



國立臺灣大學社會科學院政治學系

博士論文

Department of Political Science

College of Social Sciences

National Taiwan University

Doctoral Dissertation

貨幣權力不對等與台灣對美國貨幣政策的因應策略

Monetary Power Asymmetry and Taiwan's Reaction

Strategy to U.S. Monetary Policy

劉昶佑

Chang-Yu Liu

指導教授：左正東 博士

Advisor: Chen-Dong Tso, Ph.D.

中華民國 112 年 7 月

July, 2023

謝 辭



本論文得以完成，最重要的感謝對象，便是我的指導教授—左正東老師，自進入博士班以來，就成為左老師的課程助教，之後又承蒙老師的不嫌棄，陸續介紹我到國關學會、亞洲基金會擔任助理工作。因為有了這些工作的支持，讓我得以博士生的前段生活不至於匱乏。過去也曾多次麻煩老師撰寫推薦信，使我最終能獲得了國科會的「獎勵人文與社會科學領域博士候選人撰寫博士論文」計畫。

而在論文口試階段，感謝口委冷則剛老師、邱明斌老師、葉國俊老師與郭銘傑老師的指正與評論，四位老師在國政經領域的專業，使得本論文能夠更加完善，同時也讓我在本研究中想表達的概念，更加完整與全面。

回顧這段長時間的博士研究生的生活，過程中陸陸續續受到許多人的幫助，有以前台大國發所的同學阿牛、老唐、阿呈、阿德等，以及北商大財金所的同學們，再加上占星班的馬龍老師和同學們的關心，還有目前任職的中華郵政資金運用處，許許多多的長官、同事時不時的照顧與協助，讓我這幾年來得以不斷成長，方能順利地走到現在，完成這本論文。

至於在學術生活之外，要特別致謝的重要對象，就是感謝父親劉永圳與母親莊麗英，沒有他們辛苦多年的養育之恩，以及從小對於教育方面的堅持，使我能一路完成許多的學位；他們一直以來堅定地支持我，讓我得以發展自己的興趣，方能走完這條學術之路，拿到博士學位。

最後，也要謝謝我的女友瀞之，很高興能在博士生涯的最後這一年認識妳，雖然交往到現在的時間並不長，但是衝刺論文的這最後半年，有了妳的陪伴，讓我有更多的信心與衝勁去面對曲折多變的諸多挑戰，並一關一關地完成它。

最後的最後，以此論文獻給我所敬愛的祖父母，雖然他們無法看到我完成博士學位，但是我始終感念他們的付出與照顧。

摘要



美國是當前國際體系中的霸權國，而且其發行的美元貨幣則是從二次戰後就享有著貨幣霸權的地位，雖然在布列敦體系瓦解之後，美元的價值與價格受到眾多質疑，但至今這些懷疑並不影響美元的貨幣霸權。討論美元的貨幣霸權，過往主要的角度都是限定在國際貨幣權力的範疇，並且多聚焦在美國的視野，但是這樣的討論卻只注意到「貨幣權力不對等」的結構下，擁有貨幣權力的一方(也就是美國)，而忽略了美元貨幣權力的接受者，也就是美國的貿易對手國，這些國家的立場與思維邏輯，究竟對於美元霸權有何種的態度？以及對於美國所施展的貨幣權力，只能被動接受？抑或是存在「非合作」或是對抗的可能選項？

對此，本論文主要是從台灣的立場作為出發點，討論在不同經濟週期的背景下，美國會施行何種的貨幣操控與貨幣權力？而台灣作為美國的主要貿易夥伴之一，面對到不同的經濟環境，以及美國所施展的貨幣權力，究竟會如何回應？而且為了凸顯台灣回應美元貨幣霸權的獨特性，本研究將韓國、泰國與馬來西亞作為對照組，透過地緣與政經結構的相似性，藉此比較出台灣與其他貿易對手國的差異之處。

本研究發現在美國處於經濟衰退時期，將會對貿易對手國施展「劫掠型貨幣操控」，台灣與東亞國家會面臨到美國的「劫掠權力」與「轉移權力」，雖然多數國家無法對於「劫掠權力」進行反抗，但是對於「轉移權力」，縱然美國是以「匯率操縱國報告」作為施壓工具，但像是台灣、越南等具有著強烈「新重商主義」的貿易對手，則是會盡可能地採取「非合作」的策略，方能持續賺取更多的國家財富。

而當美國處於經濟成長時期，由於聯準會進入升息週期而造成強勢美元，使得美國在此一時期施展的是「放任型貨幣操控」，對於貿易對手國則是行使「重定價權力」與「遞延權力」。但由於「放任型貨幣操控」的效果，並不會造成劫掠經濟的作用，這也使得個別國家所面對的衝擊，主要是強勢美元所帶來的外溢



效果—美元回流與通貨膨脹。

根據本研究的發現，此時台灣與其他東亞國家最大的差別，在於台灣會利用此一時期的通貨膨脹進行貨幣金融操作，也就是讓國內保持著相當程度的通膨，使國內長期處於負實質利率的狀態。我們可以得知台灣央行一方面讓國內的升息幅度低於美國，有利於賺取兩者間的利差；而國內存在通膨，則是會讓新台幣匯率傾向於貶值波動。而其他東亞國家則是會盡力打擊通膨，使得各國長期存在正實質利率的狀態。

最後，本研究依據當前最熱門的「去美元化」避險策略，檢驗了三種「去美元化」的替代選項：第一種是用黃金替代美元，但此一作法不利於當前國際貿易的往來，而且單一國家所持有的黃金存量也相對有限；其二則是用其他國際流通貨幣來替代美元，但從數據上進行驗證，發現不論是英鎊、歐元或是日圓，一樣會遭受到相關的貨幣權力，對於替代美元而言，並沒有優越性或利益可言。最後一種作法則是使用人民幣或是「本幣貿易結算」來取代美元，但所面臨到的最大問題，這些貨幣都不屬於國際流通貨幣，加入外匯存底當中恐怕會讓央行資產變得更為複雜且難以管理。

關鍵字：美元、霸權、貨幣權力、台灣、匯率操縱國、去美元化



Abstract

This paper primarily takes Taiwan's perspective as a starting point to explore the kind of monetary policy control and exercise of monetary power the United States would implement in different economic cycles. As one of the key trading partners of the United States, Taiwan faces varying economic environments and the monetary power wielded by the U.S. How should Taiwan respond? To highlight Taiwan's unique response to U.S. monetary hegemony, this study selects South Korea, Thailand, and Malaysia as comparative cases, comparing the differences between Taiwan and other trading competitors based on geographical and politico-economic similarities.

This study reveals that during periods of economic recession in the United States, 'predatory monetary policy' will be applied to trading partner countries. Taiwan and East Asian nations will confront the U.S.'s 'predatory power' and 'transfer power.' While most countries may struggle to counter the 'predatory power,' trade competitors like Taiwan and Vietnam, characterized by strong 'neo-mercantilism,' adopt 'non-cooperative' strategies to continue accumulating national wealth.

During periods of U.S. economic growth, with the Federal Reserve entering a tightening cycle, a strong dollar prompts the U.S. to pursue a 'laissez-faire monetary policy,' exercising 'repricing power' and 'deferment power' over trading partner countries. However, due to the non-plundering effects of the 'laissez-faire monetary policy,' the challenges individual countries face are primarily the spillover effects generated by the strong dollar, including dollar repatriation and inflation.

Based on this research, the most significant difference between Taiwan and other East Asian nations when the U.S. experiences economic growth is that Taiwan utilizes inflation for currency and financial operations to maintain a relative level of inflation, keeping the domestic economy in a state of negative real interest rates. The Central Bank of Taiwan ensures that domestic interest rate hikes remain below those of the U.S., facilitating the earning of interest rate differentials. Simultaneously, inflation tendencies lead to fluctuations in the New Taiwan Dollar exchange rate. In contrast, other East Asian nations strive to curb inflation to maintain a long-term positive real interest rate environment.

Lastly, in accordance with the currently popular 'de-dollarization' hedging strategy, this study examines three alternative options: the first involves replacing the dollar with gold. However, this is unsuitable for current international trade interactions, and individual countries possess limited gold reserves. The second option substitutes other internationally circulated currencies for the dollar, but data confirms that regardless of

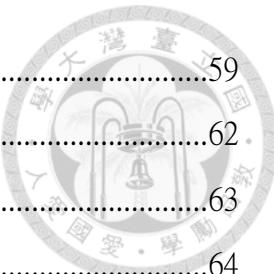
whether it's the Pound, Euro, or Yen, they remain subject to relevant currency power influences. Therefore, there is no significant advantage or benefit in replacing the dollar. The final approach suggests using the Renminbi or 'local currency trade settlement' to replace the dollar. Nonetheless, the biggest challenge lies in the fact that these currencies are not internationally circulated. Integrating central bank assets into foreign exchange reserves may complicate matters and make management difficult.

Key words: US Dollar 、 Hegemony 、 Monetary Power 、 Taiwan 、 Currency Manipulator 、 De-dollarization

目 錄



謝辭	I
中文摘要	II
英文摘要	IV
目錄	VI
圖目次	X
表目次	XII
第一章、緒論	1
第一節、研究動機與問題意識	1
壹、研究背景與動機	1
貳、研究目的與問題意識	3
第二節、文獻回顧與評述	7
壹、霸權穩定論	7
貳、國際貨幣權力理論	11
參、引入不對等觀點於貨幣權力理論之中	13
肆、傳統國際金融理論	15
伍、個案層次：亞洲金融危機	20
第三節、研究途徑、方法與章節安排	25
壹、研究途徑	25
貳、研究方法與設計	27
參、章節安排	29
第二章、美國的貨幣權力	33
第一節、霸權理論與「美元霸權」的	35
壹、霸權相關討論	35
貳、美元霸權的結構性權力	37
參、美元霸權的貨幣權力展現	45
第二節、建立美元霸權體系的過程	50
壹、貿易結構的加持：美元與石油掛勾	56
貳、安全結構的加持	58



參、小結.....	59
第三節：美國貨幣權力的情境分析.....	62.
壹、情境一：經濟與金融危機時期.....	63
貳、情境二：經濟衰退時期	64
參、情境三：經濟復原時期	65
肆、情境四：經濟回溫時期	67
伍、情境五：經濟過熱時期	69
陸、小結.....	71
第四節、美國如何施展「貨幣權力」	73
壹、貨幣政策層面的貨幣操控	76
貳、SWIFT 系統與美國霸權	81
參、排除美元霸權的可能性	86
第三章：貿易對手國面對「貨幣權力不對等」策略選擇的理論層次	91
第一節、貿易對手國的策略選擇：靜態分析.....	95
壹、非合作（Non-cooperate）策略.....	95
貳、合作(Cooperate)策略.....	98
參、去美元化（De-Dollarization）策略	100
第二節、貿易對手國對於「美元霸權」結構的邏輯與偏好	110
壹、經濟民族主義與新重商主義	110
貳、對於本國幣匯率傾向阻升不阻貶.....	111
參、刻意維持相當程度的通貨膨脹.....	114
肆、小結.....	116
第三節、各國面對貨幣操控的理論分析	118
壹、理性決策：賽局概念與決策樹模型	119
貳、重複之下，「非合作」比「合作」來得更有利可圖	130
參、以「重複賽局」的決策樹進行分析-	131
肆、政治景氣循環對於各國的決策影響	134
第四節、結論	137



第四章 弱勢美元與「匯率操縱國」的案例分析.....	139
第一節、弱勢美元時期的美國貨幣操控	142
壹、美國經濟的慣性.....	142
貳、「美元循環」視野下的匯率操縱國	148
參、美國修補自身經濟的過程	156
肆、鑄幣稅的剝削效果.....	166
第二節、「匯率操縱國」的歷史脈絡與定義	167
壹、匯率操縱國的歷史.....	167
貳、「匯率操縱國」的相關定義	174
參、「匯率操縱國」名單的效果	175
肆、小結.....	181
第三節：貿易對手國的策略選擇與結果	185
壹、「匯率操縱國」名單的重複賽局設定	185
貳、模型擴張：應對的三種次類型	199
參、小結.....	204
第四節、實證：台灣的策略選擇.....	206
壹、案例分析台灣與其他國家(一)：2008-2014	206
貳、案例分析台灣與其他國家(二)：2019-2022	215
第五節、結論	222
第五章：強勢美元下的策略選擇.....	225
第一節、美元升息循環與美元荒	226
壹、美元的升息循環週期	226
貳、美元荒	227
參、美元霸權與國際流通貨幣的公共財性質	230
肆、美元價值的不穩定.....	233
第二節、應對「強勢美元」的外溢效果(一)：美元回流.....	236
壹、台灣考量的層次.....	238
貳、升息循環週期中的「重定價權力」與「轉移權力」	243



參、國際資本撤離	250
肆、小結	263
第三節、台灣應對「強勢美元」的外溢效果(二)：通貨膨脹	265
壹、各國升息幅度 對比 美國升息幅度	269
貳、各國的實質利率 對比 美國的實質利率	271
參、台灣案例分析：維持利差以便於保有央行盈餘	280
肆、小結	287
第四節、結論	289
第六章、「去美元化」的可能性	291
第一節、各國能規避的風險	294
第二節、用其他國際流通貨幣取代美元	300
第三節、選擇人民幣或是本幣結算	315
壹、選擇人民幣替代「美元」	315
貳、本幣貿易結算(Local currency settlement, LCS)	319
第四節、結論	325
第七章、結論	327
第一節、研究發現與貢獻	327
壹、美元霸權與貨幣權力的探討	327
貳、台灣(與東亞國家)面對美國貨幣權力的策略類別	328
參、發現與建議	331
第二節、本文研究不足之處與後續發展方向	333
壹、本文研究不足之處	333
貳、後續研究發展方向	336
參考文獻	337

圖目次



圖 1-1：美元的 M2 供給量與 M1 年增率	2
圖 1-2：美國貨幣權力對於貿易對手的影響路徑與各國的決策反饋	4
圖 2-1：全球外匯存底中的美元儲備數量	33
圖 2-2：東南亞五國的外匯存底	40
圖 2-3：各國所欠之國債金額	44
圖 2-4：美元經濟循環的影響路徑	63
圖 2-5：美國基準利率	70
圖 3-1：美元兌新台幣匯率	92
圖 3-2：美元兌新台幣匯率(日線圖)(2020-2021 年)	96
圖 3-3：個別國家面對美國威脅時的策略選擇	101
圖 3-4：東協 5 國(星、馬、印、泰、菲)對外出口貿易之前 5 大國家	105
圖 3-5：個別國家成為美國的重要貿易對手之後，該國的策略選擇	108
圖 3-6：本研究整理的小國經濟政策的內在邏輯	116
圖 3-7：匯率操縱國的決策樹模型	133
圖 4-1：美國基準利率走勢圖	139
圖 4-2：第四章結構圖	141
圖 4-3：理想中的國際貿易與美元循環(美國與貿易對手國)	142
圖 4-4：美國儲蓄率與個人消費支出	143
圖 4-5：台灣的外匯存底	144
圖 4-6：美國 CPI 與核心 CPI	147
圖 4-7：美國的貿易餘額與進口年增率	152
圖 4-8：美國的貨幣供給量(M2)與年增率	162
圖 4-9：當前美元流動方向與途徑	164
圖 4-10：美國對於日本的貿易逆差	168
圖 4-11：美國商品與勞務的貿易餘額(年增率)、出口值	170
圖 4-12：近 10 年美國商品與勞務的貿易餘額(年增率)、出口值	171
圖 4-13：美國對中國、日本、南韓與台灣的貿易逆差	172
圖 4-14：美元兌越南盾的匯率價格	179
圖 4-15：美元兌瑞士法郎的匯率價格	179
圖 4-16：美國近 10 年的貿易赤字	183
圖 4-17：匯率操縱國的路徑圖	188
圖 4-18：第一階段的決策樹設定	189
圖 4-19：第二階段的決策樹設定	191
圖 4-20：第三階段的決策樹設定	195
圖 4-21：貿易對手國在第三階段面對的選擇	196
圖 4-22：美國的施壓與各國的回應類型	200

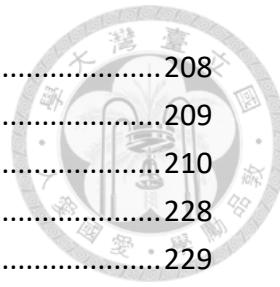


圖 4-23：新台幣與韓圜的匯率價格	208
圖 4-24：泰銖與馬幣令吉的匯率價格	209
圖 4-25：台灣對美國的貿易順差(月資料)	210
圖 5-1：聯準會基準利率(上下限)	228
圖 5-2：美國「FRA-OIS 的利差」	229
圖 5-3：美元指數(實質有效匯率)	234
圖 5-4：理想中的國際貿易與美元循環(美國與貿易對手國)	239
圖 5-5：美元聯準會的貨幣互換餘額	241
圖 5-6：美國升息循環下，個別國家面對到的兩層面抉擇	243
圖 5-7：東南亞國家外匯存底	247
圖 5-8：美元強弱與國際資金流向	251
圖 5-9：美國財政部的國債發行量	260
圖 5-10：美元升息階段的美國貨幣操控與各國回應	268
圖 5-11：美國的實質利率	275
圖 5-12：台灣的實質利率	275
圖 5-13：南韓與美國的實質利率比較	277
圖 5-14：泰國與美國的實質利率比較	278
圖 5-15：馬來西亞與美國的實質利率比較	279
圖 5-16：美台的 10 年期公債利差	282
圖 5-17：美國基準利率與台灣重貼現率的比較	283
圖 6-1：美元指數	292
圖 6-2：進行「去美元化」的可能選項	293
圖 6-3：各國央行黃金儲備調查	297
圖 6-4：全球四大央行的 M2 貨幣供給量與年增率	304
圖 6-5：美國 20 年期以上的公債殖利率、貨幣供給量(M2)	305
圖 6-6：黃金價格長期走勢	306
圖 6-7：歐元區進口年增率與貿易餘額	312



表目次

表 1-1：篩選邏輯與保留樣本.....	28
表 2-1：全球外匯存底的構成.....	38
表 2-2：大國所擁有的四種貨幣權力.....	49
表 2-3：因到達預算上限，造成美國政府關門(government shutdown).....	55
表 2-4：貨幣操控的四種形式.....	73
表 2-5：金本位與美元本位的比較.....	77
表 2-6：美國利用 SWIFT 進行經濟制裁.....	82
表 3-1：東協 5 國(星馬印泰菲)對外出口順差之前 4 大國家其所佔之比重	104
表 3-2：央行盈餘金額.....	111
表 3-3：台灣央行的資產負債表(2022 年底)	113
表 3-4：美國的剝削權力與 A 國的應對策略(第一版)	120
表 3-5：美國的剝削權力與 A 國的應對策略(第二版)	121
表 3-6：美國的轉移權力與 A 國的應對策略.....	122
表 3-7：囚犯困境賽局的收益矩陣(符號版)	124
表 3-8：囚犯困境賽局的收益矩陣(數字版)	125
表 3-9：膽小鬼賽局的收益矩陣(符號版)	125
表 3-10：膽小鬼賽局的收益矩陣(數字版)	126
表 3-11：美國的貨幣操控 VS 貿易對手國的 PBC	135
表 4-1：貨幣操控的四種方式.....	153
表 4-2：美國聯準會的降息循環時間點.....	155
表 4-3：美國財政部所定義的「匯率操縱國」標準.....	174
表 4-4：瑞士與越南對美國的貿易、匯率狀態.....	177
表 4-5：台灣在 2021 年「匯率操縱國」報告的內容.....	180
表 4-6：2022 年報告中的各項名單.....	192
表 4-7：本研究所設定的三種次類型.....	201
表 4-8：2007 年開始的降息循環.....	202
表 4-9：2019 年開始的降息循環.....	203
表 4-10：2008 年開始的降息循環.....	207
表 4-11：韓國、泰國與馬來西亞的對美貿易順差.....	211
表 4-12：台韓泰馬星五國的年度經常帳盈餘比重	211
表 4-13：2019-2022 汇率操縱國報告之相關名單	215
表 5-1：美國聯準會的升息循環.....	226
表 5-2：美國所擁有的四種貨幣權力.....	245
表 5-3：東亞各國際近兩年的國際收支帳.....	254
表 5-4：非常態時期的美元回流	259
表 5-5：美國 2000 年後的第一次升息循環：2004 年 6 月 - 2006 年 6 月	269



表 5-6：.美國 2000 年後的第二次升息循環：2015 年 10 月 – 2019 年 1 月	270
表 5-7：美國 2000 年後的第三次升息循環：2022 年 3 月-迄今	270
表 5-8：台灣在美國升息期間的實質利率表現	276
表 5-9：台灣運用國營企業來吸收通膨的案例	284
表 5-10：各國持有美國國債的比重(2023.05)	286
表 5-11：東亞各國央行盈餘所占政府財政收入的比重	286
表 5-12：檢驗四個國家的條件是否符合	287
表 6-1：美國以外主要大國施行量化寬鬆/負利率的時間點	300
表 6-2：世界各主要大國 2022 年的經常帳盈餘	302
表 6-3：美元供給量、黃金與石油的價格成長	307
表 6-4：歐元和英鎊的貨幣供給量與黃金價格成長	308
表 6-5：世界前十大 GDP 國家	310
表 6-6：世界前十大商品貿易額的經濟體	311
表 6-7：東協對外的貿易餘額	313
表 6-8：全球官方外匯存底的貨幣構成	315
表 6-9：全球貿易商品金額	317
表 6-10：中國與金磚國家、東協國家的商品貿易往來(2022)	318
表 6-11：近期「去美元化」之新聞	320
表 6-12：馬來西亞前 10 大出口市場的貿易餘額(2022)	323

第一章 緒論



第一節 研究動機與問題意識

壹、研究背景與動機

在 1971 年的尼克森震撼(Nixon Shock)之後，正式宣告原有的「布列敦森林體系」的瓦解，使得全球的國際金融體系進入了新的領域，由於美元放棄與黃金掛鉤的連動機制，造成其他國家貨幣也隨著與美元脫鉤；而在 1976 年由 IMF 與世界各主要已開發國家，協商成立「牙買加體系」(Jamaica Accords)，其功能為接替「布列敦森林體系」作為全球貨幣的基礎運作機制。

在國際關係領域的相關議題中，「貨幣」議題是具有特殊地位的國際政治經濟議題，但實質上卻並未引起學者們的廣泛重視與研究。「貨幣」的價值必然涉及到匯率價格的決定，但各國央行並非完全放手讓自身的貨幣與匯率價格自由浮動，例如普遍在東亞國家的央行，都習慣於進行「貨幣調控」，而稱其為「有管理的浮動匯率機制」(Dirty floating rate)。

除了央行可能在重要價位介入、調控匯率價格之外，央行對於國內基準利率的調整，也會間接對於外匯市場的價格產生影響，乃至於造成國際貨幣的上下波動。尤其是在 2008 年的全球金融海嘯、2011 年的歐債危機之後，美國、歐元區等已開發經濟體的央行，都試圖透過非傳統貨幣政策的「量化寬鬆」政策、「負利率」政策…等創新的做法，對於國內的金融市場、實體經濟活動產生寬鬆的貨幣環境。但此一政策所產生的外部效果，便是會引起美元、歐元的大幅度貶值，而被論者批評為是「開直升機撒鈔票 (helicopter money)」(台灣中央銀行，2017)。而且此一做法並非單一特例，因為就在 2020 年初的新冠疫情中，美國聯準會、歐洲央行、英國央行也都再次展開極度寬鬆的貨幣政策，配合各國政府發放現金的寬鬆財政政策，製造出前所未見的「大撒幣時代」(經濟學人，2020)。

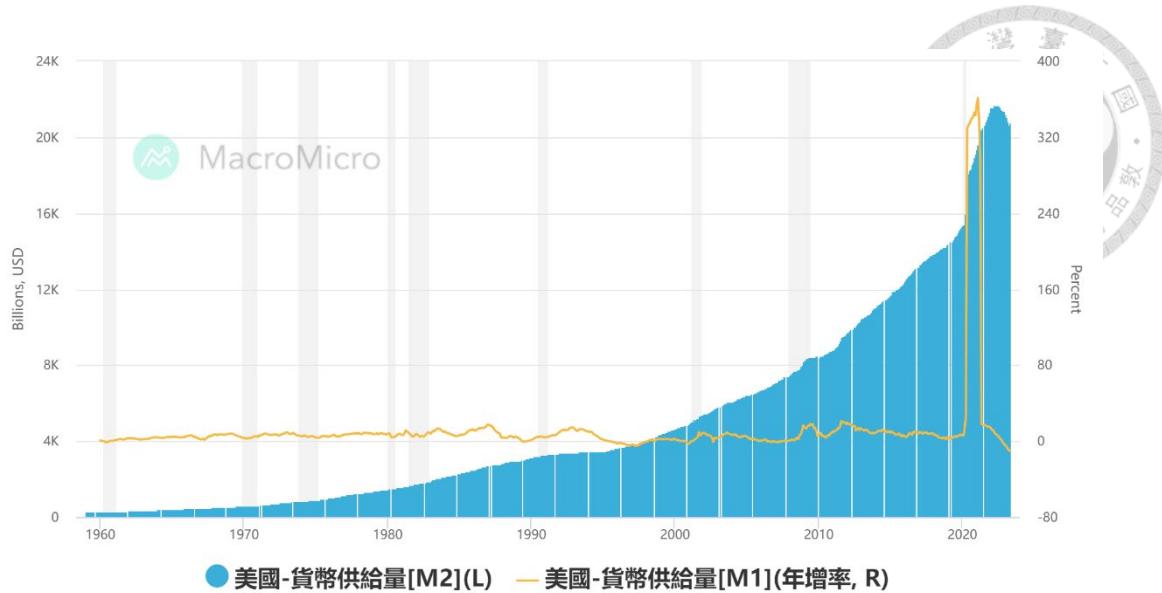


圖 1-1：美元的 M2 供給量與 M1 年增率

資料來源：財經 M 平方，本研究重新繪製

上圖是美國聯準會所掌握的美元貨幣供給量，我們可以清楚地看到在 2000 年之後，由於各種寬鬆工具的創新與使用，造成美元供給量的不斷擴張，這也帶來了國際金融體系方面的動盪。順應著中國的經濟崛起，有越來越多的國家紛紛開始倡議「去美元化」，而中國人民幣的國際化進程，也在近幾年隨著一帶一路政策的開展，以及數位人民幣的創新，成為部分論者口中的明日之星。

由上可知，國際之間各國貨幣的價格波動，不完全是屬於經濟領域的量化議題，而是其中有關乎到央行對於各自貨幣的定價、國內金融市場的概況…等總體情勢；更甚者，大國央行的貨幣政策決定，對於小國內部的金融環境將會產生衝擊。時任我國央行彭淮南總裁曾在 2015 年形容美國的量化寬鬆政策，對於全球金融市場的影響：「我沒看過小國家採行 QE，航空母艦開過去才會有大波浪，小漁船全速開也沒有波浪。」

實際上，大小國的央行在國際金融市場上，確實有著差異性的權力結構，大國的貨幣(例如：美元、歐元、日圓、英鎊等)具有全球流通的範疇，而且被多數國家所接受，作為外匯存底中的一籃子貨幣。因此大國的貨幣在國際上具有較大影響力，而小國則是相對來說較為被動，其貨幣政策效果對於國際市場的影響效果較小，同時也對於大國的決策缺乏干預效果。

故此，在國際貨幣體系中，所呈現出來的權力分布狀態就有如在新現實主義理論所描繪的世界一樣，大小國所持有權力大小自然呈現出「不對等」的狀態。但在過往的討論範疇中，國際政經領域甚少討論「貨幣」議題，抑或是利用國關理論來檢視當前國際貨幣互動體系。但即便是在討論國際貨幣體系、國際金融體系的議題時，多數的討論焦點也是集中在國際建制(例如國際貨幣基金 IMF)，或是美國的貨幣霸權，鮮少關注經濟實力較微弱的小國，如何應對大國的貨幣權力？以及在貨幣權力不對等的狀態下，如何進行策略選擇？

因此，本文企圖把國關理論當中的「國際貨幣權力」理論，做為檢視、對話的理論對象，用其與國際貨幣體系進行對比與詮釋；其次則是嘗試分析大小國在面對外部環境的貨幣體系改變時，做出應對行為的背後邏輯，究竟是屬於經濟邏輯(以自身利益為考量)、政治邏輯(服從大國或體系的權力運作)，抑或是處於兩者之間進行擺盪？

貳、研究目的與問題意識

本文的研究目的，主要是想整理在「貨幣權力不對等」狀態下，作為美國的貿易對手國，究竟是如何對美國行使「貨幣權力」進行策略選擇與應對。因此在本研究的討論分析中，皆是以「美國行使的貨幣權力」做為自變項，而台灣與其他鎖定選定、作為對照組的東亞國家之回應則為應變項。

由於當前國際流通貨幣共計有：美元、歐元、英鎊、日圓…等數種，但本研究所關注的對象是擁有貨幣霸權的美國，因此以下的研究和討論皆是以「美元」為主體。正因為美國是當前國際社會中唯一的霸權國，而且美元又是擁有特殊地位的貨幣霸權，所以直接鎖定美元作為研究對象，可以更讓我們看清楚美國是如何行使貨幣權力，以及對於貿易對手國所造成的權力壓迫。

另外，為了對於貿易對手國的回應進行簡化分析，避免各國的回應出現太多種類，因此本研究設計了三種類別，分別為：「合作」、「非合作」與「去美元化的避險」。如下圖所示，當美國頻藉著美元的貨幣霸權地位，而對於貿易對手國



行使貨幣權力時，個別國家的回應基本上並不脫離這三種基本屬性。該國的應對與策略若是與美國的意圖與目的相違背，這樣的作為就被歸類為「非合作」；反之，若是與美國行使貨幣權力的目標相契合，該國的作法就會被歸類在「合作」類別。至於「去美元化的避險」，則是當個別國家意圖脫離美元的霸權範圍，藉此降低美國行使「貨幣權力」所帶來的影響。

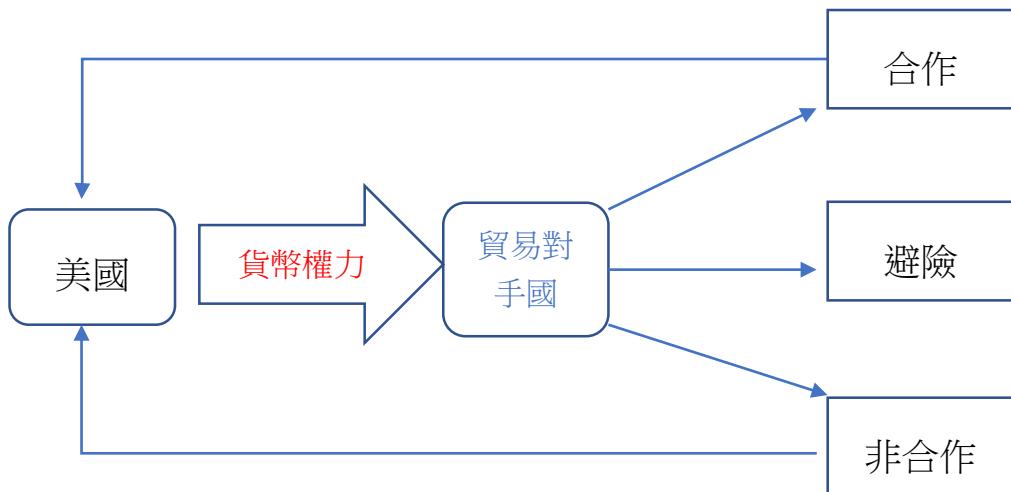


圖 1-2：美國貨幣權力對於貿易對手的影響路徑與各國的決策反饋

資料來源：本研究自行繪製

所以在上圖所體現的權力影響路徑，美國為了自身經濟利益的考量，透過自身所擁有的貨幣霸權地位，而對於小國行使相關的「貨幣權力」，¹其最終目的就是要貿易對手國讓渡部分的經濟利益給予美國。而面對到美國行使「貨幣權力」，個別國家可以有三種回應種類：合作、非合作與避險；當個別國家對於美國的權力行使做出回應之後，這些回應也將會反饋到美國身上，讓美國得知自己是否如願地獲得自己所想要的經濟利益，並針對反饋的結果，重新對「貨幣權力」的行使進行再修正。

¹ 依據本研究的分類，美國能夠行使的貨幣權力共有四種，詳見第二章第一節之內容。

由於美國本身已經擁有了貨幣霸權，因此理論上不論在任何時間點，美國皆可以對於各國行使「貨幣權力」，並且使自己的經濟利益獲得最大的滿足。如果我們納入了時間週期的概念，也就是考量在不同的經濟週期，美所行使的貨幣權力種類也應當有所不同，對於個別國加來說，自然也會有著不同的回應策略與立場。

總的來看，本研究的分析層次主要有下列各項：

一、美國的貨幣權力層次

針對於美國所擁有的貨幣權力，以及能夠細分為那些面向？對貿易對手國產生干預和影響，以及行使該權力之後可以達成的目標與效果，進行討論與整理。

二、各國回應美國的策略層次

由於各國與美國在貨幣權力上呈現出權力不對等(Power Asymmetry)的狀態，因此各國身為國際流通貨幣的使用者，本身只能被動地回應美國的貨幣權力。但對於自身國家經濟利益的保護，基本上必然會是各國應對大國時的重要目標，所以個別國加的決策邏輯和策略，必然有著多層的考量和折衝。

而本研究為了聚焦，主要是以台灣如何回應美國的貨幣權力做為討論與分析的範疇，並且納入三個東亞國家(韓國、泰國、馬來西亞)作為台灣的對照組，以便於凸顯出台灣與其他東亞國家的特殊性和差異性。

三、經濟週期不同的層次

上述所談論的兩種分析層次，僅就行為者美國與貿易對手國進行討論，但如果我們把經濟週期的差異放進來，則是可以針對不同的經濟週期，分別討論美國的目標與貨幣權力內容，還有各國在不同情境之下的回應策略。

為了避免過於複雜，本研究簡單分為兩種情境：「景氣繁榮」與「景氣衰



退」，而且為了體現美國貨幣政策與情境之間的關聯性，我們將以貨幣政策為情境的區分標準。也就是說，「景氣繁榮」的定義就是指聯準會的美元升息階段，而「景氣衰退」就是聯準會的美元降息階段。雖然這樣的定義與美國國家經濟研究局（National Bureau of Economic Research, NBER）的定義有所差距(高見浩輔、齊藤雄太，2022)，但為了強調貨幣政策與貨幣權力之間的關聯性，因此本研究便以貨幣政策的變動為主要的定義根據。



第二節 文獻回顧與評述

由於本研究主要圍繞在「貨幣霸權」的範疇，對於貿易對手國在應對美國的貨幣權力方面進行討論與分析，因此在文獻回顧的部分，主要是以討論美國的「霸權穩定論」、「國際貨幣權力理論」，以及討論與貿易對手的「權力不對等」為理論的出發點。再來由於本研究鎖定美國與貿易對手國互動的場域在於國際金融體系之中，因此也會一併整理關於在經濟學領域當中的「傳統國際金融理論」，並回顧當年造成東亞各國在 1997 年發生鉅額損失的東亞金融風暴。

壹、霸權穩定論

本研究主要以「國際貨幣權力理論」作為理論探討的基礎，並嘗試運用此一理論觀點來與「霸權穩定論」進行對話。國際貨幣權力理論當中對於貨幣大國的分析，認為貨幣大國具有「延遲成本」的能力(Andrews et al., 2016)，而此一能力乃是源自於貨幣大國所發行的貨幣，具有全球範圍的流通性質，同時對於其他國家而言，貨幣大國的貨幣可以作為「外匯存底」的儲備貨幣。因此在這種經濟互賴的結構之下，大國的貨幣扮演著「公共財」的角色，在「計價單位」的角度上，足以作為其他貨幣的定錨準標，同時也具備「價值儲藏」的全球通用性質，可以作為外匯存底的儲備貨幣。

正是因為霸權國的貨幣具有公共財性質，所以在提供公共服務的方面，可以做為全球的通貨；但是在美國自身的利益方面，美國則是利用控制貨幣的權力，進行遞延支付、資金融通的功能。因此就大國貨幣的功能來看，實際上是可以引入「霸權穩定論」的理論觀點進行對話。霸權穩定論的五大核心論點認為(郭建中、王國臣，2013)：

1. 提供國際公共財的能力
2. 霸權國有意願承擔起領導者的責任



3. 外援戰略需具備自由主義意識形態
4. 提供國際公共財，是出自於仁慈，不是為掠奪其他國家的資源
5. 由於國際公共財具有非敵對性與不可排他性，因此很難阻止其他國家的搭便車行為

其中關於國際公共財的討論，涉及到美元在國際貨幣體系中的霸權地位和腳色，因此以下將會聚焦討論美元所具備的「國際公共財」的角色。

一、霸權穩定論觀點²

霸權國提供出實質利益給予其他國家，而且是透過「公共財」的形式進行，這代表了由霸權國所建構出的一套體系結構，讓其他國家參與其中；參與者雖然不見得完全認同霸權國的霸權地位，但是參與霸權國所建立的體系結構，卻能夠使參與者獲得實質上的經濟利益。例如在戰後的布列敦森林體系當中，資本主義的國家參與該體系，在貨幣層面與美國所發行的美元進行匯率的掛鉤，而使得自身國內的貨幣體系得以倚靠美元而獲得穩定；其次則是利用固定匯率制度來進行國際貿易，並且搭配利用美元作為貿易計價和清算的貨幣單位，這使得資本主義國家得以利用美元與布列敦森林體系，與美國直接共組成經貿貨幣的國際貨幣結構。在此一結構中，美國是霸權國，而該結構則是具有公共財的性質，美元在其中扮演著全球性的流通貨幣的角色。

但在此值得討論的議題是，對於經濟論者而言，霸權國存在的原因，乃是對於其他國家提供了經濟利益的誘因，例如安全的經貿網絡、穩定的交易市場、可信任的流通貨幣…等，所以才會有霸權國與霸權體系的存在。但是霸權穩定論者卻不認同這種經濟誘因的成因(Krasner, 1976、1985)，而認為霸權國的誕生與存在

² 此觀點最早是由 Kindleberger 所提出，Charles P. Kindleberger, *The World in Depression, 1929-1939* (Berkeley: University of California Press, 1973)；而「霸權穩定」一詞則是出自於 Keohane。可參見：Keohane, Robert O. "The Theory of Hegemonic Stability and Changes in International Economic Regimes, 1967-1977." In *Change in the International System*, edited by Ole R. Holsti, Randolph M. Siverson and Alexander L. George, 131-62. Boulder, Colo.: Westview Press, 1980.



是歷史的產物，並非一開始霸權國就有意要成為霸權，而後才提供出公共財、經濟利益給予其他國家。霸權國一開始對於安全的經貿網絡、穩定的交易市場…等公共財，本質上也是對此一結構有所需求，而且這些經貿結構也助於提升霸權國自身的經濟利益。

而這樣的論述與討論，必須要面對到一個現實問題的挑戰：當霸權國無法維繫當前的霸權運作，而必須改變體系運作的機制和條件時，其他國家是否仍然願意參與這個新的霸權體系？就過去歷史事件的驗證來看，其他國家是會願意持續參與新的霸權體系。就如同布列敦森林體系的瓦解，1971 年的尼克森震撼其實就是美國必須放棄原有的霸權體系運作機制(美元與黃金的兌換掛勾)，而隨後出現的牙買加體系、廣場協議(Plaza Accord，1985 年)和羅浮宮協議 (Louvre Accord，1987 年 2 月)，都是霸權國美國為了舒緩、擺脫自己的困境而進行國際貨幣體系的調整；而各主要與會國實質上並沒有像經濟論者所主張，面對到原有的體系運作無法提供經濟誘因，就選擇離開或是另創新的霸權體系。各國仍舊是延續著原有的霸權體系，而順應美國的要求，進行制度、機制上的調整，以便於維持原有的霸權體系。

換言之，由此可以看出維繫霸權體系運作的主要核心，並不是在於經濟利益的誘因，而是在於霸權的權力是否能夠持續維繫原有的體系運作(Gilpin, 1975)，而且正是這個霸權體系和權力運作，才得以吸引眾多的經濟資源與安定力量。

二、貨幣主導權

霸權穩定論解釋國際貨幣理論的體系結構，其分析觀點是利用國際層次，但實際上卻是忽略了對於國內因素的重視。換而言之，霸權穩定論缺乏來自於國家內部的解釋觀點，以至於對於貨幣主導權的本質，還有其權力來源也就無法進行妥善詮釋。

對一個在國際貨幣體系中具有主導權的國家，真正在使用貨幣的群體，主要



是在私人部門而不是在國家或政府單位。這就如同是在貨幣銀行體系當中的貨幣乘數觀點，貨幣乘數的存在與發生，是因為私人部門們對於貨幣產生需求，進而使用貨幣，所以才能在金融體系當中產生貨幣乘數的效果；相同的道理，在國際市場上使用與流通各種貨幣的個體，主要是在於私人部門而不是政府單位，因此對於國際貨幣權力的討論，自然不可忽視來自於私人部門的層面。

如果著眼於私人部門對於貨幣國際貨幣的使用需求，以及其可能對貨幣主導國的影響，可以分為兩個層次進行討論(Andrews et al., 2016)；其一是貨幣主導權，其二這是流動性主導權。前者所指涉的對象，是在表明某一貨幣在國際上具有：貨幣錨、交易單位和投資單位的作用。因此是就單一國家貨幣的層次來看，該國便具有貨幣主導權。而後者所談論的內涵，則是在於一個國家的中央銀行對於其他國家，或是對全球經濟、金融市場，提供短期或是長期的流動性支持，對於國際貨幣流動性的供給者而言，便是擁有了「流動性主導權」。

若我們以中國為例，人民幣在第一個層次的貨幣主導權，在現實事件方面，即是中國在 1997 年亞洲金融風暴時，曾經默許遭受金融危機的泰國和印尼，利用人民幣與泰銖、印尼盾的匯率價格掛勾，使得泰國和印尼的匯率得以獲得穩定的力量；而在 2008 年的全球金融危機中，中國大陸與東亞地區的各國，利用「清邁倡議」的機制，進行多個「貨幣互換」的簽署，確保簽約國家當面臨到資金外流的危急情況時，中國大陸得以提供足夠的貨幣進行援助。而在學術研究的方面，在郭建中、王國臣的研究中，已經證實了東南亞地區的貨幣匯率波動，其實除了是以美金作為貨幣錨之外，另外還會以人民幣作為地區性的貨幣錨，以便於維持自身貨幣價格的穩定性。

當然，中國近期也積極推動與週邊國家的貿易結算，改以人民幣進行計價與結算；過去主要都是在東南亞地區推行，而最近已經有媒體報導在石油貿易方面(明報新聞網, 2017；新華網, 2017)，沙烏地阿拉伯將會改以人民幣進行石油貿易的結算。由這些案例可以清楚地看出，人民幣目前在東亞地區的「貨幣主導權」已經相對穩定，其貨幣錨的角色和責任也比同一地區的日圓還要來得更為重



要；而人民幣國際化目前主要發展方向，也是同樣要推進「貨幣主導權」的影響力，使得其他國家也能夠接受人民幣作為貿易之用。

但是在相對來看，雖然在 97 年東亞金融危機之後，已經建立起清邁倡議(CMI)的機制，日本和中國可以在必要的時刻向東南亞國家提供流動性的支持(李文志、張珈健，2005)，但實際上中國也另外與周邊國家個別簽訂了貨幣互換機制，而所有換匯協議的總和已經高達 4900 億美元(聯合新聞網，2017)，看似已經具備「流動性主導權」的權力，但實際上在 2008-09 年全球金融海嘯時期，並沒有真正有國家發動請求權，向中國要求流動性支持，從當時的數據與政策執行方面，難以斷定中國是否真的具有承擔「流動性主導權」的能力，至多只能確定中國有這樣的意願來提供協助。不過到了 2021 年底，中國與其他國家的貨幣互換協議的規模已經超過 4.2 兆人民幣(宋科，2023)，近期也有阿根廷根據貨幣互換協議向中國申請動用資金，顯示出中國已經具有承擔流動性供應的責任和功能。

貳、國際貨幣權力理論

由於本研究的理論架構，主要是建立在「國際貨幣權力理論」之上，並嘗試引入「新現實主義」的觀點與貨幣權力理論進行對話，因此在本章節主要是整理並取用國際貨幣權力理論的重要部分，並且討論在當前的國際貨幣體系中，所存在的霸權結構。

之所以要討論「國際貨幣權力」，主因乃是在於當前的國際貨幣體系中，確實存在「貨幣權力不對等」的現象，貨幣大國(如：美國、英國、歐元和日圓等國)具有貨幣政策的外溢效果，因此這些貨幣大國的貨幣政策，並不完全僅限於國內政策的影響力，甚至可能會間接影響到其他國家的金融穩定。例如美國聯準會的升息效果，將會吸引國際熱錢回流美國；反之降息或是 QE 政策的影響，將會導引熱錢流向新興市場，造成小國內部的金融不穩定。

其次，美元所具備的國際貨幣體系中的霸權地位，實際上可以提升美國從國



外獲取財富的能力(Andrews et al., 2016:101)。此處所指設的「獲取財富能力」有兩個層次的意含：首先是在於外國商品的生產者，利用自身產出的商品來跟美國交換美元，因此外國廠商貨得了美元，而美國則是得到了商品來進行消費。從某個程度上來看，這等於是美國利用美元進行借貸行為，因此美國本身得以透過美元在全球流通的特殊地位，以此獲得強大的借貸能力。

除了以「獲取財富」的觀點討論美元所享有的霸權地位之外，另外還可以從貨幣數量的政策角度進行討論。對於美元的持有者而言，獲取美元的代價是透過「價值的交換」的形式獲得美元，也就是不管是以販售商品或是貨幣交換的方式，都是因為相信美元本身存在相當程度的價值，因此願意持有美元。但是對於美國政府來說，控制美元貨幣政策的聯準會，卻是可以透過寬鬆的貨幣政策，來削弱流落在市場的美元價值。就如同「通貨膨脹稅」(Inflation Tax)的概念一般：當在一個國家之內，政府大量印製貨幣時，將會使得原本在國民手上的貨幣，其所擁有的購買力價值下降，而消失的購買力則是轉移到了新印製的貨幣身上；政府此一掠奪民眾購買力的過程，就如同向民眾課稅一般，因此被稱之為「通貨膨脹稅」。

因此將同樣的概念應用在美元身上時，就可以看到美國聯準會所擁有的「通貨膨脹稅」權力，透過美元的全球地位而向全球的美元持有者課稅。而且對於其他國家來說，美元做為全球通行的外匯儲備貨幣，實際上其他國家的央行並無法對於聯準會要實行寬鬆政策時，進行反制或是反對。「美國政府在行使無約束的印鈔權力，而其他國家無法(已難以接受的儲蓄成本)拒絕而只能選擇接受。」(Andrews et al., 2016:102)。

除了無法抗拒美元的寬鬆政策所帶來的負效用—價值減損之外，其次，美元的全球流通地位所能夠發揮的另一個權力效果，便是讓美國對於貨幣政策的偏好能夠透射、影響到其他國家。蘇珊史翠菊認為這種政策偏好的投射效果，「使得其他國家別無選擇，只能透過調整自己的利率和國能政策來適應這種變化」(Andrews et al., 2016:102)。換而言之，多數國家面對到美國在貨幣政策上的改變



時，普遍性的做法是跟隨美國的政策方向，而不是選擇對抗美國的方向。

但是隨著 2008 年的全球金融海嘯在全世界的肆虐，各主要已開發國家遭遇到嚴重的經濟衰退，就如同歐元區的衰退程度甚至引發 2010 年的「歐債危機」；在這次的經濟衰退過程中，實際上可以看到貨幣大國之間已經出現排擠效果，日本、歐元區和英國不再像是 1985 年時的軟弱，對於歐英日而言，拯救自己國內的經濟表現也是相當重要，而不再只是單方面順從美國的政策偏好。

所以相繼在美國之後，歐元區、日本和英國也接連推出自己版本的量化寬鬆政策，而且歐元區和日本甚至加碼到「負利率政策」，竭盡所能地利用貨幣政策的各種可能性來挽救經濟。因此當前的國際貨幣權力結構，雖然美元還是擁有特殊的中心地位，但各貨幣大國之間也逐漸改變此一現象，並不再是以美元為唯一的中心結構，縱然此一改變仍舊相當緩慢。

參、引入不對等觀點於貨幣權力理論之中

本研究之所以引介新現實主義來討論國際貨幣體系議題，其主要的著眼點有兩個層面：其一是在於新現實主義奠基於古典現實主義的理論，兩者同樣對於透過「體系結構」來解釋現象具有特定偏好，而本研究正是希望對於當前國際貨幣體系進行詮釋與分析，後者案例的運行體系正好適合新現實主義的分析框架。

其次，新現實主義強調權力的價值屬於工具性，而非目的性，意即國家會利用權力在特定範疇或某一議題上發揮，使得國家利益得以增加；而且權力大小與其影響程度，將會形成國際互動裏頭的序列關係，因此可以很明顯地畫分出權力階級，以及權力使用與分配的變化。

正是因為有上述兩個特點，使得本文接下來將引入新現實主義，尤其是小國在面對大國權力的逼迫時，小國如何進行選擇？而如果此一選擇邏輯轉引到國際貨幣體系的議題上，則是能夠更清晰地看到小國央行所面對的策略選項以及應對行為。



一、新現實主義的小國行為

當小國在面對到來自大國的威脅時，³新現實主義在傳統上認為小國具有兩個主要的回應選擇—抗衡(bandwagoning)、扈從(balancing)，前者代表小國增強力量來抵抗來自外部的壓力，而後者代表小國順從外部壓力；之後陸續有許多學者的討論，則是擴大了小國所能抉擇的選項。例如：小國可能還有「躲避」(hiding)與「超越」(transcending)的選擇(Schroeder,1984)；或者是可以選擇「不結盟」(nonalignment)。

以往在討論小國的策略選擇時，會設定大國的威脅層次是具有危害到小國的存續發展。但實質上在國際貨幣體系當中，大國的目標中並不存在全然殲滅一國的企圖心和目標，大小國在互動之中，主要的互動場域是在金融市場當中。大國的貨幣具有全球範圍的流通性，因此可以做為全球的定錨貨幣，這同時也是作為國際貨幣體系中的公共財之用。但小國僅就「參與者」的角色，決定是否跟隨大國貨幣進行定錨？或者是透過該國央行的力量進行貨幣調控。

換言之，不論是大國或是小國，在國際貨幣場域當中互動的主要目的，皆是為了獲取經濟利益而來(趙文志，2008:57-63)，大國的貨幣雖然提供給全球作為公共財之用，但實質上大國可以享有通貨膨脹稅的利益，⁴同時也具有向全球進行資金融通的功能。⁵而對於小國來說，參與國際貨幣市場的主要目的，是為了吸引海外資金的進入，藉以提振國內的經濟成長動能；同時藉由央行對於貨幣匯率的調控，賺取國際貿易的經常帳順差。

³ 部分的討論會設定前提為：此一威脅涉及到小國自身的安全和生存。

⁴ 通貨膨脹稅：*Inflation Tax*，又稱為「鑄幣稅」，由於政府新印製的貨幣，降低在外流通的貨幣購買力，等同於利用通貨膨脹的效果來向人民課稅。

⁵ 此處所謂的資金融通，指涉的是大國央行自身並不需要有外匯存底，而可以利用新增貨幣的發行數量，取得新增貨幣的價值，此一作法形同是其他國家借貸資金給大國使用，而換取大國的新增貨幣。



二、新現實主義在貨幣權力理論的適用

從新現實主義的觀點來討論貨幣權力理論時(李俊毅、羅至美，2010:89-90)，首先可以確定的部分是不論大國或小國，皆以經濟利益為主要目的，差別則是在於小國關心的經常帳和資本帳的流動、順逆差情況；而大國則是著眼於全球性通用貨幣的霸權地位，因為具有全球流通性的儲備貨幣，可以使得貨幣大國獲得全球性的資金融通，以及項持有者課稅的功能。

因此，貨幣大國的貨幣權力，若是依照新現實主義的觀點來看，應當就如同 Waltz 所認為：「權力本身並不是目的，而是實現國家利益的一種手段」(Waltz,1979:74)。而貨幣大國在承擔全球性的流通貨幣、儲備貨幣的責任時，其實就是在提供全球性的公共財，貨幣大國有義務要讓其他國家相信這個貨幣是有價值存在，而且是足以對抗市場風險與地緣政治的風險；意即，大國有責任要維持世界經濟和政治秩序的穩定發展。

但是當大國自身的經濟表現開始衰退時，此時大國所肩負責任可能無法完全落實，甚至是為了自身的利益著想，進而不顧小國的利益，採取「以鄰為壑」的貨幣政策，(趙文志，2011：156-162)損害小國利益的同時，也損害自身貨幣所具備的公共財功能。換言之，當大國肆意揮霍自己身為貨幣大國所具備的貨幣權力時，在短期之內，貨幣小國可以選擇「抗衡」或是「扈從」兩種策略，但不管是哪一種應對，在本質上都是給予大國相當的經濟利益；至於長期來看，小國可以選擇改變追隨不同的貨幣大國，改變自己貨幣的定錨對象(郭建中、王國臣，2013:147-202)，甚至是改變自己外匯儲備內的貨幣組合。

肆、傳統國際金融理論

一、三元悖論（impossible trinity）

歐元之父—羅伯特孟代爾（Robert A. Mundell）在 1960 年代提出對於「國際



金融」匯率的決定理論—三角難題理論（The Impossible Trinity，又稱為：三元悖論），該理論在 1999 年被美國學者克魯曼（Paul Krugman）整理成為「永恒的三角形」（The Eternal Triangle），依據孟代爾原始的說法，面對國際金融市場上的資本流動，一個國家對其管理的選擇可從三個方向進行：

- (1) 固定匯率
- (2) 獨立的貨幣政策；
- (3) 資本自由流動；

而這三者無法同時兼顧，因此只能選擇其中兩項，放棄另外一項，因為：

1. 選擇（1）與（2），代表這個國家不願見到匯率波動，以及不想讓自己的貨幣受到外部因素干擾，但是開放資本的自由進出，會讓匯率產生上下波動，倘若國家要維持固定匯率，就必須透過貨幣政策進行控制、沖銷，如此一來，貨幣政策就不具有獨立性，而是會受到資本進出影響，所以選擇（1）與（2），勢必要放棄（3）
2. 選擇（2）與（3），也就是接受資本自由進出，但是又不讓國內的貨幣政策受到資本進出影響，所以國家不能出手干預資本，這也就意味著必須要放棄對於匯率的管控，讓匯率自由波動，所以選擇（2）與（3），勢必要放棄（1）
3. 選擇選擇（1）與（3），國家的匯率必須要維持固定，但是又希望資本能夠自由進出，這會造成對於匯率的波動，因此國家必須要透過貨幣政策進行匯率的沖銷，以維持匯率，但對於國內而言，貨幣政策就會受到影響，不具有獨立性，所以選擇（1）與（3），勢必要放棄（2）。

上述所談論的國際金融理論，是單純從經濟學的視野進行回顧，但是回到國際政治經濟的範疇，一個國家對於匯率、資本、貨幣的政策選擇，必然有其國內外的政經因素需要進行考量。所以拉回到本研究的問題意識，當東南亞國家為了能夠吸引外國資本進入國內，補足「國內資本不足」的經濟困境，因此在參與國際分工體系之後，選擇「開放資本帳」作為政策搭配；但是當開放「資本帳」之



後，從東南亞國家的央行立場而言，自然存在「三元悖論」的困境，因為央行「開放資本帳」即是同意讓資本自由進出，這自然形成央行必須要面對「固定匯率制度」與「獨立的貨幣政策」二選一的抉擇狀態。

而回顧比 1997 年更早之前的國際金融環境，在 1985 年廣場協議（Plaza Accord）之後，美元相對於其他國際主要貨幣，進行了大規模且長期的貶值，美元在短短 2-3 年之內，相對日圓、西德馬克貶值了 50%以上的程度。正是因為存在這「美元長期走貶」的趨勢，使得東南亞國家（如：泰國）在 1985 年之後，選擇放棄「獨立的貨幣政策」以作為搭配「開放資本帳」的相應配套制度。東南亞國家選擇加入世界分工體系做為發展經濟的主要途徑，「固定匯率制度」可以降低匯率風險，並且跟隨美元貶值趨勢，增強自身商品的出口競爭力，但同時也種下未來「引發劇烈通貨膨脹」的可能性。

「開放資本帳」的效果，意圖在於吸引國外資本進到國內，補足國內資本短缺的困境；但若是國外資本大量進入國內，將外幣兌換成本國幣之後在國內流通，形同國內的通貨發行量變大。另一方面，由於美元長期貶值的趨勢，若是堅持「固定匯率制度」的結果，形同本國幣追隨美元貶值，此舉雖然可以刺激國內的出口競爭力，但是以美元計價的國際原物料商品，反而會因為美元貶值而造成原物料價格上漲，結果就是推升國內進口商品的物價變高。「通貨發行量變大」與「進口物價變高」的雙重影響，正是容易造成「劇烈通貨膨脹」的溫床。

所以在「開放資本帳」之後放棄「獨立的貨幣政策」，從經濟層面來看，不但會使得國內的通貨膨脹變成星星之火燎原；而從政治權力的角度來看，既然開放資本帳已經是既定的政策，而「固定匯率政策」又是配合經濟快速發展不可缺少的配套，因此最終結果便是央行放棄自己對於貨幣政策管理的獨立性，所以造成當國際資本流動進出，但泰國央行無法有效管控的狀態出現。

由上述的歷史回顧與分析，「三元悖論」的理論框架確實可以提供給分析者一個相當有用的思維模式，由此可以從國際經濟金融環境與國內政經社狀態進行思考，嘗試回推中央銀行所認知到的國內外環境狀況，以及它對於所欲追求的戰



略目標究竟為何？

二、國際資本流動

東南亞國家從 80 年代開始的經濟起飛，一直到 1997 年的亞洲金融風暴，其中對於東南亞經濟發展、央行貨幣政策選擇具有影響力，甚至是引爆金融危機的燃點，都是「國際資本」在跨國、跨境移動所產生的影響效果。而在 2009 年開始施行的 QE 政策，對於國際政治經濟的改變與衝擊，也是透過「國際資本移動」所展現出現。因此本研究試圖釐清國際金融環境對於央行決策的影響力，自然必須著眼於「國際資本流動」，以此作為分析和討論的切入點。

最早期的國際資本流動理論，是著眼於「海外投資」的角度，所以是屬於先進國家對於後發國家的一種投資行為，由 1960 年的美國學者麥克杜格爾（Mac Dougall）提出「麥克杜格爾模型」，在自由化的前提假設之下，資本將會從資本要素剩餘（或是資本要素價格低）的國家，流向資本要素短缺（或是資本要素價格高）的國家，所以資本流動的結果，便會造成國際分工體系的建立，使得各國之間的資本要素價格趨於一致。

但是上述的模型設計，顯然沒有對於「資本」內涵進行分類與探討，所以另外兩名經濟學者錢納理（H. B. Chenery）與布魯諾（M. Bruno），發展出了「兩缺口理論」（Two Shortage Model），認為發展中國家存在兩種缺口：儲蓄缺口（Savings Shortage）、外匯缺口（Foreign exchange Shortage），就是「儲蓄不足」與「外匯資金不足」，所以需要透過 FDI 的資金流入，彌補這兩個缺口，此一理論的最佳例證，便是東亞國家在冷戰時期，一開始事先透過美援及 FDI 進行基礎建設，之後再透過出口依賴的政策大量賺取外匯，彌補資本缺口。

但是上述理論只處理了關於 FDI 性質的國際資本移動，然而就另外一個層次的國際資本（證券投資，以下簡稱為：熱錢）的部份，則是沒有進行相關的討論，所以我們在此要透過最基本的國際金融理論：利率平價理論（Interest rate



parity, IRP), 來進行這方面的分析。利率平價理論主要是在說明 (孫定東, 2010)，當兩國之間不存在貿易障礙或是交易成本，國內外的投資者會將「本國債券」與「外國債券」是為完全替代的資產商品，因此考慮雙方的利率與匯率之後，可以得到以下的計算公式：

$$r = r_f + (dE/E)$$

上述的公式代表：「本國利率=外國利率+匯率變動率」，國際熱錢的流動就是透過「匯率變動率」加以表達；但很明顯地，若是從國際政治經濟學的層次來觀察，以數學公式所呈現的國際資本流動，只是單純就經濟利益的數字進行考量，而沒有考慮到國際之間的政治權力影響，國際政治經濟學正是可以弭補這部份的缺失 (Caporaso and Levine, 1992)。而就本研究而言，對於「國際資本移動」的理論性解釋，一部分可以透過經濟學理論加以解釋，但綜觀現實，仍然存在國際資本對於個別國家政治經濟環境的考量，以及個別國家的政經制度和金融體系，對於國際資本移動所發揮的影響力。

因此，本研究可以透過數學公式的思維做為出發點，並且納入「國際政治經濟」所能加以解釋的部分，例如將「政治力量的影響」納進「國際資本移動」的決策過程的變數當中，這對於當前國際上充斥著熱錢流動 (Rajan, 2010)、全球金融一體化的現象而言，確實有朝此一方向發展與研究的必要。



伍、個案層次：亞洲金融危機

1997 年的東亞金融危機距今已將近 20 年，在這 20 年當中，對於當初東南亞何以產生這場區域性的金融危機？學界已經有所定論，以下將區分為數個層次進行討論與整理（許文英，1999；金榮勇，1998）。

一、經濟發展動能層次：出口導向

依據世界銀行（World Bank）出版稱許「東亞經濟奇蹟」的報告（World Bank, 1993），還有保羅克魯曼（Paul Robin Krugman）對於東亞經濟發展的批評（Paul Krugman, 1994），雖然兩者對於東亞地區在 1980-90 年代的經濟發展的立場有所差異，但是從兩者的立論當中，可以清楚發現到，東亞地區的經濟發展動能，就是依靠「出口導向」做為經濟成長的主要引擎。

此一發展架構，就如同二次戰後的「雁行理論」（The Flying-geese model）所論述的內容：日本將產業有目的性、次序性的向外遞移，而東亞四小龍接續日本之後，東南亞地區則是接續四小龍之後；換言之，日本、東亞四小龍的經濟發展經驗，已做為東南亞地區的發展模式。

因此，戰後東南亞地區的經濟發展，一方面是在「雁行理論」的安排和規劃之下，有計畫性地承接來自東亞四小龍、日本的產業，以及在繼承這些外移的工廠、技術之後，透過前者的發展路徑，運用東南亞地區所具備的人力資源、原料資源，進行商品生產的發展模式。東南亞地區所生產的產品，其最終的消費市場鎖定在已開發國家的成熟市場。

另一方面，由於承接日本的發展經驗與路徑，並且將產業與產品的目標客群鎖定在已開發國家，這在一開始的經濟發展結構上，必然是倚靠出口做為經濟成長的動能；並且根據 Krugman 的研究，東南亞國家的生產效能並不足以提供這些出口外銷產品足夠的「附加價值」，換言之這些出口產品對於東南亞國家而言，其所能賺取的價值僅是勞動力的加工生產價值，其比重僅占產品銷售價格相當低



的比重。這樣的產銷劣勢，造成東南亞國家必須透過其他政策進行干預和調整，才能維持經濟成長動能，以及加以扶持和保障出口利益，例如：固定匯率制度。

二、匯率制度層次：固定匯率

正因為在國家經濟發展的模式上，複製了東亞四小龍和日本的經驗—以出口導向為主體，因此在相關的配套制度上，就必須以出口順差為核心思維。以泰國為例，1984 年 6 月起，泰國利用「固定匯率制度」將泰銖和一籃子貨幣進行掛勾，其中以美元占了 80-82%的權重，形同是將泰銖和美元掛鉤。此一匯率掛勾效果在 1985 年的「廣場協議」之後，因為日圓大幅升值，美元則是反方向進行貶值走勢，使得泰銖也因為固定匯率制度與美元掛鉤，一同朝著貶值的趨勢進行波動。

而受惠於美元貶值和「固定匯率制度」的綜合影響，從 1985 年之後泰國的出口貿易持續暢旺，製造業出口比重不斷增加，超過總出口量的 50%，而農業出口比重下滑，同時也帶動了國內總體經濟的快速成長，從下表可以看出泰國在 1995 年之前的 GDP 快速成長，每年都是超過 8%的增長幅度。

正所謂「水能載舟亦能覆舟」，在「固定匯率制度」之下，雖然泰銖跟隨美元在廣場會議之後的長期貶值趨勢，因而享有了長期的大額經常帳順差（即出口順差）和經濟快速成長（許文英，1999；Hill,1998）。但是在 1995 年之後，美元的貶值趨勢開始反轉為升值趨勢，掛勾美元的泰銖自此也被迫進行升值，單純就匯率升值的效果來看，必然會損傷其出口順差、總體經濟成長；再加上「雙重錯置」當中第二層次的錯置：「借入外幣、買入本國貨幣」，所發揮強化本國幣升值的效果，因此在 1995 年之後，泰國的經常帳轉為逆差並且擴大，同時間 GDP 成長率也大幅滑落。

從制度面進行分析，由於 1985 年之後的匯率掛鉤和美元貶值，造成經常帳和經濟成長表現得以出現耀眼的成果；但此一效果並不能完全代表「固定匯率制



度」是完美的匯率制度，特別是對於開發中國家而言，既然是承接東亞國家和日本的發展模式與產業轉移，而完全依賴出口導向做為經濟發展重心，當中最大的問題：

附加價值低落，並未能在 1985-95 年間顯現出來，因為受惠於掛勾美元且美元貶值的雙重效果，經常帳與經濟表現的亮眼成果，完全掩蓋住東南亞國家在「雁行理論」下所存在的「附加價值低落」問題。

但是當美元開始反轉走強，泰銖的「固定匯率制度」不但不能如同以往地發揮幫助出口的效果，反而更因為美元的持續升值，造成泰銖被迫升值，進而間接打擊到泰國的製造業出口，此時就凸顯出泰國製造業的困境：附加價值低廉無法使得泰國產品在海外市場上銷價競爭，因此只能忍受經常帳大幅度擴大逆差。

三、國外金融體系：資本帳開放與國際資本流動

當一國的經常帳出現逆差時，此時政府為了保持國際收支的平衡，可以從兩個層面進行干預，其一是從經常帳逆差的原因進行調節，其次則是從非經常帳的其他帳戶進行調節。誠如上一小節所分析的狀態，因為泰國在匯率制度上已經是採取「固定匯率制度」，這使得泰銖的匯率沒辦法透過央行政為的方式進行干預，換言之在經常帳的逆差方面，此時的泰國已經無法透過泰銖的匯率進行調解。

在一般自由浮動的匯率制度之下，經常帳逆差代表該國的進口金額大於出口金額，因此才會出現貿易赤字的逆差狀態，央行多半可以透過人為干預的方式將本國貨幣的匯率價格趨向貶值，使得本國貨幣購買力降低，減低進口金額，而且貨幣貶值又能提升出口商品的價格競爭力，有助於增加出口值。如此一來一往的效果下，自然能將貿易赤字降低，使得經常帳由逆差狀態轉為平衡或是順差狀態。



因為受限於「固定匯率制度」而無法在泰銖的匯率價格上進行人為調節，所以政府的政策手段變成只能從「非經常帳」的層面進行干預，也就是利用利率政策、產業政策...等方式，吸引國際資金進入國內，使得資本帳或是金融帳方面能夠出現順差的狀態。如此一來，對於泰國的整個國際收支帳而言，雖然經常帳呈現逆差，但是在資本帳（金融帳）上呈現順差，兩者加總起來還能夠維持國際收支的平衡或是小幅逆差。

另一方面，開發中國家在進行基礎建設和投資建設時，經常會遇到的狀況是國內資本不足的困境，因此需要倚靠 FDI（外國直接投資）作為補充國內資本的主要來源。而當泰國面對開發中國家資本短缺的困境時，也是同樣採取各種鼓勵政策來吸引外國資本進入泰國；為了達成「吸引資本」的目標，在 1980 年代末期便開始開放資本帳移動，首先是建立起離岸金融，針對國內特定金融機構開放能進行外幣形式的存貸款，其次則是允許非本國居民開立銀行泰銖帳戶，並可以進行存貸款。

當泰國允許其資本帳戶可以自由移動之後，國際資本就容易在泰國進出（金榮勇，1998），特別是在 1994 年之後，泰國為了平衡經常帳日益擴大的逆差，便選擇透過增強國際資本流入的誘因，吸引更多的國際資本進入泰國，其目的除了是為了補充國內進行投資開發和基礎建設的資本不足之後，其第二層考量則是為了在資本帳上創造順差的盈餘狀態，藉此平衡貿易赤字所帶來的經常帳逆差。

為了強化吸引外國資本的誘因，泰國所採取的方式是提高基準利率，利用多次提高利率的政策手段來吸引國際資金流入，這使得泰國在 1996 年所訂出的 13.25% 的年利率已經是東南亞地區的最高利率。高利率另一方面的優點，則是使得早先已經進入泰國的國際熱錢，如果是抱持著炒作股市和房市的目的而來，就必須付出相對高的成本才能夠取得炒作的資金，這對於抑制國內的資金炒作而言，固然是一個重要的考量。

但也正是因為泰國在利率政策上採取緊縮手段，調高利率雖然有助於打擊國內資金炒作、吸引外國資本，但最大的傷害是發生在國內的企業身上，借貸利率



的提高使得國內企業無法負擔，特別是在面對出口嚴重衰退的情境之下，泰國企業早已經營困難，但又面對到國內日益升高的利息成本，為避免雪上加霜的雙重困境，因此泰國企業選擇從海外貸款，這進一步使得泰國的外債金額逐年增加。

而且對於國內消費和投資來說，高利率直接打擊到的是國內消費力道與投資力道，國內的總體經濟情勢已經無法負擔高利率的狀態。



第三節、研究途徑、方法與章節安排

為了比較出應對外部環境所推行的「量化寬鬆」政策，其東南亞各國中央銀行所採取的貨幣政策有何差異？本研究試圖透過質化研究與量化研究的兩種研究途徑，進行相互印證與對照。首先在質化方面，主要採取「歷史制度論」（Historical Institutionalism）的研究途徑，並且搭配「最大相似系統設計」（Most Similar System）的研究方法。

其次則以「政治景氣循環理論」（Political Business Cycle Theory，以下簡稱為PBC）作為第二軌的研究途徑，並搭配「量化研究」作為處理數據的研究方法。透過上述兩個研究途徑的相互佐證，藉以尋求本研究所鎖定的研究對象國在每一段的景氣循環週期當中的跨時間、跨國的差異性比較。

壹、研究途徑

利用「歷史制度論」的研究途徑，主要是聚焦於「制度」的改變，特別是因為權力結構的變遷，形成特定時間點上的制度變革，這將造成原有的制度產生「非預期性的改變」，而原有制度和權力結構的互動結果，也會使得改變後的制度具有「路徑相依」（path dependence）的特性存在（黃宗昊，2010）。對於本研究而言，影響到貿易對手國在貨幣權力方面回應美國，其貿易對手國決策模型的可能變項，本文簡化為三種：合作、非合作與避險。

而本研究所關注的焦點，固然是鎖定在台灣與其他東亞國家的決策選擇，但因為貨幣政策的決定，透過匯率、利率可以影響到整個社會經濟的運行，因此當整體國家社會的政經運行、制度結構受到外國政經影響或是國內權力分配而發生改變時，央行都是需要透過貨幣政策加以回應，方能穩定國家內部的金融環境和運作。因此本研究必須處理在兩種經濟條件完全不同的情況之下，台灣對於美國貨幣決策的影響力。面對真實世界（而非數理模型世界）的歷史事件，歷史過程所具備的時序改變，還有政治經濟權力不對等的條件下，美國與台灣、東亞國家



互動所產生的影響，正是「歷史制度論」所能處理的研究主題（陳婺郁，2014；蔡相廷，2010；黃靖，2009）。

甚者，本研究透過回顧歷史事件的爬梳和整理，其重點是在於追求「影響央行政決策的因子」的精確性（Skocpol T, Pierson P, 2002）。政治權力的不對等，經濟環境的偏差，還有社會結構差異…等因素，都是影響小國在制度面運作的可能變項，因此透過「歷史制度論」的分析途徑與框架，正好符合本研究設計中對於尋找自變項的需求。

至於在第二軌的研究途徑—「政治景氣循環理論」，傳統的討論層面主要分為兩類(王鼎銘，2006；傅彥凱，2002；黃上紡，1995)：投機性政治景氣循環(Opportunistic Political Business Cycle Theory)與黨派性(Partisan Political Business Cycle Theory)，其核心工具都是利用「菲力普曲線」(Phillips Curve)所提出的「失業率—通貨膨脹」之抵換關係，研究政治權力如何在不同的時間點中，為了應對經濟環境所呈現出來的狀態，因此透過政治力量、政策應用，對於經濟環境做出干預行為，進一步影響到民眾對於執政的態度與好感度。

「投機性 PBC」主要是以執政者為討論對象，認為執政者為了追求在選舉中勝選，會在選舉期間刻意追求短期的經濟成長亮眼，因此偏好採取擴張性的政策，其經濟狀態將會是「失業率下降，但通膨增溫」；至於在非選舉期間，為了消弭之前所採取的擴張性政策所引發的負面效果—通膨增溫，所以會改採緊縮性政策，藉此打擊通膨，但代價則是失業率提高，景氣表現下滑。

Hibbs 在 1977 年所提出的「政黨性 PBC」，雖然同樣是以「失業率—通貨膨脹」之抵換關係作為應變項，但是在自變項的部分，則是認為不同意形態的執政黨將會偏好不同的抵換條件；高所得民眾為構成基礎的政黨，將會偏好「低通膨—失業率偏高」的狀態；而下階層的低所得民眾，其所屬政黨則是傾向於「低失業率—通膨偏高」的狀態。不同屬性與意識型態的政黨，在執政時將會對於經濟干預產生明顯呈現不同的偏好。

之後學界對於 PBC 的延伸與討論(王鼎銘，2006；曾憲朗、簡文政，2002)，



其一是取樣變數的擴大，以便於論證「政治景氣循環」的存在性；例如本文所欲關注的央行決策，則是納入「貨幣供給、貨幣供給率、利率、存款準備率、重貼現率…等」。其二則是對於「為何沒發生政治景氣循環」的解釋，這就是從反面來論證何以「政治景氣循環」不會發生？第三個延伸是新增更多的研究對象，從原本的高度發展國家，擴張到將新興工業化國家、開發中國家也一同納入樣本之中。

故此，從當前 PBC 的研究趨向來看，運用該理論的研究途徑來分析東南亞國家，正符合「政治景氣循環理論」的發展方向：其一是東南亞國家除了新加坡之外，其餘皆是開發中國家；其次則該區域的政治體制運作，從軍事統治的泰國，到民主化程度高菲律賓、印尼，依照「民主化發展」的標準來看，該區域具有極大的差異性，因此正好能以「民主化」程度作為「政治景氣循環」的其中一個自變項。

