

美國經常帳逆差問題之研析 — 兼論全球經常帳失衡

游 淑 雅

摘 要

近年來美國在強勁的國內需求帶動下，國內支出遠高於其國民生產毛額，因而對國外產品的需求逐年增加，導致其經常帳失衡，經常帳逆差並以驚人的幅度成長，2004年已惡化至 6,681 億美元，約為 GDP 的 5.7%。2005 年第 3 季續攀高至 6.2%，預計全年將再創歷史新高。

美國經常帳逆差達到空前新高，然而全球其他地區的經常帳則出現巨額順差，這種全球經常帳失衡的現象自 1997 年以來日益嚴重，主要可歸因於全球其他地區儲蓄過剩，尤其是新興市場國家，儲蓄持續上升，然而投資水準自 1997 年的金融危機過後卻低迷不振。美國在 1997 年至 2004 年間增加的經常帳逆差，約三分之二是由新興市場與產油國家增加的經常帳順差所填補。

影響美國經常帳逆差的國內外因素，除了全球儲蓄過剩外，多數研究指出，可歸因於：（1）美國勞動生產力成長凌駕他國，導致內需強勁、進口需求大增；（2）全球投資的母國偏好下滑；（3）美國財政赤字擴大；

（4）美國家計部門財富所得增加，儲蓄率下滑；（5）美國的所得進口需求彈性大於其貿易對手國；加上（6）近年來出口至美國的出口商壓縮利潤，以確保市場佔有率等。

近年來，東亞國家藉由釘住美元維持匯率低估，刺激以出口為導向的經濟成長，累積巨額經常帳順差以及外匯準備，再以多數的外匯準備購買以美國政府債券為主的美元資產。短期內，國際間這種相互依存的關係將有助於融通美國經常帳逆差，並支撐美元匯率。然而，美國的外債餘額將伴隨著其經常帳逆差惡化而持續累積，2004 年美國外債餘額相對 GDP 的比率已逼近 26%，如果不適時控制，未來償還外債的本金及利息支出將是國民無法承受的負擔，因而美國經常帳逆差的調整將無法避免。

多數的研究分析認為美國經常帳逆差相對 GDP 的比率應落在 2%~4% 之間。而 OECD 的研究報告指出，如果美國經常帳逆差相對 GDP 的比率能縮減至維持在 3%，且伴隨名

目 GDP 每年成長 5%，則美國外債相對 GDP 的比率長期間即可望維持在 60% 左右。

相對於上一次全球經常帳明顯失衡的 1980 年代中期，彼時失衡現象只發生在日本及德國等相對少數國家，而此次失衡現象的範圍擴大，包括許多新興市場國家。因此要解決全球失衡，乃至美國經常帳逆差的問題，需要包括較多的國家彼此間的合作與努力，才能將全球經常帳失衡的因應對策導向正確的方向。綜合各種研究結論顯示，可從以下之方法著手：（1）美國應削減財政赤字，提高國民儲蓄水準；（2）新興市場國家應由國際資本市場貸款者的角色轉為借款者；（3）美國應提高產品的非價格競爭力，促進出口，日本及歐元區則應加強結構改革，增加美國產品的進口；（4）透過美元對他國通貨貶值的匯價調整方式。

至於透過美元對他國通貨貶值的匯價調整方式，依若干研究報告的經驗法則，欲削減美國經常帳逆差相對 GDP 的比率 1 個百分點，美元的有效匯率須貶值約 10%。雖然中

國人民銀行於 2005 年 7 月 21 日讓人民幣兌美元匯率升值 2.1%，然而東亞各國貨幣伴隨短暫升值後又回貶，因此對改善美國經常帳失衡之助益不大。但人民幣此次的升值行動被認為是人民幣匯率機制朝向漸進浮動，對美元緩慢升值的開端。因此，以中國為主的東亞國家，其貨幣對美元匯率若能緩步有序地調整，將是解決全球經常帳失衡的方式之一，也可紓緩美國與中國所面臨的經濟問題。

美國聯邦準備理事會主席格林斯班則認為，美國日益龐大的外債終究必須予以導正，且這些改變會以軟著陸的方式進行，因為市場力量將逐步解決美國經常帳逆差問題，美元終將貶值、債券殖利率將上揚，而美國市場也有足夠的彈性去進行無痛的調整。隨著美國經常帳逆差的擴大以及國外對美國債權的增加，投資人將採取措施以重新恢復資產平衡，使匯率、利率及其他資產價格產生變動，而有助於美國經常帳逆差的扭轉。

一、前 言

第二次世界大戰之後的半個世紀以來，伴隨著全球化、自由化與資訊科技之進步，國際貿易蓬勃發展，跨國的資金移動日趨頻繁。尤其是美國，在強勁的國內需求帶動

下，國內支出遠高於其國民生產毛額，因而對國外產品的需求逐年增加，導致其經常帳失衡，近年來經常帳逆差更以驚人的幅度成長，2004 年已惡化至 6,681 億美元，約為

GDP 的 5.7%。2005 年第 3 季，續攀高至 6.2%，預計全年將再創歷史新高。

美國經常帳逆差達到空前新高，然而全球其他地區的經常帳則出現巨額順差，這種全球經常帳失衡的現象自 1997 年以來日益嚴重，主要可歸因於全球其他地區儲蓄過剩，尤其是新興市場國家，儲蓄持續上升，然而投資水準自 1997 年的金融危機過後一直低迷不振。此外，東亞國家藉由釘住美元維持匯率低估，刺激以出口為導向的經濟成長，累積巨額經常帳順差以及外匯準備，再以多數的外匯準備購買以美國政府債券為主的美元資產，融通美國民間儲蓄不足以及美國政府財政赤字。換言之，多年來美國的經常帳逆差缺口係靠著過剩的國際資本加以融通，而這些流入美國的資金淨額大致等於流入美國的國外商品及服務淨額（貿易入超金額）。這種現象日積月累，終致美國的外債餘額相對 GDP 之比率逼近 26% 的高點。

只要全球過剩的儲蓄持續融通美國，維持國際間此種相互依存的模式，美國目前的經常帳逆差尚不致對其經濟安定帶來風險。然而未來的巨額外債償還對美國民眾係一大負擔。加上 2002 年以來擁有美元資產的國外

央行擔心其美元投資部位曝險過高，因而減持其外匯準備中的美元部位、大幅增加歐元部位，藉以規避風險。如果國外投資者對美元資產失去信心，大舉拋售美元資產，或不再繼續對美國的經常帳逆差進行融通，其後果可能破壞原本失衡但穩定的結構，造成美元失序地貶值，進而引發全球性的不景氣。然而如果美元係呈現緩步有秩序地貶值，則將有助於改善全球經常帳失衡的調整。

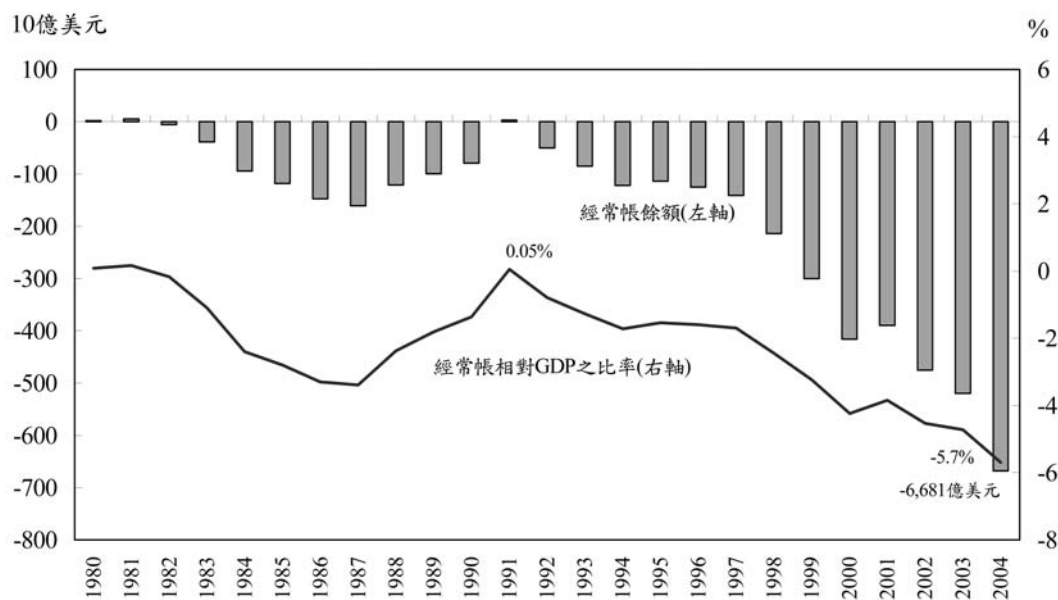
因此，是何種因素造成美國經常帳逆差，逆差趨勢能否持續下去，以及全球應否及該如何對全球經常帳失衡的問題作政策回應，已成為國際金融市場高度關切、討論及研究的議題。本文共分為十節，第一節為前言，第二節說明美國經常帳逆差之現況及內容，第三節分析美國之儲蓄與投資失衡，外債高築的情形，第四節探索全球經常帳失衡現象，第五節描述美國經常帳逆差與美元走勢，第六節剖析造成美國經常帳逆差之主要因素，第七節討論美國經常帳逆差水準能否獲得支撐，第八節探究合理之美國經常帳逆差水準，第九節解析改善美國經常帳逆差之方法及對他國之影響，第十節為結論。

二、美國經常帳逆差之演變及現況

過去 20 多年來，美國經常帳持續呈現逆差情況，雖一度於 1991 年降至 0 左右的均衡水準，惟近年來逆差再度惡化，主要係因商

品貿易入超自 1992 年起逐漸擴大。根據美國商務部公佈的最新資料顯示，2004 年美國的經常帳逆差由 2003 年的 5,197 億美元大幅上

圖 1 美國國際收支



資料來源：U.S. Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis)

揚至 6,681 億美元，約為 GDP 的 5.7%，再創歷史新高（圖 1）。2005 年第 3 季，續攀高至 6.2%，IMF（2005 c）預計全年將達 6.1%。

經常帳餘額係商品與服務淨出口、所得淨收入及經常移轉淨額之和。這二十多年來美國經常帳逆差主要是來自於商品進口大於出口的貿易入超（表 1、圖 2）；美國經常帳的所得收入項目係呈現正值，相對 GDP 的比率相當穩定；經常移轉則呈現負值，相對 GDP 的比率亦相當穩定。

