

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)

## 貨幣政策、匯率及資本移動

服務機關：中央銀行

姓名職稱：黃麗倫/二等專員

出國地點：瑞士 伯恩

出國期間：108年3月4日~108年3月21日

報告日期：108年6月



# 目 錄

一、前言 .....	1
二、 $CA=S-I$ 等式不帶因果關係，惟常被誤用 .....	3
(一) 「 $X-M=S-I$ 」恆等式只顯示一國的內部平衡及外部平衡情形 .....	4
(二) 「 $X-M=S-I$ 」恆等式常見的謬誤分析 .....	5
(三) 處理導致儲蓄過多或過少的原因，才能真正解決經濟不平衡 .....	11
三、衡量到的 FDI 並非全然都是真正的 FDI .....	17
(一) BMP6 所衡量到的 FDI，不像傳統觀念所描述的 FDI，反而更像是 證券投資 .....	18
(二) FDI 集中在金融中心顯示，FDI 恐已淪為金融遊戲 .....	23
四、結論與建議 .....	30
(一) 解決經常帳順差的正確之道，在於促進投資與提昇消費能量 .....	30
(二) 謹慎看待 FDI 總額，並試著深入瞭解 FDI 的流向 .....	33

圖 1 經常帳餘額分布變化：1997~2017 年 .....	3
圖 2 瑞士的匯率及經常帳之變動 .....	7
圖 3 瑞士經常帳餘額被誇大情形 .....	9
圖 4 瑞士各產業的淨出口變動情形 .....	11
圖 5 主要國家國民儲蓄率（2017） .....	12
圖 6 淨公共投資對 GDP 比率 .....	13
圖 7 德國的企業儲蓄過剩導致經常帳順差過大 .....	14
圖 8 全球跨境資本移動：FDI 蔚為主流 .....	17
圖 9 新興市場國家每季 FDI 流入與流出的相關性 .....	19
圖 10 新興市場國家 FDI 流入明顯回應美國貨幣政策 .....	21
圖 11 跨國企業的內部貸款等資本移動歸類為 FDI .....	22
圖 12 金融中心國家占全球 GDP 比重 .....	24
圖 13 2007~2015 年間全球外部資產、負債及 GDP 之變動 .....	24
圖 14 FDI 存量對 GDP 比重前十大國（2014 年） .....	25
圖 15 一國對外 FDI 經過 SPE 之比重 .....	26
圖 16 台灣的儲蓄率、投資率與超額儲蓄率 .....	31
圖 17 台灣的企業儲蓄過剩導致經常帳順差過大 .....	31
圖 18 可支配所得按戶數五等分位組之平均每戶儲蓄率 .....	32
圖 19 薪資帶動型的成長策略 .....	33
表 1 總出口、製造業出口的 REER 彈性（絕對值） .....	8
表 2 台灣 FDI 概要 .....	35
專欄：跨國企業的避稅操作實例 .....	28

## 一、前言

本文作者主要參加瑞士央行基金會 (Foundation of Swiss National Bank) 舉辦之「貨幣政策、匯率及資本移動」課程，為期 3 週，學員來自 28 個國家，講師包括德國美因茲 (Mainz) 大學國際經濟學教授 Philipp Harms、英國劍橋大學總體經濟學教授 Giancarlo Corsetti，以及瑞士洛桑 (Lausanne) 大學教授 Philippe Bacchetta 等人。

課程從國際收支帳的編製談起，說明不帶因果關係的  $CA=S-I$  之等式 (經常帳餘額=儲蓄-投資) 如何推得，接著探討如何運用等式右邊，即透過儲蓄及投資行為來瞭解經常帳動態，進而評估當前經常帳不平衡的情況，同時瞭解 IMF 所採用的外部平衡評估法 (External Balance Assessment, EBA)。

在對國際經濟金融有了基礎認識後，課程深入探討實質匯率理論，瞭解為何購買力實質匯率不易得到實證結果支持的原因，可歸因於，用以比較的最終產品，不僅含貿易財、亦存在非貿易財，例如，就算進口消費品，從產地到消費者手中，中間通常還有物流、零售等服務成本。例如，《經濟學人》根據購買力平價理論編製各國的購買力實質匯率，並據以計算各國匯率高低估的幅度 (如本年 1 月 10 日公布的最新資料，新台幣低估了 59.9%)，並未獲得實證結果的支持。

實質匯率理論之後，接著討論取決於外匯市場供需的名目匯率，介紹標準匯率模型 (無拋補利率平價模型(UIP)、貨幣模型等)，進而探討匯率模型是否管用，以及外匯干預是否有效。

課程內容還包括，回顧金融危機理論模型的發展，探討危機模型如何從著重經濟基本面因素的第一代通貨危機模型，發展到納入理性

預期、主張市場存在多個均衡解（沒有危機的最佳均衡及發生危機的次均衡）第二代模型，再到強調金融市場存在傳染效應、道德風險、群聚效應（herd behavior）等失衡問題的第三代模型；以及，透過各種模型來探討重要經濟金融問題，其中包括，運用開放經濟體的新興凱因斯（New Keynesian）模型，探討因應資本移動的最適貨幣政策為何？答案或許為，在大規模資本移動肇致匯率偏離及外部不平衡（external imbalance）、並逐漸侵蝕央行以單一工具穩定經濟體之能力的世界，央行需要新工具，也就是總體審慎政策，以補充貨幣政策。

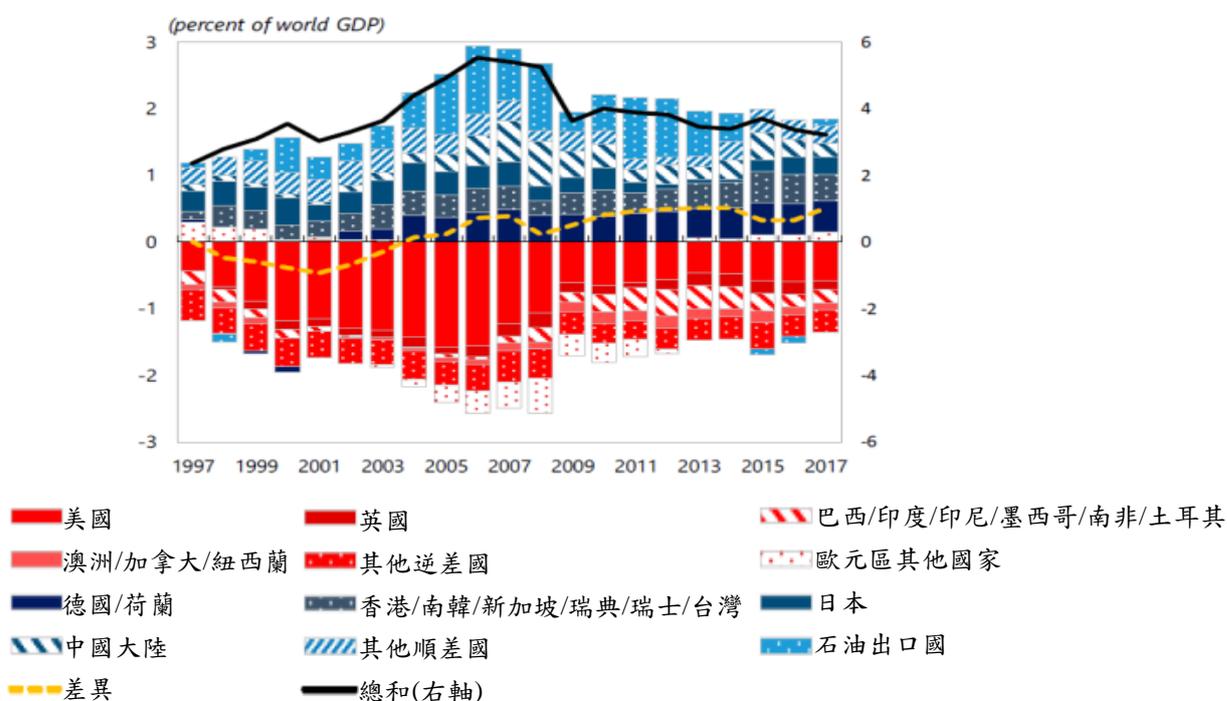
此外，課程期間另安排瑞士央行（Swiss National Bank, SNB）資產管理部主管 Christoph Maron 及負責通膨預測的經濟學家 Christoph Winter，分別簡報該行的外匯存底管理策略，以及貨幣政策架構及近年的執行概況。

本次課程涵蓋的範圍甚廣，故本報告選擇近年來在國際間頗受重視的兩個議題加以探討：（1）國際間誤用  $CA=S-I$  等式的情況；（2）為何如今衡量到的外人直接投資（foreign direct investment, FDI）並非全然都是真正的 FDI。本報告共分為四大部分，除此前言外，第二章至第三章分別探討前述兩個議題；最後，第四章則為本報告的結論與建議。

## 二、 $CA=S-I$ 等式不帶因果關係，惟常被誤用

2000 年以來，先進經濟體持續出現貿易逆差，新興及開發中經濟體則年年呈現貿易順差，雙邊持續單向且規模愈來愈大的外部不平衡情況；經常帳不平衡對全球 GDP 比率在全球金融危機發生前來到近 6% 的高峰，其後雖略下降，但不平衡狀況仍維持在 3%~4% 的水準（見圖 1）。

圖 1 經常帳餘額分布變化：1997~2017 年



資料來源：IMF (2018), “2018 External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions,” July 19.

