

關於本年 8 月 29 日「台灣國際收支資金淨流出的說明」

新聞記者會的補充說明

中央銀行 2018.09.18

本(2018)年 8 月 29 日本行針對台灣國際收支資金淨流出的意涵加以說明之後，各界續對此議題提出若干看法，爰補充說明如下，以利社會大眾瞭解。

一、經常帳順差「反映」國內超額儲蓄是相當普遍的用法，本行並未指稱國民所得會計恆等式(accounting identity)具有因果關係，且政策建議亦不代表因果關係

(一)經常帳順差與國內超額儲蓄為國民所得會計恆等式關係，本行並未指稱其具有因果關係

1. 國民所得會計恆等式¹，說明經常帳順差係「反映」國內超額儲蓄；其意涵在於，經常帳順差確實表達出國內資源未能完全於國內使用，而用於國外的情況。經常帳順差反映國內超額儲蓄是相當普遍的觀點，例如：經典的教科書 Krugman, Obstfeld and Melitz (2013)²以及國際貨幣基金(IMF)國際收支統計手冊(Balance of payments and international investment position manual)³，皆持相同的觀點。

2. 恆等式本身本無因果關係，惟在合理的假設及足夠的論證基礎之下，該等式仍可用來說明經濟變數間的相互影響關係。

例如，費雪交易方程式， $MV=Py$ ，為貨幣數量學說論述的重點，

¹ 經常帳餘額(X-M)，等於民間的儲蓄減去投資(S-I)，再加上政府稅收減去政府財政支出(T-G)，亦即 $X-M=(S-I)+(T-G)$ 。

² 第 13 章 National Income Accounting and the Balance of Payment。

³ 第六版國際收支統計手冊第 14 章第 223 頁：Thus, the current account balance **mirrors** the saving and investment behavior of the economy. In analyzing changes in the current account balance of an economy, it is therefore important to understand the manner in which these changes **reflect** movements in saving and investment.

建立在恆等式上，本身並無因果關係，僅表明一段期間內貨幣流量的總價值應等於最終財貨與服務交易的總值，並無法確認各變數間其相互影響的方向。若假設貨幣數量具有外生性，且貨幣流通速度具穩定性，則貨幣數量的變動將決定物價與實質產出，因此 $MV=Py$ 具有經濟政策意涵，亦為貨幣銀行學中的重要討論議題。

(二) 主要國際機構與知名經濟學家均曾提出，減少超額儲蓄(或儲蓄不足)，可減緩外部不平衡的政策建議

1. 經常帳順差反映國內超額儲蓄，透過結構調整如減少儲蓄、增加投資為廣泛接受的政策建議。例如，IMF 外部部門報告(External Sector Report)與美國每半年公布的匯率政策報告⁴，對於經常帳長期順差國家，政策建議多以提振國內需求(包含消費與投資)，或採行擴張性的財政政策或財政改革，減緩超額儲蓄累積；反之，對於經常帳逆差的國家，則建議增加國民儲蓄(national savings)，以縮減外部不平衡。
2. IMF 於本年 7 月 18 日發布「2018 年外部部門報告⁵」指出，美國為 2017 年全球經常帳不平衡(global current-account imbalance)的最大驅動力。近期美國採取赤字財政政策，恐加劇美國的經常帳逆差，進而惡化全球經常帳不平衡的狀況。

⁴ 參考 Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States, April, 2018. 該報告對德國、南韓等經常帳順差國家的政策建議中，亦強調提振其國內消費與投資，以及財政改革對減緩外部不平衡的作用。

⁵ IMF (2018), “2018 External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions,” IMF, Jul.18.