貳、研究方法與設計

而在研究方法與設計的部分，本研究所使用的「最大相似系統設計」，「最大相似系統設計」的最佳優點，便是把各種重要變數做為控制不變的變項，而在保持其最大相似的情境之下，將可以比較出自變項進行改變之後，所帶來的應變項變化效果。

首先要確認兩相比較的個體是具有可比性。本文比較的項目主要分為有兩個層次，第一個層次為同國但不同時間，也就是同樣都是我們所選取的樣本國，但是我們依據美國聯準會所發佈的貨幣政策屬性，區分為「升息循環週期」與「降息循環週期」，因此本研究比較的對象，就是相同的樣本國拿來比較，但是身處不同的時間段的景氣狀態，例如從 2000 年以來，美元的循環就歷經了完整的三次升息循環與完整的兩次降息循環，所以從理論上來看，身處同樣經濟背景條件中的台灣與東亞國家，由於其差異性僅在時間方面，因此自然具有可比性。



第二個層次則為跨國比較層次，為了減少樣本國之間的差異性，因此本研究選擇了若干東亞國家做為樣本來源，並且考慮了 GDP、人口規模、人均 GDP…… 等經濟社會環境的條件之後，選擇出本研究的樣本國。正因為考量上述所列各點，因此挑出這幾個國家做為樣本，其政經狀況與社會條件具有極大的相似性，同時也因為身處在同一區域，其所面對到外部環境與影響也極為近似，可以滿足「最大相似系統設計」的要求。

由於「最大相似系統設計」的核心理念，是要「同中求異」，換言之針對本研究所提出的問題意識，要比較東亞小國在兩種不同的經濟背景條件(升息與降息)下，面對到掌握美元霸權的美國，接受到美國施展所擁有的「貨幣權力」，並與各國互動，使個別國加做出最符合自己的策略選擇。

總的來說，可以透過下表的對比，清楚看出本研究利用「最大相似系統設計」，所要找出的自變項和差異因子，對於東亞國家所產生的應對決策差異。以上一小節所做的文獻回顧，確認各分析層次的操作變數項目。接著透過時間序上，美國所能夠發揮的不同類型的「貨幣操控」與「貨幣權力」之影響力，作為本研究的「自變項」；而本研究所選取的樣本國家，其回應美國「貨幣權力」的應對政策則是作為「應變項」，分析其決策邏輯。尤其是在於取樣國家，其經濟規模和發展程度具有同質性，並且在地理區域方面也是具有相鄰性。

表1-1：篩選邏輯與保留樣本

篩選階段	篩選標準	保留樣本	剔除國家
1	東協國家	東協十國	
2	民主國家	菲律賓、印尼、馬來西亞、泰國、新加坡	汶萊、越南、緬甸、柬埔寨、寮國
3	開發中國家	馬來西亞、泰國、菲律賓、印尼	新加坡、
4	人均收入較高	馬來西亞、泰國	

資料來源：本研究自行整理

至於在東北亞地區，本研究則是另外選取的台灣和韓國，作為較先進開發的



代表，韓國早已加入 OECD，而台灣則是在近年人均所得突破 3 萬美金，顯示出這兩個國家都具有相當程度的經濟競爭力；而且日常當中，眾人也普遍把台灣與南韓進行各方面的相互比較，這也反映了兩國之間具有相當的同質性與可比性。因此本研究最終選取了台灣、韓國、馬來西亞與泰國，作為以下討論的樣本國。

參、章節安排

本研究所規劃的章節安排，第一章部分主要是在處理研究背景、釐清本文的問題意識、研究方法，以及針對可能討論的相關概念，進行文獻回顧。誠如本研究計畫前述所提及的內容，本研究區分了兩個討論層次來分析決策，而近期的學術文獻當中，對於「貨幣權力」概念下的非霸權國的應對決策行為，尚未有大規模的討論與研究；尤其是在於 1997 年亞洲金融風暴之後，文獻關注焦點多半是在於東亞地區的經濟貿易整合，而缺少關於金融體系、貨幣政策決定方面的探索。因此本文將從以下的研究章節中，試圖利用國際政治經濟學的思維和研究方法來補足這部分的空白。

第二章：美國的貨幣權力

從第二章開始，本研究開始進入「貨幣權力不對等」的分析範疇之中，因此在第二章所要處理的核心概念，就是關於「大國如何行使『貨幣權力』？」在現實世界當中，此處的大國就是指美國，而美國所掌握的貨幣權力，便是指美元所享有「貨幣霸權」地位，以及美國可以透過美元所展現出來的貨幣權力。

所以在第二章的各小節裡頭，一開始是針對於「貨幣權力」進行概念界定，主要是透過「結構性權力」以及「霸權穩定論」的角度出發，透過四種結構性權力，以及美元在二次戰後所發揮的「公共財」效果，釐清美元在享有貨幣霸權的地位之後，究竟掌握了何種貨幣權力，並透過何種場域或是途徑發揮其權力的影響力。進一步再引入美國與貿易對手國的互動模型，開始討論美國對貿易對手發

揮貨幣權力時，究竟會展現出何種「貨幣操縱」的類型？

而在第二章第二節，則是回歸到歷史脈絡當中，從二戰之後的布列敦森林體系開始，順著歷史演變討論美元在享有貨幣霸權之後，整個國際貨幣體系與美元的貨幣權力是如何演變到現今的狀態？

而第三小節則是進入本研究的假設情境之中，以美元的強勢/弱勢的變化進行動態分析，首先是劃分為五種不同的經濟情境，進而比較掌握美元發行權的美國聯準會，在面對到不同的經濟情勢時，如何引導美元發揮其貨幣霸權的地位與權力，並以此獲得美國所想要達到的經濟利益。

最後在第四節中，則是討論美國如何利用美元貨幣霸權的地位，對於其他國家進行貨幣層面的經濟制裁與威脅，以及當受威脅或是受制裁的國家，完全被排除在美元體系之外時，又有何種的替代選擇？

第三章：貿易對手國面對「貨幣權力不對等」的策略選擇

由於在第二章討論「美國」的視角，因此在第三章的討論重點就是轉移到美國的「貿易對手國」身上，一開始先討論在面對美國施展貨幣權力時，各國所可能進行的三種策略選擇；但由於這是屬於「靜態」的情況下，各國選擇策略的利弊衡量，所以第二小節的討論，則是加入「動態」的背景條件，也就是當面對到的國際金融環境不同、美國聯準會所制定的美元利率政策差異，各國在不同的總體環境情境之下，所考量、偏好的政策屬性。此次的情境設定一樣是沿用第二章所劃分的五種經濟情境，以方便進行各國立場的討論。

至於在第三節中，則是聚焦在個別國家的貨幣政策方面，在面對當前的國際金融體系與美元霸權時，單一國家自身究竟有哪些政策偏好？而到了第四節，則是更討論美國施展「劫掠型」貨幣操控時，因為各國自身的政策偏好與立場，會如何具體地來應對美國的這兩種貨幣貨幣操控。





第四章、弱勢美元循環：「匯率操縱國」的案例研究

由於在第二章與第三章當中，都有利用五種不同的經濟狀態進行動態分析，分別討論大國與小國在這五種經濟情勢中，在貨幣政策方面所擁有的偏好與立場。但由於這些討論僅只有單純的背景設定，而缺乏實際層面的歷史脈絡，所以從第四章開始，本研究將以實際的歷史事件做為案例分析，分別就「強勢美元」與「弱勢美元」的不同背景條件設定，討論小國在這兩種美元情境中，是如何與大國進行貨幣政策方面的互動與策略選擇。

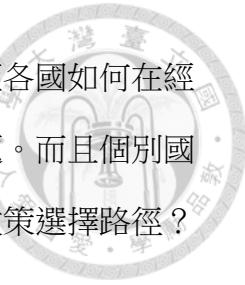
在第四章主要是討論「弱勢美元」為主，由於美國自身的經濟表現疲弱，甚至是出現經濟衰退的狀態，因此聯準會需要以「弱勢美元」作為貨幣政策的核心目標；相應之下，小國習慣採取的弱勢貨幣政策就會受到美國的政策制約與衝擊。因此，在第四章的案例分析中，就以美國的「匯率操縱國」作為討論的焦點，雖然美國財政部的匯率操縱國報告是每年的 4 月、10 月都會發布，但是該份報告最受注目的時間點，正是弱勢美元的階段。

所以本研究在第四章以「匯率操縱國」為對象，從歷年的報告中分析出美國藉此所想要達成的政治經濟目標，以及結合「弱勢美元」的狀態，最終對於台灣和東亞國家所產生的壓力和威脅。而這些國家又能夠進行何種的應對策略？如何在「非合作」與「合作」之中進行選擇？抑或是有其他可能的選項？

第五章：強勢美元下的策略選擇

而在第五章裡頭，則是以「強勢美元」作為背景設定，當美國經濟恢復成長與活力之後，此時聯準會需要連續性升息來回收過多的資金，以及壓抑過熱的通貨膨脹。對於貿易對手國來說，此時各國與美國在貨幣政策方面並沒有衝突與矛盾之處。

但是以個別國加的立場來，在「強勢美元」的階段可以重新充當美國的貿易對手國，回歸到「賺取貿易財」的立場和角色，但是另一方面，各國的國內同樣



也會面臨到國內經濟快速增長，通貨膨脹攀升的困難。台灣與東亞各國如何在經濟成長和壓制通膨之間進行選擇？則是此階段所面臨到的主要難題。而且個別國家是否也會具有同樣的政策偏好與選擇策略，是否也存在一樣的政策選擇路徑？這也是在第五章所要進一步討論的重點。

第六章、「去美元化」的可能選項

前述幾章主要的討論視角都是集中在台灣與東亞各國如何應對「美元霸權」之上，但不論是最終選擇了「合作」抑或是「非合作」，仍然是侷限在與美元霸權的互動之中，並沒有脫離此一範疇。而本章主要進行單一國家從事「去美元化的避險」的可能選項，也就是直接跳脫「美元霸權」的影響範圍之外，找尋其他的可能替代方案。

因此，本章主要提出三種避險的方式，分別為：黃金、其他國際流通貨幣、人民幣或是本幣結算，並一一展開個別的討論。分別比較這三種可能的選項，與美元相比之下，究竟能夠避掉那些美元所擁有的貨幣權力？抑或是就近期的數據來推估，是否可能達成取代美元的效果。

第七章：結論

本章則是作為本研究的結論，整理從第二章到第五章，台灣與東亞各國對於美元貨幣權力，在不同經濟狀態下的應對策略。尤其是在當前的國際貨幣體系中，美元獨霸的態勢正不斷地面臨衰退，雖然尚未有足以取代美元的國際流通貨幣出現，但是基於對於美元的不信任，抑或是被美國所制裁，已經有國家開始尋找取代美元的其他選擇(例如：黃金)，因此本章將會整理當前美元霸權所面臨到的可能挑戰，以及討論小國在這種動盪的狀態中，會有哪些可能的選擇？當然，本章在最後一節中，也是會處理本文的研究貢獻與研究限制。

第二章：美國的貨幣權力



我們對於霸權國的貨幣權力該如何進行理解？本文主要是以「霸權」的觀點進行分析，此處所談論的霸權國與其貨幣權力，自然是以「美國」與「美元」為對象。因為美國是當前世界中，擁有霸權地位和權力的唯一國家，不論是在現實主義者或是自由主義者的眼裡，以美國作為霸權國的設定是相當合理且能被接受。雖然在美國的霸權之下，存在著許多可以讓美國施展權力的場域和議題，但是本研究主要是將討論與分析的範疇侷限在「美元的貨幣霸權」(以下簡稱為：美元霸權)的框架之中。

從實際數據來看，如下圖所示，美元在當前世界各國的外匯儲備、貿易結算、國際資金流動的比例中，都是佔據世界首位(中銀研究，2022)，其重要性與影響力自然不言而喻。再者，當前的國際貨幣體系，主要是承接第二次世界大戰之後的「布列敦森林體系」而來，雖然此一體系在 1971 年因為「尼克森震撼」而被迫結束，但是這僅僅是美元與黃金價格的脫鉤，時至今日，世界各國的主要匯率基準仍然是以美元為基準，並且還有存在許許多多國家的匯率價格，至今依然與美元進行掛勾或是保持彈性式的掛勾。

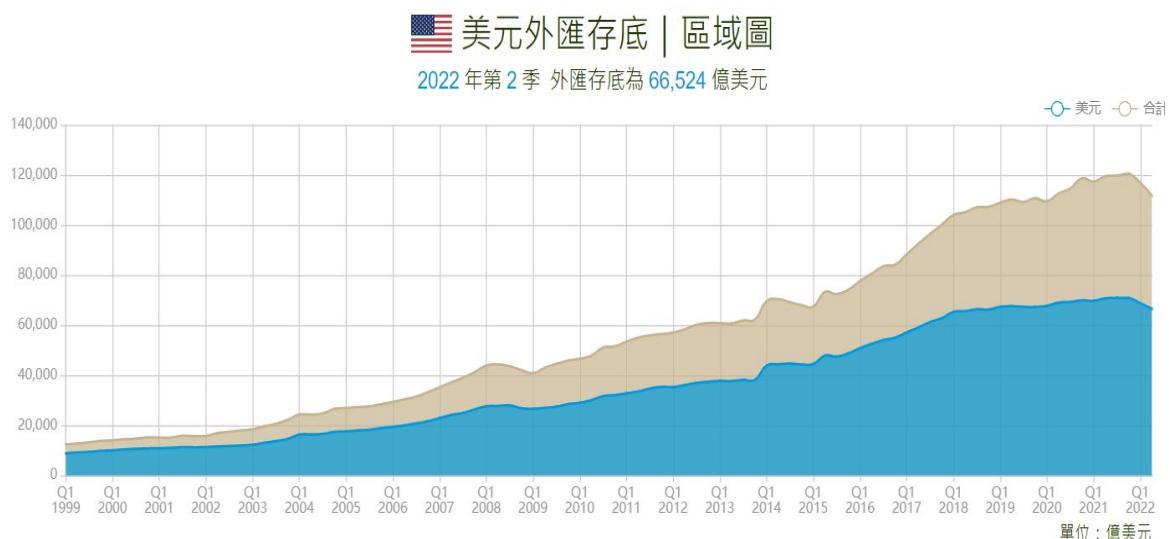


圖 2-1：全球外匯存底中的美元儲備數量



資料來源：本研究轉引自 <https://www.fintechgo.com.tw/>

本文首先要先對「美元霸權」的國際貨幣體系進行拆解，並分析美國是如何利用現有的國際貨幣體系來建構、施展「美元霸權」，行使與其相關的權力。為了能夠更清楚理解和分析「美元霸權」的運用細節，本文在第一節是透過「霸權」的角度出發，先快速回顧霸權的形成與運作，整理過往對於霸權的相關討論；接下來再利用「結構性權力」的觀點來拆解美元霸權，利用靜態分析的方式來理解「美元霸權」的運用與結構。至於在第二節的內容，是利用回顧關於美元霸權體系的相關歷史事件，以及相關的重大歷史事件，以此來理解「美元霸權」的國際貨幣體系是如何變化。

而在第三節的部分，則是利用「美元的強弱循環」為時間序，分析在美元循環的不同時間段落中，身為霸權國的美國是如何行使所擁有的「美元霸權」權力，這部分是利用時間序的差異，對於美元進行動態性質的分析。而關乎「美元霸權」的權力行使，自然會涉及到美國與其他國家之間的互動關係；當然最重要的部分，則是會被聚焦在美國身為一個霸權國，究竟在「美元霸權」的國際貨幣體系中，又是如何進行「霸權治理」？

因此在第四節的分析中，本文主要是以美國透過美元霸權進行制裁作為分析視角，因為美國身為當前國際的霸權國，可以透過本身所擁有的軍事力和政治影響力對於特定國家進行制衡或是制裁，抑或是透過美元在國際貨幣體系中的特殊地位和所擁有的權力，對於進行制裁行動。為了更清楚理解美元霸權所擁有的權力和影響力，透過美國所進行對外制裁案例，便是一個更容易清楚理解和觀察的視角。

第一節：霸權理論與「美元霸權」的

結構性權力



霸權如何得以存在？以及霸權國如何使用權力？這些問題是過往討論「霸權」相關分析時，學者們所關注的重要命題。而筆者所關注的核心，則是更為限縮在「美元霸權」的議題面向上，也就是當美國在二次戰後成為霸權國之後，相對應在國際貨幣體系中，美元所享有的霸權地位，是如何被型塑、營造出來？以及在其之後又是如何被美國所加以運行和使用？

對此，本文往下的分析，首先是回顧並整理過往學者們對於「霸權」的相關討論，其後則是縮小討論的焦點，聚焦於「美元霸權」之上，而進行分析的理論則是以「結構性權力」為主，這是因為筆者認為對於美元的權力分析，必然無法脫離其「貨幣」與「經濟利益」的本質，甚至是應當加重這些層面的探討，才能精確掌握「美元霸權」的雙重面向。

壹、霸權相關討論

霸權國提供出實質利益給予其他國家，而且是透過「公共財」的形式進行，⁶這代表了由霸權國所建構出的一套體系結構，讓其他國家參與其中；參與者雖然不見得完全認同霸權國的霸權地位，但是參與霸權國所建立的體系結構，卻能夠使參與者獲得實質上的經濟利益。例如在戰後的布列敦森林體系當中，資本主義的國家參與該體系，在貨幣層面與美國所發行的美元進行匯率的掛鉤，而使得自身國內的貨幣體系得以倚靠美元而獲得穩定；其次則是利用固定匯率制度來進行

⁶ 金德爾伯格（Charles P. Kindleberger）於 1971 年出版的《蕭條中的世界，1929-1939》中，利用經濟學當中的「公共財」概念，提出「霸權穩定論」(Hegemonic stability theory)的基本思維。



國際貿易，並且搭配利用美元作為貿易計價和清算的貨幣單位，這使得資本主義國家得以利用美元與布列敦森林體系，與美國直接共組成經貿貨幣的國際貨幣結構(Kindleberger, 1986)。在此一結構中，美國是霸權國，而該結構則是具有公共財的性質，美元在其中扮演著全球性的流通貨幣的角色。

但在此值得討論的議題是，對於經濟論者而言，霸權國存在的原因，乃是對於其他國家提供了經濟利益的誘因(Cerny, 1994)，例如安全的經貿網絡、穩定的交易市場、可信任的流通貨幣...等，所以才會有霸權國與霸權體系的存在。但是霸權穩定論者卻不認同這種經濟誘因的成因，而認為霸權國的誕生與存在是歷史的產物，並非一開始霸權國就有意要成為霸權，而後才提供出公共財、經濟利益給予其他國家。霸權國一開始對於安全的經貿網絡、穩定的交易市場...等公共財，本質上也是對此一結構有所需求，而且這些經貿結構也助於提升霸權國自身的經濟利益。

而這樣的論述與討論，必須要面對到一個現實問題的挑戰：當霸權國無法維繫當前的霸權運作，而必須改變體系運作的機制和條件時，其他國家是否仍然願意參與這個新的霸權體系？就過去歷史事件的驗證來看，其他國家是會願意持續參與新的霸權體系。就同如布列敦森林體系的瓦解，1971 年的尼克森震撼其實就是美國必須放棄原有的霸權體系運作機制(美元與黃金的兌換掛勾)，而隨後出現的牙買加體系、廣場協議(Plaza Accord，1985 年)和羅浮宮協議 (Louvre Accord，1987 年 2 月)，都是霸權國美國為了舒緩、擺脫自己的困境而進行國際貨幣體系的調整；而各主要與會國實質上並沒有像經濟論者所主張，面對到原有的體系運作無法提供經濟誘因，就選擇離開或是另創新的霸權體系。各國仍舊是延續著原有的霸權體系，而順應美國的要求，進行制度、機制上的調整，以便於維持原有的霸權體系。

換言之，由此可以看出維繫霸權體系運作的主要核心，並不是在於經濟利益的誘因，而是在於霸權的權力是否能夠持續維繫原有的體系運作，而且正是這個



霸權體系和權力運作，才得以吸引眾多的經濟資源與安定力量。

貳、美元霸權的結構性權力

本節的分析框架，本文首先利用「結構性權力」來進行理解(陸如泉，2020)，國際政治經濟學者—蘇珊史翠菊(Susan Strange)提供了一個分析國際政治經濟學的理論框架—結構性權力(Structural Power)，而在結構之中是由四個支柱所建構起：安全、生產、金融、知識四大面向。而本文在解釋整個「美元霸權」的結構，也試圖利用史翠菊的四個面向進行論述。⁷

- 安全：

美元霸權所能夠提供的安全結構，本質上並不是傳統現實主義所談論的軍事安全，或是國家安全的概念。美元霸權之所以能夠享有國際貨幣權力，關鍵是在於各國對於美元具有強烈的需求，因此各國央行才需要源源不絕地增加美元在外匯存底當中的數目。雖然以現在跟冷戰時期相比，各國央行的外匯存底當中，美元所佔的比重不斷地下降，但是比重下滑只是將部分的美元儲備換成其他的外幣作為外匯存底，美元仍然是具備相當的重要性，因此各國的外匯存底當中，美元所佔的比重仍然是排名第一。

⁷ 關於更多關於結構性權力與貨幣關係的討論，可參見黃偉倫，2011，〈美元霸權與石油金融化：再思霸權穩定論〉，國立政治大學外交學系碩士論文。

表 2-1：全球外匯存底的構成



	World (US Dollars, Billions)				
	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022
▼ Total Foreign Exchange Reserves	12,805.64	12,826.85	12,920.52	12,544.87	12,036.76
▼ Allocated Reserves	11,946.30	11,970.54	12,049.80	11,682.30	11,174.92
Claims in U.S. dollars	7,070.33	7,092.63	7,085.92	6,874.46	6,652.36
Claims in euro	2,458.90	2,456.73	2,481.34	2,343.52	2,208.93
Claims in Chinese renminbi	314.81	321.26	337.26	336.19	322.38
Claims in Japanese yen	672.20	679.68	665.10	631.33	578.52
Claims in pounds sterling	560.90	558.60	579.38	575.98	545.08
Claims in Australian dollars	218.44	214.24	221.32	222.36	210.01
Claims in Canadian dollars	270.01	264.27	286.93	287.36	278.18
Claims in Swiss francs	23.13	23.77	20.79	29.11	27.62
Claims in other currencies	357.57	359.36	371.75	381.98	351.83
Unallocated Reserves	859.34	856.31	870.72	862.57	861.84

Ordering of the currencies follows SDR basket weights (SDR currencies) and alphabetical order (non-SDR currencies).

資料來源：[IMF\(<https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>\)](https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4)

如上所述，美元對於各國央行來說，能夠提供的作用其中之一是「安全」，而此一「安全」所指涉的範圍，主要是體現在金融體系上的穩定。由於國際資金可以在各國之間快速流動，對於掌管一國金融體系的央行而言，如何保持金融體系內的運作穩定，是央行所主掌的重要職責。在多數的情況之下，央行對於國際資本是採取開放的態度，縱然各國對於資本開放的程度不一，管理尺度緊縮有別，但是基本上的態度都是採取開放國際資本自由流動，換言之，真正會關閉國際資本的國家僅是少數。

而美元在外匯存底當中的數量，基本上就是與該國的金融體系穩定程度直接掛鉤，因為當存在「國際資本自由流動」的前提下，一國之央行必然需要準備足夠多美元，以供國際資本流出時作為因應之用。當「外資大舉匯出」的時候，央行會基於「穩定匯價」的立場，而選擇對於外資的買賣行為進行沖銷。若是以台灣為例，當外資要匯出資金之前，需要「賣新台幣/買美元」，之後再將美元資



金匯出台灣，倘若外匯市場上的「買新台幣/賣美元」的數量不足以應付外資的需求數量，便會發生新台幣暴貶(也就是美元劇升)的情況。因此台灣央行會適時地介入外匯市場，充當外資的交易對手，提供足夠的美元以應對外資的換匯需求。

雖然這種情境時常發生，各國央行進場干預匯價的新聞也時有所聞，但大型金融危機的出現，在根本上是源自於央行手上的外匯存底沒辦法應對外資的換匯需求，進一步造成外匯枯竭(段智恆，2022)、棄守匯率的危機發生(馬千惠，2001；蔡美芬，2001)⁸。所以對於央行來說，維持國內的金融體系穩定、外匯市場的匯率穩定是必要的工作項目，而穩定匯率的前提則是必須有足夠的外匯存底，其中又以美元是最有保障的外匯存底構成項目。因此在外匯市場的日常買賣時，央行自然會需要有美元來調節本國壁的市場價格，而在美元緊縮時期，央行更是需要有充足來的美元來因應外資的大筆匯出。

由此來看，不論是在何時，各國的央行對於美元是一直都存有需求，因為央行所掌握到的美元數量，基本上就是關係到該國金融體系、外匯市場是否穩定的重要因素，而這也同步影響到一國金融體系是否安全？

從下圖可以清楚看出，在 1997 年的金融危機之後，東南亞地區的央行都持續地增加自己手中的美元存量，左邊的起始點適 1998 年，而跟最右邊的現在相比，很明顯看出都是增加趨勢。這一方面固然是因為東南亞地區在邁入 2000 年之後，與美國之間的貿易往來持續擴張，因此透過貿易順差的途徑累積了大量的美元，但另一方面來說，在扣除掉外債和進口貿易需求的美元之後，所剩下的美元數量，基本上就是該國央行所用來保障自己國內金融穩定的預備美元。

⁸ 對於開放資本帳的相關討論，可參考：馬千惠，2001，〈資本管制開放與資本移動關係的再探討〉，《中央銀行季刊》第二十三卷第一期。
<https://www.cbc.gov.tw/tw/public/Attachment/83241528371.pdf>。蔡美芬，2001，〈防範再次發生資本帳危機的政策建議〉，《國際金融參考資料》第 47 輯，台北：中央銀行
<https://www.cbc.gov.tw/tw/public/Attachment/831915285071.pdf>

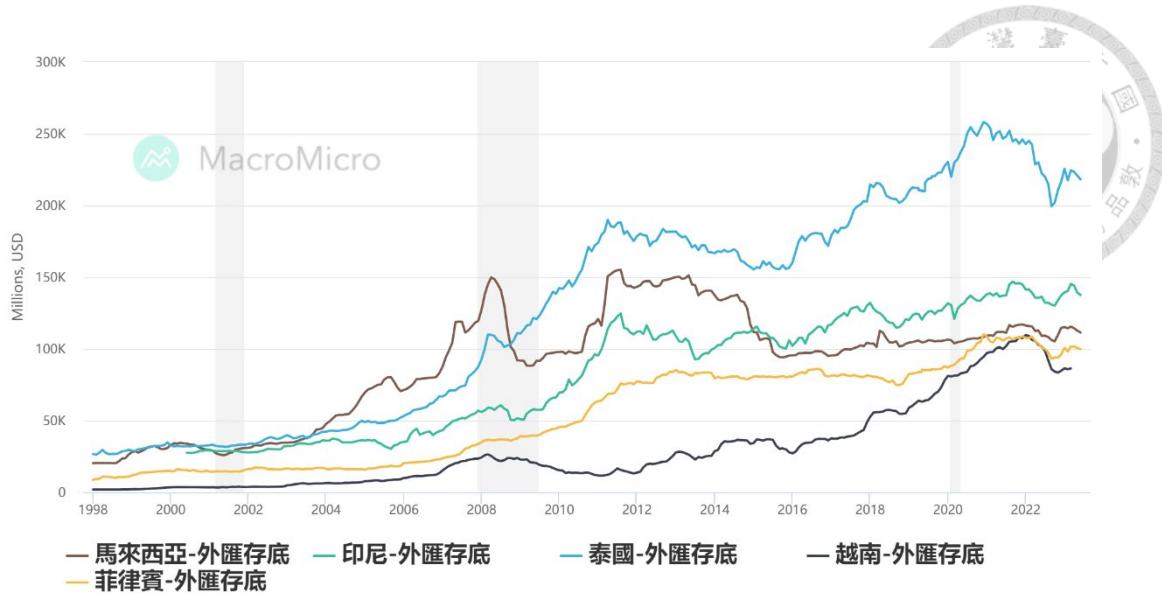


圖 2-2：東南亞五國的外匯存底

資料來源：財經 M 平方，本研究重新繪製

所以對於美國來說，美元霸權在國際金融體系當中，所能夠提供的「安全」力量，正是支持美元能夠享有特權待遇的驅動力量。

● 生產

目前經濟社會的生產關係，透過跨國企業和國際貿易的重新建構，使得商品的生產已經是跨國性的產業流程，也就是從原料、加工、到最終端的市場銷售，已經不再是侷限於一地或一國之內完成。當前已經有許多的社會學書籍或是實地觀察的紀錄，例如：《一件 T 恤的全球經濟之旅》(The Travels of a T-Shirt in the Global Economy)

雖然美元的霸權並不會直接涉及到商品生產和銷售的分配，但是上述所提到的跨國生產、國際貿易的途徑，卻是會影響到美元的流動與分配。也就是「生產活動」本身雖然不會涉及美元相關的議題，而且透過貿易和供應鏈的形成，形同是提供給美元一個流通的路徑。上游提供原料給跨國加工廠，跨國加工廠會使用美元來支付原料的售價，同樣的模式也會複製在加工廠送貨到跨國的最終消費市場，當前最大的最終消費市場是美國，而這些跨國加工廠收到的貨款當然也會是美元。這樣的生產途徑可以使得美元可以透過跨國商品貿易、跨國供應鏈生產所



鋪成的商品流通路線，轉變成美元的流通路線。

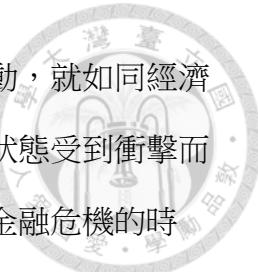
而且過去所討論不同生產要素(例如：原料、技術)在生產過程中所具備的作用力，若是以「美元流通途徑」的觀點來看，基本上生產要素的差異並不會影響美元流通的方向和速度，只會影響到美元分配的數量。華勒斯坦(Immanuel Wallerstein)在世界體系理論中，主要論及核心和邊陲的資源分配(林仲修，2003)。但事實上在若是用世界體系的觀點來看待當前美國所建立起來的世界供應鏈，美元在其中的流通方向就是和商品流通是反方向，資源與商品是由「邊陲→半邊陲→核心」的方向往著核心集中，但是貨幣的流動卻是由「核心→半邊陲→邊陲」的反方向，向外部擴散。

對於美國主要的貿易對手國而言，之所以要成為美國的重要貿易夥伴，其根本的原因就是在於能夠從貿易過程中賺取報酬—美元，而這個由貿易帳所得的美元報酬，將會成為小國內部金融運作的基石—外匯存底。也因此，對於小國來說，整個經濟金融建構可以分為雙層次的結構，第一層是由國際貿易賺取美元而來，第二層則是靠著這些貿易帳的美元，成為該國中央銀行的外匯存底，進而發展出與美元相互掛鉤的金融運作結構與金融工具。

- 金融

- 從企業的角度

從馬克思主義的觀點來看，經濟生產活動是需要透過「資本的積累」(石計生，2005)，方能一步步的升級，也就是在缺乏資本的情況之下，經濟生產始終都是處於停滯不前的狀態，而有了資本積累之後，企業家可以進行產業升級、擴廠生產。但是在現代的金融體系結構當中，資本積累的過程可以透過「貸款」來取代，這也就是代表了過去是由資本的分配來決定生產活動，但隨著金融中介的多元化，已經轉變成「信貸」的分類來決定生產活動。



由於金融體系的穩定運作可以直接關係到實體經濟的生產活動，就如同經濟生產活動是肌肉，而金融運用就如同血液一般，一旦金融流動的狀態受到衝擊而停滯，將會迫使經濟生產行為停滯下來。舉個最極端的例子，在金融危機的時期，首先受到衝擊的部門是金融業，而金融業此時為了自保，將會選擇緊縮貸款，「晴天借傘、雨天收傘」的批評因此而來。而缺乏金融業的融資支持，將會進一步造成實體經濟活動的廠商面臨無錢可用的困境，因為目前多數的生產活動，都是透過融資作為背後的資金流動的支持，所以當金融緊縮的危機情況蔓延到實體經濟，也就會造成大規模的公司與廠商倒閉。

誠如列寧在《帝國主義是資本主義的最高階段》一書中所提到：「金融資本是存在於一切經濟關係和一切國際關係中的巨大力量，可以說是起決定作用的力量，它甚至能夠支配而且實際上已經支配著一些政治上完全獨立的國家」(孫元君，2015)。在當前的脈絡中，「金融資本」的表現樣態就是大家所說的「金融貸款」。由於「金融貸款」的作用已經取代了「資本積累」，缺乏資本的企業可以透過金融貸款來取得投資所需要的資本，因此控制了「金融貸款」分配，就等同於控制金融資本的分配，也就會決定了哪些企業可以獲得資金挹注，可以進行產業升級和資本投資。所以對於各國政府來說，國內的「金融機構」與「金融貸款」都是屬於稀少資源，需要進行嚴格的監管；欠缺監管的金融體系，必然會造成道德風險、腐敗的後果，進而引發金融不穩定、以及金融危機的出現。在 1997 年的東亞金融風暴中，有許多國家的危機成因是來自於「裙帶資本主義」(Crony capitalism)(David C.Kang，2017)，這便是導因於「信貸」分配不公而產生的金融危機。

而在國際上，跨國企業可以透過跨國金融市場獲得「貸款」，例如在台灣櫃買中心所開設的國際債市場，就有以色列政府、卡達政府與墨西哥政府來台發行主權債券，到今年(2021)的累計金額已經高達上千億美元(林燦澤，2021)；除了政府可以發行主權債券之外，跨國企業也可以跨國發行公司債、股票(例如：ADR、



GDR)...等金融融資商品。這也反映了在當前的國際金融環境中，貸款和資金的分配已經不再侷限於一國之國內，而是可以跨國進行。

縱使跨國金融活動的出現，可以緩解跨國企業在一國境內所面臨的貸款配置的緊縮，但是跨國金融的配置前提，仍然是建立在「國際貨幣權力」之上。因為從表現上進行觀察，進行跨國金融活動的企業，進行借貸與融資的標的物主要是美元或歐元、英鎊...等其他國際貨幣(風傳媒主筆室，2017)，換言之就是跨國企業有這些外幣需求，因此才會需要透過金融工具取得這些國際貨幣，

從數量上來看，國際投資和國際融資的主要貨幣，仍然是以「美元」最大宗，這固然是反映了美元作為國際當中最有權力的貨幣，其次則是反應出美國作為全球最大的經濟體，因此具有最多的資源可以向外投資、融資(Despres, Kindleberger and Salant , 1966)。

■ 從各國的中央銀行的角度

另一方面，對於非霸權國的中央銀行來說，透過國際貿易所賺取的「美元」，除了可以當作外匯存底，作為本國貨幣的發行準備之外，因為這些外匯存底高達 90%以上都是發行準備(台灣中央銀行，2019)，因此央行對於外匯存底的運用，基本上就是只能進行低風險的投資—投資已開發國家所發行的政府公債。原因首先是在於政府公債通常都享有高信評的風險評價，因此違約的機率極低，再來是央行不可能把外匯存底的資金拿去存入外國的商業銀行，因為商業銀行的信用評等不可能比政府還要來得高。所以從「風險」的角度來看，最適合央行投資運用的管道就是已開發國家的政府公債。

從下圖可以看出，全球的政府公債當中，唯獨以美國政府的對外債務最多(這也代表了美國公債的發行量最大)，而這同時也反映出美元作為發行量最大的國際貨幣。⁹對於小國的央行來說，儲備美元固然是為了「安全」的考量，但是美元並

⁹ 但值得注意的是，如果考慮「國債/國家 GDP」的比例，則是以日本最高(266%)，美國則是僅只



不像黃金一般，只需要準備一個安全牢固的倉庫進行存放即可，因為美元本身的最大弱點—美國聯準會對於美元發行量是不斷增加(林建甫，2021)，因此美元從一開始就存在「通貨膨脹」的缺陷，但是黃金不會通貨膨脹，所以美元必須存在「金融結構」的機制，可以讓美元的持有者利用「美元的金融結構」來進行保值；換言之，「美元的金融結構」本身一部分的功能，是為了確保美元可以抵抗與生俱來的通貨膨脹的弱點，而這個弱點是人造貨幣必然存在的，若是在金本位的時代，黃金的存量受到自然的限制，因此不會存在「通貨膨脹」。

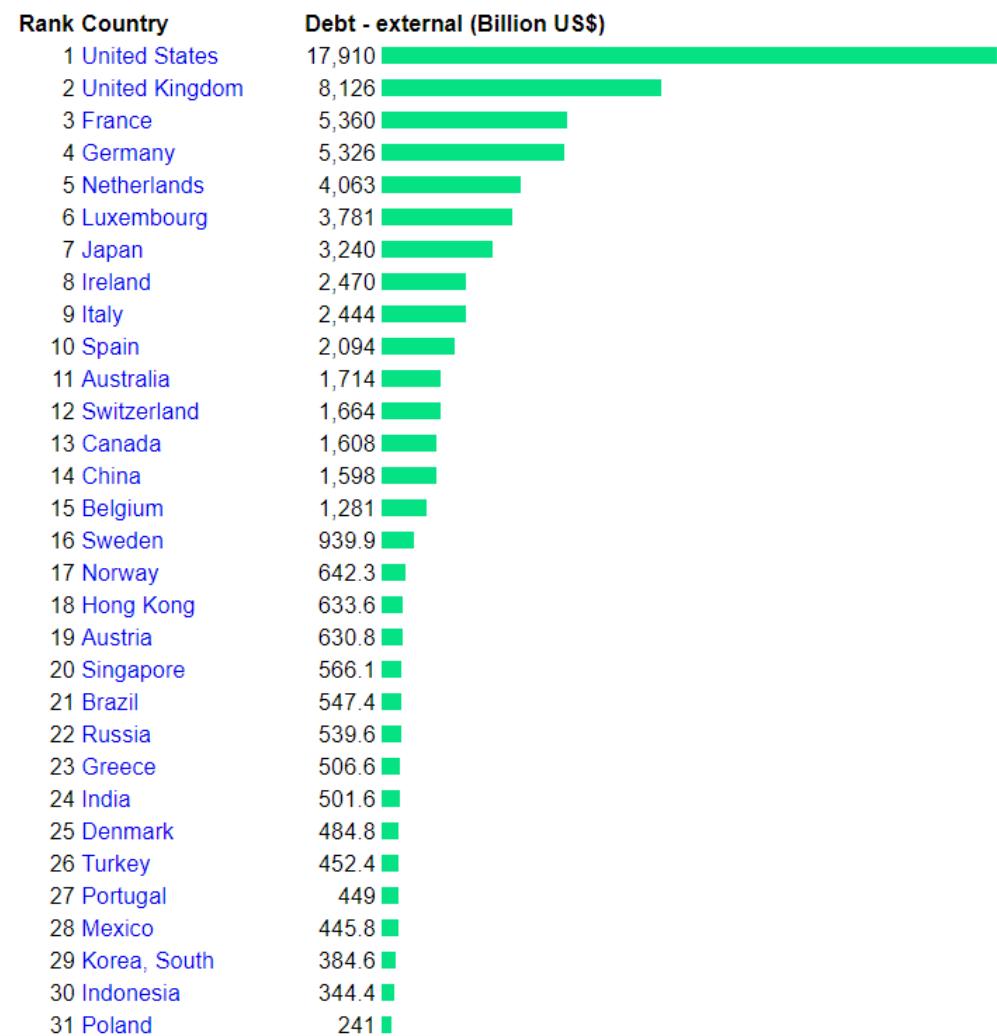


圖 2-3：各國所欠之國債金額

有 137.2%。可參考：Cindy Chen，〈2022 年全球債務狀況：一文了解各國債務占 GDP 比例情況〉，DailyFX 網站，<https://www.dailyfxasia.com/cn/feaarticle/20220722-8711.html>

資料來源：本研究轉引自 <https://www.indexmundi.com/g/r.aspx?v=94&t=100>



● 知識

此處討論「知識」層面的概念，本文認為主要是討論民眾對於「美元」所具有的認知與態度，因為民眾如何認識「美元」和定位「美元」，這背後固然是涉及到民眾對於整個國際政治經濟結構的認知。

最簡單來說，美元所代表的認知，其實包含了民眾對於美國這個霸權國的認知與信任，因為相信美國的整體綜合國力仍是全球第一，所以民眾對於美元是有信心的，願意把資產換成美元並持有美元。更甚者，每當世界局勢動盪的時候，最常見的避險貨幣固然是日圓，但是當這個動盪的態勢無法快速止穩，反而逐步擴大的時候，例如 2008 年的全球金融危機、2020 年的 Covid19 疫情，都是在第一時間出現日圓匯價升值的情況，但是當這個衝擊的時間持續延長之後，民眾對於心中的不確定性逐漸增加，這時候美元反倒會成為一般民眾心中主要的避險貨幣。這種避險的心態，其實是反映了「美元」身為實際國際貨幣霸權的地位，時局越是充滿不確定性的時候，人們就會越傾向於倚靠擁有霸權的一方，藉以獲得安全感。

這樣一種從現實霸權地位所衍生出來，對於民眾認知形成固定心理作用的過程，其實就是屬於「知識」的建立過程，在「知識」的權力場域中，民眾被教導、教育之後，所以才會對於「美元」有了終極安全、避險的認知。

參、美元霸權的貨幣權力展現

目前對於「美元霸權」的相關研究，首推 Benjamin J. Cohen 開始對此議題展開討論(Cohen, 1993)。在任兩個國家的經濟關係當中，即使是在雙方互賴的情況



下，也必然會存在國際收支不平衡的狀態，也就是當一個國家存在貿易順差，而另一個國家就存在貿易逆差，兩國之間正好處於貿易均衡的狀態是極為罕見的。而在耗費成本去調整國際收支失衡的狀態時，就自然衍生出「貨幣權力」，Cohen 認為「貨幣權力」的本質是可以分為兩個屬性來進行討論：第一個屬性是在於「遞延能力」，也就是拖延調整成本；第二個屬性則是「轉移能力」，亦即轉移調整成本。對於貿易逆差的國家來說，要從貿易赤字調整到貿易平衡、甚至是貿易順差的狀態，這個調整的過程是需要付出成本，倘若該國不願意耗費自身的成本來平衡貿易赤字，那麼自然就需要由其他國家來為這成本付出代價，這便是「轉移能力」的展現；但倘若仍是由該國耗費成本來尋求貿易平衡，但是耗費成本的時間點是可以遞延到相當以後的時間，這便是「遞延能力」的體現。

何以是從貿易失衡的角度來觀察貨幣權力的強弱呢？這是因為在過去的金本位制度時期，兩國之間的貿易失衡，會直接透過兩國幣價的相對關係進行調整。因為貿易出超國會賺取到貿易盈餘，因此該國所擁有的黃金數量就會變多，而貨幣價值自然因此而升高；至於在貿易入超國的方面，則是因為進口消費的數量超過出口的數量，因此會產生貿易赤字，該國所擁有的黃金自然就減少，而貨幣價值當然就是趨向於貶值。所以金本位時代，兩國之間的貿易失衡會直接導致各自的貨幣升值與和貶值，貶值之後的國家自然會產生貿易上的價格優勢，因此會逐漸縮減貿易逆差，以達到貿易平衡的狀態；相對來說，原本的貿易出超國在歷經貨幣升值之後，價格競爭力逐漸喪失，所以會從貿易順差轉變為貿易平衡、乃至於逆差。這就是在金本位的機制之下，兩國間的貿易失衡自然會因為貨幣匯價的調整而修補原本的貿易失衡，兩國之間也不存在額外的貨幣權力去干預這個修補失衡的過程。

換言之，在觀察貿易逆超的國家如何處理自己的貿易逆差？究竟是由自己或他國付出代價？還有是在什麼時間點處理貿易逆差？究竟是在當下的時間點，或是一直被延遲到很久之後都不處理？就可以看出該國的貨幣權力究竟是強勢或是



弱勢。

但在理論層面之外，如何實證「遞延能力」與「轉移能力」的大小強弱，實際上是比較難處理的實質面議題。Cohen 對於「延遲能力」的指標設定，主要有三項：國際資產流動部位、擁有的外匯多寡、以及借貸能力。至於在「轉移能力」的指標方面，具體來說則是有「開放程度」與「適應性程度」兩項(Cohen, 2006)。國內學者趙文志則是在 Cohen 的理論基礎之上(趙文志，2011)，利用三項指標(中國與美國的外匯儲備、國債發行規模、貿易佔 GDP 的比重)來檢驗美國所擁有的貨幣權力當中，其「遞延能力」與「轉移能力」的大小程度。

而沈麗山則是在趙文志的研究基礎上，更進一步聚焦於中美兩國的國際收支帳(沈麗山，2016)，利用中國所持有來自於美國的資本帳與經常帳，進行跨年度的比較驗證；沈麗山認為中國所持有的美國國債，以及美元相關的資產、投資等項目，都是被劃分在國際收支帳的資本帳當中，這些資本帳的資金規模可以視之為「中國對美國的資本回流」，也就是「美元貨幣權力」當中的「轉移能力」之體現。

因為前述所討論的，兩國之間貿易關係必然存在其中一國是貿易順差，另一國則是貿易逆差，而貿易逆差國原本是需要透過增加出口的方式來彌補貿易逆差，但如果以整個「國際收支帳」的觀點來看，貿易逆差國在「經常帳」上雖然有逆差的狀態，不過若是能在「資本帳」方面取得順差的狀態，也就能夠以一正一負的方式來相互抵銷，使得國際收支帳顯得比單看「貿易帳」還要更為平衡。因此對於美國在貿易關係中持續取得貿易逆差，中國對於美國的資本回流就足以使得美國在資本帳方面取得順差，有助於美國在國際收支帳方面取得平衡的狀態，這也正是美元霸權之中「轉移能力」的展現。

而本文認為除了上述「遞延能力」、「轉移能力」之外，應當還有另外一種透過貨幣政策來施展的貨幣權力，就是根源於「鑄幣稅」而來的「剝削能力」(以下



統稱為：剝削能力)。鑄幣稅的概念，本質上是屬於貨幣發行者對於原有或幣持有者的一種剝削，就經濟邏輯上來看，由於貨幣發行者(也就是央行)，可以透過政策手段來調整市場上的貨幣供給總量。當央行為了提振經濟而增加貨幣供給，會使得每單位的貨幣購買力下降。

舉例來說，假設原本市場上有 1 億美元的貨幣在流通，而剛好對應的商品是 1 億顆蘋果，因此在最理想的狀態下，每個蘋果的價格應當約等於 1 美元。但如果今天聯準會基於振興經濟的動機，因此決定採取寬鬆貨幣政策，提高貨幣供給量，額外再多印 1 億美元，並釋放到市場上。在不考慮貨幣乘數（Money Multiplier）的效果下，此時市場上將有 2 億美元的貨幣在進行流通，而流通中的蘋果數量仍然是原本的 1 億顆蘋果。

很明顯地，我們可以發現到，原本每個蘋果的價格是 1 美元，但當流通的貨幣數量增加之後，每單位貨幣的購買力就因此下滑，以上面的案例來看，原本 1 美元的貨幣可以購得 1 顆蘋果，但是因為貨幣供給量增加一倍，因此 1 顆蘋果的售價提高到了 2 美元。但是對於原本持有 1 美元的貨幣擁有者來說，在央行提高貨幣供給之前，他手上的 1 美元的購買力是 1 顆蘋果，但是在央行寬鬆貨幣之後，手上 1 美元的購買力卻縮減成 0.5 個蘋果。這當中的差異，就是在於貨幣發行者(也就是央行)透過提高貨幣供給，剝削了原本貨幣持有者的購買力，並將剝削所得的購買力轉移到新發行的貨幣上。這種透過調控貨幣政策所進行的貨幣操控，在本文歸類為「鑄幣稅的剝削能力」。

另外，相對於在央行降息期間，透過寬鬆貨幣政策所課徵的「鑄幣稅」，進一步引發的「貨幣購買力降低」的現象，倘若我們把背景條件轉換成央行的升息期間，則是可以發現到由於緊縮貨幣政策的效果，使得央行陸續回收市場上的資金，造成貨幣供給量降低，因此總體的貨幣數量減少，最終讓每一單位的貨幣購買力獲得了強化。這樣一種相對於「剝削能力」完全相反過來的現象，本文認為也應當給予標註，並且進行相關的討論。對此，以下針對於這種在升息循環週期



所發生的貨幣購買力增值，冠以「重定價能力」之名。

並且，針對於大國所擁有的這四種貨幣能力，為了討論方面，聚焦於大國行使這些能力時，其背後專屬於大國的貨幣特權，因為我們接下來要討論的是驅使這四種能力發揮的貨幣權力，所以把原有的「能力」改稱為「權力」，以便於我們更著重於它們的權力特質。

表2-2：大國所擁有的四種貨幣權力

	大國的經濟階段	
	升息階段	降息階段
央行皆擁有的權力	重定價權力	剝削權力
貨幣霸權的特殊權力	遞延權力	轉移權力

資料來源：本研究自行整理

綜上所述，在本章第四節的分析當中，筆者將會把「鑄幣稅」的「剝削權力」、「重定價權力」、「轉移權力」與「遞延權力」的視角一併放入，進一步討論在面對不同寬鬆程度的貨幣政策環境中，美元霸權在這四種貨幣權力方面，是否存在不同的偏好與慣性？在不同的情境之下，美國所側重的貨幣權力是否有所差異？



第二節、建立美元霸權體系的過程

美國霸權的建立，發軔於二次戰後，而美元霸權亦是如此。在二次戰後由美國所領導建立起的國際建制，例如：在金融領域的布列敦森林體系、國際貨幣基金，以及國際貿易領域的 GATT，這些國際組織本質上都是讓美國得以施展霸權的機構和場域。而本研究所關注的「美元霸權」，其制度性的起源是因為國際建制—布列敦森林體系，而使美元得以在國際貨幣體系當中建立起霸權的地位。布列敦森林體系的核心，就是貨幣穩定，由美元充當各國貨幣與黃金之間的中間人，首先是由美國提出擔保，讓美元與黃金價格以一盎司黃金兌換 34 美元進行掛勾，再讓各國貨幣與美元的兌換匯價進行掛勾；這樣的效果看似各國貨幣的匯價與黃金進行了掛勾，不過美元實際上是利用了這當中的保證兌換機制，使得美元得以作為中介者。換言之，表面上看，各國是利用與美元掛鉤的機制，間接與黃金價格掛勾，不過從根本上來看，當時的美元霸權是建立在世界各國對於「黃金」的需求之上，因此美元霸權的基石就是在於「黃金」。

美元霸權的初始發軛，相當程度是建立於第二次世界大戰之後的經濟復興需求，從國際政治經濟的觀點是認為，二次戰後「布列敦森林體系」的出現，是讓美元從一般的國際貨幣，一躍而上成為國際貨幣霸權的主要關鍵(工商時報書房編輯，2022)。從表面上來看，布列敦森林體系在制度層面，是讓美元與黃金價格進行掛勾，但是這個貨幣體系之所以能夠持續運作的主要原因，則是因為國際對於美元的強大需求，不論這個需求是出自於貿易需求的考量、或者是外匯存底的需求，這些對於美元的需求，是支持美元成為國際流通貨幣的主要原因。當然，如果從英鎊、法郎、西德馬克的角度來看，它們在戰後雖然也同樣成為國際流通貨幣之一，但是布列敦森林體系所給予美元的特殊地位，就是讓美元等同於黃金，在布列敦森林體系運作的大部分時間裡，美元的持有者是可以跟美國以「1 盎司黃金等於 35 美元」的價格換回黃金，也就是在這個條件之下，制度賦予了美



元，擁有與黃金同等的地位，而美元也是透過這個機制，讓世界貿易的流通、清算貨幣，還有各國的外匯存底構成，都是以美元為主體。

但是對於美國來說，鞏固世界各國對於美元的需求，是建立「美元霸權」的必要條件，因為根據「特里芬難題」，¹⁰美元的持續發行必然會是個可預期的未來，這也就意味著「美元貶值」也是個必然發生的未來情勢。就如同之前在討論「特里芬難題」一樣，美元的超量發行與貶值，實際上就是個必然發生的未來，而「黃金本位」之所以被人類從歷史上汰換掉，其根本原因就是在於在黃金本位之下，貨幣通膨的現象是較不容易發生，而是比較容易發生通貨緊縮。¹¹而且金本位之下，央行的貨幣供給受限於所持有的黃金存量，這就代表了央行的政策工具是受到極大的限制。換而言之，以美元作為貨幣本位與黃金本位之間，兩者是走向完全不同的未來，也就是兩者之間存在著根本性的矛盾，這也注定了 1971 年的尼克森震撼—美元與黃金的價格脫鉤，終究是個必然發生的結果。

雖說「黃金」是「美元霸權」建立的基石，但是霸權的存續並不必然持續需要這個基石，因為在 1971 年的世界貿易體系與全球金融體系，其規模與戰後的 1945 年的狀態完全不同，就如同「路徑相依」的概念，因為黃金和美元的脫鉤而必須重新建立一套新的貿易體系和金融體系，這很顯然是緩不濟急，而且成本也過於龐大。再者，縱然美元與黃金的價格脫鉤，但這並不完全等同於美元的價值歸零，美元仍然有其價值，只是沒有黃金作為美元的保證兌換，這也僅代表美元的內在價值並沒有以前來得那麼穩定。而且美國在當時仍然是世界的唯一霸權國，美元也是流通性最廣、接受度最高的國際流通貨幣，因此美元霸權的體系仍

¹⁰ 特里芬難題是由美國經濟學家 Triffin Dilemma 在 1960 年所出版的《黃金與美元危機》當中所提及的一個現實矛盾：美元透過布列敦森林體系與黃金價格進行掛勾，因此美元的價格必須受到黃金數量的制約，也就是不能出現大幅印鈔的情況。但是另一方面美元又是國際貿易與國際金融的主要貨幣，這個來自全世界的美元需求與美國長期貿易逆差的趨勢，將造成美元供給會不斷增加，因此美元不得不大幅度印鈔以增加供給量。

¹¹ 這是因為黃金要從地下挖出，所以數量增加的速度有限，不容易形成通貨膨脹，但當人們發現大量金礦時，例如加州的淘金熱時代，仍然會產生通貨膨脹。而當人們把黃金作為收藏品，而非貨幣使用時，就會很自然地減少市場內黃金的總量，使得黃金流通數量減少，「貨幣供給量減少，但商品數量不變」，這就是通貨緊縮。



然存在，美國有能力且樂於持續提相關的公共財，例如整個貨幣體系、國際貿易體系，都是圍繞在美元為中心所建立起的相關機制，因此美元霸權的存在且持續，等於是讓整個國際金融體系仍得以持續運作的前提。

例如在尼克森震撼之後，雖然正式宣告布列敦體系的瓦解，但是價格掛鉤的機制並不是在一夜之間就完全瓦解，而是歷經了一個漫長的反覆過程，美元持續與黃金價格再次進行掛勾、然後掛勾價再被市場價格所衝擊，然後又再次脫鉤。在 1971 年 12 月，當時的 G10 集團於美國的史密森學會召開會議，並於會後宣布達成新的共識—史密森協定（Smithsonian Agreement）該協議的主要內容讓美元對其他貨幣貶值 10%、每盎司黃金的美元掛鉤價格由 35 美元提高到 38 美元，並且放寬非儲備貨幣對美元的波動區間，由原本的 1% 放寬到 2.25%。

史密森協定在本質上是想要延續布列敦森林體系的狀態，但又無法回到當時的狀態，因為美元貶值的趨勢已經成為必然，所以只能選擇稍微放寬了美元對其他貨幣與黃金的掛鉤價格。但事後證明這樣的放寬仍然是無法治止美元的貶值趨勢，所以該項協議的有效性並未維持長時間，美元對黃金的掛鉤價格雖然從一盎司黃金對 35 美元放寬到了 38 美元，但是黃金的市場價格仍持續上漲，並在該年底上漲到了 44.2 美元，隔年(1972)則是再漲到 70.3 美元。由於美元與黃金的掛鉤價格持續拉大，因此在 1973 年 3 月，史密森協定正式宣告失敗，

在史密森協定確定失敗之後，在國際貨幣基金(IMF)主導下，先是在 1976 年提出「國際貨幣體系改革綱要」，針對國際貨幣體系下的黃金、匯率、儲備資產、國際收支調節...等相關議題，提出官方建議；而在 1976 年 1 月，IMF 所籌組的國際貨幣制度臨時委員會達成「牙買加協定」(Jamaica Accords)，4 月時則是經由 IMF 理事會正式通過該臨時委員會所提出的《IMF 協定第二修正案》，確立往後的國際貨幣體制並適用至今。

在牙買加協議之下，國際貨幣體系呈現出與過往的布列敦森林體系，其主要



差異點如下所列：

1. 確認國際匯率制度的主流為浮動匯率制，各國可自行選擇所適用的制度。
2. 取消 IMF 與各會員國之間的黃金清算義務，取消官方設定黃金價格，開放自由交易。
3. 提高特別提款權(SDR)的額度，並可以在各成員國之間自由買賣。

若是以美國的立場出發，思考牙買加協定之後的國際貨幣體系，其實是讓黃金退出整個體系，而使得各大國所發行的貨幣可以充當國際主流貨幣，因而成為各國外匯存底的主要成分，因此，大國所發行的貨幣便享有了鑄幣稅的優勢。但是大國接下來要面對道的問題，就是如何讓這些流往海外的貨幣能夠盡可能地保留在海外？因為對於美國而言，流往海外的貨幣絕大多數都是以經常帳順差的形式被貿易對手取得，也就是貿易對手國透過長期的出口來賺取這些外匯，以美國的立場來看，印製鈔票而購買各國的商品來消費，這是美國擁有貨幣霸權可享有的好處之一，美國等於是「先享受」而「後付款」，此處的付款並非是美國賒帳，而是指美國如果要從貿易對手國身上賺回那些貨幣，就必須努力生產商品賣給小國，這便是美國「後付款」時所要付出的代價。但是在牙買加協定之後，這樣一種「後付款」的代價變得越來越小，能夠實現的時間被不斷地遞延、越拖越久。

這是因為過往在金本位的時代，一個國家若是長期處於貿易逆差的狀態，這個國家的貨幣就會因為國庫中的黃金減少，而面臨到該國貨幣貶值的情況；相反地，若是另一個國家長期處在貿易順差的狀態，就會從海外賺取許多黃金回來，因此該國貨幣就會升值。

所以，長期貿易逆差的國家，該國貨幣就會貶值；長期貿易順差的國家，該國貨幣就會升值，這樣兩國匯價的相關關係改變之後，就會使得原本貿易逆差的國家，受惠於貨幣貶值的效果，商品出口逐漸更有價格方面的優勢，而慢慢縮減



貿易逆差，甚至是轉為貿易順差。反之，原本貿易順差的國家，受惠於貨幣貶值的效果，使得進口變得更為有利，因此慢慢降低了貿易順差金額，甚至是變為貿易逆差。換言之，倘若在金本位的時代，各國透過黃金儲備的數量來調整各國貨幣的相對匯價，大國若先進行擴張消費，自然就會造成貨幣貶值，最後需要以擴張生產的方式來出口商品，把黃金賺回來平衡貿易。

但是在牙買加協定之後，美國印製貨幣基本上並不需要十足的黃金做儲備，若是以美元來看，聯準會在進行寬鬆貨幣政策、甚至是量化寬鬆之時，實質上是以聯準會的信用作為擔保，來擴大美元的供給。這也就表示，人們願意接受美元，實際上是因為相信美國的國力，以及在日後可以用美元向美國購買商品(在購買力不變的情況下)。當然，這對於美國來說，特里芬難題已經表明了美元會不斷進行貨幣貶值，而美國所能做的，自然就建立一機制，使得持有美元的海外各國能夠持續地增加美元的數量，並且不斷地延遲向美國兌付的時間。¹²

回到貨幣的本質，當央行發行貨幣時，理論上應當有足夠的發行準備在國庫裡頭；所以在央行的資產負債表上，央行的外匯存底就是放在「資產」項下，而央行所發行的本國貨幣，就是屬於「負債」項目。從這個概念來看，貨幣的持有者，就相當於是央行的債權人；也因此，美元的持有者，自然也就相當於是聯準會的債權人。但由於美國是霸權國，而美元又享有國際貨幣體系中的貨幣霸權，因此聯準會在印製美元時，實際上並沒有相應且十足的發行準備，這也表示，美元的持有者並沒有相對應的資產保障。對於美國來說，既然發行的美元並沒有十足的資產擔保，所以最理想的應對方式就是想辦法讓這些美元持續庫藏在海外，而持有者不會把手中的美元都換成美國的資產或商品。

而美國政府因為社會福利政策和不斷的軍事支出，使得國家財政不斷透支，需要持續地對外舉債才能支應政府開支。從 2000 年以降，幾乎每一任的總統任

¹² 此處的「兌付」，實質的意義是各國用美元向美國購買商品，也就是前述所指的「後付款」的概念。



期內都會因為到達政府的舉債上限，而不得不讓「政府關門」的情勢屢次發生。

(如下表所整理)

表 2-3：因到達預算上限，造成美國政府關門(government shutdown)。

發生時間	時任總統	發生原因	結束時間
2013 年 10 月 1 日	歐巴馬	因為歐巴馬健保造成國會反彈，無法通過 2014 年的會計預算撥款	2013 年 10 月 17 日
2018 年 1 月 20 日	川普	因為邊境移民問題與醫療保險法案，造成國會兩黨對於預算分配談不攏，因而無法通過臨時撥款案。	2018 年 01 月 22 日
2018 年 1 月 20 日	川普	同上	2018 年 1 月 20 日

資料來源：本研究自行整理

從布列敦森林體系過渡到史密森協定，最後再到牙買加協定，其整個轉變的過程最終讓黃金與整個國際貨幣體系進行脫鉤，所以在牙買加協定之後，因為正式開放各國對於自己的貨幣可以採取浮動匯率制度，所以美元也不再需要與黃金價格掛勾。而正是黃金脫離了國際貨幣體系的主要舞台，因此相應的配套做為就是讓各國央行的儲備資產多元化，例如採用各主流的國際貨幣(例如：英鎊、美元、法郎、德國馬克...等)、IMF 發行的特別提款權(SDR)，¹³從結果來看，雖然美元不再需要與黃金掛鉤，但是這也意味著各國對於美元的需求會比過往的時候還要來得低，因為就任一國家而言，外匯儲備中不必然多數都是美元和黃金所構成，各國可以把美元換成其他主流的國際貨幣，以多元化自己的外匯儲備，而且也避免了單壓在美元之上所產生的匯率風險。

當然對於美國來說，黃金與美元的價格脫鉤，使得黃金作為「美元霸權」的基石不復存在，因此美國必須要重新找尋、增強美元的外部需求，以便於讓美元

¹³ 在此意義上，SDR 被認為是由 IMF 所發行的紙黃金



霸權的國際貨幣體系得以繼續存在。也就是說，在與黃金價格正式脫鉤之後，美國必須找到「美元霸權」的新基石，而這個基石的存在就是世界各國對於美元的強勁需求。若是以史翠菊的「結構性權力」來觀察此一改變，就是「美元霸權體系」的結構建立了之後，美元在該體系之中就具備了特殊地位，而這個地位要被替換掉其實不容易，因為要被替換的前提就是新的挑戰者必須要兼具當前美元在這個體系中所能發揮的四項結構權力。雖然從 1971 年之後，我們可以看到美元是在全球貿易和全球金融當中的所占份額有逐步下滑的趨勢，但是從美元霸權的根本來源上來看，不論是因為「貿易」需求或是金融需求，實際上全世界對於美元的總體需求不斷地再增加。

壹、貿易結構的加持：美元與石油掛勾

原有的美元霸權是因為「布列敦森林體系」而存在，但為了持續維持這個已經存在的貨幣霸權，對於美國來說，維持這個貨幣霸權體系最重要的事情，就是必須持續強化美元在這個結構當中所能夠發揮的結構性權力，因此在 1970 年代出現了「石油美元」(Petro-dollar) 一詞，¹⁴有論者認為美國與沙烏地阿拉伯在 1973 年所達成的共識(林建山，2020)：由美國為沙國提供安全保護，而沙國則是同意以美元作為出售石油的計價單位和貨幣；而在 OPEC 成立之後，在沙國主導之下，延續此一「石油美元」的協定，OPEC 的各產油國都接受以美元作為出售石油的唯一計價標準。

對於美元來說，只要能夠與全球最大的貿易商品—石油進行貿易掛勾，就能確保全球其他國家在對於石油有著源源不絕的需求時，也就等同於對於美元有著

¹⁴ 「石油美元」一詞，主要有三種層次的意涵，其一指涉的是由沙烏地阿拉伯主導，OPEC 產油國的石油產出僅接受美元作為結算貨幣。第二則是在闡述由於 OPEC 產油國透過出售石油與美元結算的掛鉤，賺取了大量的美元貿易順差，這些貿易順差最後被用來投資在歐洲的貨幣市場，成為歐洲美元的組成。



源源不絕的需求。這是因為要買石油的前提，除了產油國願意賣之外，進行貿易交割時還需要的唯一通貨—美元，這也就代表了，沒有美元，基本上就很難買到石油(除非找到其他國家願意轉讓自己手上的石油，或是跟其他產油國購買)，但很明顯地，少了美元作為石油貿易的唯一通貨，就會提高購買石油的困難度或是成本，因此對於絕大多數的國家來說，持有美元並利用美元來購買石油，便是很自然會相結合的兩個概念。

因此，國際主要的貿易商品—石油，在布列敦森林體系瓦解之後，直接替補黃金成為支持美元需求的重要結構，如果少了石油貿易的加持，那麼全球對於美元的需求和信任將會遠比現在還要薄弱更多。而從 1973、1979 年發生石油危機之後，我們可以看到石油價格的不斷推升，長期來說也是在鞏固全球對於美元的需求，因為石油價格變得越貴，就需要越多的美元來購買相同數量的石油，也就是對於美元需求的數量就會持續升高。

但是另一個問題在於，光有石油貿易的加持，是否能夠持續維持美元霸權的地位呢？當前，除了 OPEC 之外，仍有許多產油國的石油結算貨幣並不是以美元為主，例如像是全球第 9 大的產油國—伊朗，在 2021 年所簽訂的《中伊全面合作計劃協議》(東方日報，2022)，推進伊朗與中國大陸未來 25 年的石油貿易，預計合作的目標將會是由美元結算改為人民幣結算；近期，也傳出沙烏地阿拉伯因為對於美國的外交立場感到不滿，所以加快了與中國之間的貿易談判，試圖把兩國之間的部分石油貿易，改用人民幣作為結算貨幣(張佑生，2022；中信證券明明，2022)。而除了石油之外，俄羅斯在與烏克蘭開戰之後，因為遭受歐洲與美國的經濟制裁，所以限定使用盧布進行天然氣交易(汪哲仁，2022)。由上述的諸多事件可以看出，美元霸權的維持單靠「貿易結構」尚屬不足，還需要存在另外一個結構性的加持—「安全結構」或「金融結構」，才能夠完整支撐起美元霸權。

隨著歐元、日圓、人民幣等國際貨幣興起，以美元作為石油貿易結算的必要性也不斷地下降，不少討論認為當「石油美元」的關係被打破之後，將會因為各



國對於美元的需求降低，而使得美元的霸權地位受到威脅、動搖(李書良，2022)。但實際上全球對於美元的需求，除了是源自於貿易結構之外，還有另一個面向的需求—金融安全，也同時是美元霸權的支柱，尤其是在全世界頻繁發生金融危機的現在，這部分的美元需求甚至是超越「石油美元」。

貳、安全結構的加持

此處所討論的「安全」概念，並非傳統上國際關係所謂的「軍事安全」概念，本文主要限縮在「經濟與金融層面」的安全意涵。經濟與金融層面的安全，意味著國家所控的國內經濟和金融運作可以保持穩定，而在危機發生的不穩定狀態下時，國家又有足夠的能力可以給予整個國內經濟體系安定的力量。

一、保持金融穩定

在日常時期，國家需要對有足夠的外匯存底來支付日常所需，這部分包含進口原物料所需的資金、償付國外債務的利息。總的來說，國家需要有可以負擔上述所論及的總金額的固定倍數，才能夠保證國家在經濟金融層面得以維持正常運作。

二、金融不穩定時期

國家在面對到經濟金融不穩定的狀態，主要是來自於經濟生產被破壞(例如：地震、颱風)，或是金融發生資金短缺，這對於國家來說，首要目標當然是讓整個體系重新穩定下來，因此會利用國家的力量，缺物資就給予物資，缺資金就給予資金。但所謂的「缺少資金」，如果是企業找不到融資管道，這就意味著央行需要釋放更多資金到市場上，或者是到金融體系之中，透過金融中介的功能，使得企業可以獲得需要的資金。



不過通常經濟金融危機都會伴隨著外資出逃的現象，也就是原本在小國內部進行投資的外部資金，會基於避險的理由而將資金匯出到海外；如果央行沒有特別關閉跨國資本移動的窗口，外資就會有正常管道順利匯出資金。但是當匯出外逃的資金龐大，則是會對於該國的外匯存底產生壓力。

如同之前所討論的，個別國加為了因應未來可能的金融危機，因此需要準備足夠的外匯存底。雖然在 2009 年之後，東南亞各國與中國大陸之間，簽訂了許多「雙邊貨幣互換協議」，其本身的概念也是在自身外匯存底缺乏之時，能夠項協議的另外一方借入該國的本國幣(例如：當印尼的外匯存底接近枯竭時，可以透過該協議向中國大陸借入人民幣)，概念上也是為了用來充實外匯存底，有抵禦金融危機的功能。

但這類貨幣互換協議的真實效用，實際上只有簽署，而鮮少有國家真的提出執行的要求，因此還未能確切知道其成效究竟如何？但若是從理論上進行討論，實際上抵禦危機的效果可能相當有限。因為首先根據協議中的內容，假設某一 A 國要求執行該協議，而取得中國所提供的人民幣之後，這些人民幣並無法直接跟中國兌換外匯存底當中的美元(黃欣，2023)，換言之，該 A 國只能利用這些人民幣到外匯市場上去進行兌換。但是又囿於人民幣目前在國際上並不屬於可自由兌換的國際貨幣，因此如果真的拿到互換之後的人民幣，究竟可以透過哪些管道來換成流通性高的國際貨幣(例如：美元、歐元或日圓)？這當中是否又會有七折八扣的情況發生？這些問題確實是需要進一步釐清的。

參、小結

由上述的分析可以看出，美元在歷經 1971 年的「尼克森震撼」之後，迅速地在貿易結構、安全結構和金融結構當中，找到了美元可以持續具有影響力的方式，也就是利用這三個層面來強化世界各國對於美元的需求性。當美元在國際貨



幣體系中的需求性被強化之後，這就代表即使美元的背後沒有黃金做支撐，但是因為替換成了美國的霸權作為背後的支持力量，所以世界各國為了與美國進行往來，而不得不接受美國所建立的霸權結構；在這樣的環境之中，美元自然也成為在這個結構中代表美國霸權的貨幣表徵。換言之，黃金雖然還是很有價值，甚至是在尼克森震撼之後，黃金的價值就持續不斷地上漲，但是黃金無法在美國所主導的霸權體系中發揮作用，因為各國若是想要與美國在貿易、融資、借貸...等層面往來，能讓美國接受的通關密語並不是黃金，而是「美元」。

若是以「霸權穩定論」的觀點來看，美國身為一個霸權國，其代價就是要為它所建立的霸權體系提供「公共財」，而其他的小國在進入這個霸權體系之後，則是可以享用到這個公共財，過往的分析多半認為各貿易對手國會是充當「搭便車者」的角色，但是透過上述的分析，其實可以清楚地看出在「美元霸權」主導的國際貨幣體系當中，各國除了「搭便車」之外，還發揮了其他的角色與功能，例如：充當美元體系的需求者與支持者，正是因為這些國家對於美元是存有著較強烈的需求，因此他們的需求會支持著美元體系繼續存在且運作。換言之，雖然各國進入美國所主導的霸權體系中，一開始是為了享受美國在其中所提供的公共財，所以各國是為了「搭便車」的目的才進來；但是在各國搭便車、享受這個霸權體系所帶來的利益的同時，也讓各貿易對手產生對於這個體系的依賴，而這個依賴又會反饋回這個體系之中，使得這個體系的運作更穩固與順暢。

當然對於這個體系來說，時至今日已經難以區分到底是各貿易對手國的需求比較重要，還是美國在其背後的支持力量比較重要，因為縱使各國對於「美元霸權」體系產生依賴，但是美國從該體系中也是享受到絕無僅有的益處，就如同接下來會討論到的：當聯準會採取弱勢美元的政策時，美元數量會快速增加，這就形同是美國在對於持有美元的小國課徵「鑄幣稅」。另外還有美國通過對外貿易向對手國進口低廉成本的商品，對於美國來說就是利用進口貿易來壓低國內的通貨膨脹。



所以不論是美國或是貿易對手國，其實雙方都有明確的利益是建構在這個「美元霸權」體系之中，總的來看，雙方都有基於自身利益的需求，而不斷地維持該體系的運作。以此來看，其實雙邊應當比較接近於「相互依賴」的狀態，而這樣的互賴是透過美元體系彰顯出來。

當前的國際貨幣體系，基本上仍是延續著 1976 年的牙買加協定之後的運作結構，各國仍然可以自由選擇所想要適用的匯率制度，而且外匯儲備的選擇基本上並沒有太大變動，從冷戰時期的美元、英鎊、日圓、法郎、德國馬克，因為歐元區的出現，而讓法郎和德國馬克轉變成歐元；而中國在 2001 年加入 WTO 後的快速經濟崛起，也使得人民幣成為部分國家所選擇加入外匯儲備的項目之一。

但是美元霸權所產生的「難題」至今仍然無解，而且綜觀近 20 年來，大國在面對自己內部所發生的金融危機、經濟衰退時，所採取的寬鬆貨幣政策，實際上已經把利率壓到 0% 的狀態而未能完全解決問題，因此像是日本和歐元區，都分別於 2016 年和 2014 年提出了「負利率政策」；而美國雖然沒有正式宣布施行負利率政策，但也利用了量化寬鬆(QE)政策，使得聯準會獲得無限制寬鬆印製貨幣的權力。

如果說霸權國家提供「公共財」是維持霸權穩定的必要條件，但在美元霸權的案例上，其實可以很明顯地看出美國自己正不斷地破壞美元身為公共財的特性與可信度。雖然對於任何一個國家的央行來說，為了拯救市場與振興經濟表現，因而採取寬鬆貨幣政策的立場是屬於不得不的政策選擇，而且綜觀美元以外的國際主流貨幣，也開始採用破壞自身貨幣價值與信用的負利率政策與量化寬鬆政策，但這並不是成為替央行脫罪的藉口，而是揭露出一種歷史宿命。特里芬難題所揭示的矛盾現象，在牙買加協定之後的國際貨幣體系中，因為各國不再受到黃金作為匯率價格的掛鉤牽制(左正東，2022：182-186)，因此各國央行得以掙脫布列敦體系的束縛，而造成各主流貨幣的國家，正不斷地上演著「自毀長城」的戲碼。