2004 年包括商品與服務之貿易入超已突破 6,176 億美元，較 2003 年大幅上揚 25%。

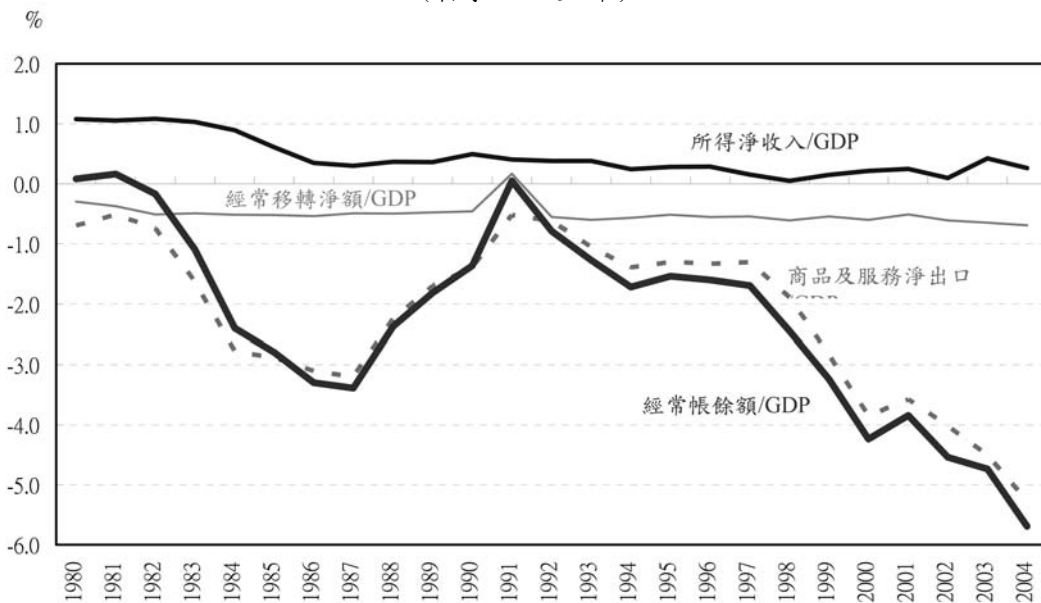
其中商品入超自 2003 年的 5,473 億美元上揚至 6,654 億美元，主要是商品進口的增加遠大於商品出口的增加；多數商品進口增加主要是來自於石油與石油製品、非石油工業原料、資本財及消費財；商品出口增加則以資本財及工業原料為主。服務則是呈現出超，並由 2003 年的 525 億美元降至 478 億美元，主要是因服務支出（進口）的增加遠大於服務收入（出口）的增加，服務收入最大的增加項目為旅行及其他個人服務，服務支出最大的增加項目則為其他交通、其他個人服務及旅行項目。另所得亦呈現 304 億美元的小額淨收入。

表 1 美國經常帳及其組成項目
(國際收支基礎, 單位:10億美元)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
經常帳	-113.7	-124.9	-140.9	-214.1	-300.1	-416.0	-389.5	-475.2	-519.7	-668.1
(相對GDP比率)	(-1.5%)	(-1.6%)	(-1.7%)	(-2.4%)	(-3.2%)	(-4.2%)	(-3.8%)	(-4.5%)	(-4.7%)	(-5.7%)
商品	-174.2	-191.0	-198.1	-246.7	-346.0	-452.4	-427.2	-482.3	-547.3	-665.4
出口	575.2	612.1	678.4	670.4	684.0	772.0	718.7	682.4	713.4	807.5
進口	749.4	803.1	876.5	917.1	1,030.0	1,224.4	1,145.9	1,164.7	1,260.7	1,472.9
服務	77.8	86.9	89.8	81.7	82.6	74.1	64.5	61.1	52.5	47.8
出口	219.2	239.5	256.3	263.1	282.5	299.5	288.4	294.9	309.1	343.9
進口	141.4	152.6	166.5	181.4	199.9	225.3	224.0	233.7	256.7	296.1
所得收入	20.9	22.3	12.6	4.3	13.9	21.1	25.2	10.0	46.3	30.4
經常移轉淨額	-38.2	-43.1	-45.2	-53.3	-50.6	-58.8	-51.9	-64.0	-71.2	-80.9

資料來源: U.S. Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis)

圖 2 美國經常帳之結構
(相對 GDP 之比率)



資料來源: U.S. Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis)

三、美國之儲蓄與投資失衡，外債高築

一國經常帳之所以會失衡，主要是反映等式得知)。就美國而言，美國的國內支出其國內支出與國民生產毛額的失衡（由以下遠高於其國民生產毛額，此額外需求的缺口

$$C + I + G + X - M = \text{GNP}$$

$$C + I + G = \text{GDE}$$

$$\text{GDE} - \text{GNP} = M - X$$

C = 民間消費支出，I = 國內投資毛額，G = 政府消費支出

X = 出口，M = 進口

GNP = 國民生產毛額，GDE = 國內支出，M - X = 經常帳餘額

$$C + I + G + X^d - M^f = \text{GDP}$$

$$C + I + G = \text{GDE}$$

$$\text{GDE} - \text{GDP} = M^f - X^d$$

$X^d = X$ - 本國生產要素在國境外的報酬

= 在本國國內所生產之產品的出口

$M^f = M$ - 外國生產要素在本國所獲報酬

= 在國外所生產之產品的進口

GDP = 國內生產毛額

$M^f - X^d$ = 商品及服務貿易餘額

$$C + I + G + X - M = C + S + T$$

$$X - M = (S + T) - (I + G)$$

S = 民間部門儲蓄

T = 政府稅收淨額（公共部門儲蓄）

(S + T) = 國內儲蓄

(I + G) = 國內投資

須靠國外生產過剩的商品及服務等之淨流入來滿足，經常帳逆差因而形成。而另一方面，這種本國支出與國民生產毛額所產生的失衡現象，須透過國際資本的流入來挹注。所以一國經常帳餘額即等於其對外資本流動的變動數，亦等於國內儲蓄減國內投資的餘額。

在開放的經濟體系下，如果一國的國內儲蓄大於國內投資，之間的差額代表超額儲

蓄，這多餘的部分可在國際資本市場上貸出，尋求較有利的投資機會，供他國的投資使用；同理，如果一國的國內儲蓄小於國內投資，則不足的部分可自國際資本市場上借入，以供國內投資使用，且該資本流入國可使用借入的購買力購買國外的實質商品與服務（國外產出），產生一個金額相當的國外產出淨流入（貿易入超）。

表 2 美國儲蓄與投資

(相對 GDP 的百分比)

	1975~ 1982 年平均	1983~ 1990 年平均	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
儲蓄	19.7	17.1	17.4	17.3	18.6	18.2	16.5	14.7	13.5	13.8
投資	20.3	19.5	18.6	21.1	21.8	21.8	19.1	18.4	18.4	19.7
淨貸出 (+) 或 借入 (-) 註	-0.6	-2.4	-1.2	-2.9	-3.2	-3.6	-2.6	-3.7	-5.0	-5.9

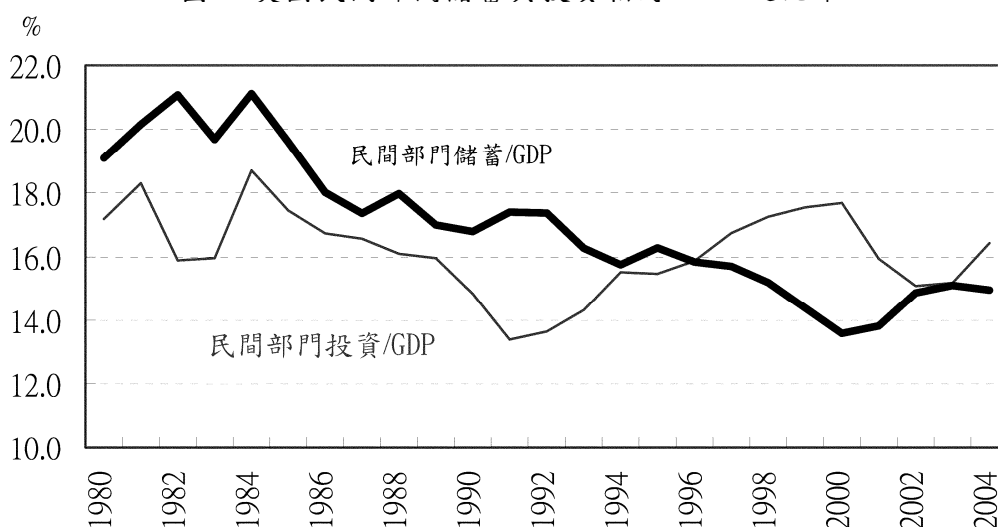
資料來源：Elwell (2004)；U.S. Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis)。

註：淨貸出或借入理論上應等於經常帳餘額，然而由於統計上的誤差，使得該二項數字無法完全一致。

美國龐大的經常帳逆差亦即代表其國內儲蓄遠小於國內投資。就美國的投資與儲蓄面來分析，1990 年代後半期美國經常帳逆差增加之原因，主要是由於整體投資增加，而非整體國民儲蓄（民間部門與公共部門儲蓄加總）下滑（表 2）。因為 1990 年代後半期

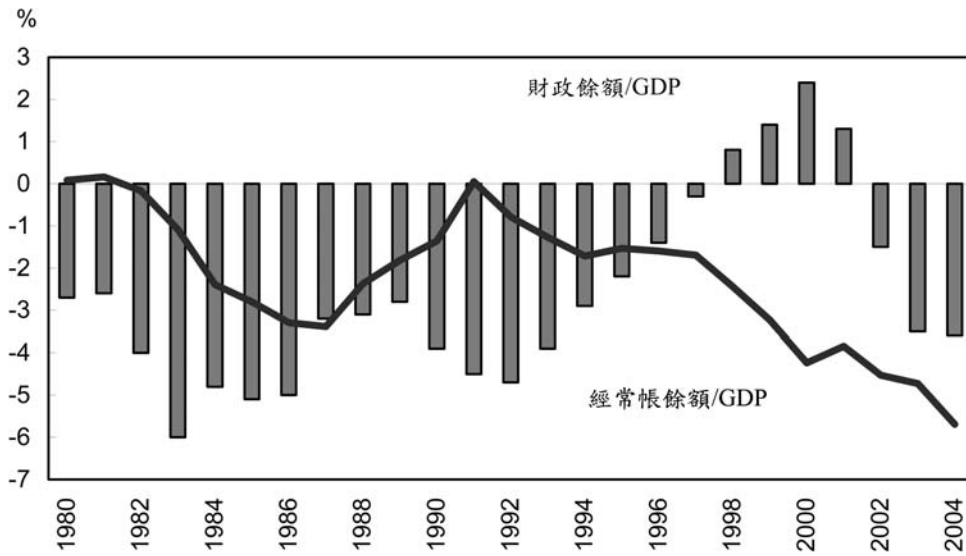
雖然美國民間部門的儲蓄水準仍然持續下滑，然而在 1998~2001 年期間，美國政府財政係呈現盈餘狀態，整體國民儲蓄相對 GDP 的比率仍逾 16%（圖 3、圖 4）。惟自 2002 年之後，美國政府財政赤字急速成長，導致整體國民儲蓄滑落，因而擴大美國經常帳逆

