

有效匯率與國際收支平衡的驗證 Verification of Effective Exchange Rate and Balance of Payments

楊國樑^{1*} 張悅² 江雅軒²
Grant G.L. Yang Yue Zhang Ya-Xuan Jiang

摘要

在全球經濟一體化的影響下，各國之間的國際收支不平衡反映了各國生產要素的配置和結構。為減少經常帳戶逆差，各國一般採用貶值措施，以增加出口競爭力，維持國際收支平衡；但由於近年來觀察各國的貿易關係，發現這個觀點不能得到有力的支持。本文對 1998~2018 年人民幣、日元、歐元、美元的實際有效匯率指數，與中國、日本、德國、美國的經常帳和國際收支帳占 GDP 比率的關係，並結合時間趨勢變數進行計量檢驗，考察是否存在“Bergsten-Mussa 預期”引為依據的因果關係。計量檢驗發現，各國匯率變數的作用都高於時間趨勢變數的作用，而中國較能符合“Bergsten-Mussa 預期”。本文結論表明既然難以指望美國經常帳戶逆差由於美元貶值而相應減少，那麼人民幣對美元升值也難以發揮幫助美國改善其國際收支平衡的作用。

關鍵字：有效匯率、經常帳戶逆差、國際收支平衡、伯格斯坦-穆薩預期

Abstract

Under the influence of global economic integration, balance-of-payments imbalances among countries reflect the allocation and structure of factors of production in countries. In order to reduce current account deficits, countries generally use devaluation measures to increase export competitiveness and maintain balance of payments. A review of recent interference in countries' trade relations reveals that this view cannot be firmly supported. This paper measures the relationship between the real effective exchange rate indices of RMB, JPY, EUR, and USD for 1998-2018 with CA/GDP and BOP/GDP of China, Japan, Germany, and the US to measure the existence of a causal relationship based on the “Bergsten-Mussa Expectations”. Results found that each country's exchange rate variables functioned more than the time trend variable, while China was more in line with the “Bergsten-Mussa Expectation”. The conclusion shows that since it is difficult to expect the US current account deficit to decrease accordingly as a result of the depreciation of the US dollar, the appreciation of the RMB against the US dollar will also be difficult to play a role in helping the US to improve its balance of payments.

Keywords: Effective Exchange Rate, Current Account Deficit, Balance of Payments, Bergstein-Mussa Expectations

¹ 廈門大學嘉庚學院國際商務學院副教授 grant@xujc.com*通訊作者

² 廈門大學嘉庚學院國際商務學院國際經濟與貿易專業

1. 前言

近來有關人民幣匯率政策調整的國際討論中，一種觀點是美國出現巨大的國際收支逆差，其國內經濟的持續平穩發展要求縮小國際收支逆差。美元匯率水準是調節美國國際收支平衡最重要的直接因素，縮小美國國際收支逆差的政策焦點應放在美元匯率上；在美元與主要國際貨幣的關係中，人民幣近年來成為一個重要貨幣，因此，人民幣相對於美元應大幅度升值，從而促使美元有效匯率的下降，並進而促使美國國際收支逆差的減少。

有效匯率又可分為實際有效匯率 (*REER*) 以及名義有效匯率 (*NEER*)，它們是根據購買力平價匯率決定理論派生出來的兩個匯率監測指標。名義有效匯率是用來衡量一國貨幣相對其他一組貨幣匯率的加權平均值，通常以本國與其他交易夥伴國雙邊匯率的加權平均值表示，該指標的變化稱為“名義升值或貶值”；實際有效匯率是根據價格變化進行調整後的有效匯率，一國實際有效匯率上升意味著本國外部競爭力的下降，反之則表示本國外部競爭力的上升。通過對有效匯率的制定和計算，可深入瞭解各國間的雙邊貿易量和各自在世界範圍內的貿易量、貿易在各國經濟中的比重、貿易商品的構成和進出口商品的價格彈性等，還可估計匯率變動對本國進出口貿易及其差額的影響，以及對其他國家的進出口貿易及其差額的影響，以謀求對策。

以美國為例，美國經常帳戶赤字必要校正的大部分因中國和其他東亞經濟體的匯率政策受到堵塞。儘管在 2002 年初到 2004 年初，美元對歐元、英鎊、澳大利亞元、加拿大元以及其他一些貨幣匯率出現了逐漸的和有序的下降趨勢，但按貿易加權的美元平均匯率僅下降了 10%，這在很大程度上是因為東亞國家部分或全部抵制參與必要的國際調整 (Bergsten, 2004)。美元實際匯率與美國經常帳戶逆差之間，在兩年左右的時滯下存在大體穩定的因果關係。美元的顯著貶值是美國經常帳戶收支狀況得到實質性改善過程中的重要因素，目前有許多關於美國經常帳戶平衡對美元匯率敏感性的評估，美元實際有效匯率每貶值 10%，美國經常帳戶平衡與國內生產總值的比率就會改善一個百分點；按照這個估計，美國經常帳戶逆差與國內生產總值的比率下降 3 個百分點，美元有效匯率需要貶值 30% (Mussa, 1976)。