第三節：美國貨幣權力的情境分析

在本節的分析當中，主要是以「美元循環週期」作為情境分析的時間分期，嘗試利用美元循環所產生的時間差異，在「結構性權力」的分析框架之下，進行動態性的分析。這是因為美國所掌握的「美元霸權」，在不同情境和外部條件之下，「美元霸權」所著重、發揮影響的結構性權力應當也會有所差別。因此往下的分析就是以「美元的升息/降息循環」作為主要的時間軸，討論在循環中的不同階段，「美元霸權」所著重結構性權力究竟為何？而且以美國的立場來看，就能能透過此一體系獲得何種形式的利益？

美元的升息/降息循環反映了美元相對於其他貨幣，究竟是處於強勢或是弱勢的狀態？而決定美元強弱的關鍵因素，就是在於美國聯準會的利率政策。當聯準會傾向採取寬鬆貨幣政策時，美元就會呈現相對偏弱；而當聯準會決定採取緊縮的貨幣政策時，美元就會表現出較強勢的狀態。而聯準會決策貨幣政策的依據，主要是因應美國的總體經濟狀態而定，換言之，也就是美國國內的經濟情勢，會影響聯準會的貨幣政策決定，而這又會影響到美元在整體國際貨幣體系當中的強弱狀態。下圖所繪製的影響路徑，僅僅是相當粗略的分析圖，但這對於美元循環的分析，以及美元霸權的著重面向來說，足以堪用。

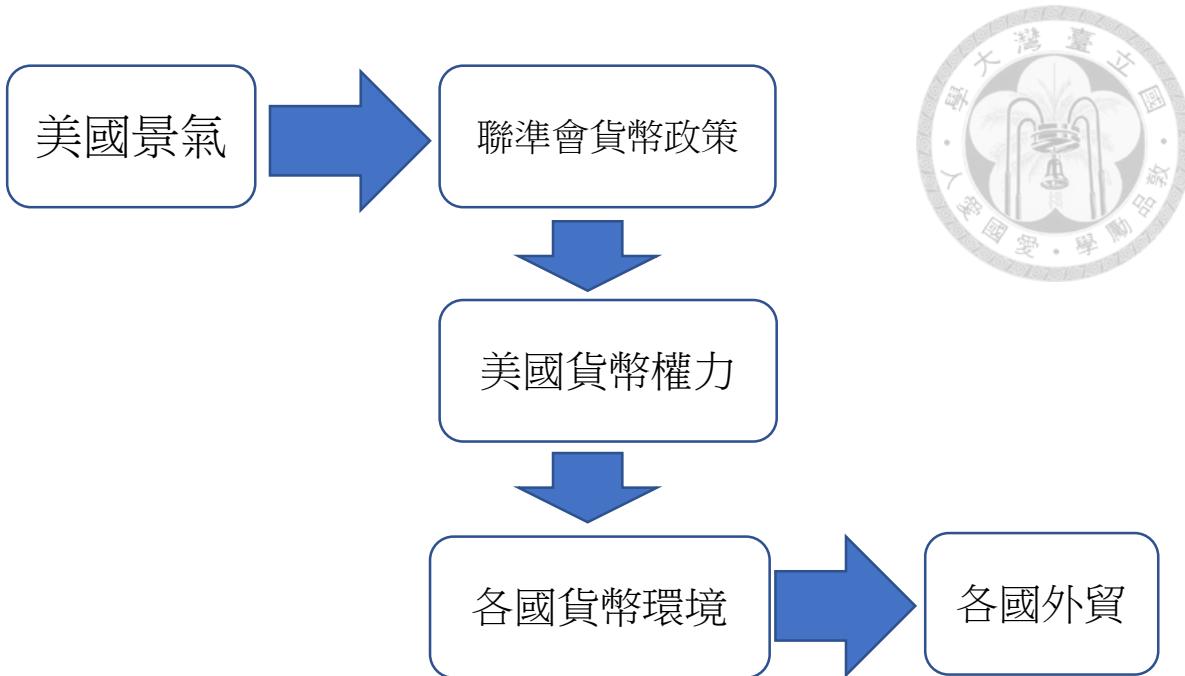


圖 2-4：美元經濟循環的影響路徑

資料來源：本研究自行繪製

壹、情境一：經濟與金融危機時期

當美國國內經濟遭遇到危機衝擊時，此一危機可能來自於實體經濟或是金融體系，¹⁵聯準會此時的標準動作便是採取寬鬆的貨幣政策，甚至是直接對金融市場注入資金。過去在 2008 年的全球金融危機時期，當投資銀行雷曼兄弟面臨倒閉時，美國各主要投資銀行都面臨到流動性不足，這時候有部分的金融機構就由聯準會獲得了貸款，比方說像是當時同樣發生危機的 AIG，就從聯邦準備銀行紐約分行獲得了 850 億美元的貸款，而美國政府取得 79.9% 的 AIG 股權(綠角財經筆記，2019)。

所以當美國內部發生危機事件時，通常會被財政部和聯準會先透過降息或紓困的方式，穩住金融市場的流動性，以避免造成全部市場的流動性危機，而降息

¹⁵ 實體經濟所引發的危機，例如：1970 年代的石油危機，2000 年初的達康(.com)泡沫，還有 2020 年的新冠肺炎疫情；金融體系引起的危機，則像是 2007 年的次貸危機、2008 年的全球金融風暴。



的作法對於聯準會來說，雖然相當於是利用金融業的利潤來保護其他產業(群益期貨，2020)，但是快速降息所釋放出的寬鬆資金，目的在於形成有效的圍堵，使得各市場的流動性危機可以緩解，進而避免危機擴大。

貳、情境二：經濟衰退時期

上述討論的金融危機時期，與此處所要的討論的「經濟衰退時期」，兩者並非共生的連體嬰，當美國本土發生金融危機之後，因為在金融市場發生緊縮的情事，因此必然會衝擊到實體經濟的活絡程度，所以金融危機之後，通常都會伴隨著經濟衰退的發生；反之，經濟衰退發生之前，不必然會有金融危機的出現，部分時候都是因為經濟過熱，而使得廠商錯估情勢，進而造成生產過剩的情況，再由單一產業逐漸擴大到全社會的消費緊縮、經濟衰退。

當美國或是全球發生經濟衰退時，對於美國內部而言，需要持續性地利用貨幣寬鬆或是財政寬鬆的政策來協助實體經濟恢復生機。雖然在經濟衰退的情境中，危機程度並不如經濟金融危機那樣的高漲，但是因為是處於經濟衰退的狀態，所以會出現通貨緊縮、大規模的失業人口和企業倒閉。

自從經濟理論出現「凱因斯學派」之後，各國政府不論是在危機時期或是衰退時期，皆不可能放置不理，而是會窮盡各種政策手段，試圖扭轉經濟表現。對於此一階段的聯準會而言，持續推動貨幣寬鬆是必然採取的措施，而相對應的美元體系也會因為這種貨幣寬鬆的成因，造成美元波動趨勢偏向於貶值。但值得注意的是，採行「寬鬆貨幣政策」的聯準會，主要的考量層面與相關因子，都是在美國本身的經濟與金融情勢，而不會把其他小國的反應納入自己的決策系統當中。

再者，雖然採取「弱勢美元」的政策是釋放出更多的美元到市場上，而使得美國可以享受到「鑄幣稅」的相關利益，但是這並不是美國採取弱勢美元政策的本意，因為不管是任何一個國家的中央銀行，只要是處於經濟衰退的階段，都是



會選擇採取「寬鬆貨幣政策」；但美國之所以會特別遭受抨擊，其關鍵並不是來自於「寬鬆貨幣政策」本身，而是因為美元在國際貨幣體系當中具享有「貨幣霸權」的緣故。美元一方面是由美國聯準會操控著貨幣供給，但另一方面又是全球各國的外匯儲備最大組成貨幣，所以當美元數量在聯準會的授意下，快速增印時，對於各國央行來說，自然就會感受到外匯儲備的美元價值降低，自己的財富正受到美國的劫掠。

也正是因為在情境一與情境二的時期，聯準會在考量決策的因素中並不會納入其他國家，所以縱然因為寬鬆貨幣政策對於其他國家產生「鑄幣稅」的劫掠效果，實際上這也並不能歸類為是美國刻意為之，而是由於美元在整個國際貨幣體系當中具有核心地位、享有貨幣權力，因此才能獲得來自體系本身的缺陷所帶來的相關利益。

參、情境三：經濟復原時期

在美國經濟處於復原的階段，聯準會所關注的經濟數據主要是在「通貨膨脹率」與「整體就業率」方面，因為經濟狀態剛脫離了「衰退」階段，所以此時的總體就業狀態仍未恢復「充分就業」的水準，而且整體社會的經濟生產規模也還沒恢復到復甦的狀態。對於聯準會來說，這時候需要搭配的貨幣政策是偏向於寬鬆的貨幣政策，透過較低的利率水準來刺激民間消費和企業投資，促使經濟表現恢復到正成長。

在寬鬆的貨幣狀態下，此時聯準會的利率政策仍會釋放資金到市場上為主，雖然不必然會是持續性地調降基準利率，但是聯準會仍然有其他的政策工具可以對於市場持續投注資金，提高貨幣供給，而金融市場上也會因為有著寬鬆的資金，而使得美元呈現偏弱勢的狀態。

既然聯準會為了刺激經濟成長而採取寬鬆貨幣政策，使得美元在外匯市場上偏向貶值，這對於美國對外貿易來說，弱勢美元政策可以刺激美國的對外出口，



使得美國的對外貿易赤字得以縮減。因為從「世界體系」的觀點來看，美國既然身為核心國家，就不可能在對外貿易上處於「出超國」的地位，因此美國如果意圖要透過對外貿易來刺激經濟，最有可能達成的目標就是縮減對外的貿易赤字規模，而非直接扭轉成對外貿易順差。

就「生產」的結構性權力來觀察，常態的生產關係都是美國身為世界主要的消費市場，而貿易對手的小國則是作為世界體系當中的生產者；倘若美國也想強化自己的商品生產力，想要縮減與小國之間的貿易逆差，最簡單的做法便是讓小國加大對於美國的貿易進口，但這對於原本的生產關係來說，必然是相互違背的。因為從二次戰後所建立起來的貿易生產關係，美國都是以核心國的角色負責商品的最終消費，所以要在短期之內扭轉這樣的生產消費關係，會需要由「市場」之外的力量介入，例如像是透過政治權力的施壓，使得貿易對手的小國願意加大對於美國商品的採購與消費。就現實中的案例來看，筆者認為美國在近幾年常提起的「匯率操縱國」指控，就是屬於前述所提到的「政治權力施壓」(至於詳細的分析，則留待後續第五章當中以案例進行討論)。

另一方面，倘若是以「金融」面的結構性權力來觀察，聯準會調降利率之後，等於讓企業或是個人可以用較低廉的成本取得美元(因為貨幣的借貸成本就是利率)，所以從「借貸者」的觀點來看，低廉的美元可以提供更多的套利機會，不論借貸者是要從金融體系借貸出來，進行跨國之間的利差套利，或是進行跨國投資，甚至於只是要在美國國內進行金融投資或是實體經濟的投資建設，低廉美元等於是刺激借貸成長的必要環境。所以在此一階段，可以看到國際熱錢一批一批地流到新興市場，因為新興經濟體通常具有較高的投資報酬率，而且多數因為集權統治的政治體制，所以具有政治穩定性，減少了許多政治風險。

但除了企業與個人可以借到低廉成本的美元之外，對於美國政府來說，同樣也可以用比過去更低的利率發行公債，取得美元進行財政支出。而美國公債有相當多的投資人其實是來自國外的小國，因為小國透過貿易體系賺取了大量貿易順差的美元之後，需要透過低風險的投資工具來保值，而美國公債就是最適合的投



資工具。但是聯準會調降基準利率之後，會連帶影響到債券市場的殖利率，債券投資人所面對的新的債券利息也會跟著聯準會的動作而逐漸降低，也就是債券投資人的再投資報酬會比之前還要來得低。

其次，聯準會利用降息來增加市場上的美元供給量，但這對於原本持有美元的人來說，等於是聯準會向他們課徵「鑄幣稅」一樣；美元的供給量越大，美元通貨膨脹的效果越明顯，而美元持有者手上的美元價值就會降低。換言之，正是因為聯準會掌握了印鈔的權力，而可以利用此一權力來削減美元的內在價值。而在第二個層面，也正因為「通貨膨脹有利債務人，而不利債權人」的角度，可以看出聯準會提高貨幣供給量之後，可能引發較大的通貨膨脹，這會使得原本投資美國公債的小國，¹⁶雖然他們是為了「保值」的目的來投資公債，不過在歷經通膨之後，縱然它們所能拿到的名目債息保持不變，但是這些名目的債券利息再扣除通貨膨脹率之後，實際上仍是被削減了部分的價值。¹⁷

所以在此一時期，透過上述的分析可以清楚地看出，以美國的立場來看，貨幣寬鬆會使得美元在「金融」面是由美國流向海外的小國；但是在「生產」層面，則是會因為美國刻意縮減貿易赤字的規模，因此造成由美國流向小國的貿易美元略為減少。

肆、情境四：經濟回溫時期

當美國自身的經濟情況開始處在回溫的階段，聯準會開始改變緊縮美元的政策，最大的標誌性動作就是提高基準利率，啟動美元的升值循環週期。對於聯準會來說，最大的任務就是防止通膨，而過去為了刺激經濟所釋放到市場的美元，在經濟發展較為穩定的時期，將會出現市場上的資金過於氾濫的情況，因此聯準會在程序上是先利用公開市場操作的政策工具來回收資金(黃富櫻，2004；市場先

¹⁶ 美國財政部每月 15 日公布最新國際資本流動報告（TIC）顯示，當前美國國債最大的兩個外國持有者，分別為日本和中國，前者持有 10877 億美元，中國則持有 8693 億美元。

¹⁷ 此一思考角度，就如同費雪方程式(Fisher Equation)的核心意涵相同：名目利率=通貨膨脹率+實質利率。



生，2022)，而到一定程度之後才會開始升息循環。

當聯準會從原本的降息循環調整到升息循環，這當中利率的轉變，甚至是對於利率轉變的「預期心理」，就會開始影響到全世界的資金流向。以「金融」面的結構性權力來看，原本借貸美元所需要負擔較低廉的利息成本，開始面臨到借貸利息在未來可能會變貴的預期，因此會有人開始把借貸的資金還回去；美元計價的債券殖利率也會隨著升息循環的預期而開始逐步上漲，美元的借貸利息變貴，原本套利的空間就會變少，而那些原本外流到新興市場的國際熱錢也會隨著美元升息循環，跟著回流到美元，這樣轉變也逐步推升了美元在外匯市場上的升值循環。

通常在此一時期，會開始出現對於「美元荒」的討論，¹⁸其關鍵也正是因為以往受惠於聯準會寬鬆貨幣政策之下的大量美元，開始變得比過去更貴(借貸利率開始變高)，也變得更難取得(借方需要提高利率才能借到足夠的資金)，而對於國家或是企業來說，也會被金融市場重新檢視。因為當美元又變成一種稀缺的資源時，擁有不合理報酬的高風險投資項目將會先被拋棄，因為高風險的投資項目在面對美元借貸成本變高時，必須提出更高的報酬才能吸引到足夠的資金投入，而更高的報酬要求實際上會使得投資計畫更難達成，而最後形成倒債的局面。

而在「生產」層面的結構上，當美元跟隨著升息循環，在匯率價格上逐步升高之後，相當於美元的購買力也是逐漸恢復，對於美國自身來說，美元購買力的提升，將會使得美國企業和民眾更樂於進口小國的商品來消費；更何況因為美國的經濟回穩，使得美國不再有強烈的動機和需求去減少貿易赤字。隨著美元升值循環的重新開始，美國利用美元購買力去消費小國的出口商品，是更有利可圖的行為，減少貿易赤字在此一時刻就變得不再是重點項目。

總的來看，在此一時期的美元體系，以美國的立場來看，美元會在「金融」

¹⁸ 美元荒的概念並不是市場上真的缺乏美元，而是意指美元沒有過去那麼氾濫，而且沒有如此容易取得。



面從各國回流到美元，但是在「生產」面上，卻是重新開始從美國朝向各國流出。這兩股反方向的資金流動，對於各國而言是需要特別進行應對和調整的狀態，因為順應金融面變化的國際熱錢，通常流動的速度會比貿易層面還要來得迅速，這也代表如果個別國家在短期之內沒有辦法應對國際熱錢的流動，將會造成該國的本國幣在國際市場上的價格波動劇烈(陳鈺臻，2018)，甚至是產生新一波的地區性金融危機。

伍、情境五：經濟過熱時期

在美國經濟持續升溫，甚至是到達經濟過熱的階段，這一段期間內聯準會都是會採取緊縮的貨幣政策，大力回收市場上的浮資，提高基準利率以壓抑經濟面與金融面過熱的情況。但是在最近 20 年，聯準會在 2004-2006 年、2015-2018 年出現過連續性升息週期，而在 2019、2020 期間，尚未展開連續性的升息之前，就面臨到對於經濟面產生重大打擊的新冠肺炎疫情，而使得原本經濟回溫的情況馬上面臨反轉的局面。但是在經過 2019-2021 的極度貨幣寬鬆(包含運用『調降基準利率』與『量化寬鬆』)之後，2022 年開始遭受到通貨膨脹快速攀升的反撲，致使聯準會不得不快速地將基準利率從 2022 年初的 0%-0.25%，多次升息之後拉到 4.5-4.75%。這三個時間段落都是屬於經濟過熱，而聯準會展開升息循環的週期。(如下圖所示)

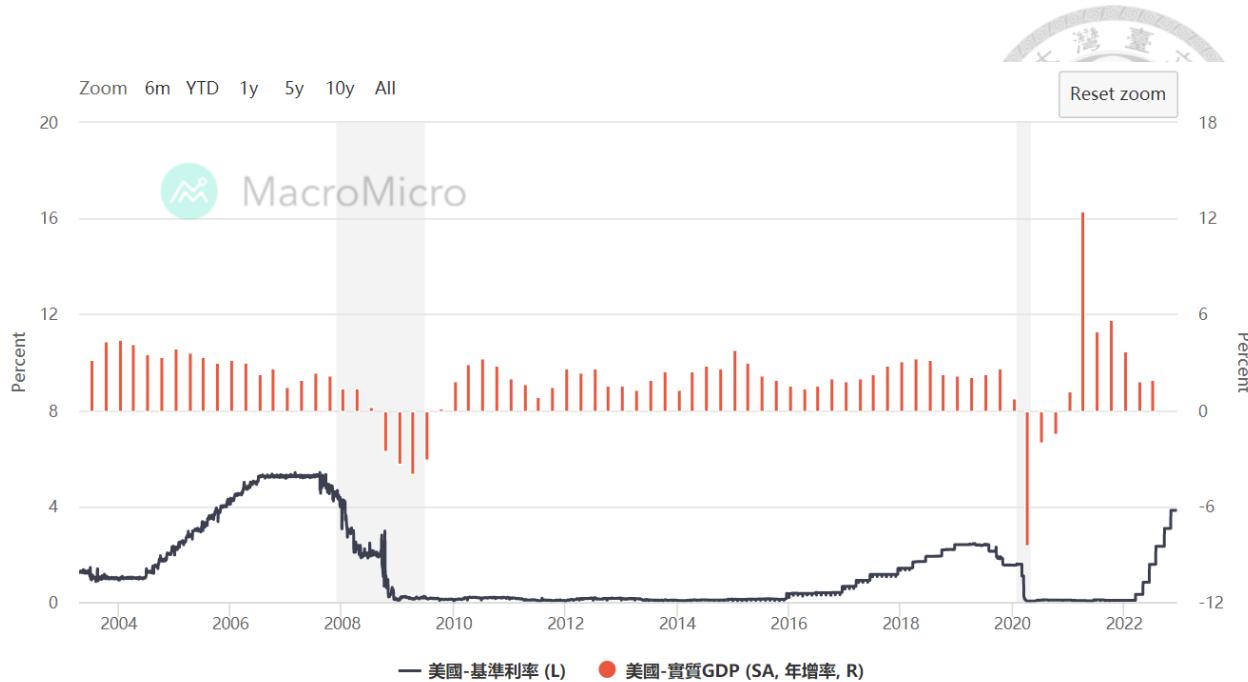


圖 2-5：美國基準利率

資料來源：財經 M 平方 <https://www.macromicro.me/collections/9/us-market-relative/48/target-rate>

另一個可以參考的時間點，就是 1980 年代美國為了打擊通貨膨脹時，所展開的連續性快速升息，但當時的國際經濟環境與目前的狀態並不太一致，首先是在 1980 年代時，國際上仍然有共產主義陣營，與目前的全球化狀態並不相同；而且全球第二大的經濟體—中國，在當時並沒有加入全球化的貿易體系之中，因此目前的國際貿易、國際金融結構與 1980 年代自然存在著結構性的差異。至於這樣的結構差異，是否會影響到美元在國際流動的狀態？本文認為當然是有影響，因為中國大陸在 1990 年代之後加入國際貿易體系，而在 2000 年加入 WTO，中國大陸逐漸成為美國的最大貿易夥伴，中國大陸成為在國際上吸納美元的主要力量之一，這對於美國來說，多一個貿易夥伴的效果，就等於是讓美元的需求變得更多，而這種結構差異對於美元霸權來說是影響巨大的。

所以 1980 年代的美國升息循環，對於 2000 年之後美元在國際之間流動的差異，實際上的參考性應當是相對有限。而在 2018 年聯準會接連快速升息的階段，我們可以看到美元指數的價格是快速拉升，這對於貿易對手國而言，會在匯率方面產生更多壓力，雖然美元升值對於貿易對手來說，各國的本國貨幣是相對



貶值的，這樣的匯率變動趨勢有利於小國的出口擴張；再者，對於美國而言，美元在國際價格上的升值，也等同於美元的商品購買力增加，同樣的美元可以買到更多的國際商品，因此美國政府在此一階段，通常是比較不會去計較貿易逆差的擴大；當美元的購買力提高，對於美國而言正是應當要擴大對外採購的時間點，此時若是去計較美國與貿易夥伴之間的貿易逆差，反而不利於美國利用美元購入商品的消費行為。

而美國的景氣越是過熱，在貨幣政策方面聯準會就越會加快升息的速度，此一過程必須要能夠有效地壓制經濟過熱所帶來的通貨膨脹之後，才有可能減緩下來。但是過熱的經濟表現通常也會伴隨著金融面的龐大泡沫出現，而持續升息的壓力也是造成金融泡沫破滅的主要原因之一，所以當泡沫破裂之後，經濟環境隨之反轉，過熱的經濟情勢會在短時間內冷卻下來，但也代表了升息循環的終結。在面對經濟逐漸冷卻的階段，聯準會將會停止升息，甚至是展開降息循環，以求寬鬆的資金能夠順利注入經濟活動之中，讓經濟生產重新活絡。

因此，在此一階段，雖然因為升息的影響，使得金融面的美元不斷地回流到美元、回流到聯準會，但是在生產面方面，也因為經濟持續擴張的結果，使得美國會在此時持續擴張消費，因此造成對外貿易赤字的擴大。對於身為貿易對手的各國來說，雖然在金融帳方面，美元會從帳上回流美國，但是在貿易帳方面，卻可以從美國的擴張消費獲得補充美元的機會。也因此各國在此一階段所面對到的「美元短缺」現象，反而會比前一階段—經濟回溫時期，所面對到的美元短缺壓力反倒是更小。

陸、小結

透過本節對於美元景氣循環的分期討論，我們可以看到一個「美元流動」的圖像，隨著經濟表現的強弱，聯準會順應著調整貨幣政策，而美元也就跟著這樣的循環週期變動，也不斷地改變著美元流動的方向。在經濟成長的階段，聯準會



逐步加大基本利率，以便餘回收市場上過剩美元，所以在金融層面是由海外流向美元；但也因為美元在此階段的購買力最為強勁，因此會透過貿易層面，以貿易赤字的形式流向海外。

而當經濟衰退時，由於聯準會施行寬鬆貨幣政策的效果，使得在金融層面會是呈現美元不斷外流的情況，同時在貿易層面，也因為美國的經濟表現不振，造成美國的進口消費降低，反而使得貿易赤字減緩。換言之，不論是在哪個經濟表現的情境中，從貿易層面和金融層面，我們可以看到美元的流動方向，大致上是呈現相反的流向。

正因為美元是美國聯準會所掌握著貨幣供給，因此美元可以順應美國的經濟表現做出相應的調整；但是美元同時又是國際貨幣體系中最重要的組成分子，因此美元的數量和流動本身就具備著「公共財」的特性。當美元的流動狀況隨著聯準會的貨幣政策而產生連動時，必然也會透過「公共財」的屬性產生外溢的效果，特別是在牙買加協定之後，美元的數量調整不再受到與黃金價格掛鉤的限制，因此聯準會得以依照自己的專業判斷，完全控制美元的數量和流動，這也使得「美元霸權」的特質更加凸顯。



第四節 美國如何施展「貨幣權力」

前述討論「貨幣權力」都是以「結構性權力」的分析角度進行，然而對於美國來說，除了「權力是如何被體系所構建出來？」值得討論之外，另一個同樣也是值得分析的面向，就是在於「權力如何被施展？」因為當權力的擁有者施展權力去影響他者(例如小國)時，我們才會確切地觀察到這個權力被美國運作的過程與效果。而對於大國來說，貨幣權力的施展主要體現在三個範疇(Kirshner, 2013:7)：美國進行「貨幣操控(Currency Manipulation)」、利用特定國家的「貨幣依賴(Monetary Dependence)」，以及施行「體系破壞(Systemic Disruption)」，由於本章節主要在討論的是美國如何施展貨幣權力，因此以下的討論將集中在「貨幣操控」的範圍之中。

「貨幣操控」的定義是美國在貨幣權力方面對於特定國家所施行的直接影響，依據大國的態度、立場與動機可以簡單分為：正向和負向兩種。簡單來說，就是美國運用此貨幣權力，是為了支持該國？或者是懲罰該國？如果是為了支持個別國家，就可以被歸類在「正向貨幣操控」的範疇，反之，若是為了懲罰該國，則是屬於「負向貨幣操控」的類型。而進一步，根據美國在行為上的積極程度，可以再用行動力的大小來作為此面向的區分維度：介入干預？或是靜觀其變？所以從這兩個角度，可以切割出四種進行貨幣操控的類型，如下圖所示(Kirshner, 2013:52)：

表 2-4：貨幣操控的四種形式

		美國對於特定國的態度	
		正向	負向
美國採取的 應對行為	介入、干預	保護型	劫掠型
	靜觀其變	放任型	消極型

資料來源：轉引自喬納森・科什納(Jonathan Kirshner)，《貨幣與強制》，頁 52

我們首先以「放任型」為例，由於美國掌握貨幣權力，因此在施展權力時，



也可以選擇對特定國家的貨幣政策不進行干預，換言之，「不作為」也是美國施展權力的一種選擇。例如當某 B 國選擇對自己本國幣採取貶值的做法，相對來說，就是美國的貨幣匯率進行升值，這時候美國若是默許 B 國的貶值行為，美國直接選擇「不作為」的應對方式即可，讓該國的貶值政策發揮效果。在這種情況下，就意圖上來看，美國是願意讓 B 國的貨幣貶值發揮效果，因此美國選擇「不作為」來應對；而從行動上來看，由於美國的應對行為是採取「靜觀其變」的消極應對，所以在該事件上，美國就是採取「放任型」的貨幣操控。例如在 2012 年，日本安倍晉三再次回任首相之後，所提出的「安倍三箭」(三本の矢)，當中第一項「積極的貨幣政策」就是採取大規模的量化寬鬆政策，所造成日圓匯率貶值的效果，很明顯是在美國的默許之下所進行的(呂忠達，2014：27-29)。

當然，如果美國在面對 B 國的政策改變，而採取正面且積極的方式加以回應，便是屬於上表當中「保護型」的貨幣操控類型。在這種類型當中，美國不但不反對 B 國的政策作為，反而在應對的方式上，選擇積極的方式去回應該國的作為，讓 B 國得以獲得更多經濟利益。在二次大戰時期，英國與美國都對於中國貨幣採取「保護型」的貨幣操控(呂忠達，2014：57-63)，美國對於中國當時的銀本位制度，採取購買的作為，因為透過這種形式，讓美國得以收購白銀之後，把美元轉交給中國政府，作為外匯支持。另外近幾年常見的案例，就是在金融危機的時期，美國對於個別國家/地區的貨幣支持，也能夠看成是「保護型」的貨幣操控。像是在 1998 年的東亞金融危機時，國際大鱷(以喬治索羅斯為首)對於香港的匯率攻擊，當時中國官方為了表達對於剛回歸的香港的支持，所以曾口頭表達過對於香港的支持，而時任特首董建華也曾致電當時的國務院副總理錢其琛。就當時的狀況來看，香港當時的外匯儲備是足夠應對國際投機客，但假設當時香港的外匯儲備不足時，中國若是動用自己的儲備去支持香港捍衛港幣匯率，這樣的行為就是「保護型」的案例。

因此回過頭來看，我們已經知道，美國施展貨幣權力時，除了美國本身在貨



幣政策方面的施展與改變之後，另外也存在「不作為」的默許行徑。當然，如果我們要更清楚地看出美國在個別事件上，積極施展貨幣權力的手段時，最好的觀察點就是找出那些屬於「劫掠型」貨幣操控的案例。因為在這個類別中，從意圖上來看，美國有意去削弱個別國家的利益，而且從手段上來看，美國也確實採取相對應的政策來讓特定國家的貨幣政策失敗或是成本提高。相較之下，如果我們要找尋「放任型」或是「保護型」的案例，基本上比較難以觀察到，而且在非戰爭時期，大國的貨幣政策考量的因素多是以國內經濟為主，如此一來，大國施展貨幣權力時究竟與特定國之間有何關聯，自然也難以論證。

既然我們要鎖定在「劫掠型」的貨幣操控，這當中又可以分為兩種樣貌，一種是單純從貨幣政策方面來看，如我們前面所討論的一樣；而另一種則是以行政手段進行，例如說回實際案例，對於美國而言，因為美元擁有國際貨幣權力的霸權地位，因此隨著美元相應而生的諸多國際組織和全球金融體系，都相當於是美國可以展現貨幣霸權的場域；而最能夠彰顯出美國施行貨幣權力的實踐，就是美國對於特定國家進行「金融制裁」的時刻。因為在「經濟制裁」的概念下，通常是包含了對於國際貿易、金融往來的制裁，但是就美國來說，其實美國並沒有辦法直接要求其他國家對於被制裁者斷絕貿易往來，而是要透過金融層面上的威脅，要求其他國家一併加入斷絕貿易往來的行列。

之所以美國可以透過金融手段加以威脅，其關鍵因素在於兩個層面：第一個層面是因為當前的國際貿易流程中，貨幣結算和清算需要倚靠跨國金融體系來完成，而這個結算貨幣在大部分的情況下，是以美元為最大宗(台灣中央銀行，2023)，因此要進行美元清算的金融過程，就必然會涉及與美國相關的金融機構。其次，在第二個層面上，即使是結算和清算的貨幣並不是美元，而是歐元、英鎊和日圓...等其他國際流通貨幣，但是全球的貿易清算和金融清算，基本上都是要透過 SWIFT 進行，而這個跨國進行的非營利組織，本質上是為了「美元清算」而誕生。所以即使是進行非美元的清算，只要透過 SWIFT 進行金融機構之間的溝

通、發電文，自然就會讓美國有進行干預的空間和機會存在。



壹、貨幣政策層面的貨幣操控

單純利用貨幣政策進行貨幣操控，從本章第一節的討論已經可以看到，用來衡量「貨幣權力」的指標能力，主要有四類：(A)延遲權力、(B)轉移權力、(C)鑄幣稅的剝削權力與(D)重定價權力。在此簡單快速地回顧一下這四種權力的體現方式與衡量指標：

一、延遲權力的體現

主要是貨幣發行者用貨幣來消費商品，而商品的賣家(也就是新一輪的貨幣持有者)願意相信手中的貨幣是有價值存在的(此即貨幣的功能之一：『價值的儲存』)，因此商品的賣家願意把商品轉讓出去，讓貨幣的發行者先行享受該商品，而商品的賣家則是先把價值儲存在貨幣裡，等待日後再向貨幣發行者兌換商品進行消費之用。

若是以美元為例，美國長久以來都是屬於貿易逆差國，也就是美國在對外的貿易關係上，是處於進口大於出口的狀態，但是這樣一種貿易失衡的狀態，實際上卻是體現美元所享有貨幣權力的最佳例證：美國不斷地發行美元，並以此進行擴張消費，所以美國長期呈現貿易逆差的狀態，而美元不斷流向貿易對手國。而身為貿易對手國，若是一昧地囤積美元，而不是利用美元向美國進口商品(使該國轉變成貿易逆差國)，長期來看，身為貿易順差國就意味著囤積美元，囤積美元就是把貨幣的購買力一直儲存在美元裡頭，因此就是不斷地延遲美國返還商品價值(也就是購買力)的時間。

唯有當美國轉變為貿易順差國，在賣出商品或是資產，將各國手中的美元再度移轉回美國之後，「延遲能力」的體現效果才算是結束。不過從現有的數據來



看，實際上美元外流到各貿易對手手上的數量是不斷地增加，這就代表了美國對於美元霸權的行使，在延遲能力的部分非但沒有逆轉的跡象，反而是一直不斷地增大當中。

二、轉移權力的體現

如下表所列，在擁有美元霸權之後，美國可以利用貨幣權力，在「延遲權力」和「轉移權力」所可以發揮的效果分別為：

表 2-5：金本位與美元本位的比較

	金本位制度	美元霸權
延遲能力	直接用黃金結算，因此不存在「延遲能力」。	美國貿易逆差越大，代表外流的美元數量越多，延遲能力越強
轉移能力	國際收支不平衡直接反映在匯率上，因此不存在「轉移能力」。	利用美國公債吸收金融帳與資本帳，平衡國際收支帳

資料來源：本研究自行繪製

轉移權力的體現，就是由原本貿易失衡的狀態恢復，這個過程有兩種可能性：其一是原本的出超國轉變成入超國，也就是從本來賺取貿易順差的角色，轉變為貿易逆差。其二則是由原本的入超國轉為出超國，也就是從不斷的貿易逆差轉為貿易順差。這兩種方式都可行，但就當前的國際貿易體系來看，相當於是讓美國縮減貿易逆差，賺取貿易順差；而原本的東亞國家轉變為貿易逆差。由於這種兩種轉變是要平衡貿易的必之路，因此由哪一方負責比較多的轉移成本，就是該方負責進行轉變。



三、 剝削權力

前述討論「延遲能力」時，利用貨幣的「價值的儲存功能」，來分析小國持續累積外匯存底的價值狀態。小國庫存在外匯存底中的外幣，代表的是小國透過國際貿易所賺取得來的貨幣價值，若是用白話的方式進行理解，其實也就是貨幣的購買力。也就是小國握有這些美元、英鎊、歐元...的同時，就是信賴這些外幣有相當的購買力，而且這些外幣的購買力理應是保持不變的，也就是假設在短期內通貨膨脹為 0% 的情況下，這些貨幣應當是可以維持相同的購買力，也才是符合「價值的儲存」的定義。否則，倘若購買力會逐步減少，就代表這些貨幣所蘊藏的價值也在逐步降低，這種狀態當然就不符合「價值的儲存」定義。

但是，貨幣發行國會因為基於刺激經濟的原因，而採取寬鬆的貨幣政策，通常這就是代表該國央行會增加貨幣供給以達到寬鬆的目的。但是這種作法實際上是在進行一種剝削的行為，因為在央行提高貨幣供給量之後，新發行的貨幣數量會瓜分掉原有的貨幣購買力，假設原本聯準會只有發行一兆美元的貨幣，但為了刺激經濟發展，在不斷寬鬆之後，聯準會又額外發行一兆美元，因此市面上流通的美元貨幣數量從原本的一兆美元擴大到了兩兆美元，而在全市場的商品數量沒有改變的情況下，就相當於物價提升了一倍。原本全市場有一兆顆蘋果，配合上全市場流通的一兆美元，因此一顆蘋果賣一美元；但是當有兩兆美元在市場上流通，但全市場的蘋果數量仍是一兆顆，此時的蘋果價格就提升到了每顆賣兩美元。

很明顯地，原本持有美元的人，假設某 A 原本持有 10 美元，因此可以買到 10 顆蘋果，但是因為聯準會增加貨幣供給之後，使得某 A 所持有的 10 美元變成了只能買到 5 顆蘋果，而前後比較下來，某 A 所喪失的五個蘋果的購買力，就等於是轉移到聯準會新發行的貨幣上。所以，這種貨幣發行者額外擴大貨幣供給量的行為，最直接的影響就是剝削了原有貨幣持有者的購買力，使得原本流通貨幣的價值被新發行的貨幣所掠奪、佔有。這樣的一種貨幣購買力被剝削的現象，就



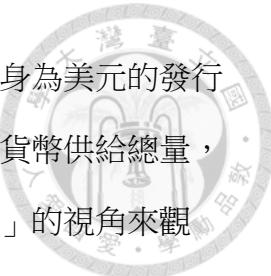
是所謂的「鑄幣稅」。

過去在討論「鑄幣稅」對於原有貨幣持有者的剝削時，主要都是侷限在一國之內的央行與民眾之間的權力關係，意即當央行不斷印鈔之後，造成惡性通貨膨脹，直接影響到的是民眾對於該國貨幣的信賴與穩定。但是當我們把相同的經濟邏輯放到美元的貨幣霸權上來觀察時，便是可以看到一個更宏觀的「鑄幣稅的剝削權力」的故事正在全球範圍發生。美元是國際流通貨幣當中最主要的構成，而聯準會又是控制美元貨幣供給的機構，而當美國想要行使「鑄幣稅的剝削權力」時，實際上是對美元的持有者進行剝削；而且正因為美元是世界各國的外匯存底主要成分，這也就意味著美國不只是針對美國國內的貨幣持有者，而是針對全球範圍內的各個國家，同步進行貨幣剝削。

當然，如果我們嘗試著把這些透過美元所能夠形式的貨幣霸權，前後連接在一起，則是可以看到一個更完整的圖像。首先是美國透過二次戰後所建立起來的國際貿易體系，以「世界體系」的角度來看，美國就是這個貿易體系的核心，而其他小國則是圍繞著這個核心，在半邊陲地帶建立起大小不一的生產中心，各自與美國建立起雙邊的貿易關係。而作為貿易核心國的代價，就是需要不斷地進口商品，並且輸出貨幣作為擴張消費的代價。

但是從尼克森震撼之後，美元不再與黃金價格相互掛勾，雖然此一事件造成美元價值的快速崩跌，但是也讓美元掙脫了黃金的束縛，也就是美元不在受限於美國所擁有的黃金存量，而可以自由地被美國所掌控。所以用美元所建立起來的貨幣霸權，成為美國在擴張消費時，給予貿易對手國的支付代價。各國皆相信美元的價值以及美國身為大國的信用，因此願意用自身所生產的商品來換取美元，並且將當下的價值透過美元儲存起來；而美國也因此得以在當下的時間點進行消費，而僅需在未來的某個時間點，支付美元所發揮的遞延代價。

當美國的經濟強盛時，美元的購買力極強，因此美國可以利用美元來擴張消



費。但是當美國的經濟衰退時，美元的價值開始衰落，而聯準會身為美元的發行者，基於自身的利益而採取擴張性的貨幣政策，透過加大美元的貨幣供給總量，使得聯準會可以印製更多的美元並釋放到市場上。透過「鑄幣稅」的視角來觀察，提高美元的貨幣供給，實質上就是在剝削既有的美元持有者的購買力。也就是當各國累積了大量美元，相當於累積了眾多可以在未來進行兌現的價值之後，聯準會印製了更多的美元，藉此來削減原有美元所蘊藏的價值，對於各國而言，雖然他們什麼都沒做，但就是因為什麼動作都沒做，因此才會被聯準會利用「鑄幣稅」的巧門給剝削了。

四、重定價權力

「重定價權力」的運作邏輯正好與剝削權力相反，也就是央行透過控制貨幣供給量，所造成的美元單位價值、購買力的改變。因此「重定價權力」就是在升息階段，聯準會減少貨幣供給量之後，所造成美元購買力的增加，整體而言是對於美元產生「增加價值」的效果。

所以從整體看起來，當美國經濟表現強勁時，美國利用美元進行擴張消費，發揮了美元霸權的「遞延權力」與「重定價權力」；而當美國經濟表現低下時，這時候美國無法在擴張消費，便利用提高美元供給量的方式，印製出更多的美元，藉此剝削原有美元持有者的購買力與價值，讓部分的貨幣價值得以轉移到新印製的美元貨幣上，施展岀「鑄幣稅的剝削權力」，並以此作為美國經濟力的補充。換言之，不論是強盛或是衰敗，只要美國持續掌握著貨幣霸權，就可以在任何時間點，透過美元進行貨幣操控，讓自己成為享有經濟優勢的一方。

上述的討論基本上都是圍繞在美元的貨幣價值所展開，而美國對於美元的價值操控，實質上就是藉由控制數量來決定質量(也就是貨幣價值)的過程。除此之外，因為美元的金流是當前全球最主要的金流渠道，所以美國掌握美元的金融體



系，也就同時控制了全球的金流管道，這當中最重要的一個制度性設計，就是 SWIFT 系統。而這條金流管道的暢通與否，以及對哪些參與者開放？又對那些人封閉？基本上也是屬於美國行使美元霸權的一種體現，只是這種權力行使並不是直接透過美元本身，而是透過美元的流通管道所展現出來。以下內容就是針對這一部分進行討論。

貳、SWIFT 系統與美國霸權

而在美元已經成為當前主流的國際貨幣之後，另一個可以彰顯美國掌握美元體系，進而控制其他各國在國際貨幣體系的參與，就是負責國際美元清算機制的環球同業銀行金融電訊協會(以下簡稱為：SWIFT)。這是因為 SWIFT 負責全球跨境交易的支付、結算與清算，相當於掌握了跨國金流的核心機制，雖然 SWIFT 的機構總部設置在歐洲，同時主張自己是一個獨立自主的金融機構，但是就實際運用情況來看，還是難以抗拒美國所掌握的美元霸權對其產生影響。在國際貨幣體系當中，全球支付貨幣仍是以美元為最大宗，其次則是歐元緊追在後，再來則是英鎊和日圓。

首先是因為，SWIFT 所負責的清算項目是國際貨幣，但仍是以美元交易為主要業務，這就代表了實際上 SWIFT 是屬於美元體系當中的一個環節，而美國所擁有的美元霸權，自然也會對於 SWIFT 產生相當程度的影響力。甚至是美國也在 911 事件之後，利用國內法「國際緊急狀況經濟權利法」(IEEPA) 對於 SWIFT 進行干預，由此獲得恐怖份子的相關金流情資。

其次，則在於整個美元體系當中，負責國際間的美元支付與結算工作，除了依靠 SWIFT 之外，另外還需要紐約結算所的「銀行間支付結算系統」(Clearing House of Interbank Payment System，以下簡稱 CHIPS)，這是因為 SWIFT 本身只負



責傳遞資訊，而 CHIPS 則是負責資金的清算，兩者共同合作才能完成支付與結算的工作。¹⁹

因此美國要介入 SWIFT 的運作，並非多數人所誤解的那樣：美國可以直接干預 SWIFT 的運作過程，阻礙國際之間的資金流動到特定國家。但實際上，SWIFT 本身的概念是銀行之間的溝通渠道與平台(文匯報，2020)，美國近 20 年來，介入 SWIFT 方式，主要是透過兩個層面進行，第一種方式是美國利用 SWIFT 蒐集相關的金融情報，包含銀行之間的匯款資料和帳戶資訊，這即是 SWIFT 配合美國所進行的相關經濟制裁；而美國利用 SWIFT 的另外一種方式，則是透過 SWIFT 對於特定國家或是銀行進行封鎖，換言之，也就是讓某些進入美國所列黑名單的國家或銀行(即美國利用打擊恐怖份子、反洗錢...等名義)，無法再利用 SWIFT 進行支付和結算的金融交易。至於美國如果要介入實際匯款或是清算的階段，則不是透過 SWIFT，而是要利用 CHIPS 對於全球貿易的美元支付系統進行干預。

下表是美國過去對於外國進行經濟制裁時，透過 SWIFT 所進行的制裁案例：

表 2-6：美國利用 SWIFT 進行經濟制裁

時間	被制裁國家	制裁原因
2012	伊朗	美國聯合歐盟以「打擊恐怖主義」和「限制核擴散」為由，通過歐盟理事會第 267/2012 條例
2017	北韓	發展核武並試射導彈
2018	伊朗	美國退出與伊朗的核子協議(JCPOA)
2022	俄羅斯	俄羅斯發動對烏克蘭的戰爭行動

資料來源：本研究自行整理

從上述的案例來看，雖然都是美國有意對於伊朗和北韓進行制裁，而最終 SWIFT 也配合這樣的制裁行為，但是從過程來看，並非是由美國單方面下達指

¹⁹ 此外，還需要美國聯準會的 FEDWIRE 系統搭配，美國境內的銀行才能完成每天的美元結算，詳細過程可以參考：<https://zh.wenxuecity.com/news/2020/07/19/9677203.html>



令，而 SWIFT 單方面的順從美國的命令。因為 SWIFT 的所在地是位於歐盟當中的比利時，因此在制裁北韓與伊朗的案例當中，能夠實質對於 SWIFT 有影響力的管道，是透過歐盟或是比利時的政治影響力對於 SWIFT 進行直接指揮，雖然在這過程中，並不能否認是美國透過歐盟或比利時作為中間人，介入 SWIFT 的運作，但就這樣的影響路徑畢竟是跟 SWIFT 直接聽命於美國有所差別。

換而言之，在美國對外的經濟制裁當中，金融制裁的做法就是讓被制裁對象無法利用 SWIFT 或是使用 SWIFT 的權限受到管控，這樣的邏輯其實是讓該國被排除在美元體系之外，無法利用 SWIFT 進行以美元的支付與清算。以 SWIFT 當前的規模來看，目前已經橫跨超過 207 個國家，連結了超過 10000 家的金融機構；如果被踢出 SWIFT，就等於是與世界各國的銀行失去連結，無法與其進行金融交易。

除了 SWIFT 可以進行跨國範圍的金融交易之外，俄羅斯在 2014 年也開發另一套相似的轉帳機制—金融資訊傳輸系統(SPFS)，該系統是由俄羅斯央行所建構，起源自過去美國在對於俄羅斯進行經濟制裁時，曾經威脅切斷俄國於 SWIFT 之外，因此俄國開發 SPFS 目的是為了因應俄國銀行因受到制裁，而無法使用 SWIFT 時，還可以有另一個備用系統可以使用(台灣中央銀行，2022)。為了推廣 SPFS，俄羅斯也與中國大陸、土耳其、印度等國談判(經濟部，2019)，企圖將這些與俄國較為親密的國家也拉入 SPFS 的系統之中，目前俄羅斯國內金融交易通過 SPFS 進行的比重已達到 20%以上(澎湃新聞，2021)。

2019 年則是由英、法、德等國推出「貿易往來支持工具」(Instrument for Supporting Trade Exchanges，簡稱 INSTEX)，主要是為了與當時被 SWIFT 排除在外的伊朗進行貿易往來，幫助歐洲的企業繞開美國對於伊朗的制裁，幫助歐盟的企業繼續與伊朗進行貿易。而在該系推出之後，陸續有比利時、丹麥、芬蘭、挪威、荷蘭和瑞典等六國(新華網，2019)，也在 2019 年底宣佈加入 INSTEX 的結算機制。INSTEX 的結算並不需要透過美元，因此可以避開使用 SWIFT 與美國的干

預；該系統在 2020 年 3 月順利完成第一筆交易，目前已經是全球第三大的銀行間清算支付系統(知乎網，2020)。

由上述的案例當中，可以清楚地看到在美國以外，仍有部分的大國嘗試在 SWIFT 之外建立一套新的系統，以便於當無法使用 SWIFT 進行貿易和金融結算時，能有其他的替代管道；像是俄羅斯建立 SPFS 就是為了避免自己國內的銀行被屏除在 SWIFT 之外，而歐洲大國則是為了受到美國制裁的伊朗，因此建立 INSTEX 來協助伊朗企業。由此可以看出，就目前國際貨幣體系運作的狀態來看，其實除了美元之外，其他國家在理論上也有足夠的資源和能力建立一套獨立於美元之外的貨幣運作體系(文匯報，2020)。

但是，這就如同在 SWIFT 的例子，雖然目前已經有許多類似於 SWIFT 的替代系統在運作著，但是全球各國、各企業在貿易往來仍然是首選利用 SWIFT，這是因為美元在貿易支付結算的流通性，依舊是全球最多的通用結算貨幣，所以要利用美元做貿易結算，就必須透過 SWIFT。這也就應證了美元之所以仍繼續享有國際貨幣霸權，仍是因為其他國家在貿易關係上持續依賴於美國，需要從美國身上賺取貿易順差，換言之，美元霸權並不是單一存在的體系，而是需要與當前的貿易體系形成互賴，透過貿易體系來維持美元霸權的需求性。

對於美國來說，施行金融制裁的具體作法，就是切斷被制裁對象參與美元體系的管道，這包含了阻擋被制裁對象獲取美元，以及使用美元的渠道(樹人財經，2019)。就前者來說，要阻止被制裁的對象取得美元，最直接的方式就是將其阻絕在國際貿易體系之外，一旦無法參與國際貿易體系，進行貿易的難度就會提高，進而難以利用貿易體系取得美元資源。

而就後者來說，要切斷特定國家使用美元的管道，其實就是讓該國無法利用現有的 SWIFT 系統，關於美元的結算與轉帳、支付...等跨國資金流動與清算，如果這些功能都無法透過 SWIFT 進行，就相當於失去了參與美元體系的地位，也因此必須要透過地下金流，或是現金交易等方式，才可以使用美元在國際上進行資



金流動。

就合法性層面來說，美國已經在《國際緊急狀況經濟權利法（IEEPA）》的法律條文中，明確制定了干預 SWIFT 並獲取相關金流資訊的授權，²⁰換言之，美國政府已經具有合法的權力來介入 SWIFT 的日常運作。而就美國施展霸權，利用 SWIFT 的資訊系統來制裁特定國家，其流程大致上為：

1. 美國宣布對於特定國家或特定金融機構進行金融制裁
2. 禁止該被制裁對象使用 CHIPS（紐約清算所銀行同業支付系統），意即該對象無法透過美國的金融體系進行美元交易
3. 美國聯合其他歐洲國家或是透過聯合國，將該制裁對象踢出 SWIFT 系統

以 SWIFT 的組織運作來看，其總部位於歐洲比利時，董事會的組成是依據個別國家所使用的 SWIFT 的使用量大小，按其比例分配各國銀行擔任董事職位，董事總人數不超過 25 人，每個國家最多就是兩個銀行與兩位董事席位。雖然這樣的組織治理架構，主要是想達到立場中立的狀態，使 SWIFT 不受個別國家和政治力的介入與干預。

因此對於美國來說，要施行金融制裁的最重要步驟，就是把特定對象踢出 CHIPS 系統，光是這樣的制裁，就可以使被制裁者喪失半數以上的美元金流管道；而後再透過政治權力，以 G10 或是與美國友好的歐洲國家，利用董事會的合法權力來干預 SWIFT。對於 SWIFT 來說，依據董事會的決策或是其總部所在地歐盟的相關法規，是必然需要遵守的對象。²¹因此在 2012 年 3 月對於伊朗的制裁案例中，SWIFT 依據歐盟的制裁決定，禁止向伊朗提供金融報文的服務；當然在更早之前，其實伊朗就因為美國的制裁，先行被踢出 CHIPS 之外，而後美國再透過歐盟對於 SWIFT 進行干預。

²⁰ 詳細內容可參見 SWIFT 官方的說明：SWIFT，”US terrorist financing investigations and the role of Swift”，SWIFT 網站，<https://www.swift.com/insights/press-releases/us-terrorist-financing-investigations-and-the-role-of-swift>

²¹ 詳細內容可參見 SWIFT 官方的說明：SWIFT，”Swift 及制裁”，SWIFT 官方網站，<https://www.swift.com/zh-hans/about-us/legal/compliance-0/swift-and-sanctions>

雖然以美國的立場來看，如果能直接干預 SWIFT 是最有效率的做法，但是 SWIFT 也曾經對美國加以拒絕(國信證券，2020)，以「總部在歐盟，需要遵守歐盟法規」作為藉口，拒絕美國的直接干預。換言之，美國在法規和程序上，必須透過歐盟或是與較為親美的歐盟國家，間接對於 SWIFT 進行施壓和干預。

參、排除美元霸權的可能性

經過上述的討論之後，我們可以清楚地發現到，在國際貨幣體系中，只要涉及到「美元」相關的結算、清算和匯款...等流程，就必然會與美系相關的金融機構有所關聯；而就算不使用美元，但是如果這個金融交易的過程，仍然是依靠 SWIFT 作為金融機構間交流的通道，那麼依然無法脫離美國霸權的干預與介入。

所以在國際貿易和金融交易的過程中，如果要完全排除美國霸權的介入，自然就必須在這兩個層面完全排除美國：交易計價的貨幣不能使用美元、而資金流動的渠道必須排除 SWIFT。而在這樣的觀念之下，目前已經發展出兩種可能的替代選擇，可以完全做到這兩個層面的要求，在金流與貨幣方面完全排除美元霸權的影響力。

一、排除美元的金流：自建另一套的非 SWIFT 系統

如同之前所提及到，由歐盟所建立的 INSTEX，或是由俄羅斯所建立的 SPFS，都是屬於這類型的非 SWIFT 系統。但是很明顯地，這兩個系統發展到目前為止，都不足以和原有 SWIFT 相抗衡(華夏時報，2019)。而另一種作法，則是限縮貿易對象(日經中文網，2022)，例如減少與美國之間的貿易往來，增加與美國以外國家的貿易往來，如此一減一增的效果下，便能降低美元在外匯存底中的存量和比重，同時也減少依賴 SWIFT 的需求量。

二、徹底排除美元：加密貨幣



從 2009 年開始，由區塊鍊科技所發展出來的 BTC(Bitcoin)，中文名為：比特幣)，帶起加密貨幣的流行浪潮；加密貨幣的總體市值目前已經超過 1 兆美元，最高曾經來到 2.5 兆美元，而其中 BTC 的市值在 2021 年 4 月最高曾經來到 1 兆美元，排名全球第六(鄭光泰，2021)，超過 Facebook (臉書)、Tesla (特斯拉)、阿里巴巴等大型跨國公司，僅次於蘋果、Saudi Aramco (沙烏地阿美)、微軟、亞馬遜以及 Google。

以 BTC 為首的相關加密貨幣，²²之所以能夠在市值上產生爆炸性的成長，其中的一項關鍵因素，就在於加密貨幣的轉帳系統是透過區塊鍊技術進行，與現今的跨國匯款系統是完全相互獨立且互不干擾的兩種系統，再者，加密貨幣的轉帳速度極快，而且是直接點對點傳輸的方式，完全不用透過銀行之類的中介機構。第三點，就是加密貨幣本身具有高度的隱蔽性，個人身份資料可以不需要揭露，而且轉帳地址完全是由英文和數字所構成，並不會透露擁有者的身分或其它個人資訊。

換言之，BTC 等加密貨幣非常適合用來金融犯罪，尤其是用來洗錢、逃稅、甚至是資助恐怖活動等行為，所以這也是世界各國政府目前亟欲打擊 BTC 的主要原因，因為這些去中心化的加密貨幣，對於犯罪者來說是一大福音，但是政府卻難以進行追蹤。反過來說，BTC 這類型的加密貨幣，基本上就是可以完全排除美元霸權與美國霸權，在加密貨幣的體系當中，因為是「去中心化」的運作機制，因此不存在任一個可以宰制整個體系的霸權中心。

從這樣的角度來看，BTC 的出現與運作，在立場上雖然是反映了「加密貨幣 VS 法幣」兩個不同系統的角力，但是就目前為止的互動狀態來看，實質上是更被限縮在「BTC VS 美元」的角力，因為對於美國聯準會在過去兩次經濟金融危

²² 根據 David Yermack 的相關研究，BTC 每天用於實物交易的量極低，而且與黃金、美元、乃至於其他的國際流通貨幣，彼此之間價格波動的相關性也是趨近於 0，這代表了 BTC 本身對於風險管理的效果低落，甚至是價格風險的來源，因此比較像是一種投機商品，而非廣泛意義上的貨幣。參見 Yermack, David . 2015. "Is Bitcoin a Real Currency? An Economic Appraisal." *Handbook of Digital Currency*



機時，所推行寬鬆貨幣政策—QE 政策，相當於是透過大量印貨幣來進行拯救經濟的做法，這種寬鬆作法容易使人對於美元的價值產生疑慮，或是對於現行的央行與貨幣機制有所擔憂的人，又或者是不滿溢美元霸權體系運作的人，都會有人寧願捨棄美元，而把資產轉換成 BTC 等加密貨幣。這樣的做法其實就是反映出對於美元體系、美國霸權的不信任，所以會把資產轉換成一個讓美國的權力無法干預的地方，雖然說對於美元的不信任，另一種選擇的做法也有可能是把資產全數改換成持有黃金，但是轉換成黃金的最大問題，就是交易困難；在日常生活中，要使用黃金來進行交易是相對困難。但是相對來說，目前已經有許多商店和企業，是願意使用 BTC 來進行交易，換言之，把資產轉換成 BTC，對於交易來說其實是較沒有實行上的困難性。

因此，從 BTC 的發展來看，加密貨幣的出現與蓬勃發展，可以說是對目前以美元為中心的金融體系所進行的一種挑戰，但是目前已經有越來越多的研究認為，基於防治犯罪的立場，應當是要把 BTC 等加密貨幣也納入政府的監管之下，換言之，原本獨立於現有的金融和法規體系之外的加密貨幣，如果也被納入監管，就等於是讓政治權力進入到了加密貨幣的運作之中，也會逐漸讓這個圈子受到現有政治權力的影響。

就目前發展的路線來看，對於加密貨幣的應對態度有兩種主要的態度，其一是中國大陸所選擇的應對方式，是發展屬於自己的數位人民幣，而且完全禁止加密貨幣在中國大陸境內流通、挖礦和交易。由下表可以清楚地看出，中國大陸近年來的官方政策，是要徹底將加密貨幣完全排除在合法性之外。換言之，除了數位人民幣之外的加密貨幣，在中國大陸完全是屬於非法。

而第二種態度，則是像是歐美日...等國家的態度，雖然認為 BTC 常被用來進行犯罪用途，但是並不是從根本上去禁止加密貨幣，而是認為應當納入政府的監管之下，至於是採取何種形式、何種模式的管理？目前仍在研議之中，還沒有確切的法規或是指引出現。

但若是回歸到本文所關心的政治經濟層面，目前加密貨幣的相關運作機制，可以完全排除美元霸權或是其他大國政治影響力的干預，而獨立運行；但若是日後大國們對於加密貨幣商討出一套監管機制之後，雖然有助於防制恐怖主義金流、國際洗錢與詐騙…等犯罪行為，但從政治經濟角度來看，國家力量的介入也會使得加密貨幣無法完全擺脫當前國際貨幣權力的框架。

三、小結

雖然上述討論了兩種排除美元霸權的可能替代方案，不過就單一小國的經濟現實層面來看，在國際貿易和國際金融層面不可能完全不使用 SWIFT，而且在國貿易的往來中，要完全排除美元也有其困難度存在，因此上述所提的這兩種替代方案，就現實層面來看應當是不具有可行性。但是對於美國持續透過美元霸權所進行的貨幣操控，各國能夠採取何種的應對策略與方案，則是尚有討論的空間存在，所以在第三章的內容中，將會集中討論以貿易對手國立場出發的應對策略選擇。





第三章：貿易對手國面對「貨幣權力不對等」策略選擇的理論層次

以往在討論國際關係當中的「權力不對等」狀態時，會認為權力較小的一方會有兩種回應方式：抗衡、扈從，而後又發展出第三種回應：避險。但過去對於「權力不對等」的討論範疇，通常不會限縮或是專門指涉於「國際貨幣權力」的領域。而本章節的討論分析方式，並非直接援引自過去討論大小國的權力不對等的相關理論典範，而是直接在「國際貨幣權力」的範疇中，對於美國的貿易對手，其回應美國的立場進行劃分，切割出兩種主要回應類別：合作、非合作，並加以討論其相關案例。

至於在討論美元霸權的案例中，多會認為美國逼迫貿易對手國的貨幣升值，是屬於施加「貨幣權力」的一種型態，例如在 1985 年的廣場協議，達成西德馬克與日圓同步對美元升值的共識。而近期則是有中國大陸在 2005 年之後進行匯率改革，雖然中國大陸官方並不承認進行匯率改革是出自於國際壓力，但是 2005 年上半年，美國參議員 Charles Schumer 和 Lindsey Graham 提案，意圖透過提高進口關稅來要求人民幣進行升值，而後美國財政部也派遣特使 Olin Wethington 前往中國大陸洽商相關議題(台灣央行，1995)。再再跡象都顯示出關於人民幣升值，縱然不是完全出自於美國的政治壓力，但在放手讓人民幣升值的決策過程中，美國政府的壓力肯定會是其中一環。

而在最近四五年，由於美國財政部重新發布「匯率操縱國報告」，開始檢視美國的主要貿易對手國，其貿易順差的規模、兌美元匯率的買賣狀況；特別是在美國第 45 任總統川普的任內，²³由於特別強調「公平貿易」的重要性，而且屢屢與中國就貿易問題產生摩擦，連帶使得其他的貿易對手國也受到此一議題的波及。若是以台灣為例，則可以發現到台灣在 2016 年之後，美元兌新台幣的匯率

²³ 其任職總統的其間為：2017 年 1 月 20 日－2021 年 1 月 20 日。但「公平貿易」的議題實際上從競選期間開始，就一直是川普所主打的重要議題。



也是受到了來自美國財政部的關注，因此反映在匯率波動的趨勢上，新台幣很明顯是偏向升值趨勢(如下圖所示)。



圖 3-1：美元兌新台幣匯率

資料來源：Google

而台灣在 2020 年 12 月被列入「匯率操縱國」觀察名單中(中央社，2020)，2021 年 4 月再度被確認符合美國財政部所列的三項門檻標準(中央社，2021)，雖然仍未被認定是「匯率操縱國」，不過台灣卻仍被美國要求進行匯率磋商，以便於解決美國所認為目前所存在的「新台幣低估」以及「大規模對美貿易順差」的問題(Yuka Hayashi，2021)。

透過上述案例可以看出，對於掌握「美元霸權」的大國—美國來說，施行貨幣權力的型態，就是要求主要的貿易對手國進行「貨幣升值」或者是「減少對美國的貿易順差」，在上述台灣的案例中，可以看出這兩項要求皆具，而在 2005 年的中國匯改案例中，則是要求「人民幣升值」；在 1985 年的廣場協議中，則是要求「西德馬克/日圓進行升值」。

因此，可以進一步針對於個別貿易對手的立場進行討論，面對到美國施展權



力不對等的狀態時，貿易對手國可能有的回應策略分別為：合作、非合作與去美元化。但首先，我們要延續前一章的討論，也就是美國對於貨幣操控的作為，對於貿易對手國會產生的影響，討論完這部分的影響效果之後，才會接著討論台灣與東亞國家的策略選擇。

本文第二章提到，美國對於貿易對手國的貨幣操控，多數時間內都是在「放任型」和「劫掠型」之間擺盪，當美國因為振興經濟所需而採取「弱勢美元」的貨幣政策時，這時候美國會採取「劫掠型」的貨幣操控，而與貿易對手之間產生利益衝突，因為貿易對手國本身是傾向於本國貨幣的匯率貶值，或是與美元價格掛鉤的態度，不論是選擇哪一個，都是有礙於「弱勢美元」的實踐。因此美國除了貨幣政策的手段之外，還需要透過其他途徑對於貿易對手施壓，以便於實現「弱勢美元」的政策目標。

當然，對於美國來說，如果貿易對手願意改變政策，改採匯率升值的方式，相對而言就是讓美元貶值，這便可直接達成「弱勢美元」的目標。而另一種小國可能的選擇，則是幫助美國提振經濟表現，運用 GDP 的構成公式：

$$GDP=C+I+G+(X-M)$$

我們可以看到貿易對手國對於美國 GDP 能夠產生的直接貢獻，就是在對外貿易的部分(X-M)，如果貿易對手願意縮減對美國的出口順差，就等同於讓美國的貿易逆差縮減，甚至是轉變成貿易順差，因而達到提振美國經濟成長的效果。

當然，上述的兩種作法都是有利於美國而不利於貿易對手國，因此被稱之為「劫掠型」的貨幣操控，換言之，劫掠型的貨幣操控要能夠成功，也是需要貿易對手國願意「順從」美國，倘若貿易對手採取了對抗或是避險，則是會讓劫掠型的操控失敗或是效果不如預期。但如此美國不是採取「弱勢美元」的貨幣政策，則這時候美國與各國之間的貨幣操控是屬於「放任型」，美國並不會刻意損害貿易對手國的匯率政策，而是採取「靜觀其變」的操控方式，也因此美國與貿易對手之間並沒有明顯的貿易衝突，貿易對手國也自然不需要再美大國的應對策略上



進行選擇。以下便針對貿易對手國在面對「劫掠型」貨幣操控，所能夠選擇的三種策略進行逐一討論。



第一節、貿易對手國的策略選擇：靜態分析

過往研究大小國關係的互動案例中，對於小國應對大國的策略選擇，主要區分為「抗衡」與「扈從」兩個面向進行討論。但由於本研究主要聚焦於國際貨幣層面，不同於安全議題層面，而且主要討論貿易對手國的回應策略也與「抗衡」、「扈從」有所差異；為了避免與國關領域中的「抗衡」、「扈從」相互混淆，同時也為了簡化本研究對於貿易對手國的策略討論，本文將區分為「合作」、「非合作」的兩種回應類別，其主要差異在於個別國家對美國所施展的「貨幣操控」與「貨幣權力」，究竟是以「合作」的態度相互配合，抑或是採取「非合作」的立場來抗拒。最後本研究還會加入近期比較熱門的策略選擇—「去美元化的避險」，討論其未來的發展性與可能性(但主要是放在第六章進行討論)。也就是說，各國在應對美國施展「貨幣操控」和「貨幣權力」時，可以區分為：合作、非合作、以及「去美元化的避險」三種應對策略的方向進行選擇。

壹、非合作（Non-cooperate）策略

對於貿易對手國來說，拒絕美國的劫掠型貨幣操控，其實就等同於對抗美國的「弱勢美元」政策，因此貿易對手國會利用非經濟手段來阻止本國貨幣升值，例如由央行出手直接在外匯市場進行價格干預，以便於讓本國貨幣的匯率停留在該國央行所設定的價位或是區間之內。

通常美國利用「匯率操縱國報告」作為貨幣權力的施展場域，使得貿易對手國面對到美國的威脅，若是要求貿易對手的「貨幣升值」，則選擇「非合作」的策略，便是抗拒本國貨幣對美元的升值，或是延緩、降本國貨幣的升值力道。由於美國所提出的「匯率操縱國報告」中，所列出的三項審查標準，有兩項是以「貿易順差」的金額和比重作為標準，另外一項則是以「央行進場干預匯率」的金額作為標準。而這可以明顯地看出，對於貿易對手國來說，能夠動手腳進行「非合作」的部分必然是會落在「干預外匯」的部分，因為身為美國的主要貿易對手，因此「貿易順差」



的資料是美國與貿易對手國都有擁有對方的進出口資料，買了多少商品、數量、金額？賣了多少商品、數量、金額？雙方的海關都有詳細的資料可以回溯查證。因此對於貿易對手國而言，如果有心想要對於美國的脅迫進行「對抗」，必然不會是選擇在「進出口」的部分進行對抗，而是會選擇在難以查證的「干預匯率」方面進行。

最常見的作為，便是央行不斷地在外匯市場上進行干預，以台灣央行為例，過去新台幣在升值的趨勢中，常會出現「拉尾盤」的不正常走勢(陳虹宇等，2021：97-100)，也就是在多數的交易時間內，新台幣都是維持升值的波動，但是到了接近收盤的最後半小時，就會出現戲劇性的劇烈貶值走勢(許光吟，2017)。(如下圖所示)在前任央行總裁彭淮南主政時期，央行在外匯市場的尾盤作價，在2011年時曾經最高有過0.3-0.5元新台幣的價格差距(劉俞青，2011)，若是以新台幣匯率30元兌1美元來計算，相當於出現1%-1.6%的波動浮動。



圖 3-2：美元兌新台幣匯率(日線圖)(2020-2021 年)

資料來源：鉅亨網(<https://invest.cnyes.com/forex/detail/USDTWD/history#fixed>)

但是這種「拉尾盤」的作法，實際上很容易被市場上的其他交易者詬病，因為央行作價的拉盤動作實際上並沒有在實際的外匯市場上成交，其他交易者是看得到價格，但是無法在這個價格上進行交易。其次，「拉尾盤」的動作過於粗



糙，除了投資者看得到之外，關切新台幣匯率波動的美國官方也是可以看到台灣央行所進行的小動作，反而更容易被看出「台灣央行有意在對抗美國」的意圖。從上圖新台幣兌美元的匯率價格，可以看出在升值的趨勢中，每天的 K 線圖都留有長下影線，而且每天的動作相當一致，這必然不會是市場的正常交易行為。

進一步來看，如果貿易對手的貨幣升值是在美國的脅迫下所展開的趨勢改變，那麼對於小國而言，選擇「對抗」的場域必然會是在「干預匯率」，而且會是利用「資訊不對等」的狀態下進行干預。所以像是上述所提的「拉尾盤」行為，一來是容易被看穿，二來是只有尾盤的半小時價格被央行控制，其他交易時段的新台幣仍然維持原本的升值走勢，這對於央行想要「干預匯率」的目標來說自然是緩不濟急。

而在 2019 年由美國外交關係協會(Council on Foreign Relations, CFR)經濟研究員 Brad Setser 所撰寫的研究報告《Shadow FX intervention in Taiwan》，當中詳列了台灣央行可能採行的干預手段(今周刊，2021)。這份報告主要認為台灣央行的干預手段並未詳實地反映在其所公布的外匯存底數據上，台灣央行對於外匯市場的干預，買入美元阻升新台幣後的成交量，被央行利用換匯交易(SWAP)的方式隱藏在台灣的保險業身上，而這些資料並沒有反映在央行的公開資訊當中。

該篇報告的另一個作者 Stwill1 則是於 2020 年 8 月，在個人網頁上繼續評論台灣央行的匯率政策，²⁴這份評論報告中明確點出台灣央行干預匯率的作法是屬於「新重商主義(neo-mercantilist)匯率政策」，並且是對抗性的犧牲貿易夥伴的利益(黃煒軒，2020)。因此從這份報告中可以清楚看出，對於美國施壓匯率升值一事，央行干預本國貨幣在匯率市場的升值，不論採取的方式為何，基本上就是屬於「對抗」的作為，而選擇「對抗」則是會受到美國的報復與懲罰。換言之，美國一開始的」的做法是先將貿易對手認列為「匯率操縱國」的觀察名單，而如果

²⁴ 詳細評論內容可參考：

Stwill1, 2020, <https://concentratedambiguity.wordpress.com/2020/08/21/revisiting-taiwan-new-disclosures-pricey-hedges-late-day-jumps-a-new-policy-direction/#more-5694>



雙邊貿易情況並未能獲得改善，也就是可以視為小國選擇「對抗」的作法，美國則是會更進一步將小國提升到「匯率操縱國」的正式名單。例如 2019 年的中國大陸就被認定是匯率操縱國，而在 2020 年底則是把瑞士和越南列為匯率操縱國，而這些國家則是紛紛選擇與美國財政部進行協商，討論改善對美貿易的條件。

由此可知，美國是把「匯率操縱國」作為懲罰貿易對手國採取「非合作」的報復項目，而受到懲罰之後的貿易對手，截至目前為止沒有一個是持續選擇「非合作」，而是在不同的階段都選取「合作」的軟化態度，上談判桌與美國財政部進行協商(詳細討論可參見第四章的內容)。對於 2020 年被列為「匯率操縱國」正式名單的瑞士來說，願意在干預匯率方面進行讓步；而同一時期也被列入正式名單的越南，則是願意在對美貿易順差方面進行讓步。至於中國大陸與美國在 2019 年的下半年進行貿易談判之後，也是完成了美中第一階段的貿易談判(閻紀宇，2019)，其主要內容為中國大陸擴大了對美採購農產品的項目，還有關於智慧財產權、金融服務、匯率透明化...等項目，總的來看，中國大陸要增加對美國的進口採購約 2000 億美元。

貳、合作(Cooperate)策略

值得注意的是，對美國來說，要求匯率升值的手段眾多，而最常用的方式是透過「要脅提高關稅」，例如在 2005 年的中國匯改案例中，美國參議員提案要求提高對於中國大陸的關稅，而在前幾年的美中貿易戰之中，美國持續指控中國大陸進行不公平貿易，並且多次透過提高進口關稅來報復中國。美國甚至在 2019 年 8 月在「匯率操縱國報告」中，正式將中國大陸列為「匯率操縱國」；而後 2020 年初，在美中簽署的貿易協議中(ALAN RAPPENPORT，2020)，雙方確認中國大陸將不會利用匯率政策，對美國進行不公平的貿易競爭。



對於貿易對手國來說，在「非合作」之外的其他可能策略選擇，還包含了「合作」或是「避險」，以下段落將會先聚焦談論「合作」的策略選擇與實質作為，其後再來討論「避險」的策略邏輯和可能作法。

以簡單的概念來區分，「合作」策略是不同於「非合作」的另一個極端，因此是貿易對手國為了避免和大國的經濟利益相互衝突(羅金義，秦偉燊，2017)，而選擇的另一種應對策略；構成本研究所設定的「合作」，需要有兩個必要條件，同樣也是「權力不對等」與「美國施展權力」(Walt, 1987)，但是貿易對手國之所以選擇了「合作」而非「非合作」，則是反映出這些貿易對手國在權衡之後，選擇與大國站在同一陣線，並且從選擇「合作」當中獲取來自大國的經濟利益或是其他的利益(Schweller, 1994.)。

而在國際貨幣權力的場域中，貿易對手國之所以不願意「對抗」美國，其發生要件自然是因為在大小國之間的權力不對等，以及美國身為國際貨幣權力的霸權國，開始施展自己的權力來索求貿易對手。對於貿易對手國來說，所面臨到的權力壓迫有兩個層次，第一個層次是因為貿易對手國在整個國際貨幣權力的結構當中，是需要「美元」的一方，因此對於美國來說，斬斷貿易對手國的美元來源—也就是透過國際貿易體系來壓迫貿易對手，施展貿易障礙(如：關稅提高)或是非貿易障礙(如：是否存在匯率操縱的調查)，就可以輕易對於貿易對手產生經濟面的壓力。

當然對於貿易對手國來說，美元的來源並不是只有透過國際貿易，但是其他的國際貨幣並沒有美元來得好用，例如要買原油的前提就必須是透過美元進行交易，而且以國際貨幣的再投資報酬、再投資對象來說，也是美國的金融市場為最大、美債的報酬率和安全性同時兼具。