圖 3 美國民間部門儲蓄與投資相對 GDP 之比率



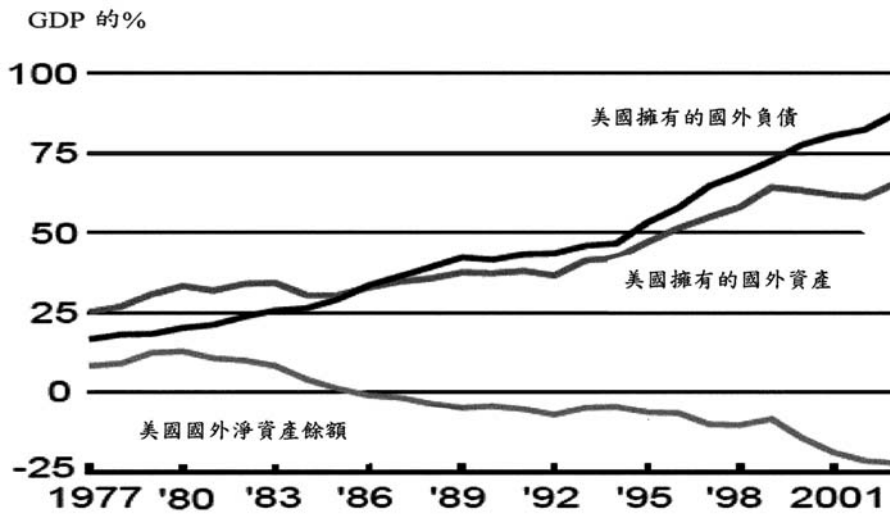
資料來源：U.S. Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis)

圖 4 美國雙赤字相對 GDP 之比率



資料來源: U.S. Department of Commerce (Bureau of Economic Analysis); U.S. Congressional Budget Office。

圖 5 美國國外淨資產餘額



資料來源: The Federal Reserve Bank of Chicago (2005)

差，並有「雙赤字」(twin deficits)之說。

美國儲蓄不足以支應其投資的部分，亦即經常帳逆差，係靠龐大的國際資本流入挹注，這些巨額流入資金持續購入美元資產，

這也隱含著國外投資人的投資組合中，以美元資產持有的比例偏高。近年來這些投資者多數為國外官方機構。從分析流入美國的資本結構得知，2004 年國外官方購入美元資產

的部位高達 3,947 億美元，其中 3,111 億美元係購入美國政府債券（U.S. Government securities），總計國外官方購入美元資產占淨流入資本 5,846 億美元或經常帳逆差 6,681 億美元的 50% 以上。這種現象另一方面亦說明美

國不斷增加對外債務融資，使其淨負債餘額的成長遠高於其所得成長，1985 年美國的國外資產約等於其國外負債，外債餘額為零，之後外債餘額持續惡化，至 2004 年底預估將高達 GDP 的 26%（圖 5）。

四、全球經常帳失衡現象

美國經常帳逆差的擴大，只是反映全球經常帳失衡的一部分。根據 IMF（2005 a）的研究（註 1），全球的投資與儲蓄行為正在改變，因而造成全球經常帳失衡。受 1970 年代兩次石油危機衝擊，全球投資與儲蓄（相對 GDP 的比重）分別於 1970 年代中期與 1980 年代初期巨幅滑落，至 2002 年達到歷史新低，之後則反轉呈現緩步上揚走勢（圖 6）。這股全球的趨勢，主要是反映工業國家的發展，渠等投資與儲蓄水準自 1970 年代以來即持續下滑，在全球投資與儲蓄所占的比重，已自 1970 年的 85% 降至 2004 年的 70%。而相反地，這段期間新興市場與產油國家的儲蓄與投資水準呈現上揚走勢，惟投資自 1997 年亞洲金融危機後大幅下滑，並維持在 1990 年代中期的水準。

（一）全球儲蓄

工業國家儲蓄水準下滑，主要是以企業儲蓄為主的民間部門儲蓄下降的結果。其中美國、日本及歐元區國家儲蓄相對其 GDP 的比重自 1990 年代末期開始顯著下降（圖 7）。美國主要是因為民間部門儲蓄水準滑

落，加上 2002 年以來財政預算自盈餘轉為巨額赤字；日本是因公共部門儲蓄水準大幅降低；而歐元區國家則是家計部門的儲蓄低落所致。其他工業國家的儲蓄水準自 1990 年代早期扭轉下降趨勢回升之後，近年來則處於持平的狀態。

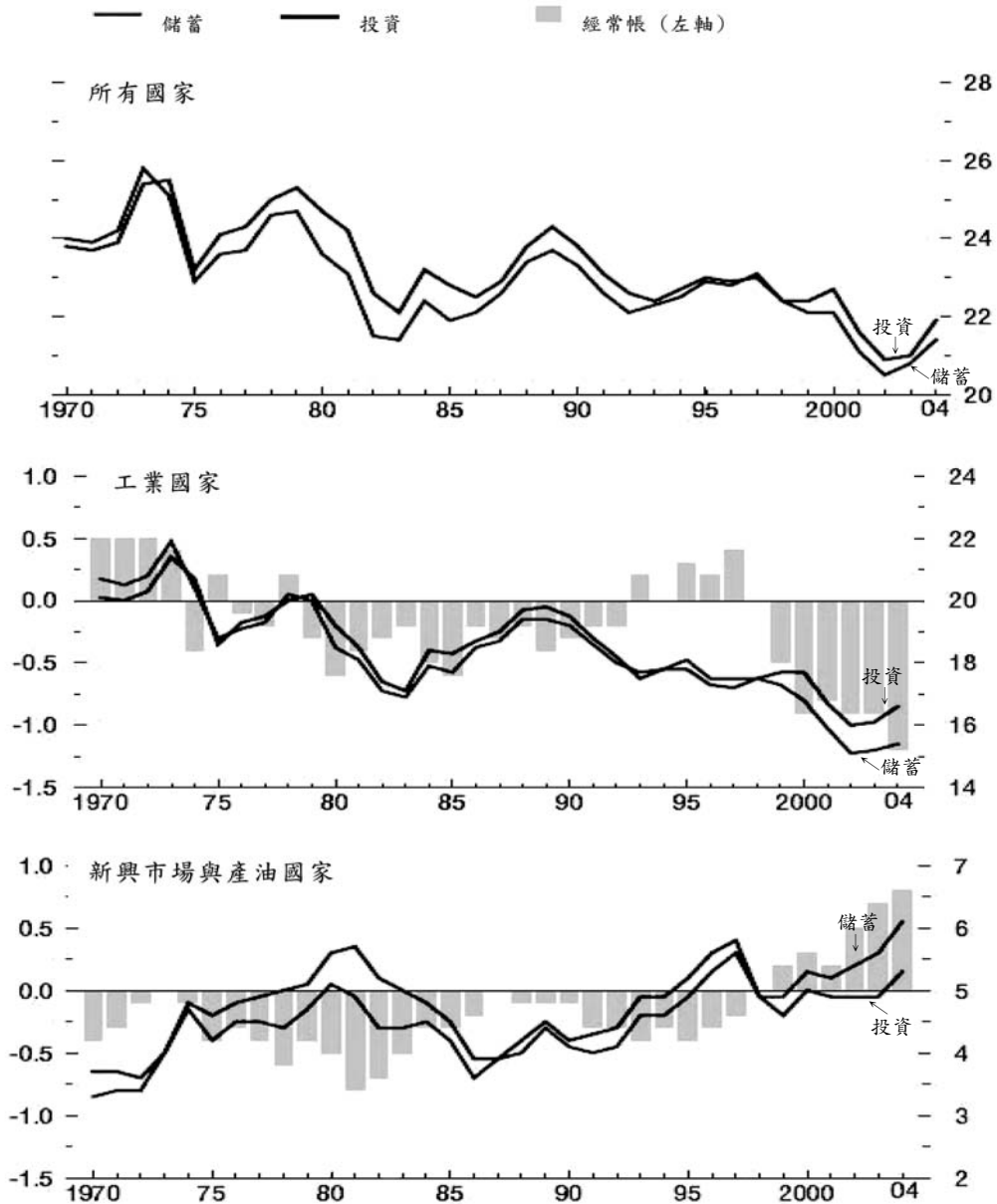
至於新興市場與產油國家，在 1997 年亞洲金融危機後，儲蓄水準往上揚升，並於 2004 年達到歷史新高，主要是公共部門儲蓄提高（圖 8）。尤其是中國，自 2000 年起儲蓄水準大幅上揚。其他新興市場國家的儲蓄水準雖自 1990 年代初期開始下滑，惟 2000 年之後急速回升，主要是由拉丁美洲國家較高的公共儲蓄水準帶動，而近期產油國家所增加的可觀儲蓄水準，則是油價飆漲推升公共儲蓄所致。

（二）全球投資

工業國家的投資水準長期以來普遍下滑，其中以日本與歐元區國家的情況尤其明顯，2002 年渠等之投資水準來到歷史新低（圖 7）。美國自 1990 年代初期以來投資水準呈上揚走勢，2000 年是近期高峰。工業國

圖 6 全球儲蓄、投資與經常帳
(相對全球 GDP 的%)

自 1970 年代早期，全球之儲蓄與投資即開始呈現下滑走勢，並在 2002 年來到了歷史低點，之後緩步回升

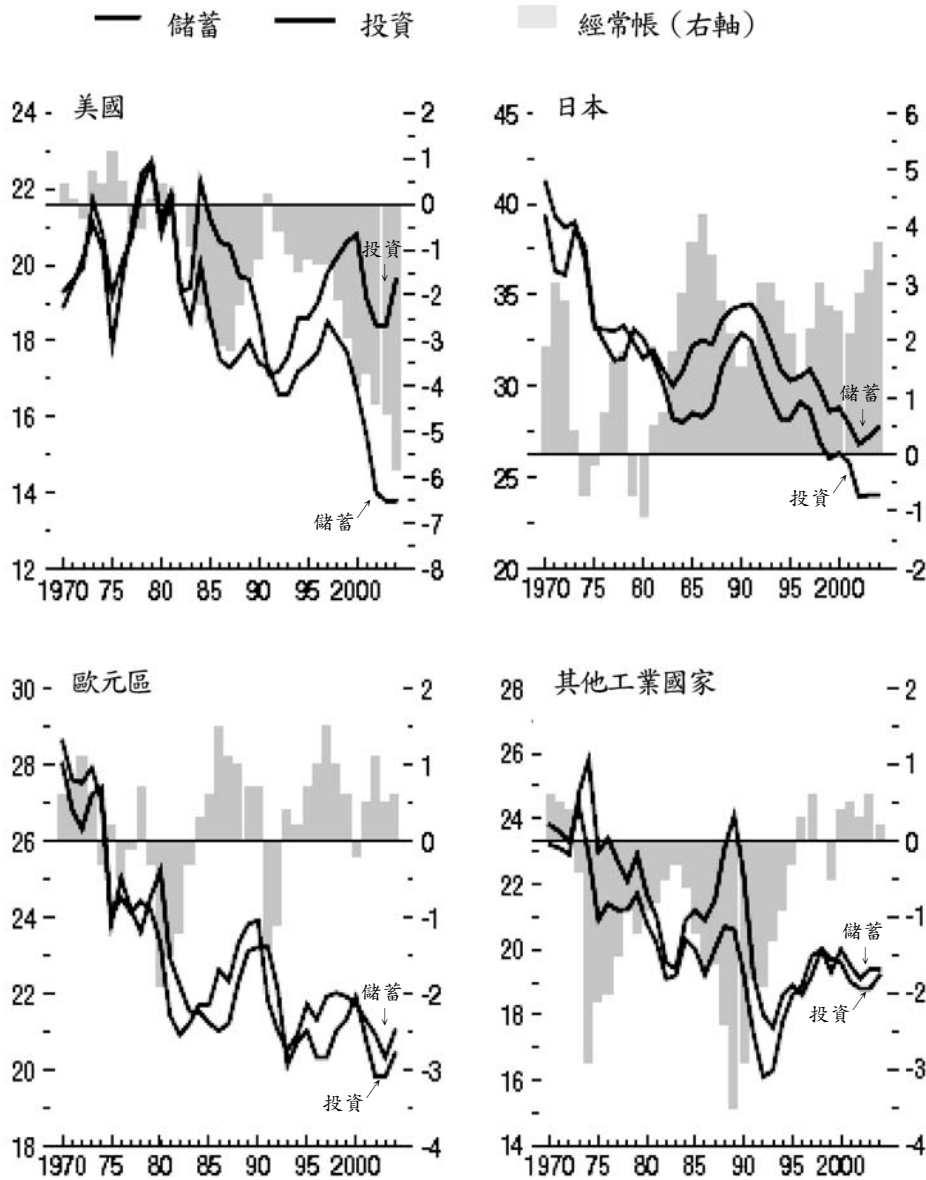


資料來源：IMF (2005 a)

