

減少持續的經常帳順差以得到適當的平衡

彭莉婷、黃惠君 摘譯

本文摘譯自：IMF, "Getting the Balance Right: Transitioning Out of Sustained Current Account Surplus," World Economic Outlook, Chapter 4, April 2010。

摘要

本文檢視過去 50 年先進國家和新興市場經濟體中，因採取匯率升值或總體經濟政策，使持續性經常帳順差減少的經驗。

個案研究則選擇 1970 年代早期的日本與德國以及 1980 年代的日本、韓國與台灣，比較經常帳順差減少前之特徵、於過渡期採行之政策，以及經常帳順差減少後之經濟表現。最後以日本及台灣為例，分別探討順差減少時，擴張性政策及結構性改革所帶來不同的結果。

本文認為順差減少未明顯與產出或就業的下降有關，產出的變動來自許多因素，而匯率僅為其中一項，實質匯率升值將導致順差減少後的產出減少，但透過全球經濟成長的改善、貿易條件增強以及結構改革（如貿易自由化）等因素，將使得順差減少後的產出增加。

本文主要結論如下：

- (一) 匯率升值是經常帳順差減少的關鍵因素，但只有在升值的同時，採取擴大內需的經濟政策或結構性改革，才能得到最佳的結果。
- (二) 經常帳順差減少未必會傷害產出成長和就業，因為透過擴張性總經政策，增加國內消費和投資，會抵銷因實質匯率升值造成的淨出口減少。
- (三) 在經常帳順差減少期間，非貿易部門就業的增加將大於貿易部門就業的減少，使得總就業人數些微上升。
- (四) 若為了抵銷貨幣升值的負面影響，而採取的擴張性總經政策規模過大或其持續時間過長，則可能加劇通貨膨脹或資產價格泡沫。

減少持續的經常帳順差以得到適當的平衡

本文檢視過去 50 年先進國家和新興市場經濟體中，因採取匯率升值或總經政策，使

持續性經常帳順差減少的經驗，以統計分析和案例討論方式，研究經常帳順差減少對經

濟成長和就業的影響與意涵，並找出能夠解釋順差減少前後差異的關鍵因素。

一、經常帳順差減少的定義與剖析

本章採兩階段方式定義政策導向的經常帳順差減少。首先，經常帳順差的減少須符合三個條件，(1)減少的前三年，經常帳順差佔 GDP 比重的平均至少為 2%；(2)減少的後三年，經常帳順差佔 GDP 比重至少比前三年平均減少 2%；(3)減少後三年內，最大的順差必須低於三年前最小的順差，以確保此順差減少不是因突發的暫時性變動。其次，在符合前述順差減少的清單個案中，選出是由總

體經濟政策驅動的案例。政策導向的匯率升值定義為，在經常帳順差減少的三年間，名目有效匯率從低點到高點升值至少 10%。

分析結果顯示，政策導向的經常帳順差，會在過渡期間快速縮小，且儲蓄顯著下降、投資急劇上升，進口亦顯著增加，出口則未明顯減少。儘管在許多經常帳順差減少的期間，匯率升值是共同特徵，但無證據顯示匯率有過度升值（overshooting）的現象。

二、政策導向的經常帳順差減少未必不利於經濟成長

經常帳順差減少可能透過以下三種情境影響產出：(1)實質匯率升值導致的順差減少，將減緩產出成長速度；(2)實施總體經濟政策增加國內需求，進而增加進口、減少經常帳順差，而當擴張性總體經濟政策的效果大於外需減少的效果時，可維持經濟成長；(3)經常帳順差的減少，可降低因金融市場發展程度較低、退休體系、社會安全網等不健全而產生的高預防性儲蓄，緩和因限制國外資本流入而產生的低投資之扭曲現象，進而增加消費與投資，強化經濟成長。

本文分析 28 個政策導向之經常帳順差減少期間的個案發現，順差減少未明顯與產出

或就業的下降有關，因順差減少後三年的產出或就業與前三年無明顯差異。迴歸結果顯示，順差減少後產出的變動來自許多因素，而匯率僅為其中一項，實質匯率升值將導致順差減少後的產出減少，不過，此不利效果在開發程度愈高、出口產品品質高的國家較不明顯，其他如全球經濟成長的改善、貿易條件增強以及結構改革（如貿易自由化）等因素，將使得順差減少後的產出增加。