而第二個層次的權力壓迫，就是來自於美國本身的強大國力以及政治影響力，可以透過其他非經濟的層面對於貿易對手國進行強索。換言之，第一種層次



的權力壓迫是屬於結構性權力，第二種層次的權力壓迫則是屬於聯繫性權力。而從外部的觀察，其實美國都是利用結構性權力進行施壓的情況較多，由過往的案例可以看出，由於美國是先關注在「匯率」議題，而後輔以「雙邊貿易」作為要脅的條件。

所以對於貿易對手國來說，在面對美國施展美元霸權的權力壓迫時，貿易對手國身處在美國所建立的世界體系之中，而且在國際貨幣層面上又對於美元具有強烈的需求，因此「非合作」的對抗策略只可能是一時，而不可能會是長久，除非小國有自我意識且有能力要擺脫來自於「國際貿易」與「國際貨幣」兩個層次的結構體系，否則放棄「非合作」而選擇「合作」，將會是必然發生的結果。

一旦選擇了「順從」，貿易對手國將會透過兩種方式來實踐自己的「順從」，其一是在匯率市場上，放手讓本國貨幣進行升值，相對來說，就是讓美元貶值；其次則是在與美國進行貿易的金額上，加大對美國商品的採購，進而縮減對美國的貿易順差金額。

參、去美元化（De-Dollarization）策略

「去美元化」策略的出現，一方面是貿易對手國為了保持靈活性，除了「合作」與「非合作」兩個極端選擇之外，如下圖 3-3 所示，在兩個極端的中間仍然有其他的可能選項。再者，策略選擇在長期來看仍是屬於「動態」而非「靜態」，以「賽局理論」的術語來說，這不是「單次賽局」，而是屬於「重複賽局」，所以貿易對手國必須要在策略上保有選擇的空間。畢竟在國際經濟的範疇之中，並不存在「一局定江山」的生死存亡局面，多數情況仍是屬於霸權國、強權國與自己國家之間相互折衝和談判的狀態，所以在這樣的背景條件之下，各國更有誘因去保留自己在策略選擇上的靈活性和選擇空間，一方面是讓自己可以選



擇 B、C、D...的選項(此為『選擇空間』)，另一方面則是讓自己可以「重複賽局」當中，保留可以在眾多策略當中轉換的彈性(例如上一次選擇 C 選項，下一次則不必然仍是要選 C 選項，此為『靈活性』)

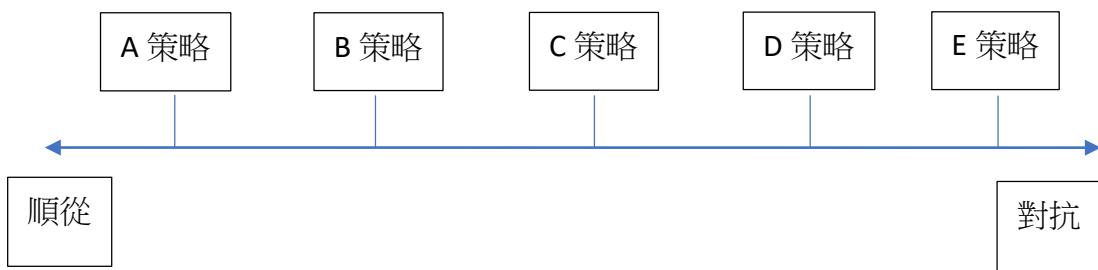


圖 3-3：個別國家面對美國威脅時的策略選擇

資料來源：本研究自行繪製

以國家安全的議題來看，避險可以分為兩種類型，第一種類型是小國在軍事安全方面依附大國 A，則在另一個議題(例如：經濟安全)則是傾向於大國 B。這種做法是遵守「不要把雞蛋都放在同一個籃子裡」的概念，在不同意提依靠不同的大國，使得小國不會過於依附某一大國而遭到利益上的損害。

另一種避險的類型，則是對於單一大國採取模糊性的結盟行動，Darren Lim 和 Zeck Cooper 所做出的解釋為：「對強權結盟做出模糊的承諾，以換取在結盟與獨立自主間的最佳利益」(吳崇涵，2018)而這種避險類型仍是與大國保持適當的距離，以便於留有轉身和迂迴的空間。

但不論是第一類型或是第二類型的定義，其實可以看出「避險」的本質就是小國對於特定大國保持適當的距離，不論是否要把另外一個大國拉進來「避險」，但是在結盟後保持適當的距離，而不是全面性地依附特定大國，才能達到



「避險」的效果。換句話說，「避險」不是一種單純的、消極立場的中立作為，而是積極地採取在效果上互相抵銷的政策，從而維持己方模糊的立場(沈旭輝，2016)。

但是，「國際外交」的權力不對等與「國際貨幣」的權力不對等，其「避險」的背景條件仍存在些許的差異點。例如：馬來西亞的郭清水認為在外交領域中，小國面臨到利害交錯而前景不明的情況，為了避免風險，而採取多元政策以求達到「相互抵銷的效果」(蔡明彥、張凱銘，2015)，所以「避險」策略本身就包含了「多元」與「混合」的策略選項，而且能達到「相互抵銷」的效果，換言之，缺乏「多元」或是「混合」這兩種特質的策略，同時也無法發揮「相互抵銷」的效果，這就稱不上或是無法被歸類於「避險」策略當中，這不論是在哪種類型的權力不對等中，都是同樣適用。

但是在「國際貨幣場域」的權力不對等，則不必然是因為貿易對手國面臨到「前景不明」的情況，因為在國際貨幣的場域中，霸權結構與權力運作過程都是相當明確的，甚至是美國與其他各國之間的利益分配都是可以清楚進行估算。所以「避險」的概念若是轉引到「國際貨幣權力」的場域，主要是以「避險」所具備的特質(即：多元與混合)，以及能產生的最終效果(即：相互抵銷)進行類推，而不是貿易對手國起因於「因應利害交錯的不確定情境」這樣的背景因素(蔡明彥、張凱銘，2015：10)。

而且在國際關係中，縱然是存在「一超多強」的體系狀態，但根本上來說眾多大國之間仍然可以相互制衡，因此單一國家面對國際關係中的各大國之間，仍會感受到「動向不確定性」(張登及，2019)，正是因為大國所展現出的「動向不確定性」，所以小國在國際外交的領域中才特別需要進行「避險」。但相對來看，個別國家所面對「國際貨幣權力」的霸權結構本身，或是美國施展「貨幣權力」的方式，基本上並沒有存在模糊空間或是不確定性，最重要的避險對象是來自於美國的貨幣政策和貿易政策，因此各國需要進行避險的部分，主要並不是針對於



該體系行為者的不確定性，而是針對於整體「國際貨幣體系」和「美國的貨幣權力施展」進行避險，這是與過往討論「避險」僅侷限於「國際外交」場域，兩者之間最大的差別。

換言之，在國際外交場域中，小國避險主要的著眼點是為了規避「黑天鵝」的出現，而在「國際貨幣體系」中，個別國家避險的主要動機是為了規避「灰犀牛」的發生，雖然避險的動機都是為了規避「風險」，但這兩種場域所面臨到的風險類型卻是完全的不同。因此以下本文區分了在國際貨幣體系中，單一國家進行避險的兩種類型：

- 第一型避險

在貨幣和貿易的議題上，分別依附不同的國家，使得霸權國與強權國彼此的經濟影響力、貨幣權力可以在該國之內達成平衡的效果。

- 第二型避險：

單一國家對於特定霸權國保持貨幣與國際貿易上的合適距離，而非全面地依附特定的霸權國。

從實際案例中進行觀察，對於東南亞的各國來說，在進行國際貿易時的霸權國自然就是美國，因為東南亞國家近年來(2016 年之後)經濟成長動能都是倚靠對美的貿易順差(如下表所列)，而在另一方面，過於倚靠美國的結果，就是會像越南、泰國一樣被美國財政部盯上，而被列入「匯率操縱國」的觀察名單或正式名單之中。誠如之前所討論的，「匯率操縱國」是美國施展美元霸權的主要工具，一旦美國的主要貿易夥伴透過貿易賺取太多的美元之後，自然就會被美國盯上，進而被檢討是否有進行匯率操縱。

表 3-1：東協 5 國(星馬印泰菲)對外出口順差之前 4 大國家其所佔之比重

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中	2.32	-60.64	-77.90	-46.11	-42.00	-69.20	-62.90	-285.26	-203.51	-34.44	-42.10
日	-5.23	-58.44	-2.57	10.44	0.41	-14.82	-14.82	-52.54	-32.86	-0.45	-10.93
美	-2.15	3.22	13.35	14.16	16.05	27.68	28.56	89.61	74.02	41.63	57.75
港	67.31	250.97	281.94	121.24	71.95	86.82	107.20	361.97	229.52	63.98	83.19
馬	11.03	26.72	21.07	14.38	1.10	-0.28	-5.08	-5.82	-16.13	-10.04	-12.36
中+港	69.63	190.33	204.03	75.13	29.95	17.62	44.29	76.71	26.01	29.54	41.09

資料來源：經濟部國貿局(<https://data.gov.tw/dataset/7490>)、本研究自行彙整

所以對於東南亞各國來說，與其對美貿易的議題上選擇「非合作」或「合作」兩個應對方式，另一種跳脫現況、可能可行的「去美元化」策略就是選擇「第一型避險」：在國際貿易上並不直接與美國進行貿易，而是做為國際供應鏈當中的一個環節，出口半成品到另一個國家進行組裝或加工。這樣的避險策略，可以把貿易衝突的壓力轉移到另一個國家身上，而不是由自己國家來承擔。

因此在東南亞各國的案例中，有部分國家是把中國作為「避險對象」，擴大對於中國的貿易順差金額，把原本賺取美元轉移成賺取人民幣。一方面可以降低對美國的貿易順差，避免成為美國的重要貿易夥伴，而被美國列入「匯率操縱國」的調查名單；另一方面則是對於外匯存底進行避險，從國際貿易當中所賺取的經常帳順差，並不是完全收取美元，而是有條件地接受其他國際貨幣。

所以對於東南亞各國來說，最好的「去美元化」策略方式，就是選擇英國、歐盟、日本等國的主要貿易對手，²⁵因為這樣出口方式可以避免把出口順差都集中在美國一國，其次則是從這些國家所賺取的經常帳順差，如果廠商選擇當地國家的貨幣進行清算，所獲得的都是屬於非美元的國際貨幣；這些國家的貨幣具有國際流通性，雖然不及美元的流通性和接受度，但是作為外匯存底的儲備同樣是

²⁵ 但是否能夠避免英國、歐元區像美國一樣行使「貨幣權力」，關於這部分的討論可以參考第六章的相關分析內容。



和美元一樣有效。

換言之，如果是選擇從歐盟、英國、日本賺取出口順差，可以同時達到上述的兩方面避險：對美國出口的避險、對美元的避險。但是當前多數東南亞國家是選擇擴大與中國大陸之間的貿易往來，由下圖 4 可以看出，遠在完成「RCEP(區域全面經濟夥伴協定)」的貿易協定之前，其實東協國家與中國之間的貿易往來就持續擴大，而且其順逆差的方向多數是東協國家從中國賺取貿易順差。因此這樣的貿易型態，確實是可以達成「對美國出口的避險」，但是由於人民幣並不是國際貨幣，因此外銷廠商並不會願意收取人民幣，或是透過人民幣進行清算，仍會有相當大的程度是選擇美元進行貿易往來。因此與中國擴大貿易往來的避險效果，仍無法完全在貨幣上對美元進行避險。

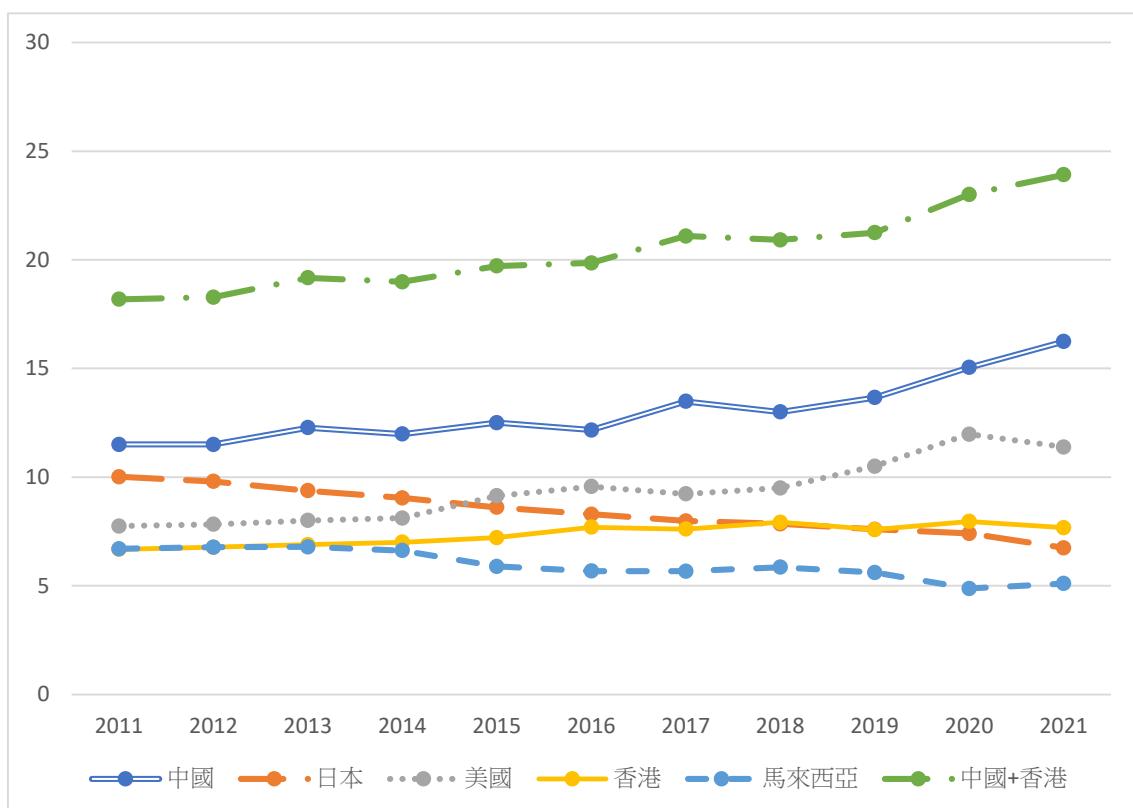


圖3-4：東協5國(星、馬、印、泰、菲)對外出口貿易之前5大國家

資料來源：經濟部國貿局；本研究自行繪製

但是撇除掉人民幣尚未完成國際化，「不屬於國際流通貨幣」的這項缺點之



外，單純就「去美元化」的避險角度來衡量，其實東南亞國家持續擴大與中國之間的貿易往來，確實能夠一口氣就達成上述所談的兩種類型避險：擴大對中的貿易順差，可以分散掉過度依賴對美出口的壓力；而且利用國際產業鏈的分工特性，使對外出口不是直接出口到美國，從而與美國的貨幣權力保持距離。

值得注意的是，「避險」本身是需要付出成本的，就如同在金融投資的領域，不論是基金公司或是投資銀行，對於手上所持有的投資組合部位，為了避免風險性的事件發生，通常都會在投資組合中加入「避險」部位；當風險事件真的發生時，這時候「避險」部位就會發揮功效，產生相當的收益，以彌補風險事件所造成的損害。

回到之前本文對於「國際貨幣體系」的避險討論，各國為了避免全面性地過度依賴美國，而會選擇「去美元化」的策略，藉以在國際貿易的出口對象方面分散風險，所以「避險」的效果非常清楚，主要是可以避免美國施展「國際貨幣權力」，產生貿易阻礙或是傷害貿易獲利。但如果進一步思考：對於個別國家來說，「避險」需要付出何種的成本？如果「避險」是不需要成本，那麼每個國家在現有的體系之中，自然都會選擇「避險」，那也就不會有國家要在「非合作」與「合作」進行選擇。

如果回到原本的國際貿易結構上進行觀察，這裡本文一樣是援引「世界體系」的觀點進行分析：如果一個靠國際貿易賺取出口順差的小國，決定在國際貿易中選擇「避險」策略，如此一來這個小國在「世界體系」的位階中，究竟會處於哪種位階呢？很明顯地，這個小國應該會處於「邊陲」，或是「半邊陲」但是偏向於靠近「半邊陲」的區塊。

其原因是在於，如果個別國家為了避險而選擇和中國擴大貿易，那麼就相當於該國的商品定位是遠離核心區，也就是說，必須要遠離世界體系的核心區域，對於該國來說，才能達到「避險」的效果，但是越是遠離核心區，就代表該國的



商品可替代性很高，甚至是會受制於身處半邊陲地帶的產業鏈下游廠商。簡言之，個別國家所處的位階若是越靠近核心區的美國，自然就能與美國進行較多貿易往來，同時也能確保在科技層級與技術方面都會是比較高級的層次；但是與美國的貿易往來越密切，其付出的代價就是越容易受到美國的貨幣權力影響。

對於個別國家來說，「去美元化」的避險策略，自然是需要付出代價，而這個代價基本上就是與美國之間的貿易往來會受到限制，但這個限制是屬於「自我設限」，也就是利用與其他強權國(例如：英國、歐盟)的貿易往來，來分散對於單一霸權國的依賴程度。但是就東亞國家的立場來看，這樣的自我限制通常是難以徹底執行，以及缺乏效果的，因為東亞國家在經濟發展上所欠缺的，就是外來的資本投資以及貿易成長，如果有來自於海外的資本願意進到國內，進行設廠投資，個別國家根本不需要去對這些資金進行過多的審查與設限；再者，各國需要擴大對外出口順差，政府也難以阻擋或阻礙國內的企業究竟要向那些國家出口？從歷史案例上來看，向來只有政府對於國外業者的進口設下障礙，而沒有對自己國內業者的出口設下障礙。

再者，個別國若是正處於尋求高速經濟成長的階段，那麼此時自我限制對單一霸權國的貿易出口，無疑是一種「杞人憂天」的表現，因為從美國進行「匯率操縱國」的過程來看，對美國貿易順差不夠大的貿易對手國，根本上就連被美國盯上的資格都不存在。換言之，「避險」應當是要順應該國自己的身分與地位狀態，花費合適的成本進行「避險」才是合乎常理，這就如同一個三餐難以溫飽的三級貧戶，如果為自己和家人投保上億元的意外險，這樣的避險行為顯然有違常理。因此，一個會意識到自己需要進行「避險」的國家，顯然這前提會是該國自己已經跟美國之間有著非常龐大的貿易往來和出口順差，所以該國才會需要開始思考「避險」的必要性。而這個「避險」的代價，自然就是需要犧牲與單一大國之間的貿易往來(也就是去美元化)，轉向且擴大與其他國家的貿易來往，這種轉換與適應其他國家的貿易法規、貿易環境的過程(例如歐盟對於進口品的環保與



衛生條件比美國更加嚴苛，在 2021 年就發布名為『Fit for 55』的減少碳排放計畫（央廣，2023），並成為全球首個推出邊境碳稅的區域，預計 2023 年 10 月 1 日起適用)，必然會造成原有的總貿易狀態呈現出負成長，這也就是「避險」所要付出的代價。

所以當個別國家與美國之間的貿易往來持續擴大，持續從對美國的貿易順差當中賺取美元，到了某個階段之後，該國就容易會被美國盯上，極有可能成為美國發動「貿易戰」或是「匯率操縱國」調查的對象，這時候該國自然就有需要開始進行「避險」策略；但也是可以不採取「避險」，而是持續原本對美國的貿易往來，而後就會遭遇到美國施展「貨幣權力」的威脅，使得該國面臨到選擇「合作」或是「非合作」的抉擇。對於小國來說，整個事態的發展概況可以用下圖來表達。

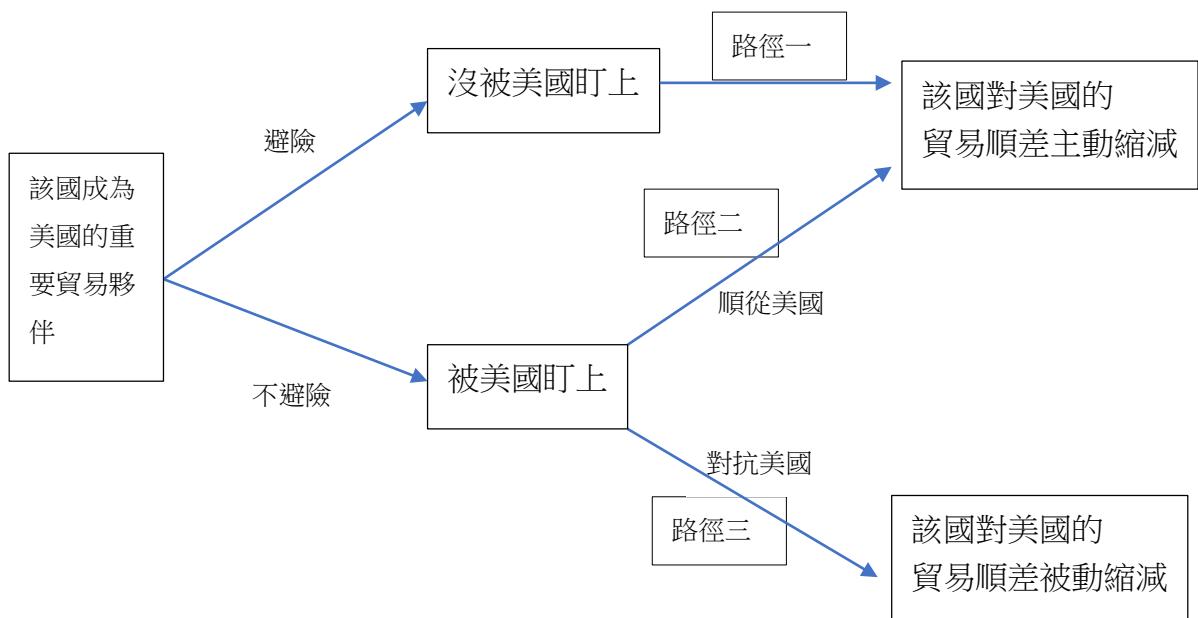


圖 3-5：個別國家成為美國的重要貿易對手之後，該國的策略選擇

資料來源：本研究自行繪製

對於個別國家的選擇偏好來說，「去美元化的避險策略」所需要的コストは來



自於貿易轉向和出口轉型，這過程極有可能帶來經濟衰退的副作用，但這就是「避險」必然需要付出的代價；不論該國的貿易轉向是否會成功？但該國對於原本美國的貿易順差就會率先反應，產生貿易順差縮減的後果。但是如果選擇「不避險」，則是會在不久之後的時間點，也就是當美國自身出現經濟衰退的風險時，該國也會面臨到美國的貨幣權力威脅，這時候再選擇「去美元化的避險」顯然是緩不濟急，同時也不可能在短時間之內完成避險(因為貿易轉向與出口轉型不可能在短時間內完成)，更何況當美國威脅的事件真實發生，這時候規避風險的做法就不再有意義。再者，在面臨美國威脅之後的「避險」行為，本質上概念就如同選擇了「合作」的策略，因為該國的策略選擇，最終反映在結果上都是主動縮減對美國的貿易順差規模。²⁶換言之，不論該國是先行選擇「避險」策略(也就是路徑 1)，或是先行選擇「不避險」策略，而後受到美國的權力威脅，才在選擇了「合作」策略(也就是路徑 2)，從結果來看，都是該國主動減少了對美國的貿易順差規模，這兩條策略選擇的路徑，最終的 payoff 都是相同的結果。

倘若個別國家從一開始沒有選擇「避險策略」，而在被美國威脅之後，選擇與美國撕破臉的「非合作」策略(這就是上圖中的路徑 3)，必然會引來美國將口語文字上的威脅，轉換成真正的懲罰行動。從美國過去的案例來看，常見的懲罰內容有：課徵更高的懲罰性關稅(ANA SWANSON, 2019)、開放資本項目、排除在美國政府採購合同之外(BBC 中文網, 2019)、...等可能行為。但不論美國採取的懲罰內容為何，其最終產生的實質影響就是造成該國貨幣進行大幅度的升值，而且該國所獲得的貿易順差也會縮減；這一路徑最後的 payoff，其關鍵是在於該國貿易順差的縮減，是因為美國的懲罰而造成該國被動性的減少。

²⁶ 小國另一個「順從」的作為就是放手讓本國幣的匯率對美元升值，但這樣的效果其實就是讓自己出口商品的價格競爭力降低，最終也是會造成出口順差減少。

第二節、貿易對手國對於「美元霸權」結構 的邏輯與偏好



由上述對於貿易對手國在「貨幣權力」不對等的各種外部情境中，貿易對手國所選擇的應對策略，本文總結出在策略選擇上的幾個特徵與傾向，如下所列：

壹、經濟民族主義與新重商主義

新重商主義起源自 15 世紀的重商主義(蕭全政，1997：19)，當時正逢歐洲的大航海時代，國家通過海上貿易而取得黃金、白銀等財富，因此對於個別國家來說(例如：西班牙、法國)，減少進口而增加出口的做法，是有別於殖民地掠奪的另一種累積財富的方式。²⁷

到了 19 世紀的工業重商主義，德國經濟學家李斯特 (Friedrich List) 在《政治經濟學的國民體系》一書中，強調政府對於經濟控制的重要性，他認為各國的經濟發展階段並不一致，因此適合各國的對外經濟政策也應該審視自己的需要而進行調整；亞當斯密的自由經濟思想只適合已經發展起工業的先進國家，對於後進國來說，工業生產才是經濟支柱。

到了 20 世紀之後，新重商主義揉合了之前兩個階段的重商主義思維，但是政策運用的手法上更為細緻，其核心思想是「進口替代」與「出口擴張」，除了在消極面使用關稅作為阻隔進口的手段之外，並積極地搭配銀行優惠貸款、匯率政策、政府投資入股、研發技術移轉...等多元化的政策手段，以此達到出口擴張的目的(曾怡仁，2007：67)。而後此一思想轉型成為「發展型國家」，並以日本在戰後的經濟發展做為典範，隨後快速移轉到東亞、東南亞各國。

縱然歷經許多世紀，但是新重商主義在現代仍然受到歡迎，原因在於它替國

²⁷ 細部論述可參考：<https://hackmd.io/@0xff07/HJqs44ZhU#4-%E6%96%B0%E9%87%8D%E5%95%86%E4%B8%BB%E7%BE%A9>



家介入市場找到了一個相當方便的理由，而且不論就民間或是政府的角度來看，持續不斷地透過貿易順差來累積財富(雖然此一『財富』在過去是以貴金屬來呈現，而今則是以外匯存底作代表)，這樣的做法除了可以表彰為國家財富累積的象徵，又能夠增加民族國家的自信心。

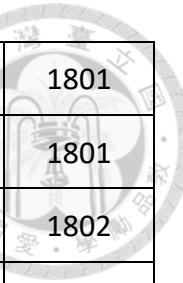
貳、對於本國幣匯率傾向阻升不阻貶

因此，在此「經濟民族主義」與「新重商主義」的雙重作用之下，政府透過公權力進行市場干預，成為必然發生的情事；而當主管央行的專業官僚也同樣服膺這套價值觀，表現出來的政策傾向就是在匯率政策上「阻升不阻貶」，因為本國幣貶值有利於出口擴張，而不利於進口，在出口擴張之後，就能透過貿易順差賺進大量的外匯，積累大量外匯存底，這即是國家財富的象徵。

除了匯率政策之外，貿易對手國的利率政策也可能是另一個「累積國家財富」的表現場域。對於貿易對手國的央行來說，發行本國幣是屬於負債，而央行所制定的國內存款利率就是這個負債的利息；但是另一方面，央行所持有的外匯存底是屬於央行的資產，拿去投資美國的政府債券之後，所獲得的債券利息就是資產的利息。因此就貿易對手國央行的角度來看，對國內所制定的基準利率是屬於負債利率，而從國外所收到的債券殖利率是屬於資產利率，所以只要能夠維持「資產利率」大於「負債利率」的情況，央行就等於是賺取穩定的利差收入。

表 3-2：央行盈餘金額

年度	盈餘 (審定決算數)	繳庫	年度	盈餘 (審定決算數)	繳庫
2001	1088.66	628.85	2012	2252.84	1800.22
2002	1751.07	1,270.03	2013	2250.47	1800
2003	2436.23	1,402.71	2014	1979.59	1801
2004	2013.47	1,675.90	2015	2257.35	1804



2005	1878.58	1638.77	2016	2256.87	1801
2006 ²⁸	2319.84	1979.67	2017	2253.99	1801
2007	2325.00	1858.79	2018	2254.32	1802
2008	2377.69	1684.49	2019	2254.64	1802
2009	2976.63	2380.13	2020	2162.49	1801
2010	2251.76	1800.19	2021	2066.81	1651
2011	2272.50	1815.33	2022		1750

資料來源：本研究整理自央行網站(<https://www.cbc.gov.tw/tw/lp-693-1.html>)

以台灣為例，台灣央行於前任總裁彭淮南在任期間(1998-2018)，以及現任楊金龍總裁，每年皆有盈餘繳庫，從 2006 年以來每年皆有盈餘超過 2000 億，平均每年繳交國庫達 1800 億元以上；近 20 年來，占了每年國家整體稅收達 7%以上，甚是有數年是高達 12%，平均來說約在 10%上下(中央研究院，2022)。而對於央行為何能夠創造出如此高的盈餘，其獲利方程式為：²⁹

$$\text{收益} - \text{支出} = \text{盈餘}$$

$$= \text{國外利率} * \text{外匯存底} - \text{國內定存單利率} * \text{央行定存單}$$

央行的資產當中有 90%以上都是外幣資產，因此收益的主要來源就是外幣的資產收益，也就是當這些外匯存底被用來投資美元、歐元與日圓計價的政府公債時，債券的債息就會是央行的主要收入來源。

而央行的主要支出是發行新台幣的成本、利息，以及相關的行政費用，總的來說這部分的成本相對來得低廉，尤其是主要支出「利息」的部分，因為央行為

²⁸ 央行的財務報表於 2009 年經過科目重分類，並回溯調整至 2006 年。詳情可見中央銀行民國 99 年度預算(立法院審定數)第 17 頁

²⁹ 相關討論可以參考：黃志典，〈為什麼中央銀行可以當繳庫大戶〉，個人網站，網址：<http://www.ib.ntu.edu.tw/jdhwang/files2/%E7%82%BA%E4%BB%80%E9%BA%BC%E4%B8%AD%E5%A4%AE%E9%8A%80%E8%A1%8C%E5%8F%AF%E4%BB%A5%E7%95%B6%E7%B9%B3%E5%BA%AB%E5%A4%A7%E6%88%B6.pdf>；另可參考：Parus 的部落格，〈關於台灣貨幣供給以及匯利率的大略解說(一)〉，<http://parus.idv.tw/2018/01/blog-post.html>



了控制國內的貨幣供給，需要透過發行定存單、公債...等操作來回收市場上的浮資，回收浮資到央行帳上之後，這些都是屬於央行需要付擔利息的支出項目。

因此，假設新台幣兌美元的價格相對穩定，那麼對於央行而言，會影響到當年度盈餘的因素就只剩下「利率」(楊紹華，2011)：投資外幣資產的利率，以及負擔新台幣市場的利率。對於央行來說，資產和負債的數量是差不多的(如下表所示)，這是因為央行有多少的外匯存底，就會提供相對應數量的新台幣，而後再透過公開市場操作的手段，調整在國內流通的新台幣供給量。換言之，在資產與負債的數量都近乎不變的情況下，這時候也確實是只有「利率」可以影響到央行的盈餘，只要央行收入的外國公債利率高於央行支出的國內利率，這就代表了央行的利差操作是穩賺不賠的生意。

表 3-3：台灣央行的資產負債表(2022 年底)

單位：百萬新台幣

資產	負債及權益		
資產	18,849,448	負債	17,647,374
國外資產	15,339,371	發行券幣	2,948,411
存放國內銀行業	1,216,264	銀行業存款	2,412,509
銀行業融通資金	630,665	銀行業定期存款	9,482,650
其他資產	1,663,148	銀行業轉存款	2,152,960
		公庫及政府機關存款	252,394
		其他負債	398,450
		權益	1,202,074
資產合計	37,698,896	負債與權益合計	36,496,822

資料來源：本研究整理自台灣中央銀行(<https://www.cbc.gov.tw/tw/lp-544-1.html>)

另外，對於央行來說，由於「發行新台幣」是屬於央行的負債，所以當新台幣兌美元持續升值，就等於央行的負債在帳面上不斷提高，而屬於央行資產項目的美元價值在帳面上持續減少。為了保險起見，當面對到新台幣升值的情況時，



央行需要有「各項提存」的支出項目，這在會計帳上是用來因應新台幣升值後所造成的匯兌損失。換言之，就央行的立場來看，如果新台幣的升值受到壓抑，央行所提列的「各項存提」就可以降低，也就不會有太多的匯兌損失，因此也有助於央行當年度的盈餘增加。

所以，從「利率」與「匯率」這兩個層面進行觀察，台灣央行如果有意圖提高營運結餘，最有效且操之在己的做法，就是在「利率」方面壓低國內利率，使其與美國、歐元區…等大國的基準利率存在顯著的落差。其次就是在「匯率」方面盡量維持新台幣匯價的穩定，甚至是趨向貶值，使當年度的匯兌損失提列可以降低，也就減少了當年度的支出金額。由此可知，對於積極賺取盈餘的央行來說，對於國內的利率和匯率，其保持的立場態度必然是傾向於「阻升不阻貶」。

參、刻意維持相當程度的通貨膨脹

以「新重商主義」的立場來看，貿易對手國在面對外部的經濟狀態時，皆會優先以自身的經濟作為考量點，而面對通貨膨脹時，貿易對手國也是有著相同的決策邏輯。關於因應通貨膨脹，貿易對手國可以有兩種思維與脈絡，其一就是以「菲利浦曲線」(Phillips Curve)為主，該理論主張「通貨膨脹/失業率」之間存在著抵換關係，因此忍受較高通貨膨脹的同時，就能維持著較低的失業率，也就是經濟表現會比較好。而基於貿易對手國追求經濟成長與國家財富的觀點來看，這樣的抵換關係正好提供了政府干預市場的理由，使政府較小程度地去壓制通膨，而追求較高的經濟成長表現。

至於第二種思考脈絡，則是基於通貨膨脹和匯率價格之間的關係。這部分的經濟邏輯主要是根據「購買力平價理論」(Purchasing Power Parity, PPP)而來，因為在原始的「絕對購買力平價」(Absolute PPP)當中，相同商品在兩國同一時期的物價水準之比值，即是當期的兩國匯率價格。用公示表示則為：



$$E = \frac{P}{P^*}$$

上式中的 E 為計算出的指數，P 是本國的物價水準，P* 則是外國的物價水準。例如一件商品，在台灣賣 33 元新台幣，在美國賣 1 美元，因此透過「絕對購買力平價」計算出來的均衡匯率=33/1=33，也就是「33 新台幣兌 1 美元」為均衡匯率。

「絕對購買力平價」最簡單且常見的例子，就是每年都會引發討論的「大麥克指數」(Big Mac index)，此概念是由「經濟學人」雜誌所提出，概念為：美國麥當勞公司所販售的大麥克漢堡，理論上在各國都是屬於同樣的商品，所以在各國不同的售價，理應是反映了各國的真實物價水準，因此透過大麥克指數所計算出來的匯率價格，再與真實存在的匯率市場相比較，³⁰便能得知當前市場的匯率究竟是高估或是低估。

而透過「絕對購買力平價」所衍生出來的「相對購買力平價」(Relative PPP)，則是進一步考慮了「通貨膨脹」的影響。其公式進一步被修正為：

$$E_i = E_0 * \frac{P_i / P_0}{P_i^* / P_0^*}$$

上式中的 E 代表第 i 期(也就是本期)的均衡名目匯率，分子的 (P_i / P_0) 代表本國的本期物價 (P_i) 除以基期的物價 (P_0) ，算出來的數值就是本國當期的通貨膨脹率；而分母的 (P_i^* / P_0^*) 就是代表外國的本期物價 (P_i^*) 除以基期的物價 (P_0^*) ，算出的便是外國當期的通貨膨脹率。因此右邊的整個分式代表了本國的物價上漲幅度(也就是我們正在討論的「通貨膨脹」)，相對於美國的物價上漲幅度的大小關係；如果除出來的值是大於 1，就代表本國的通貨膨脹比大國嚴重，反之，小於 1 則是代表大國的通膨比本國還要嚴重。

所以，由上式可以看出，當本國的通膨比外國的通膨還要來得大時，將會使

³⁰ 關於大麥克指數的相關資料，可參考經濟學人網站，參見 <https://www.economist.com/big-mac-index>



得右邊的整個分式大於1；換言之，當基期的均衡匯率(E_0)乘上大於1的分式數值，就會使得整個均衡匯率變得更大，因此在其他條件不變的情況下，整體的效果就是等號左邊的名目匯率變大，即本期的均衡匯率(E)變大。當匯率價格變大($E > E_0$)，就是代表本國相對於外國貨幣而言，本國出現貨幣貶值。例如：基期的均衡匯價是30新台幣兌1美元，而本期的均衡匯價是33新台幣兌1美元，很明顯地就是本期均衡匯率大於基期匯率($E > E_0$)，也就是新台幣貶值。因此，這也就是本國幣的波動方向是趨向貶值，對美元而言則是相對來說是升值的。

肆、小結

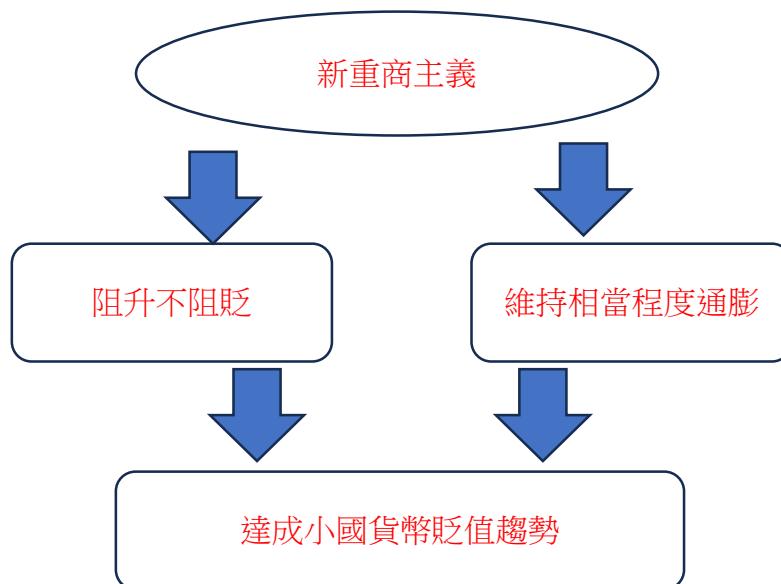


圖3-6：本研究整理的小國經濟政策的內在邏輯

資料來源：本研究自行繪製

透過上述三點的討論之後，我們已經掌握了貿易對手國的政府，其所具備的三種邏輯，其一是「新重商主義」，其二是「對於匯率『阻升不阻貶』」，其三則是「刻意維持相當程度的通貨膨脹」。而這三種邏輯實際上可以用上圖來理解：貿易對手國治理經濟的核心邏輯是以「新重商主義」為出發點，而為了追求經濟利益和國家財富增長，貿易對手國在對外的匯率方面會以貶值趨勢為主，因此不論是「阻升不阻貶」或是「維持相當程度的通貨膨脹」，實際上都是為了促



成貨幣貶值的手段。

正是因為如此，當貿易對手國與美國之間因為經濟利益而發生衝突時，例如當美國因為自身的經濟衰退，而對於貿易對手施行「劫掠型貨幣操控」，貿易對手國此時就會傾向於「對抗」美國的貨幣操控。而當美國在經濟繁榮時期，強化與貿易對手之間的貿易往來，以便於輸入商品壓低通膨，貿易對手國將會樂於強化雙邊的貿易關係，追求更多的貿易順差，此時就是傾向於「順從」美國的貨幣操控。這也就是說，如果美國施展的貨幣操控是要施展「遞延權力」，基於累積國家財富的立場，貿易對手國就會欣然接受且順從；反之，如果美國的貨幣操控是要施展「轉移權力」，基於國家財富降低的觀點，貿易對手國就會選擇對抗或是排斥。至於貿易對手國會如何「對抗」美國的貨幣操控，這部分就是屬於雙方互動的戰術層面，也就是下一節討論的重點所在。



第三節、各國面對貨幣操控的理論分析

在第二章的討論中，我們已經對於美國利用「貨幣霸權」所施展的「貨幣全權力」有所認識，而在本章的討論中，前面將各國對於美國施展貨幣權力的回應，區分為三種：合作、非合作與避險。但實際上我們仍然需要相關的理論來解釋各貿易對手國究竟是如何進行策略選擇與回應？縱然在本章第二節中，對於各國進行經濟治理已經確立了三種邏輯，但仍未處理與美國之間的互動與決策。

所以本節的重點，就是在於如何解釋個別國加應對美國的決策過程。本研究認為，能夠解釋各國行為的最佳理論，應當是屬於「理性選擇理論」(rational choice theory)，也就是所謂的「賽局理論」。本文之所以選定「賽局理論」來解釋各國的行為與決策，主因是在於個別國加在面對美國施展「貨幣權力」時，真正會發生彼此經濟利益衝突的階段，是在於美國面對到自身的景氣衰退時(即弱勢美元時期)，所施展的「劫掠型貨幣操控」；而當美國處於經濟穩定的時期(也就是強勢美元時期)，美國所施展的「放任型貨幣操控」，從表面來看，該類型的貨幣操控並不會對於個別國家產生立即性的經濟損害，因此從各國的立場而言，雙方之間在這個時期並不存在經濟利益的衝突，所以各國並不是在「合作」與「非合作」中進行決策，而是僅需要考量是否繼續擴大與美國的雙邊貿易(即順從)，抑或是開發其他市場來降低持有美元的風險(此即避險)。

在美國經濟衰退時期，美國將會施展「劫掠型貨幣操控」，此時貿易對手國主要是面對到兩個層面的劫掠；同時正因對面到美國的劫掠，各國就得在「合作」與「非合作」中做出抉擇。面對到劫掠的第一個層面是針對「鑄幣稅」的部分，大國因為掌握了美元的貨幣發行權，因此美國只要提高貨幣供給量，就能夠直接掠奪原有美元的購買力；這類型的掠奪，本研究歸類為美國所擁有貨幣權力中的「剝削能力」，換言之，美國可以基於貨幣發行者的地位，進行貨幣購買力的重新配置和劫掠。對於擁有大量美元的貿易對手國而言，這部分是無法抵禦的。



風險，也就是說，在這個層面上，各國沒有選擇應對策略的空間和能力，只能被動地「順從」大國。相關的數據和推論，可以參考第四章的第一節內容。

而在個別國家所面對到的第二個層面，就是美國想要施展「轉移權力」的部分，誠如之前在第二章所討論的，各國與美國之間的貿易失衡狀態，將會在美國自身經濟步入衰退或是不景氣的時候，成為美國所針對、改善的目標，並且由於美國擁有「貨幣權力」的關係，將會施壓個別國加，要求負擔平衡雙邊貿易失衡的「轉移成本」，這種權力便是「轉移權力」；而體現「轉移權力」的場域，便是美國透過「匯率操縱國」報告進行施壓的過程。

各貿易對手國面對到「轉移權力」與前述「剝削權力」的最大差異，就在於雖然面對到了美國施壓，但最終各國仍有其自主權來決定如何回應其「轉移權力」；換言之，個別國家可以選擇「合作」或是「非合作」美國的轉移權力；而個別國加如何選擇「合作」或「非合作」，這當中決策的過程，就是本研究最重要的研究核心。所以在本節的討論中，將會聚焦在本研究所提出的兩種能夠解釋各國決策的理論模型：理性決策模型、政治景氣循環理論；而在第四章的討論中，則是將進入到實際的案例與數據中，進行佐證和分析。

壹、理性決策：賽局概念與決策樹模型

在本章第一節的內容，主要是將貿易對手國應對美國的策略分為三種方向：「非合作」、「合作」與「去美元化的避險」，但當個別國家實際面對到美國施展「貨幣操控」的時候，個別國家當下並沒有進行「避險」的選項，因為「避險」只適用於美國施展貨幣權力之前，而非施展權力的當下。因此個別國家應對美國「貨幣權力」的策略來說，實際上應當只存在兩個選項「非合作」或是「合作」。而本研究認為美國與各國所針對的焦點在於經濟利益之上，理應可以利用「理性決策模型」來進行策略選擇，因為經濟利益易於被量化衡量，透過數字的



大小與改變就能進行比較和取捨；而這樣的特質正好適用於「理性決策模型」之中。為了簡化我們的模型設計，以下就假定在貿易對手國中，有一個國家為 A 國，並以 A 國作為和美國互動的行為者，然後開始我們的討論與分析。

一、美國行使貨幣權力中的「剝削權力」

倘若我們將上述的美國與 A 國之間的互動，改以 2×2 的賽局模型來表示，由於雙方是為了經濟利益而進行策略互動，所以我們可以視為是最常見的「囚犯困境」賽局，並可以繪製成以下的表格：

表 3-4：美國的剝削權力與 A 國的應對策略(第一版)³¹

		美國(美元貨幣發行者)	
		合作	背叛
A 國 (美元持有者)	合作	(2, 2)	(0, 5)
	非合作	(5, 0)	(1, 1)

資料來源：本研究自行繪製

對於美國的策略而言，選擇「合作」便是維護美元的購買力，控制美元的發行數量，使得美元保有其價值與肩負起「國際公共財」的責任。而選擇「背叛」就是施展貨幣發行者的貨幣權力，不論是增加貨幣供給量，抑或是進行量化寬鬆政策，都是屬於行使「鑄幣稅」的剝削權力，來掠奪美元持有者的購買力。當美元的原持有者的購買力減少了，新發行的美元也就享有新增的購買力，這對於美國而言，自然是背叛小國而做出損人利己的策略。

至於在 A 國的立場與策略方面，採取「合作」策略就是代表 A 國相信美元的公信力以及作為「國際公共財」的責任，是會被美國維持並實踐，所以小國才會

³¹ 矩陣中的數字只是代表了 payoff 的大小順序，以便於理解之用，而不是代表真正的 payoff。至於大小順序的意義，請參考下一段落關於「囚犯困境」與「膽小鬼賽局」的解釋。



願意採取「順從」策略接受美元作為外匯存底的主要成分，並且長期持有。但是當大國利用「鑄幣稅」的手段行使「剝削權力」時，此時 A 國並沒有辦法立即採取「非合作」的策略，因為小國所持有的美元貨幣與美元資產(例如：美國公債)，是沒有辦法在短時間內就轉換成其他國際流通貨幣。換言之，當美國施展剝削權力時，A 國此時只能被動接受，而無法抗拒或是背叛、非合作，這也就代表了上表中 A 國的「非合作」選項，是不存在的。

正是因為如此，所以在二戰之後所建立的美元霸權，實際上 A 國與美國的貨幣權力互動實際上不應該是上表的 2×2 矩陣，考量到真實狀況以及美國能夠選擇的作為，應當是修改成下表的 1×2 矩陣，也就是美國可以依據自己的國內經濟情勢，而對於美元所有享有的貨幣霸權地位，選擇「合作」或是「背叛」；但就 A 國的立場而言，卻是只有「合作」一途，而沒有「非合作」的選項。

表 3-5：美國的剝削權力與 A 國的應對策略(第二版)

		美國(美元貨幣發行者)	
		合作	背叛
A 國 (美元持有者)	合作	(2, 2)	(0, 5)
	非合作	N/A	N/A

資料來源：本研究自行繪製

如前幾節所討論的內容，當美國採取寬鬆貨幣政策時，利用降息的手段來增加貨幣供給，此一作法對於 A 國而言，就是在施展貨幣權力當中的「剝削權力」，向擁有美元貨幣的持有者課徵「鑄幣稅」，剝削其原有的美元貨幣購買力。而且正因為美國是美元的貨幣發行者，所以美元的發行數量是由美國所掌控，這點卻是美元持有者所無法置喙或是介入、干預的範疇。美元持有者只能被迫接受，而無法針對美國行使「剝削權力」時進行反抗或非合作。



二、美國行使貨幣權力中的「轉移權力」

當美國經濟陷入不振或是衰退時，聯準會將會寬鬆貨幣政策來振興經濟，但同一時間美國政府對於美元霸權的權力行使，除了前述所提到的「剝削權力」之外，還有另一種「轉移權力」，主要是透過 A 國或是美國來平衡貿易失衡，而實際案例中美國都是透過施壓的方式，讓 A 國承擔平衡貿易的轉移成本，這樣的施壓形式就是「轉移權力」的展現；當然，主要的施壓途徑就是之前一直提到的「匯率操縱國」報告。美國財政部利用每年發布兩次的「匯率操縱國」報告向 A 國施壓，要求 A 國不能同時滿足三項標準，而這三項標準經過前面的討論，我們可以得知這其實就是美國在要求 A 國必須平衡「貿易失衡」、「縮減 A 國的貿易順差」甚至是「購買更多美國的出口品」。

所以，我們可以將美國施展「轉移權力」的概念，同樣透過 2×2 的賽局矩陣來展現，如下表所示：

表 3-6：美國的轉移權力與 A 國的應對策略

		美國施展『轉移權力』	
		合作	背叛
A 國 (被施壓者)	合作	(2, 2)	(0, 5)
	非合作	(5, 0)	(1, 1)

資料來源：本研究自行繪製

誠如上表所分析，美國透過「匯率操縱國」報告來進行施壓，要求 A 國負擔平衡貿易的「轉移成本」，換言之，A 國必須從原本的出超國轉變成入超國，才有可能平衡雙邊的貿易失衡。但由於透過「轉移權力」進行施壓 A 國，而正因為 A 國不一定願意接受，所以 A 國有了決策的空間，可以選擇「合作」，順從美國的施壓，增加對美國的進口、縮減對美國的出口，以此達到平衡貿易的目的。抑或是選擇「非合作」，對抗大國的施壓，維持對美國的貿易順差，不平衡已經失衡的雙邊貿易。



而在美國這一方面，就如同在第二章所討論分析的結果，美國如果選擇了「合作」就是不升級 A 國在「匯率操縱國」報告中的等級；但倘若美國選擇了「背叛」策略，就是將 A 國在「匯率操縱國」報告中的等級拉高，升級雙邊的貿易衝突。舉例而言，如果 A 國原本不在觀察名單中，而被列入觀察名單，這就算是美國選擇了「背叛」策略，因為美國開始利用「匯率操縱國」來施壓。但另一種狀況是 A 國原本就已列入觀察名單，此時美國若是持續把 A 國列在觀察名單，則可以認定美國是採取了「合作」姿態，所以並未升級雙方的衝突；但若是美國選擇了「背叛」，則是拉高雙方的衝突層級，就會將 A 國從觀察名單轉入正式名單中，使得雙方正式引爆貿易衝突。

由於另外兩種美國在升息循環週期時，所行使的「貨幣權力」：「重定價權力」與「轉移權力」，這兩種權力在本質上並不會受到 A 國的排斥或拒絕。而且美國在升息循環週期所採取的是「放任型」貨幣操控，因此 A 國也無從拒絕美國的可能性。由此觀之，在升息循環時，A 國與美國之間在表面上並沒有產生利益衝突的狀態，因此不需要針對「重定價權力」與「轉移權力」進行賽局模型的討論和分析。

三、概念援引：「囚犯困境」與「膽小鬼賽局」

在此，我們會運用兩種常見的賽局模型來解釋小國所遭遇的「匯率操縱國」施壓，第一種是最原始的賽局設定：囚犯困境賽局(Prisoner dilemma)，第二種則是在國際談判中最常遇到的：膽小鬼賽局(或稱『懦夫賽局』，Chicken game)。

(一)囚犯困境賽局

以下我們先直接用囚犯困境的收益矩陣(Payoffs matrix)來進行解釋，首先我們



會看到下表，A國的策略決定在左方兩列，美國的策略決定在上方兩欄。

表3-7：囚犯困境賽局的收益矩陣(符號版)

		美國決策	
		合作	背叛
A 國決策	合作	(R,R)	(S,T)
	背叛	(T,S)	(P,P)

資料來源：本研究自行繪製

在運用一般化代號進行理解時，括號內的兩個數值或代號，分別代表 A 國和美國各自選擇策略後的結果，以(T,S)為例，此一組合代表了「A 國選擇非合作、美國選擇合作」的收益結果，其中前面的數值或代號為 A 國所取得的收益，而後者的數值或代號則為美國所取得的收益，因此在本例中，美國的收益為 S，A 國的收益為 T。

依據囚犯困境賽局的設定，之所以會有「囚犯困境」的存在，各符號代表的收益大小分別為： $T > R > P > S$ ，

- T：當 A 國採取非合作，而對手採取合作，由於 A 國出賣了對手，而對手並未出賣 A 國，所以 A 國可獲得 T 收益，此為四種當中最大的收益
- R：當雙方都採取合作時，雙方的收益皆相同，收益數值為次大
- P：當雙方都採取背叛時，雙方的收益皆相同，收益數值為倒數第二大
- S：當對方採取背叛，而 A 國採取合作，由於 A 國被對手出賣，因此收益數值為最差。

因此，只要賽局中的各自收益呈現「 $T > R > P > S$ 」的順序大小排列，即代表此為囚犯困境的賽局。由於A國與對手基於理性計算，會追求最大利益，因此當對手選擇合作時，A國必然會選擇背叛，因為 $T > R$ 。而對方選擇背叛時，A國也必然會選擇背叛，因為 $P > S$ 。由此可知，A國的優勢策略(Dominant strategy)就是「背叛」，³²同理，對方的最優勢策略也是背叛，因此雙方都選擇背叛的組合(P,P)，就

³² 優勢策略的概念為：不管對手採取何種策略，我方都必然會選取的應對策略，此時我方必選的



是該賽局的Nash 均衡。³³

而經過上述關於利用代號來進行理解「囚犯困境」的概念之後，我們可以把用數字帶入，只要其數字的大小順序都符合上述所提及的「 $T > R > P > S$ 」的順序大小即可，如下所列：

表3-8：囚犯困境賽局的收益矩陣(數字版)

		美國決策	
		合作	背叛
A 國決策	合作	(2,2)	(0,5)
	背叛	(5,0)	(1,1)

資料來源：本研究自行繪製

(二)膽小鬼賽局(chicken game)

表3-9：膽小鬼賽局的收益矩陣(符號版)

		美國決策	
		合作	背叛
A 國決策	合作	(R',R')	(S',T')
	非合作	(T',S')	(P',P')

資料來源：本研究自行繪製

我們同樣沿用之前上表3-8的設定來討論「膽小鬼賽局」的收益矩陣，在此一賽局模型中，各符號代表的收益大小順序分別為： $T' > R' > S' > P'$ ，當中最大的差一點，就是 S' 和 P' 的大小差異：

- S' ：當A國選擇轉彎，而對方沒有轉彎，雖然雙方都得以存活，但是我方因為在最後關頭當了膽小鬼，因此顏面盡失(即 S')

策略就是「優勢策略」。例如在囚犯困境中，不管對手選擇何種策略，我方必然都要選擇「背叛」，才能從中得利，因此「背叛」就是我方的優勢策略

³³ Nash 均衡的概念為：當 Nash 均衡成立時，代表任何一個人即使改變策略，都不會影響到另外一個人的 payoff，因此這時候每個人都選擇都是最適狀態。



- P' ：當雙方都不願意當膽小鬼，而同步選擇直行的結果，就是雙方車輛對撞發生車禍，因而造成雙方的性命損失(即 P')。

由上述的說明可以看出，「顏面盡失」與「損失生命」的大小差異，必然是「損失生命」的收益(P')會是最小(即損失會是最大)，而「顏面盡失」的收益(S')必然會大於「損失生命」(P')。

因此，只要賽局中的各自收益呈現「 $T'>R'>S'>P'$ 」的順序大小排列，即代表此為膽小鬼賽局。而我們可以將上表各符號用符合順率大小排列的數字代入，例如 $T'=5$ ， $R'=3$ ， $S'=1$ ， $P'=-1$ ，分別代入即可得到下表：

表3-10：膽小鬼賽局的收益矩陣(數字版)

		美國決策	
		合作	背叛
A 國決策	合作	(3, 3)	(0, 5)
	非合作	(5, 0)	(-1,-1)

資料來源：本研究自行繪製

進一步比較「囚犯賽局」與「膽小鬼賽局」之間的差異，透過符號的順序大小排列，我們可以清楚看到囚犯賽局為「 $T>R>P>S$ 」，但是膽小國賽局是「 $T'>R'>S'>P'$ 」，兩者最大的差異是在於 P 和 S 的大小順序，如果 $P>S$ ，就會形成囚犯賽局，而 $S>P$ 時，則是會形成膽小鬼賽局。這其中的道理是在於，膽小鬼賽局的關鍵點，就在於雙方都採取「背叛」策略時，雙方對撞事件就會發生，而這會是所有收益組合當中最差的，比單一個行為者當膽小鬼還要差(也就是前述所說的：「顏面盡失」的收益(S')必然會大於「損失生命」(P')。但是對於囚犯賽局來說，收益最差的項目，是其中一人採取「合作」，而另一人採取「背叛」策略，採取「合作」的一方將會被出賣，這會比雙方都同時出賣對方還要更糟，因此 $P>S$ 。



(三) 回到「匯率操縱國」的案例上

回到本研究所想要討論的案例：「匯率操縱國」，當美國祭出「匯率操縱國」報告試圖施壓A國，此時雙方的賽局模型就是囚犯困境賽局，因為A國如果「合作」大國的施壓，那麼A國所獲得的收益將會是R或S，此時端看美國是否會選擇「背叛」來回應小國。但很明顯地，我們可以從現實案例中得知，當A國選擇「合作」策略，主動承擔、付出平衡雙邊貿易的「轉移成本」，對於美國而言，僅只有在道義上不會選擇「背叛」小國，但是在實際發生的案例當中，也確實發生過小國減少了對大國的貿易順差，但又被大國升級對待的案例。換言之，除了美國財政部已經明確列出「匯率操縱國」的升級條件之外，美國政府依然可以根據自己的看法，針對客觀上沒有滿足條件的A國，升級對待之。³⁴

所以，回到原本對於A國收益的討論，因為A國選擇「合作」，而美國仍有可能選擇「背叛」(雖然機率很低)，所以(S,T)組合會存在，(R,R)組合也會存在；所以對於小國來說，採取「順從」之後的收益，將會有兩個可能(即S或R)。其中R必然大於S($R > S$ 成立)，因為當美國沒有實現諾言，而是選擇「背叛」A國時，這時候A國所獲得的S，必然不會比R來得大，所以($R > S$)必然成立。

但我們進一步來看，當A國選擇了「非合作」，同時美國又不以「背叛」來反擊A國，這時候代表A國至少可以維持目前對美國的貿易順差，也就是(T,S)組合，A國獲得的收益為T，而我們又已知A國選擇「合作」之後，將會損失部分經濟利益作為平衡雙邊貿易的成本，我們假設損失的利益為X。

因此可以得到下列關係式： $R > S = T - X$ ，

A國採取「合作」策略，但是使得A國原有的經濟利益(T)產生了額外的轉移成本(-X)。

另外，如果A國選擇了「非合作」，但同時美國是採取「背叛」來反擊A國，

³⁴ 本文找到的案例是在 2022 年 11 月報告當中所提到的中國，依據美國財政部提供的資料，中國已經連續兩次僅滿足一項標準，按照該報告所制定的規則，應該是要排除在觀察名單之外，但是實際上中國卻沒有降級，依然被列為「匯率操縱國」觀察名單。對此詳細的討論，請參考本研究第四章第三節的內容。



代表A國此時的收益組合為(P,P)，也就是A國受到了美國的懲罰，我們假設此一懲罰經過量化之損失金額為(-Y)

因此，我們又可以得到另一個關係式： $P=T+(-Y)=T-Y$ ，

A國採取「非合作」策略之後，遭到美國回擊懲罰，因此使得A國原有的經濟利益(T)受到減損(-Y)。當然，如果A國採取了「非合作」策略，而美國並沒有反擊(-Y=0)，就等於是A國仍然可以保有原有全部的利益(T)。也就是當美國不反擊(採取『背叛』策略)，就形同美國是採取「合作」策略來回應A國的「非合作」，因此 $P=T-Y=T-0=T$ ，故 $P=T$ ，這的確符合我們一開始的原始設定。

最後重新整理一下：

1. 當A國採取「合作」策略，

由於是「合作」策略，所以我們知道： $R=S$

因為A國選擇了「合作」，所以需要負擔成本(X)，因此總收益會變成： $T-X$

結合上面兩式可以得到： $R>S=T-X$

2. 當A國選擇了「非合作」策略，

我們知道A國可能得到P，也可能得到T

端看美國會不會採取「背叛」策略回應，如果美國會，A國將承受損失(-Y)

如果美國不會，則(-Y=0)

因此結合上面兩式，可以得到： $P=T-Y$

而要形成囚犯賽局，由於關鍵是在於 $P>S$ ，也就是 $(T-Y) > (T-X)$ ，移項之後可得 $Y < X$ ，這代表了當A國評估之後，發現採取「非合作」之後所受到的懲罰損失(Y)，會小於採取「合作」的損失(X)，因為 $Y < X$ ，故 $(T-Y) > (T-X)$ ，此時A國就自然會選擇「非合作」策略。

而要形成「膽小國賽局」，關鍵就在於 $S' > P'$ ，也就是 $(T'-X') > (T'-Y')$ ，經過移項，我們可以得出關係式： $Y' > X'$ 。這代表了當A國評估之後，發現採取「合作」的損失(X')，會小於採取「非合作」之後所受到的懲罰損失(Y')，因為 $Y' > X'$ ，故 $(T'-X') > (T'-Y')$ ，此時A國就自然會選擇「合作」策略。



總結來看，究竟會形成囚犯賽局，讓A國不斷採取「非合作」美國的策略，抑或是會形成「膽小鬼賽局」，讓A國選擇「合作」、順從美國的「轉移權力」，其關鍵的點就是在於X與Y的大小，也就是採取「合作」後A國所承受的損失(X)，以及採取「非合作」之後A國所受到的懲罰損失(Y)，孰輕孰重？如果是 $X > Y$ ，就會形成囚犯賽局，使得A國傾向於採取「非合作」策略；反之若 $Y > X$ ，則是會讓A國比較自願選擇「合作」策略。

再進一步來看，決定X與Y孰大孰小的關鍵行為人並不是A國，而是美國。因為A國是被動接受「匯率操縱國」施壓的一方，所以關乎於採取「合作」後所承受的損失(X)，以及採取「對抗」之後所受到的懲罰損失(Y)，基本上A國都是扮演著被動接受的角色。而真正能夠決定X與Y大小的行為者，皆是由美國主動發動的。不管美國是要「殺雞儆猴」或是「嚴格執法」，其行為的最終目的和意圖，都是要讓A國相信採取「對抗」之後所受到的懲罰損失(Y)會極大，因此在「兩害相權取其輕」的決策邏輯之下，當A國認定Y會極大時，A國便會主動接受X。也就是說當 $Y > X$ ，所以 $(T-X) > (T-Y)$ ，此時小國就自然會選擇「合作」策略，這個關係是代表了此時是呈現出「膽小鬼賽局」的狀態，而A國自然會願意成為賽局當中的那位膽小鬼，選擇「合作」的策略來回應美國。

四、決策樹模型

不過值得注意的是，當我們實際要援引上述討論的賽局理論來解釋個別國家應對美國「貨幣權力」時，並不能直接套用「囚犯困境」或是「膽小鬼賽局」，因為在這兩種的賽局矩陣當中，都是假設行為者雙方都是在同一時間進行決策，而沒有視先觀察，或是把對方的決策結果納入自己的決策過程中。但是很明顯地，當我們要討論個別國家面對「匯率操縱國」的決策時，實際上美國與貿易對手國的決策都是採取「回合制」的方式進行，也就是一方先出招之後，另一方皆受到該決策，然後再接著出招；雙方這樣輪流出招之後，一個回合才算結束，接



著又再進行下一回合。也就是美國財政部先觀察到貿易對手國的貿易與匯率狀態，做出新的一份報告之後，各國再針對該份報告的內容，調整自己應對美國的策略(合作或是非合作)；然後隔了一段時間，美國再度更新各國的數據之後，再出一份新的報告……，依此過程不斷重複進行。

正是因為如此，所以我們不能直接用賽局矩陣來解釋貿易對手國的決策，反而是要用「決策樹模型」來進行動態分析，也就是每一個貿易對手國都可以從美國的反應，回推出自己應當有的最佳決策，方能使自己的經濟利益達到最大化的效果。而如何利用決策樹進行分析與討論，則是參考下下一點的內容

貳、重複之下，「非合作」比「合作」來得更有利可圖

雖然美國與貿易對手國之間的「貨幣權力」是呈現不對等的情況，但是美國能夠對於各國進行威脅的手段，就是削減貿易對手在貿易體系中的地位和獲利，從上圖 3-5 的三種路徑可以看出，在面對到美國發動威脅，採取「掠奪型」貨幣操控時，最終的結果都是「貿易順差減少」，差別只是在於各國究竟是主動選擇或是被動接受這個結果。理論上而言，如果最終的結果都是一樣的，這將會使得各國為了維持與美國之間的貿易往來，以及保持友好的雙邊關係，使得各國認為「合作」是相對較好的選擇，至少還保留了與美國之間的友好關係。

但我們從實際案例上來看，各國與美國之間的溝通和談判來看，這雙方的往來並不是單一次的賽局，而是屬於「重複賽局」，也就是美國會提出多次的威脅，而逼其就範，而就個別國家的立場來看，由於這是屬於經濟利益上的衝突，所以從美國提出威脅到真正重懲，這之間仍有存在時間落差存在，因此各國仍然可以利用這段時間差，繼續維持「非合作」的立場而不對於雙邊貿易、匯率狀態進行改變。

其次，從之前討論的「美元大循環」進行觀察，美國真正會對於貿易赤字感到厭惡的狀態，其實僅僅是存在於美國經濟位於修復的階段，一旦美國經濟開始



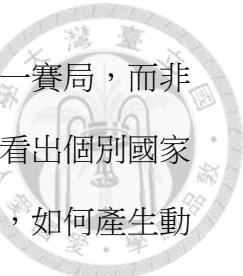
回溫或是過熱，貿易赤字對於美國政府來說就不再具有極高的重要性。因此這樣的外在條件也會鼓勵各國，應該採取「以拖待變」的態度，先採取「對抗」策略來觀察美國是否對於此一議題認真且重視。

最後，以「賽局理論」進行概念性的討論，在「重複賽局」當中，為了取得最優勢解的策略選擇，理論上會建議行為者採取「扣板機策略」(trigger strategy)也就是如果對方選擇背叛，那麼從下一回合開始我也選擇「背叛」來報復對方；倘若對方選擇合作，那我就持續選擇合作來共謀其利。換言之，只要對手在某一次賽局中採取非合作的策略，那麼往後的賽局中都會遭到報復。但這樣的重複賽局對於處於大小國貿易談判中的美國來說，實際上並不經常使用「扣板機策略」。也就是美國並不會因為僅被貿易對手國背叛一次，而立刻採取報復的行為；美國的報復行為通常是逐步升溫的狀態，就如同在美中貿易戰之中，美國並不是在第一次就直接拉高對中國大陸的關稅，而是歷經了三次(BBC 中文網，2019a)，逐步提高懲罰的重度，直到最後於 2019 年 8 月直接將中國列為「貿易操縱國」(BBC 中文網，2019b)，而迫使中國願意盡速達成新的貿易協議。

由此可知，個別國家在面對美國的貿易威脅或是匯率威脅時，先行採取「非合作」的態度進行應對，不必然會立即接受到美國的報復；而且採取「非合作」的好處之一，則是可以觀察美國對於此一爭端議題的意圖有多強？因為通常受到美國威脅的特定國家不只一個，因此觀察其他同步進行的雙邊互動與談判的狀態和進度，也能為自己提供參考點。

參、以「重複賽局」的決策樹進行分析-

多數對於「美國對貿易對手國進行貿易威脅」的分析，其原始設定為這是一個「膽小鬼賽局」(Chicken game)的格局(邱奕宏，2018)，而美國會是採取堅硬態度的一方，換言之在此賽局當中，退讓的必然會是身為貿易對手的一方。不過這樣的設-缺乏一個動態分析過程，因為如果就個別國家和美國之間的賽局來



看，利用「膽小鬼賽局」的設定，則是會把整個貿易談判設定為單一賽局，而非重複賽局。對於本文而言，設定成重複賽局的最大好處，就是可以看出個別國家在每個階段、每一次「匯率操縱國」報告之後，應對美國的威脅時，如何產生動態性的策略轉變。換言之，本文依然可以延續前人的作法，將美國發動貿易衝突之後所進行的貿易談判，設定成是「膽小鬼賽局」，但由於此一賽局會是最終一場賽局，因此如果要把整個過程規劃成重複賽局，則必然是在「膽小鬼賽局」之前，還有許多場的賽局讓個別國家與美國之間持續進行。

就如同上述在討論「匯率操縱國」的案例，美國與貿易對國之間的貿易談判實際上應當會是出現在單一國家被列為「匯率操縱國」的正式名單之後，才開始進行「膽小鬼賽局」，而這個賽局必然是貿易對手國退讓，而讓美國獲得最大利益。但是在該國被列入正式名單之前，本文認為這其實早就進行了一連串的賽局過程，例如：該國成為重要的貿易對手國，這會是個第一階段賽局；而是否被列為「匯率操縱國」的觀察名單，這又是另一個第二階段的賽局；是否被列為「匯率操縱國」正式名單，這又是另一個第三階段的賽局。因此在本文看來，貿易對手國實際上會歷經三至四個賽局之後，才會進入到美國所設定的最終賽局—膽小鬼賽局當中(如下圖 3-7 所示)。

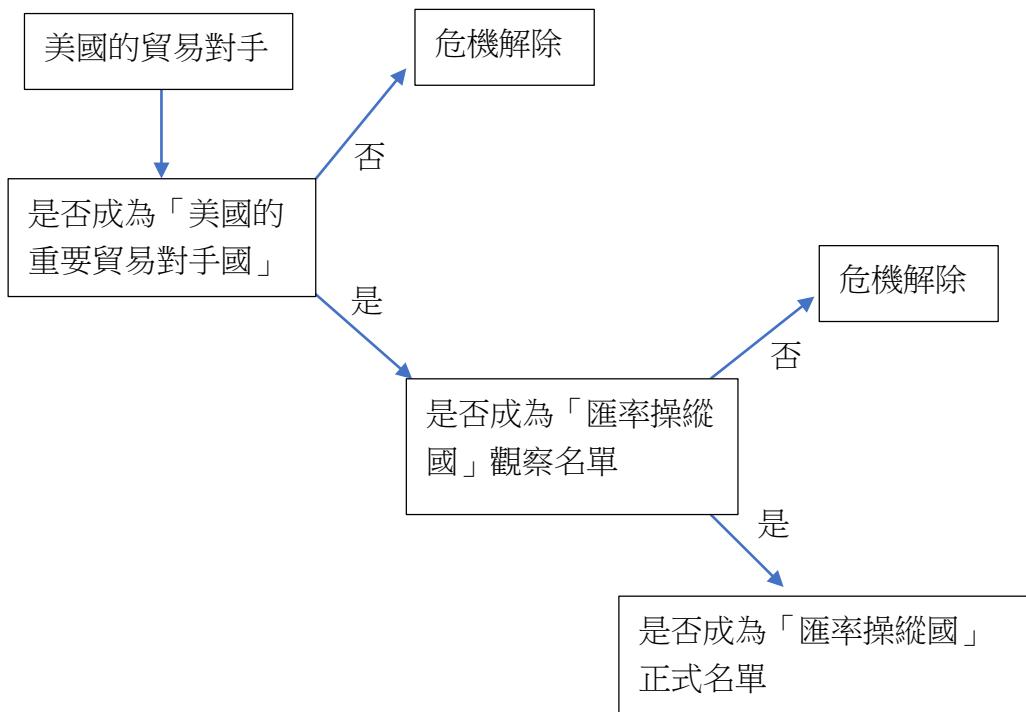


圖 3-7：匯率操縱國的決策樹模型

資料來源：本研究自行整理繪製

而在前三階段的賽局中，由於美國並未針對特定的單一國家進行懲罰，(因為在匯率政策的階段，美國是整個「美元霸權」體系的提供者，因此不可能透過美元體系特別針對單一國家，這必然會涉及到整個貨幣政策上的總體改變，影響層面過於巨大)，所以可以設定為美國一開始是採取「合作」的策略。但是對於小國來說，既然美元霸權體系已經限定了美國不可能針對特定國家施展貨幣權力，因此個別國家有動機在賽局當中持續採取「非合作」的策略，這在「權力不對等」的觀點中，相當於是貿易對手國採取「對抗」大國的策略。小國有足夠的動機和誘因可以持續干預自己本國幣的外匯市場，藉此保障本國出口商的利益，並持續賺取貿易順差，同時也有助於央行的營運績效。

因此，美國為了持續展現出自己的意圖，就是不斷地拉高對於貿易對手國的威脅層級，試圖讓貿易對手自願在某一個賽局中也同樣採取「合作」的策略。但對於個別國家來說，如果已經可以觀察到在最終賽局當中，自己必然會被迫採取



「合作」的策略，那麼在未進入最終賽局之前，該國的立場和利益誘因都會讓該國不斷採取「非合作」(或稱為：『對抗』)的策略，一直到該國意識到所面臨的賽局是最終賽局，才會扭轉自己的策略選擇，改採「合作」的策略。

在上述本文所設計的重複賽局當中，也可以看出個別的貿易對手國對於美國在施展「貨幣權力」時(也就是美國為了恢復自身經濟而採取寬鬆政策)，而貿易對手國有其動機和利益導向是採取「非合作」的策略。因為如果個別國家採取了「順從」，等於是接受「美元貶值、本國幣升值」的狀態，這對於該國來說是「無利可圖」，而且從賽局來看，美元貶值的格局就等於美國先選擇了「背叛」的策略，因此個別貿易對手國沒有理由要選擇「合作」來配合美國；此時最可能發生的情況，就是對手國選擇「非合作」，也就是該國央行介入外匯市場，透過干預讓本國幣強勁升值的力道受到壓抑，甚至是維持匯率不動、或是些微貶值，這樣的作法才是符合該國選擇「非合作」的策略。

而貿易對手國的本國幣最終會表現出何種的趨勢？除了該國央行本身的意圖與行動之外，另外還得端看國際熱錢資金流入該國的情況，其熱錢規模的大小，以及央行是否有能力去對抗熱錢而定。央行的能力以及對抗熱錢的能力，將會與熱錢規模組合出不同的匯率變化狀態，但不論其結果為何？都代表了貿易對手國本身是採取「非合作」的策略來回應美國的弱勢美元政策。

肆、政治景氣循環對於各國的決策影響

本研究除了利用前述所提及的理性決策模型之外，之所以要加入「政治景氣循環」(PBC)作為解釋理論之一，主要是著眼於各國國內的政經情勢。由於各國可以依據自己的政經情勢，在應對美國的「貨幣權力」時選擇對自己最有利的策略，因此這部分的決策邏輯已經透過前述的理性決策模型來進行解釋。但是當把視野縮小到各國內部，則考量到個別國加內部的執政者會基於政治因素，而對於該國的經濟循環進行人為干預時，此時該國應對美國的策略選擇，將會產生兩種