Bergsten & Mussa 都認為：(1) 美國經常帳戶收支平衡與美元綜合匯率 (有效匯率) 變動有著密切關係，即美元匯率升高是導致美國對外貿易逆差或經常帳戶逆差擴大的一個重要原因，美元匯率走低則有利於縮小這種對外逆差；(2) 美元與交易夥伴國貨幣的匯率變動，可引起美國與這些交易夥伴國之間雙邊貿易平衡關係的相應變動；(3) 在上述前提下，美元與人民幣匯率的變動，例如人民幣對美元升值，可使中美貿易美方逆差縮小，這可視為要求人民幣對美元升值的一個經濟依據。這些看法可概括地稱為“Bergsten-Mussa 預期”，即認為美元匯率變動會導致美國國際收支平衡關係的改變，這是匯率與國際收支平衡關係上常見的運用，但實際情況有所變化，需要重新探討。

王文甫等 (2014) 利用中國相關的宏觀季度資料，使用向量自回歸模型討論中國的財政政策對淨出口、實際有效匯率的作用，實證分析得出結論有：(1) 面對政府支出衝擊，總產量反應大體為正，而面對平均稅率的衝擊，總產量反應為負，但其程度不是很大；(2) 面對政府購買正向衝擊，淨出口反應為正，而面對收入稅率的正向衝擊，淨出口反應為負；(3) 面對政府購買正向衝擊，有效匯率反應為負數，而面對收入稅率的正向衝擊，有效匯率反應也為負數。王文甫與張南 (2015) 通過構建結構向量自回歸模型 (*VAR*)，對中國政府投資支出和政府消費支出的宏觀經濟政策效應進行實證分析發現，在開放經濟條件下：政府投資支出增加導致總產出和淨出口增

加，實際有效匯率下降；而政府消費支出所產生的效應與政府投資支出效應相反。

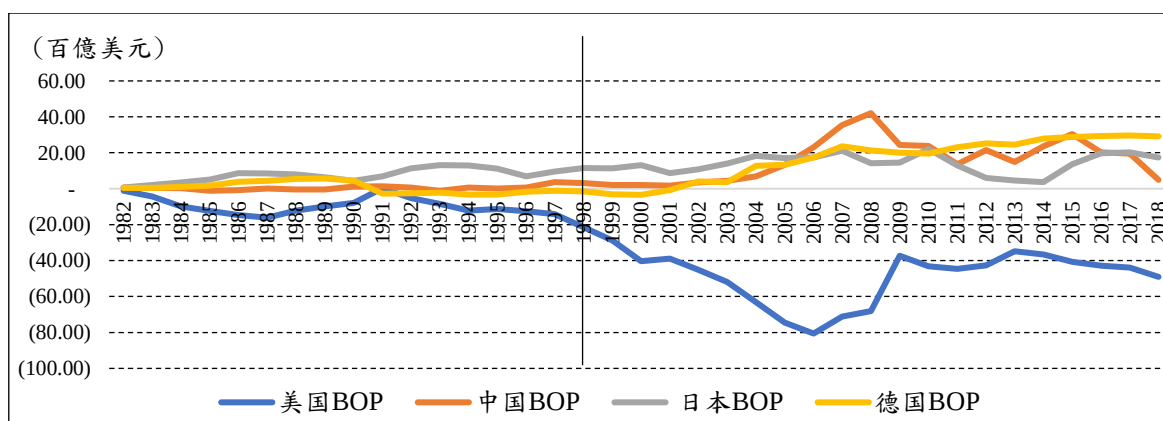
就日本而言，因其閒置資源有限，且進出口貨物中高彈性的製成品比重最大，受進出口影響較大。與美國不同，日本的經常項目為順差，因其海外投資規模大，同時由於日本的金融結構主要是銀行主導型，企業間融資是以銀行等金融仲介的間接融資為主，奉行低利率政策，在如今全球化的環境下，表現為日本吸引外資的能力較弱，貨幣貶值對日本效果微弱（王語與李德蘭，2020）。例如德國經濟的發達是以第二產業為主，依靠貨物貿易拉動主體經濟，這主要歸功於德國國內物價相對穩定，勞動生產率一直在穩步提高；但德國同時受服務貿易與對外轉移長期逆差的影響，貨幣貶值雖然能夠在一定程度上改善國際收支，但對貿易產生的影響也會反作用在國際收支上（劉斌，2007）；李德蘭與王語（2020）表示中國與日本皆符合貨幣分析法的理論，而美國及德國並不完全符合。據此得出國際收支順差並不全是貨幣市場調控的因素，且不同國家發展程度不同，還應關注國民收支、貿易條件等實質性因素。

Ivanovski 等使用自動回歸分散式滯後（ARDL）共整和糾錯方法，以 1970~2016 年期間的季度資料測試澳大利亞是否存在 *J* 曲線現象，以及實際有效匯率對澳大利亞貿易平衡的短期和長期影響，估計結果不能支援 *J* 曲線現象；即使在控制全球金融危機和匯率變動不對稱之後，敏感性分析也支持這一發現。然而，單獨調查非資源貿易平衡卻找到 *J* 曲線效應的證據，這強調澳大利亞資源部門對全球出口的重要性。

