，該研究根據美國經濟分析局 (Bureau of Economic Analysis, 簡稱 BEA) 的資料，計算 2011 至 2015 年美國年平均進口約達 2.3 兆美元中，主要用於生產活動，而不是最終消費。其中，進口比重最大的前兩大類別是工業用品和材料，以及除汽車用品以外的資本財，合計約占美國商品進口的 54%，而最終消費品約 24%，汽車，零組件和相關機械則占進口的 13%。

Cavallo and Landry (2018) 亦認為資本財進口是美國經濟成長的重要來源。與 Griswold (2017) 的實證方法不同，其建立一個新古典成長模型，包含資本財貿易與代理商面臨外生的總要素生產力和投資生產率設定。模擬分析結果指出，在以價格求解決最佳的投資決策之下，美國產出成長的潛在來源即是進口資本財，主要係：(1) 1975 至 2016 年，資本財進口對美國每小時產出成長貢獻了 14%，(2) 資本財進口減緩影響設備投資減少，(3) 反事實 (counterfactual) 模擬顯示，如果沒有 1975 年以來的資本財進口，美國每小時產出成長將可能比目前的成長率減少 18 個百分點。

---

<sup>1</sup> 參考 Griswold, D., (2017), 原文:“Even as a ballpark figure, this is a misleading indicator of America’s trade with the rest of the world”。

因此，不論是 Griswold (2017) 或 Cavallo and Landry (2018)，皆認為美國的進口，尤其是資本財的進口有助美國福利與生產力提升，因而「美國對貿易夥伴的貿易入超並不表示美國貿易政策失敗」，採取貿易政策來解決整體貿易入超或經常帳逆差的努力將徒勞無功和自我傷害<sup>2</sup>。

## (二) 國民所得帳分析

### 經常帳餘額 = 國民儲蓄 - 國內投資

美國經常帳逆差反映國內儲蓄與投資之差異<sup>3</sup>，過去 40 年來美國經常帳皆為逆差，其根本原因是美國國內的投資一直都高於儲蓄（圖 3），其儲蓄不足的部分，則由外資淨流入來填補，反映於金融帳淨流入（將於下一小節探討）。美國長期儲蓄率偏低為結構因素，當投資及消費同時擴增時，將使進口需求增加，經常帳逆差因而擴大。例如，在 90 年代後期及 2010 年以來，投資擴張速度超過儲蓄，致經常帳逆差擴大；而在 2008 至 2009 年金融危機期間，美國投資率降幅大於儲蓄率降幅，淨輸入縮減，經常帳逆差亦縮小。由歷史經驗得知，只有當美國國民儲蓄或國內投資發生變化時，或者兩者都有變化時，才會改變經常帳逆差。

許多知名學者，例如 Summers (2004)、Obstfeld and Rogoff (2005) 等皆主張，美國經常帳逆差之主因即是儲蓄率偏低，而 Stiglitz (2004) 與 Rajan (2005) 更進一步指出，美國聯邦政府鉅額財政赤字為儲蓄率低的主要成因。因此，如果決策者欲消除貿易入超，根本之道在於

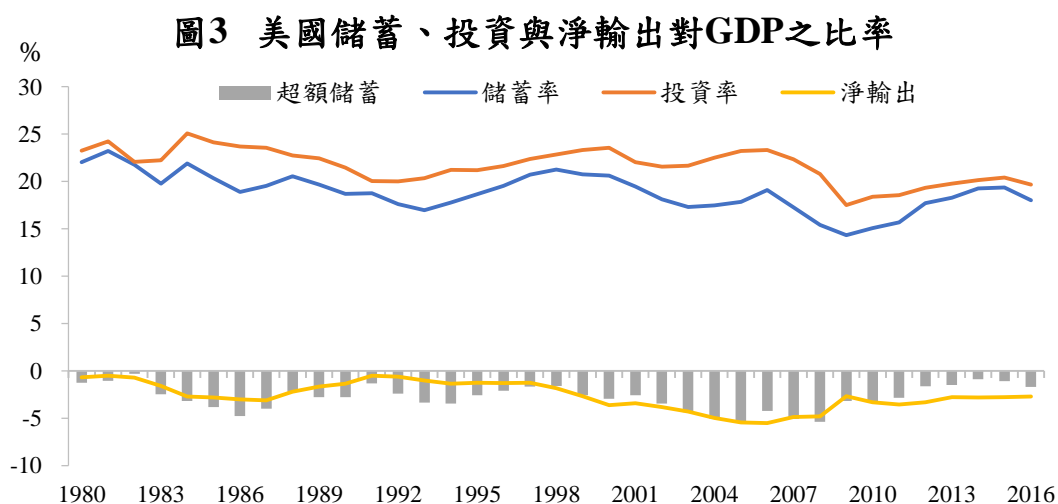
---

<sup>2</sup> 參考 Griswold (2017)，原文：“...to employ trade policy to fix the overall trade deficit or bilateral deficits would be futile and self-damaging.”

<sup>3</sup> 根據國民所得恆等式， $Y = C + G + I + NX$ ，亦即可將總產出 (Y) 分配至 4 個項目：民間消費 (C)，政府消費 (G)，投資 (I)，以及淨輸出 (NX)。國民儲蓄可表示為  $S = Y - C - T$ ，並假設政府支出等於收入 ( $G = T$ )，透過簡單運算，可將超額儲蓄表示為  $S - I = NX$ ，則超額儲蓄約為經常帳餘額。

採行增加國民儲蓄或縮減國內投資的政策，或者制定兩種政策搭配的組合，亦即使民間部門或公共部門的總儲蓄增加，或是減少政府投資與聯邦支出的政策。然而，目前美國政府的方向卻是反其道而行，其欲透過聯邦政府增加支出以促進國內投資，或透過降低個人和企業稅率促進民間消費與投資，不僅無助於增加美國國民儲蓄，且可能造成淨輸入及經常帳逆差再度擴大。

哈佛大學教授 Martin Feldstein (2017) 亦指出，美國經常帳逆差真正的原因是美國人的消費多於自身產出，整體貿易入超是美國家庭及企業儲蓄和投資決策的結果，若施壓影響外國的貿易或匯率政策，充其量只能影響美國對貿易夥伴之間的逆差分配<sup>4</sup>；換言之，外國的貿易或匯率政策的改變，無助於減少美國整體經常帳逆差。耶魯大學教授 Stephen Roach (2018) 與 Martin Feldstein 的論點相近，他認為在美國家庭和企業儲蓄的行為無大幅度變動，在美國經濟成長的同時，消費與投資將增加，預期未來幾年美國經常帳逆差將可能擴大而非減少<sup>5</sup>。



資料來源：Bureau of Economic Analysis

<sup>4</sup> 參考 Feldstein, M. (2017)，原文：“...The policies of foreign governments affect only how that deficit is divided among America’s trading partners.”

<sup>5</sup> 參考 Roach, S. (2017)，原文：“...America’s trade deficits are going to get bigger in the years ahead.”

### (三) 國際收支與國際投資部位

$$\text{經常帳餘額} = \text{金融帳淨額} = (\text{國際淨投資部位變動} - \text{價格變動因素} - \text{其他影響因素})$$

外國大量資本流入融通美國貿易入超，即美國對外淨負債增額，大致反映經常帳逆差。

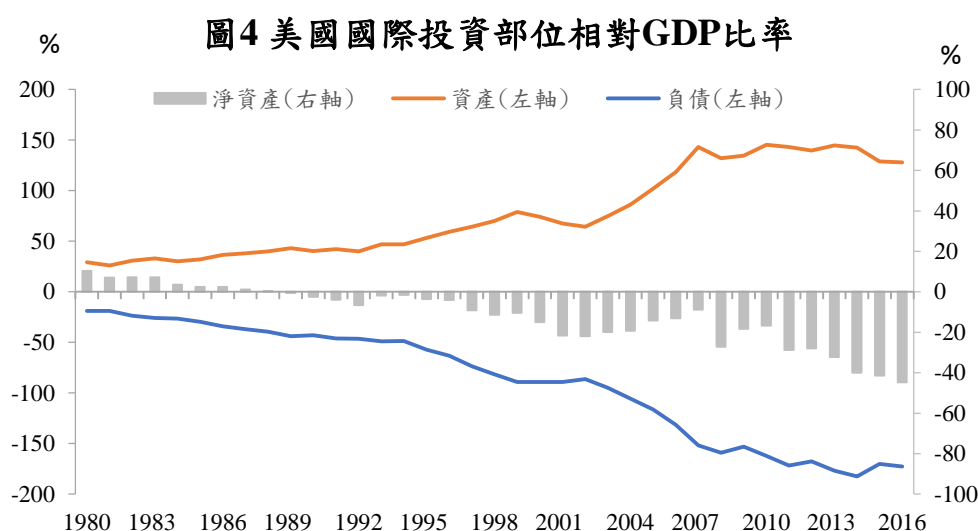
Greenspan (2004) 認為，美國能長期吸引外資投資，並累積龐大的國際投資部位淨負債，主要係美元的國際貨幣地位與國際金融市場的整合。而 Evans and Hnatkovska (2005) 則認為，美國經常帳逆差為全球失衡的一部份，主要反映跨國資本移動的規模日益龐大，多數透過美元資產進行交易，加以美國金融市場發達，外資融通美國國內超額支出，亦造成美國對外負債擴增。此外，經歷 2002 至 2006 年間美國經常帳逆差急遽擴大期間，Edwards and Sebastian (2005) 與 Coughlin, Pakko and Poole (2006) 卻提出，一國舉債能力有限，美國經常帳逆差最終無法持續，至某一臨界點，全球金融市場對美國融資之意願可能降低，因而鉅量改變美元資產在全球資產配置的地位，勢必造成全球金融市場動盪；亦即國際收支失衡終將面臨限制，經常帳逆差之調整將增加美國的內部與外部風險，並有礙美國及全球經濟成長。

根據 2017 年 IMF 對外部門報告 (2017 External Sector Report)<sup>6</sup>，美國國際投資部位淨額 (net international investment position, 簡稱 NIIP) 相對 GDP 之比率已從 2010 年的 -16.8% 擴大到 2016 年的 -43.7% (圖 4)，反映其經常帳持續逆差，以及其他影響因素諸如：美國股市相對於貿易夥伴國表現更強勁、外幣計值之國外資產的價格變動

---

<sup>6</sup> 參考 IMF Multi-Country Report, 2017 External Sector Report-Individual Economy Assessments.

<sup>7</sup>。而 IMF 的評估亦指出，若美國經常帳持續逆差，則未來五年內其 NIIP 相對 GDP 的比率，將繼續惡化。此外，由於美國未能重新確立長期財政可持續性，美國債務證券的國外需求可能下降，亦即外資融通美國超額支出的意願減低，可能導致美國金融風險；惟鑑於美元作為國際準備貨幣的核心地位（約占全球準備的 6 成），IMF 認為全球金融風險上升的影響尚稱溫和。



資料來源：Bureau of Economic Analysis

#### (四)近年美國經常帳逆差未明顯擴大

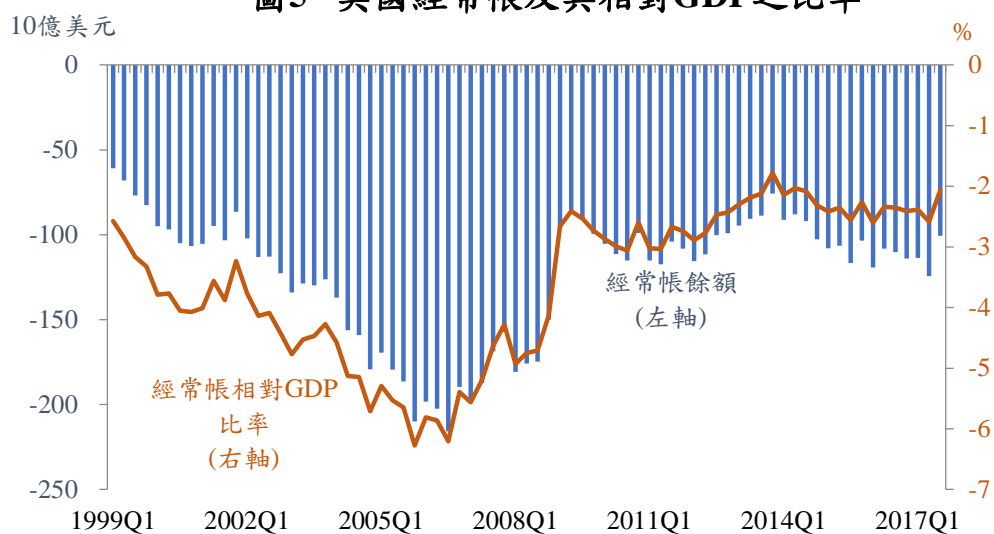
晚近的研究，例如 Santacreu, Ana Maria (2016) 指出，2008 年金融危機後，美國民間部門的淨儲蓄已轉正，經常帳逆差主因是政府部門的收入縮減與支出擴大，經常帳持續逆差並無損美國經濟復甦。Griswold (2017) 更指出，如果僅關注美國貿易入超所導致的經常帳逆差，實際上是錯估了美國的全部經濟利益。事實上，美國的商業活動與世界經濟金融緊密連結的各種管道，所提供的美元全球流動性與國際最主要計價貨幣的地位是其他國家或貨幣短期難以取代的，「美