全球經常帳不平衡的長年趨勢，加劇貿易緊張關係，助長保護主義 (protectionist) 情緒，這從美國與中國大陸這兩個貿易大國之間的貿易口水戰，在本 (2019) 年轉變成相互加徵關稅的真槍實戰，即可見一斑。

探討外部不平衡或全球不平衡議題的學者或政治人物，通常會以

「 $X-M=S-I$ 」恆等式為引，先說明一國國內的儲蓄與投資狀況，也就是內部不平衡（internal imbalance）如何反映外部不平衡，再深入分析導致內外不平衡的可能原因，惟這個本身不說明任何因果關係的恆等式，卻經常遭到誤用，有時成為政客用以指控他國匯率低估的理由，以將本國國內經濟不平衡的問題歸咎於他國，然而，這種找代罪羔羊的指控並無法解決隱藏在表象之下的國內經濟失衡問題。

### （一）「 $X-M=S-I$ 」恆等式只顯示一國的內部平衡及外部平衡情形<sup>1</sup>

從眾所皆知的國民所得會計帳，可以導出下列這個說明一國經常帳平衡與國內經濟平衡關係的恆等式：

$$X-M=S-I \text{（經常帳餘額＝國民儲蓄－國內投資）}$$

透過說明一國國民儲蓄（ $S$ ，包括公部門儲蓄及民間儲蓄）、國內資本形成（ $I$ ）及經常帳餘額（ $X-M$ ）之間的會計關係，此一等式可協助探究一國國民儲蓄與對外貿易之間的潛在連結，並可闡明一國內外部不平衡的程度。

以中國大陸為例，由  $X-M=S-I$  此一等式，可清楚說明其外部不平衡與內部不平衡的嚴重性，以及內部不平衡如何反映外部不平衡：中國大陸透過貿易順差所賺得，但沒有被用在消費或投資的部分，必定被儲蓄起來；再者，儲蓄與投資之間的缺口，等於外人投資的淨移動，這代表著，一國儲蓄沒用在國內投資的部份，就移往國外投資。

再以美國為例，為何美國人的儲蓄及投資決定，帶來了整體的貿易逆差？原因很簡單：若一國將總產出的更多部分儲蓄起來，而不是

---

<sup>1</sup> 主要參考 Yang (2012)、Feldstein (2017)。

投資於企業設備及建造，那麼她就有額外的產出賣給其他國家；換言之，儲蓄減掉投資，等於出口減掉進口——這是一個基本的會計恆等式，它適用於每個國家、每個年度。因此，欲減少美國的貿易逆差，就得要美國人增加儲蓄或減少投資。

美國之所以能在 30 逾年間年年維持貿易逆差，是因為外國人願意將錢借給美國人來融通淨買入，融通方法則是透過購買美國債券、美國股票，或投資美國房地產及其他企業。外國人是否在未來數十年還繼續願意借錢給美國人，對此，哈佛大學經濟學教授 Martin Feldstein 表示，這無法保證，但也沒有理由認為這種趨勢必然終結；雖然借錢給美國人的外國單位，總有一天會要求還錢，但其他人會取而代之，成為下一代的出借人。

## (二) 「 $X-M=S-I$ 」恆等式常見的謬誤分析<sup>2</sup>

由前述可見，「 $X-M=S-I$ 」恆等式，只能顯示一國的內部平衡及外部平衡情形，但無法說明因果關係；然而，誤將「 $X-M=S-I$ 」的恆等式關係，拿來當作因果關係，是部分分析人士對此恆等式的共通誤解，彼等誤將等式的一邊，拿來解釋另一邊。

例如，部分分析人士會單獨強調等式左邊，就指稱出口及進口是決定經常帳餘額的主要因素，而這正是那些相信匯率是調整經常帳不平衡唯一工具之士，所秉持的理由。另外，部分人士則會單獨聚焦在等式右邊，獨獨強調儲蓄及投資行為決定經常帳餘額的重要性。

此一等式比較妥適的詮譯為，導致等式左邊不平衡的任何原因，

---

<sup>2</sup> Hong, Vos and Yao (2008)、Mckinnon (2013)。

必定也會影響等式右邊的變數。例如，若匯率變動會改變外部平衡，匯率變動也必定改變國內儲蓄與投資缺口，也就是改變內部平衡。

然而，多年來美國仍將龐大的貿易逆差歸咎於中國大陸及德國等順差國，責怪彼等政府的出口補貼政策、甚至操縱匯率實務肇致美國龐大貿易逆差，進而傷害美國企業及員工。但究諸實際，這些指控，尤其是操縱匯率促貶來獲得不公平競爭優勢的指控，存在三大謬誤<sup>3</sup>：

(1) 認為透過匯率，一國可系統性地操縱貿易餘額；(2) 政客及央行「真的」可以決定匯率；(3) 認為一國經常帳餘額反映一國出口競爭力。

#### **謬誤 1：一國可透過匯率系統性地操縱貿易餘額**

許多批評者認為，透過匯率，貿易順差國可系統性地操縱貿易餘額。然而，由於全球價值鏈（global value chains）高度整合，工業出口含有大量進口投入，這意味著，匯率波動對國內商品價格及貿易餘額的影響大不如前。

以德國為例，前 ECB 資深官員、現為德國智庫 DIW 董事長的 Marcel Fratzscher 指出，儘管歐元兌美元的匯率在 2011~2017 年間大幅波動，但德國對美國雙邊貿易順差幾乎維持不變；德國將其亮眼的出口表現歸因於，強勢的市場地位，以及因製造業高度專業化而享有之訂價實力，而非操縱匯率。

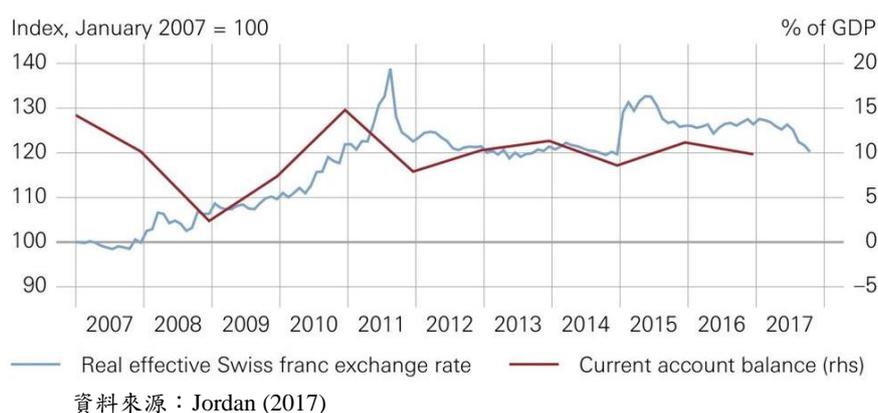
再以瑞士為例，自 1980 年代以來，經常帳一直維持順差，僅在 2008 年全球金融危機期間呈劇烈波動，近年經常帳順差對 GDP 比率

---

<sup>3</sup> Fratzscher (2017)。

穩定在 8%~11%，然而，自全球金融危機以來，瑞士法郎並未走貶，而是強勢升值（圖 2）；此一事實駁斥了一國可透過操縱匯率、促使通貨貶值來擴大出口的指控。

圖 2 瑞士的匯率及經常帳之變動



新近實證研究結果即指出，全球價值鏈興起，削弱各國藉貶值以提振出口的效果。Ahmed et al. (2015) 指出，在全球價值鏈中，匯價貶值僅有利於一國出口的附加價值部分，且亦增加其進口中間財的成本，對提升出口競爭力的效果有限；一國在全球價值鏈的參與愈深，匯價貶值對激勵出口的效果愈弱。

Ahmed et al. (2015) 運用 OECD 與 WTO 共同構建的附加價值貿易指標資料庫 (Trade in Value-Added, TiVA)，以 1996~2012 年、46 個國家 (不包括台灣) 的資料，分析出口的實質有效匯率 (Real Effective Exchange Rate, REER) 彈性<sup>4</sup>，分析結果為，全球總出口 (包括商品及服務) 的 REER 彈性已大幅下降，自 1.4 降至 0.7，約僅為 1990 年代中期的一半；此外，製造業出口的 REER 彈性，亦自 1.3 降至 0.6 (見表 1)。REER 對出口的影響減弱，主要因各國在全球價值鏈的參與日增；一國在全球價值鏈的參與程度愈深，出口的 REER

<sup>4</sup> 即實質有效匯率變化對出口的影響程度。

彈性愈小。

表 1 總出口、製造業出口的 REER 彈性（絕對值）

類別 \ 時間	1996~2003 年	2004~2012 年
總出口的 REER 彈性	1.4	0.7
製造業出口的 REER 彈性	1.3	0.6

資料來源：Ahmed et al. (2015)

### 謬誤 2：政客及央行「真的」可以決定匯率

第二個謬誤是認為政客及央行真的可以決定匯率。在多數先進經濟體，匯率根本無法由人為決定；而係根據實體經濟及金融體系的狀態內生決定（endogenously determined）。

如同數年前瑞士央行試圖阻止瑞士法郎升值，結果得到慘痛的教訓；由於外匯市場過於深化，直接進行干預的風險過大。美國財政部在 1990 年代即放棄干預外匯市場；ECB 也僅在 2000 年短暫地進行一次市場干預。

簡言之，指責他國來促使自身貨幣貶值的說法，忽略一個事實：匯率波動對國內通膨、出口及經濟成長的影響有限且短暫。

### 謬誤 3：一國經常帳餘額反映一國出口競爭力

第三個謬誤則是認為一國經常帳餘額反映一國出口競爭力。事實上，一國的外部餘額（external balance）係由國內偏好及跨期的（intertemporal）儲蓄與投資決策所決定。以德國為例，Fratzsher (2017) 認為，德國 1/3 的經常帳順差要歸因於人口結構變遷的基本面因素。

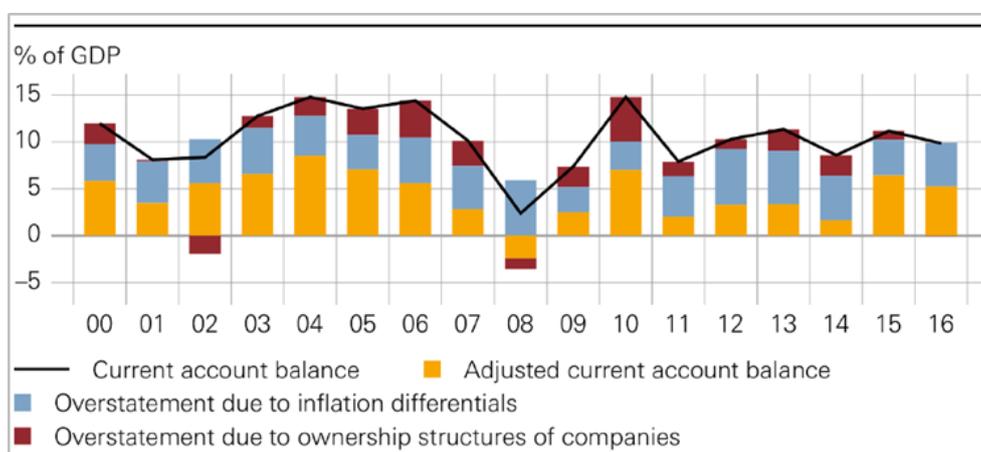
再以瑞士為例，Jordan (2017) 指出，其經常帳順差主要是統計扭

曲、人口老化迅速，以及瑞士經濟的產業結構等因素所致。

### 1、統計扭曲，導致瑞士經常帳順差被誇大

經常帳的統計扭曲，導致瑞士的順差一直被誇大；統計扭曲主要歸因於：(1)總部位於瑞士的上市跨國公司的所有權結構，以及(2)瑞士的通膨率一向較其他國家低。圖3說明這兩項統計扭曲，誇大瑞士經常帳順差的情況。

圖3 瑞士經常帳餘額被誇大情形



資料來源：Jordan (2017)

#### (1) 跨國公司所有權結構所致的統計扭曲

位於瑞士境內的跨國公司，其相當高比率的流通股是握在外國投資人手中，若這些公司將其收益再進行投資，而不是發放股利，那麼，這些再投資收益會全部歸算到瑞士，即使當中有一大比率，事實上是歸外國投資人所有。