本文檢驗 1998~2018 年人民幣、日元、歐元、美元的實際有效匯率指數，與中國、日本、德國、美國的經常帳與國際收支帳占 GDP 比率的關係，並結合時間趨勢變數進行計量檢驗，考察是否存在“Bergsten-Mussa 預期”引為依據的因果關係，以及這種關係在考察時間內是否出現顯著變化，並對檢驗結果進行討論。

2. 近年來圍繞各國的國際收支情況

1982 年以來，中國、日本、德國、美國全球前 4 大經濟體的國際收支帳如圖 1 所示。1998 年以前基本差異不大，除了日本始終維持正值、美國始終為負值外，中國與德國或正或負；總體而言，世界各國的國際收支在理論上應該是平衡的，一國的貿易順差必定是其他國家的貿易逆差，資本的流出與流入也是相匹配的。1998 年以後，中國、日本、德國、美國的國際收支帳彼此差異開始明顯，前 3 國的國際收支帳始終為正並持續上升，美國卻一路下降（除了 2006~2009 年外）。

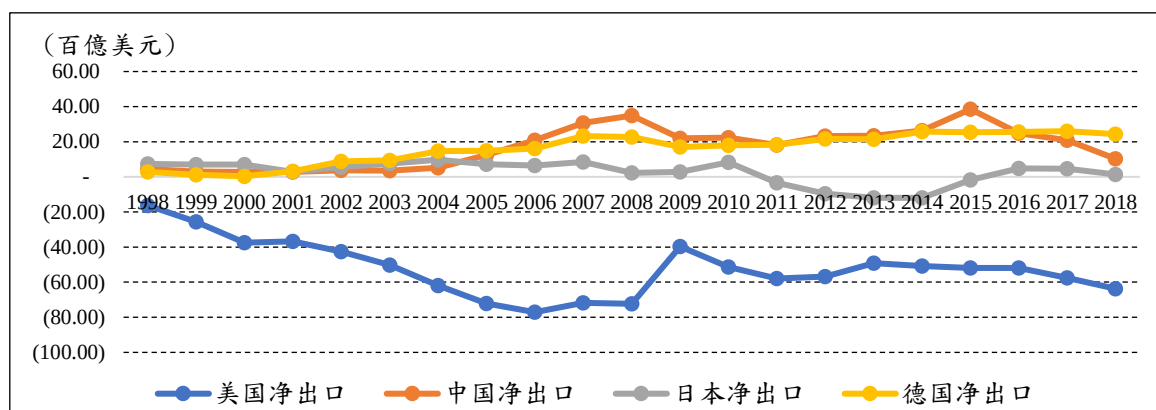


資料來源：UNCTAD 資料庫

(<https://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=89795>)

圖 1. 1982~2018 年中國、日本、德國、美國的國際收支帳

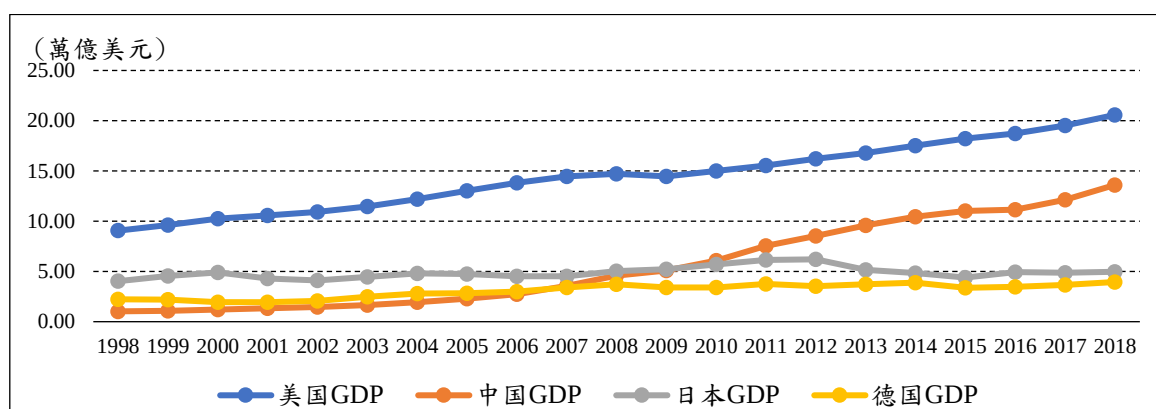
檢視 1998~2018 年期間，中國、日本、德國、美國的 GDP 與淨出口也顯示相同趨勢（如圖 2），雖然日本在 2011~2015 年淨出口為負值，此負值實則肇因於經常帳戶赤字，此時期日本的資本金融帳戶仍為正值。儘管美國的 BOP 與淨出口在這段期間均為逆差，但運用生產要素所生產的全部最終產品（產品和服務）的市場價值，仍超越中國、日本、德國 3 國，傲視全球（圖 3）。



資料來源：UNCTAD 資料庫

(<https://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=89795>)