<sup>7</sup> IMF 的對外部門報告指出，大多數美國國外資產以外幣計價，超過 50% 以直接投資和股權證券投資形式持有，當被投資國股市相對美國疲弱以及美元升值時，其國外資產價值趨於下降。

國資本淨流入顯示美國為外國投資目的地有其獨到的吸引力，進口對美國消費者和生產者都有利」。

美國金融市場具全球領導地位，對美國貿易出超的國家仍持續將所得資金投資美國資本市場，此一循環使美國經常帳逆差得以持續，並無迫切面臨調整之必要。此外，美國在許多高科技領域具有國際優勢，服務貿易收支穩健，經常帳持續逆差無礙美國經濟成長與發展。觀察近年來美國經常帳逆差相對 GDP 比率之趨勢，由 2006 年逾 6% 縮減至 2017 年約 2%（圖 5），未再擴大。此外，根據 2017 年 IMF 的對外部門報告，由於家庭儲蓄呈增加趨勢，金融危機後企業投資意願尚未恢復，加以頁岩油技術進步有助能源貿易平衡，皆可能縮減美國經常帳逆差。

圖5 美國經常帳及其相對GDP之比率



資料來源：Bureau of Economic Analysis

目前美國仍是全球最大經濟體，且近來經濟成長動能穩健，製造業勞動生產力仍高於歐元區及日本<sup>8</sup>，美國經常帳逆差相對 GDP 比率未見明顯擴大，對全球經濟金融應有其正面意義。

<sup>8</sup> 參考 The Conference Board, International Labor Comparisons Program, June 2016。

## 二、美國貨幣政策朝向正常化，匯率變動對美國經常帳逆差之影響

根據美國聯邦準備銀行的研究<sup>9</sup>，主要先進經濟體非傳統的貨幣政策對於經常帳餘額有正面顯著的外溢效果，主要係貨幣當局增持外國資產將提高資本移動性，有助於本國貨幣貶值，進而縮減經常帳逆差，惟官方購買本國資產之非傳統貨幣政策則對經常帳逆差之調整效果較弱。

美國聯準會於 2015 年 12 月啟動升息，結束長達 9 年的寬鬆貨幣政策基調，開啟貨幣政策正常化的進程；並於 2017 年 9 月公布縮減資產負債表計畫，再度宣示貨幣政策正常化及利率調升的趨勢。美國貨幣政策正常化，進而帶動市場利率調升，國際資金湧入美國，將可能使美元升值，美元對外購買力增加，壓抑出口而提升進口需求，加以國際市場預期美元升值而進一步增持美元資產，因而可能使美國經常帳逆差擴大。

此外，1960 年美國經濟學家 Robert Triffin 指出，美元為國際核心貨幣，各國發展國際貿易須常以美元為結算基礎，美元亦成為最主要的準備貨幣，導致美元流出美國並不斷累積，對美國而言，產生長期貿易逆差<sup>10</sup>；而美元做為國際貨幣的前提則是必須保持美元幣值穩定，因此理論上美國必須是一個貿易順差國。這兩個因素互相矛盾，因此成為「兩難」。根據「特里芬兩難」(Triffin dilemma)，美國若欲藉由匯率變動來調整其經常帳逆差，可能衝擊各國對美元的信心，若要同時維護美元的國際貨幣地位，以及減緩貿易逆差，即為「兩難」；加以全球金融循環之下，國際金融市場的波動劇烈，透過政治或其他手段，藉由美元貶值調整其經常帳逆差將更加困難。

---

<sup>9</sup> 參考 Gagnon, Bayoumi, Londono, Saborowski, and Sapriza (2017)。

<sup>10</sup> 參考 Smaghi, Lorenzo Bini (2011)。

目前美國經濟成長展望樂觀，可望支撐美元走強，貨幣政策正常化是否擴大其經常帳逆差仍有待觀察。

### 三、美國進口需求之實證研究

川普總統及其財經團隊認為美國經常帳逆差的主要原因是貿易對手國有操縱匯率以利其出口的疑慮，使美國面臨不公平的貿易情況，有礙美國經濟發展及勞工權益受損。此外，近期美國匯率政策報告，由美國經常帳逆差所延伸的公平貿易與競爭問題，主要以美國對主要貿易對手國入超的情況，以及匯率變動趨勢為論述之重點。因此，本專題計畫實證研究根據 Hooper, Johnson and Marquez (2000) 與 Giordano and Zollino (2016) 之共整合誤差修正模型 (vector error correction model, 簡稱 VECM)，分析美國主要貿易對手國貨幣對美元之匯率調整對於雙邊貿易之價格彈性。

由於各國生產條件、資源稟賦不同，在國際貿易比較利益下與美國貿易往來的商品結構相異，估計美國對其主要貿易對手國的進口價格彈性，可比較各主要貿易對手國貨幣相對美元升貶時，對美國自其進口的影響程度。

#### (一) 進口需求實證模型與資料整理

根據 Hooper, Johnson and Marquez (2000)，進口需求為國內實質需求與實質匯率之函數，且先進經濟體之進口需求適合以 VECM 估計；Giordano and Zollino (2016) 則進一步建議國內實質需求可加以區分實質民間消費、實質民間投資與政府實質支出 (包含政府消費與政府投資)，以分析國內需求之性質。本研究實證模型設定如下：

$$\Delta y_t = \alpha \beta' y_{t-1} + \sum_{j=1}^{p-1} \gamma_j \Delta y_{t-j} + \varepsilon_t,$$

$$y_t = [M_t \text{ RER}_t \text{ } D_{c,t} \text{ } D_{I,t} \text{ } D_{G,t}]' \text{ 或}$$



$$y_t = [M_{i,t} \ RER_{i,t} \ D_{c,t} \ D_{I,t} \ D_{G,t}]',$$

其中， $M$ 與 $M_i$ 分別為美國之實質總進口與自各國之實質進口， $RER_{USD}$ 為美元實質有效匯率之倒數， $RER_i$ 為分別以各國通貨 1 單位可折換為若干美元之實質匯率<sup>11</sup>， $D_c$ 、 $D_I$ 、 $D_G$ 分別為美國國內實質民間消費需求、實質民間投資需求與實質政府支出需求， $\varepsilon$ 為誤差項，而 $\beta'y_{t-1}$ 一般稱為誤差修正項（error correction，簡稱 EC），理論上所估計的誤差修正項為負值，代表模型中的所有變數在長期時有回復長期均衡關係的性質。

配合 BEA 資料庫資料的完整性，樣本期間為 2003 年第 1 季至 2017 年第 3 季，變數資料整理如表 1 說明，所有變數皆取對數，且除實質匯率外，所有變數皆已季節調整。此外，為避免虛假迴歸，以 ADF（Augmented Dickey–Fuller test）與 PP（Phillips-Perron test）進行各變數之單根檢定，以確認各變數隨機趨勢的性質。

根據表 2 單根檢定的結果，不論是 ADF 或是 PP，所有變數在水準值的檢定皆無法拒絕虛無假設，而一階差分的檢定則顯著拒絕虛無假設，可知所有變數之整合階次等於 1。本研究亦採用 Johansen 共整合檢定，加以確認各組變數是否具有長期定態關係，根據表 3 的檢測結果，不論是 trace test 或是 maximum eigenvalue test，各組變數均存在至少 1 組共整合關係，因此根據 Granger representation 定理，採用最大概似法估計 VECM。

---

<sup>11</sup> 美元實質有效匯率指數上升表示美元實質購買力增加，但各國通貨 1 單位表示之美元實質匯率上升，則表示美元相對該通貨實質購買力減少，因此將美元實質有效匯率指數取倒數以方便解讀。

表 1 實證資料整理

變數名稱	整理方式	資料來源
$IMP_i$ (加權進口物價)	以美國自 $i$ 國進口之產品別比重做為權數乘上不同產品之進口物價指數。	Bureau of Economic Analysis
$M$ (實質總進口)	將美國總進口額取對數值。	
$M_i$ (實質進口)	將美國自 $i$ 國進口額以 $IMP_i$ 平減，再取對數值。	
$P_i/P$ (相對物價)	$i$ 國 CPI 除以美國 CPI	IFS 與主計總處
$RER_{USD}$ (美元實質有效匯率)	廣義美元實質有效匯率之倒數取對數值。	BIS
$RER_i$ (實質匯率)	1 單位 $i$ 國通貨折算為美元之名目匯率以 $P_i/P$ 平減，再取對數值。(即 $RER_i = eP_i/P$ )	IFS
$D_C$ (國內民間消費需求)	民間消費實質產出取對數值。	Bureau of Economic Analysis
$D_I$ (國內民間投資需求)	民間投資實質產出取對數值。	
$D_G$ (政府支出需求)	政府消費與投資之實質產出取對數值。	

表 2 單根檢定結果

變數	水準值		一階差分	
	ADF	PP	ADF	PP
$M$	-1.9801	-1.7842	-4.0933***	-3.8748***
$RER_{USD}$	-2.0999	-2.1119	-5.0843***	-4.8344***
$M_{China}$	-2.8436	-2.7936	-5.2522***	-4.8884***
$RER_{RMB}$	-1.3924	-0.5008	5.3852***	-5.3328***
$M_{Germany}$	-1.7664	-1.9580	-7.6819***	-7.7542***
$RER_{Euro}$	-2,4391	-2.5674	-4.8039***	-4.4140***
$M_{Japan}$	-2.0904	-2.2697	6.7615***	-6.8131***
$RER_{JPY}$	-1.3274	-1.5259	-5.6386***	-5.5755***
$M_{Korea}$	-1.7484	-1.9759	6.6139***	-6.7181***
$RER_{KRW}$	-2.2739	-2.5951	-5.7642***	-5.5709***

變數	水準值		一階差分	
	ADF	PP	ADF	PP
$M$	-1.9801	-1.7842	-4.0933***	-3.8748***
$RER_{USD}$	-2.0999	-2.1119	-5.0843***	-4.8344***
$M_{Taiwan}$	-1.6298	-1.9273	6.5694***	-6.5420***
$RER_{NTD}$	-2.3303	-2.5281	-6.0484***	-6.0304***
$D_c$	-1.1482	-1.6452	-3.5239**	-3.6300***
$D_I$	-0.9164	-1.4617	-3.9391***	-3.8655***
$D_G$	-1.6004	-1.6544	-5.2164***	-5.8649***

註：虛無假設為變數序列具有單根，對立假設為變數序列為定態。\*、\*\*與\*\*\*分別表示在 10%、5%與 1%的信賴水準下超過其臨界值。

表 3 共整合檢定結果

$H_0$ :r 組共 整合關係	總進口	中國大陸	德國	日本	南韓	台灣
trace test						
$r \leq 3$	5.4514	13.32	18.34*	11.33	14.06	7.96
$r \leq 2$	22.0412*	30.14	37.62**	33.22**	29.72	33.68**
$r \leq 1$	54.4571***	57.45**	67.39***	60.27***	55.31*	60.84***
$r \leq 0$	93.5978***	93.06***	106.11***	100.33***	98.24***	96.07***
maximum eigenvalue test						
$r \leq 3$	5.2610	8.87	10.69	13.93*	9.95	9.15
$r \leq 2$	16.5898*	16.82	17.25	22.05**	15.66	25.79**
$r \leq 1$	32.4159***	27.31*	29.27***	29.96**	25.59*	28.32**
$r \leq 0$	39.1407***	35.61**	33.98**	44.06***	42.93***	42.92***

註：\*、\*\*與\*\*\*分別表示在 10%、5%與 1%的信賴水準下超過其臨界值。

## (二) 進口彈性實證結果分析

誤差修正模型估計主要結果列表於表 4。除了總進口模型之外，各模型之誤差修正項皆顯著為負，顯示模型有回復長期均衡的性質，模型設定尚稱穩健。各模型所估計之價格彈性多顯著為負（僅德國之估計值不顯著），顯示當美元或美元相對各別通貨實質貶值（上升）時，實質總進口或自各主要貿易對手國之實質進口減少，符合經濟理論。惟各主要貿易對手國的進口價格彈性（絕對值）皆小於總進口彈性，且各進口價格彈性由大至小排序為日本、南韓、台灣、中國大陸、德國。美國自各國之進口彈性相異，主要係自各國進口結構不同，未來可參考 Imbs and Mejean（2016），先區分各國產品結構並估算各主要產品之進口彈性，再總和計算美國自各國進口之彈性，可分析比較各國在美國市場的價格競爭能力差異。

此外，不論是實質民間消費需求、實質民間投資需求與實質政府支出需求都顯著正面影響美國實質總進口，且民間投資需求的係數較大，與前述第 2 頁 Griswold（2017）、Cavallo and Landry（2018）的研究結論相似，亦即美國的總進口受國內生產活動的影響大於消費，推論進口增加顯示民間投資需求上升，應有助美國福利與生產力提升。美國國內實質需求對各國的實質進口影響亦不盡相同，美國自中國大陸、南韓與台灣對之實質進口主要受到美國實質民間消費需求影響較為顯著，而德國除了美國實質民間消費的帶動之外，亦受到政府實質支出的影響，日本則是受美國國內實質投資需求與政府實質支出的需求的影响較為顯著。此外，本文以國內實質消費、投資與政府支出，做為實質進口的解釋變數，須留意該等解釋變數內含進口成分，有可能會影響實證結果，後續可經由美國的投入產出表抽離國內實質消費、投資與政府支出中的進口成分，再加以進行實證分析。此外，本文之 VECM 模型設定並沒有考量個別國家的特性，後續研究可以