3. 知名經濟學家對於美國經常帳逆差問題，亦建議由增加美國國民儲蓄著手。

(1)諾貝爾獎經濟學家 **Joseph E. Stiglitz**⁶認為，川普對貿易議題的關注過於狹隘，貿易戰僅能改變雙邊貿易餘額，若**美國仍過度消費或儲蓄不足**，貿易逆差僅會移轉至其他貿易對手國，因此，川普應設法**增加國民儲蓄**，以縮減多邊貿易逆差。

(2)前白宮經濟顧問委員會主席、哈佛大學教授 **Martin Feldstein**⁷曾指出，**經常帳餘額係由一國國內的儲蓄與投資所決定**，與貿易夥伴無關，**美國經常帳逆差的主因為國民儲蓄率過低**。在經濟結構未改變的情況下，藉由單一貿易對手國調整實質有效匯率(REER)，並無法改變美國經常帳逆差，因此，呼籲美國財政部停止公布美國匯率政策報告。

(3)耶魯大學資深研究員 **Stephen Roach**⁸認為，美元作為國際主要貨幣，享有過度的特權，**欲解決美國龐大的經常帳逆差問題，只有透過增加儲蓄乙途**。

二、經常帳調整的結構性因素

(一)台灣與瑞士的情況類似，瑞士經驗可供借鏡

1. 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，2017 年**經常帳順差對 GDP 比率分別為 9.3%與 14.6%**，均超過匯率政策報告之 3%檢視門檻值(台灣自 2017 年 10 月起已不再列入觀察名單)。

⁶ Stiglitz, Joseph E.(2018), "The US is at Risk of Losing a Trade War with China," *Project Syndicate*, Jul.30.

⁷ Feldstein, Martin (2014), "End the Currency Manipulation Debate," *Financial Times*, May 15.

⁸ Roach, Stephen (2017), "Donald Trump Is Suffering from Trade Deficit Disorder," *Financial Times*, Mar. 7.

2. 瑞士央行總裁 Thomas Jordan⁹指出，不宜以瑞士經常帳來評估瑞士法郎的公平價值，主要係：

(1)經常帳包含投資所得，瑞士國外淨債權龐大，且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，使得國外投資所得收入大於支出，均造成經常帳順差擴大¹⁰；

(2)瑞士人口老化及強制退休金制度帶來高儲蓄率；

(3)對瑞士法郎匯率變動較不敏感的三角貿易與製藥，為瑞士經常帳商品淨出口之主力；因此，經常帳不宜充當擬訂貨幣政策的基礎。

台灣與瑞士的情況類似，亦具有龐大的國外淨債權部位，國外投資所得收入大於支出，人口老化速度快，以及三角貿易發達¹¹等現象，均會擴大經常帳順差；因此，不宜單以經常帳順差來評估新台幣的公平價值¹²。

(二)有關經常帳調整的研究觀點

1. 經常帳的動態調整應以一般均衡的角度思考，REER 與其他總體經濟條件，如國內外相對所得、生產力、經濟發展階段 (development stage)、社會安全網、金融開放程度、財政政策等，

⁹ Jordan, Thomas (2017), "High Swiss Current Account Surplus: Consequences for SNB Monetary Policy?" *Speech at the University of Basel*, Nov. 23.

¹⁰ Thomas Jordan 認為，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。此外，由於國外通膨率高於瑞士，致國外利率水準較高，此亦會擴大瑞士的國外利息所得淨收入。

¹¹ 台灣企業全球運籌，海外生產的比重超過 5 成，三角貿易淨收入龐大，約為 GDP 的 3%。

¹² 參考許碧純(2018)，「美國經常帳逆差議題與其經貿新政之影響」，財團法人俞國華文教基金會獎助出國專題研究報告書。該文借鏡瑞士經驗，分析台灣等東亞國家的經常帳結構因素與三角貿易之影響；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，三角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。