圖 2. 1982~2018 年中國、日本、德國、美國的淨出口



資料來源：UNCTAD 資料庫

(<https://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=89795>)

圖 3. 1982~2018 年中國、日本、德國、美國的 GDP

2001 年初以來，美元與主要國際貨幣的匯率出現顯著波動，大體趨勢是美元匯率下降，其他貨幣相對美元升值。按照“Bergsten-Mussa 預期”，近年來美元國際匯率的下降應伴隨美國對外收支平衡（商品貿易或經常帳戶平衡）的改善；另外，近年來由於各國通貨膨脹率的普遍走低，在美元與這些交易夥伴貨幣之間，名義匯率與實際有效匯率的差別不是十分突出。

賀力平等（2006）研究顯示在 2000~2004 年期間，美國與六個交易夥伴間的雙邊貿易和雙邊匯率的事例中，有四個事例不符合“Bergsten-Mussa”，即美國分別與歐元區、英國、加拿大和日本；兩個事例符合或接近符合“Bergsten-Mussa”，即美國分別與澳大利亞和墨西哥。前四個是美國最大的交易夥伴，後兩個是美國重要的交易夥伴。連同美國在內，加拿大與墨西哥都是北美自由貿易區成員國，但兩者在這件事情

上所表現出來的情形卻是不同的；同時，加拿大與澳大利亞相類似，對美出口貿易中有許多初級產品，兩者也表現出不同的情形，因此很難就“Bergsten-Mussa 預期”是否成立得出一般性的結論，或者更準確地說，對立兩方面的情況都存在。

3. 對長期綜合性資料的計量檢查

近年美國與多個交易夥伴的雙邊貿易平衡及匯率變動的對應情況有正有反，不足以反駁或證實“Bergsten-Mussa 預期”。嚴格的考察應該基於長期綜合性的資料，即各國有效匯率與對外收支總體平衡在一個相當長時期中的表現。

首先，按貿易加權的有效匯率指數（相對於雙邊匯率或名義有效匯率而言）能較為準確地反映一國商品對外價格競爭力的指標；其次，一國對外收支平衡（或者說國際收支平衡）包含一國對外經常帳戶與資本金融帳戶平衡，兩者互有區別但又有密切聯繫。經常帳戶包括商品貿易、服務貿易、收益流動及單邊轉移，資本金融帳戶反映本國資產和負債狀況的變動，包含貸款和投資相關的資本流動。經常帳戶與對外收支平衡都表現出相當多的共同性長期趨勢，但也有一些細微差別。為使考察同時適用於這兩個方面，本文同時考察中國、日本、德國、美國經常帳戶與對外收支平衡。

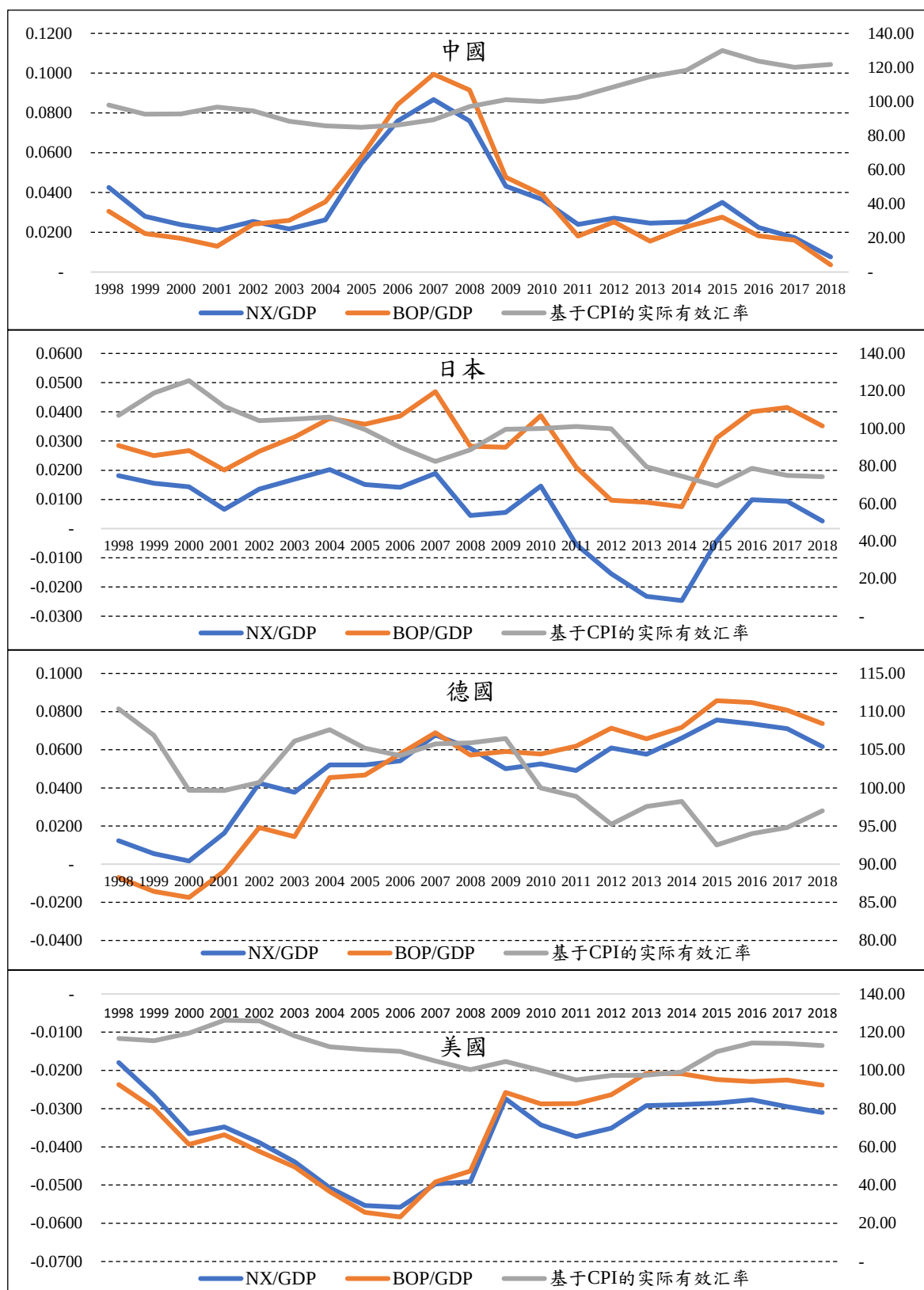
圖 4 分別列示了 1998~2018 年中國、日本、德國、美國實際有效匯率指數與該國對外經常帳戶及國際收支平衡的對應情況。圖 4 所顯示的情況有相當多的複雜性，難以從圖中曲線的形狀直觀判斷它們之間可能存在的相關性；或者說曲線之間的相關性在一個時期比較明顯，在另一個時期不那麼明顯。