追蹤資料模型進行分析，已具體刻畫各別國家的特質，在進行跨國比較。

表 4 誤差修正模型估計結果（長期關係）

	總進口	中國大陸	德國	日本	南韓	台灣
EC	-0.6836 (0.1658)	-0.0056** (0.0019)	-0.2869** (0.0842)	-0.2595*** (0.0556)	-0.1939** (0.0608)	-0.1755*** (0.0445)
RER	-0.2224*** (0.0360)	<b>-0.1278*</b> (0.2358)	<b>-0.1063</b> (0.1473)	<b>-0.1747*</b> (0.2640)	<b>-0.1343**</b> (0.2793)	<b>-0.1287*</b> (0.2650)
$D_c$	0.6720*** (0.0412)	2.4717** (0.8767)	4.3332** (1.4264)	1.6566 (1.4066)	4.2000* (1.8421)	4.9239*** (1.3241)
$D_I$	1.3713*** (0.1445)	0.7582 (0.5937)	0.0227 (0.8366)	3.2116** (1.0551)	0.3454 (0.9704)	-0.6668 (0.8700)
$D_G$	0.6742*** (0.0051)	0.1930 (0.1473)	0.5144* (0.2009)	1.2776*** (0.2565)	0.4319 (0.2402)	0.1734 (0.2179)

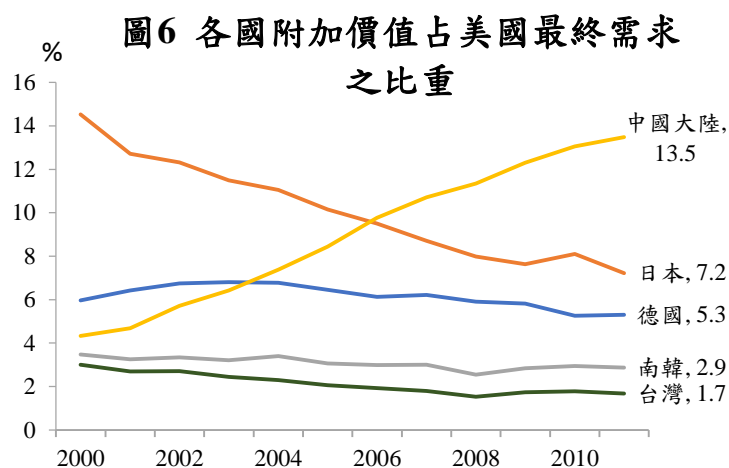
註：\*、\*\*與\*\*\*分別表示在 10%、5%與 1%的信賴水準下超過臨界值，括弧中數值為該估計值之標準差。

### (三) 全球價值鏈衝擊分析

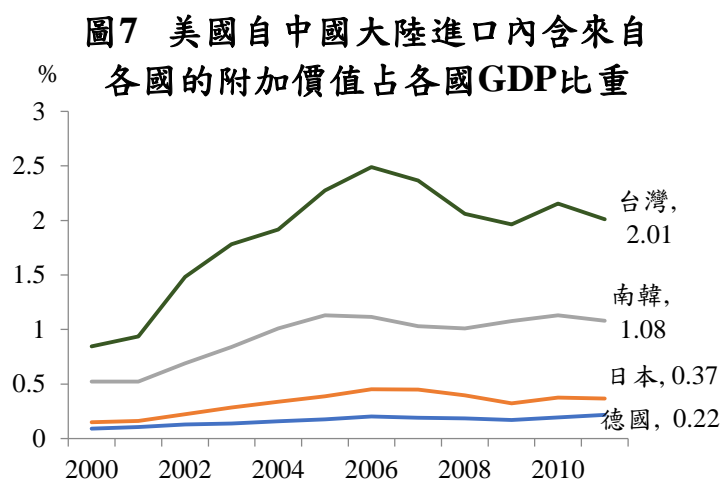
許多文獻探討美國新政對貿易對手國之衝擊，除了直接影響之外，尚考慮透過全球價值鏈所造成的間接衝擊。由 OECD TiVA 資料庫的指標，可以發現在各國附加價值占美國最終需求之比重<sup>12</sup>，2011 年依序為中國大陸 13.5%，日本 7.2%，德國 5.3%，南韓 2.9%，以及台灣 1.7%（圖 6）。因此，若美國採行無針對性的貿易保護措施，則在其他條件不變之下，推論中國大陸受影響的金額將最大。而若美國採行針對中國大陸的貿易保護措施，除中國大陸影響較大外，對其他貿易國的影響，則透過中國大陸在全球價值鏈向後連結，以 2011 年美國自中國大陸進口內含來自各國附加價值占各國 GDP 比重為觀察

<sup>12</sup> Foreign value added in the U.S domestic final demand, partner shares.

指標（圖 7），台灣因經濟規模較小，所受衝擊將高於南韓、日本及德國；惟實際情況須視美國公布之加徵關稅商品清單而定，若涉及加徵關稅商品與台灣對中國大陸出口的產品重疊性較低，則台灣受影響程度則可能較低。



資料來源：OECD-TiVA 資料庫



資料來源：OECD-TiVA 資料庫

Robinson, de Bolle, and Kolb (2017) 指出，美國無法透過增設進口障礙（提高進口關稅或課徵反傾銷稅）使其貿易福利增加<sup>13</sup>，甚至可能遭受輕微損失。而由上述分析，若美中貿易摩擦升溫，主要貿易對手國的貿易福利將受到間接衝擊，例如，台灣對中國大陸出口中，中間財出口比重高達 81.5%；加上 GDP 規模較小，對中國大陸中間財出口占 GDP 比重達 11.4%，為中國大陸主要貿易國之最高，一旦美國對中國大陸進口設限，台灣將受波及。因此，美國若實施貿易保護政策，將不利美國與其主要貿易對手國之經濟發展。初步結論與 Fidler (2017) 相近，貿易保護主義所帶來的外溢效果及貿易福利損失或可視為另類的「美國製造」。

此外，美國對中國大陸的貿易措施為川普總統就任以來最重要的

<sup>13</sup> 貿易保護政策恐對美國整體的經濟發展不利，惟在不同州之間，對於就業與產業發展的影響具顯著歧異性，參考 Robinson, de Bolle, and Kolb (2017)。

貿易政策之一。2017年2月起川普總統針對中國大陸不鏽鋼產品課徵懲罰性關稅，開啟了一連串貿易保護措施，2018年3月宣布對美國自全球進口的鋼鋁加徵關稅<sup>14</sup>。中國大陸商務部也針對自美國進口農產品約30億美元的項目加徵關稅做為反制，貿易衝突一觸即發。爾後，美國於4月初公布近500億美元、涉及1,333項產品的301調查關稅清單<sup>15</sup>，以做為對中國大陸長期侵犯美國智財權的懲罰之外，亦是針對「中國製造2025」政策扶植對美國企業造成不公平競爭之反制。但中國大陸亦隨即公布對美國106項包含黃豆、汽車和飛機零件等亦約500億美元的商品加徵關稅。

在2018年春季的美中貿易衝突中，根據細項資料全球價值鏈向後連結分析，台灣應為影響程度最大者，惟若依分析，此次中國大陸自台灣進口的相關產品涉及美國此次所公布之1,333調查清單，比重僅22%（主要係中國大陸自台灣進口之積體電路、筆記型電腦，手機及零組件等相關產品未包含在內），因此，此次美國針對中國大陸之301調查清單藉由兩岸供應鏈影響台灣出口的衝擊不大。加以此次中國大陸對美加徵關稅商品清單，對台灣的影響亦相對有限，主要係該清單多為農產品、運輸設備、酒類與化學品為主，台灣涉及此商品清單項目之進、出口比重分別為2.5%與1.7%，惟須持續關注中國大陸對美相關商品加徵關稅對國際原物料價格之影響。

而美中貿易衝突中，並非完全造成相關貿易國家負面衝擊，例如，中國大陸可能受到衝擊的產業包含航空航太、機械及資訊科技產業，亦可能促使跨國企業轉投資在有同質性產業的國家（如墨西哥、德國與日本等國）。反之，中國大陸提高從美國進口的農產品關稅，

---

<sup>14</sup> 宣布後亦緊接著將歐盟、澳洲、加拿大、墨西哥、阿根廷、南韓和巴西等經濟體實施豁免，而中國大陸、台灣、日本等則排除在外。

<sup>15</sup> 此課稅清單，不論從金額或產品項數觀察，加徵進口關稅之產品以機械、電子設備與光學及儀器為主，中國大陸相關品項在美國市占率分別為20.1%、13.7%與9.7%。

以黃豆為例，巴西是除了美國之外的第二大生產國，將可能因此貿易戰而獲益。因此，未來進一步分析貿易衝突，可透過 GTAP (Global Trade Analysis Project) 模型模擬分析貿易衝突的雙方針對從對方或全球進口特定商品加徵關稅等情況，對其雙方及主要貿易對手國之貿易與全球需求的影響。再根據世界投入產出資料庫 (World Input-Output Database, 簡稱 WIOD) 獲取不同國家及產業使用不同來源地進口中間財或最終財的資料，將跨國間的中間財貿易進行拆解，以瞭解重要貿易夥伴分別在貿易衝突雙方價值鏈的重要性，並進一步評估貿易衝突的影響範圍及程度。

此外，美國自歐巴馬總統倡議製造業回流政策以來，對於全球供應鏈重組的效應持續增強，根據「回流倡議組織」(Reshoring Initiative) 的調查<sup>16</sup>，在 (1) 縮短供應鏈以降低總成本、(2) 就近供應市場、(3) 美國稅改政策誘因、(4) 美國製造品牌形象、(5) 應用自動化科技，以及 (6) 中國大陸生產成本提高等因素之下，2010 至 2017 年美國吸引外資直接投資與海外企業回流成效顯著，且海外企業自中國大陸遷出回流美國已達 751 家。而根據經濟部投審會資料，2017 年中國大陸仍是台灣對外投資首要目的地，惟規模已略縮減，而對美國直接投資的規模則擴增。因此，美中貿易衝突帶來企業營運不確定性增加，台商可能調整在中國大陸相關產業的投資，考量全球布局與美國稅改及相關政策誘因將部分生產線移至美國，或尋找東協國家做為生產基地，而貿易衝突對供應鏈重組之效果亦是未來相關研究須評估的重要面向。

---

<sup>16</sup> 參考 Reshoring Initiative 2017 Data Report。



#### 四、借鏡瑞士經驗探討美國財政部匯率政策報告對台灣的啟示

自 2016 年以來，美國財政部每半年（4 月、10 月）匯率政策報告公布觀察名單，而經常帳順差相對 GDP 比率超過 3% 門檻為三項檢視項目之一（表 5），主要係傳統教科書認為經常帳相對 GDP 比率可評價一國貨幣公平價值。

截至 2018 年 4 月之觀察名單中，瑞士與台灣分別入榜 4 次與 3 次（表 5），原因之一即為經常帳順差相對 GDP 比率超過 3% 門檻。2017 年 11 月瑞士央行（Swiss National Bank，簡稱 SNB）總裁 Thomas Jordan 在一場演講（簡稱 Jordan（2017））中表示：瑞士無法用經常帳來評估瑞士法郎的公平價值，主要係（1）許多跨國公司總部設於瑞士，所有權結構影響瑞士投資所得支出之認列，加上國內外利差均造成經常帳順差擴大；（2）人口老化及強制退休金制度造成高儲蓄率；以及（3）對瑞士法郎匯率變動較不敏感的商仲貿易<sup>17</sup>與製藥為經常帳中商品淨出口之主力。因此，經常帳不宜充當擬訂貨幣政策的基礎。本小節借鏡瑞士經驗，分析比較瑞士與台灣經常帳順差之結構及匯率政策之影響。

表 5 美國財政部匯率政策報告之檢視結果（2016 年~2018 年 4 月）

發布日期	3 項檢視標準	對美國商品貿易出超逾 200 億美元	經常帳順差相對其 GDP 比率逾 3%	持續進行單邊干預匯市，淨買入金額逾其 GDP 2%
	經濟體			
2016 年 4 月	台灣		✓	✓
	瑞士		✓	
	中國大陸	✓	✓	
	德國	✓	✓	
	南韓	✓	✓	
	日本	✓	✓	

<sup>17</sup> 根據國際收支統計，商仲貿易淨出口定義為：居民向外國買入原料、半成品或成品後，未經委外加工，直接銷售國外，過程中貨品未經本國通關，惟貨款由居民收付，以淨額列帳。

發布日期	3 項檢視標準	對美國商品貿易出超逾 200 億美元	經常帳順差相對其 GDP 比率逾 3%	持續進行單邊干預匯市，淨買入金額逾其 GDP 2%
	經濟體			
2016 年 10 月	台灣		✓	✓
	瑞士		✓	✓
	中國大陸	✓	✓	
	德國	✓	✓	
	南韓	✓	✓	
	日本	✓	✓	
2017 年 4 月	台灣		✓	
	瑞士		✓	✓
	中國大陸*	✓		
	德國	✓	✓	
	南韓	✓	✓	
	日本	✓	✓	
2017 年 10 月	台灣		✓	
	瑞士		✓	✓
	中國大陸*	✓		
	德國	✓	✓	
	南韓	✓	✓	
	日本	✓	✓	
2018 年 4 月*	台灣		✓	
	瑞士		✓	✓
	中國大陸*	✓		
	德國	✓	✓	
	南韓	✓	✓	
	日本	✓	✓	