權力邏輯的交互作用，其一是來自於外部的美國「貨幣權力」邏輯，其二則是來自內部的「政治景氣循環」邏輯(以下以 C 國代稱之)。

表 3-11：美國的貨幣操控 VS 貿易對手國的 PBC

		大國的貨幣操控	
		劫掠型	放任型
C 國的 PBC	競選時期：寬鬆政策	傾向合作	合作
	修補時期：緊縮政策	傾向非合作	合作

資料來源：本研究自行繪製

從上表的 2X2 模型來看，當 C 國內部處於政治景氣循環的競選時期，此時該國整體的政經情勢會處於該國政府所刻意營造的繁榮狀態，在財政方面便會出現擴張消費、而貨幣政策方面也處於寬鬆的狀態，因此國內的貨幣供給量會增加。至於在對外的匯率價格方面，則是會因為經濟繁榮或是過熱而伴隨著出現匯率升值的趨勢。簡單來說，因為 C 國政府刻意營造的經濟繁榮景象，使得 C 國此時的景氣狀態相對於處於降息階段的美國來說，反而是 C 國的經濟表現較優。

所以，此時 C 國若是面對到美國施展「轉移權力」，在不考慮其他變數的情況下，C 國應當會比較有意願採取「順從」的應對策略，因為財政支出的寬鬆，可以增加對美國商品的消費，而在 C 國匯率方面的升值，則是可以改善美國的貿易赤字現象。總的來看，如果 C 國的政治景氣循環若成立，則在競選期間的寬鬆政策導向，將會促使 C 國迎合美國的「劫掠型貨幣操控」，對其採取「順從」的應對策略。

反之，當 C 國是處於 PBC 的修補期間，也就是 C 國需要修補之前營造繁榮狀態的後遺症—通貨膨脹，此時 C 國自然就會全方面地採取緊縮政策。削減財政支出，減少貨幣供給量，甚至是提高基準利率。因為政府需要修補經濟，因此採行許多緊縮政策，但是在匯率政策方面，則是會維持弱勢匯率的作法，因為國內的經濟成長動能在眾多的緊縮政策之下，已經缺乏新的成長力道；所以維持弱勢匯率的效果，將有助於把經濟成長的重心轉移到對外貿易上。

由此觀之，對於 PBC 修補期間的 C 國來說，面對到美國施展貨幣權力中的



「轉移權力」時，因為 C 國處於國內政經的緊縮狀態，所以不論是在消費方面，或是進口方面，都難有寬裕的經濟實力來負擔平衡雙邊貿易的轉移成本；同樣的，在 C 國貨幣的匯率價格方面，既然 C 國必須要仰賴弱勢匯率價格來賺取貿易順差，自然就無法在匯率方面配合美國升值。總的來看，C 國此時應當是會採取「非合作」的立場來回應大國的貨幣權力。

個別國家將可以透過理性決策的賽局理論進行選擇，面對美國的貨幣權力究竟是要「合作」還是「非合作」。我們在此所引入的案例便是「匯率操縱國」報告。而透過賽局模型的理論分析，我們可以認知到「匯率操縱國」報告其實就是一系列的重複賽局。對於個別國家而言，對美國選擇「非合作」的利益遠大於「合作」。而面對到該國一直不斷「對抗」的狀態，美國所能做的，就是讓原本的「囚犯困境賽局」，轉變成「膽小鬼賽局」，藉此擺脫該國選擇「非合作」的慣性。而這當中的轉變關鍵，就是美國要讓自己的威脅變得更有可信度與實踐力，使該國意識到受到美國懲罰的損失，遠大於自己選擇「合作」所失去的經濟利益。



第四節、結論

本文首先是區分個別國家回應大國施展貨幣權力的三種類型：合作、非合作或避險，由於美國與貿易對手國處於貨幣權力不對等的狀態，因此各國在面對美國施行特定的貨幣權力時，自然需要對於此一權力進行回應。而由於美國展現貨幣權力時，是融合了兩種層次的權力概念，其一是美國的霸權，其二是美元的貨幣霸權，因此除非是在純然的經濟議題上，個別國家才有針對單一議題進行「非合作」的可能性，否則在同時面對融合兩種層次的貨幣霸權時，各國通常是選擇「順從」策略。

當美國施展「劫掠型」貨幣操控，各國選擇「合作」就是割讓自己的經濟利益給予美國，而選擇「非合作」則是盡可能地維護自身的經濟利益，不輕易讓渡給大國。至於當美國在實行「放任型」貨幣操控時，此時由於美國並不對特定國家進行貨幣干預，因此各國自然不存在「對抗」的可能性。

至於選擇「去美元化的避險」策略的國家，本身所追求的就是與美國「保持距離」，至於避險所需要付出的成本，是否能夠使該國在「避險」之後能保留原有的利益，則是端看該國如何進行取捨。

此外，本研究也針對了各國應對美國的思想面和策略面進行討論。從思維層面來看，我們認為所選取的東亞各國普遍有著三種邏輯思維：「經濟民族主義與新重商主義」、「各國對於本國幣匯率傾向阻升不阻貶」，以及「刻意維持相當程度的通貨膨脹」。而這三種邏輯思維所造就的最終結果，就是東亞國家將會盡可能地維持自身貨幣的貶值趨勢，其目的便是要賺取更多的國家財富。

而在策略面方面，因為當美國施展「放任型」貨幣操控時，並沒有與各國進行應對和交手的空間，因此我們針對於個別國家的應對策略，主要是聚焦在美國施展「劫掠型」貨幣操控的時期。當各國面對到美國其中一項：「轉移權力」，這時的各國也將樂於接受貿易順差的增長，並視為是國家財富的成長。



第四章 弱勢美元與「匯率操縱國」的案例分析



在弱勢美元的階段，也正是因為聯準會進入了「降息」循環，意圖以寬鬆的貨幣政策來刺激經濟成長，所以相對應的，此時美元就會由原本升息週期的強勢美元，轉變成「弱勢美元」。進一步來看，由於寬鬆貨幣政策的效果，美元的弱勢也會體現在匯率市場上，相對於其他國家的匯價來看，聯準會既然釋放了更多的美元貨幣到市場上，就代表了美元應當是會貶值，而其他非美元的貨幣就會相對呈現出升值的狀態。

所以當我們利用「美元循環」的弱勢、強勢之分，重新看待美國政府在不同時期的相關政治行為，可以得出新的觀點。比方說在 1980 年代，從美元循環的觀點來看，很明顯地是屬於「弱勢美元」的降息循環時期(如下圖所示)，所以基於本文之前的分析，為了配合「弱勢美元」的政策目標，此時美元是由聯準會為中心，對外投放出去；而美國政府此時所進行的「貨幣操控」，是要對抗小國的弱勢貨幣政策，也就是在「弱勢美元」之下，其他小國必須成為強勢貨幣，如此才能夠透過這種強勢/弱勢的轉換，使得小國能夠發揮修補美國經濟的作用。

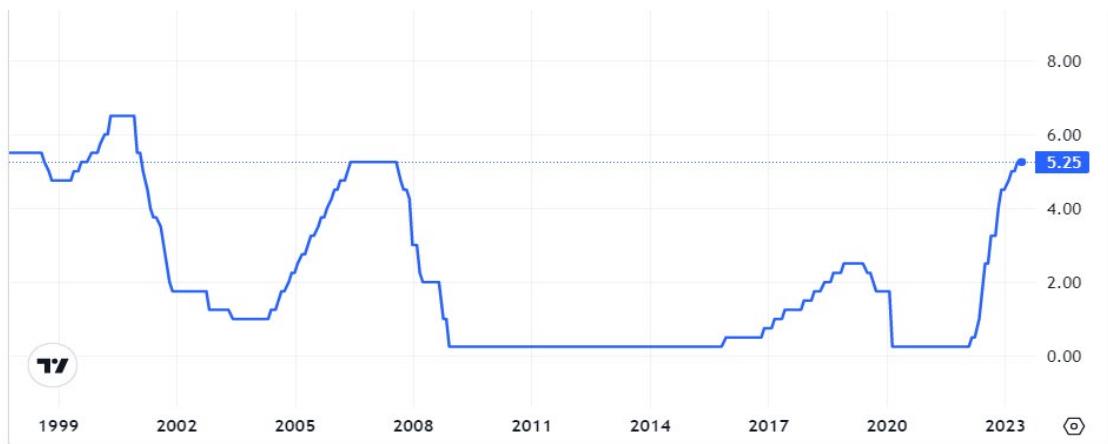


圖 4-1：美國基準利率走勢圖

資料來源：[TradingView.com](https://www.tradingview.com)



也正是因為美國有著「弱勢美元」的需求，所以也需要在匯價方面逼迫貿易對手國表態，因此才有 1985 年 9 月的廣場協議(Plaza Accord)的出現。因為唯有在美元處於弱勢的狀態下，才有需要逼迫對手國在匯率上進行升值的表態和實踐；而且回顧整個 1980 年代到 1995 年之前，聯準會對於美元政策的定位，基本定位都是以降息居多(如上圖所示)，這就足以顯示這 15 年之間，美國對於美元的定位是以「弱勢美元」為主，也正是因为如此，觀察其他主要貿易夥伴在這段期間內，本國貨幣兌美元的匯率變化(如下圖所示)，也反映出「廣場協定」的有效性，日圓、英鎊、德國馬克與法國法郎都是強勁升值的表現。

但是，值得注意的一點，當各個國家的匯率因為受到美國政治壓力而被迫升值之後，理論上對於美國的對外貿易逆差應當有所改善，但是當我們仔細回顧每一段弱勢美元時期的美國對外貿易狀態，實質上並不是如同我們所設想的那樣一種「只要美國進行施壓，各國就會屈服，而美國的貿易赤字就會改善」的情境。

而且在 1985 年，當時並沒有「匯率操縱國」的相關法案(工商時報社論，2020)，因此可以很明顯地看到美國透過政治外交的場域，直接對於貿易對手國的匯率價格進行人為干預。但是從 1988 年之後，因為有了「1988 年綜合貿易暨競爭力法」(Omnibus Trade and Competitiveness Act of 1988) (以下簡稱為 1988 年法案)，以及在 2015 年新增的「貿易便捷化暨執行法」(Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015) (以下簡稱為 2015 法案)，使得美國對於貿易對手的匯率監督和干預更具合理性與合法性(廖禹揚，2018)，也就是我們今天所看到的「匯率操縱國」報告。

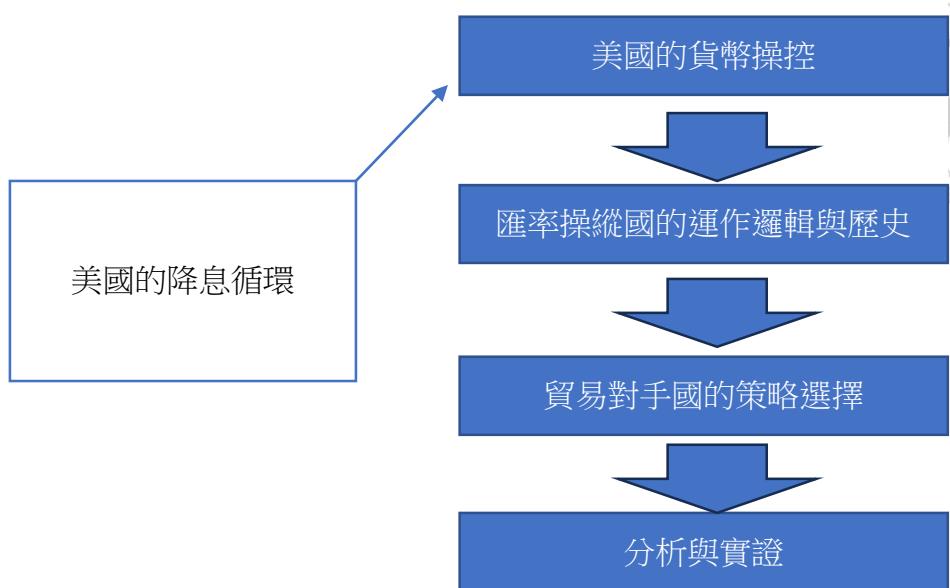


圖 4-2：第四章結構圖

資料來源：本研究自行繪製

因此，本章的結構如上圖所示，主要的背景條件為美國身處降息循環的週期中，而第一節是討論大國在此一時期的「貨幣操控」形式與內容，第二節則是切入到實際案例中，以「匯率操縱國」作為本節主要討論的案例；第三節則是轉換視角，開始討論貿易對手國如何應對美國施展「貨幣操控」與「匯率操縱國」報告。第四則是進行實證分析，最後的第五節就是本章的結論。



第一節、弱勢美元時期的美國貨幣操控

壹、美國經濟的慣性

何以美國遲遲無法達成縮減貿易逆差的狀態呢？本文認為「縮減貿易逆差」的核心概念，與當前美國霸權所建構出來的「美元體系」是背道而馳的，而此一概念就如同 1950 年代提出的特里芬困境（Triffin Dilemma）其實是相似的概念。美元體系的運作模式，主要是以美元作為國際流通貨幣，因此美國是需要不斷印製美元以滿足這個體系的需求，如下圖所示；換言之，在這個體系當中的貿易對手國，本身所扮演的角色，就是透過世界貿易體系去取得美元，因此對手國在世界貿易過程、國際貨幣流動的過程中，是美元的需求者。而美國身為美元的供給者，雖然是提供了美元給貿易對手，但是從貿易的供需角度來看，美國同時也是世界貿易的需求者，因此美國一方面對於世界貿易的商品有所需求，另一方面就提供美元來滿足世界貿易的供給者—美國以外的其他國家。

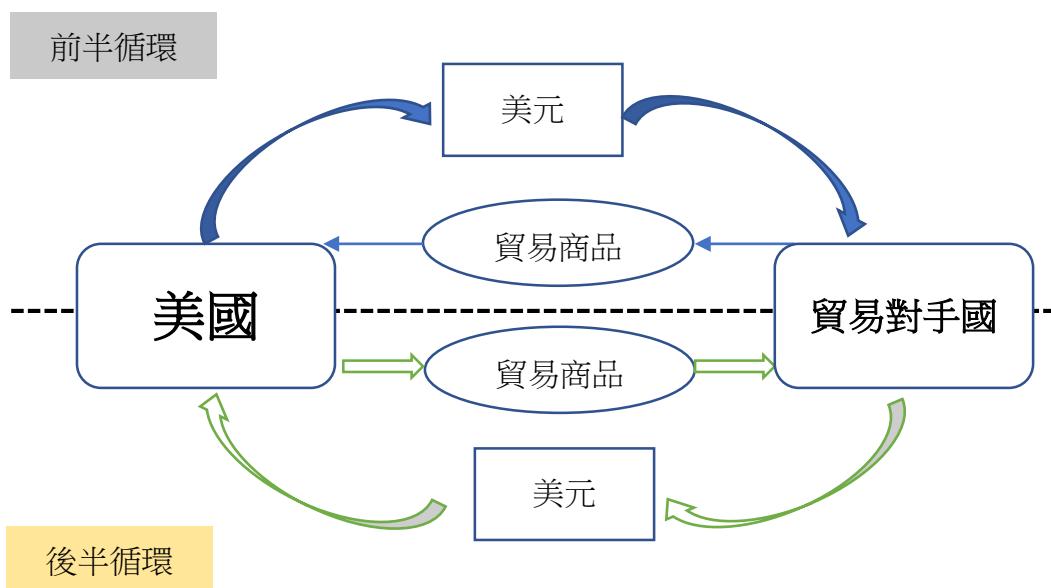


圖 4-3：理想中的國際貿易與美元循環(美國與貿易對手國)

資料來源：本研究自行繪製

而這個運作的過程如果要逆轉，也就是美國必須轉而成為世界貿易體系的供



給者，而貿易對手國則是得成為需求者。這樣的角色和立場不論是對於各國或是美國來說，都是處在一個不舒適的狀態，因為這就代表美國必須縮減自己的消費，或是提高自己的產出，才能成為一個合格的供給者；但是提高產出很顯然是個不太可能的選擇，因為在自由市場中，各生產廠商為了追求最大的利潤，自然會想要努力提高產量、銷售產品，藉以賺取最多的銷貨收入，這也就是說，現階段所能看到的產量，已經是在投入能夠動用的資源之下，所能得到的最多產出。因此除非外國對於美國產品的需求量增加，才有可能趨使美國投入更多的資源，產出更多的商品產出。

另一個選擇，便是美國縮減自己的消費，減少對外的進口和消費數量，這也能讓美國縮減貿易赤字。這對於習慣擴張消費的美國而言，改變立場作為世界貿易的供給者自然會是比較痛苦的角色，而且從歷史經驗來看，美國的家戶儲蓄率一直都偏低，數十年來都維持在 10%以下，如下圖所示；只有在面臨較為嚴重的經濟衰退或是金融危機時，才會出現儲蓄率驟升的現象。

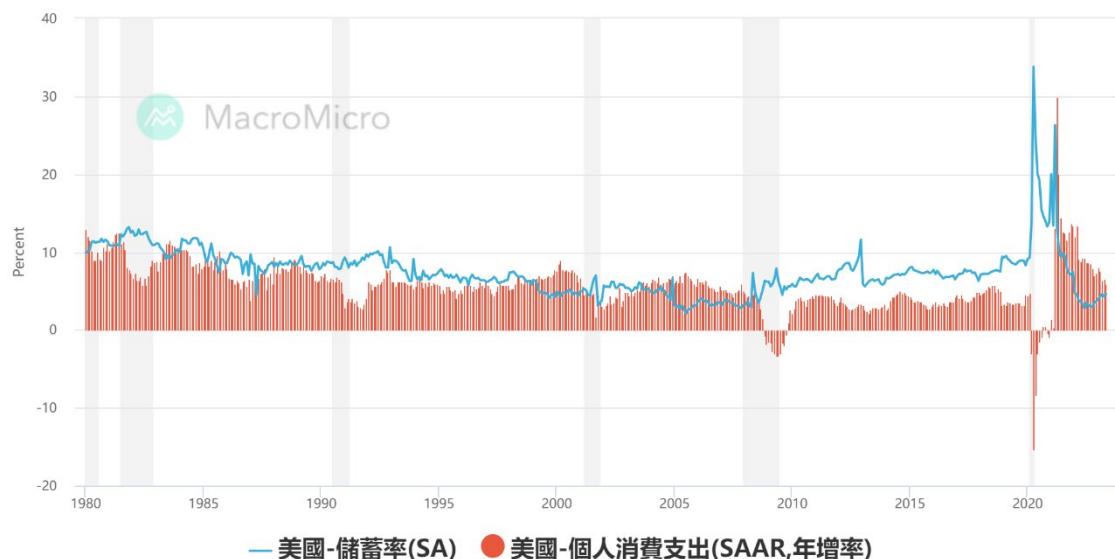


圖 4-4：美國儲蓄率與個人消費支出

資料來源：財經 M 平方，本研究重新繪製

這就代表美國在多數的時間內，都是處於過度消費的狀態，因此儲蓄率才會偏低；如果儲蓄率變高，就等於日常消費減少，對於外國進口的需求也會跟著減少，也就能夠達成縮減貿易逆差的狀態。但很明顯地，這樣的轉變目標並不符合



美國的日常生活習慣。

再者，就貿易對手國的狀態來說，不論是屬於已開發國家或是開發中國家，美國主要的貿易對手國多數都是以賺取外匯為目的，而且賺取了美元外匯之後，習慣上也是以作為國家儲蓄為主，因此翻開這些主要貿易夥伴的外匯存底，可以看到長年以來的外匯存底都是穩定增長的狀態。

換言之，從貿易政策的角度來看，多數的貿易對手國並不是要用美元來進口貿易，而是以累積外匯存底為目的。以台灣來說，在 1990 年代之前的多項貿易政策，例如：進口替代、出口導向...等，都是為了賺取外匯美元，但是即便在 1990 年代，台灣成為亞洲四小龍、東亞奇蹟的案例之後，很顯然地台灣的經濟發展已經提升到相當高的程度，但是從 90 年之後，台灣的貿易目的依然是為了賺取賺取外匯美元為主，此一現象從外匯存底的累積程度就可以明顯看出，如下圖所示。



圖 4-5：台灣的外匯存底

資料來源：財經 M 平方

當然，美國的貿易對手國之所以對於美元有如此強烈的需求，相當的部分是對於 1997 年亞洲金融風暴所遺留下來的「創傷症候群」。當年包含泰國、印尼、馬來西亞，甚至是南韓等國家，都是因為為了堅守本國貨幣的匯價，而不斷耗費



外匯存底來捍衛匯價，但最終因為外匯存底枯竭而不得不棄守匯率，甚至是到最後還必須向 IMF 求援。也因此對於東亞國家來說，賺取美元之後再儲蓄起來，是為了保留央行干預匯率市場的能力。因此就東亞國家來說，出口貿易雖然可以賺取大量外匯美元，但是這些美元的目的都不是為了日後向美國進口商品消費用，而是為了儲蓄之用，這些造成整個對美貿易結構中，貿易對手國在思想與行為上，要對美國產生貿易逆差是極度困難的事情，因為貿易逆差就等於是外匯存底的減少，而這個現象是東亞國家沒有意願去積極實現的。

也因此，從整個貿易結構上來看，美國本身的慣性是很難改變擴張消費的狀態；而就貿易對手國來看，也是沒有意願擴張對美的進口數量，也不願意耗費大量的外匯存底來進行擴張消費。

倘若我們從「美元霸權」的結構來分析此一現象，美元所給予美國本身的優惠，除了在之前所提到的「國際鑄幣稅」之外，還可以從貨幣本身的「價值的儲存」來看，實際上美元霸權提供的另外一種特權，就是讓美元能夠擁有「延遲給付代價」的功能，這就是我們在第二章所說的「遞延權力」。並且美國可以利用美元所擁有的貨幣霸權地位，將這個「遞延權力」投射到全球。因為貨幣本身所擁有的價值，實際上是在於能夠把「購買力」儲存在貨幣當中，所以貨幣的擁有者不需要在拿到貨幣的同時，立刻進行消費活動，而是可以把當前的「購買力」透過貨幣的方式儲存下來，將消費遞延到未來再發生。

這樣的過程就如同上圖 5-3 所描繪的情況：各國把商品出口給美國之後，收到美元，而這些美元在理論上應當也被小國拿來消費，用來購買美國出口的商品，而美元將會重新回到美國的手上，完成一次循環。在這樣的循環中，以美元作為購買力的儲存，而小國賺取到美元之後，便可以遞延現在的消費，把消費活動遞延到未來進行；但是在現況下，後半段的消費過程實際上並沒有實現，各國把賺取到的美元儲存下來，跟購買美國製商品的數量相比(也就是從美國進口的商品)，各國是將多數的美元儲存起來，甚至是把美元拿去購買美國國債，這樣的行為並不能算是消費，而是屬於借貸，把「貨幣價值」借給美國政府，讓美國政府



維持目前的消費行為。

換言之，美國政府的財政部發行美國國債，向聯準會、美國企業、甚至是外國政府的央行兜售，而將借來的錢持續用在社會福利、軍事、以及美國政府的相關支出上。但是收到美元的各國，並沒有真正地透過消費，來發揮這些美元的儲存價值，把遞延消費的那個時間點實現；所以整個美元的循環並沒有走完，而是走到半途就停滯住了。

相反地，對於美國而言，原本支付出去的美元，在循環的後半段是要透過美國自身產出的商品，來交換回這些美元；原本這種「國際貿易」的設計機制，可以確保美國不會只消費而不產出，美國終究是需要為這些所付出去的美元，付出相應的代價，努力生產出貿易對手國想要且需要的商品，然後把美元重新賺回來。但是「美元霸權」的存在(Cohen, 2005),³⁵實際上是讓各貿易對手國的「遞延消費」行為不致於出現，或者是出現的數量偏少；也就是在美元體系當中，除了美國之外的其他國家，都對於美元有強烈的需求，而且像倉鼠一樣有著囤積的習慣—囤積美元的習慣。

也因此，美國原本需要付出的代價—「擴大產出」，也因為美元霸權介入了國際貿易的後半段，使得美國能夠先享受擴張消費，但遲遲未付出相當的代價。³⁶另外，由於整個貿易與美元的循環一直都卡在前半循環的階段，這也讓美國得以享受到另外一個優點：縮減通貨膨脹。因為美國持續輸出美元，輸入國外的商品，理論上當有過多的貨幣在市場上流通時，就會引發通貨膨脹；但是長久以來，美國通貨膨脹的速度其實並不明顯，如下圖所示，1990 年代以來，美國的消費者物價指數都維持在 4% 以下，2008 年之後甚至多數時間都處在 2% 以下，很明顯地，雖然美國聯準會在這十年不斷地印鈔，但是由數據上來看，這些貨幣並沒

³⁵ 依據 Cohen 的解釋，當一個國家能夠之歛的外匯存底越多、可獲得的外部信用越多、乃至於能夠支配的貨幣流動性越高，就越能拖延調整國際收支的時間。很顯然的，正因為美國擁有貨幣霸權的地位，同時美元又是美國在掌控其流動性，因此美國可以發揮其霸權地位，持續拖延調整國際收支的時間。詳見 Benjamin J. Cohen. 2005. "The macrofoundation of monetary power", European University Institute

³⁶ 此處所謂的「付出代價」並不是指不付錢，而是指美國需要擴大產出，把原本支付出去的美元重新賺回來。

有流入實體的經濟市場當中，而是流到金融市場，以及貿易對手國的國庫之中。



圖 4-6：美國 CPI 與核心 CPI

資料來源：財經 M 平方

因為這些持續印出的美元，最終是流入金融投資的全球市場中，以及貿易對手國的國庫之中，對於該國的央行而言，這些成為外匯存底的美元，基本上並沒有拿出來使用的打算，所以這些美元最有可能的去處，便是流入美國的國債市場中，購買美國的國債，以賺取合理的市場利息，藉此保持這些美元的購買力。正是因為這些美元進入了金融投資市場、美國國債市場，所以僅只有少量的美元最終流入的商品市場中。

所以在實體的商品市場內，並沒有感受到「過多的貨幣追逐數量有限的商品」，因此在商品交易的市場中，並不存在嚴重的通貨膨脹；而通貨膨脹對於美元來說，就是美元購買力下降的現象，反過來說，溫和的通貨膨脹反而代表了美國的經濟力與消費力道溫和增加，所以可以進行更多的消費。這個現象對於各貿易對手國而言，反而是受到歡迎的，這也就意味著各國可以持續擴張出口，而美國也會持續擴張消費，雙方都可以在這樣狀態下獲得平衡和滿足。對於美國來說，持續印製的美元並沒有引發通貨膨脹，也就是美元的購買力仍維持在相似的



水準，所以美國並不會擔憂通貨膨脹的出現，反而認為在美元霸權的國際貨幣體系中，這樣的運作結構是可以持續存在的。

貳、「美元循環」視野下的匯率操縱國

本論文第二章曾經利用「美元循環」的五個階段，討論美國在不同階段的美元環境中，對於其他國家(尤其是貿易對手)所施展的貨幣影響力；由此處的討論可以得知，在美國經濟由衰退走向復甦之際，正是美元在國際商品市場上逐漸恢復購買力的時段，此一時期，與前一階段美國經濟衰退的階段，美元的購買力都相對偏弱，而且美國自身的經濟表現也不如以往的強盛，因此在「弱勢美元」的政策核心指導下，就會與貿易對手國習慣扮演的弱勢貨幣相互牴觸。

對於貿易對手國來說，當美國經濟持續成長的階段，各國透過與美國之間的貿易往來，出口商品以賺取美元進來；就各國立場而言，由於美國經濟是維持著正成長的狀態，因此美元的購買力得以維持，美元購買力強盛的時刻，用以購入該國的商品便是最有價值的策略選擇。但是在「降息循環/弱勢美元」的階段，美元的購買力也相對較弱，所以美國此時需要透過「平衡貿易」的方式，降低美元的匯率價格，修復美國自身的經濟實力。換言之，在「弱勢美元」的階段，美國將會特別重視對於貿易對手國的貿易出超程度，美國會希望修正貿易赤字的數字，以便於逐步把失衡的貿易狀態進行平衡。而這會是美國在此一階段進行「弱勢美元」的政策意圖，但是否能夠真實達成「平衡貿易」卻又是另外一件事情。

一、對貿易對手國的影響

當「弱勢美元」成為政策主軸時，對於各國來說，對於美國的貿易出超也必然會需要進行修正，因為透過「弱勢美元」達成「平衡貿易」是美國在此一階段所進行的政策手段和政策目標，而貿易對手國此時扮演的角色，若是維持以往一般，持續出口商品賺取美元，很自然地就會與「弱勢美元」、「平衡貿易」相互衝



突。因此各國在大國進行「弱勢美元」的階段，與美國的貿易關係將會變得格外緊張，因為貿易對手國仍然想要利用貿易出口來維持經濟成長，但是美國要修正一面倒的貿易入超狀態，所以在「弱勢美元」結構之下，美國的對外貿易政策將會對貿易對手逐一進行個別貿易關係的檢視，擁有大量貿易餘額的貿易對手，在此時就會被美國盯上，各國很自然地就會被要求修正雙邊的貿易關係。

也因此，本文認為所謂的「匯率操縱國」概念，其實本質上是美國在特定的經濟循環階段，對於貿易對手國所進行的特殊定位與施壓手段，也就是當美國經濟處於衰退和復甦的階段時，這時候在匯率政策方面會以「弱勢美元」為主軸，而貿易政策方面則是需要以「平衡貿易」為目標，所以在這兩個政策目標下，貿易對手國就會開始被美國利用「匯率操縱國」為標準，進行逐一檢視。

但是在美國經濟恢復正成長、甚至是到達過熱的階段時，這時候美元的匯率價格是處於偏向強勢且升值的階段，而在貿易方面則是重新回到美國持續性入超的狀態；正是因為當美國經濟恢復正成長之後，相對應的便是「強勢美元」的循環階段，所以美國能夠利用美元去向外購買較多的商品進來消費，這也就是美國對外貿易赤字會不斷擴大的主要原因。既然在這一時期，美國會透過偏強勢的美元進行貿易入超，此時去討論「匯率操縱國」自然是「不合時宜」，³⁷因為在「強勢美元」之下，其他的貿易對手國的貨幣匯率，相對來說就自然是偏向於弱勢，而且貿易對手國也會利用此一時期持續擴大雙邊的貿易金額，進而產生更多的貿易餘額。

另外值得注意的是，在「弱勢美元」的階段，美國企圖進行「平衡貿易」的行動，這時候對於個別國家的主要影響，則是會在匯率與貿易方面產生兩種不同的壓力，分述如下：

(一)、貿易方面

³⁷ 但值得注意的是，美國財政部發布「匯率操縱國」報告的時間點，並沒有區分經濟週期或是經濟情勢，而是每年固定發布兩次。所以基於上述的理由，本研究認為在降息循環的階段，「匯率操縱國」的報告對美國而言尤為重要，至於在升息循環的階段，雖然也依然定期發布該份報告，但由於該報告的宗旨與當時的美國經濟情勢並不相符，因此並不具代表性也無關重要。



由於美國在經濟衰退時期，需要進行「平衡貿易」，也就是減少進口消費，增加出口，這對於美國本身最直接的影響，就是能夠提升 GDP 的成長動能。但是對於身為貿易對手國的各國來說，既然美國要平衡貿易，自然就意味著自己需要增加進口、減少出口，總和效果就是貿易順差減少。這對於各國而言，當然是等同於犧牲自己的經濟成長來幫助美國。

(二)、匯率方面

至於在匯率方面，由於美國經濟不振，因此在聯準會的寬鬆貨幣政策下，美元的匯率波動當然會朝向貶值趨勢；但是相對來說，美元的貶值就相當於是各國的貨幣升值，這也同樣是不利於自身的經濟成長與賺取貿易順差。

不過很明顯地，美國利用「匯率操縱國」作為施壓的途徑，其所關注的焦點從表面上觀察，應該是在於「匯率」方面，但是如果細究其「匯率操縱國」的定義和標準門檻，則是三個條件中有兩項都是與「貿易金額」有關(相關細部的討論請參考下一節)，因此本文認為「匯率操縱國」的核心議題，其實是在「貿易」，並不在「美元匯率」。但之所以有這樣的差異，實際上應當是反映出美國對於「貿易」與「美元匯率」所進行的差異化目標設定。

二、運用「匯率操縱國」的必要性

雖然從景氣循環的觀點來看，「弱勢美元」的政策是在美國經濟衰退時，必然會出現的相應貨幣政策，但是「弱勢美元」的政策目標和外部影響，卻是會跟現有的「美元霸權」、「貿易結構」發生矛盾的狀態。因為以美國為中心的世界貿易結構，其運用的核心是讓美元作為周邊國家進行貿易之後，用商品交換得到美元作為代價，因此越是強勢的美元，在相對價格上就能夠換得更多的商品。但是「弱勢美元」的運作邏輯，卻是要讓這樣的運作機制整個 180 度的扭轉：美元呈現弱勢，減少美國對外的貿易赤字規模，而讓美國的商品能夠擴大出口到周邊的



貿易對手國，這樣的政策目標，很明顯就是與整個國際貿易的主旋律是逆轉過來的狀態。

對於貿易對手國來說，基於貿易需求和安全需求，在經濟政策與貿易政策上，原本就是會傾向於擴大出口、減少對外的進口消費，但是在「弱勢美元」的外部影響之下，各國會受到來自美國的壓力，而開始矛盾與不協調的感覺。此處的矛盾，是因為弱勢美元對於各國的目標設定，實際上是與自己原本的政策偏好相互矛盾的，因此個別國家都會明確感受到壓力與衝突。再者，美國想要利用「弱勢美元」扭轉整個貿易結構，實際上單靠經濟方面的匯率政策是不足的，所以才需要透過政治行政的力量，以「匯率操縱國」作為壓力施展的場域。

倘若各國要回應美國的施壓，這時候自然存在三個層面的政策改變：其一是改變匯率政策，讓本國幣對美元升值，回應「弱勢美元」的政策訴求。其二則是透過外貿政策的改變，減少對美國的貿易餘額。其三則是同時施行前兩項。

如果從近期的案例來看，其實選擇第二個方案是最為快速的方式，因為美國想要的政策目標，其中之一就是要施行平衡貿易，所以個別國家可以直接擴大對於美國商品的採購(例如中國大陸在 2019 年的談判中，就承諾擴大對美國的農產品採購)。而且由政治層面發動行政力量對於美國商品擴大採購，也是直接降低對美國的貿易餘額，等於是讓「匯率操縱國」的其中兩項標準，能夠直接掉落在紅線之外。也因此當個別的貿易對手國在美國意圖施行「平衡貿易」的時候，多數案例中，都是選擇擴大貿易進口，而不是選擇對自己的匯率價格放棄干預。

就各國的立場來看，擴大對美國的貿易進口，雖然在概念上就是「花錢消災」的做法，但是這樣的作法有多種好處：其一就是保持其他經濟政策與貨幣政策的彈性，可以在政策變動最小的範圍之內，就免除掉美國所施加的政治壓力和經濟壓力。因為涉及到匯率價格的層面太多太廣，例如：自己國內的通膨、利率、乃至於金融市場的穩定，都會跟匯率市場價格有所關聯，如此一來，涉及層面就過於廣泛，各國政府在經濟治理上就徒增困難。

其二，對於美國來說，在經濟衰退與緩步復甦的階段，這時候需要的是讓就



業人口提升，有能力且有意願的人都能夠找到工作，使得經濟狀態可以回復到「充分就業」的狀態。所以能夠有效推動美國勞動市場復甦的外部力量之一，就是讓美國的商品能夠擴大市場需求，只要美國商品的需求量增加，就會推升供給量，也就能提高生產者對於勞工的需求量。

也因此，本文認為美國對於貿易對手國所提出的「平衡貿易」壓力，或是以「匯率操縱國」所施加的壓力大小，實際上是與美國就業狀況呈現掛勾與連動，當就業狀況與「充分就業」存在差距時，這時候美國就會需要以外部力量來改善就業市場，也因此這時候「平衡貿易」變成極為重要的一個施力點。而當國內就業狀況好轉之後，「平衡貿易」就變得不再是這麼重要，「弱勢美元」的階段性任務也就可以功成身退。

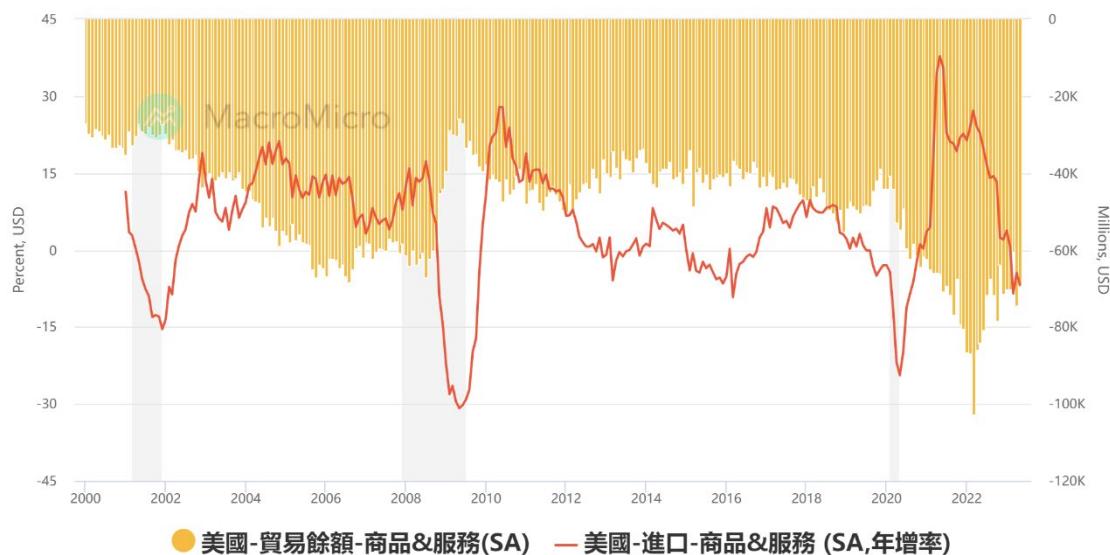


圖 4-7：美國的貿易餘額與進口年增率

資料來源：財經 M 平方，本研究重新繪製

正是因為「平衡貿易」是階段性的訴求，所以只有在特定的條件下，美國才會特別對外強調「平衡貿易」，而當環境條件改變後，這樣的訴求便不再是重點，因此美國的對外貿易赤字又重新回歸到再次擴張的軌道中(如上圖框起來之部分)。這也正好反映了美國在戰後所建立起來的貿易結構與美元霸權，實際上是為了美國自身的消費所建立起來的體系，因此即便是偶爾出現的貿易逆轉情況，實際上並不是這個體系所預期中的適應情況。所以長期來看，貿易赤字的持續擴大



才是這個體系正常運作下的結果，而當美國本土的經濟需要修復時，這個貿易體系需要暫且休息，美國此時再透過「弱勢美元」與「平衡貿易」作為解方，對於經濟修復的必要手段。當然，此一手段只是暫時性的作法，並不是長久之計，也不會提升重要層級，讓美國產生改變整個體系的動機與意圖。

以上的討論，是單從美國的自身立場來觀察，美國本身並沒有要更改整個國際貨幣體系的意圖，所以如果用第二章大國對於「貨幣權力」所進行的貨幣操控來看(如下表所示)，在多數的時間裏頭(即升息循環週期)，美國都是以「放任型」的做法來回應貿易對手國的貨幣政策，各國有意識地、刻意地壓低自身貨幣的匯率，以便於賺取經常帳順差，而美國則是順應各國的作為，維持自己的美元在偏強勢的狀態，以便於使用美元來購買各國的出口商品。美國與各國的立場一致，而美國在行為上又是採取靜觀其變的做法，因此是屬於「放任型」的貨幣操控。

表 4-1：貨幣操控的四種方式

美國的操控方式	美國的動機	
	正面	負面
介入、干預	保護型	劫掠型
靜觀其變	放任型	消極型

資料來源：轉引自《貨幣與強制》，頁 52

但是在另外一半的期間裏頭，大國面臨到經濟衰退，或是緩慢復甦的時候，這時候美國與貿易對手國對於貨幣權力的立場就會產生矛盾與對立，因為美國在貨幣操控方面就會採取與貿易對手反向的立場，而在實際作為方面，美國因為要盡快讓經濟恢復到成長的軌道上，所以就會採取比較大動作的政策手段，而不是採取「靜觀其變」的作為。所以透過上表，可以清楚地看出來美國在「弱勢美元」的時期，所進行的貨幣操控就是屬於「劫掠型」的作法。

總的來看，美國利用「美元霸權」所進行的貨幣操控，基本上就是在「放任型」與「劫掠型」兩個類型當中循環；而對於各國來說，實際上各國對於美元霸權的立場偏好是沒有改變的：貿易對手國一直都是傾向於「本國貨幣趨貶」或是



「與美元進行掛勾」的政策偏好，這根本的原因就是之前在第三章所提過的，各國對於政治風險與經濟風險有著極高的趨避性，所以產生了「貨幣依賴」，會希望大量累積外匯存底來應對風險來臨的情況。

三、美國的劫掠與各國的應對

經過第二章和第三章的討論，我們已經知道美國會依據自己的經濟狀態，決定「貨幣權力」的使用是偏向弱勢或強勢，但貿易對手國本身的立場，卻是出於自身的利益而選擇偏向弱勢的貨幣政策，也因此當美國與各國的立場一致時，就會產生利益衝突的現象。此時的討論關鍵，就在於各國如何應對美國的「劫掠型」貨幣操控？首先第一步先來釐清美國所設定的「匯率操縱國」三項標準，如果符合標準，就成為美國劫掠的目標，所以如果單一國家國直接順服美國的標準，讓自己的狀態完全不達到美國所設定的紅線，這樣的回應就是「合作」（Cooperate）。而從原本的貿易狀態修正到順從的狀態，這當中的差異，我們便可以視之為是美國劫掠之後的成果。

例如，美國財政部所設定的其中一項標準為「對美貿易順差達到 200 億美元以上」，而對於某國(在此假定為 A 國)，因為對美的貿易順差達 300 億美元，而被美國財政部進行調查，即便 A 國尚未列入「匯率操縱國」的觀察名單中，但只要確定美國聯準會此時的貨幣政策是屬於「弱勢美元」，便有可能以不同形式的途徑對 A 國進行施壓，而其施壓的過程和特定事件不必然會被外界所獲悉。倘若 A 國在弱勢美元的期間，貿易順差的金額從原本 300 億美元下滑至 150 億美元，我們便可以認定這落差的 150 億美元，是出自於美國在採取貨幣操控之後，所獲得的劫掠成果。

因此，首先要先確立的時間軸是美國聯準會的升息週期(洪煜賢，2023)，如下表所列；為了明確分割出升息週期，所以我們將每一個週期的起點設定為聯準會宣布升息的時間，而升息的終點則是設定在降息開始的時間，如此一來便可以



解決卡在升息與降息之間的時間，如何認定的問題。而在升息週期之外的時間。便是屬於「降息週期」的時段，也同時是屬於「弱勢美元」的區間。也就是說，聯準會降息的起點，就是在每個循環的「第一次降息」的時間，而降息的終點，就是設定在宣布「第一次升息」的時間，而這當中的利率政策變動就是我們所關注的重點。

表 4-2：美國聯準會的降息循環時間點

首次降息時間	末次降息	首次升息時間	降息幅度(%)	降息區間(%)
2000.06.30	2003.06	2004 / 6	5.5	6.5→1
2007.09	2008.12	2015.12.17	2	2.25→0.25
2019.08.	2020.03	2022.03.17	2.25	2.5→0.25

資料來源：本研究自行整理

利用上面的時間表，我們可以更進一步找出在該時段當中，美國主要的貿易對手國，其與美國之間的貿易順差的最低金額，作為推估美國所成功進行劫掠的成果。至於小國的貿易順差的衰退計算，可以有兩個計算方式：其一是取在美國的升息循環當中，所賺取到的最高貿易順差金額，抑或是利用降息前的最後一季貿易順差金額作為基準點。

在劃分出美國降息週期的時間之後，下一步則是選出美國的主要貿易對手國，並找出在美國升息期間的最大金額貿易順差、以及降息前的貿易順差金額，以這兩個數字作為基準點；接著找出在降息期間，貿易順差金額的最小值，以此計算出的差額，便可以做為美國施行「劫掠型」貨幣操控所獲取的經濟利益。

在一般的情況下，兩國之間的貿易順逆差應當維持在一個固定的區間內波動，而小國對於美國的貿易順差擴大，究竟能否認定成是因為小國的匯率政策所致？實際上可能難以證明。但是本研究之所以要利用貿易順差的差額，其實是想直接計算美國利用「弱勢美元」的劫掠型操控，可以影響到多少原本的貿易順差金額？



因為在雙邊的貿易條件沒有太大的變動之下，影響到美國與小國之間貿易的主要的變因，實際上應該是以「弱勢美元」的匯率政策改變，所帶來的影響為最大。

參、美國修補自身經濟的過程

美國的主要貿易對手，若是以「美元流動」的角度進行觀察，貿易對手國幾乎都是美國用來調節美元的主要對象：在強勢美元的時候，美國正值升息循環的期間，因此美國此時使用美元的策略便是利用美元來購買國際貿易的商品；正是因為美元強勢，因此美元的購買力較大，在同等的美元貨幣數量，可以購買到比較多的商品，所以美元經過國際貿易的流程，便會流向主要貿易對手國。總的來看，美國會在此一階段累積大量的貿易赤字，而大量的美元會隨著貿易赤字而流到貿易對手身上，各國會因為大量的貿易順差而累積的相當數量的美元。

接著，在升息循環之後，緊接而來的是降息循環的週期，美國會透過聯準會釋放出超額供給的美元到金融市場上，這就給予國際資本相當低廉成本的美元，使得國際資本可以借貸到利率較低的美元之後，轉匯到新興市場的各國，使得各國在這一時期，又會接收到大量的美元，但這主要來源並非經常帳，而是來自於資本帳與金融帳。

再接下來，美國需要修補自己的經濟成長動能，而此時最有資本的對象便是長久以來身為主要貿易對手國，因為在前面兩個階段中，各國分別累積的大量的經常帳盈餘以及金融帳盈餘，對於美國而言，這些累積大量國際收支盈餘的貿易對手，就如同累積了大量的財富，這在美國的眼中，便成為了可以拿來利用幫助美國進行經濟復甦與經濟成長的動力，

要比較身為貿易對手國的各國，在美國心中所認定的地位有何差異？最有效的判別方式，便是美國對於個別國家在採取「非合作」策略時，美國的主要反應為何？從之前的討論分析中，我們已經知道在美國的經濟情況處於衰退與復甦的期間，美國是會採取「劫掠型」的貨幣政策來施壓貿易對手國，甚至是採取政治



外交的手段，來迫使各國的貨幣政策能夠順從美國的意願進行調整。以美國的目標來說，此時會希望貿易為手的貨幣是升值的波動趨勢，好讓美國的貨幣相對而言是呈現貶值的波動趨勢。再者，就是各國需要擴大進口美國的商品，好讓美國的出口增加、貿易逆差減少。

所以在美國的施壓、劫掠之下，如果有貿易對手在此時採取的不是「合作」的應對策略，而是選擇了「非合作」的策略，這樣的做法應當是會受到美國的再度施壓或是懲罰；但倘若有特定幾個貿易對手國，可以多次違抗美國，並且受到的懲罰極輕或是根本沒有，這就足以代表這些國家，對於美國而言是有極具特殊的地位或是類別屬性，使得美國總會輕輕放過這些個別國家。

對此，本文認為在美國的案例上，可以有兩個做為觀察的時間點：其一，是美國對於「匯率操縱國」的認定，是否有特定國家符合美國財政部所提出的三項標準，但沒有被正式列為「匯率操縱國」？抑或是雖然僅符合一、兩項標準，但是也沒有被列為「匯率操縱國」的觀察名單中。換言之，就是當貿易對手國的客觀條件已經符合美國所列的篩選標準，但是卻沒有遭受到美國相應的處理或是對待，這便可以代表該國對於美國而言，是具有特殊身分或是特殊地位的。

一、弱勢美元下的大國劫掠

在「弱勢美元」階段，聯準會因為要對金融市場與實體經濟市場，進行穩定與救市的工作，所以會釋放出超額的美元到市場上；若是把這些美元是為水流，很明顯地，這些美元水流就會向海外市場擴散，找尋更有利可圖的投資機會。在前段的討論可以知道，弱勢美元正是美國採取「劫掠型」貨幣操控的體現，而這個劫掠有三個層次可以進行討論，其一是由於美國是美元的印鈔者，因此在美國大量釋放出美元的情況下，等於是讓原本市場中的美元數量在短期內快速增加，但是全球實體經濟的商品產出數量在短期內應當是保持不變的，所以這就產生了「商品數量不變、貨幣數量增加」的現象，也就是所謂的「通貨膨脹」。



美國這種不受限制地發行貨幣的行為，直接損害的對象便是那些已經持有美元的貨幣持有者，因為美元數量增加，使得每 1 單位的美元價值實質上是降低了，而原本手中所持有美元的民眾(或者是小國的央行)，就在美元暴增的情況下，無形之中喪失了原本的貨幣購買力。這樣一種劫掠的操縱操控，便是所謂的「鑄幣稅」，也就是美國利用鑄幣的權力，在超發貨幣的情況下，形同對於原貨幣持有者進行課稅一樣。

而第二個層次的劫掠，則是在於美國利用貿易對手國在強勢美元的時期，賺取了大量的美元外匯，因此到了弱勢美元的時期，美國便會施壓要求各國反過來對於大國的經濟成長提供動能。最顯著的案例，就是每當到了弱勢美元的階段，就是意味著美國自身的經濟成長陷入停滯，乃至於衰退的狀態，這時候美國便會高舉「公平貿易」的旗幟，要求以往的重要貿易對手國，必須進行公平貿易，意即小國必須均衡貿易往來，過去長期的貿易出超，也到了轉變成「貿易入超」的時間。

很明顯地，當美國需要修補自身經濟動能的時候，除了透過凱因斯主義的大政府思維，進行寬鬆的財政政策與貨幣政策之外，在對外貿易上，也必須要縮減貿易逆差的成長，透過對貿易對手的施壓，逼迫各國必須擴大進口，以達到「平衡貿易」的狀態。但其實這就是對於貿易對手的財富，所進行的第二種劫掠，要求各國擴張進口消費，強化美國的出口動力。

至於第三個層次的劫掠，則是屬於金融層面的掠奪，由於貿易對手國靠著貿易順差賺取了大量的外匯之後，這些外匯將會成為各國央行發行本國貨幣時的發行準備，因此對於各國央行來說，發行出去的本國貨幣，就等同於是各國央行的負債，而在央行的國庫之內，則是存有相對應的資產—外匯存底。但是這些外匯存底實質上並不會真的存放在該國的國庫之內，而是會被央行用來購買美國發行的國債。

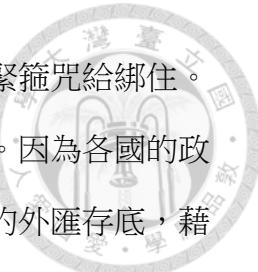


二、貿易對手國選擇「固定匯率制」的弊病

以貿易對手國的立場來看，在布列敦森林體系之前，以及牙買加體系之後，都是選擇固定匯率制度來釘住美元，雖然牙買加體系的確立，從制度上讓各國擁有對於匯率制度的自由選擇權力，但是對於各國來說，固定匯率制度的最大優點，就是可以配合主要貿易大國，利用國際貿易來擴張自己國家的貿易順差。這也反映了國際貨幣體系的運作，實質上是鑲嵌在國際貿易體系之中，換言之，如果國際貿易體系仍然延續著主要的運作結構和邏輯，依然是以「世界體系」的「核心—半邊陲—邊陲」的階層結構在進行，那麼國際貨幣體系的體制變革實際上是極為有限的；各國仍然會習慣地選擇固定匯率制度的方式來釘住美元(或是其他的主要國際貨幣)，因為這一種制度選擇是最為便利且熟悉，而且最為容易為核心國家所服務。

但是從這些貿易對手國內部的角度來看，固定匯率制度實際上會產生的弊病，主要發生在兩個層面：第一個弊病，就是犧牲該國自身的貨幣購買力。因為當單一國家在國際貿易關係中維持長期的貿易順差，自然就會累積了大量的外匯存底，而這反映在該國自身的貨幣購買力上，理論上應當會使得該國的本國貨幣升值。但是該國央行選擇了固定匯率制度之後，這等於是用政策手段壓制住應有的貨幣購買力，因此該國的人民所持有的本國貨幣，自然會因為政府控制貨幣政策的關係，造成該國貨幣的購買力被犧牲了，原本應當升值而買入更多的進口商品，就會因為固定匯率制度，而無法擴大進口，這也正是犧牲該國貨幣購買力的一種體現。

第二個弊病，則是金融不穩定與日後醞釀出金融危機的主因。對於各國來說，固定匯率制度是需要央行常態性地進行調節，當國際資金瘋狂地湧入單一國家之時，外資會在外匯市場上大量買入該國的本國幣，而大量賣出美元，此時該國央行就需要作為外資的交易對手，買入美元並賣出本國貨。反之，當國際資金瘋狂匯出時，該國央行就有義務在市場上買入本國幣並賣出美元。



換言之，選擇固定匯率制度的國家，等同於被「固定匯率」緊箍咒給綁住。

第三個弊病，則是結合上述這兩種弊端，所養成的綜合病症。因為各國的政府為了因應未來可能發生的金融危機事件，所以會刻意累積大量的外匯存底，藉以因應日後當國際資本在短期內大量匯出時，所需要兌換的美元；如果個別國家的央行要堅守固定匯率制度，自然就必須準備超額的外匯存底來供應給外資，所以我們可以看到在東亞的小國，自從 1997 年東亞金融危機之後，就比過往還要累積更多的外匯存底。

而另一方面(Matthew C. Klein, Michael Pettis, 2020；陳儀譯，2022)，該國的民眾因為固定匯率制度的壓抑，使得民眾所持有的本國貨幣的對外購買力一直無法提升。這種人為刻意地壓低購買力，雖然說是固定匯率制度的缺陷所導致，但更核心來說，其實是該國央行為了扶植出口產業所刻意為之。因為在固定匯率制之下，該國貨幣的匯率與美元是呈現掛鉤的狀態，雖然這可以從掛勾價就故意低估該國貨幣的價格，例如美元與新台幣的匯率，合理的價格應該是 1:30，但是台灣的央行與政府基於培植出口產業的政策目的，因此把美元對新台幣的固定匯率價格訂在 1:40，換言之，從一開始制定固定匯率制的掛鉤價時，新台幣的匯率就是處在低估的狀態。

但是，美元在國際匯率市場上是價格浮動的，也就是美元對其他國際流通貨幣(例如：英鎊、歐元、日圓…等)的價格都是浮動不固定的狀態；當美元進入升值的循環週期時，新台幣雖然是維持著低估的固定匯率，但是由於價格定錨的美元是處於升值的走勢，因此台灣也會受到固定匯率的影響，使得新台幣對其他國際貨幣的匯價也是呈現升值的波動趨勢。因為固定匯率制度的影響，使得新台幣對美元的匯價，得以保持不變；但是相對於英鎊、歐元、日圓來說，新台幣的匯價就會跟隨美元的趨勢，而表現出升值或貶值的走勢。

三、美元的貨幣逆流與貿易對手國對美國融通



而就貿易對手國的政府立場來看，這種「新重商主義」所帶來的最大弊端，自然是放棄貨幣升值之後的購買力，而以此換取持續不斷地累積外匯存底的價格優勢。從前述的討論中，我們也可以清楚地看到，對於美國來說，以美元霸權為核心的國際貨幣體制，鑲嵌於國際貿易的世界體系當中，這兩種體系相互搭配的運作週期中，僅只有部分的時刻—也就是當核心國家的經濟表現不佳，需要從半邊陲和邊陲國家吸收美元作為購買力的補充時，才會發生「貨幣逆流」的現象。換句話說，在國際貨幣體系和國際貿易體系相互搭配之下，做為半邊陲和邊陲的貿易對手國，一旦被納入這兩個體系之中，就會自然地抱持著「新重商主義」的邏輯思維，在行為上以「吸收美元」為主要目標，而鮮少有自我意識地選擇提升自身貨幣的購買力，從事「貨幣逆流」的行為。

值得注意的是，此處所謂的「貨幣逆流」，其核心的意涵是指貿易對手國透過國際貿易體系賺取到的貿易順差之後，將這些貿易順差所得的美元(或是其他的國際貨幣)重新用於購買核心國家所產出的商品。換言之，如果該國透過國際貿易所賺來的美元盈餘，重新用於購買美國本土所生產的商品，這樣的行為就是本文所謂的「貨幣逆流」，因為原本透過貿易體系從美國流出的美元，再一次依循著原本的路徑，但流動方向相反地回到了美國境內。

但是觀察現實當中，貿易對手所持有的美元，其流動方向並不全然符合上述所謂的「貨幣逆流」概念，因為各國對於國際貿易的基本態度，是抱持著「賺取貿易順差」作為目標，因此透過貿易順差賺取而來的美元，如果再透過國際貿易的管道流回到美國，這對於各國來說就是產生「貿易逆差」；雖然這是達成「貿易平衡」的主要辦法，但因為會損及各國持續累積外匯存底的政策目標，因此自然是各國不願意發生的貿易情況。正是因為個別國家都會盡量避免「貿易逆差」逆差的發生，所以對於所賺取到的美元，自然也不會透過「貿易逆差」的事件，使得美元產生「貨幣逆流」的現象。

不過，現實中各國所持有的美元，卻是轉換了一個渠道，透過「金融管道」回流進入了美國境內。以各國賺取貿易順差之後的立場來看，個別國家的央行存



放了大筆的美元現鈔於國庫之中，實際上這些美元對於貿易對手國的央行而言，在央行的資產負債表上都是屬於「資產」，而各國央行長久以來會面臨到一個困境，就是「資產貶值」，因為發行美元的權力實際上是掌握在美國手中，更精確來說是由美國聯準會所掌控的；聯準會透過一系列的貨幣工具來控制美元的貨幣供給，而透過下圖可以清楚地看出，就較長的時間周期來看，美元的貨幣供給數量是持續增長，這也就代表了長期持有美元的購買力是向下貶值。

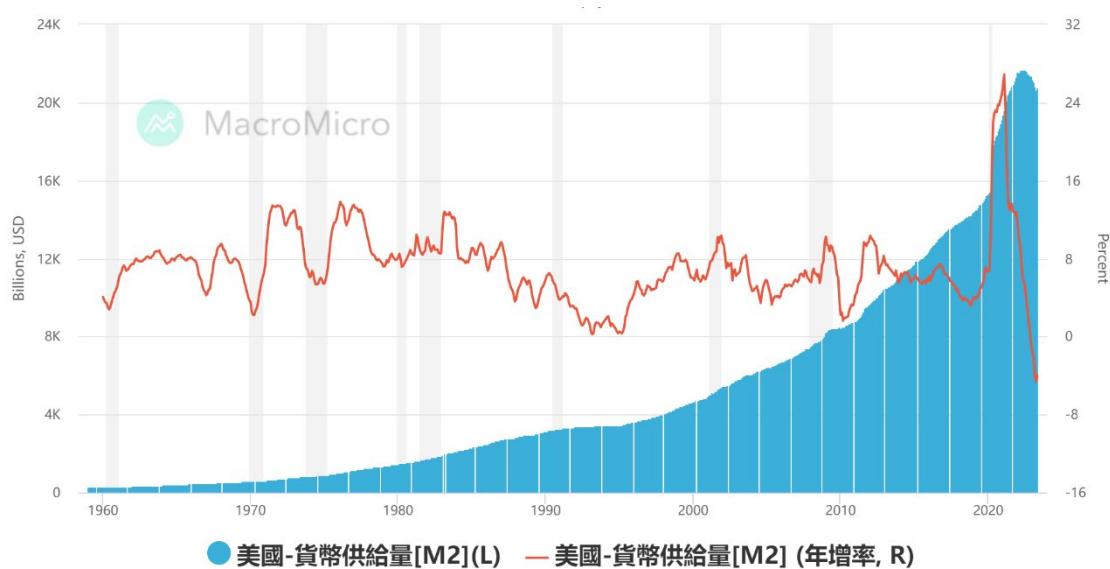


圖 4-8：美國的貨幣供給量(M2)與年增率

資料來源：財經 M 平方，本研究重新繪製

美元的購買力會隨著聯準會擴大貨幣供給而貶值，而美元的貶值就意味著各國央行在國庫中所持有的美元也是跟著貶值，但這些美元既是各國央行的資產，同時也是各國國內的貨幣發行準備，所以各國央行必須盡可能地維持手中美元的購買力。也因此，對抗美元貶值的投資工具理應選擇美國國債。

因為美元的持有者會遇到的貨幣貶值問題，其實也就是美元在經歷通貨膨脹，因此當把美元現鈔轉換成持有美國國債之後，國債所帶給投資人的公債利息，實際上就是把通貨膨脹的部份給彌補掉。例如聯準會當前的名目基準利率是 5.5%，而通貨膨脹率是 4.5%，所以透過費雪方程式可以拆解出實質利率為 1%。³⁸

³⁸ 根據費雪方程式(Fisher equation)的公式：名目利率=實質利率+通貨膨脹



但是投資人如果選擇美國國債進行投資，公債的報酬率又會比定存來得高一些。

³⁹對於各國央行來說，能夠比基準利率更高，基本上已經可以彌補美元貶值的通膨程度；而就風險性來看，現階段美國國債的債信評等雖然並不是最高等級的 AAA 等級(台灣中央銀行新聞稿，2011)，但是美國政府倒債機率也近乎不存在，持有美元現鈔跟持有美國國債的風險是相當的。最後，則是流動性方面，美國債券市場的規模(超過 50 兆美元)與成交量巨大，⁴⁰每個交易日的各品種債券都有交易，其中最大的就是公債市場，總規模超過 21 兆美元，因此不會存在過度溢折價的問題，轉賣變現也極為容易。

而各國央行在債券市場上買入美國的國債之後，在概念上就是等同於成為美國的債權人，而各國央行所持有的美元現鈔，透過購買美國國債的方式，重新流回到美國的金融市場當中。總的來看，當各國央行為了對手上所持有的美元進行保值，而將其所擁有的美元進行再投資的時候，這些美元雖然在名義上仍然是屬於個別國家的央行所持有，但是透過了美國國債的管道，回流進到美國。

類似的美元回流，也同樣發生在之前所討論的「石油美元」案例之中，產油國僅接受美元作為購買石油的貨幣，但當產油國透過「國際貿易」的方式累積了大量美元之後，多數石油美元也是透過國際金融的管道回流到美國。因此我們可以看到一個清晰的圖像：如下圖所示，美國透過國際貿易，進口貿易對手國的商品所流出去的美元，循著不同的路徑—金融市場渠道又回到了美國市場當中。反過來說，對於小國來說，透過國際貿易所賺到的貿易順差，因而累積的美元外匯儲備，不論是由各國央行進行外幣投資，或是轉為進口貿易所付出的金額，最終仍舊是回到了美國的金融市場之中。

³⁹ 公債雖說是由國家發行，理論上投資人被倒債的機率微乎其微，但是仍然有其可能性存在，因此在報酬率方面會有風險貼水的溢酬，所以投資公債的報酬率會比銀行定存來得高一些。

⁴⁰ <https://www.oanda.com/bvi-ft/lab-education/blog/us-bond-market/>

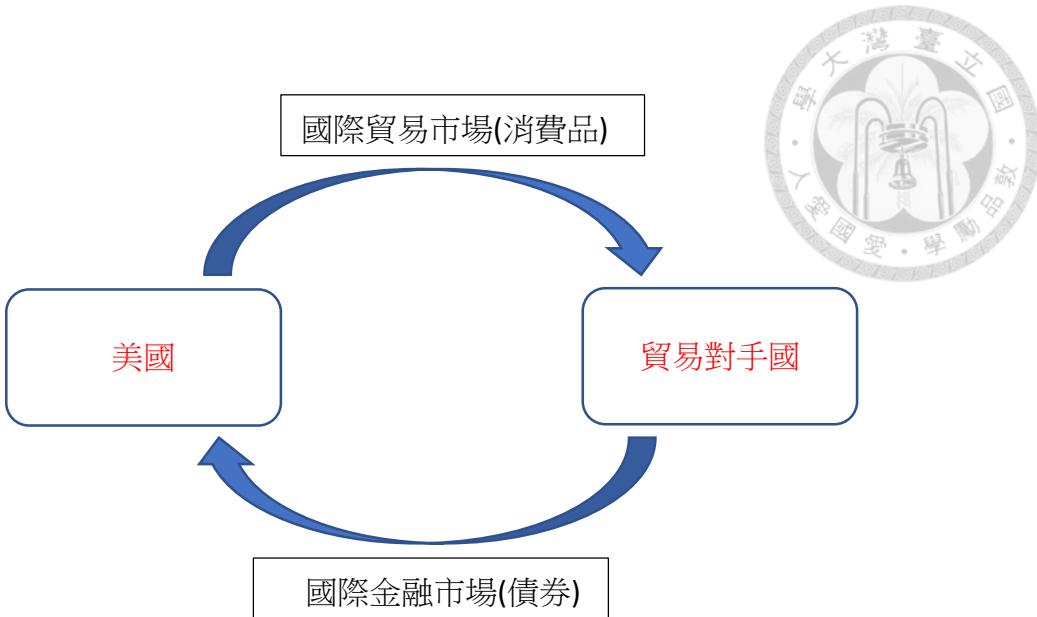


圖 4-9：當前美元流動方向與途徑

資料來源：本研究自行繪製

換言之，之前在圖 4-3 所談論的，美元回流的渠道應該是經由後半階段的方式，逆轉美國與貿易對手之間的貿易方向，但是這個情境在現實世界中難以發生。不過美元卻靠著另外一個途徑回流美國，如果從這個方向來看，某種程度上來說美國也確實達到了進出平衡的狀態。

因此，從國際收支帳(Balance of Payments, BoP)來看，在細項方面，美國作為世界體系當中核心國家，自然是存在著長期的對外貿易逆差，因此經常帳方面就是長期的赤字；但是在另一方面，由於美國作為全球金融的中心之一，再加上美元霸權為核心的貨幣體系，使得美國在金融帳方面得以維持長期的順差。總的來看，經常帳的逆差與金融帳的順差相互抵銷之後，才得以讓美國維持在國際貿易帳平衡的狀態。

進一步從金融的觀點來看，各個國家的央行在持有美元之後，基於同樣的投資需求和邏輯思維，因此會不約而同地把手中所持有的美元重新投入到美國國債的市場當中，意即流出美國本土的美元，對於美國的政府債券都存有需求，即使是美國本身的政府赤字不斷上升，但美國財政部所發行的政府公債依然能夠被債券市場所消化掉。但是就個別國家的央行來說，正是因為有多個國家的央行是美



國國債的需求者，因此各國央行的集體行為便是資金追逐債券，所以債券的成交價格會被需求方的資金所推高，而相對來說，債券價格上漲便是債券的市場殖利率下跌。市場殖利率越低，也就是代表了購買債券的人，其實是用比較低的利息借出手中的資金，換言之，各國央行的集體行為，在金融市場中所反應出來的結果，便是營造出較低的市場殖利率，而央行則是用較低的利率借出手上的美元。

也因此，從商品市場的角度來看，因為各國央行刻意壓低了匯率，因此美國可以用較低廉的美元價格來購買貿易對手所生產的商品；而從金融市場的角度來看，也因為各國央行的投資邏輯與集體行為，使得美國國債市場的利率被各國央行的需求給壓低，讓美國政府可以用較低的利率發行國債，取得所需的美元資金。

因此，暫且不論美國在降息循環中所施行的「劫掠型」貨幣操控，以上單純地討論各貿易對手國在當前國際金融體系的角色與作用，我們都可以發現到各國不但是一直透過國際貿易體系，輸入成本低廉的商品到美國，維持了美國的低度通貨膨脹；甚至是在金融層面，也不斷地在給予美國融通，使得美國公債得以維持在低利的狀態。這些的利益，都是當前國際貿易體系、金融體系所給予美國的優勢地位和經濟利益。

而在本研究的脈絡中，「匯率操縱國」不只是屬於美國在劫掠各國、修補自身經濟動力的施壓工具，而這將會是在大國進入「降息循環」的期間主要搭配的行政手段。也因此，關於各國如何在此一階段應對大國所施展的「貨幣權力」，以及大國透過「匯率操縱國」的施壓，這兩種分屬權力層次和行政層次的問題，正是本研究在本章中所要處理的重點所在。

換言之，如果美國的經濟週期是進入「升息循環」的時間段，此時由於美國並不需要劫掠貿易對手，反而是需要貿易對手增加商品出口的數量，藉以幫助美國降低通貨膨脹，所以「匯率操縱國」報告在此時的重要性就會降低，甚至是與大國的貨幣政策目的相違背；因此升息循環週期中的「匯率操縱國」報告，就不是本研究所要研究的重點。



肆、鑄幣稅的剝削效果

由前幾節的討論可以清楚得知，美國需要在自身經濟衰退的時間點，利用寬鬆貨幣政策來振興實體經濟，但是由於美元是屬於國際流通貨幣，因此當聯準會採行寬鬆貨幣政策時，將會釋放出更多的美元貨幣到金融市場中流通，對於國際金融市場的效果就是會削減當下美元貨幣的持有者，其手中的美元購買力；而當美元的購買力被削減之後，相對應來說就是會引起美元計價的通貨膨脹，因為市場上的美元貨幣數量增加，但是商品市場中的商品數量卻沒有辦法(也不可能)在短時間內增加。過多的貨幣追逐過少的商品，就會產生「通貨膨脹」。

然而，大家比較關注的焦點多數在於美元身為國際流通貨幣，卻不斷地透過寬鬆貨幣政策來增加美元的發行數量，相當於是在對於美元的原持有者課徵「鑄幣稅」。而在批評這種剝削財富的同時，我們應當進一步探求的是：究竟美國利用這種課徵「鑄幣稅」的行為，可以得到多少的財富效果？

第一種測量方式，是直接觀察聯準會的貨幣供給數量，利用美元的貨幣供給量在弱勢美元期間所增加的數量，以此判斷美元增加發行量所掠奪的財富效果。

第二種的測量方式，則是利用目前已知的計算公式，如下所列：

$$S = (M_{t+1} - M_t) / P_t$$

S 代表我們所要計算的鑄幣稅金額， M_{t+1} 為第($t+1$)期的貨幣發行，而 M_t 就是第 t 期的貨幣發行數量， P_t 則是第 t 期的物價水準。

由上述所列的公式可以知道，由貨幣發行量在兩期之間的差額，所計算出來的增發量，並不能完全代表鑄避稅的實質價值，⁴¹因為此時還沒有考慮到當期的物價水準。假設當期的物價水準偏低，那麼鑄幣稅的價值就會貼近貨幣增發量；但如果物價水準很高，也就是通貨膨脹率很大(代表了貨幣的購買力偏低)，此時就算貨幣的增發量很大，但是會因為高的物價水準，使得鑄幣稅的真正價值將因此有所打折。

⁴¹ 這也代表了，剛剛用來測量鑄幣稅的第一種方式，並沒有考慮物價水準的高低影響。



第二節、「匯率操縱國」的歷史脈絡與定義

由於本章主要是設定在「弱勢美元」的降息循環背景下，美國在貨幣操控方面的行為，將會施展所擁有的「貨幣權力」，甚至明顯地對於貿易對手國產生壓力。所以在這樣的設定之下，我們需要先清楚美國是如何進行施壓，以及施壓的手段或途徑為和，之後才能更細緻地討論與分析貿易對手國的立場與策略選擇。而本文認為此一階段最主要的施壓工具便是「匯率操縱國」報告，因此本節將以此做為案例研究的對象，以下會先從整理該政策的歷史沿革入手，之後再逐一討論東亞各國在該案例中所表現出的各種反應與差異。

壹、匯率操縱國的歷史

美國從二戰之後，實際上就持續利用貿易進口的形式來幫助友邦在經濟方面的發展；以日本為例，長期以來就是倚靠美國做為最大的貿易對手國，因而賺取龐大的貿易順差。

而美國在長期的貿易逆差之下，本身國力不堪負荷，因而在 1980 年代開始提出匯率議題，要求貿易對手國的貨幣升值，相對之下美元就形同貶值，試圖以匯率途徑來減緩貿易逆差的困境。於是在 1985 年 9 月在法國召開五國(美日英法西德)財長與央行會議，此即為：廣場協議(Plaza Accord)(鉅亨網，2010)；會中所達成的協議內容，便是由五國聯合干預匯率市場，使美元兌日圓、德國馬克、英鎊和法郎的匯價得以下跌。



以往對於「廣場協議」所關注的焦點，多是在於日圓從 1985 年之後的劇烈升值，進而釀成後續的 90 年代的經濟泡沫，以及後續的失落 20 年。不過本文想提出的一個重點，在於美國本身的貿易逆差，是否有因為「廣場協議」的施行，造成貿易數字由逆轉正呢？下圖整理了美國在 1980 年代之後的對外貿易逆差，由此可以清楚地看出，在 1985 年之後，美國對於日本的逆差淨額僅只有短暫的削減 20-25%，而且在 1990 年代之後，日本對美國的貿易順差又迅速擴大，甚至超越了在 1985 年之前的數目。

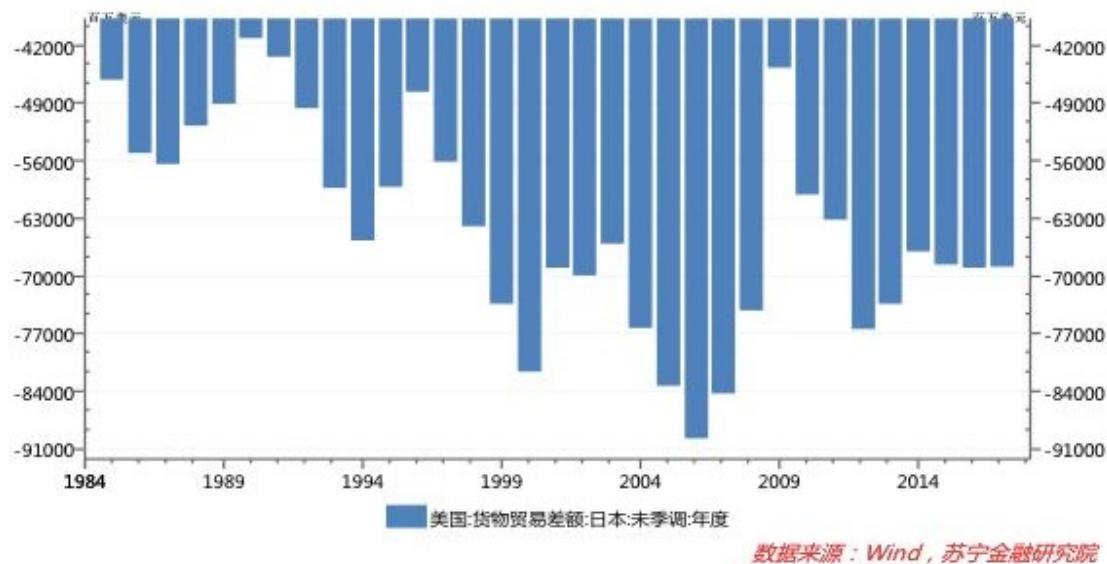


圖 4-10：美國對於日本的貿易逆差

資料來源：轉引自 <https://m.jiemian.com/article/2058441.html>

整體來看，廣場協議對於美國改善貿易條件、減緩貿易逆差的效果，從實質案例上觀察，僅能夠發揮短期的影響效果，1994 年之後的貿易逆差再度續創新高。而且美國在 2000 年之後，受惠於中國大陸正式加入 WTO，中國大陸迅速成為美國最大的貿易對手國，貿易逆差暴增將近一倍。