#### (2) 國內外通膨率差異所致的統計扭曲

瑞士的通膨率較其他國家低，相較下，國外的名目利率通常較瑞士高，這代表著，瑞士自國外金融資產所獲得的名目收入，高於外國

投資瑞士金融資產所獲得的名目收入。換言之，其他國家較高的名目利率，膨脹了瑞士的經常帳順差。經常帳的計算未考量瑞郎的名目升值，亦膨脹了瑞士的經常帳順差。

## 2、結構性因素：人口老化

經常帳順差或儲蓄過剩，反映瑞士迅速的人口老化。過去 45 年來，40~64 歲年齡人口占總人口的比重穩定增加，目前，此比重已逾 35%，而 40~64 歲正是儲蓄傾向最高的階段；再者，預期壽命不斷提高，代表更需儲蓄來為時間更長的退休生活做準備。

瑞士是少數幾個推行強制退休金制度的國家，其職業退休金計畫的資金充裕，是瑞士高儲蓄率的原因之一。提撥至職業退休金制度的資金，在國民統計帳上是當作儲蓄；瑞士的強制退休金制度及高提撥率，導致其高儲蓄率。

瑞士的儲蓄率如此之高，歸因於人口老化迅速，以及資金充裕的強制退休金制度。換言之，這是經濟上可能的理由，可用以解釋為何瑞士有經常帳順差。瑞士央行總裁 Thomas Jordan 強調，在人口結構變遷的背景下，當修正前項的統計扭曲後，經常帳順差或儲蓄過剩就不是過度（excessive），而是全然正當（entirely legitimate）。

## 3、瑞士經濟的產業結構

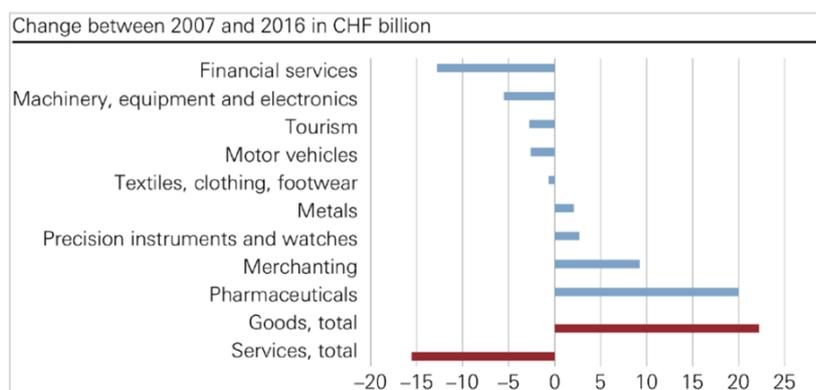
瑞士經常帳餘額的規模及近期發展，係由兩大產業所驅動，製藥業及三角貿易（merchanting trade）<sup>5</sup>。

---

<sup>5</sup> 三角貿易或媒介貿易（merchanting trade）係指，貿易公司在第 3 國購買商品，接著把同樣的商品轉售予另一國，這些商品不會進口到貿易公司所屬國家，亦不會從該國出口。

製藥業及三角貿易這兩大產業的淨出口對匯率波動相對不敏感；圖4可見，在瑞郎強勢升值期間，此兩產業的淨出口卻依然大幅增加。但就對經常帳的重要性來看，兩大產業卻遠大於整個經濟體。

圖 4 瑞士各產業的淨出口變動情形



資料來源：Jordan (2017)

### (三) 處理導致儲蓄過多或過少的原因，才能真正解決經濟不平衡

一國之所以存在貿易逆差（或順差），在於支出高於生產，換言之，造成貿易逆差（或順差）的原因並非貿易本身，而是國內儲蓄與投資行為。以美國為例，儲蓄太少是長年的問題；至於儲蓄過多的中國大陸及德國，導致儲蓄過多的根本原因各自不同，前者是社會安全網不完善致民間預防性儲蓄高，後者則是投資不振。

為解決經濟不平衡，美國須處理民間部門及政府部門儲蓄不足的問題，中國大陸及德國則須分別強化社會安全網及改善投資環境。美國將自身經濟結構性問題歸咎於其他國家，並無法改變儲蓄率過低的事實。

#### 1、中國大陸

中國大陸是全球儲蓄率最高的國家之一，自 1980 年代以來，國

民儲蓄對 GDP 比率一直維持在 35%~40% 的水準，在 2001 年加入 WTO 後，更一路攀升至 2008 年的 52% 高峰，2008 年全球金融危機後，再逐漸下滑至 2017 年的 46%。儘管如此，中國大陸的儲蓄率仍然居高不下，遠遠高於全球平均的 26%，以及新興經濟體的 15%（見圖 5）。

圖 5 主要國家國民儲蓄率（2017）



資料來源：Zhang et al.(2018)

中國大陸過高的儲蓄率是其內外部不平衡的核心問題，研究此問題的學者大抵指出，高儲蓄率可歸因於下列幾項原因<sup>6</sup>：

- (1) 社會安全網不足：中國大陸缺乏發展完善的金融市場及社會安全網，使民眾產生強烈的儲蓄需求，以備不時之需。
- (2) 人口結構的改變：低出生率及一胎化政策，代表養育孩童的支出較少，且想要養兒防老愈來愈不易，進而增加儲蓄誘因。
- (3) 所得分配不均日益嚴重：中國大陸的所得基尼係數從 1980 年代的 0.3，急遽惡化至 2010 年的 0.5，是全球惡化速度最

<sup>6</sup> Zhang et al.(2018)、Wen et al. (2015)、Yang (2012)及 Hong et.al (2008)。

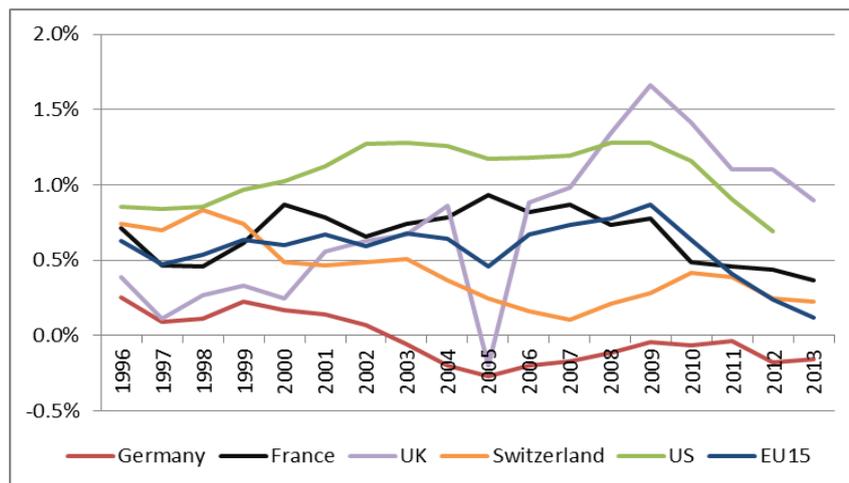
快的國家之一。中國大陸所得分配頂層 10% 富人分到的所得大餅，從 1978 年的 27% 擴增至 2015 年的 41%，底層 50% 人們分到的比例，則從 27% 下降至 15%；所得分配不均惡化，也轉化成儲蓄不均，以 2013 年為例，頂層富人的儲蓄率接近 50%（儲蓄對所得比率），底層 10% 的一般家庭儲蓄率則約 20%

因此，中國大陸應增加醫療保健、年金、社會安全網、教育等之支出，以及提昇金融體系效率，以降低民間預防性儲蓄誘因，並改善所得分配不均，才能解決內外部不平衡問題。

## 2、德國

德國龐大經常帳順差，主要係肇因於德國巨大的投資缺口（投資不足），在主要工業化國家中，德國的公共投資率是最低者之一（見圖 6）。

圖 6 淨公共投資對 GDP 比率



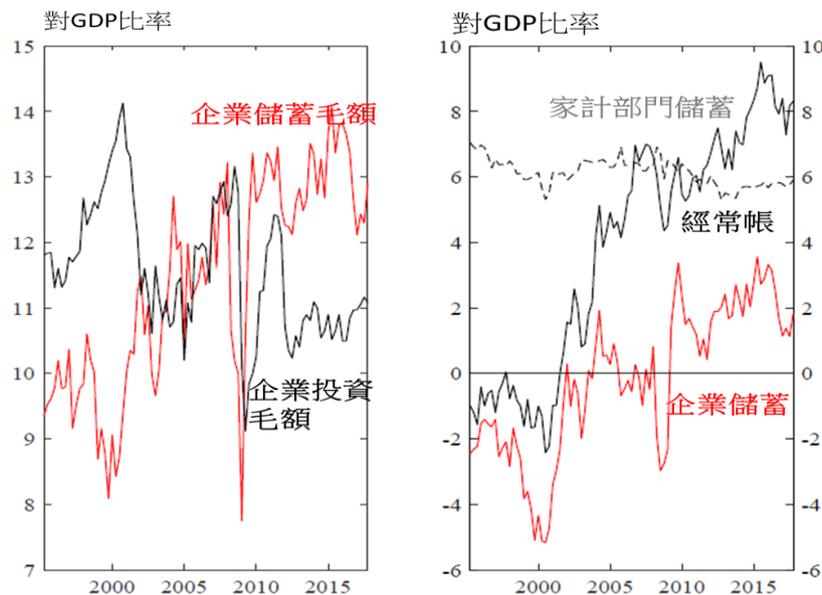
資料來源：Odendahl, Christian (2014), "More Investment, for Germany's Sake," Centre for European Reform, June 13

根據 Fratzher (2017)，德國市政當局（municipalities，負責約半數的公共投資）目前未完工的投資計畫為 1,360 億歐元，約德國 GDP

的 4.5%，單是校舍修繕便需 350 億歐元。與此同時，德國民間投資於汰舊老化的資本存量，亦因許多德國公司熱衷海外投資，而削減。此外，非貿易（non-tradable）之服務業部門的保護主義政策，亦導致民間投資缺口擴大。

德國的企業儲蓄過多、投資過少，更是經濟學家們公認導致德國經常帳順差過於龐大的主因；連德國央行總裁 Jens Weidmann 都公開指責企業儲蓄過多導致經常帳不平衡<sup>7</sup>。根據德國 Ifo 經濟研究院最新發布的報告<sup>8</sup>，自 1995 年迄今，德國家計部門儲蓄對 GDP 比率下降 1 個百分點，但非金融部門的企業儲蓄對 GDP 比率則在 2000~2013 年間增加了 6 個百分點，與此同時，企業總投資對 GDP 比率下滑（見圖 7）；也因此，非金融企業部門從傳統的淨貸款者，轉變成淨放款者，彼等過多的儲蓄未被國內投資或財政赤字吸納。

圖 7 德國的企業儲蓄過剩導致經常帳順差過大



資料來源：Klug, Mayer and Schuler (2019).

<sup>7</sup> Chazan, Guy (2019), “Jens Weidmann Says Critics of Germany’s Trade Surplus ‘Justified’,” *Financial Times*, May 16.

<sup>8</sup> Klug, Mayer and Schuler (2019).