註\*：原則上，3 項檢視標準中包含兩項以上，美國財政部匯率報告即將該貿易對手列入觀察名單，表 1 以灰色網底表示該次報告中未被列入觀察名單。2017 年 4 月與 10 月及 2018 年 4 月，中國大陸雖僅符合一項檢視標準，惟其對美貿易出超金額最高且未能有效縮減，仍被列入觀察名單。此外，2018 年 4 月的觀察名單中新增印度。

資料來源：美國財政部

## (一) 兩國匯率政策對經常帳之影響

### 1. 兩國匯率均深受國際資金移動影響，致難透過匯率政策縮減經常帳順差

事實上，近年來瑞士法郎與新台幣均呈升值，2017 年第 4 季相較於 2010 年第 1 季，瑞士法郎與新台幣的名目有效匯率指數(NEER)分別升值 24.6%與 15.5%。瑞士法郎升值主要係歐債危機期間，許多歐洲富豪與企業預期歐元鉅幅貶值，紛紛將資金匯往瑞士，造成瑞士法郎劇升，2011 年 9 月 SNB 設定歐元兌 1.2 瑞士法郎之下限 (a floor of 1.2 for CHF/EUR)<sup>18</sup>，並宣告因應瑞士法郎過度升值而採取干預外匯市場之政策，方使瑞士法郎維持穩定；直至 2015 年 1 月 SNB 取消歐元兌 1.2 瑞士法郎之下限政策，瑞士因具有避險天堂 (safe haven) 地位，全球避險需求再度使瑞士法郎走升。Linda and Signe (2018) 的實證研究<sup>19</sup>指出，先進國家貨幣恆常為避險貨幣，例如瑞士法郎、及日圓，在全球或區域性的金融危機時，避險貨幣的功能非常顯著。新台幣自 2010 年以來亦呈升值趨勢<sup>20</sup>，與瑞士法郎的避險功能不同，惟亦是受到國際資金流動影響；新台幣升值主要原因之一係近年來台灣上市公司獲利頗佳，現金股利高，台股受到外資機構及主權基金青睞，外資常大量淨匯入買超台股，因而增加新台幣升值壓力。

根據 Jordan (2017)，過去 10 年間瑞士法郎實質有效匯率指數 (REER) 與經常帳順差相對 GDP 比率之趨勢觀察 (圖 9)，兩者之負相關性並不明確，亦即傳統經濟學教科書認為貨幣升值有效縮減經常帳順差的理論並未適用於瑞士。同樣的，過去 10 年間，新台幣 REER 與經常帳順差相對 GDP 比率之相關性亦不明確 (圖 10)，惟若以季資料計算相關係數，則 2010 至 2017 年新台幣 REER 與經常帳順差相對 GDP 比率之相關性達 0.41 (表 6)，相關係數為正，主要係台灣為貿易導向的小型開放經濟體，以出口帶動經濟成長，因此當出口暢旺

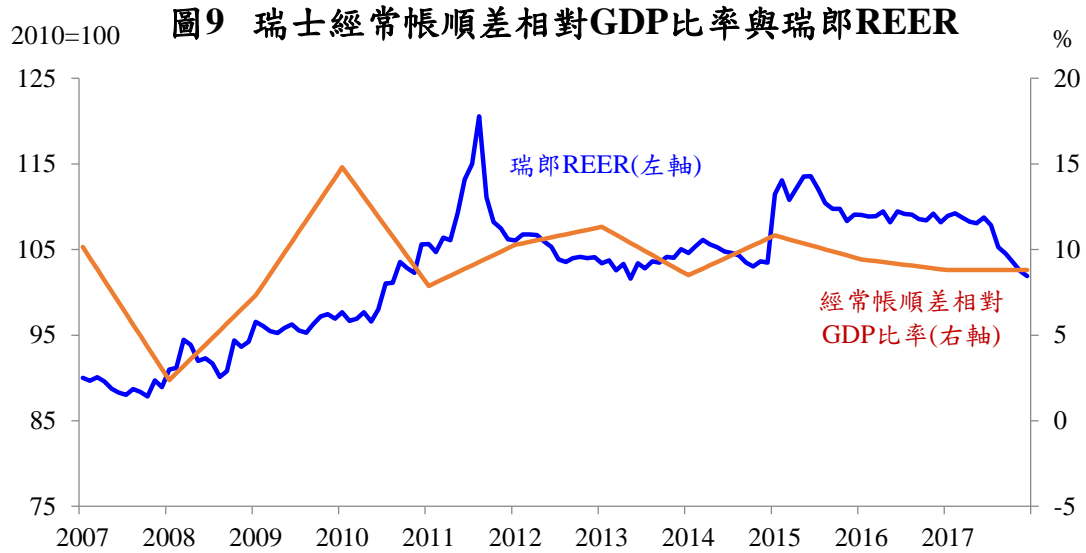
---

<sup>18</sup> 參考 IMF 2016 Article IV.

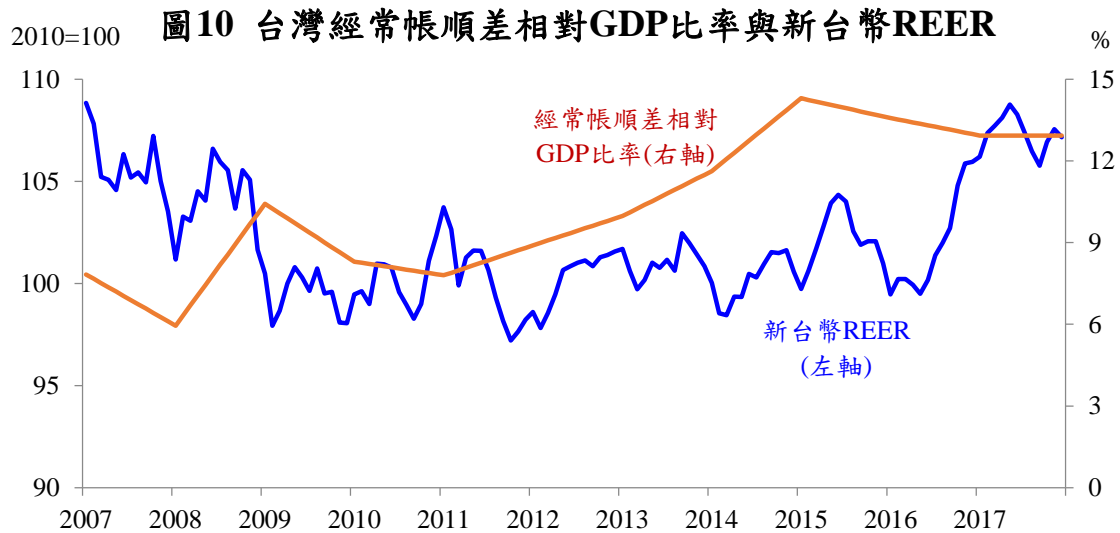
<sup>19</sup> 參考 Linda and Signe (2018), "International Capital Flow Pressures," Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Feb. 1.

<sup>20</sup> 本小節中，新台幣升值指稱新台幣名目有效匯率指數上升，而非新台幣對美元升值。

時，經濟成長較佳，出進口淨收入使得外匯供給增加，帶動新台幣升值，形成經常帳相對 GDP 比率與 REER 正相關的情況。因此，欲透過匯率政策縮減台灣經常帳順差之效果恐有限。



註：根據 Jordan (2017) 之圖 9，瑞士經常帳順差相對 GDP 比率以年資料表達長期趨勢，而 REER 以月資料呈現短期變動。  
資料來源：BIS 與 SNB



資料來源：BIS、主計總處、中央銀行

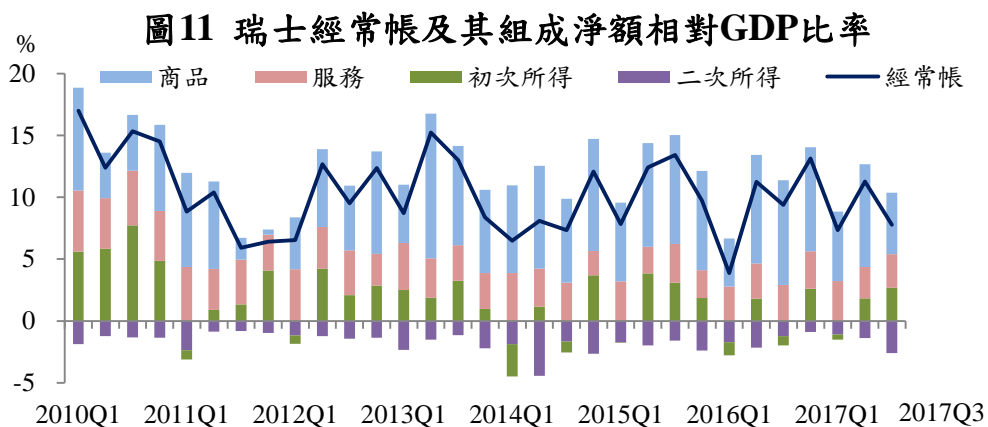
**表 6 經常帳順差相對 GDP 比率與本國幣 REER 之相關係數**

	台灣	瑞士
2010Q1-2017Q3	<b>0.41</b>	-0.44
2007Q1-2017Q3	-0.02	0.18

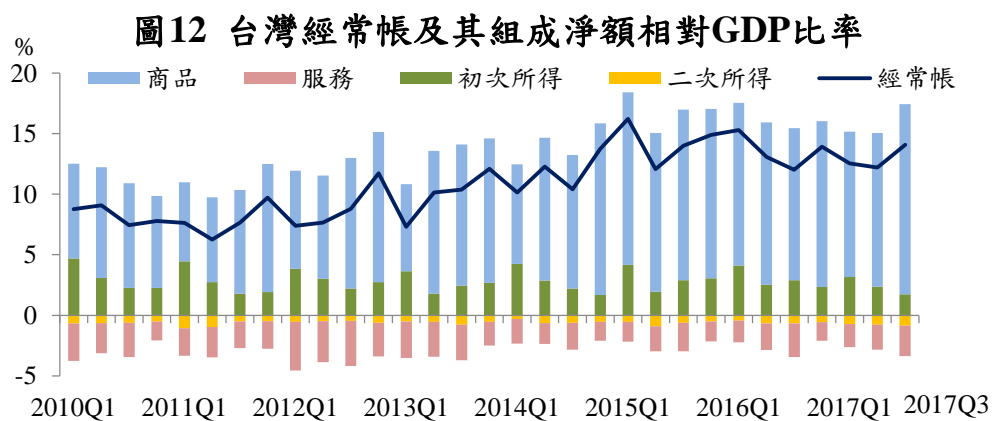
資料來源：本文計算。

## 2. 兩國經常帳順差主要係商品貿易淨出口，且出口價格彈性小

觀察瑞士與台灣經常帳淨額的組成，兩者皆以商品貿易順差為主（圖 11 與圖 12），其相對 GDP 之比率分別為 10.9% 與 6.8%（表 7）。根據 2010 至 2016 年 UNCTAD 資料，瑞士出口主要產品為非貨幣黃金與珠寶、藥物及化學產品與鐘錶，產品別平均出口比重分別為 25.8%、21.5% 與 7.5%。另根據財政部貿易統計資料，2010 至 2017 年台灣出口主要產品為電子資通訊產品、基本金屬及其製品與機械，平均產品別出口比重分別為 38.7%、9.1% 與 7.3%。兩國主要出口產品大異其趣，惟由 Grossmann, Lein and Schmidt（2016）對瑞士出口的實證分析可知，瑞士的出口價格彈性小於所得彈性；以及林依伶（2014）與黃德惠（2018）對台灣出口的實證研究，亦可知台灣的出口價格彈性亦小於所得彈性，因此匯率變動對出口影響效果並不如傳統教科書之理論預期。



資料來源：SNB



資料來源：中央銀行

表 7 經常帳組成淨額相對 GDP 之比率

單位：%

	商品	服務	初次所得	二次所得	經常帳
台灣	10.93	-2.38	2.87	-0.62	10.81
瑞士	6.67	3.26	2.05	-1.69	10.28

註：本表為 2010 年第 1 季至 2017 年第 3 季平均。

資料來源：SNB、中央銀行

瑞士央行的研究報告，Grossmann, Lein and Schmidt (2016) 使用瑞士通關統計的產品細分類來估算瑞士出口的外國需求和實質有效匯率對不同產品及出口目的影響。他們以誤差修正模型進行估計，樣本期間為 1989 年第 1 季至 2014 年第 4 季，估計的出口長期實質有效匯率彈性為 0.65，所得彈性則為 1.55，出口的短期實質有效匯率彈性為 0.62，而所得彈性為 3.1；而主要的實證結果是 (1) 國外需求和實質有效匯率彈性在出口部門和出口目的地之間皆有很大差異；(2) 國外需求的趨勢相對於實質有效匯率對出口的影響較大。主要的解釋是瑞士的兩大出口產品-藥品與鐘錶的出口對國外需求相對敏感，而對匯率變化相對不敏感；(3) 瑞士的出口結構已轉向短期需求彈性較低和長期需求彈性較高的產品，因此，出口受景氣波動的影響較小，因而出口企業藉由長期經濟成長趨勢將可獲益更多。因此，Grossmann, Lein and Schmidt (2016) 認為，瑞士出口主要受到國外需求的影響，貨幣升值對抑制出口的效果較小。