圖 7 工業國家之儲蓄與投資

(相對各自地區 GDP 的%)

美國近期儲蓄大幅下滑，日本及歐元區國家投資減少，是造成近期全球經常帳失衡的主要因素

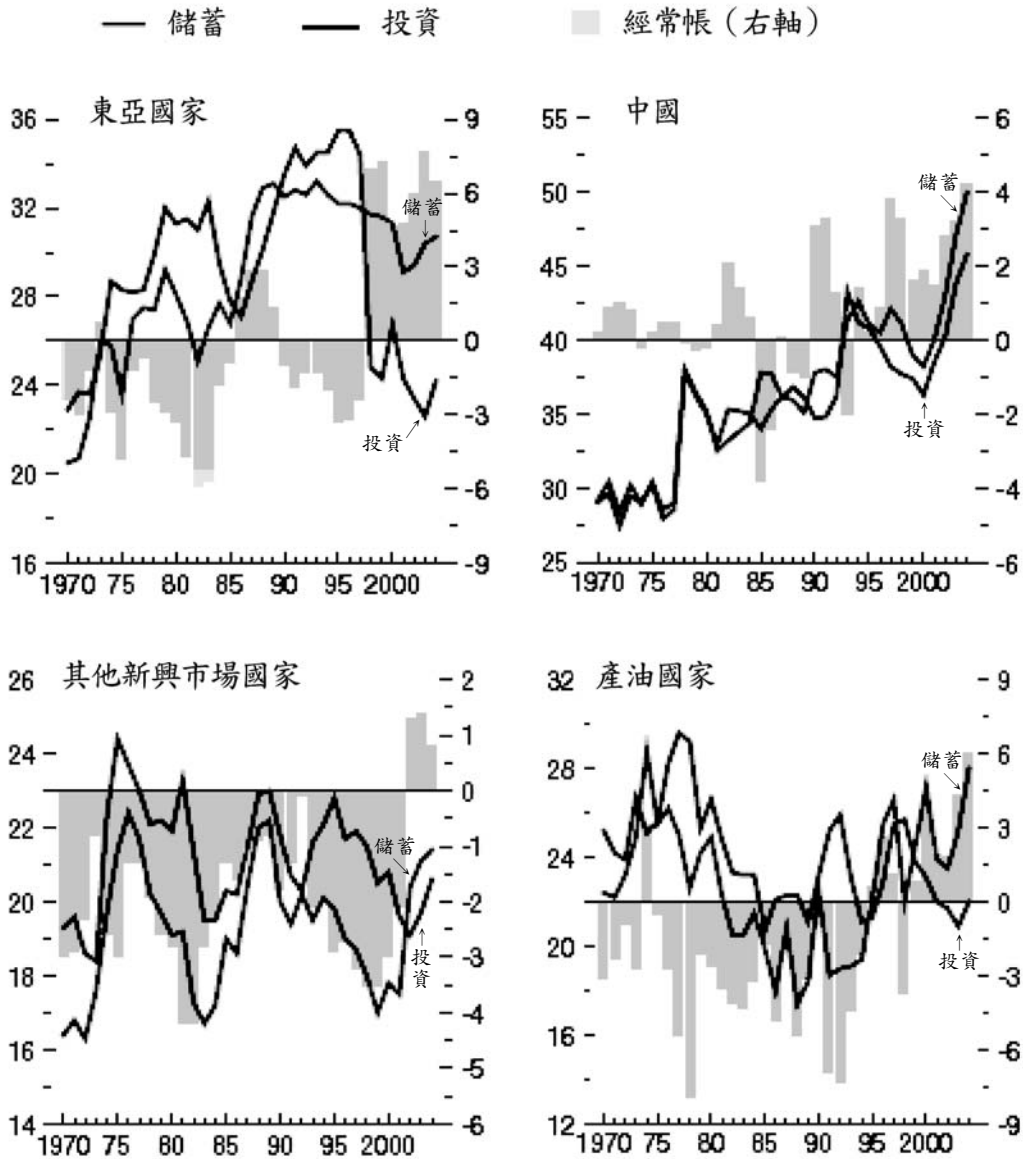


資料來源：IMF (2005 a)

圖 8 新興市場及產油國家之儲蓄與投資

(相對各自地區 GDP 的%)

東亞國家投資大幅下滑，產油國家儲蓄上升，是造成近期全球經常帳失衡的其他二個重要因素



資料來源：IMF (2005 a)

家出現名目投資水準下滑，主要是反映出資訊科技（IT）廣泛使用，及資本財生產部門的生產力成長，使得資本財變得相對便宜。

至於新興市場國家的投資情況則是顯著不同（圖 8），其中中國的投資水準自 2000 年開始急速攀升，至 2004 年已達到其 GDP 的 45%。惟除了中國及部分新興市場國家，多數新興市場國家的投資水準自亞洲金融危機後開始滑落。東亞國家的投資水準自 1990 年代中期的高峰下滑約 GDP 的 10 個百分點，雖然其公共投資強勁成長，然而整體投資水準未見起色。雖然近期油價強勁，產油國家的投資仍維持在低水準。

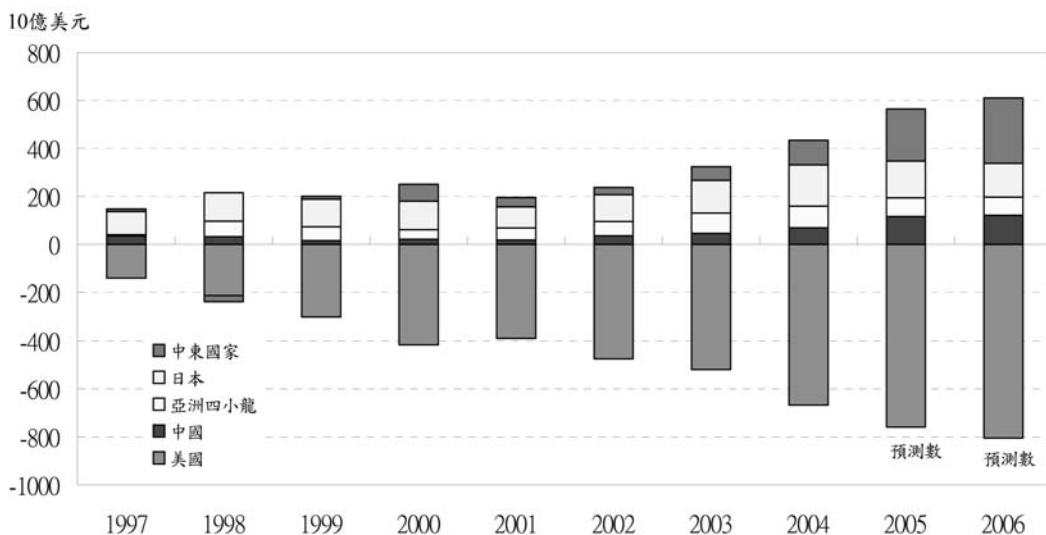
（三）全球經常帳失衡

從圖 7 及 8 觀之，近年來大型工業國家的投資與儲蓄走勢大致相似，而新興市場國家的投資與儲蓄行為則有較大的差異。由於

全球各國的投資與儲蓄之相關性持續下降，導致工業國家與新興市場國家經常帳失衡的現象擴大，尤其美國、亞洲及產油國家更是創新紀錄。自 1997 年至 2004 年間，美國經常帳逆差增加了 5,272 億美元，其中約三分之二是由新興市場與產油國家增加的經常帳順差所填補，另三分之一是由其他工業國家（日本為主）增加的經常帳順差填補才達到平衡（圖 9）。

近年來新興市場國家從資本的淨進口者轉為資本的淨出口者的過程，與經濟理論的預期或是以往國際資本的流動模式迥異。論者以為，這是新興市場國家為了防範金融危機再度發生，大舉累積外匯準備的政策結果（第六節將有更詳細說明），這也反映出新興市場國家相對於工業國家缺乏有利的投資機會。

圖 9 填補美國經常帳逆差的主要順差國家之經常帳餘額



資料來源：IMF (2005 c)。

五、美國經常帳逆差與美元走勢

國際金融資產市場的交易與商品市場的交易均會影響外匯市場美元的供需，進而影響匯率。在當今之大部分情況下，資產市場的交易將主導匯率走勢，主要是因為現今社會資產市場交易的規模及速度遠大於及快於商品市場。尤其電子交易讓資產交易在彈指間即完成，近幾年來美國國際資產交易的規模，是融通其當年貿易入超所需的2至3倍。這也說明為何當美國貿易入超增加，需要兌換較多的國外通貨來支付較多的進口需求，在外匯市場上美元的供應量會增加，美元理當貶值，卻因為國外投資者對美元資產的需求增加，反而帶動美元升值的原因之一。

(一) 美元匯率 1995 年至 2001 年呈升值走勢

美元匯率自 1995 年起至 2002 年初一路

呈升值走勢，在此段期間，美國聯邦準備以與主要貿易對手國貿易量加權的美元名目有效匯率指數由 1995 年 5 月的 89.03 低點上揚至 2002 年 2 月的 130.06 高點，升值幅度高達 46.1% (圖 10)。

(二) 美元匯率 2002 年至 2004 年反轉走貶

2002 年以來，由於亞洲央行擔心其美元投資部位曝險過高，遂逐步減持美元資產部位，包括俄羅斯、南韓、中國、日本及印度等國均表示要將其外匯準備多元化，以降低對單一資產的過度曝險，儘管這些國家央行否認開始賣出美元資產，但由於他們的外匯準備絕大部分係以美元形式持有，因此多元化顯然表示未來將減少購買美元資產。另根據 Central Banking Publications 出版的報告顯

圖 10 美元名目有效匯率指數



資料來源：The Federal Reserve Board

表 3 官方持有外匯準備中各種通貨的比重
(年底, %)