鑑此，學者大多指出，德國須改善投資環境，吸引企業投資，才能真正解決經濟內外部不平衡。彼等建議德國應採取的對策包括，讓管理經濟體系的法規現代化、改善其數位及交通相關的基礎建設、解決高技術勞工人力短缺的問題等。

### 3、美國

史丹佛大學教授 Ronald Mckinnon、哈佛大學經濟學教授 Martin Feldstein 等多位國際知名學者皆指出<sup>9</sup>，造成美國龐大經常帳逆差的主因是，美國民間部門及政府部門儲蓄不足，以及美元在國際貨幣體系的核心地位，讓美國擁有獨一無二的能力，可輕易自全球借款來融通龐大的貿易逆差。

美國投資占 GDP 比率為 21%，與先進國家平均水準 22% 相符；惟其國民儲蓄占 GDP 比率竟不到 19%，遠低於其他先進國家（見圖 5）。美國儲蓄率低，係反映政府部門與民間部門的行為，2008 年全球金融危機之前，其個人儲蓄率僅為 3%，之後雖回升至 7%，仍低於 1990 年代早期的水準；公部門的儲蓄則更少，過去 50 年來，只有 5 年曾出現過預算盈餘，自從 2002 年後，預算赤字對 GDP 比率均維持在 4% 以上。上（2018）年，因減稅及增加國防支出，使預算赤字對 GDP 比率竄升至 17%，政府儲蓄更形惡化。

美國儲蓄率之所以能夠如此低，倚靠的是美元作為全球主要準備通貨，如 1960 年代法國財長 Valery Giscard d'Estaing 所言，美元支配（dollar dominance）賦予美國「過分的特權」（exorbitant privilege），使美國能不受外在限制，來融通其預算赤字，這導致美國更樂於向國

---

<sup>9</sup> Zhu and Yanliang (2019)、Feldstein (2017)、Mckinnon (2013)。

外舉債、吝於儲蓄。截至 2017 年底，私人持有的美國未償還公債總額為 12 兆美元，其中半數係由外國人持有。

對於美國經常將經常帳逆差怪罪於其他國家運用不公平貿易手段的謬誤指控，Mckinnon 就警告，美元大幅貶值只會惡化總體經濟情勢，因為國際儲蓄不平衡，美國貶值不會降低美國的貿易逆差；最有希望解決問題的方法是，改變未來 10 年或 20 年美國的儲蓄習慣。

Feldstein 則指出，從長期來看，國民產出成長率取決於，美國在廠房及設備上的總投資狀況。若美國貿易逆差的縮減，是因為消費增加、投資下滑，那麼更低的投資水準將導致成長率下降，並讓實質所得的長期水準進一步下降；然而，若美國貿易逆差的縮減，是因為家計部門增加儲蓄，以及政府財政赤字減少，那麼有可能帶來更高的投資水準，進而在長期帶來更高的所得。

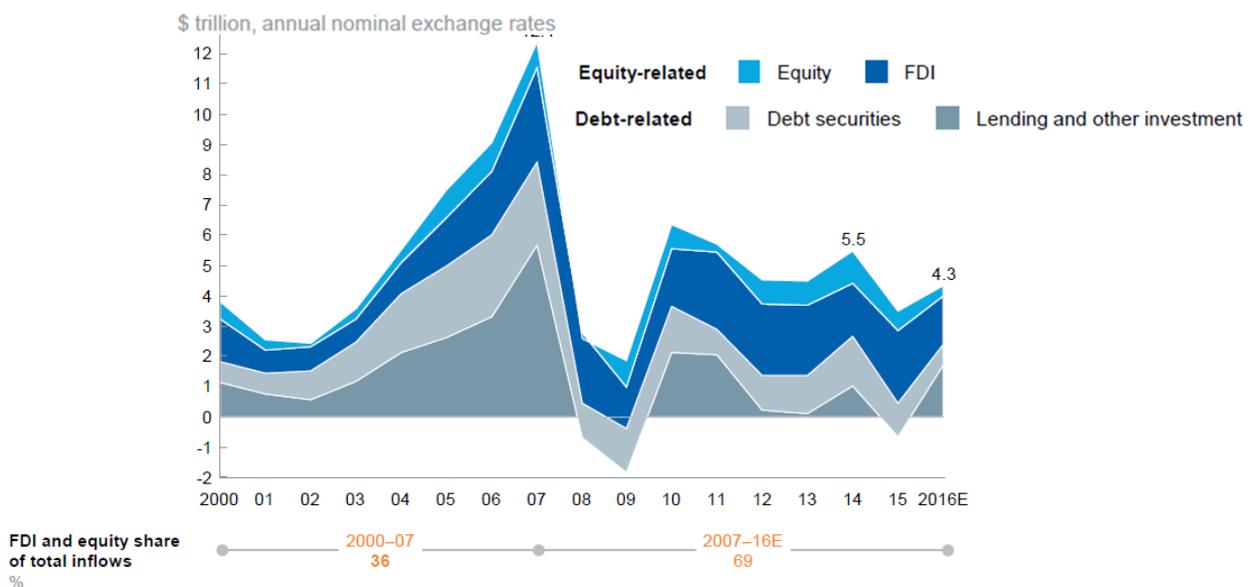
簡言之，美國若要削減經常帳逆差，只能透過結構性改革，來解決國內儲蓄與投資失衡的問題。

### 三、 衡量到的 FDI 並非全然都是真正的 FDI

外人直接投資 (FDI)，向來都被視為是跨國企業基於長期發展策略所做的投資決定，這項長期且穩定的投資會為地主國帶來全新的工廠、研究設備、辦公大樓及技術移轉，以及創造與新設備相配的就業機會，也就是所謂的綠地投資 (greenfield investment)。也因此，傳統觀念將 FDI 視為良性的資本移動，對於證券投資及其他型式資本移動的態度則較不明確。

基於此，對於自 2008 年全球金融危機過後，全球跨境資本移動組成內容中，FDI 等股權相關比重從 2000~2007 年的平均 36%，攀升至 2016 年的 69% (見圖 8)，不少研究機構及學者認為，這對全球金融體系穩定是個好消息，因為，FDI 顯然是最穩定的資本移動類型，而跨境放款則是最不穩定的。

圖 8 全球跨境資本移動：FDI 蔚為主流



資料來源：Mckinsey Global Institute (2017), "The New Dynamics of Financial Globalization," Mckinsey&Company, Aug. 22

然而，如今吾人所衡量到的 FDI，也就是根據國際收支統計手冊（BMP6）所衡量的 FDI，真的就是傳統觀念所認為的綠地投資嗎？近年 FDI 擴增確實是穩健的象徵嗎？

對此，一個漸趨普遍的看法是，這並不是個健全的趨勢<sup>10</sup>。吾人如今所衡量到的 FDI，已不若傳統觀念所設想的是長期投資，FDI 的移動行為通常更像短期的債務移動，而不像移動緩慢的長期投資。再者，近年 FDI 的擴增大多集中在全球金融中心，這個情況所反映的是，跨國企業更為複雜的公司結構，以及彼等追逐低稅率的金融遊戲，而各國則競相滿足這種需求。

### （一）BMP6 所衡量到的 FDI，不像傳統觀念所描述的 FDI，反而更像是證券投資

Blanchard and Acalin (2016) 分析 25 個新興市場國家根據 BMP6 衡量到的 FDI 資料，結果發現 3 個令人意外的事實，這些事實指出：吾人所衡量到的 FDI，實際上與傳統觀念所描述的 FDI，大相逕庭。

#### 事實 1：每季的 FDI 流入與流出，兩者呈現驚人的高度相關性

FDI 流入與流出，合理的情況應是，兩者之間的相關性接近零，甚或負相關；因為，假若一國因某些原因更加吸引外國投資人前來，那為何國內投資人會更想要投資海外，尤其又在同一個季度進行。

圖 9 可見 25 個新興市場國家在 1990 年第 1 季至 2015 年第 4 季，每季 FDI 流入與流出兩者之間的相關性，結果顯示，平均相關性為

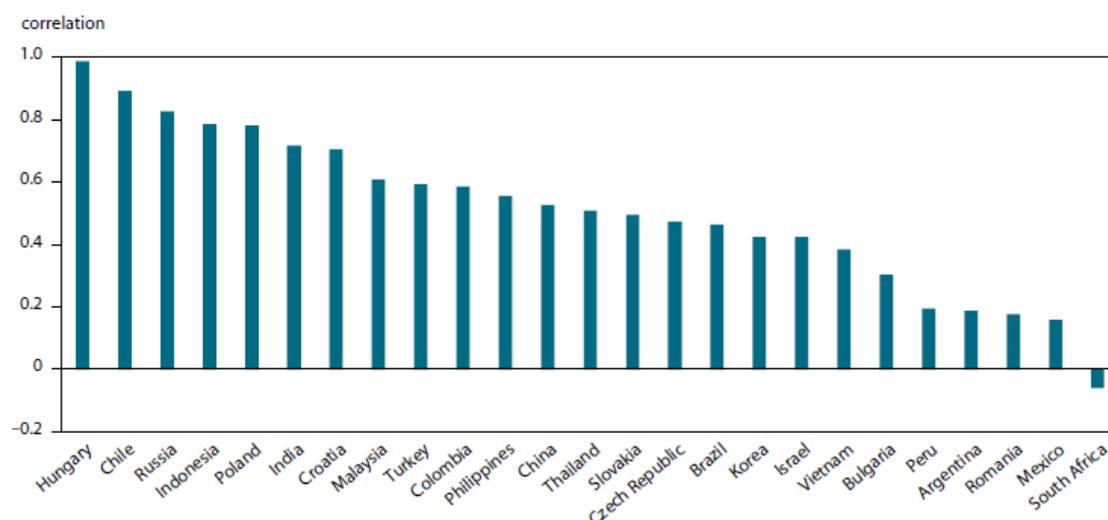
---

<sup>10</sup> 持此看法者例如，BIS、IMF 前後兩任首席經濟學家 Olivier Blanchard 及 Maurice Obstfeld、《經濟學人》等。見 BIS (2017)、Milesi-Ferretti and Lane (2017)、Blanchard and Acalin (2016)、The Economist (2016)、Shawn (2017)。

0.51，其中，18 個國家的相關性超過 0.4；相關性超過 0.6 的國家有 8 個，匈牙利尤為突出，相關性高達 0.99。

FDI 流入及流出呈現高度正相關，會令人先想到 4 個可能原因：  
（1）這兩條數列有著共同的趨勢，但共同趨勢的影響不大；（2）季節性因素，但這看來也不重要；（3）與外匯市場的均衡有關；（4）反映匯率避險活動及國家風險。

圖 9 新興市場國家每季 FDI 流入與流出的相關性



資料來源：Blanchard and Acalin (2016)

然而，最有可能的答案是，有相當比重的 FDI 流入與流出，其移動並非是基於獨立的投資決策，這些 FDI 的移動其實是「經過」（through）接收國，而不是「流到」（to）接收國，最終的目的地其實是另一個國家。