台灣的實證研究可參考中央銀行季刊林依伶 (2014) 的研究，該文考慮台灣出口產品所需之原料或中間財具仰賴國外進口之特色，將實質有效匯率的計算分為出口加權、進口加權，以比較分析台灣對不同地區實質出口中，匯率對廠商進口成本之影響。其實證結果顯示國外所得變動對台灣總出口之影響最大，尤其是中國大陸及已開發國家景氣波動的影響；而實質匯率貶值對出口之正向效果可能因進口成本上升而抵銷，致對出口之影響縮小。此外，黃德惠 (2018) 的研究以

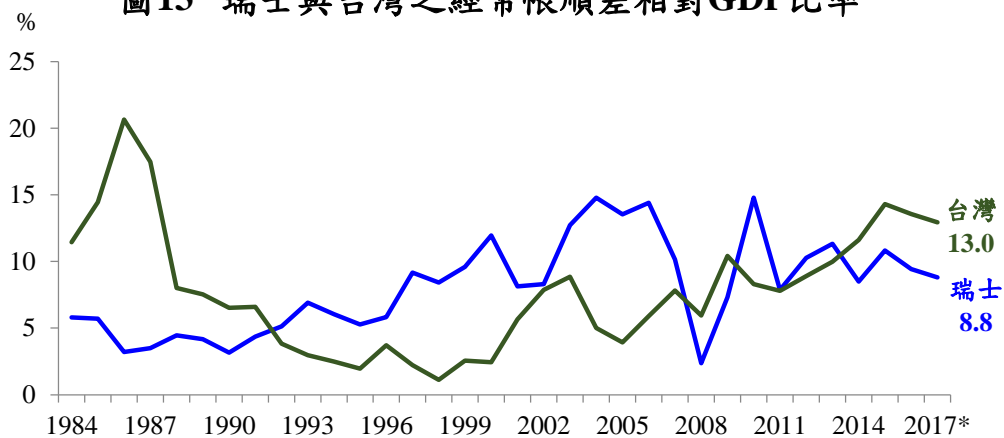
日本、韓國、台灣、中國大陸、馬來西亞、新加坡等經濟體的追蹤資料模型分析電子及光學產品之實質有效匯率、外國實質所得與顯示性比較優勢，估計在全球價值鏈之下，實質有效匯率的波動對附加價值實質出口的影響程度。其實證結果顯示此六個亞洲主要電子及光學產品出口國，皆已無法透過貶值政策達到刺激出口的效果。因此，對台灣而言，以中間財貿易以及出口電子資通訊產品為主力的結構之下，匯率變動對出口的影響效果相對較小。

### 3. 兩國經常帳順差皆非全球貿易失衡主要來源

1980 年代以來，瑞士與台灣經常帳長期維持順差，惟在 2008 年金融危機期間，全球貿易銳減，兩國經常帳順差相對 GDP 比率皆短暫縮減（圖 13）。2010 至 2017 年瑞士與台灣經常帳順差相對 GDP 比率平均分別為 10.3% 與 10.8%，2017 年 1 至 3 季則分別為 8.8% 與 13.0%。

傳統經濟學教科書認為，經常帳順差的經濟體顯示其貨幣低估，可透過升值增加進口與壓抑出口，增進對外收支平衡，並進一步改善全球失衡（global imbalances）的現象，因此，經常帳順差的經濟體應引導貨幣升值。

圖 13 瑞士與台灣之經常帳順差相對GDP比率



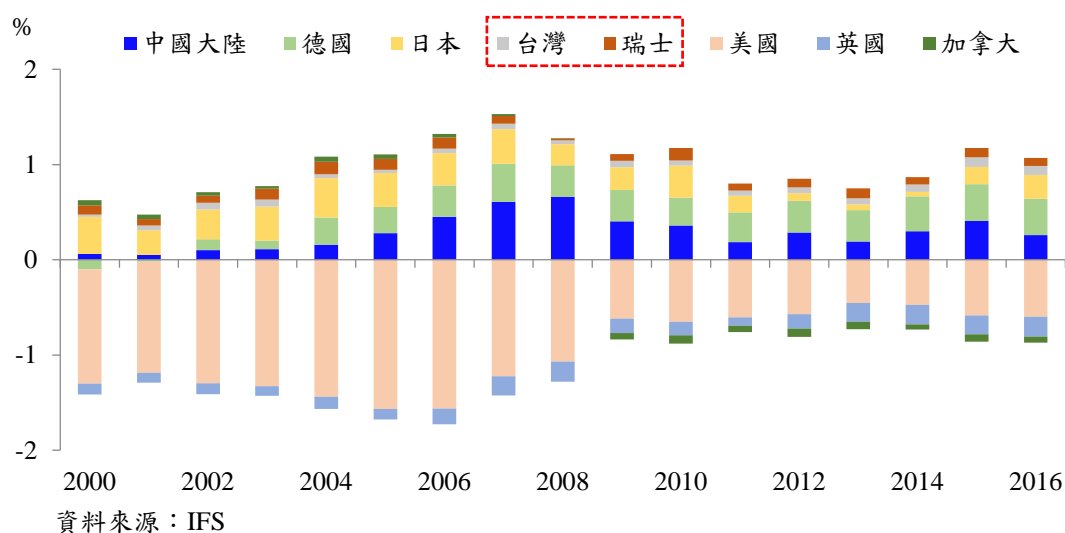
註\*：2017年以1至3季資料計算。

資料來源：World Bank、中央銀行、主計總處



根據 IFS 資料，2016 年全球前 3 大經常帳順差國為德國、中國大陸與日本，前 3 大逆差國為美國、英國與加拿大。台灣與瑞士分別為全球第 5 及 6 大順差國，惟順差規模遠小於前 3 大順差國。因此，造成全球失衡的主要順差國以中國大陸、德國及日本為主，逆差國則以美國為代表，瑞士與台灣等小型經濟體之經常帳順差對全球失衡影響較小。要求調整小型經濟體透過貨幣升值調節經常帳順差，對改善全球失衡並無顯著效果；而且根據 IMF 對外部門報告，長期以來，主要順差國與逆差國維持一致（圖 14），顯示各國經常帳餘額有其結構與制度因素，非短期匯率政策可以扭轉。

圖 14 主要國家經常帳餘額相對全球 GDP 比率



## (二) 經常帳長期順差之原因與比較

### 1. 企業所有權結構與低通膨率之影響

瑞士為許多跨國公司總部的所在地，其數量與規模高於一般國家，根據瑞士央行外商調查資料，2015 年登記於瑞士，實際上最終受益人為外國人的跨國公司有 11,524 家，受雇於外資企業的員工約占總就業人口 10%，因此跨國公司總部對瑞士的經濟與金融影響較大。在資金自由化下，當國外投資人透過「證券投資」持有設立在瑞



士的大型跨國企業，而該企業將其盈餘再投資，而非採分配股利的方式，按現行 IMF 規範，瑞士國際收支帳不會列計投資所得支出，而前述盈餘再投資之所有權，事實上多屬國外投資人<sup>21</sup>。因此，Jordan (2017) 認為在這種特殊的企業所有權結構之下，因統計資料扭曲，使瑞士經常帳順差擴大。

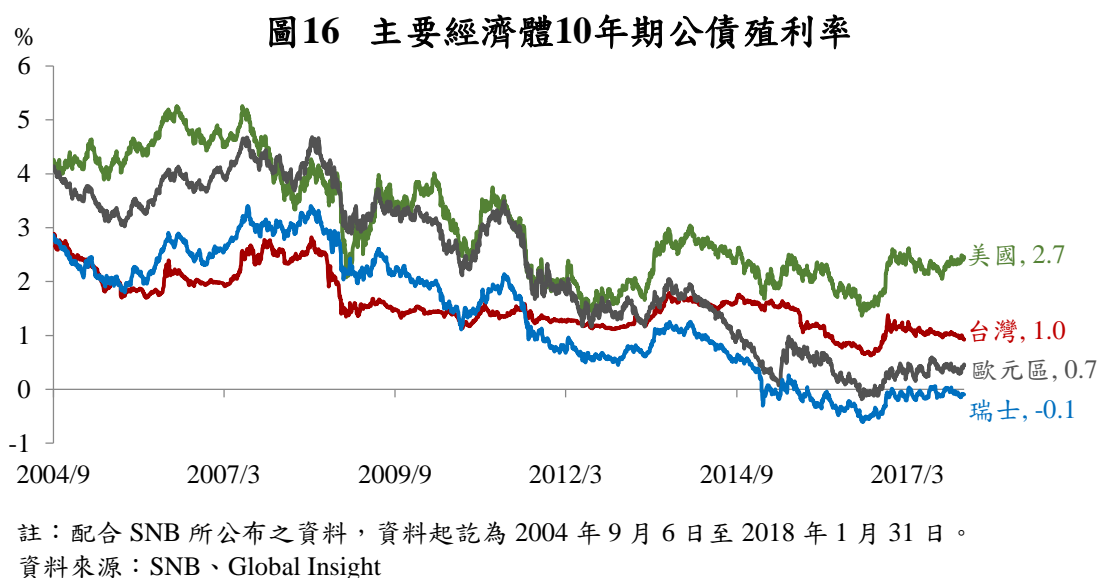
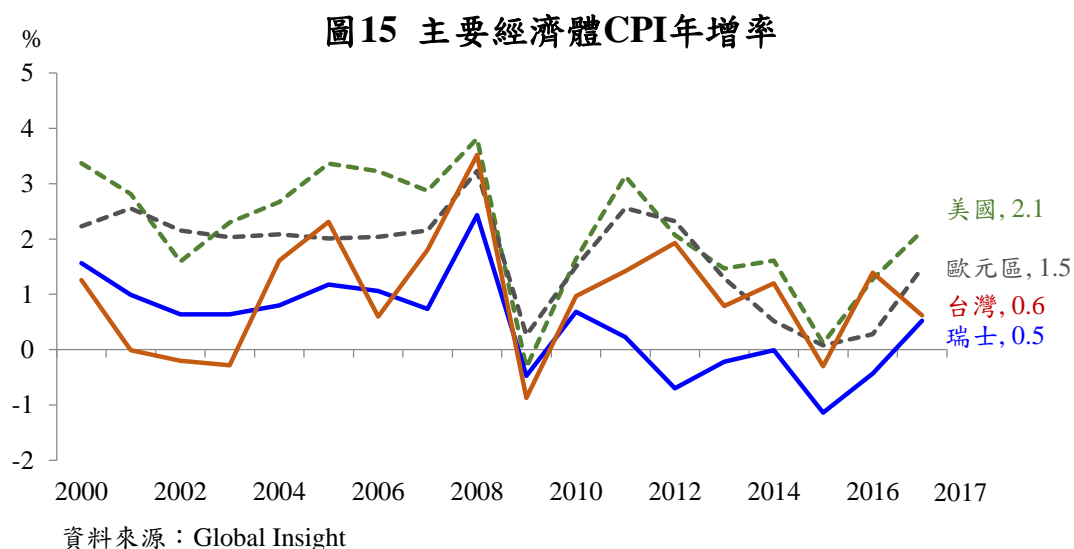
Jordan (2017) 指出，瑞士長期物價穩定，通膨率多低於主要經濟體，且根據利率平價理論 (interest rate parity)，在長期低通膨的預期心理之下，利率走低，資金可自由移動，瑞士法郎易有升值壓力。因此，瑞士之名目利率亦多低於外國主要利率，且瑞士法郎有潛在升值壓力。而瑞士國外淨債權 (NIIP) 約為 GDP 的 1.2 倍，且瑞士為全球第 6 大淨債權國，國外資產的利息收入大於國內負債之利息支出，因此，經常帳初次所得淨收入維持龐大規模。根據 SNB 內部研究的估計，經由通膨率差距與瑞士所有權結構之調整，亦即扣除因國內外利差及跨國公司盈餘再投資對經常帳順差的影響，則調整後瑞士經常帳順差相對 GDP 比率應可大幅縮減。相對於瑞士，台灣的許多台商跨國企業總部 (例如台積電、鴻海等) 股權結構中，外資證券投資的比例雖高，但現金股利 (屬已分配盈餘) 較高，受到統計規範盈餘再投資之所有權結構的影響應較低。

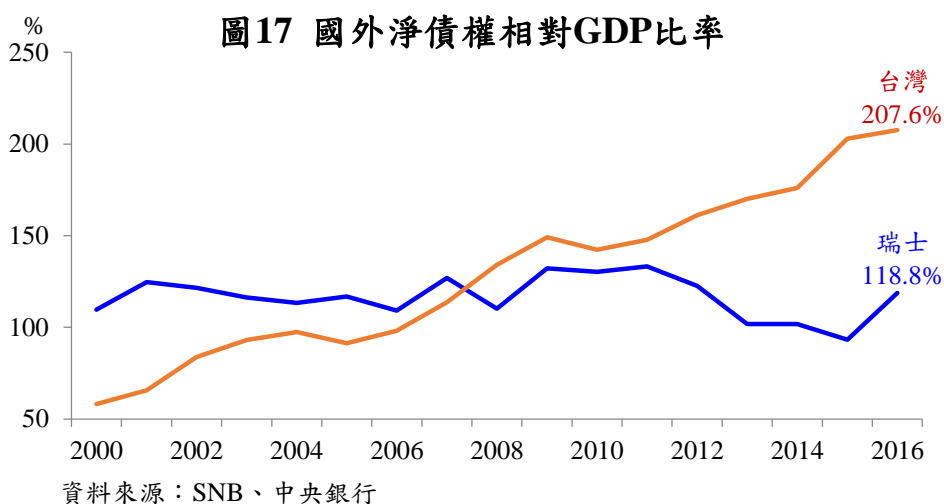
長期以來，台灣與瑞士的物價皆稱穩定，通膨率多低於美國與歐元區 (圖 15)，而兩國名目利率亦多低於外國主要利率 (圖 16)，加上兩國的 NIIP 規模皆龐大 (台灣的 NIIP 約 GDP 之 1.2 倍 (圖 17))，