另外，若拆解實質人均 GDP 的來源，就需求面而言，順差減少後，GDP 成長的來源會從外需轉向內需，如消費和投資支出分別增加 1%和 0.7%，而淨出口對 GDP 的貢獻反

而顯著減少 1.6%，使得整體 GDP 微幅成長 0.1%。就供給面而言，就業與投資在順差減

少後略為上升，且非貿易部門就業的增加顯著大於貿易部門就業的減少。

三、順差減少的個案研究

探討五個順差減少的國家，包括 1970 年代早期的日本與德國，以及 1980 年代的日本、韓國與台灣。

(一) 順差減少前的主要特徵

- 享有順差之經濟體主要因大量出口且有較高之產出成長，此五個案之產出及出口成長率皆高於對照組（註 1）。
- 具長期且巨額經常帳順差之經濟體常與其貿易對手因關係緊張，有時甚至迫使貿易對手訂定單邊或雙邊的協定以因應失衡。
- 順差經濟體有較高的投資，甚至更高的儲蓄。在順差減少前投資占 GDP 平均比重為 28%，高於對照組的 21%；儲蓄比重更高達 34%，亦高於對照組的 19%。
- 除了 1980 年代，日本在採行浮動匯率制度下經常帳順差減少，大多個案國家採行釘住或嚴格管理的匯率制度。
- 在順差減少之前，各國匯率皆被低估。這些個案改採浮動匯率後，匯率便開始大幅持續地升值，證實其在順差減少前匯率被

低估。

- 一些經濟體採行各種鼓勵出口、限制進口、優惠稅率以促進研發及資本管制等政策，扭曲經濟結構並助長貿易順差。
- 這些經濟體之通貨膨脹相對較低，平均不到 3%，低於對照組的 7%。財政收支幾乎平衡，且政府負債較低。

(二) 過渡期之政策

這五個案皆以升值做為減少經常帳順差之主要手段，且無論名目或實質匯率皆大幅相對於美元升值（如下表）。

對於升值所採行的財政政策及貨幣政策，德國和日本原預期升值後，會大幅減少外需及產出成長，因而採行寬鬆政策以支撐內需，後因其需求超出預期，加上原油價格上漲導致通貨膨脹，而改採緊縮性貨幣政策因應（詳見專題 1）；相反地，韓國為減緩經濟過熱及超額需求，在財政及貨幣政策上皆採行緊縮政策；台灣則因政府認為無需採取支撐或減緩內需，於財政及貨幣政策上皆保

升值幅度(%)	1970 德國	1973 日本	1988 日本	1989 韓國	1988 台灣
名目匯率	25	34	54	25	57
實質匯率	12	27	40	32	21