換而言之，美國利用其他國家的匯率升值，藉此試圖改善自身的貿易逆差狀況，並非近期才出現的要求，而是早在 1980 年代，美國就已經飽受雙赤字(貿易赤字、財政赤字)之苦，同樣也發生過要求貿易對手干預匯市的情事。然而此次「匯率操縱國」的報告，與 1980 年代的差異之處，乃是在於發動者為美國國



會，透過《貿易便捷及執行法》(TFTEA， P.L. 114-125)當中的法條，直接對於「匯率操縱國」的意涵進行定義。但就該份「匯率操縱」報告來說，其兩個構成要件是與貿易相關，由此可見這份報告的目的，依舊是想要利用政治手段向貿易對手國施壓，使得貿易對手國減少貿易出口、提升貿易進口，進而改善美國的貿易赤字情況。

因此，從直觀上來看，當美國自身的經濟成長表現不佳，甚至是出現衰退情事時，從貨幣政策來看，聯準會的寬鬆貨幣政策便是用於維持金融市場穩定、恢復實體經濟活力。但同一時間，若是從「貨幣操控」的角度來觀察，既然美國會進行「劫掠型」貨幣操控，行使「轉移權力」來讓貿易對手國承擔平衡雙邊貿易的成本。想當然爾最終就是企圖達成兩個目的：1.減少美國的對外貿易逆差；2.增加貿易對手對美國的進口金額。也因此我們可以在此設訂出以下兩個命題，並在隨後加以驗證。

命題一：弱勢美元的美國貨幣操控，將有助於減少美國的對貿易逆差。

命題二：弱勢美元的美國貨幣操控，將有助於增加美國對外的出口金額。

而最近開始對於「匯率操縱」報告的追蹤行為，是從 2016 年才展開。如果依此時間點作為切點，檢視 2016 年之後美國的對外貿易逆差情況，實際數據可以參考下圖，柱狀體的部分代表美國該月份的「商品與勞務」貿易餘額的年增率，而曲線的部分則是代表「商品與勞務」的出口金額。

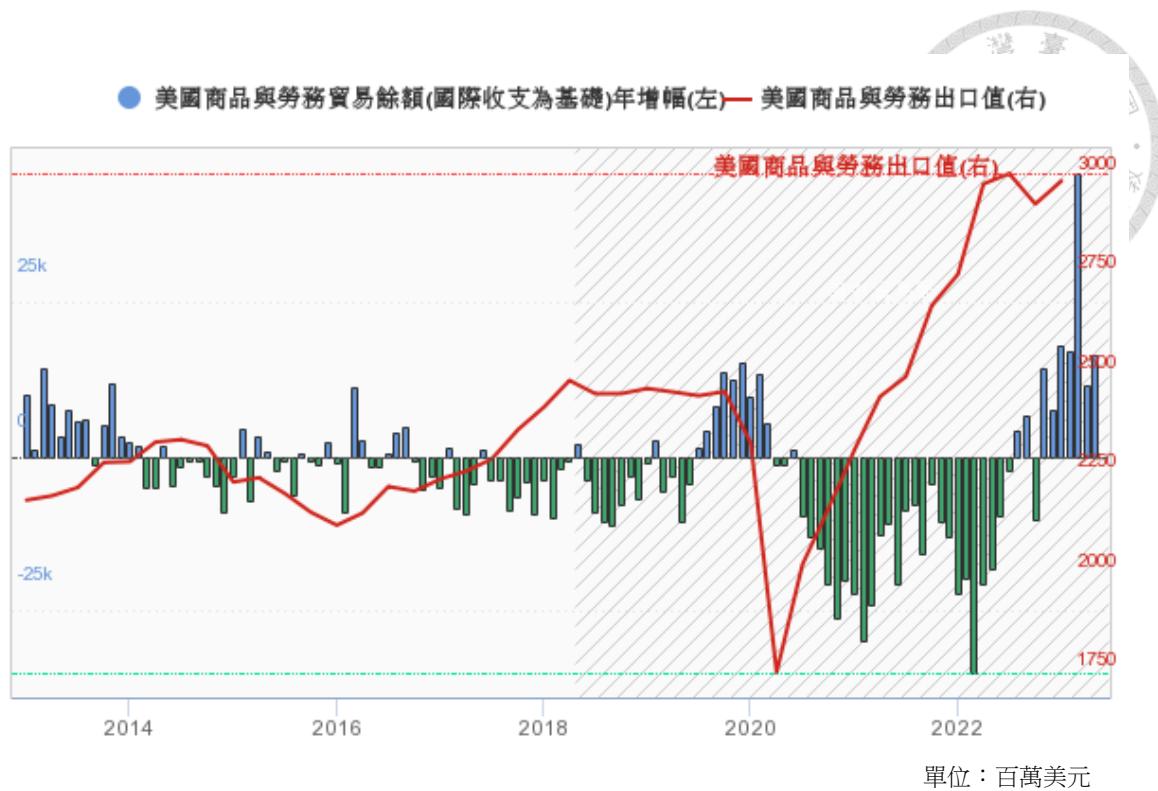


圖 4-11：美國商品與勞務的貿易餘額(年增率)、出口值

資料來源：Stock-ai 網站

由上圖可以看出，美國對外的出口金額，在 2020 年初到達最低點之後，接下來的出口貿易金額逐漸增加；所以單純從出口狀態來看，代表美國的出口情況有獲得好轉。但是如果從「出口減進口」的貿易餘額年增率來觀察，實質上美國的貿易逆差情況並沒有獲得改善，而且從 2016 年之後，在絕大多數的時間內，美國貿易餘額的年增率都是呈現負成長，這當然是反應出兩個重點：

- 雖然在 2016 年之後，美國的出口成績頻頻成長，但是進口金額成長更大，所以造成了貿易餘額呈現負值(也就是呈現出『貿易逆差』)。
- 貿易逆差的負值並沒有因為出口成長而獲得改善，反而隨之擴大，所以貿易餘額才會一直呈現出負成長，這代表貿易逆差的情況是持續惡化。

但是就前述所設定的命題二而言，「弱勢美元的大國貨幣操控，將有助於增加美國對外的出口金額」，從下圖的曲線走勢來看，美國的商品和勞務出口確實有增加，但這是從 2016 年到 2019 年的趨勢，也就是從整個升息到降息初期的變化，因此並不能有效支持命題二的論述，無法將整個出口增加的原因歸於「劫掠型」

貨幣操控。

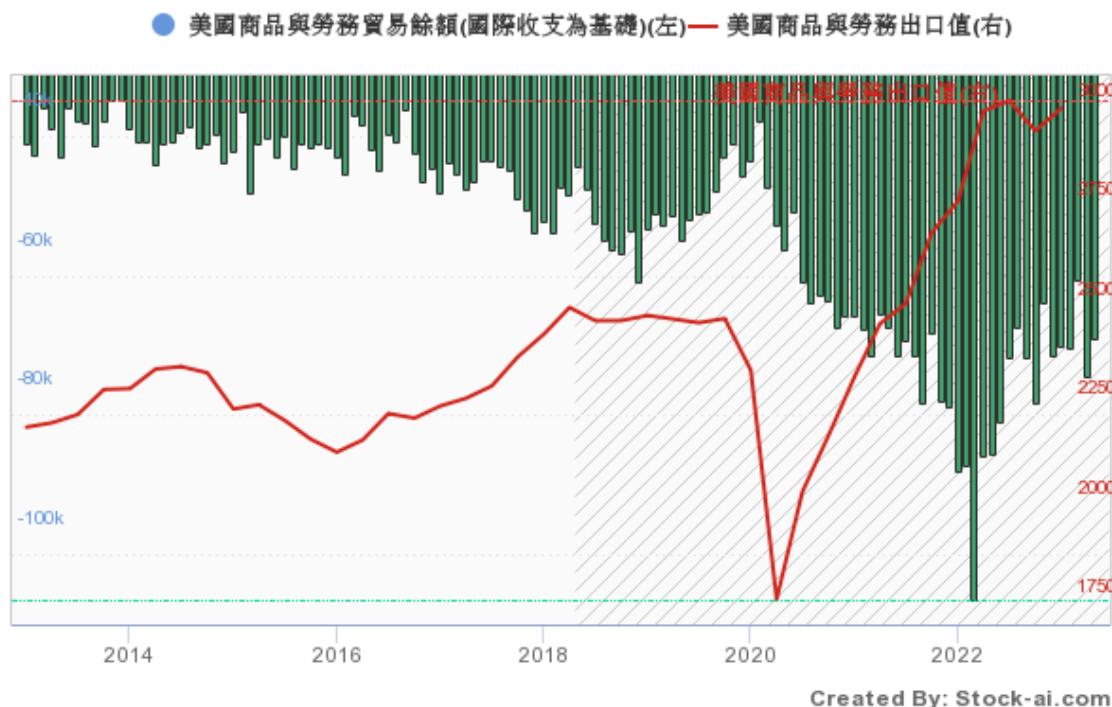


圖 4-12：近 10 年美國商品與勞務的貿易餘額(年增率)、出口值

資料來源：Stock-ai 網站

初步從貿易餘額和出口數據進行觀察，在美國重新修訂「匯率操縱國」三項標準的 2015 年之後，實際上美國的貿易赤字並沒有同步獲得改善，反而是呈現出貿易惡化的狀態。這對於前述待驗證的命題一：「弱勢美元的美國貨幣操控，將有助於減少美國的對貿易逆差。」看起來似乎也是無法支持該命題，但我們仍可以檢證需要更多細部的資料，例如抓出 2016 年之後，被美國列為「匯率操縱國觀察名單」中的國家，比較其與美國之間的貿易狀況，方可能進一步驗證「命題一」的真偽。

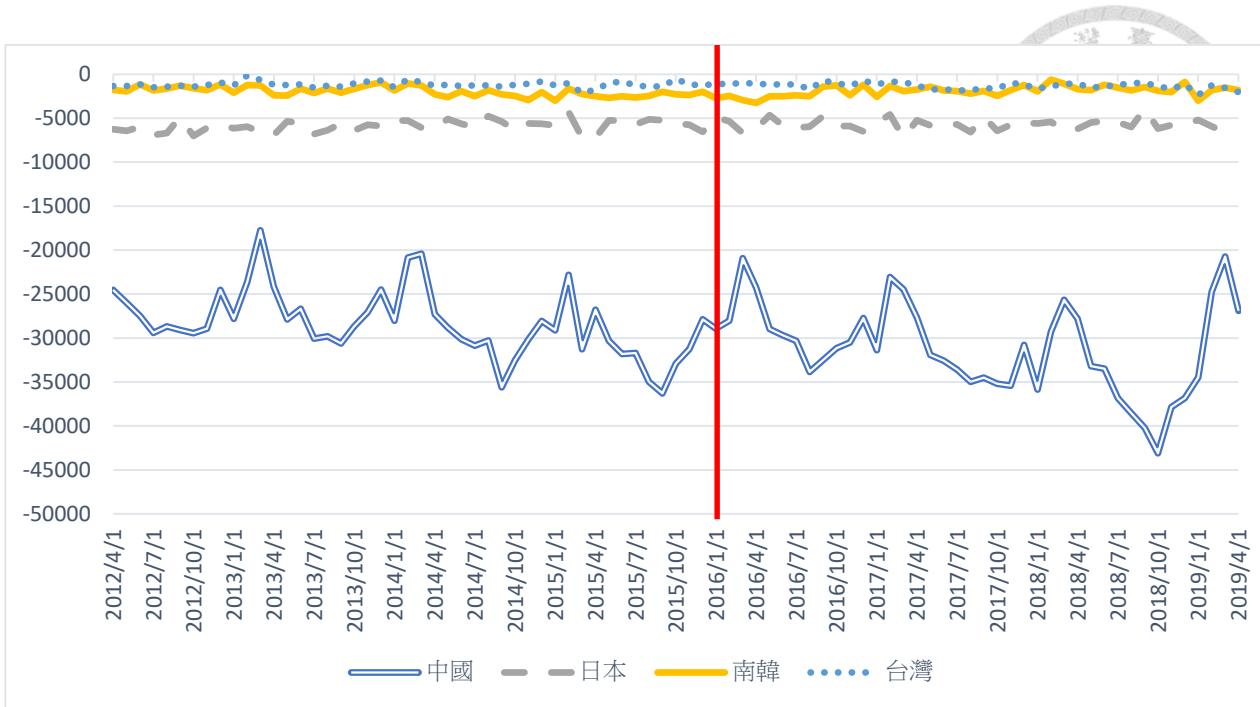


圖 4-13：美國對中國、日本、南韓與台灣的貿易逆差

資料來源：Stock-ai.com

上圖是抓取了 2012 年之後，美國對於各主要貿易對手國在每個月的貿易數據。由圖中可以看出，美國對外的貿易餘額，順差的部分主要是來自中南美洲、加拿大、以及 OPEC 國家；但是對其他的貿易夥伴(例如：印度、日本、墨西哥...)，則是多數呈現出逆差，尤其是對於中國的貿易往來，是美國最重要的貿易逆差的成因。

倘若同樣是以 2016 年做為切割的時間點，則是可以發現到從 2016 年之後的美國對於個別國家的貿易餘額，實質上的變動並不大；大多數的貿易對手都是長時間維持微幅的上下波動，並沒有發生明顯的轉變。尤其是在美國對中的貿易餘額方面，貿易逆差的金額則是呈現出穩定的擴大趨勢，顯然美中貿易對於美國所產生的貿易逆差，並沒有因為「匯率操縱國」報告的提出，或者是因為川普總統上任，而造成美中貿易更為平衡，反倒是讓美國更為擴大原本的貿易赤字狀態。

由此可知，美國財政部所推出的「匯率操縱國」報告，在對於減緩美國對外貿易逆差的方面，不論是就整體美國的對外貿易總數據，或者是細項到個別的貿易對手國，實質上該份報告都並沒有發揮「改善貿易逆差」的效果，甚至是在美



中貿易的數據中，也無法減緩貿易逆差的持續擴大。由上述的討論和圖表，可以清楚的驗證「命題一」所提出的主張：「弱勢美元的美國貨幣操控，將有助於減少美國的對貿易逆差。」該項命題是不成立，也就是匯率報告並無法造成美國貿易逆差的縮減(抑或是：貿易對手國貿易順差的減少)。

而在 2018 年所發布的「匯率操縱國」報告中，美國財政部將調查的對象數目由原本的 12 國增加至 21 國，主要是由於原本做為衡量「匯率操縱」的三項指標中，其中一項：「經常帳盈餘占 G D P 比率」由一開始所設定的 3%，在 2018 年的 10 月之後，其衡量標準被調降為 2%，所以使得被列入調查的貿易對手瞬間擴增近乎一倍(自由時報，2019)。原定要在 4 月所提交的匯率報告，延遲到 5 月底才提交的主要原因，被認為正是因為美國財政部修改了這項標準，因此需要更多的時間來對貿易對手國進行檢視。

但是在 2019 年 5 月的報告中，仍然並未有任何一國被認定為「匯率操縱國」；其中被認為需要密切追蹤其匯率政策的國家，則是有 9 個國家被列入觀察名單中(經濟日報，2019)，分別為：中國、德國、愛爾蘭、義大利、日本、南韓、馬來西亞、新加坡及越南。雖然在當時中國並沒有被列入「匯率操縱」的正式名單中，但是人民幣的匯率波動卻被美國財政部特別點名，認為人民幣的波動缺乏透明度；因此美國財政部會持續敦促中國對於人民幣疲軟所採取的應對措施。

當時(2019 年)美國對於人民幣的談話，可以視之為是在「美中貿易戰」的結構中，對於中國人民銀行可能採取「人民幣趨貶」的政策，所發出的一種事前警告，以避免中國大陸會因為關稅提高所造成的經濟壓力，重新利用「人民幣趨貶」來刺激出口。不過在另一方面，中國大陸在當年由川普總統所發起的貿易戰中，截至 2019 年之前沒有被美國正式認定為「匯率操縱國」，這可以被認定是美國並未把「貿易戰」升級到「金融戰」的層次；而保留在「貿易衝突」的層次中，主要是可以用關稅作為貿易談判的施壓點，並不需要擴大戰線，同時也能夠被認定為是對於中國大陸釋出部分的善意，對於施壓的力道進行克制(BBC 中文



網，2018)，所以並沒有將匯率議題列入談判的議程中，也沒有將「匯率問題」作為攻擊中國大陸的武器。

但如果從美國與其他國家所進行的貿易談判，作為前例進行觀察，美國與加拿大、墨西哥所重新簽訂的「美加墨貿易協定」(USMCA)，則是每個月都要檢視對於匯率市場的干預情況，以及外匯儲備數據，另外還包括其他關於國際收支平衡的數據。由此可知，在當前美國對外進行貿易談判的項目中，與貿易順差相關的影響因素，也會被納入作為檢視談判後的執行成果當中；如果這樣的事後追蹤和覆核機制持續出現在其他的案例中。

貳、「匯率操縱國」的相關定義

以「匯率操縱國」的標準而言，實際上雖然從 1988 年之後就固定出版該份匯率操縱國報告，但就其定義「匯率操縱國」的標準門檻而言，卻是歷經了三個版本的變革。時至今日，關於「匯率操縱國」的定義已是相當明確且清晰的，目前的標準門檻共三項，是從 2018 年 10 月之後就開始適用的，其主要的改變就是將原有 2015 年法案所設定的三個標準門檻變得更嚴苛。換言之，有無符合此三項客觀標準，只要把數據攤開一看，自然就一目了然。其三項標準的門檻內容如下所列：

表 4-3：美國財政部所定義的「匯率操縱國」標準

	2015 年前	2015 年—2018 年 10 月	2018 年 10 月起 ⁴²
定義一： 匯率面	依據 1988 年 法案的 3004 章節，包含貿 易、經常帳、 外匯干預、匯	干預金額占 GDP 的 比重超過 2%；過去 12 個月佔了 8 個月	匯率干預金額占 GDP 的比重超過 2%；過去 12 個月佔了 6 個月
定義二： 貿易順差		1 年內對美國貿易順差 達 200 億美元	1 年內對美國貿易順差達 200 億美元

⁴² 詳細調整的內容可參考：US Department of Treasury(2019.05).Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury. P.3-4

定義三： 貿易盈餘	率慣性、資本 控制...等面 向；但無明確 定義。	1年內的經常帳盈餘達 該國GDP的3%	1年內的經常帳盈餘達該 國GDP的2%
--------------	------------------------------------	------------------------	------------------------

資料來源：本研究自行整理

雖然「匯率操縱」的議題是因為美國川普總統在競選期間，才引起外界的熱烈關注，但實際上台灣做為美國重要的貿易對手，過去就曾從 1988 年起被列為「匯率操縱國」四次(楊子榮，2019)，⁴³直到 1993 年之後，台灣才脫離此一名單；而且從 1994 年之後，就不再有小國被美國列入「匯率操縱國」名單中。但從 2015 年起，美國開始強化「匯率操縱國」報告，並分割出「觀察名單」和「正式名單」兩種類別。

不過值得注意的是，從 2015 年法案通過，到 2018 年 10 月修訂新的標準，實際上適用此標準而真正被列為「匯率操縱國」正式名單的國家，僅只有在 2019 年 8 月的中國，以及 2020 年的越南和瑞士(詳情可見本章第三、四節之討論)。在中國的案例中，原本在前一期的觀察名單中，就突然間被美國政府宣布認定為「匯率操縱國」。而其後雖然仍有國家陸續滿足上表所列出的三項標準，⁴⁴但都並未像中國一般，直接被列為「匯率操縱國」正式名單，而僅僅是在報告中說明滿足三項條件，而後要進行雙方的「加強溝通」而已。

參、「匯率操縱國」名單的效果

依據 2015 年法案之後所新增的匯率操縱國定義，以及在 2018 年所修訂的相關門檻，美國已經將「匯率操縱國」名單分為「觀察名單」與「正式名單」兩

⁴³ 台灣曾在 1988 年 10 月、1989 年 4 月，以及 1992 年的 5 月和 12 月，共四次被列入「匯率操縱國」，參見楊子榮，2019，〈美國指控匯率操縱的歷史、啟示與應對〉，中國外匯網站 <http://www.chinaforex.com.cn/index.php/cms/item-view-id-48858.shtml>；今日新聞主筆室，2018，〈美國公布匯率操縱國 中國、台灣會中箭嗎？〉，今日新聞網站，<https://wwwnownews.com/news/20181015/3011116/>

⁴⁴ 在 2019 年之後，陸續滿足三項條件門檻的國家有：瑞士、越南與台灣。



類，但是就實務上的操作來看，即使是符合美國財政部所採用的三項定義的門檻，也不一定會被列為「匯率操縱國」的正式名單，例如：瑞士、台灣與越南，在 2021-2022 年間都有滿足三項標準的門檻，但是美國財政部仍未正式將這三個小國列入「匯率操縱國」的正式名單中。

也因此，本研究認為「匯率操縱國」報告主要的功能，是用來進行多階段的施壓之用，而滿足三項條件，但尚不列入正式名單，則是代表該小國處於一種「留校察看」的狀態，美國則是以「加強溝通」作為施壓的途徑；而一旦施壓失敗，美國才有後續升級壓力的空間，將其列入「正式名單」中，升級雙方的貿易衝突。所以我們可以透過過往的相關新聞和報告，來釐清「匯率操縱國」報告帶來的影響與效果。

一、觀察名單

美國財政部在 2018 年修訂了三項標準的相關規定之後，由於門檻變小的結果，造成納入「匯率操縱國」觀察名單的國家增加，但值得注意的是，美國財政部的報告中，明確提及了一旦滿足 2015 年法案的兩項標準之後，就會列入觀察名單中，但即使是在客觀條件上，沒有滿足當中的兩項標準，美國財政部也是會額外新增加入觀察名單中。⁴⁵而目前美國財政部的定期審查，主要是針對前 20 大的貿易對手國進行(左正東，2022：216)。

二、正式名單

從 2015 年法案列出三項標準門檻之後，真正被列入「匯率操縱國」正式名單中的國家，僅只有在 2019 年 8 月中國被列入正式名單中，這也是相隔 25 年之後，中國再次被美國列為「匯率操縱國」。

⁴⁵ 相關說明請參考：US Department of Treasury(2019.05).Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury. P.6



而除了中國之外，在 2020 年 12 月的「匯率操縱國」報告中，越南與瑞士也同步被認定為是「匯率操縱國」正式名單，因為這兩國不只滿足了 2015 年法案的三項條件，同時也符合 1988 年法案的 3004 章節的標準。⁴⁶

(一)2020 年的越南與瑞士

2020 年 12 月，美國財政部所公布的「匯率操縱國報告」，首次提到瑞士和越南滿足「匯率操縱國」三項條件的門檻，從下表的整理可以看出，主因是在於這兩個國家對美國的貿易逆差相當巨大(日經中文網，2020)，而且瑞士央行與越南央行為了干預匯率市場，刻意賣出本國貨幣、買入美元，阻止本國匯率升值的買匯金額過於龐大，因此被列為「匯率操縱國」。

表 4-4：瑞士與越南對美國的貿易、匯率狀態

項目	美國財政部的標準	越南	瑞士
貿易逆差	200 億美元	580 億美元	490 億美元
佔 GDP 比重	2%	4.8%	8.8%
外匯干預	12 個月超過 6 個月	超過	超過

資料來源：本研究自行整理自美國財政部報告(2022.12)

而從日經新聞網所提供的新聞資料(大西智也，2020)，我們可以清楚地看出，過去十年來的越南盾實質有效匯率不斷地提高，但是越南盾兌美元的名目匯率卻是持續下降，這當中巨大的差距，被認定是越南的央行刻意維持、引導市場上的越南盾匯價趨向貶值。⁴⁷因為實質有效匯率的變動是大於 100，雖然代表越南盾的實質有效匯率是上漲的，但是從名目匯率來看，越南盾對美元的匯價卻是下跌；如果越南盾所綜合計算出的實質匯率是升值，代表越南盾的購買力是增

⁴⁶ 關於標準認定的判定，可參考：US Department of Treasury(2020.12).Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury. P.63-68

⁴⁷ 名目匯率價格即是一般在市場上所看到的銀行報價，而「實質有效匯價」則是先設定一個做為基數的時間點，然後再估算本國貨幣兌一籃子外幣的匯率變動，計算時需考慮物價變動，因此會排除當下到基期的物價變動率，然後再進行加權計算。如果計算出來的「實質有效匯率」大於 100，代表本國幣的價格或是物價上漲。可參考 陳之華，〈三大主要貨幣有效匯率指數編製方法試析〉，《經濟研究》第六期，台北：國發會，頁 1-32



加，如此一來所對照出的名目匯率貶值，最直接的思考和想法，就自然是具有特殊的原因或是力量，造成在匯率市場上的越南盾價格被打壓，進而形成「名目匯率—實質有效匯率」兩者之間的巨大差距。

對於被「匯率操縱國」報告宣告滿足 2015 年法案三項標準的國家而言，總共會歷經三階段的行動，其分別為：諮詢、談判、制裁(左正東，2022：216)。以 2020 年 12 月的越南為例，⁴⁸在 2020 年 12 月確認越南已經滿足三項條件之後，美國財政部在同份報告中，提到將對於越南進行「加強分析」；並且根據 2015 年法案的要求，加強與越南的雙邊接觸，這其中包含了敦促越南制定一項包含具體行動的計畫，以解決越南盾低估的根本原因。因此越南的下一步就是要與美國進行一年期的貿易協商，以避免受到美國提出更多的貿易制裁手段，而最後可以被應用的貿易制裁主要有四項(中國經濟網，2019)：

- 禁止對新發展計劃提供融資。
- 禁止聯邦政府向匯率操縱國採購產品及服務。
- 指示 IMF 對匯率政策進行監督。
- 以及重談貿易協議或貿易制裁等。

而觀察越南和瑞士在被美國宣布滿足「匯率操縱國」三項標準之後，越南和瑞士的匯率和貿易表現(如下圖所示，虛線標示出 2020 年 12 月)，越南盾其實從 2020 年 7 月開始，就已經反轉了貶值的趨勢，越南盾兌美元的匯率價格是呈現持續升值的狀態。直到 2022 年之後，才又再度反轉回貶值的趨勢。

⁴⁸ 關於美國對於越南的認定，可參見：US Department of Treasury(2020.12).Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury.

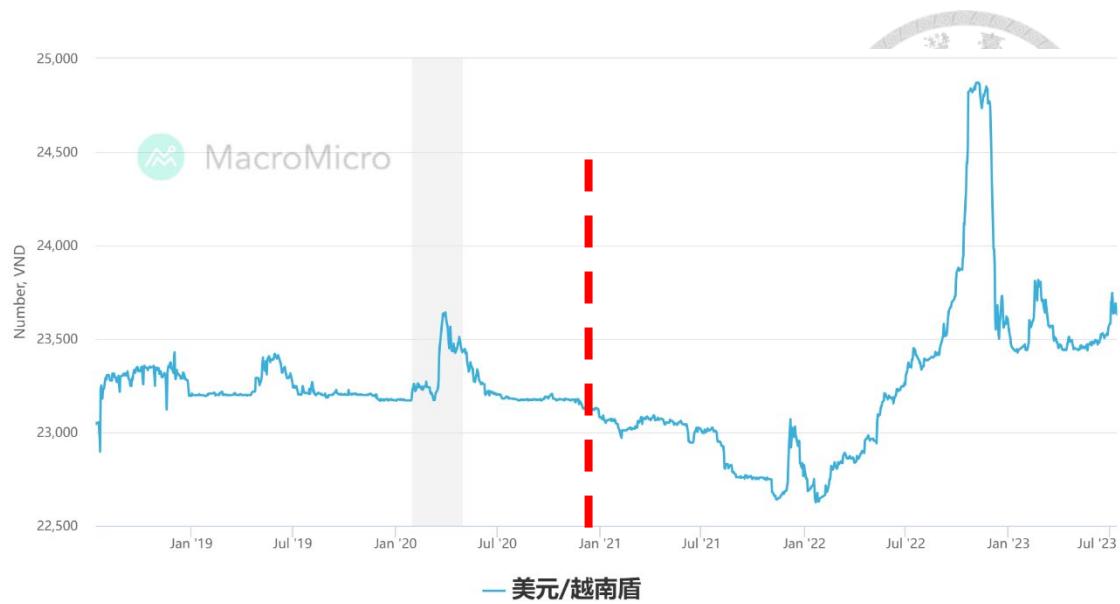


圖 4-14：美元兌越南盾的匯率價格

資料來源：財經 M 平方，本研究重新繪製

至於在瑞士法郎(以下簡稱為瑞朗)方面，美元兌瑞朗的價格趨勢改變不如越南盾來得明顯(如下圖所示，虛線標示出 2020 年 12 月)，早在 2020 年初就已經開始升值趨勢，本研究認為這是代表了瑞士在應對美元施壓方面比較具有彈性，並不像越南一樣過於脆弱，因此瑞朗的趨勢變動並沒有跟「匯率操縱國報告」具有密切的連動性。



圖 4-15：美元兌瑞士法郎的匯率價格

資料來源：財經M平方，本研究重新繪製



(二)2021 年的台灣

對於台灣來說，台灣在 2020 年 12 月被美國財政部列為「匯率操縱國」觀察名單，主因是在於台灣央行為了維持新台幣匯率的穩定，因此淨買超金額達到 391 億美元，約佔台灣本身 GDP 的 5.84%，超過美國財政部所制定的 2% 界線。

而在 2021 年 3 月，路透社也點出台灣在 2020 年實質上也完全符合另外兩個條件，如下表所列(Reuters, 2021；工商時報, 2021)：

表 4-5：台灣在 2021 年「匯率操縱國」報告的內容

	定義一	定義二	定義三
美國財政部所設定的界線	匯率干預金額占 GDP 的比重超過 2%	1 年內對美國貿易順差達 200 億美元	1 年內的經常帳盈餘達 GDP 的 2%
台灣在 2020 年的數據		台灣對美國的貿易順差達 299 億美元	經常帳盈餘約為 GDP 的 11%
備註	依此條件已經被列為「觀察名單」		

資料來源：本研究整理自路透社、工商時報

所以在 2021 年 4 月所發布的報告中，美國財政部點名瑞士、越南與台灣，都滿足 2015 年法案所制定的三項標準門檻。對此，台灣央行主要認為這是因為 2020 年因為台商大舉回台投資，以及美國聯準會再次進行貨幣寬鬆政策(QE)，因此造成台商和外資從海外匯入大筆資金進入台灣，已經嚴重影響到台灣匯率市場的美元供需，而央行在匯率市場進行買匯調節的主因，是在於避免匯率市場的供需失衡狀態會進一步蔓延到實體經濟市場。因此對比於與台灣相類似的小型經濟體，如：瑞士、新加坡和香港等，在 2020 年也都同樣為了穩定匯率波動，皆有發生央行進場大量買匯的情事。

而時任台灣央行總裁楊金龍認為，台灣目前與美國財政部之間的溝通管道相當流暢，即使是被列入「匯率操縱國」的名單，也能夠與美國進行協商，應當能避免受到貿易制裁的報復。



肆、小結

從上述的歷史沿革與相關案例來看，對於具有國際貨幣霸權的美國而言，在國際貨幣的場域發揮「貨幣權力」的影響力時，主要可以就三個方向進行討論。其一是要求其他國家的貨幣升值，特別是針對自己(美國)的主要貿易對手國；其二則是在雙方進出口貿易的部分，要求貿易對手國必須減少雙邊的貿易順差狀況，其三是針對貿易對手國的經常帳盈餘狀況，不能無限制地維持長年的高度盈餘。

如果從「重商主義」(Mercantilism)的觀點來看，一個國家賺得越多的貿易順差，就等於這個國家賺取越多的財富，雖然「重商主義」的起源與盛行是在 16-18 世紀，但是對於「貿易順差」的想法實際上仍然留存於現代社會之中，在 17 世紀時所賺取的財富是黃金，而今只是轉變成了別種國際流通貨幣—美元、歐元、英鎊...等。而從一思想脈絡延續下來，「重商主義」在今時今日轉變成「新重商主義」，但是其核心價值仍舊相同。縱然「新重商主義」一詞主要是流行、指涉 1970 年代的美國對外貿易保護主義(蕭全政，1997：29-30)，不過從美國制定「匯率操縱國」相關法案的背景看起來，此一政策的出現也相當程度反映了「新重商主義」的思維。

以美國財政部所關注的「匯率干預」項目來看，其實他們所希望達到的貿易狀態，是能夠讓美元維持在相對弱勢的情境之下，所以並不希望見到貿易對手國的中央銀行大規模地進行買匯(即：賣出本國幣，買入美元)，因為在常態性的國際資金流動當中，長年具有經常帳剩餘的國家，該國貨幣就具有較強的國際資金吸引力，因此市場的波動方向會比較偏向於本國幣的匯率升值；倘若該國央行為了解決匯率升值，就會持續性地在匯率市場上買入美元，賣出本國貨幣，這種刻意製造出的美元買盤，對於美國來說，就是營造出強勢美元的狀態，當然這與「弱勢美元」的預期是相互牴觸。

當然，「弱勢美元」只是一種手段，而不是最終目的。對於美國財政部而



言，其核心的目標應當是要追求與貿易對手國之間的「貿易平衡」，而貿易對手國對於匯率的干預，則是嚴重影響到雙邊的貿易平衡。再加上「匯率操縱國」報告的法律基礎是來自於貿易法案，從這樣的思考脈絡進行觀察，美國財政部的最終關注焦點自然就是「貿易平衡」，而「弱勢美元」只是屬於達成貿易平衡過程中的一個變因、一項階段性的目標。為了要達成「弱勢美元」，美國本身可以有主動與被動兩個層次，就主動面來看，如果聯準會持續增加市場上的貨幣供給，或者是財政部增加國債的發售量且出售給聯準會，把財政債務貨幣化(Monetization of Financial Deficit)，這些做法都是對市場釋放流動性。當商品市場的產出沒有增加的情況下，「貨幣供給增加」的結果自然會讓美元傾向貶值。

至於在被動面的層次，就是其他國家的貨幣兌美元的匯率市場價格，個別國家的央行可以透過匯率市場的買賣行為，刻意操縱匯率價格，使得市場匯價背離原有(或應有)的市場均衡價格。由此可知，美國政府對於這種他國央行所刻意營造的匯率操縱，是處於被動的狀態，但美國財政部也不會反過來去干預美元匯價(同時這也不是他的職責範圍)，因此只能透過行政手段來對這種「操縱匯率」的各國央行進行施壓。利用半年發佈一次「匯率操縱國」的報告，將可以有效逼迫被點名的貿易對手國重回談判桌上(簡寧斯，2020)，並且有助於美國對於國際收支進行調整，也就是減緩或縮減龐大的貿易逆差狀態。

在前任總統川普主政的四年期間，雖然他極力追求「公平貿易」，亟欲達成美國和貿易對手國之間的新一輪貿易協定，但是從下圖可以清楚地看出，動輒將「公平貿易」掛在嘴邊的川普總統，實際上也無法有效改善美國長期貿易赤字的情況，換言之，從實際的數字來看，美國的貿易赤字最多只能和緩，但無法被有效逆轉。

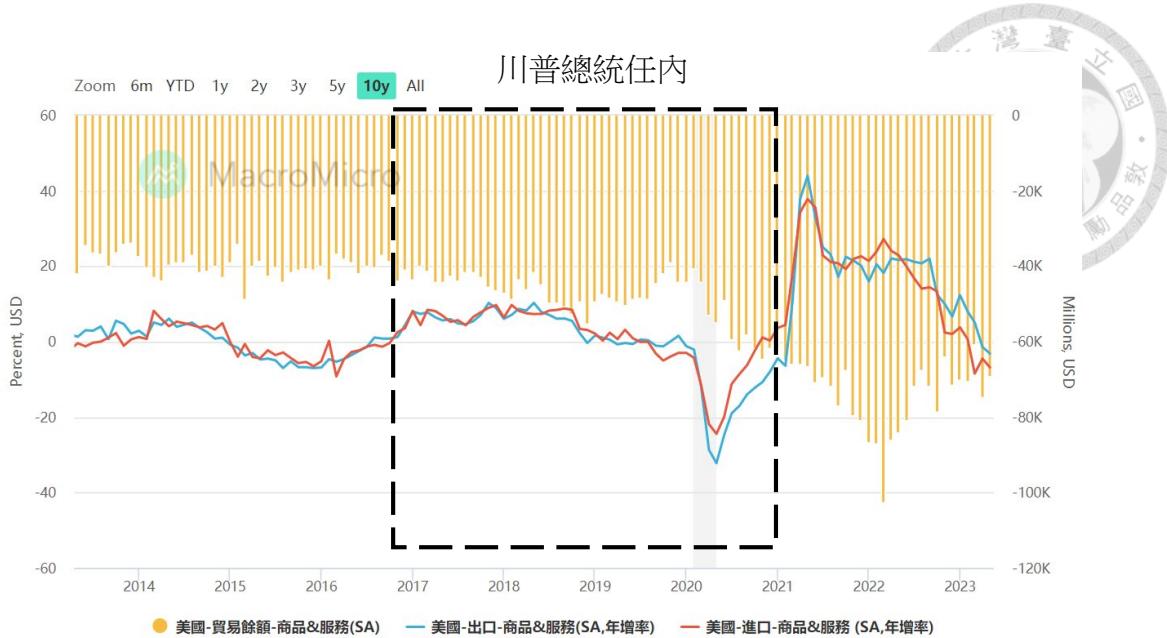


圖 4-16：美國近 10 年的貿易赤字

資料來源：財經 m 平方，本研究重新繪製

從國際貿易的順差與逆差來看，能夠決定各項商品的進口和出口金額的原因眾多，匯率價格只是其中一項，因此單只觀察貿易總額的順逆差情況，難免有失偏頗；所以要檢驗「匯率操縱國報告」的成果，應該可以從兩個層面進行：「兌美元的匯率價格，是否受到「匯率操縱國」報告的影響？」以及「對美國的貿易順差情況，是否受到「匯率操縱國」報告的影響？」

換言之，在貿易對手(身為貿易順差國)不斷累積外匯存底之後，該國的匯率本身自然會傾向於升值，而該國央行若是秉持(或維持)著「浮動匯率政策」的立場，理應不介入、不引導匯率市場的價格波動情況，而是放手讓市場價格自然反映真實存在的供需情況。但對於多數的出口導向國家而言，放棄干預匯率市場價格是相當困難的決定，因為放手讓本國貨幣的匯率升值，必然會傷害到出口產品的價格競爭力，這對於出口導向政策的目標來說，無疑是一大阻力。

誠如之前所述，美國財政部真正關注的焦點，並不在「匯率」而是在於「貿易平衡」，所以貿易對手國可以選擇的另一條道路，就是直接加大對美國商品的進口金額；因為擴大美國的對外出口，才真正是美國政府企圖利用「匯率操縱



國」報告達到最終目的，而且過去歷史上被美國列為「匯率操縱國」的名單中，所有國家最後與美國所達成的協議，皆是增加對美國商品的採購而免除制裁。不過此處有一點要值得注意，雖然說美國利用「匯率操縱國報告」作為行政施壓的手段，企圖達成「公平貿易」(或者是：平衡貿易)的目的，但是從1985年以來，美國以匯率議題施壓貿易夥伴，最終都沒有在貿易逆差方面獲得緩解，而至多只有在匯率方面獲得「弱勢美元」的目的。

也因此，本文在前述所列出的兩個關於檢驗「匯率操縱國報告」的命題，從這一角度來看，本研究所要檢驗的兩個命題都無法成立，也就是美國的出口數據和貿易餘額方面是否改善從數據上並沒有獲得顯著的支持。唯有將命題修正為：「弱勢美元的大國貨幣操控，將會使貿易對手國的匯率轉變為升值趨勢，有助於達成『弱勢美元』的目標」，才有顯著的支持與證據。



第三節：貿易對手國的策略選擇與結果

在本節的討論中，我們將會聚焦在各國應對美國施展「劫掠型」貨幣操控時，個別國家的策略選擇與決策過程。當個別國家面對到美國施展貨幣權力的時候，由於美國是利用「劫掠型貨幣操控」來掠奪各國的經濟利益，所以每個國家此時會面對到兩個階段的經濟劫掠：第一階段是大國利用「鑄幣稅」的手段來劫掠各國所持有的美元購買力，對於各國而言，由於鑄幣稅是貨幣發行者所擁有的特權，因此各國無法也無力對抗美國，只能被迫接受。但第二階段，就是美國施展「轉移權力」的時期，美國透過「匯率操縱國」名單做為施展「轉移權力」的手段，施壓貿易對手擔負起「平衡貿易」的成本。

因此，本節的討論重心便是以「貿易對手國應對『匯率操縱國』」為主，回到個別國家的策略選擇來看。在這當中，我們主要引入了兩種模型的觀點進行討論，其分別為賽局理論中的「決策樹模型(Decision Tree)」(分為單次賽局與重複賽局)，⁴⁹。透過這「決策樹模型」互動過程，我們將可以更清楚地觀察到貿易對手國在權衡應對美國的策略選擇時，有著多層次的決策與思考。

壹、「匯率操縱國」名單的重複賽局設定

在第三章的內容中，我們已經針對了「決策樹模型」在「匯率操縱國」當中的應用，以貿易對手國立場進行了討論，得知在重複賽局的決策中，各國的最佳策略就是不斷的選擇「背叛」策略。但由於這部分的討論是單就理論層面進行，因此以下的內容，便加入真實的案例考量，在賽局當中設定相關且合理的

⁴⁹ 因為考慮到美國與貿易對手國的決策時間，是屬於序列賽局(sequential game)，也就是雙方並不是在同一個時間進行決策，就實際案例來看，比方說美國財政部在 2021 年 4 月所發布的「匯率操縱國」報告，所觀察取樣的時間為 2020 年的 1 月到 2020 年的 12 月，也就是說當貿易對手國針對該份報告已經進行決策且回應之後(2021 年的 4 月之後)，美國財政部才會再針對各國的策略選擇，於再下一份的報告(2021 年 12 月)進行回應。由此可知，雙方是在依時間序輪流出手，並不是在同一時間決策，所以無法利用常見的賽局矩陣來表達其動態過程，反而採用「決策樹」來進行討論，才能看出雙方一前一後的決策互動，這才是較為合適的分析模型。



payoff，以便於在美國與貿易對手進行「匯率操縱國」的賽局中，更清楚雙方所進行的策略選擇：

由於美國要脅進行匯率操縱國的調查，當確認被列為「匯率操縱國」之後，將會進行貿易報復，例如設置報復性關稅、進口配額...等。假設個別國家一開始並不是在「匯率操縱國」的正式名單中，也不在觀察名單中，僅只是美國的重要貿易對手之一，此時小國的策略選擇：⁵⁰

- 合作：不論是否有進行匯率操縱，皆配合美國，進行本國幣的匯率升值，以及提高對美國商品的進口數量。
- 非合作：不順從美國的訴求，依然維持匯率市場的弱勢匯價，並持續維持對美國的出口順差，賺取美元。

就美國的角度來看，美國在與各國的賽局中，同樣也有兩個策略選擇，由於此時尚未對於各國進行「匯率操縱國」的調查(也就是增加『匯率操縱國』的調查名單)，因此美國的策略選擇分別為：

- 合作：不對貿易對手進行「匯率操縱國」調查，即不增加調查名單的數量。
- 背叛：對於貿易對手進行「匯率操縱國」的調查，即增加調查名單的數量。

考慮美國與小國所面臨到的賽局狀態，很明顯地在此一「囚徒困境」中，雙方會基於各自的利益，而選擇「非合作/背叛」的策略。貿易對手國如果選擇「合作」，將會面臨到貿易順差縮減，甚至是轉為貿易逆差的情況，這對於個別國家來說是經濟方面的不利益，同時也代表了該國執政者的經濟政策失敗；所以對於各國來說，選擇「非合作」的策略是最為合乎理性的選擇。

但同樣的道理，由於美國面臨到了巨額的貿易赤字，因此在有政策壓力的情況之下，對於貿易對手國自然是不可能放鬆，因此不論是否外交關係良善，都會被進行調查，因此在策略上自然是會以「背叛」為主。最佳的例證，就在於 2018

⁵⁰ 在原始的賽局模型中，對於策略的原始設定是「合作」與「背叛」兩種，但由於我們要討論小國的策略選擇，因此將「合作」仍維持「合作」，將「背叛」改為「非合作」，藉以凸顯小國這兩種策略選擇對於美國施展「貨幣權力」的回應。



年美國所修改三項標準的內容，將原本比較寬鬆的條件變為更為嚴苛，因此由原本調查國家從 12 國變成了 20 國。此一做法的改變，很明顯就是美國選擇「背叛」策略的證據，將原本不在調查對象中的貿易對手國列入。

但是值得注意的是，當貿易對手國列入「匯率操縱國」的觀察名單時，代表該國此時已滿足美國所設定的二項條件。⁵¹但是接下來該國如果維持當下的狀態，也就是並不擴大對美國的貿易順差，也不操縱匯率價格，雖然以美國的立場來看，該國維持現狀的作法也是在對抗美國的「轉移權力」，因為該國並沒有承擔「轉移成本」，但是由於該貿易對手僅只是維持現況，所以基於美國所制定的三項標準的規範，美國也無理由指責該貿易對手國，因此也只能採取「合作」的方式回應。⁵²

由此可知，我們知道實務上貿易對手國面對到每一次的賽局時，雖然各國都必然會選擇「非合作」的策略，但是「非合作」策略本身仍有程度之分：低強度的「非合作」，就是維持現況，個別國家不主動增加更多滿足三項標準的數量，假設該國原本是滿足一項條件，那低強度的對抗，就是維持著一項條件。同理，該國如果原本是滿足了兩項條件，那就是繼續維持著這兩項的條件。由於低強度的「非合作」本質上仍是屬於對抗美國施展「轉移權力」，所以美國本身雖不滿意，但也不會主動給該貿易對手降級。

至於另外一種高強度的「非合作」，就是該國從原本滿足一項條件，升級成滿足兩項或是三項條件，這代表了該國對於美國所行使的「轉移權力」相當抗拒，因此在面對到美國聯準會的寬鬆貨幣政策時，仍然堅持自己的經濟利益要被維護，寧願滿足更多的「匯率操縱國」標準也在所不惜。以下我們就把第三章所繪製的路徑圖再放過來，以方便搭配以下的討論。

⁵¹ 雖然在「匯率操縱國」報告中，美國財政部明確說明要滿足 2015 年法案的兩項標準之後，才會被列入觀察名單，但實際上縱然沒有滿足兩項標準，美國財政部依然有權利將特定國家列入，請見本研究後續的討論。

⁵² 此所謂的大國採取「合作」策略，意旨大國並沒有升級對於小國的認定，由於大國已經制定好了三項標準的定義，因此當小國採取「維持現況」的低強度對抗時，大國自然也無法特定針對小國來升級雙邊的貿易衝突。

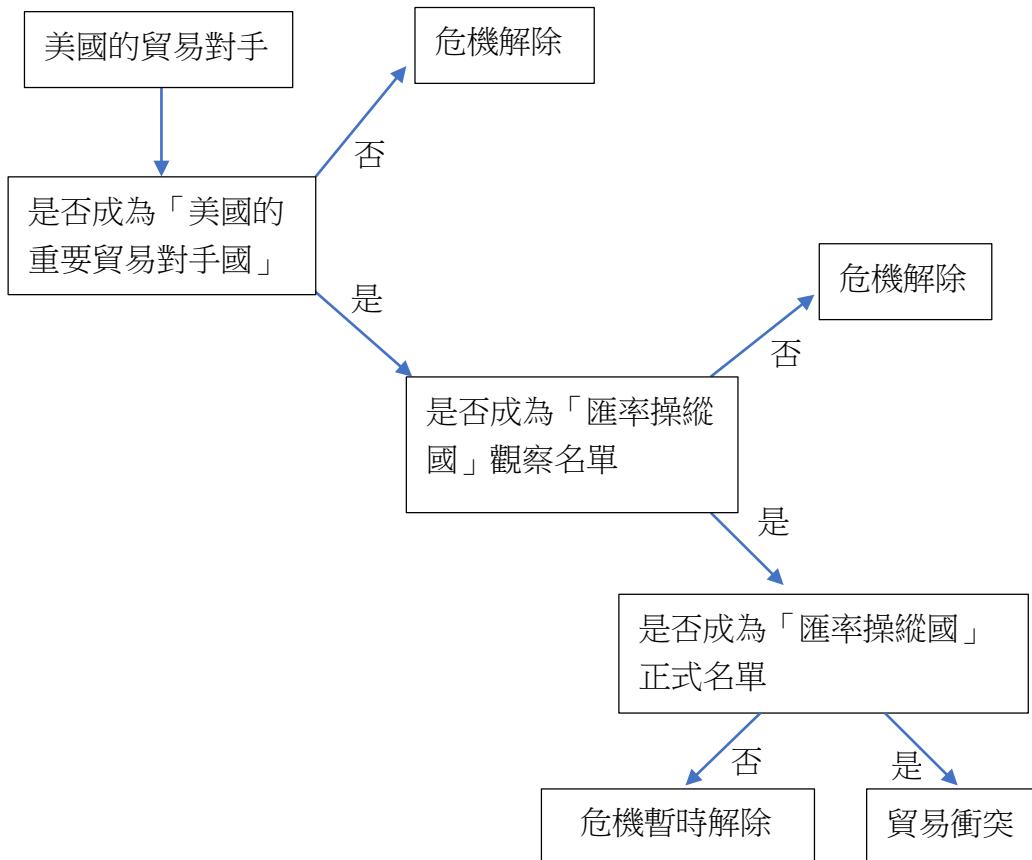


圖 4-17：匯率操縱國的路徑圖

資料來源：本研究自行繪製

因此，接下來的討論中，我們將把上圖的每個節點拿出來進行分析和討論，並配合「回推」來分析身為美國的貿易對手國，如何在每個節點進行回應和策略選擇，方能取得最大的經濟利益。

一、第一階段的決策樹：是否進入美國的主要貿易夥伴審查名單

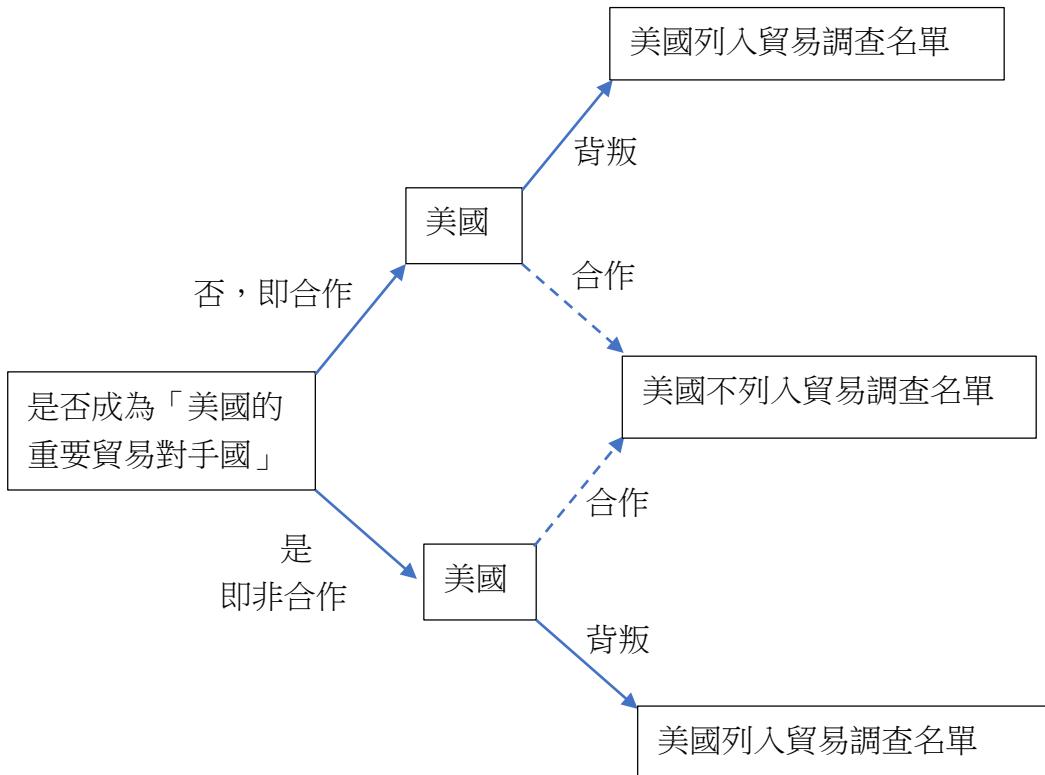


圖 4-18：第一階段的決策樹設定

資料來源：本研究自行繪製

在第一階段的賽局中，貿易對手國看到美國開始降息，因此美國已開始施展「劫掠型貨幣操控」當中的「劫掠權力」；而當各國看到美國轉為「劫掠型貨幣操控」之後，也必然知道美國接下來要透過「匯率操縱國」報告進行施壓，試圖施展「轉移權力」，但原本各國就已經是大國的重要貿易夥伴，所以除非特定國家此時選擇「合作」美國的「轉移權力」，減少該國對於美國的貿易順差，使該國的貿易順差金額遠在 20 名之外，或者是四個季度內的貿易順差低於 150 億美元，否則該國必然會成為美國審查的對象。

而對美國來說，雖然採取「合作」策略就是不將貿易對手列入調查名單，但



由於之前美國已經把審查名單從原本的 12 個擴張到了 20 個，⁵³這種調整標準門檻的做法，自然是要把更多的貿易對手國拉入審查名單之中。因此美國擴大審查名單的行徑與意圖，自然是屬於「背叛」策略，所以在上圖美國的決策樹當中，「合作」策略是以「虛線」表示之，這也是反應了「合作」並不是美國的決策。由此反推，縱然貿易對手國需要把自己的對美貿易順差不斷的減少，還是有被美國列入調查名單的可能，如此一來，既然都處於被美國背叛的可能性之下，不如直接選擇「非合作」，至少還能賺得比較多的貿易順差，增加自己的國家財富。

二、第二階段的決策樹：是否進入「匯率操縱國」觀察名單

既然在第一階段賽局中，雙方皆是以「非合作/背叛」策略來應對，那麼雙方將會進入第二階段的賽局，也就是當美國開始針對 2015 年法案第 701 條，匡列好審查名單之後，接下來就是開始關於「匯率操縱國」三項標準的調查。對美國而言，此時的賽局就是決定是否要把貿易對手國列入「匯率操縱國」的觀察名單？換言之，美國的策略選擇如下所列：

- 合作：對貿易對手進行「匯率操縱國」審查後，不列入「匯率操縱國」觀察名單中。
- 背叛：對貿易對手進行「匯率操縱國」審查之後，列入「匯率操縱國」的觀察名單。

而從貿易對手國的立場來看，此時的策略選擇與上一輪賽局無異，各國可以選擇「合作」，順從美國的「轉移權力」，即是由自身承擔「轉移成本」，讓美國成功縮減對於該國的貿易赤字。又或者是選擇「非合作」策略來對抗美國，持續維持弱勢匯價、對美國的出口順差，持續賺取美元。當然，此時貿易對手的「非合作」策略，依然有分為「低強度」與「高強度」兩種，低強度的「非合作」就

⁵³ 依據 2022 年 11 月的報告內容，目前只要符合在 4 個季度內，對美國的雙邊貿易與服務存在 150 億美元以上的順差，就會被納入審查的名單中，但是在更早期的標準中，其實是限定在 200 億美元以上，所以很明顯的，美國的做法是採取了「背叛」，縱然一開始貿易對手把貿易順差壓到 200 億美元之下，但之後也還是受到了調查。參見 2022 年 11 月發布的「匯率操縱國」報告，頁 42-43



是維持現況不變，⁵⁴不超過的「匯率操縱國」所訂定的一項標準。而「高強度」自然就是滿足兩項以上的標準。

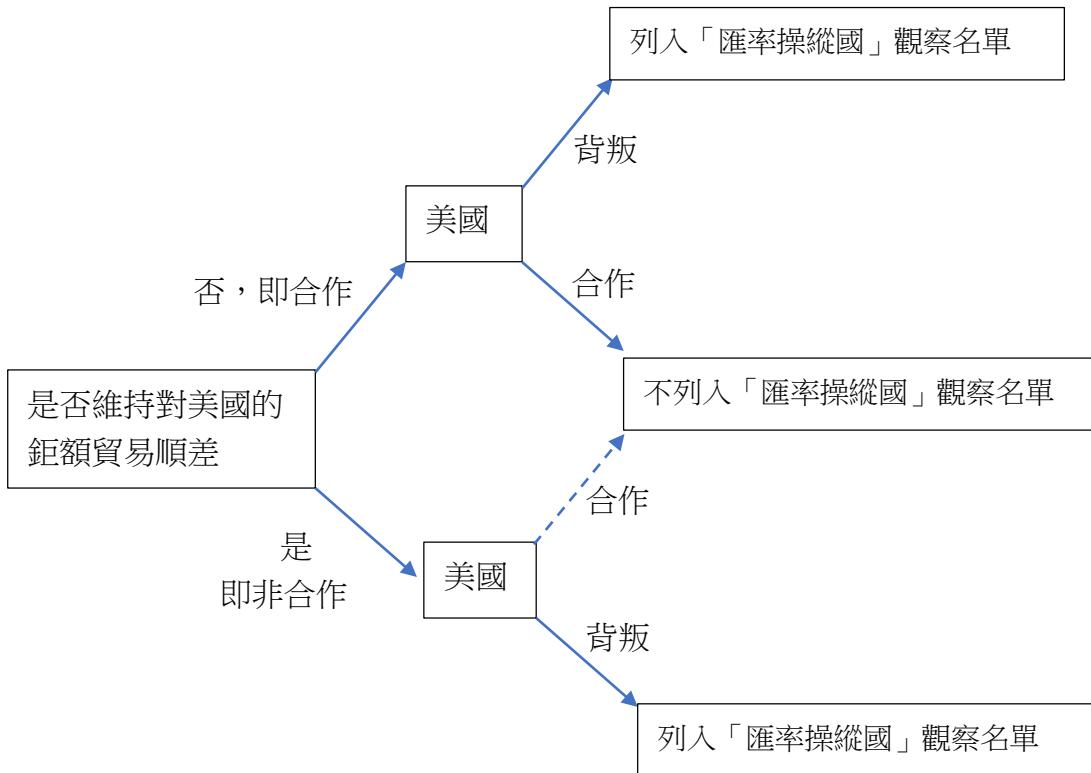


圖 4-19：第二階段的決策樹設定

資料來源：本研究自行繪製

很顯然地，在第二階段的賽局「決策樹」中，理論上雙方都沒有退縮的理由，同樣都是會選擇「非合作/背叛」的策略。因為對於貿易對手國而言，既使是維持當前與美國的貿易順差(低強度的非合作)，依然會列入調查名單中，並不會被除名在外；但即使是採取了高強度的「非合作」，因此被列入「匯率操縱國」的觀察名單，可是這前後的改變，並不影響到美國所施壓的強度，該國仍然是會受到調查。

⁵⁴ 因為在此一階段，小國若是不想要進入「匯率操縱國」觀察名單中，就必須不能滿足兩項以上的標準。所以低強度的對抗，自然就是只滿足一項標準。



所以對貿易對手國而言，如果要退縮而採取「合作」，就必須直接被排除在調查名單之外，如此的「合作」策略才有意義。反過來說，越是跟美國有著強烈貿易往來與貿易順差的國家，就越不可能採取「合作」，而是採取低強度的「非合作」策略，才是最有利的做法。

但是就現實狀態而言，美國所納入審查名單中的主要貿易夥伴有 20 個，不過真正會進入的觀察名單中的，實際上也並沒有到 20 個。我們依據 2022 年 11 月的報告為例，2015 年法案所設定的三項標準，各自滿足該條件的國家與樹木如下所列：⁵⁵

表 4-6：2022 年報告中的各項名單

項目	國別	數目
與美國達 150 億美元的貿易順差	加拿大、墨西哥、中國、日本、德國、韓國、印度、瑞士、台灣、法國、越南、義大利、馬來西亞、泰國	14
經常帳盈餘達 gdp3% 以上	德國、韓國、愛爾蘭、瑞士、台灣、荷蘭、新加坡	7
至少有 8 個月反覆進行買匯	瑞士、新加坡	2

資料來源：本研究自行整理「匯率操縱國」報告(2022 年 11 月版本)

但是，我們若是與該份報告所列的「觀察名單」相比，該期的觀察名單有：中國、日本、韓國、德國、馬來西亞、新加坡、台灣；而根據根據 2015 年法案，需要「加強分析」的國家則是只有瑞士一國。但這些名單與上表相比，則是可以發現到幾個有趣的差異。

僅符合一項標準，但被列「觀察名單」的國家有：中國、日本，但如果我們再往前一期來看，在 2022 年 6 月時，中國僅滿足三項標準中的一項，而日本則是滿足兩項條件。因為美國財政部規定要連續兩次都只滿足一項標準，才會被排除在「觀察名單」之外，由此可知，日本僅滿足了一次，尚未達到連續兩次的門檻，所以仍在「觀察名單」之列。

⁵⁵ 請參考 US Department of Treasury(2022.11).Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury , P.45



但中國卻是個特例，因為中國在 2022 年 6 月、2022 年 11 月的兩份報告中，都只滿足三個條件之一，很顯然地應該要被排除在「觀察名單」之外。同樣類似的案例就是越南，因為越南也是在 2022 年 6 月，2022 年 11 月的連續兩份報告中，都只滿足了三個條件之一，所以在 2022 年 11 月就被排除在「觀察名單」之外。跟越南相同狀況，而且被排除在外的國家，另外還有：義大利、印度、墨西哥、泰國。

何以中國滿足了「連續兩次只達到三標準之一」的條件，卻仍然無法從「觀察名單」中排除呢？美國財政部給的理由是：「中國未能公布外匯干預措施，而且其匯率機制的關鍵特徵缺乏透明度，使其成為主要經濟體中的異類，並值得財政部密切監控」(China's failure to publish foreign exchange intervention and broader lack of transparency around key features of its exchange rate mechanism make it an outlier among major economies and warrants Treasury's close monitoring.)。⁵⁶

由中國的案例可以得知，從客觀條件上來看，即便是採取了「合作」的應對策略來順從美國的「轉移權力」，但美國不一定會按照原先所說的標準對貿易對手進行降級。在此案例中，很明顯地，美國就是採取了「背叛」策略來回應中國，縱使客觀上中國已經是採取了「合作」的策略。

因此，在這個第二階段的賽局決策樹中，由於貿易對手需要滿足「連續兩次只達到三標準之一」的條件，才會被排除在「觀察名單」之外，這也就代表了小國必須要連續選擇「合作」策略兩次，而美國則是先選擇了「背叛」回應(意即列入『觀察名單』中)之後，再度確認貿易對手的「合作」是具有可信度的之後，此時美國才會改為「合作」策略，對於該國進行降級，排除在「觀察名單」之外。

但是，從前述中國的案例中，我們又可以看出，實際上美國不必然會願意實踐自己的承諾，更可能的是找了其他不相關的理由，持續對貿易對手進行「背叛」策略。也因此我們可以知道，對於個別國家來說，既然無法確定美國最後是

⁵⁶ US Department of Treasury(2022.11).Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury. P.5



不是會願意實踐自己的承諾，對該國進行降級；所以就個別國家的立場而言，最理性的做法應當是持續選擇「非合作」策略來對抗美國。如果是維持低強度的「非合作」，那就是雙方保持現況不動，自己沒有滿足更多的三項標準，美國也持續把該國放在「觀察名單」之中。但如果是該國主動升級成高強度的「非合作」，此時雙方將會進入第三階段的賽局「決策樹」之中。

三、第三階段的決策樹：是否成為「匯率操縱國」正式名單

雙方的交手並未停留於此，在第二階段賽局的結果確定之後，也就是個別的貿易對手國會繼續從美國身上賺取貿易順差，而美國則是把滿足兩項標準的各國列入「匯率操縱國」的觀察名單之中，這時候雙方的賽局將會持續進行中，每一次美國發布「匯率操縱國」報告，都可以視為是雙方又再一次進行第二階段的賽局。

但當個別國家主動升級成高強度的「非合作」時，雙方就會進入到第三階段的賽局，此時最大的差異則是在於美國的策略選擇，也就是考慮是否要將該國列入「匯率操縱國」的正式名單之中。

對於美國來說，此時考慮的策略分別如下所列：

- 合作：對該國進行「匯率操縱國」加強調查與雙邊溝通後，不列入「匯率操縱國」的正式名單；此時就會繼續維持在觀察名單中。
- 背叛：對該國進行「匯率操縱國」調查之後，升級列入「匯率操縱國」的正式名單中。

同樣的，第三階段的賽局對於個別的貿易對手國而言，所面臨到的策略選擇也是相似：選擇「合作」便是縮減自己對美國的貿易順差，放手讓匯率自由波動(即讓小國貨幣趨向於升值走勢)；而選擇「非合作」便是繼續維持對美國的貿易順差規模，而在匯率上則是傾向於維持不變或是小幅度波動。

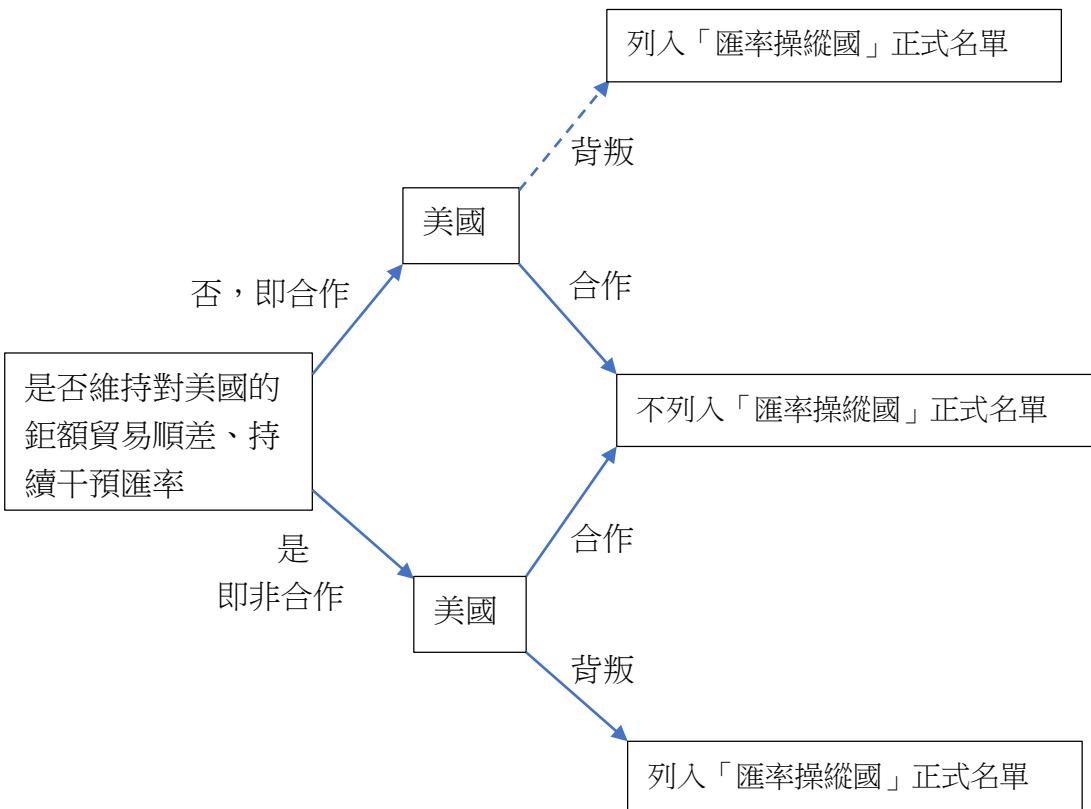


圖 4-20：第三階段的決策樹設定

資料來源：本研究自行繪製

但我們觀察多數的實際案例，可以發現到多數的貿易對手國在進入「匯率操縱國」的觀察名單之後，就會開始退縮，在策略上選擇「合作」的選項，而不是持續選擇「非合作」策略。這其中的原因，極可能是因為考量到一旦選擇背叛之後，倘若美國也選擇「背叛」的應對策略，此第三階段的賽局將會導致該國被美國列入「匯率操縱國」的正式名單中，而接下來所要面臨到的貿易談判，非常有可能是個別國家所無法負荷或是承受的高難度狀態。

如下圖所示，正式成為「匯率操縱國」正式名單後，美國將會進行高關稅報復、設置非關稅障礙...等報復行為，這對於個別的貿易對手國而言，所要面臨到的談判程度過高，短期之後的對美貿易也將會受到嚴重的打擊，所以在考量未來

所面臨到的風險之後，該貿易對手國有著極大的可能性會改變選擇，由「非合作」策略轉為「合作」策略。而從賽局的角度來看，在第三階段的賽局就等於是成為「匯率操縱國」正式名單之前的最終賽局，也就是第三階段的 *payoff* 會從「囚徒困境」改變成「膽小鬼賽局」，因為當美國與貿易對手都選擇「背叛」之後，就等同於是雙邊對撞、升級貿易衝突，而這種雙邊對撞的後果正是貿易對手國所承擔不起的。

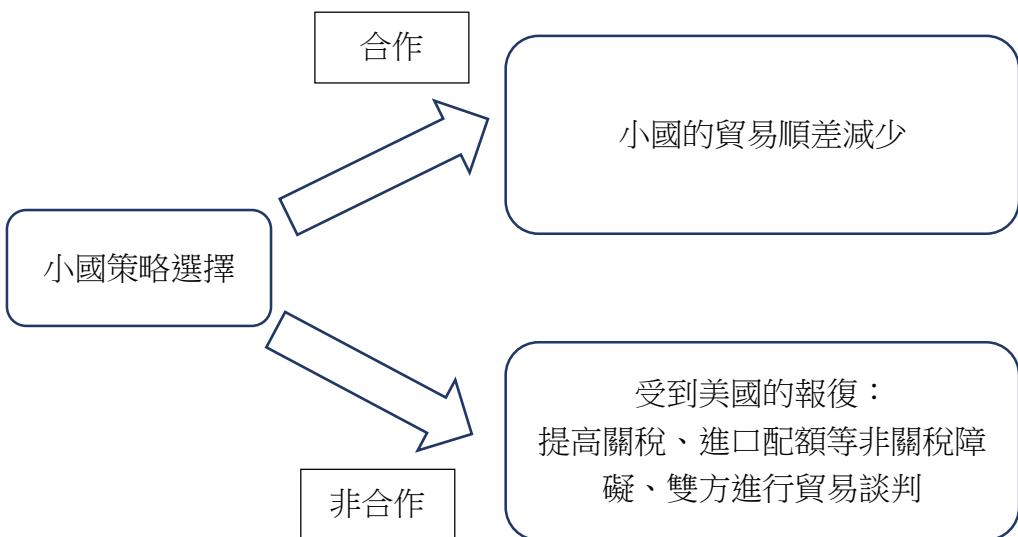


圖 4-21：貿易對手國在第三階段面對的選擇

資料來源：本研究自行繪製

所以在第三階段賽局「決策樹」時，此時已經從「囚犯困境賽局」轉變為「膽小鬼賽局」的策略選擇中，貿易對手國自然會傾向當膽小鬼，選擇「合作」的策略；而同時間，該國也會盡全力釋放出訊息，讓美國在決策之前就先接受到來自該國的全部資訊與可信度。因為該國不願意讓「雙邊對撞」的最糟情況發生，雖然該國已經自願成為膽小鬼，選擇「合作」的策略，但是對於該貿易對手國來說，賽局當中的次佳結果則是美國也願意選擇合作，因此該國除了自願讓步之外，也需要不斷地釋放訊息，讓美國確信該國的「合作」策略是具有可信度，

使得美國不以個體的利益極大化為目標，而選擇次佳的 payoff。

所以在諸多的新聞訊息中，可以發現到多數的貿易對手國至多是停留在「匯率操縱國的觀察名單」，這代表了各國沒有持續擴大對美國的順差規模，反而是維持或是縮減了貿易順差；而對於美國來說，如果貿易順差縮減得夠多，自然會從觀察名單中把該國除名，否則就會繼續維持在觀察名單上。

再者，從經濟利益的角度來看，由於貿易對手國在前兩次賽局決策樹的階段，都是採取了「非合作」的策略，所以已經累積了兩個階段的利益，所以即使是在第三個階段的賽局中，該國最終當了膽小鬼，主動採取「合作」策略，縮減了對美國的貿易順差。總的來看，前兩次「非合作」策略所得到的經濟利益，扣除掉第三次的「合作」策略所帶來的損失，最後的損益結算應當還是有利可圖的。因此從這樣的角度進行思考，貿易對手國當然有理由在第三階段當中，選擇成為膽小鬼來配合美國。

當然，還是有發生過案例，是在第三階段的「膽小鬼賽局」當中，發生雙方對撞的情勢，也就是個別國家持續維持對美國的貿易順差規模，而美國也在調查之後把特定國家列入匯率操縱國的正式名單中。在美國前總統川普的任內，2019 年中直接把中國大陸列為匯率操縱國；而在 2020 年底的調查報告中，將瑞士與越南同列為匯率操縱國；而對這三個國家的匯率操縱國認定，⁵⁷ 實際上也確實逼迫這些國家上談判桌，並且提出擴大對美國商品的採購規劃，也因此之後在次一回的調查報告中，就取消了對於中國、瑞士和越南的正式名單認定。

由此可知，就貿易對手國的立場和認知來看，其實各國已經體認到，當滿足美國所設定的三項「匯率操縱國」條件之後，並不會立即就遭到美國的貿易制裁，升級雙邊的貿易衝突，⁵⁸ 而是會進行一年的「雙邊接觸」與「密切溝通」過

⁵⁷ 依據 2020 年 12 月的報告，瑞士與越南不只滿足 2015 年法案的三項標準，同時也滿足 1988 年法案 3004 條的標準，因此被列為「匯率操縱國」的正式名單。參見，US Department of Treasury(2020.12). Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury. P. 68。

⁵⁸ 最佳的證據，就是越南與瑞士在 2020 年 12 月的報告中，被認定符合 1988 年法案的標準，因此成為了「匯率操縱國」的正式名單。但是在次一回的(2021 年 4 月)報告中，台灣、越南與瑞士雖然都滿足了 2015 年法案的三項標準，但是在美國財政部的認定中，「沒有足夠的證據可以得出