(年底, %)	2000	2001	2002	2003	2004
所有國家					
美元	70.5	70.7	66.5	65.8	65.9
歐元	18.8	19.8	24.2	25.3	24.9
日圓	6.3	5.2	4.5	4.1	3.9
英鎊	2.8	2.7	2.9	2.6	3.3
瑞士法郎	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2
工業國家					
美元	72.5	72.7	68.9	70.5	71.5
歐元	17.1	18.0	22.4	22.1	20.9
日圓	6.5	5.6	4.4	3.8	3.6
英鎊	2.0	1.9	2.1	1.5	1.9
瑞士法郎	0.2	0.3	0.6	0.2	0.1
開發中國家					
美元	68.2	68.6	64.0	60.7	59.9
歐元	20.8	21.8	26.1	28.9	29.2
日圓	6.0	4.9	4.7	4.4	4.3
英鎊	3.6	3.6	3.8	3.9	4.8
瑞士法郎	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2

資料來源：IMF (2005 b)。

示(註 2)，自 2002 年以降，全球逾三分之二的央行表示已減少其外匯準備中的美元部位，並大幅增加歐元部位，藉以規避風險。IMF (2005 b) 的統計顯示，2002 年以來，全球外匯準備中以美元持有的比重確已大幅下滑，歐元則上揚，截至 2004 年底，美元、歐元及日圓持有的比重分別為 65.9%、24.9% 及 3.9%，其中開發中國家減持美元的幅度較工業國家來得大(表 3)。

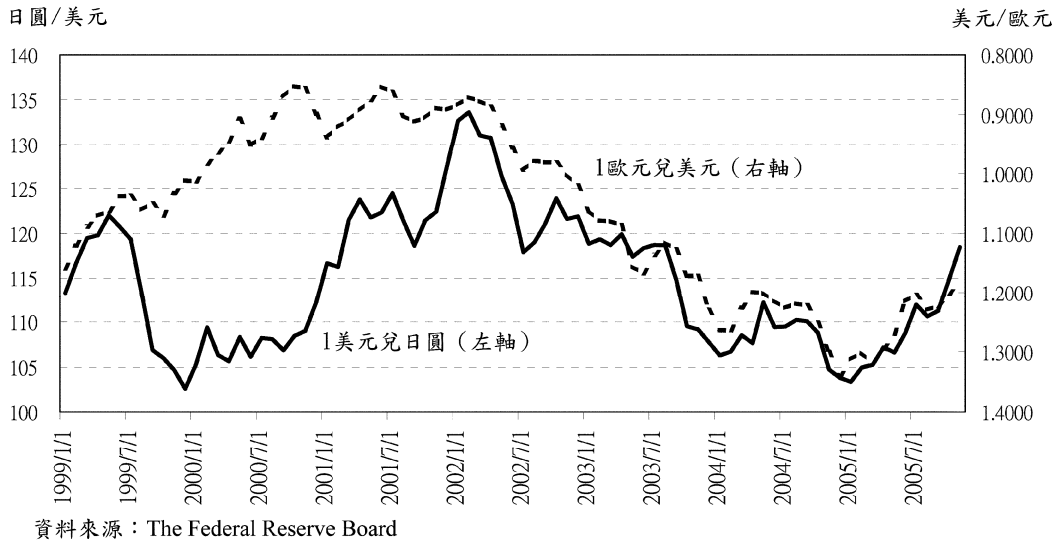
各國央行減持美元部位，亦導致 1995 年以來即維持強勢的美元自 2002 年初開始反轉

走貶，至 2004 年底 12 月，美元之名目有效匯率指數下滑至 108.75，自 2002 年 2 月的高點回貶約 16.4% (圖 10)。市場上美元對歐元匯價至 2004 年底更創下歷史新低，來到 1 歐元兌 1.36 美元(或 1 美元兌 0.74 歐元)的價位，歐元較 2002 年 1 月實體貨幣上路的歷史低點升值約 58%，同時期日圓對美元亦升值約 30% (圖 11)。

(三) 美元匯率 2005 年以來再度揚升

迨入 2005 年，美元則再度走強。主要可歸因於美國相對於日、歐等國較佳的經濟表

圖 11 美元對日圓及歐元之走勢



現，美國通過母國投資法案（HIA）鼓勵企業海外資金回流，加上美國聯邦準備理事會 1 年來連續升息造成利差優勢的激勵（註 3），支撐美元匯率，使得美元對歐元及日圓匯價扭轉 3 年來之貶勢，反彈回升。至 2005 年 11 月底，歐元及日圓兌美元匯價分別較 2004 年底均回貶約 14%。美元名目有效匯率指數則自 2004 年底的低點回升約 3%。

（四）東亞貨幣低估，支撐美元匯價

2005 年以來，美國日益嚴重的雙赤字問題理應使美元貶值力道超過前述有助於美元

升值的短期因素，惟事實卻相反，Dooley, Folkerts-Landau and Garber (2003, 2004) 及 Bernanke (2005 a) 均指出，這可歸因於美國主要的東亞貿易伙伴國藉由釘住美元維持匯率低估，刺激以出口為導向的國內經濟成長（註 4）；這些東亞國家並將出口所累積的外匯準備，購買以美國政府債券為主的美元資產，融通美國所需的民間儲蓄不足及政府財政赤字。短期內，這種相互依存的關係將支撐著美元匯率。

六、造成美國經常帳逆差之主要因素

從以上的討論得知，要分析美國經常帳逆差可從不同面向著手。而造成美國經常帳逆差的主要二股力量，一是美國對國外產品

的需求增加（從貿易入超觀之），另一是國外對美元資產需求增加（從資本淨流入觀之）。而導致這二股力量的根本原因究竟為

何，學者專家說法各有不同，Ferguson（2005）認為，歸根究底，是投資人對美國投資報酬的預期高於其他地區，因而吸引外資流入，這種現象導致美元升值，出口減少、進口增加，最後透過不同管道，提升美國的投資水準，並降低其儲蓄水準。因此投資者的預期變化，才是造成經常帳逆差擴大的根本原因，而資本流入、美元升值、貿易餘額及儲蓄與投資水準的變動只是其結果的不同面貌反映。

因此要解釋美國經常帳逆差惡化的背景因素，必須從全球觀點來分析。相關文獻對近 10 年來影響美國經常帳逆差的國內外總體經濟環境因素多所探討，大致可歸納如下，其中部分因素並經過美國聯邦準備當局的總體經濟模型模擬分析獲得證實。

（一）美國勞動生產力成長凌駕他國，導致 內需強勁、進口需求大增

生產力成長是經濟表現的主要決定因素。1990 年代中期以來，美國的平均勞動生產力之成長率高於歐元區及日本等其他地

區，促使美國經濟成長加速（表 4），預期投資報酬率提高，因而帶動國內投資增加，並吸引國際資本流入，激勵股價上漲，使得家計部門財富增加、對未來所得預期提高，儲蓄意願則相對降低，進而擴大商品及服務的消費支出，加上伴隨而來的美元升值，以美元計價的進口品價格下滑，進口需求因而大增，導致大幅貿易失衡。

美國生產力成長較其他地區偏高，主要是 1990 年代美國對新的資訊通訊技術（information and communication technologies, ICT）的投資增加，此舉除導致 ICT 製造部門本身的生產力成長加速外，亦提升 ICT 製造部門以外的產業之生產力，這可歸因於這些產業對高科技設備及軟體的投資增加，成本降低且品質提升之故。另研究顯示，ICT 的投資效益需一段時間方能顯現，所以 2000 年的科技類股崩盤，雖然造成對 ICT 的投資大幅下滑，然而之前對 ICT 的投資效益至 1990 年代末期才完全發酵，尤其 1995 年之後，高度使用 ICT 的產業其生產力的提升最為明顯（Be-

4 美國及歐元區之勞動生產力及經濟成長率表

	期間	美國	歐元區	日本
平均勞動生產力年增率（%）	1995~2004 年	2.4	1.0	1.7
平均 GDP 年增率（%）	1995~2004 年	3.3	2.0	1.6

資料來源：OECD Economic Outlook No. 75 and 76, July and December 2004。

rnanke, 2005 b)。

雖然其他工業國家亦高度投資 ICT，然而歐陸國家在運用新科技方面卻不似美國成功，主要是其管理法規較為僵化不具彈性，此外，國營企業的獨占力量、加上對新企業進入的限制等均阻礙競爭，拖延創新及效率的提升。另美國資本市場的深化與彈性化，開放的移民政策及加速創新的研究機構等均是美國生產力表現亮麗的另一因素。若干經濟學家預測，未來美國生產力將從近期高點下滑，惟仍將維持每年 2~2.5% 的成長 (Bernanke, 2005 b)。

此外，根據美國聯邦準備當局總體經濟模型的模擬結果顯示，生產力成長上揚雖然可能無法全部解釋自 1990 年代中期以來貿易餘額的惡化，卻比公共及民間部門儲蓄水準下降合計所能解釋的更多 (將於下文討論)。而較高的生產力成長影響貿易餘額之效果，可能比模型模擬的結果大，因為模型沒有完全考量預期生產力成長提高，帶動股價上揚及家計部門財富增加，進而推升消費的效果 (Ferguson, 2005)。

(二) 全球儲蓄過剩，新興市場國家投資需求減弱

Bernanke (2005 a) 指出，過去 10 年來，全球儲蓄供給增加，原因之一為工業國家人口快速老化，對於即將到來的龐大退休人口，儲蓄動機增強，這些情況尤以日本及德國最為嚴重，所以雖然其儲蓄相對 GDP 的

比重多年來係呈現下滑走勢，然而儲蓄水準大致高於投資水準，形成儲蓄過剩；此外，新興市場國家在全球資本市場，由資金的使用者，轉為資金的提供者則是另一原因。

美國在 1997 年至 2004 年間增加的經常帳逆差，約三分之二是由新興市場與產油國家增加的經常帳順差所填補 (參考前述圖 9)。新興市場國家過去 10 年來經常帳由逆差轉為順差，可歸因於金融危機的發生，例如 1994 年的墨西哥金融危機、1997~1998 年的東亞金融危機、1998 年的俄羅斯金融危機、1999 年的巴西金融危機，及 2002 年的阿根廷金融危機造成這些國家資金大量外逃、通貨貶值、資產價格暴跌、銀行體系功能脆弱及經濟衰退。原先這些國家都倚賴國外資金流入來發展國內經濟，而歷經上述金融危機之後，這些新興市場國家記取教訓，為了防止危機再度發生，於是規劃新策略來管理國際資本流動，包括將資本淨流入轉為資本淨流出。部分東亞國家如南韓及泰國，為了因應資本流動及匯率的不穩定，於是開始以大量的出口 (經常帳順差) 累積外匯準備，由原本的資金需求者轉為資金供給者。而另一方面，銀行體系發生問題，銀行經營者為了趨避風險，審慎放款，導致銀行放款停滯，影響所及，這些國家的國內投資水準下滑，國內需求疲軟。

再者，這些新興東亞國家的通貨多半釘住美元，將美元作為調整其通貨幣值的參

考。近來這些國家，尤其是中國，實施外匯干預阻止其通貨升值，將匯率維持在具有競爭力的水準，藉以刺激以出口為導向的經濟成長，提高本國儲蓄水準，並累積外匯準備。這些國家的政府並進一步對人民發債，將發債所得購買美國政府債券及其他資產，由政府扮演金融中介的角色，將本國儲蓄自國內的使用導向國際資本市場，這其中的一大部分即流入美國市場。