這個問題已被專研 FDI 的統計學家確認。處理問題的解答，概念上，是以「定向流量」（directional flow）方法，取代 IMF BPM6 所使用的「資產/負債」（asset/liability）方法。OECD 就以「定向流量」方法衡量 FDI，並每季發布數據，惟目前數列僅有少數幾個國家、2013

年第 1 季~2015 年第 4 季的數據；聯合國貿易暨發展會議(UNCTAD)亦利用「定向流量」原則發布 FDI 數據，惟數據頻率為年度，含蓋多個國家 1990~2014 年的數據。

然而，Blanchard and Acalin (2016)利用 OECD、UNCTAD 數據來分析新興市場國家 FDI 流入與流出相關性的結果，與利用 IMF 數據所得的結果相較，相關性並未明顯下降。這顯示，實在難以精確辨識並衡量返程 (round tripping) 及經過 (pass-through) 的 FDI 移動。

匈牙利央行為矯正這個問題，單獨處理特殊目的機構 (special purpose entity, SPE) 的資料，另建構衡量「在途資本」(capital in transit) 的方法。惟 Blanchard and Acalin (2016)等利用這些數據所分析出的相關性亦達 0.56。

從這些觀察到的現象可見，吾人所衡量到的 FDI，其中有一大部分反映的是流「經過」一國，而不是「流到」一國；至於目前所提出的修正方法，單獨處理 SPE、衡量在途資本、或改用「定向流量」方法等，雖能減輕問題，但卻無法完全消除問題。

## **事實 2：流入新興市場國家的 FDI 在 1 個季度內增加，其所回應的是**

### **美國貨幣政策利率的下調**

合理的情況應是，FDI 移動不太回應美國貨幣政策的變動，就算會有所回應，也不致於在 1 個季度內就行動，換言之，美國貨幣政策對 FDI 移動的影響應接近零。

就一定程度來看，美國政策利率的下調，會導致總規模更大的資本流向新興市場國家，一般預期受影響的資本移動應大多是證券投資，

尤其是債務證券的移動；然而，事實上，FDI 的流入經常強烈且明顯地回應美國的政策利率。

### 事實 3：流出新興市場國家的 FDI 在 1 個季度內增加，其所回應的是

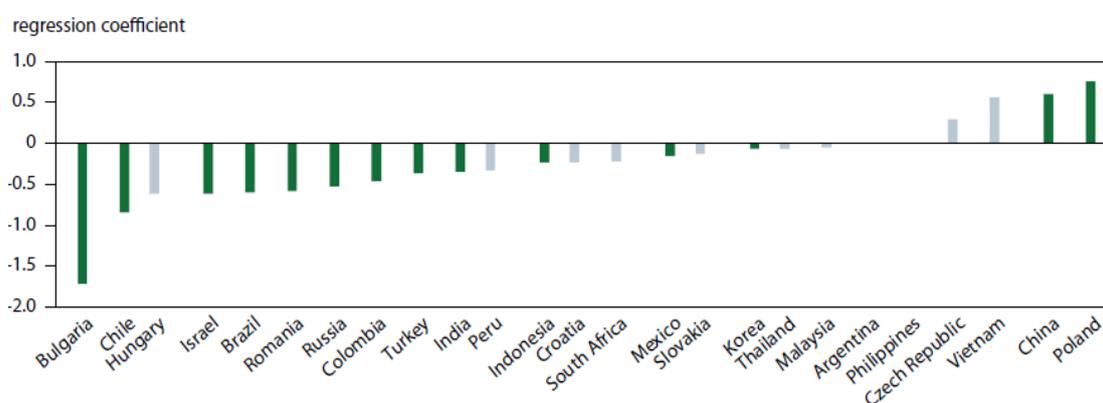
#### 美國貨幣政策利率的上調

與上述一樣，合理的情況應是，每季流出新興市場國家的 FDI，不太會對美國貨幣政策的變動做出回應，但事實並非如此。

上述事實 2、3，從圖 10 得到印證。Blanchard and Acalin (2016) 建立迴歸模型以分析新興市場國家 FDI 移動與美國貨幣政策變動之關係，結果顯示，在 25 個國家中，19 個國家的 FDI 移動負向回應美國貨幣政策利率變動，其中 12 個的負向回應顯著（惟中國大陸及波蘭例外，2 國呈正向回應）。

這種在一個季度內負向回應的情況，不符合 FDI 就是廠房店面等生產性投資的傳統形象，反而更像是證券投資移動。

圖 10 新興市場國家 FDI 流入明顯回應美國貨幣政策



Note: Green bars indicate significant coefficients (at the 5 percent level).

資料來源：Blanchard and Acalin (2016)

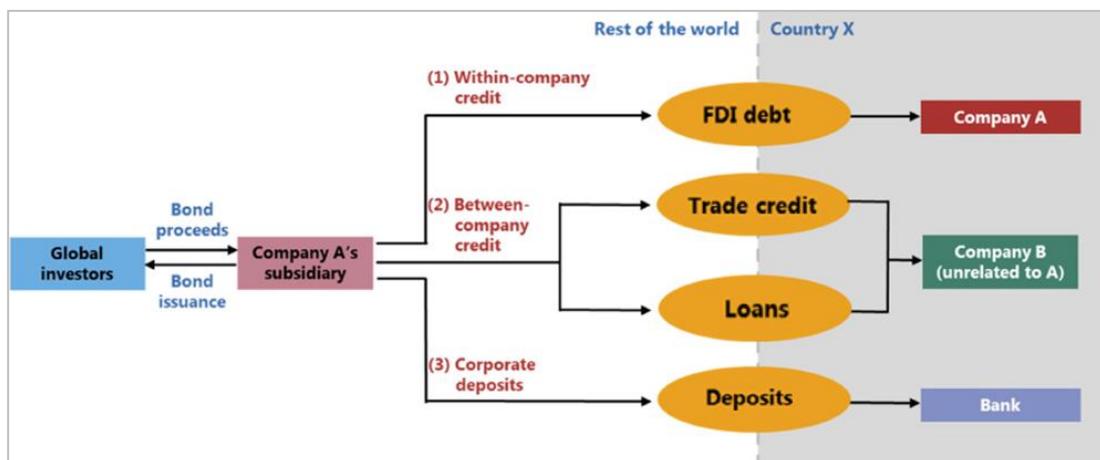
Blanchard and Acalin (2016)指出，上述觀察到的 3 個事實，指向

下列兩個結論：

- (1) 在許多國家，其所衡量到的 FDI 流入當中，有一大部分僅僅是進來又出去的資本移動，將這些移動衡量為 FDI 的國家，只是這些資本前往最終目的地的一個停留點，停留的原因部分歸因於有利的公司稅環境。
- (2) 現行方法所衡量到的 FDI，部分 FDI 移動其實非常接近證券投資的債務移動，這類型的移動所回應者，是美國貨幣政策情勢的短期變動，而不是一國的中長期經濟基本面。

部分 FDI 移動非常接近證券投資的債務移動，這可歸因於，跨國企業海外發債籌資、再透過內部貸款管道匯回的資本移動，亦歸屬於 BMP6 所定義的 FDI。

圖 11 跨國企業的內部貸款等資本移動歸類為 FDI



資料來源：Avdjiev, Chui and Shin (2014)

如圖 11 所示，跨國企業 (Company A) 在海外發債取得資金後，其在國外的關係企業可扮演代理中介角色將資金匯回國內，匯回主要透過下列三個管道：

- (1) 直接放款予總公司，亦即公司內部貸款；

(2) 提供融資予國內的非關係企業；

(3) 將資金存入國內銀行。

根據 BMP6 的分類，透過第 (1) 管道匯回者屬於 FDI，第 (2) 及第 (3) 管道則屬其他投資；儘管實際上，這些透過不同管道匯回資金之目的很可能都不是要從事實質投資活動，而僅只是金融操作。

## (二) FDI 集中在金融中心顯示，FDI 恐已淪為金融遊戲

Milesi-Ferretti and Lane (2017) 利用 210 個經濟體（含台灣）在 1970~2015 年間的資料，來檢視跨境金融流量（financial flow）在全球金融危機後的新模式。

結果顯示，金融流量的規模明顯下滑，FDI 則持續攀升（見圖 8）；然而，深入分析 FDI 的流向則發現，FDI 的增加集中在金融中心，如今，全球 FDI 的債權存量約有半數歸屬於金融中心。

### 1、全球金融危機後，金融中心在促進 FDI 上，扮演吃重的角色

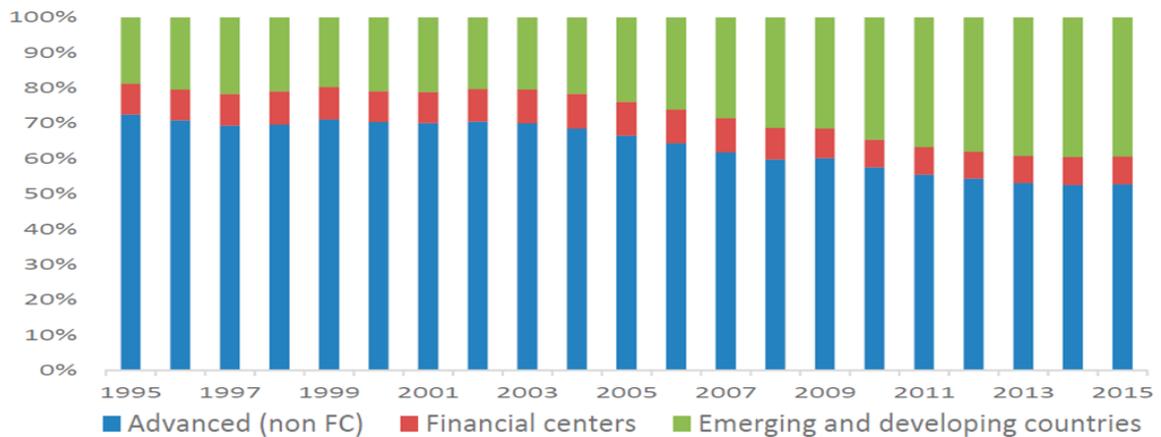
Milesi-Ferretti and Lane (2017) 指出，全球金融危機後，金融中心在促進國際資產及負債的交易上，尤其在 FDI 上，扮演了吃重的角色，該份量與其占全球 GDP 的比重，明顯不相稱。

如圖 12 所示，在 2007~2015 年間金融中心國家群組<sup>11</sup>占全球 GDP 比重僅約 7%~8%，但彼等在這段期間的 FDI 資產及 FDI 負債的變動幅度卻相當驚人（見圖 13）。2014 年底，彼等約握有全球總 FDI 債權的半數、全球總 FDI 債務約 44%。