程。由此可知，滿足三項條件之後的接觸與溝通，就是之前在第三章所提到的最終賽局—「膽小鬼賽局」，如果該國退讓了，就代表該國寧願當個膽小鬼，採取順從的立場來回應美國的「轉移權力」，也不願意升級雙邊的貿易衝突。而對於美國來說，美國既然設定了這麼多層的賽局，那他就不可能在歷經了多次貿易對手的背叛之後，在「膽小鬼賽局」中當個膽小鬼，因此他必須要做出十足的恐嚇和企圖心，讓貿易對手相信美國是不怕最後出現「雙邊對撞」的下場。

當然，經過 2019 年 8 月直接把中國列為「匯率操縱國」正式名單之後，等於是美國直接選擇「雙邊對撞」，而且美國還是選擇了自己最大的貿易對手國來升級雙邊的貿易衝突。這對於其他貿易對手而言，無疑是一場「殺雞儆猴」的示範，透露出美國真的是有決心和膽量去承擔「雙邊對撞」的後果，但其他國家本身是不可能有能力去承擔這樣的後果，因此各國也必然會在這最後一場的「膽小鬼賽局」中，自願當個膽小鬼。而且 2020 年 12 月再次認定越南和瑞士符合 1998 年法案的標準，也相當於是再次宣告美國自身是不怕升級雙邊貿易衝突。

由這些案例可得知，美國對於貿易對手國的背叛，實際上所抱持的態度都是一直，就是想藉著「匯率操縱國」的調查報告來產生壓力，迫使各國自願採取合作的策略。但是對於小國來說，這並非一次性的賽局，而是有三階段不同的賽局，到了第三階段的「膽小鬼賽局」中，多數的國家會在此就採取退讓的態度，也就是主動採取合作策略，並且向美國傳遞此一訊息。如果美國可以接受到各國的完整訊息，並且確認其可信度極高，那麼美國改變態度，也同樣採取「合作」策略，雙方的策略選擇反倒可以達成次佳的結果。這當中的關鍵，也就是各國相信美國會態度堅定地採取「背叛」策略(林澤民，2020)，而且各國不願意在此賽局中與美國進行對撞；所以美國在確認各國採取「合作」的可信度極高之後，便可以重新考慮自己的策略選擇，畢竟逼迫各國採取「合作」策略，正是美國發動

越南、瑞士或台灣出於 1988 年法案中提及的任何目的操縱各自匯率的結論」(Treasury has determined that there is insufficient evidence to make a finding that Vietnam, Switzerland, or Taiwan manipulates their respective exchange rates for either of the purposes referenced in the 1988 Act)。參見，US Department of Treasury(2021.04).Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury. P.59



匯率操縱調查的主要目的。

貳、模型擴張：應對的三種次類型

以上對於貿易對手國在賽局「決策樹」的討論，主要是以各國面對到美國威脅的情況之下，以「貿易對手國在國際層次上如何應對大國」做為賽局分析的基準點；然而從多次賽局的理論層次來看，在面對大國用「匯率操縱國」進行施壓時，各國應當不斷地採取「非合作」策略，而在最後一次的賽局中，改採「合作」策略，以避免真正地遭受到美國劃入「匯率操縱國」的正式名單中，而被迫與美國進行貿易談判。

而回到實際的狀況中，經由前面的整理與討論我們可以知道，要成為「匯率操縱國」的正式名單，需要滿足兩個貿易條件與一個匯率條件，而實際上從美國財政部每年兩次的報告中，我們可以看出貿易對手國對於「匯率操縱國」報告的應對方式，主要可以分為三種次類型。如下圖所示。

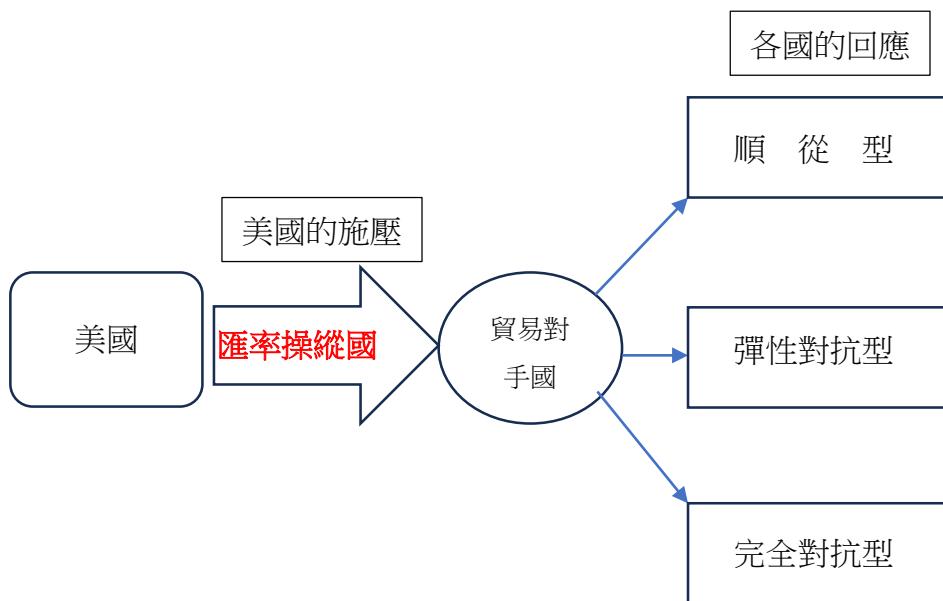


圖 4-22：美國的施壓與各國的回應類型

資料來源：本研究自行整理

而劃分此三種次類型的主要依據，則是以美國的立場和「匯率操縱國」報告出發：當貿易對手國被移出「匯率操縱國」的觀察名單中，代表該國回應美國施展「轉移權力」的結果，是被美國所認可且接受的，因此美國願意降低對該國施壓的力道，這也就代表了該國此時是屬於第一種次類型：「順從型」。而值得注意的是，在美國財政部的認定中，連續兩次都符合「匯率操縱國」的三項標準之一，即可被移出觀察名單。因此單單就一次滿足「匯率操縱國」三項標準之一，對美國而言尚不具代表性，而是需要連續兩次，才算符合移出觀察名單的資格。也因此選擇「順從型」策略的貿易對手國，也自然是要連續兩次都達到最低標(僅滿足三項標準之一)才會被歸類在「順從型」。

而接下來的第二種次類型：「彈性對抗型」，其認定的標準有兩個可能情況，其一是當個別國家被劃分在「匯率操縱國」的觀察名單時，就是屬於「彈性對抗型」，最常見的情況就是該國符合三項標準當中的兩項，就會被列入觀察名單中。第二種可能，就是前述所提到的，雖然三項標準都未達標，但是僅滿足一次這種情況，還缺少連續第二次，所以尚未能從觀察名單中除名，依然還是被劃分在觀察名單中。這樣的情境，依然是屬於「彈性對抗型」。

至於第三種次類型為「完全對抗型」，則是有兩種情況，第一種是就是比較常見的情況：雖然滿足三項標準當中的三項(也就是完全滿足)，也就是在理論上應當被宣布是「匯率操縱國」正式名單，但是美國財政部並未馬上升級雙邊的衝突，而是持續以雙邊接觸、溝通來應對。這在 2021 年 4 月的報告中，台灣、越南與瑞士都滿足 2015 年法案三項標準，但未符合 1988 年法案的標準(意即尚未成為匯率操縱國的正式名單)；而在同年 12 月的報告中，也同樣出現過台灣與越南都符合三項標準，但仍未列入「匯率操縱國」正式名單。

由此可知，第三種的「完全對抗型」，就是已經被歸類在「匯率操縱國」正式名單中的國家，不單單是符合美國所制定的三項標準，同時也因為美國官方要透過升高雙邊的衝突層級，並以此作為施壓的手段。換言之，當美國在客觀的標準、以及主觀的意圖上，都有想要與該國升級衝突時，就會將該國列入正式名



單，而本文也就依此認定該國是屬於「完全對抗型」的次類型。

因此，我們可以把上述的討論整理成以下的表格，以方便之後的繼續討論。

表 4-7：本研究所設定的三種次類型

次類型	認定依據	案例
順從型	僅是主要貿易對手國	愛爾蘭、 2022 年 12 月的越南
	連續兩次，滿足三項標準之一	
彈性對抗型	僅一次，未達三項標準	2022 年的台灣
	符合兩項標準	
完全對抗型	客觀面：符合三項標準， 主觀面：美國沒有要升級衝突	2022 年 11 月的瑞士
	客觀面：符合三項標準， 主觀面：美國要升級衝突	2020 年 12 月的越南、瑞士

資料來源：本研究自行整理

在將貿易對手國的應對策略、各國的定位類型都加以釐清之後，接下來我們將要用實際的案例與時間序，討論各國在實際應對的情境。由於之前已經把美國的降息循環週期已經切割出來，因此下表將是根據表 4-2 所列出的美元降息循環週期，從新整在這三段時間被點名、分類的各國名單。

表 4-8：2007 年開始的降息循環⁵⁹

年度	出現在報告內的國家名單
2008	紐西蘭、澳洲、台灣、韓國、新加坡 馬來西亞、日本、印度、中國、海灣阿拉伯國家合作委員會(巴林、科威特、阿曼、卡達、沙烏地阿拉伯和阿拉伯聯合大公國)、英國、瑞士、俄羅斯、挪威、歐元區、委內瑞拉、墨西哥、加拿大、巴西、阿根廷
2009	台灣、韓國、新加坡、馬來西亞、日本、印度、中國、海灣阿拉伯國家合作委員會(巴林、科威特、阿曼、卡達、沙烏地阿拉伯和阿拉伯聯合大公國)、英國、瑞士、俄羅斯、挪威、歐

⁵⁹ 2013 年 5 月，時任聯準會主席的柏南奇（Ben Bernanke）提到「縮減購債」一詞，被認為是聯準會即將緊縮貨幣政策，因此本研究在此用增加底色的方式標註，代表此一時期正式由「降息循環」轉變為「升息循環」的醞釀階段。



	元區 委內瑞拉、墨西哥、加拿大、巴西
2010	中國、印度、日、馬、新、韓國、台灣、歐元區、挪威、俄羅斯、瑞士、英國、沙烏地阿拉伯、巴西、加拿大、墨西哥、委內瑞拉
2011	中國、日本、韓國、台灣、歐元區、瑞士、英國、巴西、加拿大、墨西哥
2012	中國、日本、韓國、歐元區、瑞士、英國、巴西、加拿大、墨西哥
2013	中國、日本、韓國、台灣、歐元區、瑞士、英國、巴西、加拿大、墨西哥
2014	中國、日本、韓國、台灣、歐元區、瑞士、英國、巴西、加拿大、墨西哥

資料來源：本研究整理自各期報告

表 4-9：2019 年開始的降息循環



報告發布	移出觀察名單	滿足兩項標準/觀察名單	滿足三項標準/ 正式名單 ⁶⁰	取樣期間
2019.05		中、日、韓、德、愛、星、義、馬、越		2018.01-2018.12
2020.01		中、日、韓、德、愛、星、義、馬、越、瑞		2018.07-2019.06
2020.12	愛爾蘭	中、日、韓、德、星、義、馬、泰、台、印	瑞士、越南	2019.07-2020.06
2021.04		中、日、韓、德、愛、義、印、馬、星、泰、墨	台灣*、瑞士*、越南*	2020.01-2020.12
2021.12		中、日、韓、德、愛、義、印、馬、星、泰、墨、瑞士	台灣*、越南*	2020.07-2021.06
2022.06	愛爾蘭	中、日、韓、德、義、印、馬、星、泰、台、越、墨	瑞士*	2021.01-2021.12
2022.11	義大利、墨西哥、印度、泰國、越南	中、日、韓、德、馬、星、台	瑞士*	2021.07-2022.06

資料來源：本研究自行整理

不過當我們仔細閱讀每年的兩份報告之後，可以發現到當中有個很重要的結構改變，就是從 2016 年之後，美國財政部正式依據 2015 年的法案，將「匯率操縱國」分為正式名單與觀察名單，因此我們可以根據美國財政部每一期報告中對於取樣國家的分類與名單，觀察美國對小國所進行的「貨幣權力」施展，以及各國的應對策略和反應。

當然，也是因為 2015 年法案的出現，所以造成美國財政部可以更細緻地運用「匯率操縱國」報告進行施壓，所以我們才有可能根據這些報告、名單與各貿易對手國的回應，對於各國的策略進行分類；甚至是更進一步利用上述的「三種

⁶⁰ 本欄名單中若是有*記號，表示雖然滿足三項標準，但尚未認定是「匯率操縱國」正式名單，因此沒有*記號者，就是「匯率操縱國」正式名單。另外，由於中國是在 2019 年 8 月被美國單獨認定是「匯率操縱國」正式名單，此一舉動是在報告發佈外，所以未在上表展現。而在 2020 年 1 月時，中國與美國經過貿易與貨幣談判後，達成第一階段的協議，故在此背景下，美國財政部不再認定中國為「匯率操縱國」(In this context, Treasury has determined that China should no longer be designated as a currency manipulator at this time.)。可參考 US Department of Treasury(2020.01). Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury. P.3



次類型」來替各國進行分類。相關的細微操作，請參考下一節的內容。

至於在 2007 年開始的降息循環，由於沒有像 2015 年法案一般的彈性運用空間，因此我們對於如何觀察與測量各國的反應，比較難以掌握。對此，我們可以利用在前一節所談論到的，測量「轉移權力」的諸多標準，將其運用在貿易對手國身上，測量當美國不斷透過「匯率操縱國」進行施壓之後，各國對於「轉移權力」的反應究竟為何？

參、小結

透過賽局的「決策樹」分析，我們可以知道當面對到美國利用「匯率操縱國」施展「轉移權力」時，各國將不得不對美國的施壓產生回應。而前文找了相當多的證據，證明了對於美國來說，縱然個別國家所做出的回應，符合美國所制定的升級或是降級的標準，但實際上美國仍然會依據自身的需求，而對於個別國家在「匯率操縱國」方面的認定，進行些微的調整。

同時，因為這種狀態下的美國將會以「匯率操縱國」的標準來區分各國，而本文也就透過大國的此一標準，對於小國的回應策略劃分出三種次類型：

其一是順從型，也就是接受美國的施壓，由該國自身負擔「轉移權力」的成本。因此該國將會被不列入觀察名單當中。第二種次類型是「彈性對抗型」，也就是該國並非完全接受美國的施壓，而是間歇性、有策略地搭配順從與對抗，這是源自於此類型的國家尚未完全放棄自己的經濟利益，而不願意完全順從美國。所以美國將會把這類型的國家列入「匯率操縱國」的觀察名單中，代表美國對該國的「非合作」行為有所不滿，但又不願意全面與之對抗。

而最後一種次類型就是「完全對抗型」，相比於「彈性對抗型」，「完全對抗型」的案例較為少見；如果就 2015 年法案的標準來看，實際上是集中在 2019-2020 年；2019 年是美國正式認定中國為「匯率操縱國」、2020 年則是有越南和瑞士上榜。「完全對抗型」之所以較為少見，因為這代表了該貿易對手國為了追求



極大化自身的利益，所以一口氣滿足了美國所制定的三項標準。而美國對於該國的對抗行為，則是明顯區分為兩種態度，若是不想與該國直接衝突，則暫且不認定為「匯率操縱國」，而是改以密切接觸與溝通為主。但倘若美國的態度是不滿的狀態，而且在行動上願意與該國進行反制，因此才會宣布認定其為「匯率操縱國」的正式名單，代表雙方正式展開雙邊的貿易衝突。

第四節、實證：台灣的策略選擇



在本節的分析內容當中，主要是聚焦在三個議題進行實證分析，第一個議題是在於大國採取寬鬆貨幣政策的行為之後，利用增發貨幣供給量的手段來劫掠美元持有者的購買力，此即是之前一直討論的「鑄幣稅」概念，但我們除了就理論層面討論其影響與負面作用之外，更應該透過數據或模型進行估算，究竟這種「劫掠型」貨幣操控，可以取得多少的剝削利益。

第二個主題，則是在本章第一、三節討論了小國面對大國祭出「匯率操縱國」的施壓之後，基於「重複賽局」的理論邏輯，小國應當會在前兩次的賽局中採取「對抗」的應對策略，而在接近或是最終的賽局採取「順服」的策略。因此本節的第二個實證主題，就是要利用小國在匯率價格與進出口貿易方面，驗證對於大國的行為是否存有敏感度。

而在第三個主題，則是關注同樣在「多層賽局」當中的另一個行為者一大國，是否會如同我們在理論探討所推論出的結論，只能不斷地選擇「合作」，而最終是以「背叛」來對於不斷選擇「對抗」的小國進行懲罰；抑或是在大國的眼中，對於小國的懲罰可以存在其他形式的替代方案？

壹、案例分析台灣與其他國家(一)：2008-2014

下表是之前整理的 2007 年開始的降息循環，同一時間美國財政部所發布的「匯率操縱國」報告，誠如之前所提及的，因為「匯率操縱國」的標準在 2015 年有經過改版，因此在 2007 年的降息循環中，對於「匯率操縱國」的認定基本上仍是沿用 1988 年法案的版本。雖然在該此的降息循環中，無法看到美國對於各國在「匯率操縱國」方面的細膩施壓，以及施展「轉移權力」的操作，但是我們可以利用之前所整理關於「轉移權力」的相關觀察指標，用來衡量各國面對美國壓力時，各國所採取的應對策略，是否與之前所討論的重複賽局模型一樣，都



是採取「非合作」策略，不斷地對抗美國的「轉移權力」為主要應對方案？

表 4-10：2008 年開始的降息循環

年度	出現在報告內的國家名單
2008	紐西蘭、澳洲、台灣、韓國、新加坡、馬來西亞、日本、印度、中國、海灣阿拉伯國家合作委員會(巴林、科威特、阿曼、卡達、沙烏地阿拉伯和阿拉伯聯合大公國)、英國、瑞士、俄羅斯、挪威、歐元區、委內瑞拉、墨西哥、加拿大、巴西、阿根廷
2009	台灣、韓國、新加坡、馬來西亞、日本、印度、中國、海灣阿拉伯國家合作委員會(巴林、科威特、阿曼、卡達、沙烏地阿拉伯和阿拉伯聯合大公國)、英國、瑞士、俄羅斯、挪威、歐元區 委內瑞拉、墨西哥、加拿大、巴西
2010	中國、印度、日、馬、新、韓國、台灣、歐元區、挪威、俄羅斯、瑞士、英國、沙烏地阿拉伯、巴西、加拿大、墨西哥、委內瑞拉
2011	中國、日本、韓國、台灣、歐元區、瑞士、英國、巴西、加拿大、墨西哥
2012	中國、日本、韓國、歐元區、瑞士、英國、巴西、加拿大、墨西哥
2013	中國、日本、韓國、台灣、歐元區、瑞士、英國、巴西、加拿大、墨西哥
2014	中國、日本、韓國、台灣、歐元區、瑞士、英國、巴西、加拿大、墨西哥

資料來源：本研究整理自各期報告

根據之前所整理的衡量「轉移權力」的相關指標，我們共有多項指標可以利用，分別是各國對美國的經常帳順差金額、⁶¹各國貨幣對美元的匯率變動幅度、各國的實質有效匯率...等項目。由於我們在此是要以「匯率操縱國」來檢驗美國施展「轉移權力」的效果，因此我們自然是把 2015 年法案中所列的三項標準作為主要的指標。另外，由於本研究主要是檢驗台灣對於美國施行貨幣權力的反

⁶¹ 楊佩瑞整理了 Cohen 的說法，認為對外開放程度較高的國家，容易受到外貿影響的敏感性也偏高，因此越是對外移轉成本。參見，楊佩瑞，2012，《貨幣權力對貨幣國際化策略影響-日圓與人民幣國際化策略比較》，國立台灣大學社會科學院政治學系碩士論文。頁 20-21



應，因此以下的數據取樣除了選用台灣的相關數據之外，同時也會納入具有相似條件的東亞國家—韓國、泰國與馬來西亞，作為台灣的對照組，以此進行對比。

一、匯率干預

由於我們難以取得各國央行進場買匯、干預匯率價格的資料，因此姑且先以各國貨幣的匯價來代替。就理論上而言，如果各國干預匯市是有成效，則個別國家的匯率價格應該是傾向於貶值波動。

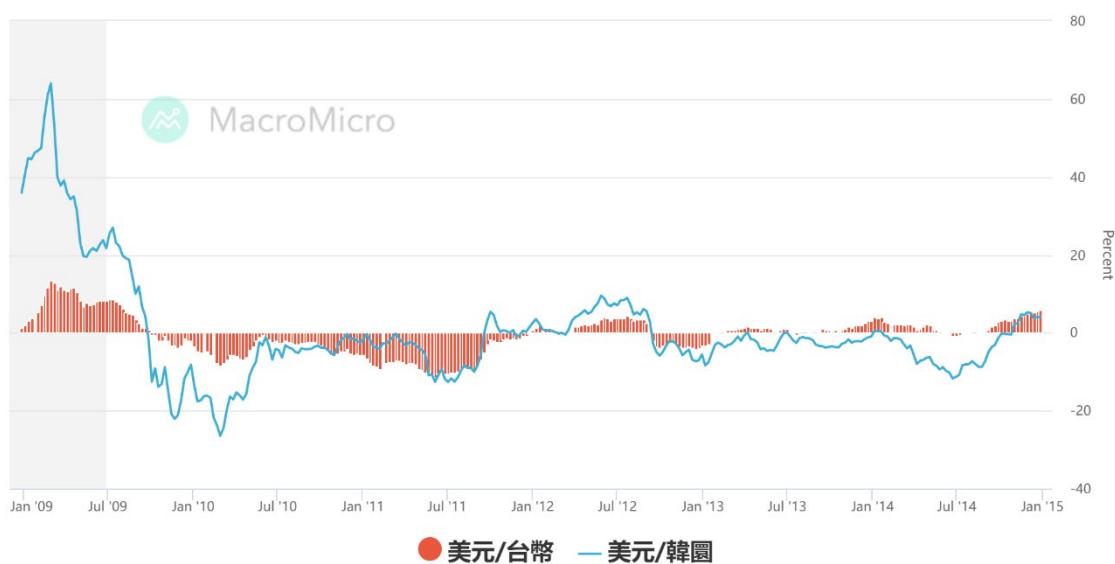


圖 4-23：新台幣與韓圜的匯率價格

資料來源：財經 M 平方，本研究重新繪製

上圖是南韓與台灣的匯率價格年增率，0%以上代表匯率貶值，0%以下代表匯率升值，由於波動的趨勢不太明顯，我們大致上可以看出是 0%以下的時間居多，代表匯率方面應剛是有受到外力的影響，所以才會較長時間都處於升值的狀態。而同樣的邏輯，我們如果把泰國的泰銖、馬來西亞的吉令的匯率走勢圖抓出來，則是也能看到相似的波動現象。



圖 4-24：泰銖與馬幣令吉的匯率價格

資料來源：財經 M 平方，本研究重新繪製

上圖可以看出，泰銖與馬幣吉令的走勢相當類似，2012 年之前都是以匯率升值的趨勢變動區多，而 2012 年之後則是以貶值的方向居多。依據東亞國家對於匯率控制的慣性來看，不論是台灣、韓國、泰國或是馬來西亞，在 2012 年之前都是很明顯地違反慣性，呈現出長期的升值變動。而這個驅使匯率升值的力量究竟是來自於何處？則是有待於進一步的分析。但就「匯率操縱國」報告而言，圖中的每一個年度，都有持續在發布兩次的報告，因此就該報告的變因來說，效果應當都是一致的，不應該出現 2012 年前趨向升值，而 2012 年後就趨向貶值，這樣的轉變並不能佐證「匯率操縱國」報告的影響力是存在的。

二、對美貿易順差

以台灣為例，從 2007 年起的台灣對美國貿易順差，依據每月資料繪製出來的圖形如下圖所示：

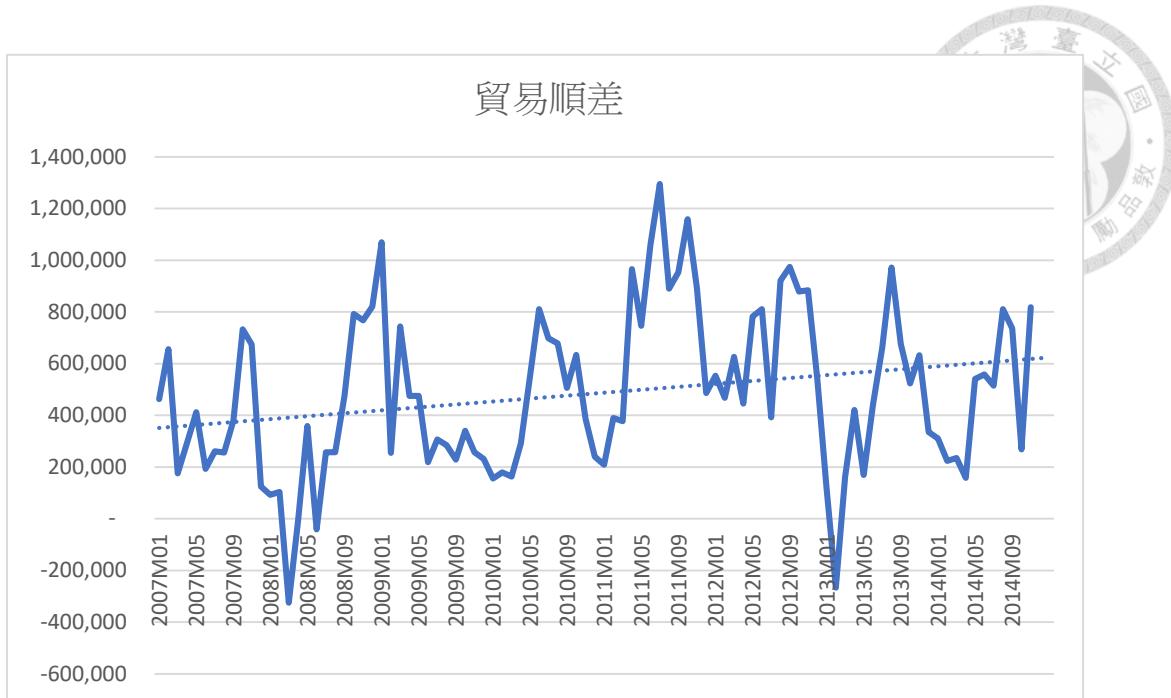


圖 4-25：台灣對美國的貿易順差(月資料)

資料來源：本研究整理自總體統計資料庫(<https://nstatdb.dgbas.gov.tw/>)

從上圖可以清楚看出，基本上台灣對美國的貿易順差大致上穩定在 200,000-1,000,000(千美元)的區間之內，僅只有在 2008 年與 2013 年間出現貿易逆差，顯示出台灣對美國的貿易順差是相當穩定的狀態，美國除了是台灣的重要貿易對手之外，同時也提供了台灣賺取相當多貿易收入的財富來源。從「遞延權力」的角度來看，美國讓台灣得以賺到這麼多的貿易順差，自然是代表了美國對於台灣持續施行著「遞延權力」。但是在弱勢美元的降息期間，我們應當關注的重點是在於「轉移權力」而非「遞延權力」，從上圖可以發現到，實際上在這段期間(2007-2014 年)，台灣對美國的貿易順差實際上並沒有下滑；倘若我們畫一條迴歸線來觀察這些數據，這個發展方向正是往右上角延伸的趨勢，代表台灣對美國的貿易順差是呈現逐漸遞增的狀態。

當然，由此可以推斷出，既然台灣對美國的貿易順差發展是朝著遞增方向，那也就意味著美國在此時所提出的「匯率操縱國」報告，實際上並沒有發揮其效果，也就是並沒有辦法幫助美國施行「轉移權力」，讓台灣承擔平衡貿易的成本，也同時對於平衡雙邊貿易失衡不存在實質的貢獻。



在審視過台灣的數據之後，我們利用同樣的方式來檢視韓國、泰國、馬來西亞的對美貿易餘額的數據。

表 4-11：韓國、泰國與馬來西亞的對美貿易順差

單位：千美元

年度	韓國	泰國	馬來西亞
2007	14,616,528	15,348,079	22,021,367
2008	15,016,807	15,542,148	18,608,191
2009	11,904,124	12,943,664	13,486,945
2010	11,787,243	14,647,948	12,545,382
2011	15,144,360	14,821,504	12,226,859
2012	18,715,164	16,104,426	13,838,441
2013	22,925,210	15,273,651	14,991,225
2014	27,274,645	16,216,850	18,045,329

資料來源：本研究整理自 <https://www.trademap.org/>

由上表可以清楚看出，在我們所選定的期間內，韓國、泰國與馬來西亞對美國的順差都是呈現出「先降後升」的狀態，這也足以代表了美國在此階段所提出的「匯率操縱國」報告，實際上並沒有發揮平衡貿易的效果，也就是並沒有辦法幫助美國施行「轉移權力」，讓各國承擔轉移成本，所以對於平衡雙邊貿易失衡不存在實質的貢獻。

(三) 經常帳戶盈餘至少有 2%GDP

表 4-12：台韓泰馬星五國的年度經常帳盈餘比重

	台灣	韓國	泰國	馬來西亞	新加坡
2007	5.99%	0.89	5.9	14.7	27.1
2008	7.88%	0.17	0.3	16.3	15.1
2009	5.96%	3.51	7.9	14.8	16.4
2010	10.40%	2.44	3.4	9.9	22.9
2011	8.27%	1.33	2.5	10.7	22.2

2012	7.83%	3.82	-1.2	5.1	17.6
2013	8.66%	5.64	-2.1	3.4	15.7
2014	9.73%	5.59	2.9	4.3	18

資料來源：本研究自行整理、財經 M 平方

由上表可以看出，台灣每年的經常帳盈餘都超過 5%，甚至是我們所取樣的東南亞國家中，超過 2%也幾乎是常態；上表的數據中，除了泰國本身的變動幅度比較大之外，韓國、馬來西亞與新加坡都是呈現穩定的狀態，經常帳盈餘/GDP 的比重不只是在 2%之上，甚至是出現兩位數的比重數值也稱得上是常態。

由此可知，其實對於東亞國家而言，該項「經常帳盈餘/GDP」的標準過於嚴苛，既便是在全球景氣不加的 2007-2014 年間，東亞國家都普遍超過該項標準門檻的 2%，甚至是超過其 2 倍或 5 倍以上，因此我們若適用該標準回頭看 2007-2014 這段時間，東亞小國應當都是滿足該項標準。而且從 2007-2014 年間，各小國的該項數值都是偏大的狀態，並沒有明顯的收斂或是縮小(實際上觀察只有泰國與馬來西亞的數值有明顯地縮小)，這也就反映了除了泰國與馬來西亞之外的其他小國，對於貿易順差的依賴程度是相當巨大的，所以對於小國而言，並不會輕易放手讓該數值降低，因為降低就是意謂著貿易順差所佔的比重下降，那麼小國政府自然就需要找尋其他的經濟成長動能來替代貿易順差，但是此一期間又正值全球經濟疲弱的時期，因此東亞國家自然是不可能放手讓貿易順差的比重下降。

但相對來說，既然該時期各國的數值幾乎都維持在 2%之上，這也就意味著這段時間美國透過「匯率操縱國」報告近乎無效，施壓的成果並沒有讓各國的貿易順差比重下降，比較有明顯的效果僅只有發生在泰國與馬來西亞而已，至於其他的貿易對手國之數值都近乎維持不動，這自然就是代表了美國所欲施行的「轉移權力」並沒有讓貿易對手們順從，換言之，各國是因為選擇了「非合作」美國的「轉移權力」，所以才能長時間保持貿易順差的比重維持穩定。

因此，綜觀上述所整理的各種衡量「轉移權力」的指標數據，我們可以發現到實際上這些數據並沒有辦法支持「美國確實有順利施展『轉移權力』，並且讓



各國順從美國」的命題，從各項指標來看，在 2007-2014 年間，東亞各國不論是在貿易順差或是匯率方面，多數國家的變動基本上都不大，這也就代表了美國在這段時間透過「匯率操縱國」所施壓的效果，並沒有獲得各國的順從；也造成了美國想透過「轉移權力」來達成的平衡貿易失衡效果，實際上也沒有達成。

當然，從權力的角度來看，雖然美國有想要施展權力的意圖，但在現實面上，美國並沒有真正地發揮「匯率操縱國」的懲罰效果。因為在 2000 年之後，一直到 2019 年之前，美國就不曾把任何國家認定為「匯率操縱國」。換言之，從 2007 到 2014 年的「匯率操縱國」報告，東亞各國都是採取「對抗」的方式來應對美國的「轉移權力」。若是我們改以賽局模型的角度來解讀，美國的作法其實就是由始至終都是採取了「合作」的策略，在與各國的重複賽局中，美國都是用「合作」策略來應對各國，目標是預期各國能夠也以「合作」策略回應，願意採取「合作」來順從美國的「轉移權力」。但我們可以從賽局的「決策樹」模型中可以得知，如果美國從頭到尾都是採取「合作」策略，那麼對於貿易對手而言，最佳策略的選擇自然就不會是「合作」一途，而是「非合作」策略。

再加上此一時期，美國並沒有適時地選擇「背叛」策略，來回應各國的「非合作」策略。這也就代表了美國在「匯率操縱國」上的威嚇力不足，各國並不相信美國會選擇「背叛」策略。另一方面，各國也沒有認知到這是「膽小鬼賽局」(The Game of Chicken)，而是僅認知到這是個一般的「囚犯困境」賽局，所以在囚犯困境中，選擇「非合作」是最優策略；又或者，小國其實是有認知到這是個「膽小鬼賽局」，但是在小國已經認定了美國必然採取「合作」的策略，所以小國採取「背叛」策略就會是最優策略。因此，不論個別國家的認知是處於哪一種的狀態，其實都是在美國的威嚇力不足、可信度不足的情況下，使得各國選擇了「非合作」策略，所以各國才會在 2007-2014 年的降息循環中，不斷地向美國的「轉移權力」採取「非合作」立場。

最明顯的對比，就是在 2000 年之前，美國接連對於韓國、台灣和中國所採取的「匯率操縱國」施壓(財聯社，2018)，韓國從 1988 年 10 月到 1989 年 10



月，連續三次被美國認定是「匯率操縱國」；而台灣則是在 1988 年 10 月、1989 年 4 月，還有 1992 年的 5 月和 12 月，共四次被列為「匯率操縱國」。至於中國則是從 1992 年到 1994 年共五次被認定是「匯率操縱國」。而觀察這三國被列入「匯率操縱國」之後的經常帳數據、匯率價格數據，還有被移除之前的相關數據，可以明顯看出，都是採取了「合作」的策略，短期間內就迅速降低了對美國的貿易順差，這也就是美國「轉移權力」得以順利施展的重要證據。

因此我們可以清楚地看到，在 2000 年之前的匯率操縱國報告，美國施壓貿易對手國是有效的，因為有個別國家曾被列為「匯率操縱國」，所以各國會認知到在這個「膽小鬼賽局」中，美國是真的會採取「背叛」策略，也就是貿易對手國一旦被列入「匯率操縱國」，其實就意味著雙方對撞。為了避免這一狀況發生，所以各國願意順從美國的轉移權力，負擔平衡貿易失衡的轉移成本；美國也就因此順利地施展了「轉移權力」，而且不用負擔主要的成本。

但是當時序來到了 2007-2014 年，很明顯地貿易對手國與美國在「匯率操縱國」的賽局中，各國就如我們之前的理論分析，持續不斷地採取「背叛」策略，而美國卻沒有像 2000 年之前的案例一般，認定貿易對手為「匯率操縱國」，所以各國認知到美國是個膽小鬼，在雙方的賽局中只願意採取「合作」策略，也因此各國選擇了對自己最有利的「非合作」策略，持續對於美國的「轉移權力」進行對抗。最終，美國在 2007-2014 年的降息循環中，其「劫掠型貨幣操控」發揮最多的權力的項目，是透過「鑄幣稅」所發揮的「劫掠權力」，而在「匯率操縱國」方面所發揮的「轉移權力」，實際上可說是毫無效果。

但是在 2015 年法案通過之後，美國財政部獲得新的「匯率操縱國」標準，可以用來認定不同嚴重性的匯率操縱現象與貿易失衡現象，而這樣的改變是否對於貿易對手國的應對決策產生改變？以下就針對 2015 年之後的降息循環週期，進行細部的討論與分析。

貳、案例分析台灣與其他國家(二)：2019-2022



表 4-13：2019.2022 匯率操縱國報告之相關名單⁶²

報告發布	移出觀察名單	滿足兩項標準/觀察名單	滿足三項標準/正式名單 ⁶³	取樣期間
2019.05		中、日、韓、德、愛、星、義、馬、越		2018.01-2018.12
2020.01		中、日、韓、德、愛、星、義、馬、越、瑞		2018.07-2019.06
2020.12	愛爾蘭	中、日、韓、德、星、義、馬、泰、台、印	瑞士、越南	2019.07-2020.06
2021.04		中、日、韓、德、愛、義、印、馬、星、泰、墨	台灣*、瑞士*、越南*	2020.01-2020.12
2021.12		中、日、韓、德、愛、義、印、馬、星、泰、墨、瑞士	台灣*、越南*	2020.07-2021.06
2022.06	愛爾蘭	中、日、韓、德、義、印、馬、星、泰、台、越、墨	瑞士*	2021.01-2021.12
2022.11	義大利、墨西哥、印度、泰國、越南	中、日、韓、德、馬、星、台	瑞士*	2021.07-2022.06

資料來源：本研究自行整理自各期報告

如果我們就貿易對手國的立場來看，誠如之前所進行的理論層面討論，也就是當各國還沒有進入「匯率操縱國」的最後一輪賽局之前，都應該選擇「非合作」策略，也就是對抗美國的「轉移權力」才是最有利可圖的，因為在最後一輪的「膽小鬼賽局」之前，美國與各國之間的權力不等對情況，其實就是「囚犯賽局」，所以從理論層面來看，各國的 Nash 均衡就是選擇「非合作」策略來應對美

⁶² 本表格有底色的部分，代表了在這些時期，美國聯準會的貨幣政策已經發生轉向的跡象，從原本的寬鬆貨幣政策，轉為中性或是緊縮的方向。例如最早是在 2021 年 6 月，聯準會公布要結束「次級市場企業信用機制」(The Secondary Market Corporate Credit Facility, SMCCF)，也就是要逐步出售過去在新冠疫情期間，所購入的公司債與 ETF。此一作法就是認為市場不再需要聯準會來支持流動性，所以要把公司債和 ETF 出售，收回市場資金，這確實是一種朝向緊縮方向的調整。

⁶³ 本欄名單中若是有*記號，表示雖然滿足三項標準，但尚未認定是「匯率操縱國」正式名單，因此沒有*記號者，就是「匯率操縱國」正式名單。另外，由於中國是在 2019 年 8 月被美國單獨認定是「匯率操縱國」正式名單，此一舉動是在報告發布外，所以未在上表展現。而在 2020 年 1 月時，中國與美國經過貿易與貨幣談判後，達成第一階段的協議，故在此背景下，美國財政部不再認定中國為「匯率操縱國」(In this context, Treasury has determined that China should no longer be designated as a currency manipulator at this time.)。



國。同樣的，美國的最優選擇也是「背叛」貿易對手國，持續升級各國在「匯率操縱國」報告當中的等級。

但是，我們從上表整理的名單中可以發現到，如果從理論上來看，當個別國家已經進入「匯率操縱國」觀察名單之後，理論上該國應該改採取「合作」策略，也就是不再對抗美國的「轉移權力」，但是從實際案例中來看，我們可以發現到各國主要存在兩個對抗美國的可能性。

- 雖然策略上選擇「對抗」，但是個別國家在行動上是屬於「低強度」的「非合作」，也就是只需要堅持不滿足「匯率操縱國」的三項標準，便能夠持續賺取對美國的貿易順差，而且不會被列入正式名單中。
- 個別國家選擇了「高強度」的「非合作」策略，也就是除了對抗美國的「轉移權力」之外，更盡可能地擴大自己的經濟利益。但縱然是滿足了三項標準，不過美國也不至於會馬上將該國列為「匯率操縱國」正式名單。

就上述第一種的可能性來看，我們可以發現到多數的國家，都是選擇這個策略，也就是低強度的「非合作」策略。各國既不願意直接順從美國，負擔平衡貿易的轉移成本，也不想得罪美國，因此最安全的路線選擇就是維持現況，僅滿足三項標準中的一項或兩項。既可以不用「順從」美國，犧牲自己的經濟利益，但也不會被美國認定是「匯率操縱國」正式名單。

至於上述的第二種可能性，在 2021 年 4 月的報告中，我們就能清楚地發現美國並未把越南、瑞士與台灣都列入正式名單中，縱然依據報告當中的數據顯示，這三個國家實際上都已經滿足了美國財政部所設定的三項標準，理應列入正式名單。不過根據美國財政部在報告中的理由是「沒有足夠的證據」(Treasury has determined that there is insufficient evidence to make a finding that Vietnam, Switzerland, or Taiwan manipulates their respective exchange rates for either of the purposes referenced in the 1988 Act)。但我們認為，這實際上就是美國在與瑞士、越南和台灣接觸之後，所取得的共同默契，也就是雖然這三個國家都是採取了高強度的「非合作」策略(所以才會滿足三項標準)，但是美國在與其接觸和溝通之



後，認定這三國有改善外貿、順從大國的意圖，因此美國也願意在該次的賽局中，採取「合作」策略來回應這三國。

另外，我們也可以從台灣央行的新聞稿中，看出美國是如何施壓貿易對手？首先是從美國財政部的報告中，我們可以看到當個別國家的數據已經超越了美國所設定的三項標準門檻之後，美國的反應是先在該份報告之中針對該小國的總體經濟與匯率政策進行「加強分析」，所以在每次「匯率操縱國」的報告中，都匯特別針對滿足三項標準的國家所進行的「根據 2015 年法案所進行的加強分析」(Enhanced Analysis Under the 2015 Act)。⁶⁴

另外依據台灣央行在 2022 年 11 月 11 日所發布的新聞稿(台灣中央銀行新聞稿，2022)，當中的第二點提及「台灣僅觸及對美貿易順差及經常帳順差等兩項美方檢視標準，故被列入一般觀察名單(Monitoring List)，未來無須與美方特別進行密切磋商(Enhanced Engagement)」由此可知在過去幾次報告中，雖然台灣都超觸及了三項美國所設定的標準，但是美國並未直接將台灣列為「匯率操縱國」正式名單，而是改以「密切磋商」來取代直接升級雙邊的貿易衝突。

另外，在 2022 年 6 月的報告中，美國財政部提及台灣與越南的部分，⁶⁵也明確點出「台灣與越南不再滿足進行『加強分析』的三項標準」，由此可知，以美國當前的作法，現階段對於滿足三項標準門檻的小國，主要是先以在報告中「加強分析」為主，並且同時與該國加強雙邊接觸。而「加強分析」該項工具，也可以被視為是美國所運用的一項彈性手段，因為在同一份報告(2022/06)中，⁶⁶明確提及「儘管越南和台灣不再滿足『加強分析』的所有三個標準，財政部將繼續對這些經濟體的總體經濟和匯率政策進行深入分析，直到他們至少連續兩次不滿足 2015 年法案規定的所有三個標準」(Though Vietnam and Taiwan no longer

⁶⁴ 美國財政部確切的應對方式，可參見：US Department of Treasury(2021.04).Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury. P. 40

⁶⁵ 確切用詞與應對，可參見：US Department of Treasury(2022.06).Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury. P. 6

⁶⁶ 同上註



meet all three criteria for enhanced analysis, Treasury will continue to conduct an in-depth analysis of these economies' macroeconomic and exchange rate policies until they do not meet all three criteria under the 2015 Act for at least two consecutive Reports.)。

相似的文字段落，也同樣出現在 2021 年 12 月的報告中。⁶⁷在討論瑞士的相關文字裡頭提到：「儘管瑞士不再滿足加強分析的所有三個標準，但財政部將繼續對瑞士進行深入分析，直到它至少連續兩次報告不滿足 2015 年法案規定的所有三個標準」。因此在這三個國家的降級案例中，我們可以看到當從滿足三個標準，降級到只滿足兩個門檻之後，實際上美國依然是採取著比較高壓的態度來對待貿易對手，並沒有因為該國改採取「合作」之後，美國的態度就立刻轉好。

本文認為，這極有可能是因為當個別國家滿足三項標準之後，雖然美國是以較為友善的態度來進行「加強分析」(Enhanced Analysis)與「密切磋商」(Enhanced Engagement)，但實際上美國與該國之間應該是早已經展開了更進一步的雙邊接觸與談判。⁶⁸例如瑞士與美國在 2021 年初就展開雙邊接觸，而美國與越南也是在 2021 年初展開接觸和討論，並於 2021 年 7 月達成協議，發布聯合聲明。至於美國與台灣，也是在 2021 年 5 月就展開接觸和談判，以解決新台幣的匯率低估問題。換言之，縱然美國是將台灣降級到了觀察名單的層級，但是持續的施壓仍然存在，其目的就是想要迫使台灣同意達成雙方的共識，藉此順利施展「轉移權力」。

而當中可以特別注意的一點是，越南國家銀行(即越南央行，SBV)在 2021 年 7 月美國財政部達成共識之後，發表聯合聲明確認雙方的共識，⁶⁹越南央行承諾自己有義務避免操縱匯率，避免越南盾出現競爭性的貶值。所以美國財政部在

⁶⁷ 可參見：US Department of Treasury(2021.12). Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury. P.7

⁶⁸ 同上註。

⁶⁹ 關於越南央行與美國財政部所達成的協議，可參見：
US Department of Treasury(2021.07). Joint Statement from the U.S. Department of the Treasury and the State Bank of Vietnam. Washington, DC: US Department of Treasury.
<https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy0280>



2022 年 6 月的報告中，先將越南降級成為觀察名單之中，但是仍然受到「加強分析」的特殊對待(如前一段所點出的內容)，仍可以視之為是持續性的施壓。但是到了 2022 年 12 月的報告中，越南就降級移出了觀察名單之外，並未符合美國財政部所設定的「一旦進入觀察名單，一個經濟體將至少連續兩次發布報告，以確保相對於標準門檻的改善是持久的，而不是由於臨時因素」(An economy meeting two of the three criteria in the 2015 Act is placed on the Monitoring List. Once on the Monitoring List, an economy will remain there for at least two consecutive Reports to help ensure that any improvement in performance versus the criteria is durable and is not due to temporary factors.)。⁷⁰因為越南降級成為觀察名單之後，僅出現過一次之後，再下一次的報告中就直接被移出觀察名單中。

由此可以推斷出，「匯率操縱國」報告確實可以提供美國財政部作為施壓的工具，而當美國透過加強分析、接觸與談判之後，獲得自己想要的條件和目標，也就不再有持續對該國施壓的必要性，因此可以提早將該國從觀察名單中降級除名，這實際上也是相當具有彈性的應對策略。當美國成功施展了「轉移權力」之後，個別國家也願意接受而釋出善意，美國也應當釋出同等的善意，因此從 2022 年 12 月的報告中，我們可以斷定是因為美國拿到了自己想要的目標，成功施行「轉移權力」，確認該國(越南)是採取「順從」策略，因此美國也就同步採取「合作」策略，將越南提早移出觀察名單。

而當我們將焦點轉回到各國應對大國的策略選擇上時，我們可以看到瑞士應對美國的過程，最為符合之前所設定理論樣板，也就是在之前命題當中所說的「貿易對手國會持續地選擇『非合作』策略來對抗美國的『轉移權力』」。雖然在 2019 年開始本輪降息循環中，有滿足三項標準的經濟體有四個，但是觀察滿足三個門檻之後的情況，中國與越南都是立即與美國進行接觸和談判，並且在短時

⁷⁰ 確切說明可參考：US Department of Treasury(2022.11).Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury. P.4-5



間之內就完成了雙邊談判，⁷¹並且順利完成了降級。

而台灣則是同樣在滿足三項標準之後(2021年4月的報告中)，隨即與美國展開接觸與溝通，⁷²但是在降級回到觀察名單之後，台灣就一直很穩定地在觀察名單之中，並未再有其他變動。這表示了台灣先是採取了第二類型的合作策略，而後才轉變成第一類型的合作策略。

但是在瑞士的案例上，則是降級到觀察名單之後，再度升級，於2022年4月又再次滿足了三項標準。從瑞士的移動路徑來看，可以很明顯地辨別出瑞士所採取的策略是第二種類型的合作策略。也就是在賽局模型中不斷地選擇「非合作」策略，對抗美國施展「轉移權力」；也就是一旦瑞士面對到選擇策略的機會時，就會選擇「非合作策略」，這也完全符合本研究之前在理論探討時所認為的小國最佳策略選擇。

不過就客觀來說，瑞士之所以能夠不斷選擇「非合作」策略，其中一項關鍵就在於從2021年之後，美國沒有提升瑞士的等級，並沒有直接宣布其為「匯率操縱國」的正式名單。本研究認為，這當中很重要的關鍵是因為當美國進入了升息循環之後，「匯率操縱國」的施壓就已經不再是重要的政策工具，也就是當美國不再需要施展「轉移權力」之後，自然也就不需要透過「匯率操縱國」來對各國進行施壓。雖然該份報告仍然持續每隔半年發布一次，但很明顯地，美國對於「平衡貿易」的需求已經降低，大國眼下的重點是在於「打擊通貨膨脹」而非「平衡貿易」，所以對於貿易對手來說，既然美國的貨幣操控與貨幣權力已經轉變，那麼就美國就不可能在現階段提出「匯率操縱國」正式名單，此舉等於是打自己的臉。所以各國此時當然有著充足的自信和底氣，持續擴大對美國的貿易順差；縱然是進行了干預匯率的動作，也是能夠獲得美國的諒解或是忽視。

但另外一種可能性，則可能是由於瑞士法郎在整個國際貨幣體系之中，是屬

⁷¹ 越南是從2021年初就展開雙邊接觸，並且在2021年7月就達成共識且發布聯合聲明。

⁷² 依據美國財政部的說法，是在2021年5月展開。



於比較高階層、貼近美元核心的貨幣集團之一，這是由於在美元指數的構成樣本中，瑞士法郎排名第六，所佔比重為 3.6%。由此觀之，瑞士法郎不但是當前國際貨幣體系中的重要成員，同時也是對於美元具有相當影響力的國際貨幣，考量瑞士法郎所具備的這種獨特性，我們有足夠的理由認定瑞士的地位與影響力是遠大於一般的東亞國家，也正是因為這一層的獨特性，才得以讓美國不至於貿然地向瑞士出手，將其升級為「匯率操縱國」的正式名單。

至於另一個可以討論的面向，則是在 2022 年的兩份報告中，有多個國家都被移出的觀察名單中，除了越南是我們前述所討論的，滿足了美國所施壓的相關條件之後，所以才提早被移出觀察名單。而其他像是愛爾蘭、義大利、墨西哥、印度和泰國，基本上都是因為滿足財政部所設定的條件「連續兩份報告僅滿足三項標準中的一項」(having met only one out of three criteria for two consecutive Reports)。但是同樣滿足相同的條件，卻遲遲沒有被移出觀察名單的中國，其原因就是如我們之前所討論的，因為美國財政部對其有特殊的認定標準，因此即便是滿足了「排除在名單之外」的條件，卻依然被放在「觀察名單」中。



第五節、結論

本章的研究範疇，主要是針對美國在景氣衰退時期，所施行的「劫掠型貨幣操控」進行討論。「劫掠型貨幣操控」的作法，主要可以讓大國發揮兩種「貨幣權力」，並且依此向貿易對手國所擁有的國家財富進行掠奪。

第一種的貨幣權力是「劫掠權力」，也就是美元的發行者—聯準會，直接以提高(美元)貨幣供給量的形式，向原本擁有美元貨幣的持有者課徵「鑄幣稅」。包含降息、量化寬鬆、負利率等寬鬆貨幣政策，本質上都是在增加貨幣供給量，因此對於貿易對手來說，這些都是屬於直接剝削的行為。而且因為「鑄幣稅」的特性，使得原貨幣持有者無法拒絕，只能被迫接受自己所持有的貨幣購買力被轉移，因此被本文定義為「剝削權力」。

至於第二種的貨幣權力則是「轉移權力」，也就是當美國基於修補自己經濟成長動能的需求，因此會透過行政手段進行施壓，逼迫貿易對手國承擔平衡雙邊貿易失衡的成本(也就是本文所定義的『轉移成本』)。而美國所進行施壓的工具，就是美國財政部每年都會出版兩份的「匯率操縱國」報告。簡言之，當貿易對手因為承受美國「匯率操縱國」報告的壓力，而選擇「合作」，就是該國願意承擔「轉移成本」，用自己的國家財富，以增加進口、減少出口的方式來平衡雙邊貿易失衡；反之，當該國不願意順從美國的「轉移權力」而選擇「非合作」策略，就是該國繼續原有的雙邊貿易狀態，持續賺取貿易順差做為國家財富的增長，而美國則是繼續承受貿易逆差的結果。

本研究透過賽局「決策樹」模型的推估，以及過往的「匯率操縱國」報告內容，可以清楚地發現到兩點。第一點是「匯率操縱國」報告其實就是個「重複賽局」，而非單一的賽局；因此也可以推論出第二點，即貿易對手國最有利的做法就是優先選擇「非合作」，也就是使用「對抗」策略來回應美國的「轉移權力」。所以在 2000-2015 年間，各國實際上就是發現到美國並不重視該報告，同時也沒



有意圖把任一國家列為「匯率操縱國」，所以各國不斷地採取了「非合作」策略。這樣的結果，從該時期各國對於美國的貿易順差金額不但沒有縮減，反而持續擴張的過程，就可以得到應證。

但是在 2015 年法案修訂之後，不但代表了美國重新重視「匯率操縱國」報告，並且在 2019 年 8 月的降息循環初期，就以最直接的方式升級美國與中國之間的貿易衝突，認定中國為匯率操縱國。此一作法等於是向外宣告，美國並不想當「膽小鬼賽局」當中的膽小鬼，美國是有能力承擔雙邊對撞的風險與後果。

此後，我們可以看到雖然仍有若干國家繼續採取了「非合作」策略來回應美國的「轉移權力」，但是在最終的賽局中(也就是當滿足三項標準之後)，對於美國所提出的「強化溝通」要求，基本上貿易對手國都會同意，而且會在短時間之後進行退讓，改採「合作」策略來回應美國。

由此可知，個別國家應對美國的「轉移權力」就如同本研究所推估，在最終的「膽小鬼賽局」中，各國必然會自願成為賽局中的膽小國，對於美國的最後通牒採取「合作」的策略；但是相對來說，由於各國可以明確知道何時是最終的「膽小鬼賽局」，所以在此之前的「重複賽局」中，各國都有足夠的誘因採取對自己最有利的「非合作」策略來回應美國。





第五章：強勢美元下的策略選擇

在前一章節主要討論的背景設定是聯準會的降息循環，以及弱勢美元所施展的「劫掠型」貨幣操控，以及美國利用「匯率操縱國」作為的施壓工具。而接下來在本章節，將會把討論的重點轉移到「升息循環」與「強勢美元」的情境，也就是美國聯準會從降息循環週期的末期，美元將逐步擺脫「弱勢美元」的狀態，並且得力於後續升息循環的政策加持，使得美元的相對價格變得逐漸高漲；尤其是在升息循環正式開始之後，美元相對於其他貨幣的價格轉為強勢，讓美元表現出「強勢美元」的狀態，甚至進一步造成「美元荒」的現象。

因此本章設定在升息循環與強勢美元的背景下，進一步討論台灣在面對此一情境時，所做出的策略分析與應對選擇。第一節討論在美元升息循環時期，會出現的兩種外溢效果—美元回流與通貨膨脹，第二節則是討論台灣與東亞國家因應對「美元回流」的決策，第三節則是討論台灣因應「通貨膨脹」，以及如何透過「通貨膨脹」讓台灣從「一般順從型」轉變為「利益加大型」。第四節則是本章的結論。

第一節、美元升息循環與美元荒

在前一章節討論弱勢美元與美國利用「匯率操縱國」作為的施壓工具，接下來在本章節中，將會把討論的重點轉移到「強勢美元」與「美元荒」的情境，也就是在美國聯準會的升息循環週期中，美元將會擺脫「弱勢美元」的狀態，得力於升息循環的政策加持，使得美元的相對價格變得逐漸高漲；尤其是在升息循環正式開始之後，美元相對於其他貨幣的價格轉為強勢，讓美元表現出「強勢美元」的狀態，甚至進一步造成「美元荒」的現象。

壹、美元的升息循環週期

根據之前本文所整理的美元升息循環時間表，從2000年之後美元歷經了三次的完整的升息循環，整理如下(洪煜賢，2023)：

表5-1：美國聯準會的升息循環

輪別	首次升息	最後一次升息	首次降息	升息幅度
一	1999.06.30	2000.05.31	2001.01.03	4.75%→6.5%(1.75)
二	2004.06.30	2006.06.29	2007.09.18	1.0%→5.25%(4.25%)
三	2015.12.17	2018.12.20	2019.08.01	0.25%→2.5%(2.25%)
四	2022.03.17	N/A	N/A	0.25%→5.5%(5.25%) ⁷³

資料來源：本研究自行整理

由於考慮到相關數據資料的取得，以及過久之前的資料是否具有代表性的疑問，所以本研究主要就以2000年之後的升息循環為取樣的區間。而上表中所列出的完成升息循環，是從第二輪到第四輪，第一輪的升息起始點橫跨到了1999年，所以該次的升息循環就不被包含在本研究的取樣中。

⁷³ 截至本研究撰寫時(2023年6月)的相關資訊，今年聯準會仍有可能升息兩碼(0.5%)，將會推升基準利率到達5.75%的程度。參見，尹俊傑，2023，〈聯準會利率連10升後觀望暗示下半年升息2碼〉，中央社網站，<https://www.cna.com.tw/news/aopl/202306150012.aspx>



貳、美元荒

由於聯準會的升息政策影響，聯準會利用貨幣政策工具從金融市場上回收美元，例如聯準會賣出手中所持有的美國國債，聯準會賣出國債，成交之後就等同於是市場上的交易對手拿現金來買國債，因此聯準會收到了現金，而交易對手拿到了美國國債；這樣的買賣國債效果就等於是聯準會從市場上回收了美元。而近幾年聯準會經常提到的「縮表」，在概念上也極為相似，運作過程約略是聯準會所持有的公債到期之後，就不再繼續購買公債；因此公債到期，公債的面額加計利息之後的資金，就會被聯準會收回，不會在金融市場或是實體經濟市場中流通，所以市場上流通的美元數量便會減少。因此在聯準會的升息過程中，由於市場上的美元數量持續減少，使得市場上的美元不再像過往一般容易取得，或是得付出較高的利息才能借得，因此才會出現所謂的「美元荒」現象。⁷⁴

另一個層面的影響，就是聯準會提高了聯邦基準利率之後，使得在美國國內與海外流通的美元變得不再便宜。例如在2022年初(如下圖所示)，美國當時的基準利率約在0.25%左右，但是到了該年12月，基準利率被聯準會提高至4.5%。因此在2022年初，跨國資本可以用0.25%的利息成本借入美元，再匯到海外較為高利息的國家進行套利。但是當美國基準利率快速升高之後，借入美元的利息成本也跟著變貴(從原本的年息0.25%提高至年息4.5%)，所以跨國套利不再有機可圖，因此有大量的國際資本會因為美元的借貸利率變高，而逐漸回流美國。

⁷⁴ 關於聯準會升息所造成的全球融資市場緊縮的現象，對於新興市場的經濟體將會產生另一層面的衝擊與影響，詳細內容可參考 Pierre De Leo, Gita Gopinath, and Şebnem Kalemli-Özcan. (2023) "Monetary Policy Cyclicalities in Emerging Economies", NBER Working Paper No. w30458

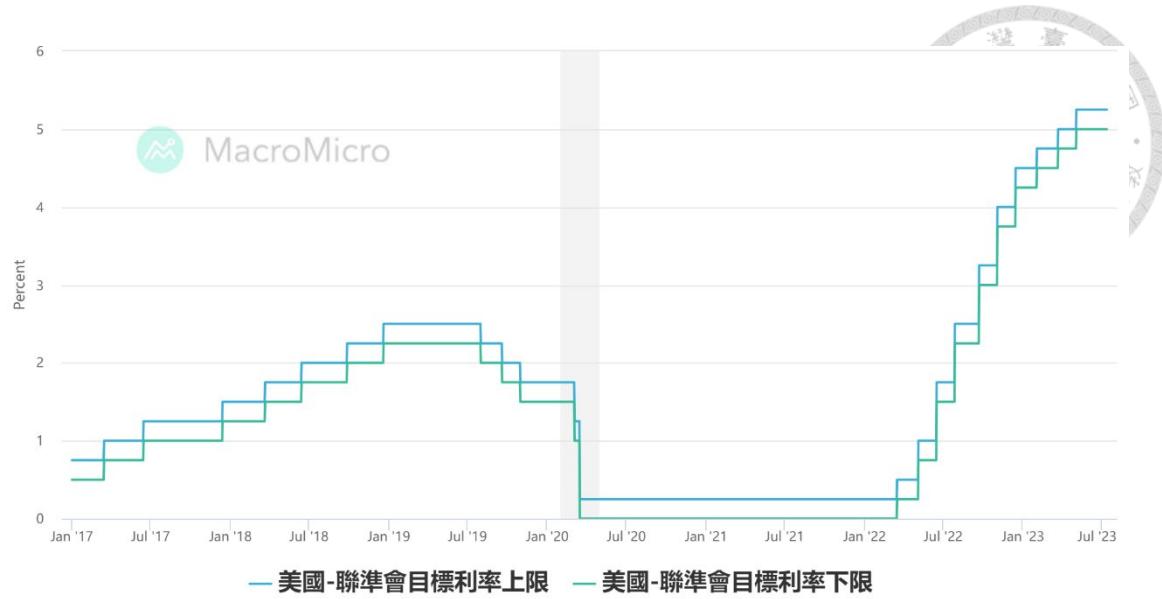


圖5-1：聯準會基準利率(上下限)

資料來源：財經M平方，本研究重新繪製

總的來看，當國際市場上的美元持續流入美國，而美國國內金融市場的美元數量也被聯準會回收之後，這使得不論是國際金融市場或是美國國內市場，都同步面臨到美元數量逐步減少的困境。當然，利用美元的「升息循環週期」的時間軸，的確可以確認「強勢美元」所歷經的時間段落，但是如果要進一步討論「美元荒」是否會出現，則是屬於另一個層面的問題，首先我們先來定義「何謂美元荒」？

「美元荒」的內涵意義，應當是指金融市場在短期之內的美元需求與供給，兩者的數量無法相配合，所以當需求方無法用往常的借款利率(或是官方所設定的基準利率)借到足夠的美元數量時，自然就需要用比基準利率高更多的利率來借入美元。也因此，「美元荒」所體現出來的美元短缺現象，更精確來說應當是屬於「美元的融資短缺」現象，也就是「借入美元發生困難」的狀態。

而轉換一個角度，從金融市場上的真實數據來觀察，金融市場上多是以LIBOR的利率減去OIS的利率做為判定的標準(周浩，2020)，⁷⁵OIS的全名為

⁷⁵ 周浩，2020，〈「美元荒」挑戰美元霸權〉，金融時報，<https://big5.ftchinese.com/story/001086906?archive>，該文的全文內容可參考<http://hanshan.info/forum.php?mod=viewthread&tid=36189>



overnight indexed swap,⁷⁶原本金融市場是以3個月期的LIBOR作為離岸市場的美元基準利率，⁷⁷但是在2012年爆發多家銀行聯合操縱LIBOR利率之後，於是開始出現改革LIBOR的行動，⁷⁸而且在該操縱事件之後，時任美國聯準會主席柏南克(Ben Bernanke)也曾公開表示可以考慮以OIS替代Libor做為基準利率。因此我們利用3個月期FRA與OIS的利率差，抑或是直接觀察OIS與FRA的差額，都可以作為標誌出「美元荒」的事件標準。

從下圖可以看出，在2022年之前(中間虛線的左邊)，美國「FRA-OIS的利差」基本上相對平穩，並沒有頻繁發生利差暴衝的狀態，顯示出金融市場上的美元流通性是相對充足的，因此有美元需求的一方不需要利用高利率來搶美元。但是隨著美國聯準會在2022年3月展開升息，我們可以清楚看到在2022年之後(中間虛線的右邊)，「FRA-OIS的利差」的波動程度就變大許多，而且都是在短時間內迅速衝高，這代表美元在市場上的分配越來越不平均，所以有需求的一方動輒要以極高的利率才能借得到美元。

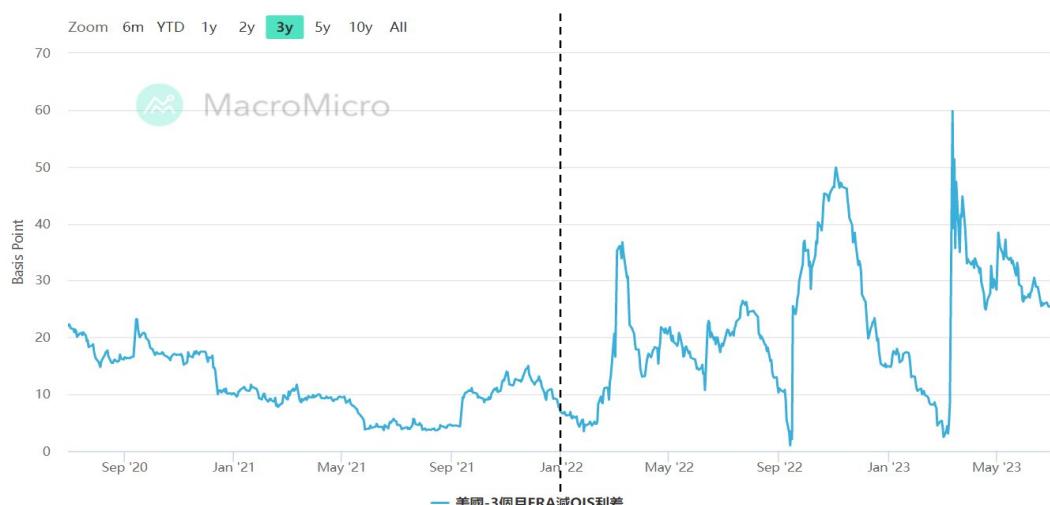


圖5-2：美國「FRA-OIS的利差」

資料來源：財經M平方<https://www.macromicro.me/charts/45928/us-fra-ois-spread>

⁷⁶ 這是從「隔夜拆款利率」衍生出的利率指標，全名為隔夜指數交換利率（Overnight Index Swap）。

⁷⁷ 離岸市場就是指非本土的海外市場，例如離岸人民幣匯價，就是指在中國本土以外的金融市場，所進行的人民幣匯率報價。由於美元離岸市場的數量比較不穩定，因此很容易突然發生資金短缺的狀況，

⁷⁸ FRA「遠期利率協議」(Forward Rate Agreements)，是用來替代 Libor 的利率參考指標。



參、美元霸權與國際流通貨幣的公共財性質

如果回歸到美元霸權的本質進行討論，本文認為「美元荒」的出現其實是體現「貨幣霸權」的一種外顯狀態，這是因為當美元脫離與黃金的價格掛勾之後，美元的價格波動雖然是看似由國際金融市場上的供給與需求相互決定，但是決定美元價格的背後貨幣權力運作，本質上仍是由聯準會透過貨幣政策工具進行操控。最簡單的例證，就是美元的升息循環與降息循環，聯準會利用調整聯邦基準利率的過程，使得美元順應著不同的經濟情勢，進而表現出強勢美元與弱勢美元的差異；聯準會進入升息循環週期，此時出現的「強勢美元」，便是代表著1美元的單位價值對於其他貨幣而言，價格是相對較高，也就是要用比較多數量的貿易對手國的貨幣來兌換1美元。反之，「弱勢美元」就是代表著1美元的單位價值，對於貿易對手國貨幣而言是價格偏低的，所以用比較少數量的對手國貨幣，就可以換得1美元。

當然，任何一個國家的央行，都可以利用貨幣政策工具對於自己的本國貨幣進行數量上的調控，就如同當台灣央行進場干預新台幣的外匯市場，台灣央行要捍衛新台幣的匯價，避免過度貶值時，台灣央行就會賣出美元，買進新台幣，因此新台幣的匯價就有了支持，表現出「強勢新台幣」的波動趨勢。

但是，台灣央行進場干預新台幣與匯價，與美國聯準會利用貨幣政策工具讓美元表現出強勢與弱勢的差異，雖然從表面上來看，都是一國央行利用手中的政策工具來干預貨幣價格，但是當中巨大的差異點，卻是在於美元是享有國際流通貨幣的核心地位，也就是美元當前所享有的「貨幣霸權」；而新台幣並不屬於國際流通貨幣，其範圍大致上僅限於台澎金馬境內。

換而言之，就算台灣央行要干預市場，將新台幣的匯價拉到極高的不合理狀態(例如把匯價拉高到1美元兌1元新台幣的高價)，實際上的影響也極為有限，因此從全球的範圍來看，願意接受新台幣做為貨幣進行交易的地區極為有限，縱然台灣央行把新台幣的匯價拉高到極端不合理的價位，也不能代表台灣的貿易對手



國就願意用這樣的價位，來跟台灣進行國際貿易。

但是對於美國和美元來說，因為美元具有國際流通貨幣的地位，也就是國際上任何一個國家或是企業，都不會拒絕用美元來進行交易或貿易；⁷⁹也正是因為這樣的貨幣權力讓人無法抗拒，因此當聯準會透過升息與降息來調整美國的經濟表現時，美元也會隨之表現出強勢或是弱勢的狀態，而這當中又會涉及到美元的價格波動，當美元強勢表現時，美元的價格就偏高且持續升值；反之當美元呈弱勢表現時，美元的價格就會偏低且持續貶值。而且這樣一種美元價格偏高偏低的波動，又會真實影響到其他國家貨幣的匯價、或是其他原物料商品的價格。

也因此，聯準會控制美元的貨幣權力，實際上得利於美元所享有的國際貨幣地位，因此美元的價格也可以被視為是被聯準會所掌控：當強勢美元的時間週期內，美元的相對價格就變得比較昂貴，而其他的貿易對手國貨幣與原物料商品，其相對價格就會變得比較低廉；反之，當在弱勢美元的時間段裡頭，美元的相對價格會變得比較低廉，而其他對手國的貨幣與原物料價格，其相對價格就會變得比較昂貴。更直接地來說，透過美元的相對價格波動，聯準會控制美元的同時，其實也就間接地控制了其他貨幣與其他商品的相對價格。

若是以貿易對手國與美國對於貨幣權力的掌控程度來看，誠如之前所舉例，台灣央行雖然能干預(或說是控制)新台幣的匯率價格，但是能控制的數量和範圍極為有限，假設台灣央行憑藉著自己身為央行的力量，把新台幣匯價從1:35拉升到1:27之後(潘姿羽，2021)，匯率升值的效果將進一步會吸引大量的國際熱錢湧入，紛紛匯入美元以換成新台幣，而這時候為了維持新台幣價格，阻止新台幣繼續過度升值，台灣央行就必須不斷買入新台幣、賣出美元，這也代表了台灣央行是用自己所擁有的外匯存底在捍衛價格，而外匯存底總是一個有限量的金額。縱然台灣央行守住了新台幣的匯價，但對於其他貨幣的匯價或是國際上的原物料價格，台灣央行並沒有干預的能力與本錢。

⁷⁹ 近一兩年出現的「本幣貿易結算」，雖然被歸類在「去美元化」，但實際上是屬於另一個討論層次，本文將集中於第六章進行討論與分析。



相比之下，因為國際上的匯率價格大多是以美元作為基準，而且全球的原物料價格報價也都是以美元作為計價單位，這反映了美元作為國際流通貨幣之一，是具有公共財的性質存在。但是聯準會可以控制美元的供給數量，也就等於是控制了美元的相對價格；例如當美元強勢時，美元在金融市場上的流通數量減少，所以美元的相對價格就比較貴，這時候又因為原物料的價格以美元計價，所以原物料的商品價格自然就會相對比較便宜。

至此，一國央行所掌握的貨幣權力大小，很自然地能夠透過對於其他貨幣與商品價格的穿透能力，進一步表現出來。個別國家的央行僅只能控制自己本國貨幣的匯率，而對於其他匯率市場與商品市場沒有什麼影響力，所以掌握的貨幣權力就比較弱。而美國聯準會所控制的美元，透過國際流通貨幣的地位，使得其他貨幣的匯率價格、其他商品的價格，都會直接受到美元價格波動，進而被干預。例如，當美元強勢時，新台幣的匯價就偏向弱勢，假設原本在1:27(1美元兌換27元新台幣)時，成本為27萬新台幣的商品，報價為1萬美元，但是當美元強勢升值到1:35(1美元兌換35元新台幣)時，同樣也是成本27萬新台幣的商品，此時的報價就只需要7,715美元。⁸⁰

正是因為美元本身所享有的地位和貨幣權力，所以美元強勢時，其他國家的貨幣和原物料、出口商品就顯得相對弱勢，而且以美元計價後的價格低廉，這時候便是美元購買力較為強勢的時期，美元的擁有者(美國政府、美國民眾與企業)自然可以利用美元來擴大消費。當然，從貨幣購買力的立場來看，聯準會的升息幅度越高，美元的匯率價格就會越強勢，而美元的購買力也會跟著越強；而美元的購買力越高，也是讓其他貨幣與商品的相對價格變得越低價。這就表示，聯準會的貨幣政策工具，可以讓美元購買力加強的同時，一併打壓其他貨幣和商品的價格，而這並非源自於經濟活動的自我調節，而是因為聯準會刻意為之的貨幣政策工具的效果。

⁸⁰ 計算過程在此： $270,000/35=7714.29$



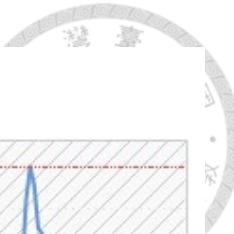
就聯準會的立場來看，發生「美元荒」的背後原因是因為金融市場上的美元貨幣分配不均，因此有短缺的美元需求方在短期內無法獲得足夠的美元數量，只能在貨幣市場上以偏離市場的高利率借入美元。因此偶然發生的「美元荒」，可以被視為是「強勢美元」的一種體現，金融市場上有存在些許的金融機構手中的美元數量不足，而且是只能用比較高的利率來滿足需求，雖然這不是整個金融市場都存在美元短缺的現象，但是要用比較高的利率作為代價，自然就會引導整個借貸利率逐漸往偏高的利率去發展。

不過值得注意的一點，雖然美元本身作為國際流通貨幣的一種，應當是具有公共性的特質，但是美國聯準會在調整利率政策的時候，實際上是以美國國內的經濟成長、金融市場表現，以及通貨膨脹程度作為利率決策的考量點，換言之，當美元的購買力受到聯準會緊縮政策而逐步提升時，身為「國際流通貨幣」所肩負的公共性，並沒有被聯準會納入考量的項目。

肆、美元價值的不穩定

過去在金本位時代，全球黃金的流通數量是近乎固定的狀態，雖然每年都有新的黃金被開採出來，但是對於全球的流通數量、庫存數量來說可以是微乎其微的影響，所以當人們把黃金視為國際流通貨幣時，此時黃金就發揮了很好的公共性，也就是黃金的購買力很穩定，對於「價值儲存」的貨幣功能來說，黃金的價值是具備高度的穩定性。