另過去數年來，非工業國家經常帳轉為順差的另一個因素為石油價格急速上揚。這些石油輸出國家主要是集中在中東地區，其次如俄羅斯、奈及利亞及委內瑞拉等，隨著石油輸出收入增加，其經常帳順差跟著增加。

由於新興市場國家從原先資金需求者變成資金供給者，復以 2000 年網路泡沫破滅後，企業投資銳減，因此全球性投資不足，造成儲蓄過剩現象，資金供過於求，這也導致資金價格，亦即長期利率不斷向下滑落（註 5），這也可以解釋為何美國債市長期利率走低的現象。

而根據聯邦準備當局的總體經濟模型之模擬，上述因素所導致的國外經濟體的國內需求下滑，使得美國產品之出口減少。加上供給美國的資金增加，造成美元升值。此外，美國淨出口進一步疲軟，使得美國整體經濟活動減弱，利率下降，因而讓美國國內消費及投資支出上升。這些因素均相當能解

釋，何以美國貿易入超自 1990 年代中期以來會擴大（Ferguson, 2005）。

（三）金融中介改善，全球投資的母國偏好下滑

跨國資金流動的主要阻力之一，是經濟學家所謂的母國偏好（home bias）或地區傾向（parochial tendency），母國偏好係指即使匯率與國家風險不存在，投資人似乎喜歡投資於熟悉的本地企業。母國偏好抑制世界儲蓄移往資本投資的最適地，因此限制了國際化，及國外資產與負債的成長。過去 10 年來全球主要經濟體的對外失衡，正說明全球投資的母國偏好明顯降低。

母國偏好的傳統衡量方式係採用世界主要貿易國家的國內儲蓄與國內投資之間的相關性。Greenspan（2005）指出，占全球 GDP 總額五分之四的國家，國內儲蓄與國內投資的相關係數自 1992 年的 0.96（這個數字延續有半世紀之久），下滑至 2004 年的 0.8，反映國內儲蓄與國內投資間差異的增加，或相同期間經常帳餘額的擴大。這個進展主要是由以下因素造成：（1）資訊通訊科技的進步縮短全球各個市場的時間與距離，加上全球金融自由化、透明化及加強對投資人的保護，開闊金融市場投資者的眼界，讓海外投資不再特別或冒險，增進其投資海外市場的意願及能力；（2）交通網路發達，讓商品及服務之貿易可擴展至全球各地的市場，使得生產資源的整合發揮至極致。未來這種母國

偏好下滑，及國際金融中介擴展的趨勢，將伴隨著全球化的進程持續下去。

許多國家認為美國有利的投資環境、對投資者權利的保障、以及預期投資報酬展望，皆使得國際資金移動之限制解除後，美國享有大量的資本流入。惟國際金融中介這種概念不易量化，因此很難測量美國經常帳逆差的擴大，究竟有多少可以歸因於金融中介的改善，以及評估他的效果有多大。不過，國外投資者的母國偏好情結消退，將會使得國外投資者對持有美國資產，所要求的風險溢酬（risk premium）下降，形成對美元資產的需求增加及美元升值。

而根據聯邦準備當局的總體經濟模型模擬分析，自 1990 年代中期以來美國風險溢酬下降，係造成美元升值及貿易逆差擴大極為重要的因素。假如風險溢酬的下降可以歸因於國際金融中介日漸改善、全球投資的本國偏好下滑所致，則美國經常帳逆差的擴大，有部分因素可以歸因於金融中介的改善（Ferguson, 2005）。

（四）美國財政赤字對經常帳逆差之影響

近年來美國財政赤字亦不斷擴大，因而有雙赤字的說法，部分論者認為美國財政赤字擴大是造成美國經常帳逆差的主要因素。雙赤字假說是建立在經常帳餘額等於儲蓄減投資的基礎上，由於財政赤字擴大會降低公共部門儲蓄，因此會降低國民儲蓄，進而使經常帳逆差擴大，然而這必須是在民間部門

儲蓄及投資都固定不變的情況下，而實際上這兩者都會因為財政預算餘額的變動而變動。因此這個假說要成立應是基於以下觀點：財政赤字增加會拉高總需求，使國內利率相對國外利率偏高，因而吸引國外投資者並使美元強勁，導致經常帳逆差擴大。

理論上以財政因素解釋經常帳逆差言之成理，但實際上支持這項看法卻相當薄弱。美國曾經歷財政與經常帳餘額同方向變動與反方向變動的情況。1990 年代後半，美國預算轉為盈餘時，經常帳逆差仍持續擴大（參考前述圖 4）。而日本及德國即使預算赤字相當大，經常帳卻呈現大量順差。

對於上述這些現象，Ferguson（2005）認為，主要是由於財政赤字增加，會使政府動用的信用增加，因而抑制民間消費及投資支出，提高民間部門儲蓄水準、降低民間部門投資水準，進而防止經常帳進一步惡化，這可以解釋何以財政赤字擴大所產生的公共部門儲蓄減少，不會使經常帳逆差更進一步惡化。2002 年以來，美國財政呈現赤字，與財政盈餘期間相較，民間部門的儲蓄水準提高，而民間部門的投資水準卻降低（參考前述圖 3）即可說明。因此，財政擴張主要是排擠民間投資及消費，而不是淨出口，所以對貿易入超的影響很小。另根據美國聯邦準備當局模型模擬之結果，亦證實財政赤字對美國經常帳逆差的影響可能只是一個相當小的因素。

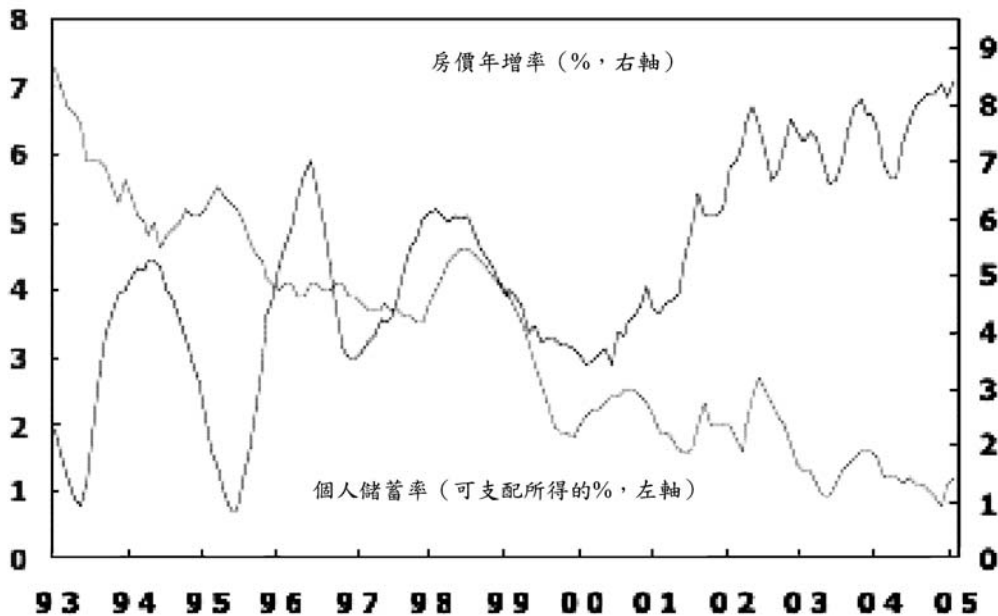
**(五) 美國家計部門財富所得增加，儲蓄率
下滑**

1990 年代中期，美國個人儲蓄占可支配所得的比率約為 5%，至 2005 年初已大幅降至 1% 左右（圖 12）。同期間，民間部門儲蓄相對 GDP 的比率大約從 16% 下滑至低於 15%。主要是因房價及股市上揚帶動其財富增加，激勵消費支出上揚，儲蓄意願低落。

自 1980 年代初期，美國利率開始走跌，支撐房價上漲，截至 2005 年初美國房價已創 21 年以來的新高，加上近年來前所未有的現有房屋週轉率，導致房屋抵押債務明顯增加。房價上揚創造資本利得，這些資本利得

在房屋出售時得以實現。美國現行售屋者售屋時償還的房屋抵押債務，平均約是購屋者新取得的房屋抵押債務的五分之三，差額部分即為房屋增值的資本利得，係以現金方式支付予售屋者，這些現金的支付是由淨增加的購屋抵押債務融通，亦即由房屋增值的資本利得所支撐，因而推升整體房屋抵押債務餘額。此外，低房貸利率亦鼓勵房屋增值借款（home equity loan advances），亦即非用於購屋支出的房屋抵押借款，加上房屋再次抵押借款，亦是取得房屋未實現資本利得的另一種管道。過去 5 年較其之前的 5 年，由房屋增值借款所構成的房屋抵押債務更加快速成長。再者，過去 20 年來，美國金融自由

圖 12 美國個人儲蓄率與房價年增率之關係
(6 個月移動平均)



資料來源：Rajan (2005)

化及不斷的創新作法讓房屋抵押借款取得容易且成本降低，這些發展均激勵房屋持有者利用房屋的增值來融通其消費支出，造成美國消費支出居高不下，個人儲蓄意願低落。這可從個人儲蓄率和房價上漲率係呈現負相關（圖 12）獲得印證。

雖然美國股價自 2000 年 3 月大幅下滑，至 2003 年方止跌回升，然而由於房價居高不下，令美國家計部門的財富/所得（wealth-to-income）比率在 2004 年仍高達 5.4，雖略低於 1999 年的 6.2 高峰，卻仍高於 1960~2003 年的 4.8 長期平均數。而相反地，對美國貿易夥伴而言，房屋抵押借款並非如此容易取得，進而作為融通消費支出的工具。

惟根據美國聯邦準備當局的總體經濟模型之模擬分析，在其他情況不變的情況下，民間消費增加會提高 GDP 的成長，並迫使利率上升，造成美元升值，使投資支出減少得更多。因此民間儲蓄減少，排擠投資會比排擠淨出口更多，對貿易餘額的變動，幾乎沒有什麼影響，因而能解釋美國經常帳逆差的擴大亦相當有限（Ferguson, 2005）。

（六）美國的所得進口需求彈性大於其貿易對手國

歷來美國消費者的所得進口傾向相較於其貿易對手國明顯偏高，換言之，亦即美國消費者的所得進口需求彈性，高於其貿易對手國對美國的所得進口需求彈性（表 5），由於該彈性的不對稱性持續存在，在相對價格未調整下，即使美國的貿易對手國之經濟成長速度與美國一致，將造成美國貿易入超，貿易對手國貿易出超。1960 或 1970 年代，美國貿易對手國經濟成長較快，貿易缺口並未浮現，1980 年代以來，彼此間經濟成長速度的差異縮小，加上 1990 年代中期之後美元升值，美國貿易入超因而明顯擴大。

（七）近年來出口至美國的出口商壓縮利潤，確保市場佔有率

雖然美元自 2002 年初期開始貶值，然而美國貿易入超的金額不見縮小，反而持續擴大，主要是因為出口貨品至美國的出口商為確保在這個全球最大的經濟體之市場佔有率，壓縮利潤，自行吸收美元貶值的成本。例如，自 2002 年初至 2004 年初，美元對歐