---

<sup>21</sup> Jordan (2017) 原文：This is particularly the case when such foreign-controlled companies reinvest substantial portions of their earnings instead of distributing them as dividends. (Reinvested earnings from portfolio investments are not included in the current account, in line with IMF guidelines.) These savings by multinational companies are allocated entirely to Switzerland although a large proportion actually belongs to foreign investors. 另根據瑞士央行的統計資料，有可能是直接投資所得收入高估而使瑞士經常帳擴大，而非證券投資所得支出低估所致。

2016 年為全球第 5 大淨債權國)，因此，國外資產的利息收入大於國外負債之利息支出，台灣與瑞士情況相似，經常帳初次所得淨收入均維持龐大規模。2010 年以來，台灣的初次所得淨收入相對 GDP 之平均比率為 2.1%（表 7）。





## 2. 人口加速老化推升超額儲蓄，商仲貿易淨出口對匯率變動不敏感

經常帳順差反映儲蓄大於投資，即超額儲蓄。相較於 OECD 國家，中、韓、日、瑞、台的投資率皆偏高，惟儲蓄率更高（圖 18），超額儲蓄龐大。

**圖18 儲蓄率與投資率 (2010至2016年)**



註：2010至2016年平均儲蓄率與投資率係相對各國GDP計算。

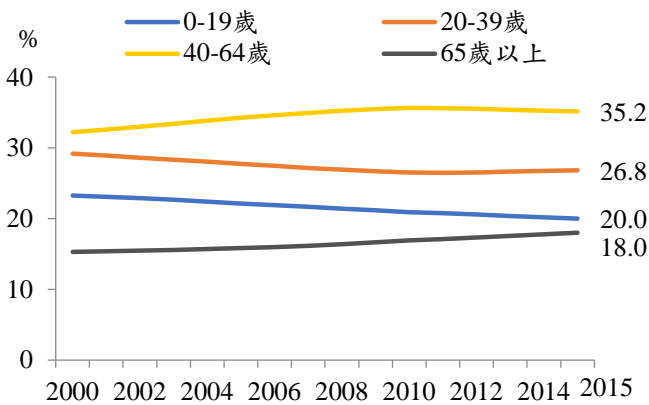
資料來源：World Bank 與主計總處

2010 至 2016 年，瑞士的平均儲蓄率達 34.5%，主要係人口老化與福利制度有關。Jordan (2017) 指出，瑞士 40 至 64 歲人口占總人口的比重穩定增加，此比重已逾 35% (圖 19)，且該年齡層為家庭儲蓄主力；加以瑞士的福利制度具強制性，因此有強迫儲蓄之功能，退

休基金亦計算為國民儲蓄，使得瑞士儲蓄率居高不下。

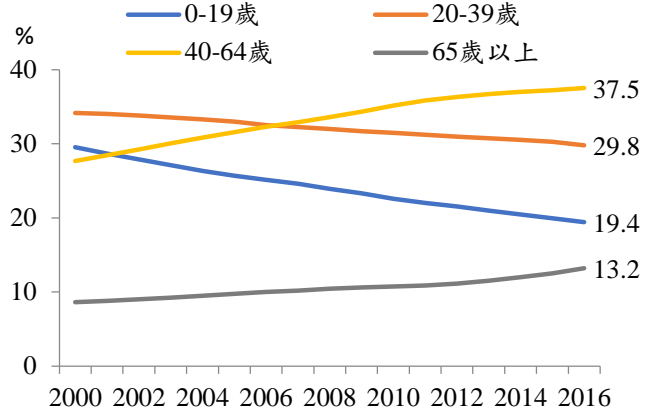
台灣儲蓄率亦高達31.8%，人口加速老化問題日趨嚴重，亦為台灣高儲蓄率原因之一。台灣40至64歲之人口快速攀升，比重已高達37.5%（圖20），而0至19歲與20至39歲之負儲蓄人口比重相較於瑞士下降更明顯，人口加速老化問題較瑞士更為嚴重，在預期壽命不斷提高，為退休生活做準備之心態之下，台灣家庭儲蓄率居高。此外，近年台灣因國內投資環境不確定性使企業並未積極將其獲利進行投資，企業超額儲蓄增加情形明顯<sup>22</sup>，整體超額儲蓄規模龐大。

圖19 瑞士人口分配發展



資料來源：UN

圖20 台灣人口分配發展



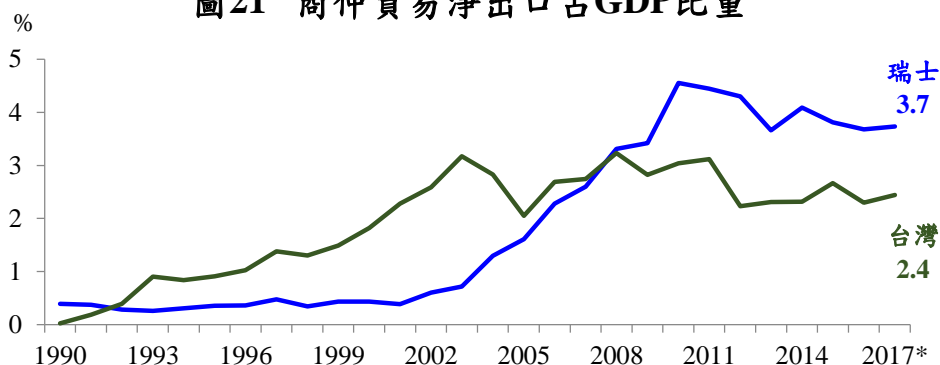
資料來源：內政部人口統計

瑞士三角貿易盛行，商仲貿易淨出口占GDP比重達3.7%（圖21），反映瑞士於歐洲貿易樞紐的地位，惟三角貿易對其國內就業之助益較小。台灣亦有類似情況，台商全球運籌與兩岸供應鏈發達，外銷接單海外生產的比重超過5成，三角貿易淨收入龐大，例如2017年1至3季，商仲貿易淨出口占GDP比重達2.4%（圖21），亦造成台灣經常帳順差較大。事實上，影響商仲貿易的最主要因素為全球貿易榮枯，亦即反映國際經濟景氣情況，與商仲貿易淨出口國之匯率較

<sup>22</sup>參考2016年12月22日央行理監事會後記者會參考資料。

無相關<sup>23</sup>，因此，瑞士與台灣因貿易樞紐與參與全球供應鏈程度高，而使商仲貿易淨出口及經常帳順差規模較大，實難透過匯率變動來調整。

圖21 商仲貿易淨出口占GDP比重



註\*：2017年以1至3季資料計算。

資料來源：SNB、中央銀行、主計總處

### (三)借鏡瑞士經驗對台灣的啟示

瑞士與台灣均長期經常帳順差，惟兩國經常帳順差並非全球貿易失衡主要來源；且兩國皆以商品貿易順差為經常帳順差之主力，在出口價格彈性小於所得彈性，以及匯率均深受國際資金移動影響之下，致難以升值有效縮減經常帳順差。

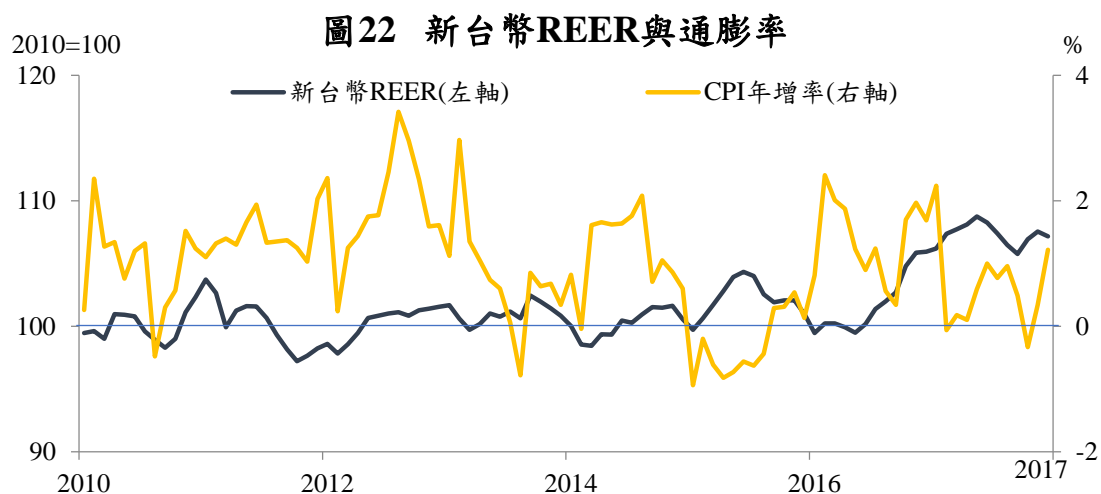
此外，兩國淨國外資產部位較大，在國內外利差持續之下，使國外所得淨收入與經常帳順差規模持續。台灣及瑞士皆面臨人口老化致高儲蓄傾向，超額儲蓄持續累積，以及商仲貿易淨出口比率高亦使經常帳順差較高。因此，綜合上述經常帳順差較大之結構因素，以及貨幣升值未能有效縮減經常帳順差之特質，經常帳不宜作為均衡匯率之評價基礎。

Jordan (2017) 指出瑞士法郎匯率與通膨率大致呈負相關，主要係瑞士法郎升值期間，透過進口物價下降導致通膨走低，進而使產出

<sup>23</sup>參考 Boersenstrasse, Dobeli, Fischer and Yesin (2013)。

缺口擴大，亦即瑞士法郎升值相當於貨幣情勢緊縮，將加重通貨緊縮問題，不利瑞士總產出。因此，SNB 現行的貨幣政策，採行負利率政策以減緩資金流入，並將匯率視為貨幣政策的工具之一，SNB 宣布必要時干預匯市之意願，以減輕瑞士法郎的升值壓力，進而確保物價穩定。

與瑞士情況相仿，2010 年以來，新台幣 REER 與通膨率大致呈負相關（圖 22），新台幣升值亦可能透過進口物價下降，引導國內物價走低，恐不利整體產出。惟台灣並無通貨緊縮問題，並未實施負利率政策。



## 五、經常帳順差與商仲貿易之亞洲國家實證分析

由前述分析可知，影響台灣經常帳順差的因素眾多，國民儲蓄與國內投資的結構為不可忽視的重要因素，如 IMF 的對外部門報告<sup>24</sup>採用總體經濟平衡法（Macroeconomic Balance approach，簡稱 MB）來

<sup>24</sup> IMF 對外部門報告主要評估各國匯率均衡水準，參酌多種模型的估計結果加以評並調整，其中亦包含總體經濟平衡法，以分析各國之經常帳情況。

評估 IMF 會員國的經常帳餘額及其影響因素<sup>25</sup>，即強調國民儲蓄與國內投資的結構分析。而瑞士央行觀察到近十年來，特別是經濟成長強勁的小型歐洲開放經濟體，如芬蘭、愛爾蘭、瑞典和瑞士等，商仲貿易成為這些國家經常帳順差的重要來源，且由於涉及商仲貿易的企業大多將其盈餘再投資到國外以擴大其跨國營運活動，因此商仲貿易僅使本國國民儲蓄提高而未能提升國內投資<sup>26</sup>，形成超額儲蓄增加，反映於經常帳順差擴大。導致經常帳順差擴大，因此 Bausch *et al.* (2015) 的研究延續 IMF 總體經濟平衡法加以探討經常帳順差與商仲貿易之關係。

Bausch *et al.* (2015) 使用 1980 至 2011 年 53 個國家的樣本進行追蹤資料模型實證分析。研究結果顯示，樣本期間內，平均而言，商仲貿易使一國的經常帳順差相對 GDP 比重增加 3 個百分點，且廠商遷移 (firm mobility or relocation) 顯著影響商仲貿易對經常帳擴增的效果。然而，Bausch *et al.* (2015) 的分析以瑞士相近的歐洲小型開放經濟體為主，由前一小節分析，其三角貿易盛行主要係其歐洲貿易樞紐的地位，使得商仲貿易淨出口占 GDP 比重高；而台灣等東亞國家，地理位置鄰近中國大陸，形成供應鏈之貿易型態，其商仲貿易對經常帳順差擴增效果是否與歐洲小型開放經濟體相似，是值得探究的議題。因此，本小節依循 Bausch *et al.* (2015) 的實證分析，建立台灣、南韓、日本、香港、馬來西亞、菲律賓之 2005 至 2017 年追蹤資料模型，以分析商仲貿易及其他結構因素對經常帳之影響。