中國的實際有效匯率指數在此期間持續上升，意味著本國外部競爭力的下降。觀察中國的經常帳戶與對外收支平衡對 GDP 占比基本同步，在 2007 年雙雙達到最高點後逐漸下降，這一方面是經常帳戶與對外收支平衡在此期間大量增加，且增加幅度大於 GDP 所導致；一方面可能是此期間 GDP 減低所導致。檢視資料顯示 GDP 持續增長，隱含中國在 2007 年經常帳戶與對外收支平衡所顯示的外貿呈現大幅增長。

日本的實際有效匯率指數在此期間大體上持續下降，意味著本國外部競爭力的上升。觀察日本的經常帳戶與對外收支平衡對 GDP 占比亦是基本同步且逐年下滑，在 2014 年雙雙達到最低點後稍有反彈，其中經常帳戶對 GDP 在 2011~2015 年間為負值，顯示此期間經常帳戶產生逆差，對外收支平衡也相對緊縮；2016 年後經常帳戶對 GDP 占比稍有起色但隨即下降，反而對外收支平衡對 GDP 占比增加，隱含日本近年資本與金融帳戶表現出色。

德國的實際有效匯率指數在此期間大體上持續下降，僅在 2001~2009 年稍有上升，意味著本國外部競爭力的上升。觀察德國的經常帳戶與對外收支平衡對 GDP 占比亦是基本同步且逐年上升，資料亦顯示 GDP 持續增長，隱含德國經常帳戶與對外收支平衡增長趨勢穩定且增幅較 GDP 增長率高。

美國的實際有效匯率指數在此期間大體上持續下降，但在 2015 年後稍有上升，意味著本國外部競爭力的上升。若是“Bergsten-Mussa 預期”成立，美國的經常帳戶與對外收支平衡對 GDP 占比應逐年上升。觀察美國的經常帳戶與對外收支平衡對 GDP 占比顯示兩者皆為負值，在 1998~2006 年間兩者降至最低點；資料顯示美國 GDP 持續增長，隱含美國經常帳戶與對外收支平衡增長趨勢甚不穩定。



資料來源：UNCTAD 資料庫

(<https://unctadstat.unctad.org/wds/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=89795>)

圖 4.1998–2018 年中國、日本、德國、美國實際有效匯率指數
與該國對外經常帳戶及國際收支平衡的對應情況

第三，在理論上匯率是影響國際收支平衡的重要因素之一，即除了匯率之外，尚有因素影響一國國際收支平衡及其變動。基於此，一個抽象的國際收支平衡決定模式可以表達如下：

$$CA = CA(REER, Z) \text{ 或者 } BOP = BOP(REER, Z) \quad (1)$$

式中 CA 和 BOP 分別指經常帳戶和國際收支平衡， $REER$ 指實際有效匯率指數， Z 代表其他能夠影響商品貿易平衡或經常帳戶平衡的經濟因素的變數。

本文用時間趨勢變數 T 作為 Z 變數的一個代表，用意在於檢驗並確認 T 是獨立於實際有效匯率指數 ($REER$) 並在統計上顯著的變數，以證實 Z 變數的存在及其對國際收支平衡的作用，避免因為省略掉原本應有的相關解釋變數，而產生 $REER$ 對國際收支平衡影響計量結果的重大缺陷。使用時間趨勢變數 T 代表 Z 變數也存在顯然的缺陷， Z 變數應為某個經濟變數，而 T 不是這樣的變數；並且即使使用某個觀察樣本發現了 T 變數統計上的不顯著性，這個結果也不能簡單地用做否認 Z 變數的存在及其作用的證據。因為 Z 變數的作用完全可以採取不同於時間趨勢變數的形式，所以無法通過檢驗 T 變數來否認 Z 的存在。綜合地說， T 變數統計上的顯著性可當作證實 Z 變數的一個證據，但 T 變數統計上的不顯著性卻不一定能作為否認 Z 變數的一個反證。