表 5 美國所得彈性之估計

	期間	商品與服務出口	商品與服務進口
Mann (2003)	1976~2000	1.4	2.2
Hooper, Johnson and Marquez (1998)	1960~1996	0.80	1.80
Cline (1989)	1973~1987	1.70	2.44
OECD		1.8	2.2

資料來源：Brook, Anne-Marie, Franck Sédillot and Patrice Ollivaud (2004)

元與英鎊平均貶值幅度高達 30%，然而美國自歐盟進口的製成品之美元報價只上漲 9%，僅略高於同期間美國本地製成品之美元報價，這可歸因於歐元區的出口商自行壓縮利潤所致。不只歐洲如此，許多美國的貿易對手國之出口商亦復如此，通常在其通貨升值時，大量吸收其出口產品之匯價損失，而在其通貨貶值時增加利潤。就以上之分析觀之，2004 年初使用歐元與英鎊的出口商之利潤雖遭到壓縮，然而相較於 1995 年至 2002 年美元對歐元與英鎊的 40% 升值幅度，這些出口商之利潤仍超過 1995 年之水準。

2004 年之後 3 季，由於歐元與英鎊持續

對美元維持強勢，出口至美國之出口商對利潤進一步下滑已產生抗拒，導致自歐洲進口的物品之美元報價已有些許上揚，顯示利潤在 2004 年初已壓至最低，而 2004 年美國進口品中來自歐洲的部分也顯著下滑。

雖然匯率風險可藉由避險工具降低，然而避險僅能部分地及暫時性地規避匯率對出口價格的衝擊。此外，長期的避險合約雖優於短期的避險合約，惟避險成本相當高，因此多數的貨幣期貨合約多為短期性質，一旦合約到期，新合約則反映新匯率。因此，貿易的匯率風險無法完全規避（Greenspan, 2005）。

七、美國經常帳逆差水準能否獲得支撐

由以上的討論得知，近年來美國經常帳逆差惡化係由各種國內外的背景因素造成。認為美國經常帳逆差將可持續獲得支撐者所持的理由為，全球儲蓄供給過剩，而美國偏高的生產力及相對良好的經濟基本面將提供高投資報酬預期，吸引資本持續流入，且目前仍無證據顯示全球化趨勢有放緩跡象，加上東亞以出口為導向的國家藉由釘住美元維持低估之匯率，刺激國內經濟成長，有助於融通美國經常帳逆差，在相互依存的關係下，美國經常帳逆差短期內將可持續獲得支撐。

再者，由美國經常帳所得項目 20 多年來均呈現淨收入得知（參考前述表 1、圖 2），

儘管美國外債高築，2004 年的外債餘額相對 GDP 的比率逼近 26%（參考前述圖 5），美國擁有國外資產的投資總收入卻一直高於外國人擁有美國資產的投資總收入（即美國擁有國外負債的利息支出）。所以，雖然美國對外負債累累，目前的國外所得收入仍大於支出，表示美國尚可承擔外債的利息支出。

然而如同前述，美國的外債餘額將伴隨著其經常帳逆差惡化而持續累積。設若美國經常帳逆差維持在每年約為 GDP 的 5%，且名目 GDP 每年成長 5%，外債相對 GDP 的比率將在 2061 年上升至 100%，亦即屆時外債部位會超過其 GDP 的規模。未來償還外債的本金及利息支出將是國民無法承受的負擔，

所以外債不可能無限制地擴大。另許多經濟學家亦提出警告，美國的經常帳逆差若無限制地擴張下去，在未來將引發美元失序的貶值，因而美國經常帳逆差的調整將無法避免。

就工業國家的經驗顯示，平均而言，當經常帳逆差相對 GDP 的比率超過 4.2% 時，

經常帳逆差將開始縮小 (Elwell, 2004)。另 Debelle (2005) 研究發現，平均而言，當經常帳逆差相對 GDP 的比率達到 4%~5% 時，經常帳逆差即開始調整。而論者多認為美國應及早阻止外債比率上升，從而應抑制經常帳逆差持續擴大。

八、合理之美國經常帳逆差水準

然而經常帳逆差相對 GDP 的比率，及外債相對 GDP 的比率之合理水準為何未有定論。多數的研究分析認為美國經常帳逆差相對 GDP 的比率應落在 2%~4% 之間 (Bergsten and Williamson, 2004)。而 OECD (2004 a) 的研究報告指出，如果美國經常帳逆差相對 GDP 的比率能縮減至維持在 3%，且伴隨名目 GDP 每年成長 5%，則美國外債相對 GDP

的比率長期間即可望維持在 60% 左右。Bergsten and Williamson (2004) 認為，美國經常帳逆差的合理目標為未來 3 年左右減半，如此便可使外債相對 GDP 的比率維持在 40% 左右的穩定狀態。另 Kouparitsas (2005) 的研究指出，美國貿易入超金額必須降低約 GDP 的 3% 至 3.5%，才能將外債相對 GDP 的比率維持在現行水準。

九、改善美國經常帳逆差之方法及對他國之影響

從以上的分析瞭解，幾乎所有研究者皆認為美國經常帳逆差的調整係無可避免，但是應如何調整，看法卻有差異，主要是因為造成美國經常帳逆差的因素來自於國內外，而這些因素錯綜複雜、相互影響。

Debelle (2005) 研究各國經常帳逆差調整的過程發現，匯率與產出成長對經常帳調整過程的影響最大；國外部門民間投資者較國內居住民的投資行為對經常帳的調整更具重要性。IMF (2005) 則使用擴大因素向量自我迴歸模型 (factor-augmented vector auto-

regressive model) 及動態因素模型 (dynamic factor model) 研究分析如何解決全球經常帳失衡，認為美國提高儲蓄水準，日本與歐元區國家提升實質經濟成長率，加上新興市場國家提高投資水準，將是解決目前全球經濟失衡之道；而美國提升實質利率對於解決其經常帳逆差問題效果不大，徒然使其他國家的投資與儲蓄產生外溢效果。IMF 並強調政策採行時必須考慮各國在經濟上之息息相關。

而從聯邦準備當局的總體經濟模型模擬

來看 (Ferguson, 2005)，在解釋美國經常帳惡化的因素中，最重要的角色則是生產力成長與國外的國內需求下降，國外投資者的母國偏好降低的解釋則弱一點，至於財政寬鬆及民間儲蓄下降的解釋則更低。惟這些發現仍有待對美國經常帳逆差，作更多直接的歷史與實證分析加以補充。

美國助理財政部長 John Taylorci 公開表示，美國官員經常與中國、歐盟與日本會談，協商解決美國經常帳逆差問題，未來將朝三個方向努力：美國提高儲蓄率、歐盟和日本則刺激消費以提高經濟成長率，及中國增加人民幣匯率彈性。

綜合上述各種研究結論顯示，要降低美國經常帳逆差的方法大致可從國內政策 (inward-looking policy) 及國外政策 (external-looking policy) 著手。

(一) 美國應削減財政赤字，提高國民儲蓄水準

近年來美國國民儲蓄水準下滑，主要是反映民間部門過度消費及政府部門財政赤字惡化的結果。美國房價上揚是支撐民間消費支出擴增的重要因素之一，個人儲蓄率和房價上漲率呈現負相關，因此抑制房價上揚將可削減民間消費支出，增加民間部門儲蓄。美國聯邦準備理事會主席格林斯班亦公開呼籲國民增加儲蓄以降低經常帳逆差。

IMF (2005 a) 研究結果指出，美國若能提升國民儲蓄水準，將對其經常帳逆差產生

顯著正面的影響。若美國國民儲蓄相對 GDP 的比率在 3 年內能增加 1 個百分點，3 年後將可降低其經常帳逆差相對 GDP 的比率約 0.5 個百分點，美國提升儲蓄水準的同時將降低國內需求，因此至 2007 年時將降低歐元區國家 (德國、法國與義大利) 及日本的經常帳順差相對其 GDP 的比率 0.25 及 0.75 個百分點，東亞國家 (香港、新加坡與台灣) 由於與美國貿易往來密切，其經常帳順差約可降低近 3 個百分點。

至於政府部門採取緊縮性財政政策、降低財政赤字，以增進公共部門儲蓄方面。根據 OECD (2004 a) 的估計，如果要將美國經常帳逆差相對 GDP 的比率在 6 年內降至 3%，在這段期間內，目前的財政赤字相對 GDP 的比率 3.6%，須改善至財政盈餘相對 GDP 的比率達 1.7%，亦即改善約 6 個百分點。另 Erceg, Guerrieri, and Gust (2005) 的研究顯示，美國政府的財政赤字降低 1 美元，經常帳逆差僅會降低 0.2 美元以下，依此推估，美國財政預算即使達到平衡的水準，中期的效果僅可讓美國經常帳逆差相對 GDP 的比率下滑 1 個百分點，對降低經常帳逆差的效果溫和。根據美國聯邦準備當局模型模擬之結果，亦證實財政赤字對美國經常帳逆差的影響可能只是一個相當小的因素。雖然降低財政赤字對改善經常帳逆差的效果說法不一，但至少方向正確。

(二) 新興市場國家應由國際資本市場貸款

者轉為借款者

新興市場國家應持續增進總體經濟穩定、強化財產權、降低貪汙、移除資本自由進出的障礙來改善投資環境，並藉由強化銀行監理、增進金融透明化來健全金融機構，進行金融部門改革，降低金融危機發生的風險。如此將可增加本國居民投資意願，降低其偏高的國民儲蓄率，擴大支出，並吸引國際資本流入。對這些新興市場國家而言，金融自由化可讓資金自由進出，尋求最高報酬率，另解除借款限制亦可刺激本國消費。

IMF (2005 a) 研究指出，中國以外的東亞國家（印尼、南韓、馬來西亞、菲律賓與泰國）及產油國家的投資若能復甦，將可對解決全球經常帳失衡的問題作出重大貢獻。上述東亞國家若能提升投資相對 GDP 的比重 5 個百分點（自 1996 年的高峰滑落幅度之半），3 年後將可降低美國經常帳逆差達 GDP 的 0.75 個百分點。另外產油國家若能將石油收益用於資本累積，則與上述相同的投資率增幅會對美國經常帳逆差產生類似的效果。

（三）美國應提高產品的非價格競爭力，促進進出口；日本及歐元區則應加強結構改革，增加美國產品的進口

由於美國的所得進口需求彈性，高於其貿易對手國對美國的所得進口需求彈性，且該彈性的不對稱性持續存在。因此根據 OECD (2004 a) 的估計，要縮減美國經常帳

逆差相對 GDP 的比率至 3%，則至少須提高美國出口占全球進口比重約 2 個百分點。要達到此一目標，則美國應提高高科技的競爭優勢及生產力成長以利出口。此外，1990 年代中期以來，美國經濟成長優於日本及歐元區，導致進口需求大增，因此，日本及歐元區若能加強結構改革，將可增進非貿易部門的效率，擴大內需、帶動經濟成長，以增加對美國的進口。

IMF (2005 a) 的研究亦認為，日本及歐元區國家（德國、法國與義大利）若能提高 GDP 成長率，將有助於降低美國經常帳逆差。若日本 1 年的 GDP 成長率增加 0.5 個百分點，3 年後約可降低美國經常帳逆差相對 GDP 0.2 個百分點，上述歐元區國家 1 年的 GDP 成長率若增加 0.5 個百分點，也有相同的結果。