---

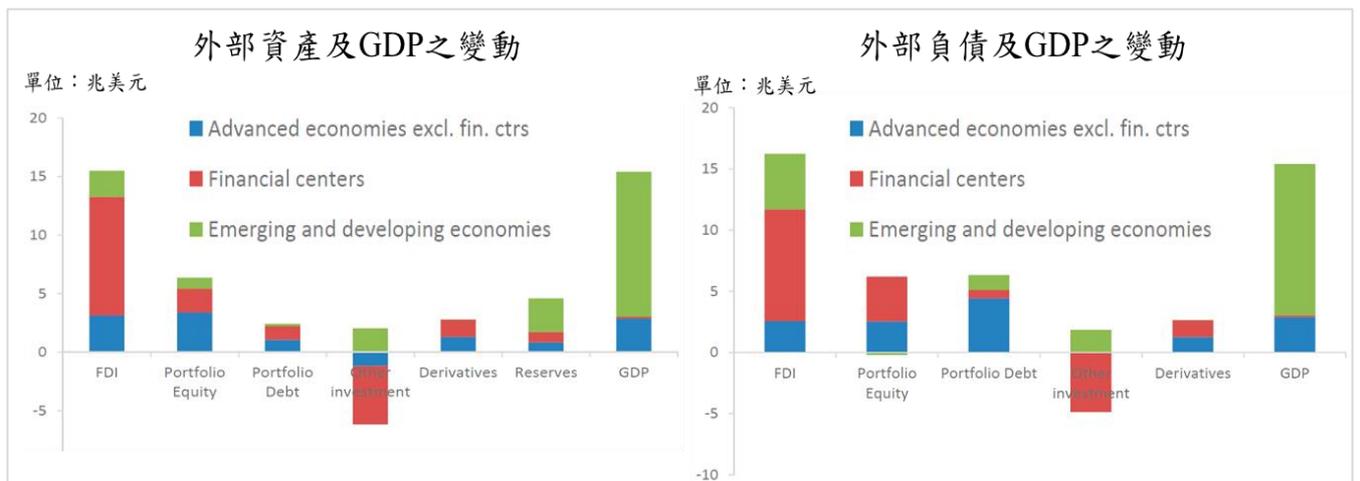
<sup>11</sup> 金融中心國家群組包括，愛爾蘭、盧森堡、荷蘭、瑞士、英國、香港、新加坡、比利時等金融部門活動相當龐大的先進經濟體，模里西斯、巴拿馬等有著相同特徵的新興經濟體，以及百慕達、開曼群島等小型境外中心。

圖 12 金融中心國家占全球 GDP 比重



資料來源：Milesi-Ferretti and Lane (2017)

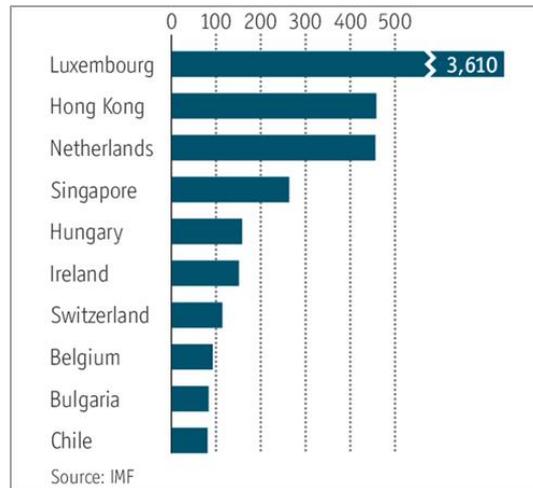
圖 13 2007~2015 年間全球外部資產、負債及 GDP 之變動



資料來源：同圖 13

就一國 FDI 存量對 GDP 比率來看，此比率高居全球前十大的國家，大多為金融中心國家（見圖 14）。以盧森堡為例，此一比率達 3,610%，其 FDI 存量占全球的 10%，但其 GDP 規模僅占全球的 0.07%。

圖 14 FDI 存量對 GDP 比重前十大國（2014 年）



資料來源：The Economist (2016)

## 2、促使 FDI 在金融中心擴增的原因：為避稅進行的金融交易

FDI 集中在金融中心的情況顯示，這些 FDI 的流量有一大部分，反映的是金融交易，這些金融交易與地主國經濟的關係，微乎其微。根據 Damgaard et al. (2018)，全球 FDI 部位中，有高達 12 兆美元、約總 FDI 的 40%，完全是假的 FDI、沒有任何實質生產活動，只是經過空殼公司的金融投資。

事實上，兩大因素支配著 FDI 在金融中心的大幅擴增，這些因素大抵都是為了避稅操作或管制套利（regulatory arbitrage）所進行的金融交易：

### （1）特殊目的公司（SPE）之角色

這些被用來籌募資金，或握持資產及負債的法律實體，並未執行任何生產功能，這些公司的特色是，適用地主國的法律、最終所有權人為外國人、公司員工極少甚或沒有員工、在地主國少有或沒有生產活動、少有或沒有實體辦公處所、資產負債表大多為外國資產及負債，

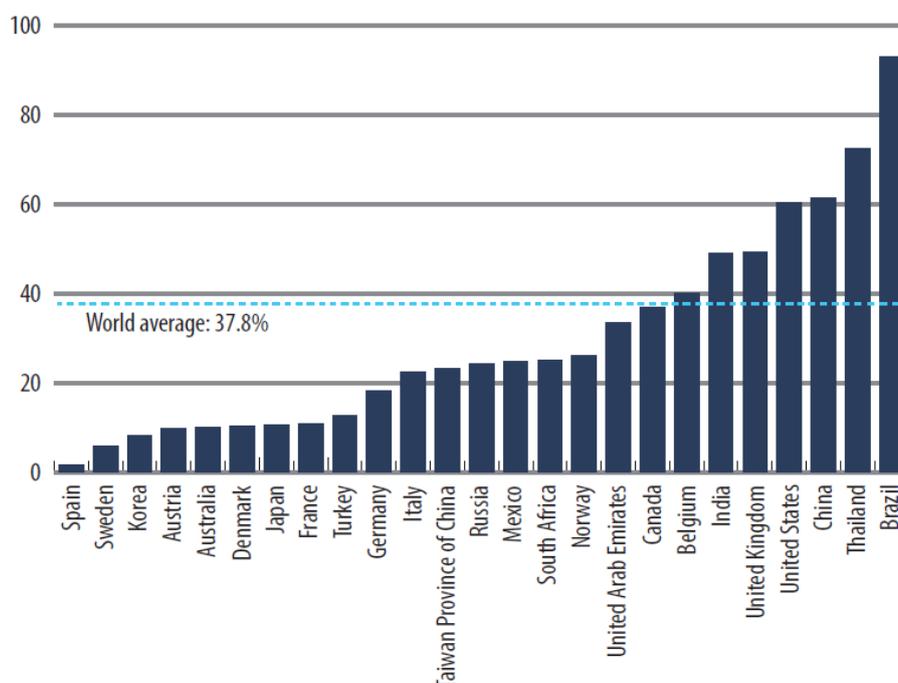
核心業務為集團融資或舉辦活動，簡言之，特殊目的公司主要係作為跨國企業租稅管理策略或管制套利的一環。

用來轉移資金的空殼公司大多位在著名的避稅天堂，根據 Damgaard et al. (2018)，FDI 經過（流入又流出）最多的前 8 個經濟體為荷蘭、盧森堡、香港、英屬維爾京群島、百慕達、開曼群島、愛爾蘭及新加坡；其中，在盧森堡，逾 90% 的 FDI 債權就是握在特殊目的公司手中。

運用海外空殼公司的金融操作已成為全球現象，無論在先進或新興經濟體都一樣。在印度、中國大陸及巴西等新興市場經濟體，彼等的對外直接投資（outward FDI）中約 50%~90% 係經過沒有實體經濟活動的外國公司，此比率在英美先進國家約 50%~60%（見圖 15）。

圖 15 一國對外 FDI 經過 SPE 之比重

(FDI that passes through SPEs as percent of total outward FDI)



資料來源：Damgaard et al. (2018)

## (2) 跨國企業將法定居住所遷移至金融中心的傾向增加

此傾向反映出，企業為減輕稅負及管制負擔所做的資產配置決策。這類決策通常帶來稅負倒置（corporate inversion 或 tax inversion）、重設法定居住所等實務，也就是，企業將法律上的總部遷移至稅負更低的國家，但關鍵營運仍繼續保留在稅負較高的母國（跨國企業的避稅操作實例詳專欄）。例如，愛爾蘭在 2007~2015 年，FDI 債權存量增加 9,000 億美元，此規模為愛爾蘭 2015 年 GDP 規模的 3 倍多。

跨國公司能夠規避稅負，是因為被普遍接受的跨境課稅原則少之又少。常見的跨境課稅方法主要為下列兩種：（1）對一家公司的全球所得課稅，以「居民」為課稅基礎，也就是視其母公司所在，美國即採此一方法；（2）以公司獲取利潤的所在地為課稅基礎，歐洲大多採此一方法。然而實務上，這兩種方法經常被結合使用，結果就出現跨國企業遊走在國與國的稅法之間，無論在哪一國都不是居民的情形。

由於全球化及無形資產（例如專利）的重要性日益增加，使得居民及所得來源等這類概念變得不太有幫助。如今的全球供應鏈相當複雜，這讓以產生利潤的所在地為基礎的課稅方式難以適用；舉例來說，若製藥公司的價值主要在於其所擁有的專利，那麼這家公司不需要做任何營運上的改變，只要搬到租稅天堂，就能享受低稅負了。

整體來看，大型跨國企業純粹進行金融資產重配置的作法日益增加，讓衡量到的 FDI 有別於傳統所認知、具生產性的綠地投資，反而愈來愈像較不穩定的證券投資，這也使得評估一國的金融連結與外部脆弱性的工作更加困難。

## 專欄：跨國企業的避稅操作實例\*

2017 年 11 月 5 日，國際調查記者聯盟（International Consortium of Investigative Journalists, ICIJ）釋出內含 1,340 萬份文件的「天堂文件」，除揭露全球政商權貴如何運用境外避稅天堂隱匿資產外，亦揭露了全球最賺錢的公司－蘋果公司（Apple），在 2013 年因在愛爾蘭的避稅操作遭到歐盟調查後，如何再找到英屬澤西島（Jersey）這個境外避稅天堂，再重新布置其避稅架構，來繼續規避數十億美元的稅金。

### （一）2014 年之前，蘋果公司利用所謂的「雙層愛爾蘭」的稅制漏洞

由於愛爾蘭的稅法允許，將愛爾蘭設為重要據點的企業，依法可將置於愛爾蘭的龐大利潤移轉至被視作避稅天堂的國家，藉此省下龐大稅負，因而衍生出所謂的「雙層愛爾蘭」或「雙層愛爾蘭夾荷蘭三明治」的稅務架構：跨國企業在愛爾蘭設立 2 家公司（三明治的上下兩塊麵包），並在荷蘭設立 1 家公司（三明治中間的夾心），將資金在這 3 家公司之間進行移轉，從而規避掉大量稅負。