基於以上考慮，本文使用以下公式作為 1998~2018 年人民幣、日元、歐元、美元匯率與中國、日本、德國、美國國際收支平衡關係的計量檢驗基本模型：

$$CA_t = a + bREER_t + cT_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$BOP_t = a + bREER_t + cT_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

其中 CA 和 BOP 分別是各國經常帳戶和國際收支， $REER_t$ 是各國貨幣實際有效匯率指數（年平均値，2010 年=100）， T_t 是時間趨勢變數（ $t=1, 2, \dots, N$ ）， a 是常數項， b 和 c 分別是兩個解釋變數的待估係數， ε_t 是隨機誤差項。樣本區間為 1998–2018 年（21 個觀察值）。本文使用“最小二乘法”（OLS）進行檢驗，為檢驗前引 Mussa 所說匯率變動對國際收支平衡的滯後影響作用，將在上述公式（2）和（3）分別引入 $REER$ 和滯後一期，以考慮引入因變數自回歸的情形。

表 1 列示以中國、日本、德國、美國四國經常帳戶/ GDP 作為被解釋變數的回歸結果。這些結果表明，在所考察的全部時期內（1998–2018 年），實際有效匯率指數（ $REER$ ）對經常帳戶/ GDP 的作用僅在中國較為顯著，其餘三國不甚顯著；時間趨勢變數（ T ）對四個國家都不據統計顯著性；滯後一期（ CA_{t-1} ）的統計顯著程度和作用係數對四個國家皆高於實際有效匯率指數。統計上看，上述檢驗結果對於中、日兩國可能存在較嚴重的序列相關問題。

簡單解讀回歸結果，四個國家的實際有效匯率每上升一個百分數點，經常帳戶/ GDP 比率傾向於分別減低 0.0889（中國）、0.0302（日本）、0.0580（德國）、0.00236（美國）百分點；同時隨著時間延移，四個國家每一年中經常帳戶/ GDP 比率傾向於分別增減 0.0014（中國）、-0.0010（日本）、-0.0002（德國）、0.0005（美國）百分點。按照 Koyck 轉換方程， CA_{t-1} 的係數可視為原引數短期效應與總體效應的轉換因數；以中國為例，實際有效匯率指數對經常帳戶/ GDP 比率的總和效應是 -29.1475 百分點（ $= -0.0889 \times (1/(1-0.695))$ ），而時間趨勢變數的總和效應是 0.4590 百分點（ $= 0.0014$

$\times (1 / (1 - 0.695)))$ ，後者能帶來正面效應但遠低於前者。

表 1. 以經常帳戶差額/GDP 作為被解釋變數的回歸結果

	中國	日本	德國	美國
a	0.0846 2.3235*	0.0410 1.2893	0.0706 0.6347	-0.0155 -0.6549
REER	-0.0889 -2.1145*	-0.0302 -1.1413	-0.0580 -0.5470	-0.00236 -0.1328
CA _{t-1}	0.6950 4.6220**	0.6933 3.6106**	0.8403 2.5307**	0.6740 4.9249**
T	0.0014 1.4326	-0.0010 -1.3902	-0.0002 -0.1042	0.0005 1.6752
R^2	0.7270	0.6223	0.8190	0.6921
Adj. R^2	0.6758	0.5515	0.7850	0.6343
D-W	1.2685	1.6548	1.8700	2.1105

資料來源：本研究分析整理

* 表示該變數在 5%水準下顯著；** 表示該變數在 1%水準下顯著

表 2 列示以中國、日本、德國、美國四國 BOP/GDP 作為被解釋變數的回歸結果。這些結果與表 1 差異不大，顯示在所考察的全部時期內（1998–2018 年），實際有效匯率指數（ $REER$ ）對經常帳戶/GDP 的作用僅在中國較為顯著，對其餘三國不甚顯著；時間趨勢變數（ T ）對四個國家亦不具有統計顯著性；滯後一期（ BOP_{t-1} ）的統計顯著程度和作用係數對四個國家皆高於實際有效匯率指數。統計上看，上述檢驗結果對於中國可能存在較嚴重的序列相關問題。

簡單解讀回歸結果，四個國家的實際有效匯率每上升一個百分數點， BOP/GDP 比率傾向於分別變動-0.1145（中國）、-0.0415（日本）、+0.0390（德國）、+0.0390（美國）百分點；同時隨著時間延移，四個國家每一年中 BOP / GDP 比率傾向於分別增減 0.0017（中國）、-0.0009（日本）、0.0015（德國）、0.0005（美國）百分點。此結果與表 1 稍有差異，其中德國與美國 BOP/GDP 因實質有效匯率增加反而上升，同時隨著時間延移，德國 BOP/GDP 反而產生正面效應，此時僅有日本依舊為遞減。