持中立。

(三) 順差減少的結果

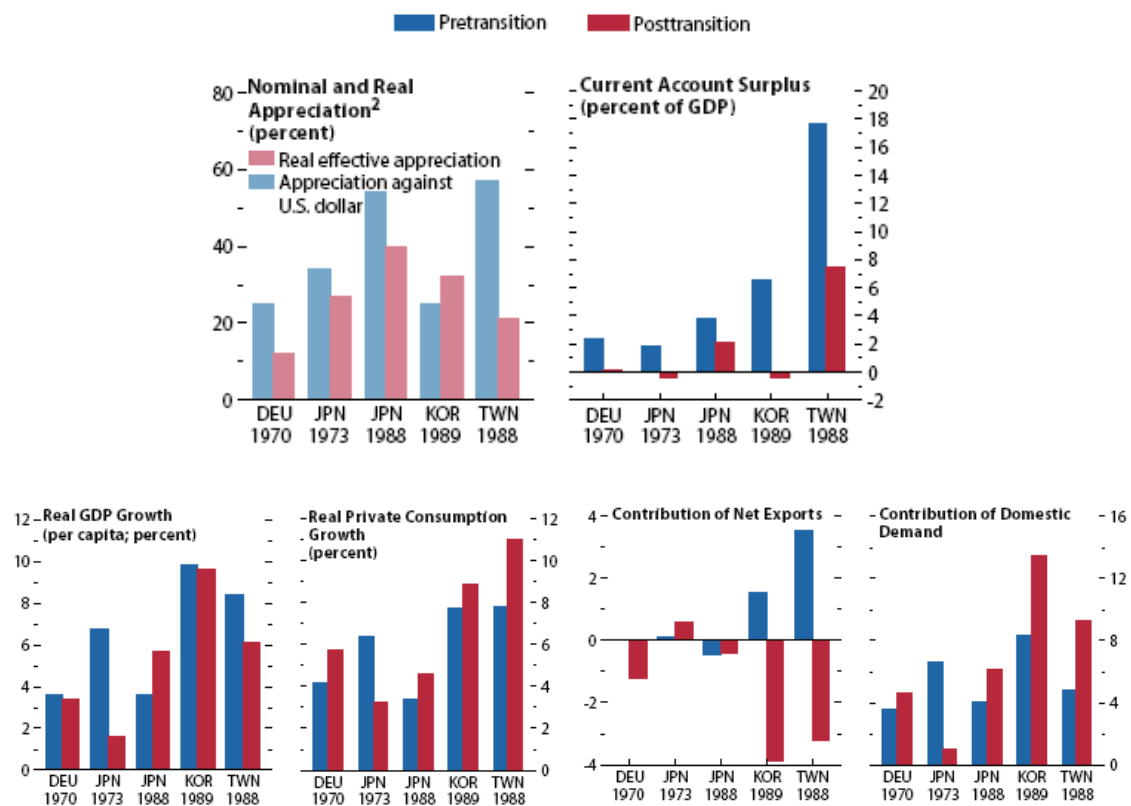
順差減少後總體經濟的主要表現如下(圖 1)：

- 順差減少可能降低或提高產出。原則上，順差減少後總需求應隨匯率升值而減少，進而使產出減少及物價下跌。事實上，這五案例國家因總體經濟刺激或原油價格衝擊，物價均未下跌，產出成長則均較預期佳。
- 就業在這些案例國家中無一致的變化，有兩國就業增加，但有三國減少，平均而言無明顯改變。
- 除了 1973 年順差減少的日本外，其餘國家

個人消費及投資成長皆在順差減少後增加；而儲蓄，尤其是個人儲蓄則維持不變或下降。

- 除 1973 年的日本外，其他各國的淨出口皆下降。
- 出現部門資源重分配，五個案國家之非貿易部門比重均增加，其中韓國和台灣因在減少前非貿易部門相對較小而增加最多。貿易部門之就業則不變或減少，非貿易部門則為增加，且日本、韓國及台灣增加最多。
- 中高科技產品出口比重增加，其中台灣最為明顯(詳如專題 2)。

圖 1



專題 1：廣場協定(Plaza Accord)後，日本順差的減少

1982 年日本經常帳順差占 GDP 僅 0.6%，到 1985 年時已提高至 3.7%（如圖 3），廣場協定後，日圓快速升值，至 1986 年底日圓對美元匯率升值 46%，實質匯率升值 30%，出口量與企業投資則均減少 6%，GDP 成長率由 1985 年的 5% 下降至 2.5%（如圖 2），日本政府為穩定日圓，立即採取擴張性貨幣及財政政策，並於 1987 年簽立羅浮宮協定（Louvre Accord）（註 2）。

緊縮性政策可以抑制國內需求的快速成長，並透過匯率的進一步升值，以減少仍然相當大的經常帳順差，並且打擊初期的資產價格泡沫。1980 年代末期，日本經濟再度繁榮並且形成資產價格泡沫，然而，日本政府認為日圓再升值會打擊企業信心，而未迅速採行緊縮性貨幣政策。由日本的經驗可知，以總體經濟刺激政策來抵消升值影響的退場時機是非常困難的。

此外，結構改革是平衡升值及擴張性政策間的重要角色。在日圓大幅升值及大幅擴張性政策下，日本經常帳順差卻未如預期減少，因此在前川報告（Maekawa Report）中建議，結構改革能夠加強升值的平衡效果。改革包括減少日本農業貿易保護，增加食物進口；取消郵政儲金利息免稅，避免鼓勵儲蓄；減少土地用途限制，避免因其供給受限，加重價格上漲，但因政治因素，許多改革並未實施。