實證模型設定如下：

---

<sup>25</sup> 參考 IMF (2006) 與 Lee *et al.* (2008) 的評估方法。

<sup>26</sup> 原文：Because merchanting firms reinvestment their earnings abroad to expand their international activities, this practice raises national saving in the home country without increasing domestic investment.

$$CA_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \gamma D_{it} + \rho M_{it} + \epsilon_{it},$$

其中， $CA_{it}$ 是經常帳餘額相對 GDP 之比率； $X_{it}$ 與 IMF 的 MB 模型相似，為影響經常帳餘額的主要總體經濟結構變數，包含財政餘額相對 GDP 比率(以 $FB_{it}$ 表示)、扶老比(以 $OD_{it}$ 表示)、人口成長率(以 $PG_{it}$ 表示)、淨國外資產相對 GDP 比率(以 $NFA_{it}$ 表示)、經濟成長率(以 $OG_{it}$ 表示)、人均相對所得(以 $RI_{it}$ 表示)等； $D_{it}$ 為虛擬變數<sup>27</sup>，事件或性質符合者設為 1，其餘設為 0，包含金融中心(香港<sup>28</sup>設為 1，以 $FC_{dummy}$ 表示)、全球金融危機(2008 與 2009 年設為 1，以 $FS_{dummy}$ 表示)以及高齡化社會(各國 65 歲以上老年人口比重達到 7%<sup>29</sup>時，將虛擬變數設為 1，以 $Aging_{dummy}$ 表示)等。

此外，實證模型中， $M_{it}$ 為商仲貿易淨出口相對 GDP 比率，Bausch *et al.* (2015) 為了避免商仲貿易淨出口為經常帳餘額之組成項目，造成估計上的偏誤，將商仲貿易設定為虛擬變數，以商仲貿易淨出口相對 GDP 比率大於 0.5%<sup>30</sup>設為 1 表示，本文除了延續其作法，亦嘗試先將經常帳餘額扣除商仲貿易淨出口後再除以 GDP 做為被解釋變數，並可設定 $M_{it}$ 為商仲貿易淨出口相對 GDP 比率做為解釋變數，以免除上述問題。因此，延續 Bausch *et al.* (2015) 的商仲貿易虛擬變數以 $M_{dummy}$ 表示，而商仲貿易淨出口相對 GDP 比率以 $M_{it}$ 表示。 $\epsilon_{it}$ 為殘差項。

此外，本研究亦依循 Bausch *et al.* (2015) 的做法，財政餘額相

<sup>27</sup> Bausch *et al.* (2015) 的虛擬變數設定亦包含產油國家、歐洲銀行危機事件、亞洲金融危機、該國加入歐元區等，惟本研究之樣本與樣本期間皆無此相關性質與事件，故省略。

<sup>28</sup> 金融中心之判定與 IMF 及 Bausch *et al.* (2015) 一致。

<sup>29</sup> 根據世界衛生組織定義，一國 65 歲以上老年人口占總人口比重達到 7%時，稱之為高齡化社會。

<sup>30</sup> 商仲貿易淨出口相對 GDP 比率，以 0.5%為門檻之設定與 Bausch *et al.* (2015) 相同，主要係 0.5%比率以上之商仲貿易淨出口具相當規模，原文：A threshold of 0.5% is used to capture merchanting effects of a certain volume.



對 GDP 之比率、扶老比、人口成長率及經濟成長率並非直接以各國數據做為觀察值，而是考慮各國相對其主要貿易對手國或鄰近國家的平均情況，以相對差距做為觀察值，對於經常帳餘額之分析更具解釋能力。

預期各解釋變數對經常帳餘額相對 GDP 比率之影響，與 IMF 使用 MB 模型評估各國經常帳情況的分析相同。其中，財政餘額對經常帳餘額之影響效果預期並不明確為正值或負值，主要係政府有財政盈餘時，通常有助該國超額儲蓄累積，反映於經常帳順差擴大，惟若政府有財政赤字，可能係採取擴張性的財政政策，則有助經濟發展進而提升生產力，使貿易出超擴大，且經常帳順差持續。扶老比對經常帳餘額之影響效果預期為正，主要係扶老比上升，平均 1 個青壯年必須扶養的老年人數量減少，可使儲蓄率上升，反映於經常帳順差擴增；人口成長率相對 GDP 比率影響效果預期為負，主要係人口成長率高的經濟體，負儲蓄的青壯年人口成長較快，整體儲蓄率下降，反映於經常帳順差縮減。淨國外資產對經常帳餘額相對 GDP 比率之影響效果預期為正，主要係一般情況之下，淨國外資產較大的國家，國外投資所得淨額相對較大，經常帳順差較大。經濟成長率與人均相對所得用以描述國家發展情況，隨著經濟發展階段的不同，國內儲蓄與投資差距的情況相異，反映於經常帳餘額的效果亦不同，Bausch *et al.* (2015) 認為歐洲國家多為已開發國家，且金融開放程度高，因此經濟成長率上升時，對外投資增加將使經常帳順差縮減，而人均相對所得上升時，有助國內儲蓄增加，反映於經常帳順差擴增。

此外，IMF 之 Consultative Group on Exchange Rate Issues (簡稱 CGER) 模型評估金融中心有助該國維持經常帳順差，因此預期對經常帳餘額相對 GDP 比率之影響效果為正；全球金融危機使國際貿易緊縮，預期對經常帳餘額相對 GDP 比率之影響效果則不明確，主要

須是該國進口與出口的相對衰退程度。高齡化社會之醫療支出抵銷家庭儲蓄，可能使儲蓄率下降，因而預期對經常帳餘額相對 GDP 比率之影響效果為負。 $M_{it}$  或  $M_{dummy}$  對經常帳餘額相 GDP 比率之預期影響效果為正，惟本文以亞洲供應鏈之主要經濟體為樣本，可與 Bausch *et al.* (2015) 之結果相較，商仲貿易對經常帳順差擴大之程度是否近似。模型中所使用變數之資料來源與整理說明，以及樣本之主要變數敘述統計，分別列於表 8 與表 9。

表 8 實證資料整理

變數名稱	整理方式	資料來源
$CA_{it}$	兩種方式做為被解釋變數： (1)經常帳餘額扣除商仲貿易淨出口之餘額除以名目 GDP。 (2)各國經常帳餘額除以名目 GDP。	IMF 與各國中央銀行
$FB_{it}$	財政餘額為各國一般政府貸出餘額 (general government net lending) 除以名目 GDP，再與亞洲國家之平均值相較，取得差值做為解釋變數。	WEO
$OD_{it}$	計算 30 至 64 歲人口數除以 65 歲人口數各國為扶老比，再與亞洲國家之平均值相較，取得差值做為解釋變數。	UN 與內政部
$PG_{it}$	計算各國總人口成長率，與亞洲國家之平均值相較，取得差值做為解釋變數。	UN 與內政部
$NFA_{it}$	各國淨國外資產除以名目 GDP。	IMF 與各國中央銀行
$OG_{it}$	各國實質人均經濟成長率，與亞洲國家之平均值相較，取得差值做為解釋變數。	IMF 與主計總處
$RI_{it}$	各國購買力平價之人均所得相對美國之比率	WEO
$Aging_{dummy}$	各國 65 歲以上老年人口占總人口比率達到 7% 時，虛擬變數設為 1。	UN 與內政部
$M_{dummy}$ 或 $M_{it}$	$M_{dummy}$ 為各國商仲貿易淨出口相對 GDP 比率大於 0.5% 時，將虛擬變數設為 1。 $M_{it}$ 為各國商仲貿易淨出口相對 GDP 之比率。	IMF 與各國中央銀行

表 9 主要變數之敘述統計

	經常帳餘額*相對 GDP 比率 (2005 年至 2017 年)				商仲貿易淨出口相對 GDP 比率 (2005 年至 2017 年)			
	平均數	標準差	最大值	最小值	平均數	標準差	最大值	最小值
台灣	7.04	3.49	13.05	2.07	2.62	0.37	3.23	2.05
香港	-2.41	5.44	6.21	-8.87	9.42	0.83	10.61	8.25
日本	2.69	1.32	4.51	0.57	0.17	0.03	0.25	0.13
南韓	3.12	2.35	7.09	0.11	0.52	0.33	1.12	0.14
馬來西亞	8.74	5.65	16.37	2.00	0.27	0.15	0.55	-0.06
菲律賓	2.77	2.16	5.68	-0.93	0.02	0.04	0.14	0.00

註\*：經常帳餘額已扣除商仲貿易淨出口額。

資料來源：詳表 8。

由樣本國家剔除商仲貿易淨出口的經常帳餘額相對 GDP 比率的敘述統計觀察，2005 至 2017 年，台灣與馬來西亞的平均值最高，分別呈現台灣外需導向及馬來西亞做為原物料出口國的性質；而商仲貿易淨出口相對 GDP 比重的平均數則以香港最高，且香港的經常帳餘額剔除商仲貿易淨出口後呈現逆差，呈現香港鄰近中國大陸之貿易樞紐地位。惟由敘述統計，難以分析商仲貿易對經常帳餘額的影響，因此後續以追蹤資料模型進行分析。

本文之追蹤資料模型分為兩組，第一組以經常帳餘額剔除商仲貿易淨出口做為被解釋變數，第二組則與以 Bausch *et al.* (2015) 相同，直接以經常帳餘額做為被解釋變數。在兩組模型中，再依不同的解釋變數之設定，分為 4 個子模型，模型 1 為基本模型，僅包含總體經濟變數，未包含虛擬變數及商仲貿易淨出口相關變數；模型 2 為模型 1 的擴充，除總體經濟變數外，加入商仲貿易淨出口虛擬變數；模型 3 亦為模型 1 的擴充，加入商仲貿易淨出口相對 GDP 之比率；模型 4 包含總體經濟變數與全部虛擬變數，可與 Bausch *et al.* (2015) 比較。

追蹤資料分析與 Bausch *et al.* (2015) 一致以簡單 pooling 方法進行，實證結果列於表 10。被解釋變數為剔除商仲貿易淨出口之經常帳餘額相對 GDP 比率的模型 1 實證結果顯示，財政餘額對經常帳餘額之影響效果顯著為負值，可能係樣本期間內，樣本國家採取擴張性的財政政策，因而政府財政赤字，有助經濟發展進而提升生產力，使貿易出超擴大，且經常帳順差持續。扶老比對經常帳餘額之影響效果顯著為正，與預期相同，主要原因是退休養老的儲蓄需求增加，反映於經常帳順差擴增；其餘解釋變數如人口成長率、淨國外資產、經濟成長率、人均相對所得等影響效果皆不顯著， $R^2$  為 0.301。模型 2 的實證結果與模型 1 相似，惟所加入的商仲貿易虛擬變數，估計係數顯著為 0.439，顯示樣本期間中，商仲貿易有助於帶動經常帳順差相對 GDP 比率增加約 4 個百分點。此外，模型 3 的實證結果與模型 1 相似，僅財政餘額對經常帳餘額之影響效果顯著為負值，及扶老比對經常帳餘額之影響效果顯著為正，加入之商仲貿易淨出口相對 GDP 之比率並不顯著，而模型 4 為模型 1 加入 4 個虛擬變數，實證結果顯示商仲貿易虛擬變數顯著為 0.473，略高於模型 1 之估計值，以及香港為金融中心虛擬變數顯著為 -1.165。香港為金融中心，理論上有助其經常帳順差，惟若將經常帳餘額剔除商仲貿易淨出口，則平均而言，香港由經常帳順差轉為逆差，因此造成此虛擬變數顯著為負值。模型 2 至模型 4 的  $R^2$  相較於模型 1 略增，反映解釋變數增加。

此外，第二組的被解釋變數為經常帳餘額相對 GDP 比率，模型 1-1 實證結果與基本模型結果相似，財政餘額與扶老比的效果顯著，惟人均相對所得亦呈顯著，顯示此些亞洲國家人均所得相對美國上升時，國內儲蓄增加，經常帳順差擴增。模型 2-1 與模型 2 的結果相似，惟扶老比轉呈不顯著，模型 3-1 與模型 3 的結果亦相似，且與模型 1-1 相同，人均相對所得亦呈顯著；模型 4-1 加入 4 個虛擬變數後，所有

係數皆呈不顯著。因此，在被解釋變數為經常帳餘額相對 GDP 比率，未剔除商仲貿易淨出口的情況下，模型的  $R^2$  皆小於第一組模型，且較多係數不顯著，因此本研究結論以第 1 組的結果為主。