蘋果公司利用「雙層愛爾蘭」稅務架構，將其在美國以外的銷售收入，透過該公司設在愛爾蘭的子公司（2 家主要子公司為，蘋果國際營運(AOI)及蘋果國際銷售(ASI)）來進行移轉，此架構讓其愛爾蘭的子公司在稅務上不屬於任何國家，也因此幾乎不會產生任何稅負。

蘋果公司的避稅架構，讓它免於繳付愛爾蘭 12.5% 的公司稅、或是美國 35% 的公司稅，透過此架構，其在美國之外地區盈餘實際所繳納的稅負，很少超過海外盈餘的 5%，在某幾年甚至低於 2%。

### （二）「雙層愛爾蘭」行不通後，蘋果找上另個避稅天堂：澤西島

在歐盟於 2013 年宣布正對蘋果公司的稅務操作進行調查後，愛爾蘭政府決定，在該國所設立的子公司，不再能在稅務上不屬於任何國家。蘋果公司為將稅率維持在低點，選擇了自行制定稅法、且對外國公司徵收的公司稅稅率為 0% 的英屬澤西島，來作為其愛爾蘭子公司的稅務國籍。

這個新布局，讓蘋果公司能繼續在全球逃避數十億美元的稅負。蘋果公司 2017 年財務報表顯示，其在美國以外地區賺 447 億美元，但繳給外國政府的稅負僅 16.5 億美元，稅率僅 3.7%。

### （三）蘋果公司的新避稅架構，讓愛爾蘭 2015 年 GDP 成長率高達 26%

當愛爾蘭政府決定關閉「雙層愛爾蘭」這個租稅漏洞時，卻還另制定新稅法，讓蘋果公司這類跨國企業能從中獲益。

蘋果公司在愛爾蘭的子公司 ASI 搬到澤西島，ASI 擁有蘋果公司部分的高價智慧財產權。若 ASI 將手上的智慧財產權賣回給蘋果公司的另一家愛爾蘭子公司，那麼，買下智慧財產權的愛爾蘭子公司，其所付出的鉅額成本，將可在未來抵掉所賺得的利潤；擁有智慧財產權的 ASI，由於公司是在澤西島註冊，因此銷售利潤毋須繳稅。

事實上，蘋果公司似乎確實是這樣操作。愛爾蘭 2015 年的 GDP 出現驚人的 26% 成長率，愛爾蘭當地報導即指出，這是來自智慧財產權的產權轉入所致，愛爾蘭的無形資產在當年度爆增 2,500 億歐元。

愛爾蘭驚人的經濟成長率，除了來自蘋果公司避稅操作的紙上利潤貢獻外，還有幾家大型跨國企業進行併購，俾將稅籍從美國移至愛爾蘭的避稅操作；其中受到全球矚目者是，全球最大醫療設備供應商、市值約 610 億美元的美商美敦力公司(Medtronic Inc.)，以 430 億美元的巨款溢價併購當時市值約 320 億美元的全球前十大醫療器材廠—愛爾蘭柯惠醫療(Covidien plc.)；兩家公司合併後在愛爾蘭成立新的控股公司。

併購交易完成後，美敦力的註冊地自美國移至愛爾蘭。跨國企業因併購完成而遷入的當年度，隨著遷入後企業資產負債表的重新分類（原本登記為外國企業所有的資產，立即變成「愛爾蘭」公司名下的資產），愛爾蘭的資本年變動率因而暴增 32.7%，其中以專利權資本的貢獻最顯著。

\*主要取材自 Paradise Papers Reporting Team (2017), "Paradise Papers: Apple's Secret Tax Bolthole Revealed," *BBC Panorama*, Nov. 6; OECD (2017), *Standard for Automatic Exchange of Financial Account Information in Tax Matters*, Second Edition, Mar. 27; Phillips, Matt (2016), "Ireland's 26% Growth Is More Paper Tiger than Celtic Tiger," *QUARTZ*, July 13。

#### 四、結論與建議

全球經常帳不平衡、且多集中於幾個主要經濟體的趨勢，加劇貿易緊張關係，助長保護主義情緒，導致有關「 $X-M=S-I$ 」恆等式常見的謬誤分析經常被刻意引用，更促使美國總統川普(Donald Trump)團隊認為向其貿易夥伴施壓，就能解決美國的經常帳不平衡問題。

然而，究諸實際，經常帳餘額係內生決定，反映一國的儲蓄及投資決定，而儲蓄及投資又受諸多因素驅使，實施保護主義政策不但損及自身及全球經濟成長，對於減少外部不平衡的助益，亦十分有限。真正的解決之道，對於逆差國而言，應是增加儲蓄及改善競爭力；對於順差國而言，則是促進投資與提昇消費能量。

在促進投資方面，決策者在擬訂政策吸引外人直接投資(FDI)時須正視一個事實：向來被視為長期、有益地主國經濟發展的 FDI，由於跨國企業更為複雜的公司結構及避稅的金融操作，讓根據國際收支統計手冊(BMP6)所衡量到的 FDI，已有別於傳統觀念所認為的 FDI，因此，政策之效果不應以吸引到多少 FDI 金額來衡量，應謹慎看待 FDI 總額，並試著深入瞭解 FDI 的真正去處及用途。

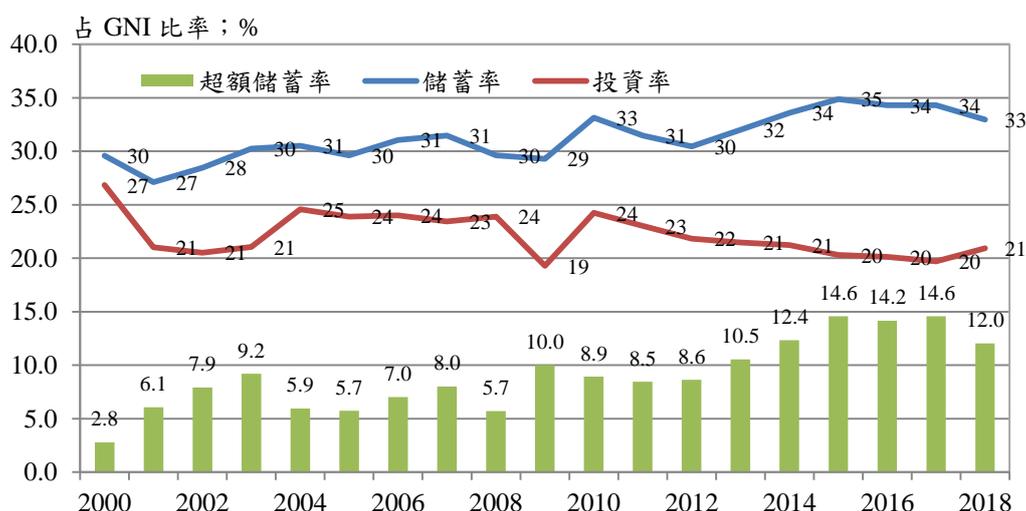
##### (一) 解決經常帳順差的正確之道，在於促進投資與提昇消費能量

如同德國、瑞士等經常受到外界以匯率低估致外部不平衡等謬誤理由抨擊的經常帳順差國，台灣亦面臨相同處境，但與德、瑞相似，台灣的經常帳順差也是反映超額儲蓄，而導致超額儲蓄的主因為，企業儲蓄過多、投資不足。

台灣因儲蓄率較高，加上國內投資不振，致年年出現可觀的超額

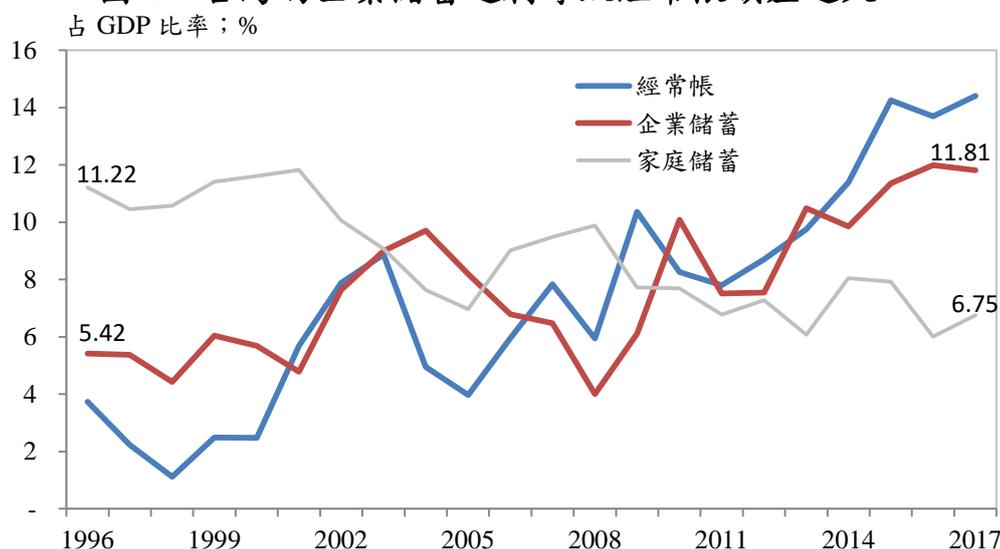
儲蓄率，2015~2017年更連續3年維持在逾14%的歷史高峰(見圖16)；2000~2018年平均儲蓄率高達31.26%，而投資率僅22.18%，超額儲蓄率高達9.08%。

圖 16 台灣的儲蓄率、投資率與超額儲蓄率



資料來源：主計處國民所得統計摘要

圖 17 台灣的企業儲蓄過剩導致經常帳順差過大



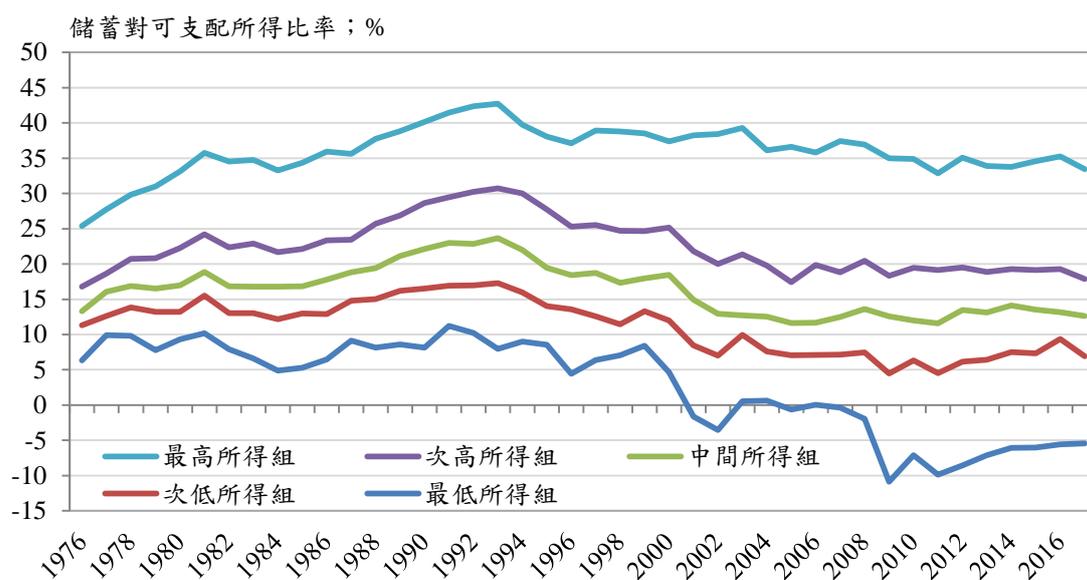
資料來源：主計處國民所得統計摘要

另從圖 17 可見，台灣經常帳順差規模之擴大，主要係由企業儲蓄規模擴增所驅動。自 1996 年至 2017 年，台灣家庭儲蓄對 GDP 比率從 11.22% 降至 6.75%，減少約 5 個百分點，同一期間，企業儲蓄