1990 年代初期，日本資產市場的崩跌及隨後的經濟低迷，被稱為日本失落的十年。「失落的十年」是順差減少造成的說法是不正確的，應該是日本未即時改革其金融體制，加上零利率使日本的刺激性政策受限，且受到美國 1991 年經濟不景氣及 1997 年亞洲金融危機衝擊所致。

圖 2

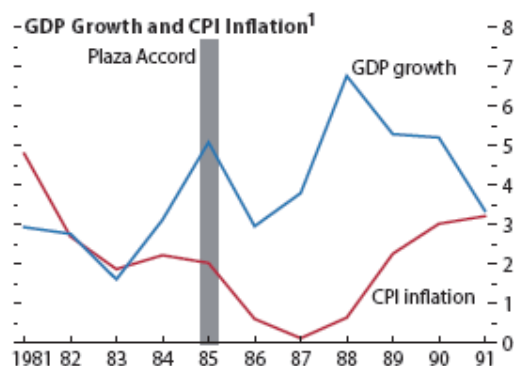
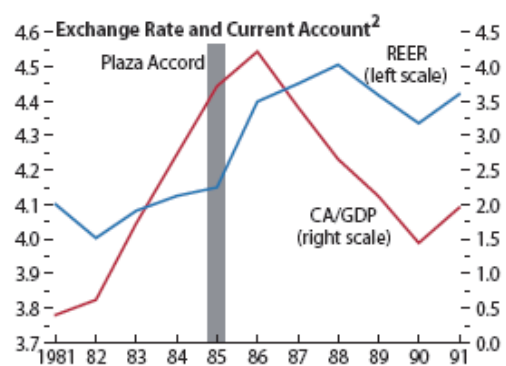


圖 3



專題 2：1980 年代後期的台灣

台灣在 1980 年代中期，因長久以來出口導向的經濟及穩定的匯率，使其經常帳順差占 GDP 比率超過 20%。廣場協定後，市場預期新台幣升值，投機性資金流入迫使央行放棄準釘住美元（quasi peg）的匯率制度，讓新台幣升值。1985 年 9 月至 1989 年 9 月，新台幣相對美元升值 57%，實質匯率升值 21%，且經常帳順差大幅減少，其占 GDP 比率由 1986 年最高峰之 21% 降至 1989 年之 7.5%，至 1990 年代更低於 4%（如圖 4）。

新台幣升值後出口減少，但消費及投資增加。1980 年代前 5 年平均每年消費成長 6%，後 5 年則增加至平均每年成長 9.5%，緩和了出口減少之衝擊。持續穩定高成長的消費占 GDP 比率則由 1986 年之 63%，上升至 1995 年之 73%，主要係因台灣採行各種稅率優惠以鼓勵私人投資研發，投資在 1980 年代後期亦平均每年成長 12%。綜言之，台灣在 1987-91 年平均 GDP 皆維持在 8.5%，接近 1982-86 年之 8%。

在新台幣升值初期，出口成長由 1982-86 年平均 14% 下降至 1987-91 年之 9%，貿易商因喪失價格競爭力而受到打擊，製造部門於是加速提升出口品質層級，生產資本密集、高附加價值的產品，例如電腦及電子產品，其占製造品比重由 1985 年之 32% 上升至 1996 年之 43%（如圖 5）；勞工密集、低附加價值產品例如紡織品則在同期間由 36% 下降至 22%。此外，有些製造部門為降低生產成本，則將生產線移到海外，如剛開始的東南亞國家及近年的中國大陸。

最後，非貿易部門的獲益亦抵消貿易部門之損失，服務業占 GDP 比重在 1980 年代前半期維持在 47%，1980 年代中期後開始增加，至 1990 年代中期時達 60%，服務業之勞動力占就業比重在同期間亦由 41% 上升至 51%，整體就業平均一年成長 2%（如圖 5）。