均對一國經常帳餘額有決定性之影響¹³，如亞洲開發銀行(ADB)首席經濟學家魏尚進等人的研究¹⁴，亦持相似的觀點。

2. 各國人民對時間偏好(time preference)程度不一，各國跨期消費與投資行為不盡相同，以致長期國際資本移動形成特定流向，此間接反映在國際收支經常帳難以平衡，亦形成全球不平衡(global imbalance)持續¹⁵的現象。若各國採行浮動匯率制度，在國際資金自由移動之下，經常帳的調整將更為困難。如日本安倍首相經濟顧問濱田宏一(Koichi Hamada)的研究¹⁶，亦有相同看法。

三、台灣全球價值鏈參與度高，以中間財貿易為主，匯率對貿易的影響弱化

- (一)國際清算銀行(BIS)研究¹⁷指出，隨全球價值鏈興起，原以出口最終財為計算基礎之REER，已不能完全適用於當前中間財貿易盛行的相關分析。台灣出口以中間財為主，全球價值鏈參與度高達67.7%，且商品出口集中電子資通訊產品，出口對進口的引申需求大，因此，匯率變動對進口的影響將抵銷其對出口之效果；整體而言，匯率對貿易餘額之影響不若以往。此外，台灣對外貿易

¹³ Masujima, Yuki, (2015) "Assessing Asia Equilibrium Exchange Rate as Policy Instruments," *RIETI Discussion Paper Series* 15-E-038. 該文以亞洲主要國家進行實證，發現經常帳餘額與均衡匯率的關係隨著經濟發展階段而有所變化；Wang, Tao (2004) "Exchange rate dynamics," in *China's Growth and Integration into the World Economy: Prospects and Challenges*, edited by E. Prasad, *IMF Occasional Paper* 232. Washington: International Monetary Fund. 以中國大陸為例，認為中國大陸社會安全網尚未健全且儲蓄傾向相當高，中國大陸經常帳順差的調整有賴於國內消費提升與社會安全網健全，而非REER之調整。

¹⁴ Ju, Jiandong, Kang Shi, and Shang-Jin Wei (2012) "Trade Reforms and Current Account Imbalances: When Does the General Equilibrium Effect Overturn a Partial Equilibrium Intuition?" *NBER Working paper*. Ju, Jiandong, Kang Shi, and Shang-Jin Wei (2014) "On the Connections between Intra-Temporal and Intertemporal Trades" *Journal of International Economics*, Vol. 92.

¹⁵ 參考IMF (2018), "2018 External Sector Report: Tackling Global Imbalances amid Rising Trade Tensions," IMF, Jul.18.

¹⁶ Hamada, Koichi and Yasushi Okada (2009), "Monetary and International Factors behind Japan's Lost Decade," *Journal of the Japanese and International Economies*, 2009, Vol. 23, Issue 2, pp. 200-219

¹⁷ 參考Nikhil Patel, Zhi Wang and Shang-Jin Wei(2017), "Global Value Chains and Effective Exchange Rate at the Country-Sector Level," *BIS Working Paper*, No. 637, May.

多為價格接受者，出口主要受國外需求影響。

(二)在金融自由化風潮之下，各國金融帳開放，短期國際資本快速移動，金融交易已成為影響各國匯率的重要因素¹⁸。自 1980 年台灣開放外國專業投資機構(簡稱 QFII)直接投資國內證券市場以來，隨著經濟規模擴大與金融帳開放，外資鉅額且頻繁的外匯交易已成為影響新台幣匯率變動之主因。當前各國貨幣政策分歧，國際熱錢流竄，加以國際重大事件頻傳，國際金融市場與匯率波動加劇，已阻礙匯率對經常帳與經濟基本面的調整。

四、長期以來，本行本於職責維護金融與物價的穩定，經歷 1997 年亞洲金融風暴及 2008 年全球金融危機，台灣經濟金融相對穩健，且由經營目標來檢視本行的表現，國際信評機構亦多給予高度肯定。

¹⁸ 2016 年全球每日平均外匯交易量為 5.1 兆美元，而全球每日商品與服務貿易總額僅 1,674 億美元，約為外匯交易量的 3.3%，反映當前大部分外匯交易屬金融交易。