表 10 追蹤資料實證結果

被解釋變數	$C_{it}$ (經常帳餘額剔除商仲貿易淨出口/GDP)				$C_{it}$ (經常帳餘額/GDP)			
	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 1-1	模型 2-1	模型 3-1	模型 4-1
常數項	-2.498 [2.839]	0.332 [3.699]	-3.507 [2.938]	1.341 [3.563]	-3.063 [2.569]	-0.637 [3.351]	-3.355 [2.686]	0.747 [3.456]
$FB_{it}$	<b>-0.661***</b> [0.169]	<b>-0.633***</b> [0.170]	<b>-0.652***</b> [0.168]	-0.105 [0.242]	<b>-0.424**</b> [0.153]	<b>-0.400*</b> [0.154]	<b>-0.422**</b> [0.154]	-0.135 [0.234]
$OD_{it}$	<b>2.810**</b> [0.828]	<b>2.530**</b> [0.859]	<b>3.426***</b> [0.958]	1.064 [0.951]	<b>2.703***</b> [0.750]	2.463 [0.778]	2.882 [0.867]	1.817 [0.922]
$PG_{it}$	-2.727 [2.036]	-3.227 [2.073]	-4.212 [2.345]	-0.136 [4.362]	-1.744 [1.843]	-2.172 [1.878]	-2.174 [2.144]	-0.967 [4.231]
$NFA_{it}$	0.092 [0.210]	-0.003 [0.224]	0.178 [0.220]	0.039 [0.213]	0.133 [0.190]	0.052 [0.203]	0.158 [0.201]	0.106 [0.206]
$OG_{it}$	-2.126* [0.970]	-0.556 [1.638]	-0.795 [1.431]	2.312 [1.755]	0.151 [0.878]	1.497 [1.484]	0.537 [1.308]	2.505 [1.702]
$RI_{it}$	15.785 [5.850]	2.786 [12.396]	18.915 [6.333]	0.306 [12.823]	<b>17.053**</b> [5.294]	5.911 [11.230]	<b>17.960*</b> [5.789]	6.380 [12.438]
$M_{it}$			0.995 [7.891]				0.288 [0.721]	
$M_{dummy}$		<b>0.439*</b> [0.369]		<b>0.473*</b> [0.346]		0.376 [3.334]		0.498 [1.303]
$FC_{dummy}$				<b>-1.165*</b> [0.313]				3.730 [3.353]
$FS_{dummy}$				-1.886 [1.332]				-1.856 [1.292]
$Agindummy$				-1.869 [6.273]				-1.384 [6.084]
$R^2$	0.301	0.305	0.307	0.403	0.268	0.337	0.260	0.282

註：\*、\*\*與\*\*\*分別表示在 10%、5%與 1%的信賴水準，括弧中數值為該估計值之標準差。

第二組的研究方法與 Bausch *et al.* (2015) 相同，實證結果可互為比較。本文樣本皆為亞洲國家，而 Bausch *et al.* (2015) 以歐洲國家為主，實證結果顯示財政餘額與商仲貿易皆對經常帳餘額有顯著影響效果，惟財政餘額係數與 Bausch *et al.* (2015) 方向相反，可能係 Bausch *et al.* (2015) 的樣本國家之有財政盈餘時，有助該等國家儲蓄率提升，反映於經常帳餘額增加；而扶老比在本文的研究中有顯著效果，在 Bausch *et al.* (2015) 則不顯著；此外，淨國外資產的部分本文的實證研究不顯著，而在 Bausch *et al.* (2015) 顯著。表 11 列出本文之實證結果與 Bausch *et al.* (2015) 之比較。

表 11 本文與 Bausch *et al.* (2015) 之比較

	本文 模型 1	本文 模型 1-1	Bausch <i>et al.</i> (2015) 模型 1	本文 模型 2	本文 模型 2-1	Bausch <i>et al.</i> (2015) 模型 2
$FB_{it}$	-0.661***	-0.633***	0.27***	-0.424**	-0.400*	0.26***
$OD_{it}$	2.810**	2.530**	不顯著	2.703***	不顯著	不顯著
$PG_{it}$	不顯著	不顯著	不顯著	不顯著	不顯著	不顯著
$NFA_{it}$	不顯著	不顯著	0.06***	不顯著	不顯著	0.06***
$OG_{it}$	不顯著	不顯著	不顯著	不顯著	不顯著	不顯著
$RI_{it}$	不顯著	不顯著	不顯著	17.053**	不顯著	不顯著
$M_{dummy}$		0.439*	0.03***		0.376	0.04***
觀察值	78	78	287	78	78	287
樣本期間	2005-2017	2005-2017	1980-2011	2005-2017	2005-2017	1980-2011

註：Bausch *et al.* (2015) 的研究尚包含產油國家等虛擬變數與本研究較無相關，省略未列於本表。

綜合上述，台灣等東亞國家，地理位置鄰近中國大陸，形成亞洲供應鏈之貿易型態，商仲貿易對經常帳順差擴增效果與歐洲小型開放經濟體相似，皆為正向顯著，且財政餘額與扶老比對經常帳順差的影響亦呈顯著，顯示影響經常帳順差的結構性因素為財政政策與人口加速老化。與前述借鏡瑞士經驗對台灣的啟示相同，在商仲貿易淨出口對 GDP 比重高，且經常帳順差深受儲蓄-投資結構因素的國家，若欲縮減經常帳順差以增進外部平衡，則根本解決之道可由財政政策與人口政策著手。在惟本研究之樣本數僅 6 國，且受限於 BPM6 的統計，多數國家由 2005 年起公布，後續研究可加以擴充樣本國家與時間數列，以提高模型的配適度，使估計結果更穩健。

## 六、心得與結論

本次專題研習內容包括：美國經常帳逆差的影響因素與結構變動探討，以及美國貨幣政策朝向正常化，匯率變動對美國經常帳逆差之影響，藉由實證分析匯率變動對美國貿易入超及其主要貿易對手國之影響效果，闡述對台灣之啟示；並參考美國匯率政策報告之檢視標準，比較瑞士與台灣經常帳之組成與成因，以及參考瑞士央行之研究報告進行商仲貿易對經常帳的實證分析，特別是在亞洲供應鏈之貿易型態下，影響台灣等東亞國家等經常帳順差之結構因素。

此行主要於美國聖路易華盛頓大學經濟系進行研習，除了進行專題研究之外，並以及參加相關研討會，且與美國聖路易聯邦準備銀行研究員交流意見，收穫豐富。結論如下：

(一)自 2016 年 4 月美國財政部匯率政策報告公布觀察名單以來，央行持續與美方保持溝通。2017 年 10 月台灣已自匯率政策報告觀察名單移除，2018 年 4 月台灣仍持續自觀察名單移除，惟台灣經常帳順差相對 GDP 比率仍偏高，應持續與美方保持友好溝通，

並將台灣結構因素加以闡釋，以確保台灣持續免除列入其匯率政策報告觀察名單。

(二)美國經常帳長期逆差，而其對貿易夥伴的貿易入超，事實上並不表示美國貿易政策失敗，其經濟金融仍持續穩健發展；美國經常帳逆差最主要原因在於其全球金融霸主的地位，以及高端製造業與服務業均居國際優勢，將高附加價值的部分留在美國，持續及鉅額的服務貿易與所得順差，以及國外資金淨流入，形成支撐美國商品貿易入超的主要來源。美國近期採取新貿易措施，試圖解決整體貿易入超或經常帳逆差，將可能徒勞無功。而台灣為美國之主要貿易夥伴之一，美中貿易摩擦升溫，以及美國對亞太地區的政治態度，都將對台灣對外貿易以及金融市場產生外溢效果，台灣應持續掌握美國貿易政策之變化，以因應相關衝擊。

(三)台灣深受美國匯率及貿易政策影響。由本研究之實證結果顯示，美國的實質進口需求，主要由民間實質投資帶動，加以目前美國實施新稅制、擴大基礎建設，以及鼓勵企業投資。對台灣而言，強化對美國直接投資及兩國策略聯盟為減緩美國貿易政策衝擊的方式之一。台商硬體製造的優勢與美國廠商合作可提高兩國貿易之互利及互補性，進而降低美國自台灣進口的價格彈性。

(四)台灣經濟規模小，國內超額儲蓄，形成長期經常帳順差。借鏡美國的經驗，促進經濟發展應由鼓勵投資著手。台灣應積極提升國內企業投資意願，以及引進研發機構來台直接投資，帶動高端製造業及服務業發展，將有利台灣經濟成長及就業與薪資，並可增進台灣之外部平衡。

此外，借鏡瑞士經驗，台灣人口加速老化問題更為嚴重，在年金與勞退制度改革紛擾，增加不確定性的情況之下，以及預期



壽命不斷提高，為退休生活做準備之心態之下，恐強化儲蓄養老的心態，台灣家庭儲蓄率難以下降，因此，當務之急為鼓勵生育，以及優化人口結構，方為解決超額儲蓄之根本之道。

由台灣與東亞國家的追蹤資料實證分析，除上述人口加速老化問題顯著影響經常帳之外，財政政策亦是影響經常帳之重要變數，有助減緩經常帳順差擴大。台灣自 2016 年以來，政府支出對經濟成長的貢獻已持續擴大，且在財政空間許可下，台灣在 2017 年 7 月公布施行「前瞻基礎建設特別條例」，預期此寬鬆的財政政策將有助台灣的經常帳平衡。

## 參考文獻

- 林依伶，2014，「影響我國商品出口變動之因素-考量匯率對進口中間財之影響」，《中央銀行季刊》，36，頁 15-42。
- 黃德惠，2018，「電子及光學產業全球價值鏈參與對出口匯率彈性的影響-以中、日、韓、台、馬、星為例」，台灣大學國際企業研究所，碩士論文。
- Beusch, E., Barbara Döbeli, Andreas Fischer and Pinar Yeşin (2015), “Merchanting and Current Account Balances,” *The World Economy*, 21 October.
- Coughlin, Pakko and Poole (2006), “How Dangerous Is the U.S. Current Account Deficit?” *The Regional Economist*, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Cavallo, M. and A. Landry (2018), “Capital-Goods Imports and US Growth,” Staff Working Paper 2018-1, Bank of Canada.
- Dickey, D. A.; Fuller, W. A. (1979), “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root,” *Journal of the American Statistical Association*. 74 (366) : 427-431.
- Edwards and Sebastian (2005), “Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? And If Not, How Costly is Adjustment Likely to be?” *NBER Working Paper* No. 11541.
- Engle, R. F.; Granger, W. J. (1987), “Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing,” *Econometrica*. 55 (2) : 251-276.
- Hnatkovska, V. and M. Evans (2005), “International Capital Flows in a

World of Greater Financial Integration,” *Computing in Economics and Finance*, Society for Computational Economics.

Hooper, P., K., Johnson, JR Marquez ( 2000 ) , “Trade Elasticities for the G-7 Countries,” *Princeton Studies in International Economics*, No.87.

Fidler ( 2017 ) , “President Trump, Trade Policy, and American Grand Strategy: From Common Advantage to Collective Carnage,” *Asian Journal of WTO & International Health Law and Policy*, Vol. 12, No. 1, pp. 1-31.

Gagnon, Bayoumi, Londono, Saborowski, and Sapriza ( 2017 ) , “Unconventional Monetary and Exchange Rate Policies,” *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Griswold, D.,( 2017 ), “Plumbing America’s Balance of Trade,” *Mercatus Research*, Mercatus Center, George Mason University.

Giordano, C. and Francesco Z. ( 2016 ) “Shedding Light on Price- and Non-price-competitiveness Determinants of Foreign Trade in the Four Largest Euro-area Countries,” *Review of International Economics*, April.

Grossmann, Lein and Schmidt ( 2016 ) , “Exchange rate and foreign GDP elasticities of Swiss exports across sectors and destination countries,” *Applied Economics*, Vol. 48, No.57.

Greenspan, A. ( 2004 ) , “Risk and Uncertainty in Monetary Policy,” *American Economic Review*, 94 ( 2 ) : 33-40.

IMF 2016 Article IV Consultation- Press Release, Staff Report, and Statement by the Executive Director for Switzerland, *Country Report*

No. 16/ 381.

International Monetary Fund, 2017, “Multi-Country Report, 2017 External Sector Report-Individual Economy Assessments,” *IMF Policy Paper*, July.

Imbs, Jean and Mejean, Isabelle (2016) “Trade Elasticities,” *Review of International Economics*, No.21.

Jordan, Thomas (2017) , “High Swiss Current Account Surplus: Consequences for SNB Monetary Policy?” *Speech at the University of Basel*, Nov. 23.

Johansen, S. *Likelihood-Based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models*. Oxford: Oxford University Press, 1995.

Feldstein, M. (2017) , “Inconvenient Truths about the US Trade Deficit,” *Project Syndicate*, APR 25, 2017.

Obstfeld M. and K. Rogoff (2005) , “Financial Integration and the Wealth Effect of Exchange Rate Fluctuations,” *Staff Report* No. 226. New York: Federal Reserve Bank of New York, October.

Phillips, P. C. B. and Perron, P. (1988) , “Testing for a Unit Root in Time Series Regression,” *Biometrika*. 75 (2) : 335–346.

Rajan, G. (2005) , “Has financial development made the world riskier?” *Proceedings Economic Policy Symposium*, Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, issue Aug, pages 313-369

Robinson, Gornostay, de Bolle, Joseph and Kolb (2017) , “Withdrawing from NAFTA Would Hit 187,000 US Exporting Jobs, Mostly in Heartland,” *Trade and Investment Policy Watch*, PIIIE.

Santacreu, Ana Maria (2016), "Long-Run Economic Effects of Changes in the Age Dependency Ratio," *Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Synopses*, 2016, No. 17.

Stiglitz, J. E. (2004), "Capital-market Liberalization, Globalization, and the IMF," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20, No. 1, pp 57-71.

Smaghi, Lorenzo Bini (2011), "The Triffin dilemma revisited" Member of the Executive Board of the European Central Bank, at the Conference on the International Monetary System at the Triffin International Foundation, Brussels, October 2011.

Roach, S.(2018), "The Myth of Sound Fundamentals," *Project Syndicate* Feb 26, 2018.