（四）透過美元對他國通貨貶值的匯價調整方式

匯率調整會使得貿易財與非貿易財的相對價格改變。美元貶值，有利於美國貿易財的供應，進而提升美國貿易財生產者的生產意願，並對其他國家進口貿易財的需求下降，因而有助於降低經常帳逆差。歷史經驗顯示，基本上弱勢美元確實有助於改善美國的經常帳逆差；反之，美元強勢則會造成經常帳逆差的惡化。

至於美元貶值的幅度為何，論者各有不同，端視須改善的美國經常帳逆差幅度大小

而定。依若干研究報告的經驗法則，欲削減美國經常帳逆差相對 GDP 的比率 1 個百分點，美元的有效匯率須貶值約 10%（Yoshitomi 2004）。

而根據 OECD（2004 a）的估計，若要削減美國經常帳逆差相對 GDP 的比率 2 個百分點，則美元須對所有通貨貶值約 22%，若其他通貨國家匯率維持不變，則須對 OECD 國家的通貨貶值約 30%。

雖然中國人民銀行於 2005 年 7 月 21 日讓人民幣兌美元匯率升值 2.1%，然而東亞各國貨幣伴隨短暫升值後又回貶，因此對改善美國經常帳失衡之助益不大。但人民幣此次的升值行動被認為是人民幣匯率機制朝向漸進浮動，對美元緩慢升值的開端。因此，以

中國為主的東亞國家，其貨幣對美元匯率若能緩步有序地調整，將是解決全球經常帳失衡的方式之一，也可紓緩美國與中國所面臨的經濟問題。

（五）美國短期實質利率上調，對解決美國經常帳逆差效果有限

IMF（2005 a）研究顯示，提升美國短期實質利率，對於解決全球經常帳失衡的效果有限。若未來 3 年內美國上調利率 2 個百分點，對美國及其他國家的經常帳部位的影響非常有限。主要是因為美國利率提高，其他工業國家也會提高利率。惟提高利率對正處於高房價的國家之儲蓄與經常帳餘額的影響可能較大。

十、結 論

自 1990 年代末期開始，全球投資與儲蓄水準明顯下滑，迄今幾近歷史低點，這個趨勢主要顯現在工業國家。而新興市場國家自從亞洲金融危機後，低落的投資水準未見復甦，惟儲蓄水準持續上升。近期全球投資與儲蓄的走勢，明顯反映了全球經常帳失衡分佈的情形，其中美國 2004 年的經常帳逆差（絕大多數來自於商品貿易入超）相對 GDP 之比已惡化至 5.7%，預計 2005 年將再創歷史新高，而其他地區則出現鉅額順差。換言之，美國在消費及投資需求不斷擴張下，以驚人的胃口吸納全球的過剩儲蓄資金，融通

其經常帳逆差。自 1997 年至 2004 年間，美國經常帳逆差所增加的金額中，約三分之二是由新興市場與產油國家增加的經常帳順差所填補，另三分之一是由其他工業國家（日本為主）增加的經常帳順差填補才達到平衡。

影響美國經常帳逆差的國內外因素，除了全球儲蓄過剩外，多數研究指出，可歸因於：（1）美國勞動生產力成長凌駕他國，導致內需強勁、進口需求大增；（2）全球投資的母國偏好下滑；（3）美國財政赤字擴大；（4）美國家計部門財富所得增加，儲蓄率下

滑；（5）美國的所得進口需求彈性大於其貿易對手國；加上（6）近年來出口至美國的出口商壓縮利潤，以確保市場佔有率等等因素。

近年來，東亞國家藉由釘住美元維持匯率低估，刺激以出口為導向的經濟成長，累積巨額經常帳順差以及外匯準備，再以多數的外匯準備購買以美國政府債券為主的美元資產。短期內，國際間這種相互依存的關係將有助於融通美國經常帳逆差，並支撐美元匯率。然而，美國的外債餘額將伴隨著其經常帳逆差惡化而持續累積，2004年美國外債餘額相對GDP的比率已逼近26%，如果不適時控制，未來償還外債的本金及利息支出將是國民無法承受的負擔，因而美國經常帳逆差的調整將無法避免。

多數的研究分析認為美國經常帳逆差相對GDP的比率應落在2%~4%之間。而OECD的研究報告指出，如果美國經常帳逆差相對GDP的比率能縮減至維持在3%，且伴隨名目GDP每年成長5%，則美國外債相對GDP的比率長期間即可望維持在60%左右。

相對於上一次全球經常帳明顯失衡的1980年代中期，彼時失衡現象只發生在日本及德國等相對少數國家，而此次失衡現象的範圍擴大，包括許多新興市場國家。因此要解決全球失衡，乃至美國經常帳逆差的問題，需要包括較多的國家彼此間的合作與努力，才能將全球經常帳失衡的因應對策導向正確的方向。綜合各種研究結論顯示，可從以下之方法著手：（1）美國應削減財政赤

字，提高國民儲蓄水準；（2）新興市場國家應由國際資本市場貸款者的角色轉為借款者；（3）美國應提高產品的非價格競爭力，促進出口，日本及歐元區則應加強結構改革，增加美國產品的進口；（4）透過美元對他國通貨貶值的匯價調整方式。

至於透過美元對他國通貨貶值的匯價調整方式，依若干研究報告的經驗法則，欲削減美國經常帳逆差相對GDP的比率1個百分點，美元的有效匯率須貶值約10%。雖然中國人民銀行於2005年7月21日讓人民幣兌美元匯率升值2.1%，然而東亞各國貨幣伴隨短暫升值後又回貶，因此對改善美國經常帳失衡之助益不大。但人民幣此次的升值行動被認為是人民幣匯率機制朝向漸進浮動，對美元緩慢升值的開端。因此，以中國為主的東亞國家，其貨幣對美元匯率若能緩步有序地調整，將是解決全球經常帳失衡的方式之一，也可紓緩美國與中國所面臨的經濟問題。

美國聯邦準備理事會主席格林斯班則認為，美國日益龐大的外債終究必須予以導正，且這些改變會以軟著陸的方式進行，因為市場力量將逐步解決美國經常帳逆差問題，美元終將貶值、債券殖利率將上揚，而美國市場也有足夠的彈性去進行無痛的調整。隨著美國經常帳逆差的擴大以及國外對美國債權的增加，投資人將採取措施以重新恢復資產平衡，使匯率、利率及其他資產價格產生變動，而有助於美國經常帳逆差的扭轉。

附 註

- (註 1) IMF 主要研究對象包括 46 個國家，其中 21 個為工業國家，25 個為新興市場經濟體（5 個產油國家），這些國家的 GDP 總共約占全球 GDP 的 90% 以上。
- (註 2) Central Banking Publications 出版公司位於倫敦，在 2004 年 9 至 12 月，針對持有全球外匯準備半數以上的 65 家央行作調查彙編成報告。
- (註 3) 美國聯邦準備體系自 2004 年 6 月 30 日開始至 2005 年 12 月，已連續 13 次調升聯邦基金利率目標，每次 1 碼的調幅將聯邦基金利率目標由 1% 推升至 4.25%。
- (註 4) 這些國家貨幣釘住美元的舉動，類似布里敦森林體制（Bretton Woods System）的固定匯率體制，故又有「再生的布里敦森林體制」（Revived Bretton Woods System）之稱。
- (註 5) 美國長天期公債殖利率並未隨著美國聯邦準備體系升息而上揚，聯邦準備理事會主席葛林斯班將之稱為「長天期債券殖利率的謎團（conundrum）」，以美國 10 年期公債殖利率為例，2004 年 6 月 30 日此波升息開始之日（聯邦資金利率目標為 1.25%）殖利率約為 4.62%，隨著升息動作持續進行，至 2005 年 12 月底（聯邦資金利率目標為 4.25%）之期間殖利率卻只在 3.9% 至 4.7% 上下波動。

參考資料

- Bergsten, C. Fred and John Williamson (eds.) (2004), "Dollar Adjustment: How Far? Against What?" Institute for International Economics, November.
- Bernanke, Ben S. (2005 a), "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit" at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10.
- _____ (2005 b), Speech on "Productivity" at the C. Peter McColough Roundtable Series on International Economics, Council on Foreign Relations, January 19.
- Brook, Anne-Marie, Franck Sédillot and Patrice Ollivaud (2004), "Channels for Narrowing the US Current Account Deficit and Implications for other Economies," *OECD Economics Department Working Papers* No 390, May 18.
- Debelle, Guy and Gabriele Galati (2005), "Current Account Adjustment and Capital Flows," *BIS Working Papers* No 169, February.
- Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau and Peter Garber (2003), "An Essay on the Revived Bretton Woods System," *NBER Working Paper* 9971, September.
- _____ (2004), "The US Current Account Deficit and Economic Development: Collateral For a Total Return Swap," *NBER Working Paper* 10727, August.
- Elwell, Craig (2004), "The U.S. Trade Deficit: Causes, Consequences, and Cures," CRS Report for Congress, August 12.
- Erceg, Christopher, Luca Guerrieri, and Christopher Gust (2005), "Expansionary Fiscal Shocks and the Trade Deficit," *International Finance Discussion Paper* 2005-825, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, January.
- Ferguson, Roger W., Jr. (2005), Speech on "U.S. Current Account Deficit: Causes and Consequences," at the Economics Club of the University of North Carolina at Chapel Hill, Chapel Hill, North Carolina, February 20.
- Greenspan, Alan (2003), Speech on "Current Account Deficit" at the 21st Annual Monetary Conference, Cosponsored by the Cato Institute and The Economist, Washington, D.C., November 20.
- _____ (2004), Speech on "Current Account" before the Economic Club of New York, New York, March 2.
- _____ (2005), Speech on "Current Account" at Advancing Enterprise 2005 Conference, London, England, February 4.

- IMF (2005 a) , “Global Imbalances: A Saving and Investment Perspective,” *World Economic Outlook*, pp. 91- 124, September.
- _____ (2005 b) , *Annual Report*, April 30.
- _____ (2005 c) , Statistical Appendix, *World Economic Outlook*, September.
- Kouparitsas, Michael (2005) , “Is the U.S. Current Account Sustainable?” Chicago Fed Letter, Number 215, June.
- Martin, Katie (2005) , “Forex View: Central Banks Boost Holdings in Euros at Expense of Dollar,” *The Wall Street Journal*, January 24.
- OECD (2004 a) , “The Challenges of Narrowing the US Current Account Deficit,” *Economic Outlook* No 75, July.
- _____ (2004 b) , *Economic Outlook*, No 75 and 76, July and December.
- Rajan, Raghuram G. (2005) , speech on “Global Current Account Imbalances: Harding or Soft Landing,” at the Crédit Suisse First Boston Conference, Hong Kong, March 15.
- Yoshitomi, Masaru (2005) , speech on “Promoting Asian Integration through Resolving New Global Imbalance,” at the Central Bank of China, Taipei, January 4.

(本文完稿於民國 94 年 12 月，作者現為本行經濟研究處國際經濟科科長)