對 GDP 比率則從 5.42% 上升至 11.81%，增加 6.39 個百分點；企業儲蓄對 GDP 比率在 2010 年再度超越家庭儲蓄後，兩者之差距自此一路擴大。

圖 17 顯示台灣整體家庭儲蓄呈下滑趨勢，另從圖 18 可見，家庭儲蓄結構亦已出現變化，家計部門超額儲蓄大多來自中高所得家庭。1990 年代中期以來，中低所得家庭之儲蓄率皆略微下降，近年儲蓄率多已降至 20% 以下；最低所得家庭則出現需借貸消費的現象；至於最高所得者的儲蓄率仍維持在 35% 的水準，反映我國家庭所得分配不均情況多年不見改善（見圖 18）。

圖 18 可支配所得按戶數五等分位組之平均每戶儲蓄率



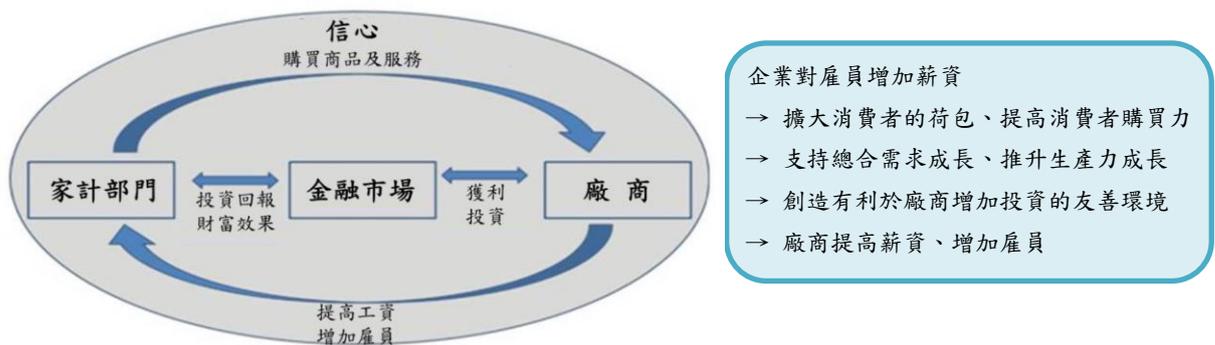
資料來源：行政院主計處

由前述分析可見，台灣的外部不平衡主要係反映內部經濟的不平衡，面對內外部不平衡的國際共通課題，台灣亦應尋求解決國內結構性問題的正確方法，而非依循若干人士之主張，採取新台幣升值手段，這反而可能對台灣經濟造成長期傷害。

台灣應參酌國際間的建議及作法，推出能強化國內成長動能之政策，鼓勵研發與創新、協助產業調整轉型、排除民間投資障礙，進而促進民間投資、並帶相關進口，增加國內資本累積，以提高勞動生產力、增加優質就業機會及促進薪資成長。

由於薪資是總合需求的主要來源，薪資成長若能隨著勞動生產力成長，將創造足夠的內需，並促使企業提高增強生產力的資本投資，從而創造經濟成長的良性循環，亦即 IMF 經濟學家所稱的「薪資帶動型成長策略」（見圖 19）；在此良性循環之下，內部不平衡將逐漸改善，相對的，外部經常帳之不平衡亦將減少。

圖 19 薪資帶動型的成長策略



資料來源：Botman, Dennis and Zoltan Jakab (2014), “Abenomics—Time for a Push from Higher Wages,” *IMFdirect*, Mar. 20

## （二）謹慎看待 FDI 總額，並試著深入瞭解 FDI 的流向

新近研究結果顯示，根據國際收支統計手冊(BMP6)所衡量到的 FDI，已非全然為傳統觀念所認為的有益地主國經濟成長、創造新生產性單位的綠地投資，各國國際收支帳所統計出的 FDI 總額之中，有不少只是既有廠商所有權變更的購併投資。鑑此，各國應謹慎看待 FDI 總額，並試著深入瞭解 FDI 的細項。

對於國際收支統計因跨國企業的金融操作而出現的問題，國際間已開始檢討 FDI 統計的問題，並試圖提出更好作法。在國家層面，一些國家央行試著處理 FDI 統計資料因全球化而遭到扭曲的挑戰；以匈牙利央行為例<sup>12</sup>，該國的 FDI 數據一向搭配額外的資料，包括特殊目的的機構（SPE）的資訊、在途資本的交易資訊，以及資產組合重組的交易資訊；芬蘭央行研究人員則提出新方法<sup>13</sup>，用以估計官方 FDI 統計資料中，有多少為流入又隨即流出、只是經過該國的 FDI。

在國際層面，歐洲中央銀行體系（ESCB）及歐洲統計系統（ESS）於 2017 年成立 FDI 聯合工作小組（the Joint ESCB-ESS Task Force on Foreign Direct Investment，簡稱 TF-FDI），作為處理歐洲 FDI 統計及彙編問題的主要場所。TF-FDI 由歐洲統計局（Eurostat）及歐洲央行（ECB）之官員聯合擔任主席，並包括來自 IMF、OECD、UNCTAD 的代表，以及歐盟各會員國負責該國 FDI 統計的統計局或央行官員。

TF-FDI 的主要任務即為，支持 FDI 統計方法論及資料來源整合方法的開發，以建構必要的方法架構及指引方針，來強化並擴大 FDI 統計資料所呈現的內容，包括多少 FDI 屬於轉換最終所有權人、多少屬於綠地投資。

台灣雖屬 FDI 淨流出的國家，近年 FDI 流入占總固定資本形成的比重不大、FDI 存量對 GDP 比率不高，然而，對外直接投資存量對 GDP 比率則逾 50%（見表 2），再者，基於台灣目前正積極爭取台商回流投資，以及台灣對外直接投資中逾 20% 係經過特殊目的公司

---

<sup>12</sup> Blanchard and Acalin (2016)。

<sup>13</sup> Leino, Topias, (2018), “A Method for Estimating ‘pass-through activities’ in official FDI Statistics1,” Presentation at IFC - Central Bank of Armenia Workshop on ‘External Sector Statistics’, June 11-12。

(見報告第 26 頁圖 15) 之考量下，亦應搭配額外的資料來檢視 FDI 統計數字，以試著深入瞭解 FDI 的流向，並關注國際間處理 FDI 統計問題的最新進展。

**表 2 台灣 FDI 概要**

FDI 流量占總固定資本形成之比重(%)					
FDI 流量	2005~2007 年平均	2014	2015	2016	2017
流入	6.0	2.5	2.2	8.5	2.8
流出	8.7	11.0	13.4	16.5	9.8

FDI 存量對 GDP 比率(%)					
FDI 存量	1995	2014	2015	2016	2017
流入	5.6	13.1	12.7	15.8	15.3
流出	15.3	56.0	57.7	58.7	56.7

資料來源：UNCTAD, World Investment Report 2018

## 參考資料

- Ahmed, Swarnali, Maximiliano Appendino and Michele Ruta (2015), “Depreciations without Exports?” *World Bank Policy Research Working Paper*, Aug. 11.
- Avdjiev, Stefan , Michael Chui and Hyun Song Shin (2014), “Non-Financial Corporations from Emerging Market Economies and Capital Flows,” *BIS Quarterly Review*, December.
- Blanchard, O., G. Adler, and I. de Carvalho Filho (2015), “Can Foreign Exchange Intervention Stem Exchange Rate Pressures from Global Capital Flow Shocks?” *NBER Working Paper* No. 21427.
- Blanchard, Olivier and Julien Acalin (2016), “What Does Measured FDI Actually Measure?” Peterson Institute for International Economics, *Policy Brief 16-17*, Oct.
- BIS (2017), “Chapter VI. Understanding Globalisation,” *BIS Annual Report*, June 18.
- Damgaard, Jannick, Thomas Elkjaer and Niels Johannesen (2018), “Piercing the Veil,” *IMF: Finance & Development*, June.
- Donnan, Shawn (2017), “Globalisation in Retreat: Capital Flows Decline since Crisis,” *Financial Times*, August 21.
- The Economist (2016), “The Good, the Bad and the Ugly,” Oct. 1.
- Feldstein, Martin (2017), “Inconvenient Truths About the US Trade Deficit,” *Project Syndicate*, Apr. 25.

- Fratzsher, Marcel (2017), “Germany’s Misunderstood Trade Surplus,” *Project Syndicate*, Mar. 7.
- Gabaix, X. and M. Maggiori (2015), “International Liquidity and Exchange Rate Dynamics,” *Quarterly Journal of Economics* 130, 1369-1420.
- Hong, Pingfan and Vos, Rob and Yao, Keping (2008), “How China Could Contribute to a Benign Global Rebalancing?” Presented at DESA Development Policy Seminar, Mar. 5.
- IMF (2018), “2018 External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions,” IMF, July 19.
- Jordan, Thomas (2017), “High Swiss Current Account Surplus: Consequences for SNB Monetary Policy?” Speech at the University of Basel, Nov. 23.
- Klug, Thorsten, Eric Mayer and Tobias Schuler (2019), “The Corporate Saving Glut and the Current Account in Germany,” Ifo Working Papers, March.
- Mckinnon, Ronald (2013), “The U.S. Saving Deficiency, Current-Account Deficits, and Deindustrialization: Implications for China,” *Journal Of Policy Modeling*, Mar.
- Milesi-Ferretti, Gian Maria and Philip R. Lane (2017), “International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis,” *IMF Working Paper* No. 17/115, May 10.
- Wen, Yi et al. (2015), “Why Does the U.S. Have Such a Large Trade Deficit with China?” St. Louis Fed: *On the Economy*, July 27.

Yang, Dennis Tao (2012), “Aggregate Savings and External Imbalances in China,” Discussion Paper Series, Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit, No. 6964, Oct.

Zhang, Longmei, Ray Brooks, Ding Ding, Haiyan Ding, Hui He , Jing Lu and Rui Mano (2018), “China’s High Savings: Drivers, Prospects, and Policies,” *IMF Working Paper*, December 11.

Zhu, Min and Miao Yanliang (2019), “The Right Way to Rebalance Trade,” *Project Syndicate*, Jan. 22.