

附件 國際學者及官員對經常帳餘額與匯率等議題之看法彙總

謹整理國際學者及官員對經常帳餘額與匯率等議題之看法如下：

發表人物	談話內容
<p>Janet Yellen¹ (Fed 前主席及美國前任財政部長)</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 認定匯率操縱不是一件容易的事，應審慎釐清匯率操縱之認定；一國為達成國內政策目標而採行總體政策，對匯率造成之影響，不宜視為匯率操縱。 2. 匯率操縱最佳定義應為 G7 經濟體均普遍同意之定義，即該政策(特別是直接干預)在匯率市場意圖改變該國貨幣價值，以影響該國競爭地位及貿易流量。 3. 貨幣政策的確會對該國匯率造成系統性效應(systematic effect)；Fed 體認到自身政策的確造成國際外溢效果，將全球經濟發展納入決策考量是必要的。 4. 反對將匯率操縱制裁條款納入貿易協議中：倘若在貿易協議中納入匯率操縱制裁條款，恐會限制貨幣政策有效性(effectiveness)。
<p>Joseph Stiglitz² (諾貝爾獎經濟學得主)</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 匯率操縱的概念本身是有缺陷的：所有政府採行之政策將直接或間接影響匯率。不受控制之預算赤字可能導致本國貨幣貶值；低利率亦能有類似效果。 2. 除匯率外，許多其他因素亦將影響該國貿易餘額，其中一項關鍵因素為該國儲蓄率。直到國內儲蓄明顯增加前，美國貿易赤字將不會顯著縮小。

¹ Dollar, David and Janet L. Yellen (2019), "Janet Yellen on Monetary Policy, Currencies, and Manipulation," *Brookings Institution Dollar and Sense Podcast*, Feb. 19 ; Nguyen, Lananh and Rachel Evans (2015), "Yellen Downplays Currency Wars by Defending Policy Changes," *Bloomberg*, Feb. 25 ; Nicolaci da Costa , Pedro (2015), "Fed's Janet Yellen Opposes Currency Sanctions in Trade Deals," *Wall Street Journal*, Feb. 24.

² Stiglitz, Joseph E.(2010),"No Time for A Trade War," *Project Syndicate*, Apr. 6.

<p>Glenn Hubbard³ (哥倫比亞大學教授及 白宮經濟顧問委員會 前主席)</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 為促使全球經濟重新調整，部分經濟體如中國及德國等需要增加國內支出，美國則需要提高國內儲蓄。國內儲蓄包括私部門儲蓄(含家庭和企業)及政府部門儲蓄，當前美國極需調整項目為政府部門儲蓄，且應致力縮減政府預算赤字，並使聯邦債務對 GDP 比率趨於穩定。 2. 在其他條件相同下，政府預算赤字減少有助國內儲蓄增加，且有助全球資本市場利率和美國長期公債期限溢酬下降，同時美國經常帳逆差亦將縮小。
<p>Martin Feldstein⁴ (白宮經濟顧問委員會 前主席)</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 各國經常帳餘額係由本國經濟情況決定，而非由其貿易夥伴決定，故財政部匯率報告之分析前提(即認為美國經常帳逆差是外國的匯率政策所造成的)是錯誤的。 2. 儘管匯率有其影響，惟美國長期呈經常帳逆差主要反映國民儲蓄過低(即投資超過儲蓄)。 3. <u>Fed 推出非傳統性貨幣政策後，已不宜指責他國操縱匯率。</u>
<p>Jason Furman⁵ (白宮經濟顧問委員會 前主席)</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美國財政部半年度匯率政策報告檢視主要貿易對手國是否操縱匯率之檢視指標之一——對美貿易出超逾 150 億美元，普遍被認為無經濟意義 (economic nonsense)。 2. 美國對某國貿易入超與美國國內持續赤字及全球供應鏈關聯較大，而與中國大陸貿易或匯率政策關聯較少。

³ Hubbard, Glenn (2025), "What Rebalancing the US Economy Really Requires," *Project Syndicate*, Apr. 3.

⁴ Feldstein, Martin (2017), "Inconvenient Truths About the US Trade Deficit," *Project Syndicate*, Apr. 26 ;Feldstein, Martin (2014), "End the Currency Manipulation Debate," *Financial Times*, May 15.

⁵ Furman, Jason (2018), "Currency Manipulation Isn't Among China's Trade Sins," *Wall Street Journal*, Oct. 15.

<p>Jeffrey Sachs⁶ (哥倫比亞大學教授)</p>	<p>美國對匯率操縱之標準是武斷的。美國與大部分貿易對手國存在貿易入超，並非貿易對手國做了過分的事情，而是反映美國儲蓄小於投資。其他檢視標準——經常帳盈餘及外匯存底累積亦屬武斷。</p>
<p>Stephen Roach⁷ (耶魯大學經濟學家)</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美國長期呈貿易逆差係反映國內儲蓄不足。 2. 在美國未解決國內儲蓄不足問題前，限制美國與匯率操縱國間之貿易，只會將美國貿易赤字重新分配至其他貿易對手國。
<p>William R. Cline 及 IMF 經濟學家⁸</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Cline 引用 1983 年 John Williamson 所提出均衡匯率理論，設定各國經常帳餘額相對 GDP 比率介於 ±3% 之間為外部均衡目標，據以設算均衡匯率水準，根據該模型估算，2018 年新加坡幣及瑞士法郎分別被低估 24% 及 7%。 2. 根據 2019 年 IMF EBA(External Balance Assessment) 的綜合評估結果，新加坡幣僅被低估 8%，而瑞士法郎則接近均衡水準。
<p>António Afonso(葡萄牙里斯本經濟管理學院教授)、Florence Huart(法國里爾大學副教授)、João Tovar Jalles(葡萄牙里斯本經濟管理學院副教授)、Piotr Stanek⁹ (波蘭克拉科夫經濟大學副教授)</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 採用 1980 年至 2016 年期間 193 個國家的樣本估計，在其他所有條件相同的情況下，財政赤字相對 GDP 比例每增加 1 個百分點，經常帳逆差相對 GDP 比例擴大 0.29 至 0.45 個百分點，顯示財政赤字與經常帳逆差有正向關聯，實證結果支持「雙赤字」假說。 2. 設計良好的財政法則(fiscal rules)、財政委員會及強化遵循財政法則的功能，有助於改善經常帳平衡。

⁶ Sach, Jeffrey (2019), "China Isn't the Economic Manipulator in This Trade War. Trump Is," *CNN Business Perspectives*, Aug.6.

⁷ Roach, Stephen (2015), "The Currency Manipulation Charade," May 27.

⁸ Cline, William (2018), "Estimates of Fundamental Equilibrium Exchange Rates," *Financial Markets Analysis*, 18-02, Economics International Inc; IMF(2019), "The Dynamics of External Adjustment," *2019 External Sector Report*, Jul.

⁹ Afonso, António, Florence Huart, João Tovar Jalles and Piotr Stanek (2022), "Twin Deficits Revisited: A Role for Fiscal Institutions?" *Journal of International Money and Finance*, 121, 102506.