表 2. 以 BOP/GDP 作為被解釋變數的回歸結果

	中國	日本	德國	美國
a	0.1079 2.3703*	0.0604 1.9046	-0.0379 -0.3432	0.0024 0.1064
REER	-0.1145 -2.1655*	-0.0415 -1.6064	0.0390 0.3897	0.0390 -0.8965
BOP_{t-1}	0.6827 4.6682**	0.6343 3.4029**	0.6869 2.5495**	0.7517 6.1221**
T	0.0017 1.4139	-0.0009 -1.3149	0.0015 0.7634	0.0005 1.5711
R^2	0.7718	0.4577	0.9018	0.8274
Adj. R^2	0.7290	0.3560	0.8834	0.7950
D-W	1.3270	1.8816	1.8838	2.0422

資料來源：本研究分析整理

* 表示該變數在 5%水準下顯著；** 表示該變數在 1%水準下顯著

按照 Koyck 轉換方程所顯示實際有效匯率與時間趨勢變數的總和效應如表 3 所示。出於檢驗前引“Bergsten-Mussa 預期”關於各國實際有效匯率對該國經濟帳戶調節作用的目的，可以發現實際有效匯率對於中國與德國產生的效應大於日本與美國，但實際有效匯率對於德國 *BOP/GDP* 並不符合；而四國之中以中國最能符合“Bergsten-Mussa 預期”，美國的檢驗結果最弱，此結果亦符合自 1990 年代初以來，美元實際有效匯率指數對美國經常帳戶逆差/*GDP* 比率的影响作用已經變得統計上不顯著的結論（賀力平等，2006）。

表 3. 實際有效匯率與時間趨勢變數的總和效應

	中國	日本	德國	美國
<i>CA/GDP</i>				
實際有效匯率	-29.1475%	-9.8468%	-36.3181%	-0.7239%
時間趨勢變數	0.4590%	-0.3261%	-0.1252%	0.1534%
<i>BOP/GDP</i>				
實際有效匯率	-36.0857%	-11.3481%	12.4561%	6.0814%
時間趨勢變數	0.5358%	-0.2461%	0.4791%	0.2014%

資料來源：本研究分析整理

4. 結論

本文考察 1998~2018 年時期內，中國、日本、德國、美國四國實際有效匯率指數總體上是影響該國對外收支平衡的一個因素，但這匯率因素的作用在各國影響程度不一。時間趨勢因素可以被理解為是所有非匯率經濟因素的一個代表，但在影響各國經常帳/*GDP* 與 *BOP/GDP* 比率的作用上明顯低於實際有效匯率；對於美國而言，無論是實際有效匯率或是時間趨勢因素，對美國國際收支平衡的影響作用都不明顯。

一段時間以來，許多研究者從不同角度探討美元匯率對美國國際收支平衡的影響作用及其變動，尤其提出了一些新的、非匯率的解釋因素，想借此來說明美國貿易逆差或經常帳戶逆差不斷擴大的趨勢。Cooper (2004) 認為，導致美國貿易逆差的主要原因有國內和國際兩方面，在國內方面主要原因是美國居民儲蓄率偏低和政府財政赤字偏高；在國際方面，美元資產投資回報率高於世界其他地區和其他貨幣資產，同時世界各地快速增長的投資資產在尋求高回報，兩者共同促使海外對美投資的迅猛增加。Dooley 等 (2004) 指出，因為 1990 年代以來國際金融危機的頻繁爆發，國際資本流動速度的加快引起許多國家採取了相應措施，尤其是新興市場經濟體採取新的、以增加官方外匯儲備資產為重要手段的應對措施。這種變動對美國利率水準和美元匯率水準的走勢都帶來了新的重大影響。

Mann & Pluck (2005) 指出，雖然美元對主要貨幣貶值，但美國貿易赤字依然未見減少，這意味著美元貶值會帶來的支出轉移效應尚未發生，其根源可能是價格傳導率 (pass-through rates) 出現變化。對美國低傳導率原因的一些解釋是，世界範圍內通脹率的降低使價格具有很小的可變性，出口方在不改變價格的條件下就可以經受住幣值的波動。由於美國進口較多的消費品，導致進口總傳導率的下降；但更可能的是出口方不願冒喪失美國市場份額的風險，即使降低其邊際利潤率，也要保持美國價格的穩定。Quinlan & Chandler (2001) 分析美國一度被不斷增長的貿易逆差困擾，但實際上貿易已經不是衡量全球競爭力的最有效因素，美國的跨國公司通過對外直接投資，將生產基地轉移國外，利用廉價勞動力和優勢供應鏈，產品回銷美國及世界

各地，同時加緊進行研究開發和各種服務活動。因此，美國貿易逆差的增加反映了美國對外直接投資的增長，兩者相輔相成，不能認為美國逆差增多是美國競爭力下降的表現。事實證明，美國出現的貿易逆差不會損害美國的利益，任何試圖消除貿易逆差的政策都會造成弊大於利。