圖 4

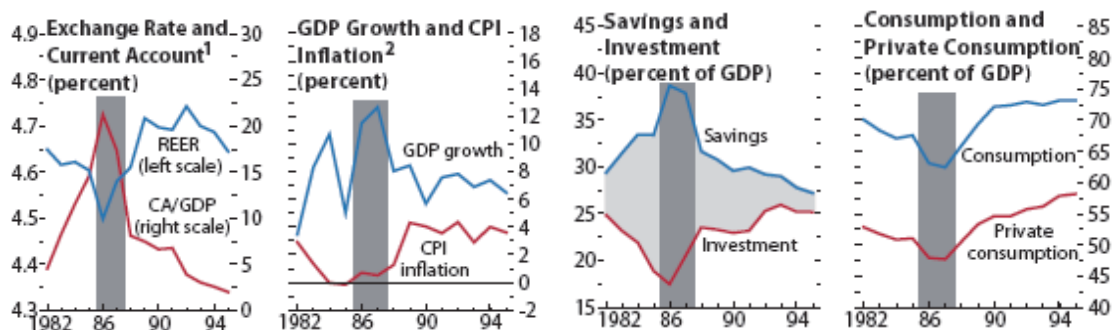
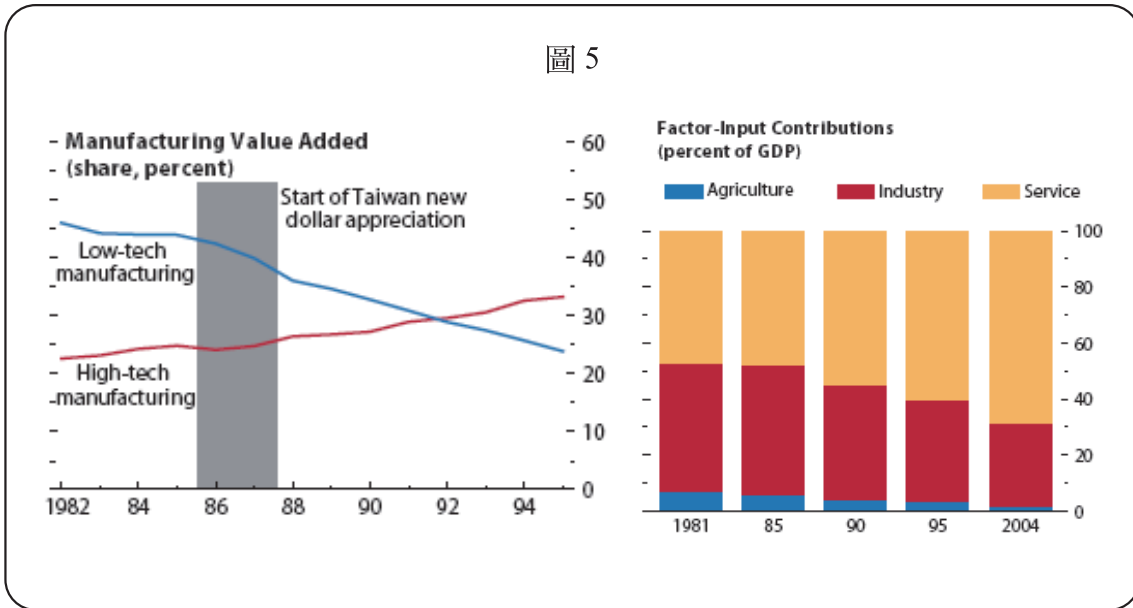


圖 5



本章主要結論：

- (一) 匯率升值是經常帳順差減少的關鍵因素，但只有在升值的同時，採取擴大內需的經濟政策或結構性改革，才能得到最佳的結果。
- (二) 政策導向的經常帳順差減少，不一定會傷害產出成長和就業，因為當政策使國外需求轉為國內需求時，國內消費和投資的增

加會抵銷因實質匯率升值造成淨出口的減少。

- (三) 在經常帳順差減少期間，非貿易部門就業的增加將大於貿易部門就業的減少，使得總就業人數微幅上升。
- (四) 必須留意若為了抵銷貨幣升值而採取的總體經濟政策過於擴張或持續時間過長，可能加劇通貨膨脹或資產價格泡沫。

附 註

(註 1) 對照組係指至少有三年經常帳順差沒有減少的個案。

(註 2) 羅浮宮協定於 1987 年 2 月由 G7 (美、英、法、德、日、義、加) 在巴黎訂定，主要協議內容有二：一是加強外匯市場的干預與協調，以維持匯率在一合適的浮動區間之內；二為簽署國應採多元化的經濟方案，例如：實施減少財政赤字、擴大內需、稅務改革等措施。

(本文完稿於 99 年 5 月，譯者為本行經濟研究處辦事員。)