Hunt & Rebcucci (2003) 探討美元實際匯率升值、美國對外收支逆差增加及延長的經濟週期的原因，認為貿易部門與非貿易部門的相對生產率、衝擊因素的滯後性、美元資產的風險和回報等。實際上已經包括國際金融市場行為，不再僅僅限於傳統的匯率與實體經濟的關係；Obstfeld & Rogoff (2004) 也認為美元匯率變動對美國經常帳戶平衡調節作用變小了。

綜合上述各種觀點可以認為，一方面匯率作為調節美國對外收支平衡的機制，由於種種經濟結構因素的變化而在近年來被削弱了；另一方面美元匯率本身受到一系列國內外金融市場因素的影響，而日益脫離其與經常帳戶平衡相互影響的傳統關係。需要指出的是承認美元匯率在調節美國對外收支平衡上作用的下降，不等於說美元匯率不再是影響美國出口商品國際價格競爭力的一個重要因素，或者說美元匯率不再是外國商品在美國市場上價格競爭力的一個重要因素。

本文計量檢驗結果可理解為“Bergsten-Mussa 預期”在其他國家依舊成立，但在近年來的經濟世界中出現了一些重要的新因素，它們開始發揮著抵消美元匯率影響貿易產品相對國際價格競爭力的傳統作用，從而改變了美元匯率資料與美國貿易平衡資料相互間的統計關係。如果沒有這些在相反方向上發揮作用的新因素，美元匯率變動對美國貿易收支平衡的影響，應當恰如“Bergsten-Mussa 預期”所表述的那樣；而“Bergsten-Mussa 預期”的問題是忽視了新近形勢的發展及其影響，省略了一些重要的相關變數，從而使之無法適用於分析現狀和預測未來。

本文認為指望美元實際有效匯率下降後出現美國貿易逆差或經常帳戶逆差的相應減少是不現實的。即使美元匯率出現大幅度貶值，美國貿易逆差或經常帳戶逆差不論是絕對額還是它們與美國 GDP 的比率，都很可能在未來一段時間中繼續擴大。類似地，即使出現人民幣對美元的大幅度升值，人們也可預料中美雙邊貿易中的美方逆差在未來會繼續增加。人民幣與美元的匯率關係是否調整和如何調整，顯然與美國貿易平衡或經常帳戶平衡調整問題無關或幾乎無關，當然這也不意味著人民幣匯率不可出於其他相關因素而進行調整。

參考文獻

1. 王文甫、李智敏、胡啟暉 (2014)。我國財政政策、淨出口與實際有效匯率的實證分析。統計與決策，13，151-156。
2. 王文甫、張南 (2015)。政府消費、政府投資、淨出口和有效匯率—基於中國的經驗和解釋。國際貿易問題，12，145-157。
3. 王語、李德蘭 (2020)。國際收支吸收分析法的國際性比較。商業創新期刊，2(4)，82-88。
4. 劉斌 (2007)。德國國際收支的發展與調節。中國貨幣市場，2，34-39。
5. 李德蘭、王語 (2020)。經濟增長與國際收支關係的貨幣面分析。商業創新期刊，2(4)，89-95。
6. 賀力平、範言慧、範小航 (2006)。美元匯率與美國國際收支平衡變動的關係及初步解釋。金融研究，7，1-12。
7. Bergsten, C. F. (2004). Testimony before the committee on banking, Housing, and Urban

- Affairs, United States Senate, Washington, DC. May 19.
8. Cooper, R. (2004). America's current account deficit is not only sustainable, it is perfectly logical given the world's hunger for investment returns and dollar reserves. *Financial Times*, November 1st.
 9. Dooley, M., Folkerts-Landau, D., & Garber, P. (2004). An essay on the revived Bretton Woods System. *International Journal of Finance and Economics*, 9(4), 307-313.
 10. Hunt, B. L., & Rebucci, A. (2003). The U.S. dollar and the trade deficit; What accounts for the late 1990's? *Imf Working Papers*, 8(3), 399-434.
 11. Ivanovski, K., Churchill, S. A., & Nuhu, A. S. (2020). Modelling the Australian J-Curve: An ARDL cointegration approach. *Economic Papers: A Journal of Applied Economics and Policy*, 39(2), 167-184.
 12. Mann, C. L., & Pluck, K. (2005). When the dollar bill comes due. *Institute for International Economics*.
 13. Mussa, M. (1976). The exchange rate, the balance of payments and monetary and fiscal policy under a regime of controlled floating. *Scandinavian Journal of Economics*, 78(2), 229-248.
 14. Obstfeld, M., & Rogoff, K. (2004). The unsustainable U. S. current account revisited. NBER Working Paper 10869, National Bureau of Economic Research.
 15. Quinlan, Q., & Chandler, M. (2001). The U.S. trade deficit: A dangerous obsession. *Foreign Affairs*, 80(3), May/June, 87-87.

收稿日期：2020-05-16
責任編輯、校對：張穎、曾晶瑩