但是美元作為國際流通貨幣的最大問題，就是在於美元的「價值儲存」功能相對薄弱，尤其是美元受到聯準會的利率政策影響，使得美元的價值一直處在高度波動、不穩定的狀態。當美元處於強勢時，貨幣的購買力增加，美元的價值就處於較高的狀態；反之當美元弱勢時，貨幣的購買力就偏低，因此美元的價值就處在低下的狀態。



— 美國狹義實質有效匯率指數(左)



Created By: Stock-ai.com

圖5-3：美元指數(實質有效匯率)

資料來源：[Stock-ai.com](#)網站

美國在強勢美元的階段，回歸到「世界貿易—世界體系」與「國際貨幣—美元體系」相互搭配的狀態，因此美國可以施展貨幣權力當中的「遞延權力」；美國擴張消費的結果，就是讓美元通過國際貿易與國際金融的渠道，流往海外的其他小國。再者，美國之所以要搭配世界體系，其重點是在於可以先行消費，後買單；而且最終是否買單的決策者是在貿易對手國身上，若是貿易對手只是擁有債權，而不行使，就可以讓美國暫時逃脫「給付債務」的義務。

而與世界體系搭配的另一項優點，是在於可以讓貿易對手國為美國「壓低通貨膨脹」，也就是在貿易對手國與美國的貿易之中，貿易對手的商品具有便宜、低廉的效果，因此能讓美國的消費者花費相同的金額，就享有品質更高的商品；抑或是享受同品質的商品，但只要付出更少的金額。

從上述的討論綜合來看，當美元是處在升息循環的週期時，此時美國對於美元權力的貨幣操控主要是屬於「放任型」，也就是美國此時並不在意、也無意干涉其他國家的貨幣政策，因為升息循環中的美元，實際上是受惠於升息循環所帶



來的貨幣購買力提升，而此時美國的國內經濟也正是處於繁榮或是過熱的狀態，所以聯準會才需要透過不斷地提高基準利率的水準來壓制不斷升高的物價水準。

對於聯準會而言，升息週期就是代表對國內持續緊縮貨幣供給，而對於美國整體經濟的影響，就是利用緊縮貨幣政策來對抗通貨膨脹，換言之，美元此時最大的問題就是在於「購買力不足」，所以才會有「通貨膨脹」的現象存在。因此聯準會的升息過程，就是不斷地提升美元的購買力。這對於貿易對手國來說，美元升息的結果就是不斷地增加美元的購買力，也就是提升美元的相對價值。

從經濟活動的層面來看，美國國內此時的經濟活力是充足的，成長動能是充足的，因此美國對於貨幣權力的運用，自然不是要「劫掠」貿易對手的經濟動能。如果是從商品的供給需求角度來看，正是因為美元的商品購買力會不斷被聯準會所增強，因此對於貿易對手國來說，此時更應該加大對於美國的出口數量，因為經濟過熱所帶來的通貨膨脹現象，就是「貨幣太多、商品太少」的失衡現象，所以身為貿易對手，自然就可以加大對美國的出口，一方面賺取購買力提升的美元貨幣，另一方面增加美國國內的商品供給，有助於穩定美國的國內物價。

綜觀來看，美國此時貨幣政策的重點於貿易對手國並無干係，而美國也沒有想要影響貿易對手國內經濟活動或是干涉其貨幣政策的意圖。所以在「貨幣操控」的分類中，很明顯地可以看出美國此時的貨幣操控是屬於「放任型」，也就是美國眼中的重點，與心中的意圖都是要透過貨幣政策來處理自身國內的通貨膨脹問題，而完全不在意貿易對手國此時的狀態。換言之，貿易對手國此時的貨幣政策選擇，就擁有了比較完整的貨幣政策自主性，可以依據自身的最大利益進行調整和設定。



第二節、應對「強勢美元」的外溢效果

(一)：美元回流

當美國自身經濟處於升息循環的狀態時，此時代表了美國並不需要從貿易對手身上劫掠經濟利益，因為美國對於貨幣霸權的運用，誠如之前所講的，將會是採取「放任型」的貨幣操控型態。這就代表了美國並不會鎖定或是干預對手國的貨幣政策，美國同時也不在意貿易對手國究竟是採取對抗或是順服的應對策略，因為此時的美國有更重要的問題點需要解決—即國內日益升高的「通貨膨脹」。

而當美國採取「放任型」貨幣操控時，對於貿易對手國而言，此時自身的貨幣政策自主性將會提高，因為已經不存在美國的刻意干預和劫掠，所以個別的貿易對手國可以針對自身的需求與偏好，實行充分自主性的貨幣政策。因此個別國家身處在美國的升息循環週期時，都可以享有充分的貨幣自主性。由此觀之，我們可以推斷出此時每個國家會基於自身的利益、政策偏好與需求，擬定並實踐最合適的貨幣政策，換言之，此時的貨幣政策將會完全反映該國的政策偏好。

另一方面，各國雖然此時已經不會受到美國的貨幣操控，但是美國本身的貨幣政策卻是會產生相當程度的「外溢效果」，這是因為美國在前一階段的降息循環週期中，釋放出了大量的貨幣流動性到市場上，因此當全球的景氣逐漸復甦與加溫的過程中，這些留在市場中的美國貨幣自然就會呈現過多的狀態，所以產生較為嚴重的通膨。而且這種通膨現象，並不限於美國之境內，而是會發生在全球各地。換言之，美國前一階段因為擴大貨幣供給所造成的後遺症，就會引發嚴重的通貨膨脹，這正是美國貨幣政策的外溢效果之一。

其次，當美國為了對抗通貨膨脹，因此開始緊縮貨幣政策，減少美元的貨幣供給，此時就會出現「美元回流」的現象，也就是前一小節所談論的「美元荒」。對其他國家來說，「美元荒」就是國際收支帳當中的金融帳和資本帳減少的狀態，這正是美國在減少貨幣供給時，必然會發生的第二種外溢效果。換言之，雖然美國在升息階段時，對於其他國家的貨幣操控是採取「放任型」，本意



並不打算干預貿易對手國的貨幣政策，但是基於美國自身貨幣政策的外溢效果，貿易對手國也會面對到兩種來自美國貨幣政策的外溢影響，其一就是通貨膨脹，其二就是美元荒。

所以，我們可以進一步追問的問題就是：當美國不再刻意干預貿易對手國，並且採取放任型的貨幣操控時，貿易對手國此時是擁有較大的貨幣自主性，可以依據自身的利益、需求與偏好進行決策，但是同一時間又必須面對到美國貨幣政策的外溢效果，此時貿易對手國對於這兩種的外溢效果是採取何種的應對姿態與策略呢？究竟是採取「對抗」抑或是「順服」的應對方式？

由於外溢效果有兩種，第一種外溢效果是「外部因素所帶來的通貨膨脹」，這對於其他國家而言，其實就與一般央行正常處理通貨膨脹的狀態一樣，自然是一套相關的應對方式或決策偏好，所以針對於「通貨膨脹」的外溢效果，本文認為這將會回歸到個別國家的央行原本的應對決策系統當中，並不會產生額外的干擾變項來影響的決策。如果某A國的央行基於自身專業而決定使用貨幣政策進行打擊通膨，這時候所呈現出來的狀態就是「A國對抗美國(外溢效果)」的樣態；但倘若某B國央行基於某些理由，而選擇容忍通貨膨脹的出現，這自然就是屬於「B國順服大國(外溢效果)」的樣貌。此一部分的延伸討論將會集中在本章的第四節進行處理。

至於美國所造成的第一種外溢效果—美元回流(美國)與美元荒，實際上是專屬於美國啟動升息循環之後才會發生的現象，其成因與外溢效果的影響已經第一節當中進行討論，而本小節則是要以個別國家的立場為出發點，聚焦討論「美元回流(美元荒)」對於個別國家所產生的影響，是否可能會改變或是強化原有的貨幣政策偏好？以及個別國家實際在面對美元出走的狀態時，如何透過貨幣政策的手段進行應對？當然，我們可以知道，如果選擇應對美元外流的方式是放手而不加以阻擋，這樣就是屬於「順從大國(外溢效果)」，反之，如果是選擇動用政策工具讓美元留在自己國內，這就是屬於「對抗大國(外溢效果)」。



壹、台灣考量的層次

誠如之前所討論的，台灣在面對強勢美元的升息循環週期時，台灣所面臨到的情境選擇，是「究竟要不要跟進升息？」，若是在此一時期，台灣的國內經濟情勢同樣也有通貨膨脹的問題，台灣自然會選擇升息來對抗通膨，就如同在2021年的南韓、紐西蘭、英國…等國，這些國家都領先美國的升息步伐，⁸¹優先在美國之前率先進入升息循環。而回顧當時各國之所以要升息的主要原因，其理由都是因為國際原物料大漲、國際運費大漲，使得各國面臨到的通貨膨脹驟升，進而迫使各主要經濟體不得不採取調升利率的方式來壓制通膨。

所以說，在強勢美元與美元升值循環的相互搭配之下，台灣所面臨到的美元貨幣權力，其實就是一種是否要回歸「新重商主義」路線的誘惑，台灣在此時有兩個層次的問題需要處理：其一是是否要回到以美國為核心的世界體系結構中？其二是要不要徹底實踐「新重商主義」的抉擇？就前者的問題層次來看，正是因為強勢美元的購買力上升，所以美國又會開始擴張消費，持續從貿易對手國進口消費品，如果台灣選擇回到原本與美國之間的貿易的階層關係，甚至是加強彼此的貿易往來，台灣在出口貿易方面必然受惠，因為台灣身為貿易對手國，持續提供消費品給美國的路線，這樣的選擇將會是比較輕鬆的，而且還能以此取得更多數量的美元貨幣作為外匯存底。

至於第二個層次，就是透過貿易賺到更多的美元之後，要如何處理的問題？台灣在習慣上都是抱持著「新重商主義」的核心思維，因此對於透過出口貿易所賺取到的外匯存底，多是以「累積、庫存」作為最終的去處。而這種處理貿易順差的方式，實際上是鞏固了國際貿易的現況，以及世界體系的運作結構。

因為貿易商品是從台灣流向大國為主，而美元貨幣則是從美國流向台灣為主(如下圖所示)，但誠如之前在第4章所討論的內容，這樣單方面的商品、貨幣流動

⁸¹ 相關升息時程可參考財經 M 平方〈先進國家利率調程〉，
https://www.macromicro.me/time_line?id=14&stat=483；至於韓國、紐西蘭、英國等國優先升息的原因與討論，可參考：：台灣央行年報〈2021 年升息經濟體之政策考量因素〉之內容，參見
<https://www.cbc.gov.tw/dl-190286-42ae9adbedc54ae9b0019b62149f5463.html>



關係是不健康的。就理論層面來看，貨幣的功能之一就是「價值的儲存」，也可以視為是貨幣發行方所簽署的債務憑證；這也代表了如果台灣累積大量的外匯存款不加以使用，其實是形同累積大量的債券、欠條，而沒有要求債務人履約還債一樣。

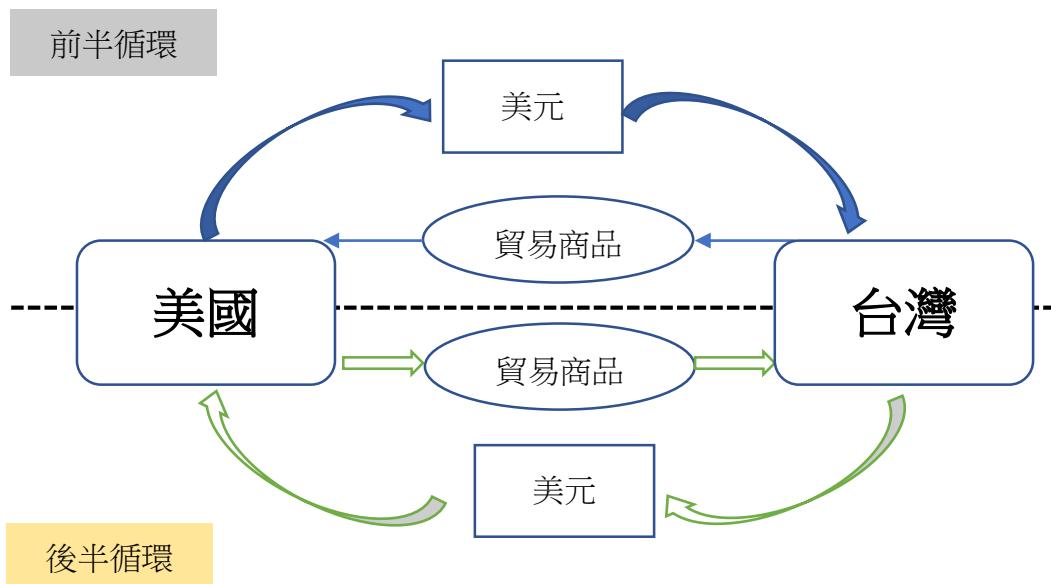


圖 5-4：理想中的國際貿易與美元循環(美國與貿易對手國)

資料來源：本研究自行繪製

正是因為沒有人可以一直擴張信用而不還債，這就如同沒有國家可以一直發行貨幣而不貶值，因此美國不可能一直印製美元而不貶值；而對於台灣來說，如果一直累積美元但不使用，其實也是在鼓勵美國持續印鈔以換取消費商品，這同樣也是不可能長久維持的狀態。所以就台灣的立場來看，利用出口貿易所賺取的美元，最有效、利益最大化的使用時機點，就是趁著美元最為強勢、購買力最強的時候，把美元拿到商品市場上進行消費，把貨幣轉換成有價值的商品。

雖說「貨幣」的本質就是「借據」，但是當前的國際貨幣體系與美元霸權，卻是能將這個「借貸」的過程持續延長下去，換言之，也就是當前國際貨幣與國際金融的結構與運作，使得美元所具備的「遞延能力」能夠不斷地擴大且持續。



目前國際金融的特性之一，就是每隔10年左右就會發生跨國性的金融危機，而這種危機會使得台灣(與其他東亞國家)具備深刻的危機感，而抵禦國際金融危機的最佳工具，就是要有足夠的外匯存底來應對大舉外逃的國際資本。

所以，當台灣把賺取到的美元重新拿到市場上花費之後，這就等於是讓下一個美元持有者去應對美元的「遞延能力」；如果台灣是用美元去購買美國本身所出產的產品或是資產，就等於是讓美元的「遞延能力」受到節制，因為美國透過出售商品和資產，又把美元收回到了自己身上，等於是自己付出了代價用以回收美元，而沒有無從讓這些美元發揮出遞延給付的能力。

不過，誠如在前段所提過的，美元所發揮的功能之一，就是「安全」功能，這項功能使得台灣擁有抵禦國際金融危機的能力和底氣，但另一方面也使得台灣難以擺脫對於美元的饑渴需求，這種對於安全的需求正是讓台灣不得不累積大量美元作為外匯存底的主要原因。也因此，以此一角度進行比對，則是可以發現在台灣在面對美元的貨幣權力時，若是要抗衡美元的遞延權力，就是要快速地消費美元，而這樣的行為就某個層面而言，是犧牲美元的安全功能作為代價所換得的，因為把美元拿到市場上進行消費之後，就不再持有美元，自然也無法擁有美元帶來的安全功能。

而反過來說，如果台灣認同且接受美元的貨幣權力之後，也就是「順從」了此時美元所發揮的「遞延權力」，這就表示小國持有美元而不進行消費，這時候小國持有美元的代價，也就是保留美元的購買力在自己身上，並未讓印製鈔票的美國為這些美元付出代價。但台灣這種「順從」美元貨幣權力的行為，所換得的就是美元的安全功能，縱使我們無法預測或斷言國際金融危機將會在未來的哪個時刻發生，但是積累大量美元所具備的安全功能，不但是能在未來發揮功能，實際上也在心理層面，給予台灣相應足夠的安全感。

而進一步討論，在強勢美元的階段，台灣手上所擁有的美元，正值購買力最強的時候，因此台灣此時有最強的動機來花費手中的美元，不過觀察實際情況，台灣此時更不會花掉美元，因為此一時期與強勢美元所搭配的，正是美國聯準會



所進行的升息循環週期，升息循環使得市場上普遍存在美元短缺，金融市場上不斷發生美元荒的情事；換言之，台灣也會因為國際資本回流美國，使得台灣在同一時間內也遇到美元短缺的情況。

除了上述所提及，我們可以利用貨幣市場的利率報價來定義「美元荒」的事件發生時間，另外同樣具有指標性意義的項目，就是「聯準會進行貨幣互換」所使用的金額，「貨幣互換」的相關討論在前面第二章的內容討論過：簽訂貨幣互換的兩個國家，當其中一國欠缺流動性時，可以用自身本國幣作為抵押，向另一國借入該國貨幣。因此在美國與其他國家之間簽訂「貨幣互換協議」之後，當他國國內的金融機構發生美元短缺時，該國的央行就可以利用該項機制，向美國聯準會借入若干金額的美元，以便於解除該國的困境。

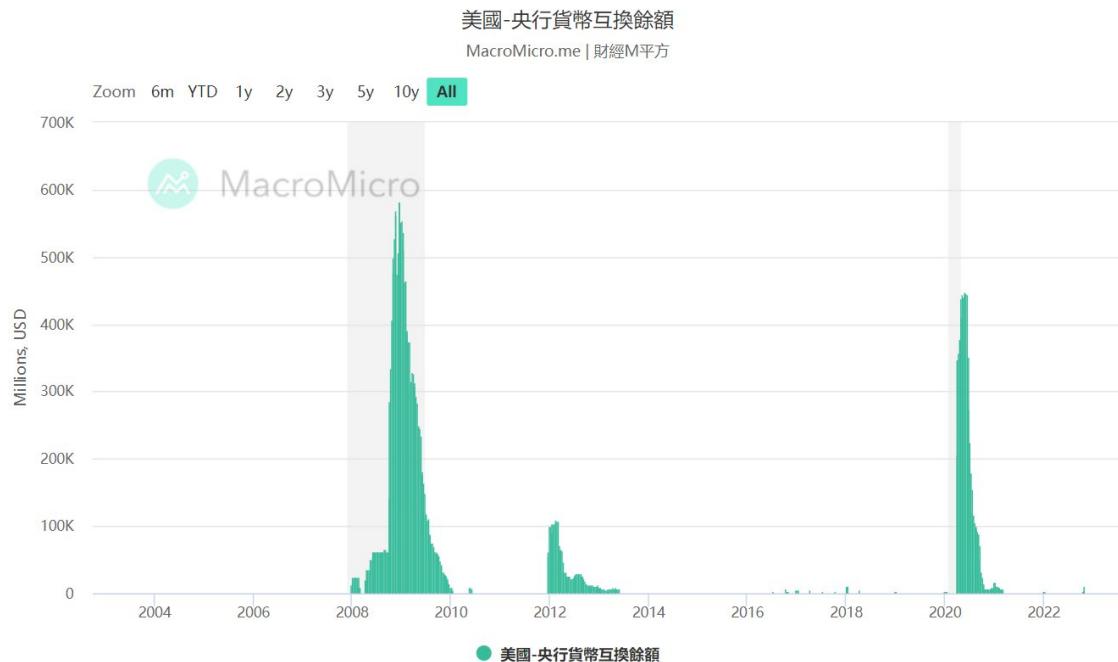


圖5-5：美元聯準會的貨幣互換餘額

資料來源：財經M平方 <https://www.macromicro.me/charts/19265/us-central-bank-liquidity-swaps>

因此如上圖所示，我們可以利用聯準會的「貨幣互換餘額」來標示出，當存在互換餘額，以及餘額增加時，就代表金融市場上對於美元是具有強烈的需求，因此在金融市場內部都無法滿足需求，只好透過自身的央行作為中間人，轉向美國聯準會，利用「貨幣互換」的機制來商借美元。近期比較有名的案例，就是聯



準會在2022年10月，對於瑞士進行三次的美元流動性互換操作(張心瑜，2022)。分別在10月5日、12日和19日，聯準會共提供了31億、62.7億與110.9億美元的流動性，雖然市場上傳言這是因為瑞士的第二大金融機構—瑞士信貸，面臨到債務危機而可能發生倒閉的風險，所以才由瑞士的央行出面向聯準會進行美元融通，借入大額的美元以舒緩美元荒。

雖然目前尚無更進一步的證據，可以證明瑞士的中央銀行主要是為了瑞士信貸而向美國聯準會進行「貨幣互換」的操作，畢竟就瑞士一國的外匯存底來看，截至2022年8月底仍有9506.4億美元，而10月份的三次貨幣互換操作總金額約為200億美元，約佔瑞士外匯存底的2%左右。為了這2%的金額而動用到貨幣互換，這當中的緣由究竟為何，目前尚屬未知。但是我們可以從此次事件的過程發現到，對於小國來說，強勢美元所造成最大影響就是讓各國與各金融市場都普遍存在「美元短缺」的隱憂，雖然這樣的短缺現象可能是一時、短期的現象，但是對於小國央行來說，市場的流動性一旦存在缺陷，無法順利運作之時，就有可能會擴大到危害整個經濟活動。

但是，上圖中「貨幣互換餘額」最明顯的兩個時間點，分別是在2008年與2020年，此時發生貨幣互換的主要原因，並不是在於升息階段，而是在於金融危機的狀態。2008年年中發生全球金融海嘯，2020年初發生新冠肺炎疫情，這兩起危機造成了全球金融動盪，因此各國央行紛紛啟動貨幣互換機制(BBC中文網，2020)，美國調借美元以安撫金融市場。這也正好可以應證之前所說的，個別國家擁有美元的重點，一方面是為了累積國家財富，二方面則是基於美元的「安全功能」。

在此，我們重新整理一下個別國家在面對美國的升息周期時，所面臨到的兩個層次問題(如下圖所示)：第一個層次(即下圖的左半邊)，是否要繼續順從美元霸權為主體的結構？基於美元的安全功能，以及強化與美國的貿易往來，所帶來的貿易順差、積累國家財富，這兩個理由便會讓多數貿易對手國願意維持現況，選擇繼續「順從」美國的貨幣霸權。至於少數的國家，可能著眼於每當經濟衰退時



所發生的「劫掠型貨幣操控」，因而選擇「去美元化」的規避策略，減少美元的積累而選擇其他的國際流通貨幣。

由於本研究的第六章主要就是在處理「選擇『去美元化』」的議題，因此相關的討論就留待第六章再進行，此處先處理關於選擇「順從」美國貨幣霸權的個別國家，接下來所面對到的第二層困境(即下圖的右半邊)，其分別為：原物料價格上漲所引發的「通貨膨脹」、以及「外國資本撤離」，以下則是逐一進行更細緻的討論：

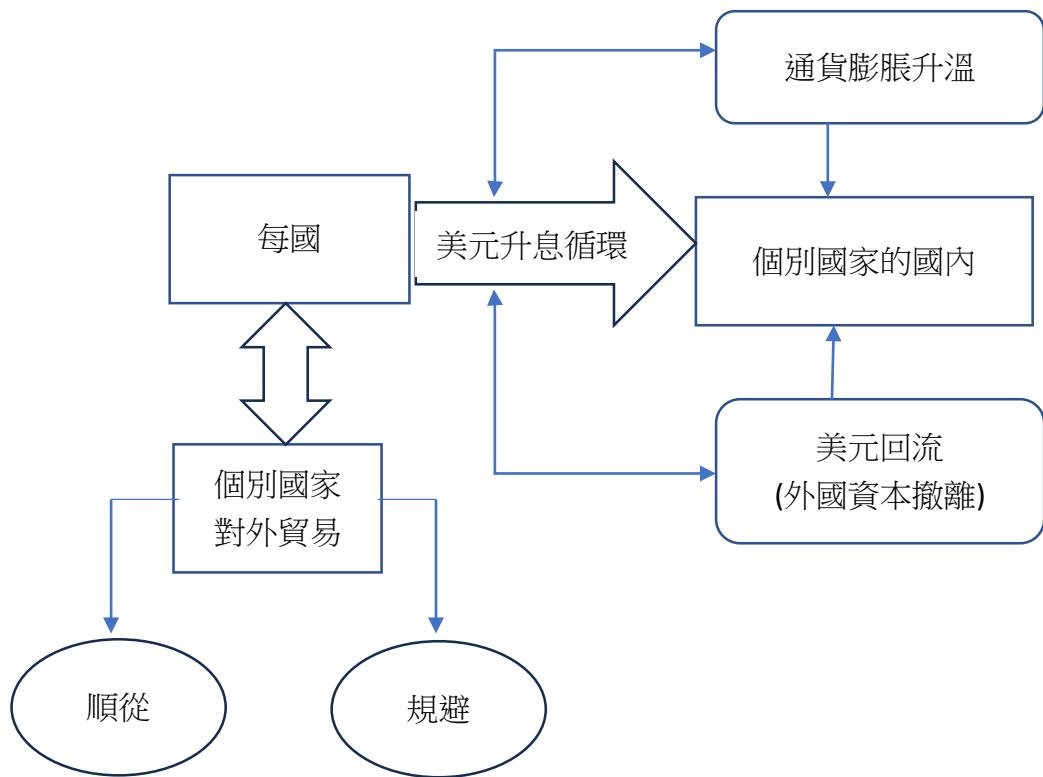


圖 5-6：美國升息循環下，個別國家面對到的兩層面抉擇

資料來源：本研究自行繪製

貳、升息循環週期中的「重定價權力」與「轉移權力」



總的來看，美國在此時透過美元霸權所發揮的功能，就是以聯準會的升息作為工具，利用貨幣回流的方式減少美元的流通數量，美元的數量減少就能夠提升每單位美元的價值和購買力。但是美元在升息的過程中，當美元的單位價值和購買力提升的同時，相對來說就是其他國家的本國貨幣受到打壓，換言之，聯準會的升息幅度越來越大，基準利率越來越高，倘若其他國家的央行都不採取任何行動，那麼光是聯準會提升利率的過程，就相當於是讓美元不斷升值。針對這樣的過程與效果，本文定義為這是在發揮央行所擁有的「重定價權力」(Repricing Power)，也就針對於美元的購買力與內在價值進行「重新定價」。

之前所提到，當美國行使美元的貨幣權力時，其所能夠發揮的權力作用，誠如之前所討論的，主要體現在兩種權力之上：「遞延權力」與「轉移權力」，而本研究在第四章的討論中，針對於降息循環週期的過程中，聯準會對於美元持有者所課徵的「鑄幣稅」，另以「剝削權力」稱呼之。凡是各國的央行或是貨幣發行單位，皆有其課徵「鑄幣稅」的權力，但對於國際流通貨幣而言，所能課徵到的購買力就越大，因此本研究認為應該針對「鑄幣稅」單獨抽離出來討論，並予以「剝削權力」來強調其剝削原持有者貨幣購買力的特質。

而在美國升息循環的週期、搭配著強勢美元的階段，美元自身的購買力因為聯準會升息回收美元的效果，將會不斷地提升；從另一個角度來看，當全球的商品生產數量都不變的情況下，美元流通數量的減少，也代表了剩餘在外流通的美元，其每一單位所能夠買得的商品數量也就相對增加，這便是美元購買力提升的一種體現。本研究認為，此一現象也是所有央行都具備的能力，在緊縮貨幣政策的時期，在外流通貨幣的數量因政策而減少，自然就等同是讓持續在外流通的貨幣之購買力增加。這等於是一種讓原本貨幣的購買力「重新加價」的效果，為了與剝削貨幣購買力的「剝削權力」有所對應，因此本研究把此種讓貨幣購買力重新增強的過程，稱之為「重定價權力」。

至此，我們可以用下表來重新提醒在美元霸權中，美國對於其他個別國家所能夠實行的四種貨幣權力。

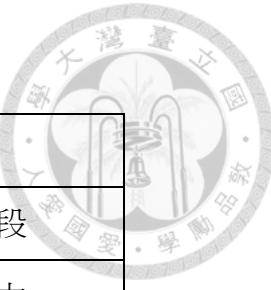


表5-2：美國所擁有的四種貨幣權力

	美國的經濟階段	
	升息階段	降息階段
央行皆擁有的權力	重定價權力	剝削權力
貨幣霸權的特殊權力	遞延權力	轉移權力

資料來源：本研究自行整理

除了上述這四種權力之外，如果從整個霸權結構來看，我們還可以切割出其他類型的權力，例如：美元霸權的結構性權力、貨幣霸權的公共財特性…等權力，但由於這些部分已經在第二章有討論過，或者是並不專屬於大國對小國的貨幣操控，所以本研究在此就先不予處理。

遞延性權力，就是台灣(或其他貿易對手國)利用手上的美元向美國購買美國所擁有的資產，抑或是美國所生產的商品，當台灣拿到實質的商品或資產的那一刻，美元的遞延性權力才算被消除。換句話說，當台灣持續保有著美元而不消費時，美元的遞延性權力就一直存在且行使，這對於印製美元的美國來說，自然是一種有利的狀態，因為只要美元的持有國願意相信手中的美元是有價值的、能夠且願意持續保有的，美國就可以遞延給付實物的時間點。

「重定價權力」則是著重於美元在升息循環的期間，受惠於聯準會的緊縮貨幣政策，而造成美元購買力與內在價值的提升。當美元的購買力提升之後，也就代表美元持有者手中的美元，其價值也一併順應提高，如此一來對於台灣的央行來說，國庫中所積累的大量美元，變得比之前更有價值、購買力更好，這對於台灣央行來說，自然是有利於台灣的轉變。在這樣的趨勢變動之下，台灣是更願意持有美元？還是願意花費更多的美元去兌換成商品與資產呢？

很顯然地，在不考慮台灣的外匯存底數量會因為美元升值而變動的情況下，強勢美元的外溢效果，一方面是增加了美元的單位購買力，另一方面則是讓美元本身變得更有價值，這對於美元身為國際流通貨幣的地位來說，其實是更鞏固了美元所能夠發揮的公共財角色。國際流通貨幣所具備的公共財地位，其中之一就



是人們相信其價值是「保值」的，就如同在布列敦森林體系的時代，人們相信且美國保證，32美元的價值就等同於一盎司黃金一樣；雖然現今早已不存在布列敦森林體系，但是人們對於國際流通貨幣的想像和地位，依然是這個貨幣必須能夠有「價值保存的功能」，這也正是貨幣之所以存在的四大功能之一。所以當處於強勢美元的週期當中，正因為美元的價值和購買力不斷地透過聯準會的升息政策加以強化，同時也增強了人們對於美元信心和信賴。

在此一階段，若是台灣要採取抗衡的立場來對抗大國施展貨幣權力，這就代表台灣要避免大國利用美元發揮「遞延性權力」，換言之，就是台灣要極力減少自己國庫中所存放的美元外匯存底，因為外匯存底當中的美元數量越多，就意味著台灣並沒有把美元貨幣拿去兌換成實質的資產或是商品，也因此美國就可以透過這些美元，持續地施展「遞延權力」，不斷延後給付、兌現自己勞動力成果的時間點。

另一個角度，則是從美元的單位購買力來看，應當是聯準會把升息利率提高到該週期的最高利率(也就是在開始降息之前)，此時的美元購買力會是最高的狀態，而台灣若是要抗衡美元的「遞延權力」，理論上應當選擇這個時間點用大量美元去購買資產和商品最為有利。但是在現實上，當聯準會把美國的基準利率提到最高的時間點，此時並非台灣或其他東亞國家的外匯存底流失最為嚴重的時刻(如下圖中，虛線框起來的區間，就是美國的升息循環週期)。就外匯存底的存量來說，美元的基準利率既然到了最高點，那麼國際資本受不了如此高利率的資金也應當都已經回流美國，此時在國際收支帳中，資本帳和金融帳的國際資本應是最低點的狀態，但是從下圖可以看出，經常帳的增加是可以彌補這些國際資本外移之後的空間。所以在升息循環的末端，東南亞國家的外匯存底總數是比升息的初始階段還要多的。



圖5-7：東南亞國家外匯存底

資料來源：財經M平方 <https://www.macromicro.me/charts/16023/asean-foreign-exchange-reserves>

所以，倘若台灣此時仍舊堅持要對抗強勢美元的貨幣權力(包含：『遞延權力』與『重定價權力』)，我們可以推估出台灣施行「對抗」策略的情境，首要任務就是要不斷花費自己外匯存底中的美元，而且是用來購買其他可以放在外匯存底當中的項目—例如黃金或是其他國際流通貨幣計價的資產。這對於任何一個國家來說，自然都是極度不可能發生的事情，因為就當前的國際貿易狀態來看，當主要的流通貨幣是美元，而且貿易結算、貿易計價、貨幣清算都是以美元為大宗、而且最終消費品的進口國仍是以美國為最大宗的情況下，台灣消耗自己外匯存底中的美元，表現上看來雖然是發揮美元的最大購買力，並且對抗了美元的遞延性權力；但在實質上，這並不利於台灣擴張出口貿易，除非台灣打算徹底與美國斷絕貿易往來，並且與美元系統做最徹底的切割，才有可能真正實踐抗衡美元的貨幣權力。

因此，就台灣自身的利益來看，越是與美國有著密切貿易往來的貿易對手，就越不可能脫離以美國為中心的國際貿易體系與國際金融體系。縱然會在美國處於經濟衰退時，遭受到「劫掠型」貨幣操控，但是在經濟好轉之後，馬上又可以從與美國的貿易往來，獲得巨額的貿易順差，這對於追求國家財富增長的台灣而



言，自然是難以抗拒的誘惑。

如果再從現實案例來觀察，當美元持續強勢，此時對於美國企業和民眾來說，手中美元的購買力正不斷地增強，因此當下最有利的選擇，就是花掉手中的美元，用於自身的消費上。而反過來說，此時對於台灣而言，也正是應當擴大貿易出口的時刻，因為美國的民眾和企業會願意在強勢美元的階段不斷擴大消費，而且美元之所以能持續強勢，其動力來源是因為聯準會持續升息。如果我們繼續追問，為什麼聯準會會持續升息呢？這不外乎是兩個原因：通膨嚴重或是總體經濟表現過熱。

在此一層次，台灣央行對於美國施展貨幣權力的否定，主要體現在對抗貨幣權力所造成的客觀問題與外溢效果。在強勢美元的階段，貨幣權力對於台灣造成的主要問題，細部來看是在不同的時間上，有分階段前後發生的不同問題，第一個階段，是經濟逐漸復甦，個別國家(乃至於全球)開始面臨之前貨幣寬鬆的後遺症：通貨膨脹；而在之後，當美國開始進入升息循環，此階段是在於其他國家國內的國際資本撤離，將會造成個別國家內部金融環境的動盪。

從貨幣極度寬鬆，一直到貨幣開始回流美國，這雖然是美國聯準會在順應著美國自身的經濟情況，所做出相應的貨幣政策變動，但是對於其他國家來說，聯準會的利率政策變動，實際上就是以人為方式製造出美元貨幣的價值波動。

當台灣要應對因為貨幣寬鬆所造成的通貨膨脹時，理論上而言應該是回歸源頭，利用緊縮貨幣政策的方式將國內氾濫的貨幣流動性降低，使得台灣所發行的新台幣購買力增加。但是這樣的做法，實際上只能夠針對國內的部份的通膨產生小幅度的壓制，因為台灣國內的通膨若只是導因於自身央行採行貨幣寬鬆所遺留的後遺症，確實是可以從台灣央行的政策工具出發，緊縮國內的貨幣供給。但是如果通膨的成因是源自於國際市場，由於美元氾濫所造成的通貨膨脹，即便是台灣再怎麼緊縮自身的貨幣供給，對於提振自己的貨幣購買力來說，仍是相當有限，因為最關鍵的因素仍是在以美元計價的國際商品價格上。

當然，既然台灣央行自己緊縮貨幣供給的效果有限，所以台灣此時會傾向於



利用其他的政策工具來對抗通貨膨脹，例如台灣在面對高油價的時刻，基本上鮮少利用利率政策來應對，主要的應對方式都是以國營事業來吸收虧損，例如：在2002年因為國際市場的天然氣、原油價格上漲，連帶造成中油與台電的採購價格也一併提高，但是在國內的終端消費價格卻是沒有順勢提高，這當中的差距是因為政府下達「平穩物價」的政治目標，所以身為國營企業的中油只能選擇凍漲：⁸²對天然氣方面已經凍漲14個月，桶裝瓦斯則是凍漲19個月，另外在汽柴油方面也已經有200億元的虧損；這兩年累積起來，天然氣、瓦斯和汽柴油合計共有843億元的虧損。

在上述的案例中，天然氣和原油的國際價格上漲，當中包含了國際政治因素(如：烏俄戰爭)、國際貨幣因素(美國因應新冠疫情而寬鬆貨幣)，以及全球供應鏈斷鏈(新冠疫情造成港口阻塞)，換言之，原物料的價格上漲僅僅是眾多因素集結起來所呈現出的一個結果，這對於台灣來說自然是只能被動接受，但是站在「壓抑通膨」的立場上而言，台灣央行利用升息的手段來抑制通膨，自然也是個可以考慮的工具選項，不過從實際案例回顧，台灣央行對於利用升息的方式來抑制通膨，顯然是屬於相對不樂意、不積極的政策選項。

當然，台灣央行因為存在著其他因素的考量，所以不會積極選用升息作為應對通膨的主要工具，也正是如此，所以台灣政府就只能採取其他的政策手段來抑制通膨，這就造成我們在前述所看到的後果：透過行政補貼和國營企業吸收，使得國外原物料市場的漲幅被中油和台電給擋下來，所以國內才能出現平抑物價、壓抑通膨的榮景假象。

然而，這樣的政策偏好並非台灣的專利，而是在東亞諸國都有類似的現象，雖然東亞各國對於「輸入型通貨膨脹」的抗壓性有所差異，但是各國政府對於如何抑制通膨，則是都習慣採取行政手段進行補貼，或是轉嫁給國營事業，讓國內民眾受到最小的物價上漲影響，例如2022年初，日本、馬來西亞等國對於汽柴油

⁸² 彭煊貽，2022，〈中油估全年累虧恐達 1,800 億 破歷史紀錄〉，工商時報網站
<https://ctee.com.tw/news/industry/674815.html>



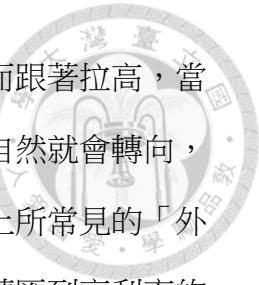
價格都進行補貼(經濟部國貿局，2022；日經中文網，2022)。至於個別國家如何在「通貨膨脹」方面進行決策，則是留待下一節進行更深入的討論。

參、國際資本撤離

對於個別國家來說(以下先以台灣為例)，在面對到美元升息循環時期，首先會是原本停泊在台灣內部的美元資金開始匯出台灣，因此台灣會開始出現本國貨幣貶值的現象，在美元升息的時間內，其他國家的貨幣貶值是大規模發生，而且對於美國的主要貿易對手國來說，此一時期的貨幣貶值可謂之常態；這正是因為主要貿易對手國從貿易經常帳與金融帳的渠道，得以在外匯存底當中累積大量的美元，因此當聯準會展開升息循環之後，國際收支帳的資本帳和金融帳都是屬於國際熱錢的範疇，容易受到利率差距和匯價差距的影響，而開始展開跨國移動，從個別國家回流到美國境內(Calvo and Reinhart, 2002)。

而此一時期內，由於美元升值是由聯準會升息所造成的附帶現象，所以相對而言，其他各國(尤其是新興市場的國家)都是會出現貨幣貶值的狀態。從美國的「重定價權力」的觀點來看，強勢美元的出現正是因為聯準會對於美元「重新定價」，因此隨著升息階段而逐漸強化了美元的購買力，因此美元的均衡匯價也逐漸提高。換言之，此時會出現的新興市場的貨幣貶值，並不是個別國家刻意且主動為之，而是因為整個美元循環所造成，這麼一來，其實也難以指責個別國家是「匯率操縱國」。比方說此時就算台灣本身企圖進行貨幣升值，實質上也難以與聯準會的升息力道相抗衡，所以新台幣發生劇烈貶值的現象，正是美元升息時期內經常發生的現象。

台灣此時所面對的第二種客觀問題：國際資本撤離(即美元回流)，一方面是因為國際資本的移動，使得外匯存底大量減少，雖然經常帳的部分都是屬於台灣自身賺取得來，比較不會產生跨境移動，但是在資本帳和金融帳方面，這些都是逐利而居的國際資本，如果台灣所提供的預期報酬無法滿足這些國際資本，或是



國際資本所借貸取得的美元，其支付的借款利息因為聯準會升息而跟著拉高，當借貸成本的利率已經是投資台灣所無法負擔得起，此時國際熱錢自然就會轉向，離開原本的投資對象，找尋更有利的投資機會。例如，國際市場上所常見的「外匯利差套利」，主要的操作方式就是從低利率的地方借款，然後轉匯到高利率的國家進行存放，直接轉取兩邊的利差。

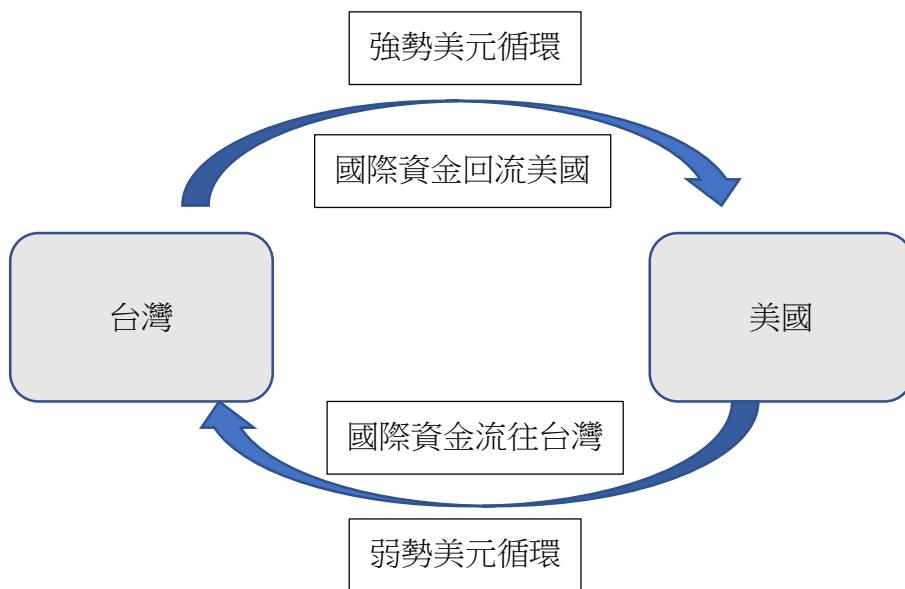


圖 5-8：美元強弱與國際資金流向

資料來源：本研究自行繪製

整個國際資金的流動循環大致如上圖所示，如果在出清台灣資產或投資部位的過程中，這些外資在台灣金融市場的佔比較大，則是很容易影響到台灣的金融市場表現，例如在台灣的外資大舉出脫部位變現時，就容易對於台灣股市產生大幅度的賣壓，因此台灣股市也容易以重挫作收。如果是外資進行一系列的賣股、賣匯，則是容易同步對於台灣的股票市場和外匯市場產生賣壓，因而發生股市重挫、匯率貶值的情事，這便是所謂的「股匯雙殺」。但是這時候產生雙殺的主要原因，則並不是由美國所刻意為之，而是因為整個國際貨幣體系所具備的資本流動的特質，使得這些資本在流出台灣時，對於資金規模偏小的台灣容易形成賣壓，而產生「賣出股票、賣出新台幣」的現象。對於台灣來說，這樣的現象實際上是



難以避免的，因為一旦開放國際資本流動，國際資本既可以來，當然也可以走，而台灣是難以對於國際資本的流動狀態進行管理，如果台灣想要在國際資本流出時，盡可能地保持國內的金融市場、外匯市場的穩定，就只能以政府的力量進行市場干預；以股票市場而言，就是由政府資金進場護盤，而以外匯市場來說，則是由央行進行外匯調控。

倘若台灣不打算以上述的各種行政手段對於市場的運作進行干預，那麼在政策的選擇上，就必須利用財政政策來刺激股票市場，使股票市場在政策的利多之下，所刺激出的買進力道可以抵銷外資的出清力道。至於在匯率政策方面，最理想的政策選擇其實是由央行跟進升息，使得美國和台灣之間的市場利率保持不變，同時又能刺激新台幣的匯率價格往上走高，以此抵銷外資的匯出力道。

但在現實的狀況中，台灣的政策選擇是沒有同時保全股票市場與外匯市場，因為對於股票市場的刺激政策，通常都是屬於寬鬆的貨幣政策(例如：降息)，這將容易造成外匯市場的本國幣匯價趨向貶值；而對於外匯市場的刺激政策，通常都是屬於緊縮的貨幣政策(例如：升息)，而這又會反過來危害到股票市場的上漲走勢。換言之，在外資因為美國升息周期而開始出走台灣，這一系列從台灣資產變現的行為，實質上都會在各金融市場當中對於台灣產生壓力，除非台灣政府願意放任不管，全憑自由市場的機制來解決這些壓力，否則一旦台灣政府插手介入，實際上各項政策之間都是會產生相互矛盾的影響效果，使得台灣無法單憑著少數幾項政策，而達到全面性解決的效果。

一、國際資本移動所帶來的挑戰

國際熱錢外移所帶來的痛苦，是讓台灣面臨到嚴重的新台幣貶值，進一步來看，台灣的貨幣貶值，自然會使得新台幣的購買力更為薄弱，因此在國際貿易的市場上，台灣在進口原物料或是商品時，就需要付出更多的貨幣，⁸³換言之，也

⁸³ 本國貨幣的貶值，代表了本國貨幣的購買力下降，因此需要付出更多數量的本國貨幣才能買入一樣數量的商品，此一過程與「通貨膨脹」所指涉的「貨幣購買力下降」是相同的概念。



就是台灣會因為貨幣貶值，進而面臨到嚴重的通貨膨脹。但是相對來說，台灣的貨幣貶值自然是有利於刺激台灣的出口貿易，而且是在整個大環境的強勢美元趨勢之下，新台幣自然而然地趨向貶值，並不是台灣政府刻意耗費成本去達成的目標。

在這樣的分析脈絡之下，我們可以清楚地看到，台灣政府如果放任美元升息的大國政府，選擇「順從」美元升息的趨勢，對於台灣來說，最大的傷害就是本國貨幣嚴重貶值、外匯存底大幅度減少、通貨膨脹攀升，但相對的好處就是出口順差可以提升。但如果台灣此時的目標是要盡力將美元保留下來，也就是採取「對抗」的立場跟美國競逐美元，對於台灣來說，益處自然是維持新台幣的購買力，有效對抗通貨膨脹的發生，以及減緩外匯存底流失的速度；但是相應的缺點就是台灣需要提高基準利率來吸引外資停駐，而基準利率一拉升就會直接傷害到國內的投資與消費力道，對於台灣的經濟成長來說，自然是會產生嚴重的傷害。

由此可知，對於多數的國家來說，因為自身對於「經濟成長」和「通貨膨脹」的重視程度不一，因此東亞國家在面對美元升息週期的情境時，基於對「經濟成長」有特殊的偏好，因此最終在匯率方面的表現自然是「順服」大國居多。

但對於台灣或其他東亞國家來說，維持經濟成長的偏好，因而順服強勢美元的結果，就會造成台灣需要以其他的政策工具來應對輸入性通貨膨脹與本國貨幣貶值、外匯存底快速減少的難題。就前面兩個難題來看，其實都是源自於「本國貨幣貶值」所造成的，但是因為選擇了經濟成長，同時也是順服了強勢美元的政策，所以台灣就不可能再以國家的力量去支撐本國貨的匯率價格，因此，台灣政府就必須把問題鎖定在「輸入性通貨膨脹」的範圍之內，

至於比較急迫的問題，也就是「外匯存底快速減少」的困境，則是端看個別的中央銀行如何對於外匯存底進行調控。主要的作法，就是增加換匯與資金匯出的困難度，以及鼓勵國內的企業將停泊在海外的資金匯回國內(陳美君，2022)，總的來說，就是要增加央行手所持有的美元數量，並且減少國內美元資金出走到海外的數量。



如果是從國際收支平衡表來分析，對於個別央行而言，分類在資本帳與金融帳的資金，都是屬於前述所謂的「逐利而居」的國際熱錢，在確定「順從」強勢美元的政策之後，這些國際熱錢就會開始進行挪移，從低利率與弱勢貨幣的國家匯出。也因此，該國央行能夠倚靠的對象，就是自己國內的出口商；這些從國際貿易中賺取貿易順差的出口商，手上自然會擁有比較多的美元貨幣。而且就東南亞小國的國際收支帳結構來說，如下表所示，經常帳的總量基本上是比金融帳和資本帳來得高，因此各國央行若是想要減緩外匯存底外流的速度，從經常帳的面向進行調整，自然是比較容易。

表5-3：東亞各國際近兩年的國際收支帳

	2021			2022		
	經常帳	資本帳	金融帳	經常帳	資本帳	金融帳
台灣	117.97	0.01	105.65	100.88	-0.05	98.10
南韓	85.23	-1.55	78.49	29.83	0.01	38.83
泰國	-10.65	0.01	-1.12	-17.23	0.35	-12.44
馬來西亞	14.14	-1.37	7.82	10.49	-1.04	8.24

備註：經常帳與金融帳的單位皆為10億美元，資本帳為億美元

資料來源：世界銀行<https://data.worldbank.org/>

二、各國的「對抗」策略：競逐美元

在「國際資本撤離」的階段，國際資本撤離海外各國的主要原因，自然是因為基於成本與收益的綜合考量，在成本考量方面，國際資本的出資者自然有其成本：如果這些資金是以「美元」的形式在國際之間流動，那麼聯準會的基準利率自然就會是美元借貸的最低水準。⁸⁴而當國際資本停留在海外各國內部，各國國

⁸⁴ 由於聯準會所制定的是基準利率，而真正在市場上進行借貸時，金融機構仍會把自己的營運成本、風險貼水...等因素考量在內，所以實際在金融市場上所成交的美元借貸利率，絕對是會比基準利率還要高很多。



內的金融市場就需要能夠提供相當的預期報酬率，並且是能夠高於國際資本所設定的要求報酬率，⁸⁵才會有足夠的誘因使得國際資本願意停留。

總的來說，當聯準會開始升息之後，就代表美元的借貸成本上升，抑或是使用美元進行投資的要求報酬率增加，當國際資本預期新興市場(也就是各國國內的金融市場)無法給予持續更高的報酬率之後，自然就會主動撤離新興市場；另外一種被動撤離的邏輯，則是來自於這些國際資本背後的出資者(可能是來自於已開發國家的退休基金，或是共同基金、對沖基金)，順應著聯準會的升息步調，逐漸將原本投資的標的轉移到較低基期的已開發國家。

因此，我們若是以「重定價權力」的觀點來解釋國際資本移動，其實在相當程度上，這也是屬於「劫掠」各國財富的一種權力，只是「重定價權力」是透過相當隱晦的形式在進行著。何以故？因為美國施行「重定價權力」之後，就是直接對於美元的價格進行干預，以表面上看，就是美元的價值與購買力獲得提升，但對於個別國家的影響來說，就是該國必須要付出更多的代價或是報酬，⁸⁶才能夠免於資本流出的負面效果。正是因為該國要提供更高的利率或報酬率，所以這就相當於該國必須提供更多的經濟利益來換取國際資本留下；以此觀之，這種狀態當然算是一種「劫掠」行徑、趁火打劫。

但不論是主動或是被動，當美元進入升息循環之後，國際資本開始撤離新興國家是屬於資本移動的常態現象，這點在過往歷次的美元升息循環的初期，都可以看到國際上出現明顯的資金移轉，以及相關的新聞報導(潘姿羽，2022；陳美君，2022b)。

正因為國際資本移動的成因，是屬於外部環境的影響，因此個別國家只能是被動接受這樣的外溢效果。但是各國卻是可以選擇在應對政策方面，對於「國際

⁸⁵ 國際資本的要求報酬率(X%)，可能包含有出資人的金融機構的借貸利率、國際資本的營運成本(Y%)，因此小國要吸引國際資本留下，必然是要有大於(X+Y)%報酬率的商品或是投資項目。

⁸⁶ 貨幣的報酬，就是利率，因為持有現金的人，他就是犧牲把現金存入銀行的利息收入，而選擇持有現金。所以要讓小國內部的國際資本選擇留下，自然就是需要提供更高的利率或報酬率作為代價



「資本撤離」的趨勢進行對抗，換言之，就是利用政策工具讓外資撤離的幅度減輕或是不發生。

如果我們細數其他受影響國家可以使用的政策工具和行政手段，最為粗暴的方式就是以「外匯管制」限制資本移動，但這項行政手段本質上是「飲鳩止渴」，限制資本移動的後果，將會造成資金改以地下匯兌或其他非法的渠道外流，是否真能夠把資金留在國內顯然有所疑慮，再者，外匯管制等於是增加資本移動的成本，讓其他尚未進入該國的外資，對於是否能夠拿回資金產生疑慮。這樣做法對於吸引外資而言，顯然是會產生極度負面的影響力。

對於個別國家而言，除了行政手段之外，從貨幣政策方面著手，主要的做法就是提高該國的本國幣匯率與利率，因為美國開始升息之後，美元的利率提高，在匯率市場上也會表現出強力升值的趨勢變化，所以這對於停留在該國的國際資本來說，等於是利率和匯率方面都承受到雙重的壓力和損失，也就加大了撤離該國的誘因。所以對於單一國家來說，自然是需要在該國國內的利率和匯率提供更高的誘因或是補償，才能夠讓國際資本更有意願留在該國，而不是回流美國。

但是提高自身的本國幣匯率，以及提高國內的利率，這兩項作法雖然可以減緩資本撤離的速度，不過相對來說，就是要付出「傷害經濟成長」作為代價。提高國內利率的效果，將會對於國內的經濟動能產生抑制的結果，國內資金借貸的成本增加，使得企業縮減新的資本支出與投資案；對於民眾來說，利率增加也會連帶影響房貸、車貸、信貸的貸款利率，使得民眾不得不縮減開支以便於支應提高後的貸款利息。

由此可看出，民眾減少消費與企業縮減投資，對於經濟成長來說當然都是負面的影響。至於央行拉升本國幣的匯率，對於該國從事國際貿易的效果來看，本國幣的匯率上升是讓本國幣的購買力增加，因此是有利於進口商，但是相對而言就是不利於出口商，所以效果就是會讓該國的出口貿易下滑，進口貿易增加，因此最終就是貿易順差下降。

由上述的推論可以清楚地看出，當受影響的國家要利用高利率與高匯率留住



國際資本時，對於國內的經濟動能來說將會產生雙重的打擊，傷害到自身的經濟成長。這對於該國來說，相當於是「魚與熊掌不可得兼」的一道難題：維持國內的經濟成長，就留不住外資；留住了外資，就無法獲得亮眼的經濟成長表現。而綜觀過往的案例，在這種「兩害相權取其輕」的難題中，東亞國家常態性地都是優先選擇保有經濟成長，畢竟提高利率與匯率對於外資而言，究竟能不能發揮留在國內的效果還不確定，也是有可能在自己拉高匯率與利率之後，依然發生外資持續撤離的情況。用一個不確定成效的結果，想要來抵換一個已確定、可以掌握的經濟成長，這對於東亞國家來說，孰優孰劣的態勢應該是相當清楚。

三、「順從」策略：放手美元

經由上述分為兩階段的討論，我們可以清楚地得知，當東亞國家在面對強勢美元所造成的負面影響時，針對於國際資本撤離的範疇，東亞國家實際上是有相關的政策工具來應對，只是這些政策工具所產生的代價，通常都是以「傷害經濟成長」或是「提高給予美元資本的報酬率」作為代價。對於東亞國家而言，這樣的政策代價顯然是較為巨大的，倘若個別國家不願意犧牲經濟成長或是經濟利益，那麼自然要利用其他的方式來轉移美元資金出走所造成的傷害。

在結束「採取對抗策略」的討論之後，接下來所要討論的，便是「採取順從策略」。因為有了前面的討論，所以本段落其實可以很輕易地比較出，當個別國家面對到美國的強勢美元、貨幣升息時，如果該國並不是如之前所討論的，採取強硬的抗衡策略，而是順應整個美元的貨幣走向，接受其外溢效果或是僅僅是微弱的抵抗時，本文認為這應該都可以歸類為「順從」行為。

例如在面對美元霸權的權力行使，台灣基本上對於美國施展「遞延性權力」的態度，絕大多數的時候都是採取「順從」策略，這是因為當前的美元仍然擁有著國際流通貨幣的地位，而且美元依舊是全球接受度最高的貨幣，扈從了「遞延權力」，實際上就等同於順從了美元貨幣，以及以美國為核心的國際貿易體系，因為順服這套的貿易體系，就能像過往一樣，持續從美國的終端市場上賺取到貿



易順差的美元。

從台灣自身的政策偏好來看，台灣選擇了跟隨強勢美元的經濟波動，在經濟成長的外衣之下，面對外資出走，縱然是可以利用往後的貿易順差來進行彌補。但是這一切的大前提，仍然是建立在以美元為國際貨幣體系的核心之上，台灣願意順從、忍受強勢美元所造成的傷害，就等於是繳交保護費給美國一樣，讓美國願意接納台灣進入世界體系之中，使其成為主要貿易對手；並以持續賺取美元貨幣作為台灣扈從的補償代價。當然，從長遠來說，美元的內在價值是不斷地衰減當中，而且美元作為國際貨幣的儲存價值功能也不斷地受到挑戰，台灣以及其他東亞國家究竟願意持續擁有這些美元到何時？其實是沒有辦法預測的，而除了一昧地順從、忍受美元的貨幣權力之外，也開始找尋其他的策略來規避自己在未來所可能遭遇到的傷害，這就是在第六章所要討論的「去美元化」策略。

四、比較兩種時期的美元回流

經由上述的分析可以發現到，從台灣的角度觀察，在經濟循環的各週期當中，台灣會在兩個特定週期當中遭遇到劫掠型的國際貨幣體系，若是以美國的經濟循環週期為基準，其一是在美國經濟衰退與復甦的「弱勢美元」期間，台灣會遭遇到來自美國的「劫掠型」貨幣操控，美國會透過經濟政策以外的手段對台灣施壓，以便於逆轉原本的國際貿易流動，使台灣配合其「弱勢美元」政策，以利於美國的經濟復甦。

另外，則是在美國展開「升息循環」的期間，此時國際貨幣體系當中會出現「美元逆回流」的現象，因為美國聯準會的回收資金舉措，使得原本停泊在海外市場的國際資本開始大批、連續性地回流美國。雖然升息循環的決策因子並不包含對於國際貨幣市場的影響，但是在國際貨幣體系當中的行動者—國際資本，極度容易受到各國的利差影響，而產生跨國境的資本移動。由於這種移動取決於風險與預期報酬的計算，因此台灣並沒有直接干預國際資本流動的手段，而是只能透過貨幣政策的調整利率，進而影響到國際資本的利益考量。

因此，如果在國際貨幣體系中，美元由美國流向台灣是屬於多數時間中的「常態」，那麼當美元大規模地從台灣回流到美國，就是屬於「非常態」；透過下表的整理，可以清楚地看出在本文所討論的兩種類型的「非常態」美元流動，台灣都是屬於被劫掠的對象，而發動劫掠的主體，一是來自美國，另一個則是來自國際資本，兩者的效果都是要讓原本在台灣境內的美元回流到美國，而差別在於一個是透過國際貿易的渠道，而另一個則是通過金融流動的渠道；而台灣對於貨幣的操控能力，對於前者是具有決斷的能力，但對於後者卻是只有間接的影響力，因此兩相比較之下，後者對於台灣的傷害、劫掠影響，應當是比前者還要來得大更多。

表 5-4：非常態時期的美元回流

	第一型的美元回流	第二型的美元回流
美元流動方向	大趨勢：美國→台灣 劫掠方向：台灣→美國	大趨勢：台灣→美國 劫掠方向：台灣→美國
美國的貨幣操控	劫掠型	放任型
發動主體	美國	國際資本
發生時間點	美國的經濟衰退期、復甦期	美國的升息期間
劫掠的管道	經常帳	資本帳與金融帳
對台灣的影響	對美國的貿易順差縮小	外匯存底減少

資料來源：本研究自行整理

如果更細部來看，當美元回流美國時，對於台灣所帶來的負面影響，是台灣內部的國際資本將會跟著回流美國，而這個回流的過程將會對於台灣國內的實體經濟和金融環境帶來衝擊；前面提到國際資本需要賣出新台幣之後，才能換回美元，而台灣央行如果為了維持匯率穩定，將採取行政手段和國際資本對沖，也就是台灣央行會在外匯市場上買入新台幣，賣出美元(陳美君，2022c)。換言之，如果台灣央行可以完全滿足國際資本的換匯需求，自然就能夠維持新台幣的匯率穩定。

我們可以在這裡稍微停一下，先思考一個問題：台灣是如何拿出這麼多的美



元來跟國際資本對沖呢？實際上，我們知道美國的貿易對手國，在賺取大量的外匯存底與接受 FDI 之後，會把部分的美元拿去購買美國政府所發售的國債，而這些國債，以及被台灣央行保留在國庫之內的美元，就是構成台灣央行可以隨時動用的美元貨幣。保留在國庫內的美元，主要是因應日常公、私部門的換匯所需；⁸⁷而被台灣央行轉投資在美國國債的美元，則是因為在國際市場上，美國國債的買納量極大(如下圖所示)，每個月都有上兆美元的交易額在進行轉手買賣，甚至是超過 2 兆美元的發行量也不遑少見，因此台灣央行如果有變現需求時，便可以隨時在國際市場上進行拋售，兌換成美元，以便於因應國際資本的換匯所需。

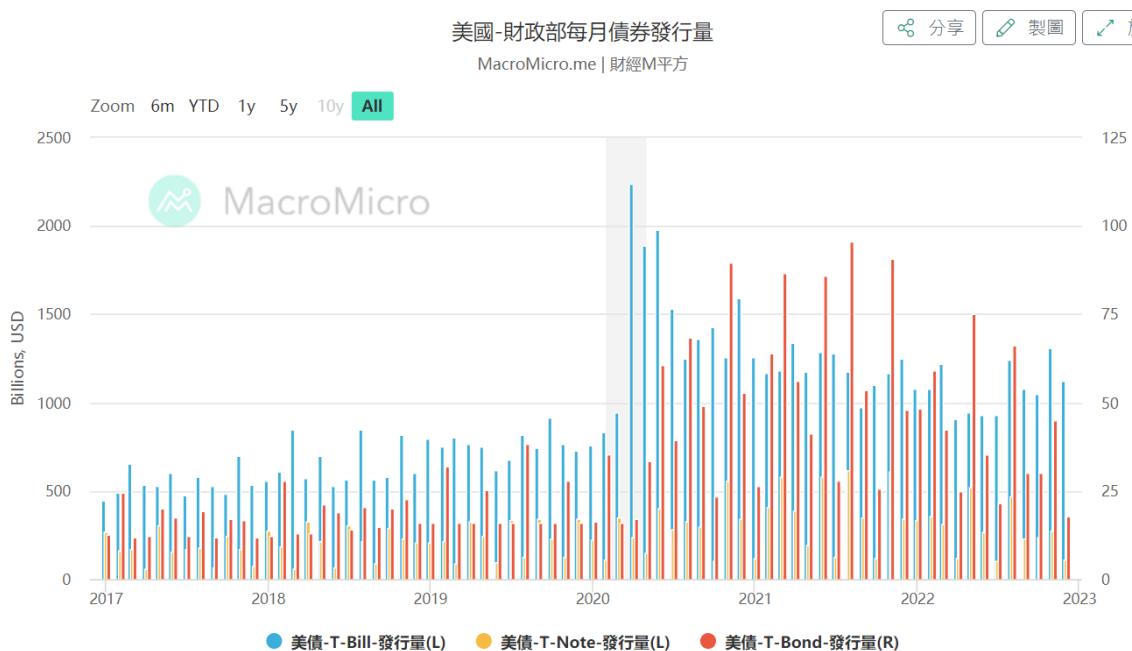


圖 5-9：美國財政部的國債發行量

資料來源：財經 M 平方(<https://www.macromicro.me/collections/51/us-treasury-bond/4458/us-treasury-issuance-gross>)

所以在這個過程中，台灣央行在國際市場上賣出公債，收回美元，而這些美元多數是為了國際資本流動所準備，而美國公債就會面臨到較大的賣壓，因此公

⁸⁷ 1960 年代，經濟學者特里芬認為外匯存底最低應該滿足該國 3 個月的進口需求。而如果連同該國的對外債務一併考慮，蓋杜蒂-葛林斯班法則(Guidotti-Greenspan rule)認為，一國若是容易受到資本移動所產生的傷害，則應當持有未來一年內到期的對外債務之外匯存底數量，其約略等於 M2 的 5%~20%。



債價格就會受到壓抑而走低，此時與公債價格變動方向相反的公債利率，就會反向走高。這樣的連鎖反應對於聯準會來說，自然是樂觀其變。因為聯準會在升息階段，原本就是希望在金融市場與實體經濟中的美元數量越來越少，而當台灣也開始儲備美元現鈔的時候，就相當於是有聯準會以外的美元需求，在海外市場不斷地吸收美元現鈔。姑且先不論台灣央行在賣出美國公債之後，所得的這些美元現鈔是否會被國際資本全數兌換掉？也先不論這些國際資本在台灣換得了美元之後，是否會全數回流美國？但至少在美元升息循環的初期，台灣央行就會根據自身的計算，而開始加大自己在美元儲備方面的準備；這對於聯準會來說，當然是屬於升息政策的外溢效果。

對於台灣央行來說，如果能避免動用到貨幣政策變動，就可以滿足國際資本的美元需求，這當然是最為理想的狀態；而如果要改變貨幣政策，以此增加國際資本停留下來的誘因，如前段分析所討論的，台灣央行將會優先選擇跟進升息，以此作為誘因。所以這樣看下來，我們可以推導出台灣央行在面對到美元升息循環的初期，其因應的政策手段依序為：

國庫內的美元→變現美國國債→啟動小國國內的升息循環

前面兩個政策工具，都是限縮在台灣央行本身的資產負債表內，也就是這兩項工具的影響層面較小，對於央行之外的金融市場和實體經濟所產生的影響幾乎微乎其微。但是一旦要動用到貨幣政策工具，則是會直接影響到國內的實體經濟活動和金融市場；尤其是以台灣央行自身的政策偏好來說，在政策選擇上是偏向於弱勢匯價的外匯政策，因此像是升息或是升值，這類型的緊縮型貨幣政策都不會是台灣央行的優先選項。因為對於台灣來說，如果能夠不跟進升息，就等同於是在「強勢美元」的外部環境之中，採取相對弱勢的匯率政策，所以當美國聯準會先行升息，而台灣央行不跟進，就等同於是台灣央行不進行任何政策改變，就能達到「貨幣趨貶」的效果。

倘若基於穩定匯價的理由，台灣央行為了避免匯率市場單方面地失衡，造成



本國貨幣(新台幣)的價格快速貶值，以及外資大幅度匯出的結果，台灣央行就會選擇跟進升息循環，雖然是與美國維持固定範圍的利率差距，但這樣的效果也就是優先確保新台幣的匯率價格不致於產生過多的波動，也可以減少國際資本單方面外流的誘因。所以在這個情境之下，我們可以看到除了聯準會利用升息循環來吸收美元之外，而同一時間在台灣方面，台灣央行可能先是賣出手上所持有的美國國債，籌措相當數量的美元現鈔來供應國際資本流動；抑或是展開台灣國內的升息循環。

換言之，從國際貨幣體系的美元供需來看，此時的美國聯準會自然是美元的需求者，因為他要吸收之前超額供給的美元；而台灣的央行呢？此時他也是扮演著美元需求者的角色，因為國際資本是有權力像台灣央行兌換出美元而回流出，所以台灣央行需要先行儲備足量、甚至是超額的美元，以供國際資本兌換之用。

而此時的國際資本，如果細究他們對於美元的需求與流向，實質上她們對於美元雖然有所需求，但實際上只是把帳面上的美元從台灣轉移到美國，或是從 A 國轉移到 B 國，抑或是仍然停留在 A 國。換言之，不管國際資本是否轉移名下的美元、如何轉移他們名下的美元？它們本身其實就只是扮演著美元流動的渠道而已，而不是吸收美元的真正需求來源。

對於台灣來說，雖然這時候所遭遇到的國際貨幣體系，以台灣自身的立場來看，是一種因為國際資本流動所型塑成的「劫掠」環境，但是美國的升息週期並不是針對於台灣而來，所以台灣實際上並沒有面對到「對抗/順從」的選擇難題。再者，台灣在進行「賣出美國國債、換得美元資產」或者是「跟進升息循環」的政策作為時，本質上就是在以「美元需求者」的角色在國際貨幣體系當中活動著，因此台灣央行所做的政策作為，實際上是跟美國聯準會的行為如出一轍，同樣都是在做「吸收美元」的行為。

雖說此情境之下，台灣央行與聯準會同步都在吸收美元，但是兩者的行為卻不會產生排斥的效果，甚至應該是說，美國聯準會對於台灣央行的行為，在立場



上應當是抱持著歡迎且正面的態度。這是由於聯準會對於升息的目標設定，其主要目標就是要減少在外流動的美元貨幣，讓每一塊錢的美元價值獲得提升，藉此壓低通貨膨脹與金融資產泡沫的程度。倘若在聯準會升息的過程中，能夠有另一個國家的央行，也像聯準會一般，同樣做著「吸收美元」的政策作為，在這樣的情境下，將會更有助於聯準會盡快達成其政策目標。

所以在美國展開升息循環的初期，台灣為了穩定國內經濟金融情勢，其實也是做出吸收美元的政策作為，這自然是代表了雙方對於貨幣政策的立場是一致的，而且在美國的眼中，當然也無須對於台灣的貨幣政策行為進行任何的干預或是施壓，仍然只需要採取「靜觀其變」的態度即可。

肆、小結

當美元強勁升值時，會拉動海外的資金往美國移動，如此一來，等於是美國在利用緊縮貨幣政策的手段，直接與海外各國競逐美元；從美國自身的立場來看，其實聯準會的本意並不在美元本身，聯準會所在意的，第一優先的項目是在於打擊通貨膨脹，第二優先項目則是在維持經濟成長。所以此時所行使的「貨幣權力」則是達成優先目標時所使用的工具手段而已。

換言之，在美元升息循環的時段，此時的美元匯價因為聯準會升息的關係，所以表現得較為強勢，本研究認為這是屬於美國在施展「重定價權力」，使得美元價值和購買力重新被強化，並產生回流美國的吸引力。當海外各國面對國際資本開始回流美國的情境時，這樣的強勢美元會對於其他國家的經濟產生三種層面的壓力與傷害(MoneyDJ, 2022)：

1. 對其他國家的政府或是企業而言：由於美元匯價的提高，使得該國的外債壓力升高，因為美元對該國貨幣強勁升值之後，雖然該國的外債以美元計價來看，數額並沒有變動，但是以該國貨幣來看，美元升值之後，該國需要以更多數量的本國貨幣來換取固定數量的美元，因此對於該國政府(或是企業)來



說，償債的壓力變大。

2. 對該國企業或是外資而言：資本外移。國際熱錢和企業投資的資金，會考量個別國家與美國之間的利差和匯率表現，作為是否移動資金的決策因素。如果該國貨幣的利率、匯價無法跟上強勢美元的升息程度，抑或是無法保持與美國基準利率之間的差距，自然會產生資本大量外移的推力。
3. 美元升息反映了通膨偏高，因此美元的購買力與內在價值可以透過聯準會的升息循環獲得加強。但是相對於個別國家而言，不一定會跟著聯準會的腳步「升好升滿」，如果該國沒有跟上，就等於是該國獨自承擔了通膨對於貨幣的侵蝕，而造成該國人民的財富受到減損。
換言之，從個別國家的自身立場來看，面對到美元霸權在升息循環的時段，自然會因為資本外流而產生「美元荒」的困境，此時該國的最佳應對策略，理應是要截斷美元升息所造成的資本外流壓力，而這股壓力就如同前段所述，主要是發生在「匯差」與「利差」方面。倘若該國能夠跟隨美元升息，甚至是擴大自身的升息幅度，也就能夠縮短與美國之間的利率差距，這對於縮短兩國之間的匯率價差，自然也能夠發揮一定程度的作用。

但從前述的討論中，我們可以得知對於個別政府而言，升息的效果除了打擊通膨，減少資本外流的吸力之外，基本上對於國內經濟的傷害也是不容小覷。因此最為符合小國利益與偏好的作法，應當是選擇「順從」資本外流。既然美國的「重定價權力」會造成資本帳和金融帳的外流，那麼小國也自然可以依靠賺取更多的貿易順差，同樣利用美國的另一種貨幣權力—「遞延權力」，來彌補資本外流所造成的空缺和傷害。



第三節、台灣應對「強勢美元」的外溢效果

(二)：通貨膨脹

在討論完大國在升息循環所可能發生的對外影響和外溢效果之後，我們接下來便進入到個別國家的數據與案例中進行實際驗證，由於在本章第二節的內容中，我們已經討論過單一國在面對美國「放任型貨幣操控」的第一種外溢效果—「美元回流」，並且也運用實際案例與數據進行驗證，所以相關的內容就不在本節重複，本節的討論重點將會集中在對抗第二種外溢效果—「通貨膨脹」的策略選擇與實際作為。

當美國經濟陷入衰退時期，為了拯救國內的經濟，聯準會相應採取寬鬆的貨幣政策時，自然是對金融市場與實體經濟投入大量的美元貨幣；而在經濟情況開始復甦之後，隨然金融市場與經濟情勢的穩定，此時民眾與企業對於商品與資金的需求重新回到上升趨勢，而之前聯準會在降息周期中所釋放的大量美元貨幣尚未回收，⁸⁸這使得美元成為推升原物料價格的絕佳燃料。

從經濟活動的層面來看，原物料的商品價格會因為經濟不景氣、民眾與企業的需求減少，所以進入商品價格的下跌周期當中，但是當經濟開始回溫之後，過往消失的需求重新回來，則有助於商品價格回到上漲趨勢。再者，從金融市場的層面來看，價格歷經下跌走勢的原物料商品，由於在市場價格方面呈現出低位階的價位，因此容易引來金融市場的資金炒作，造成新一輪的原物料價格上漲趨勢。

對於個別國家而言，面對來自成本面的原物料價格上漲，反映在貨幣方面就是所謂的「通貨膨脹」，縱然這個起因並非小國所造成，而是由大量美元在市場上流動所造成的物價上漲，但是引發大規模的物價上漲、通貨膨脹卻是由整個原物料市場的參與者(也就是包含小國在內的所有國家)共同承擔。誠如之前所討

⁸⁸ 依照央行的政策工具來定義，唯有進行「升息」或是「縮表」(縮減資產負債表)的階段時，才算是聯準會正是從市場上回收資金。



論的，再加上因為國際原物料的計價單位都是美元，這對於美國而言，因為美國是美元貨幣的製造者，而且可以透過升息/降息循環周期來控制美元的價格，所以美國本身可以利用貨幣政策工具來應對通貨膨脹。

但是對於東亞國家來說，各國由於具有「新重商主義」的核心思維，再加上東亞國家賺取美元的途徑多是來自於出口貿易，這使得各國在原物料上漲所導致的通貨膨脹時，雖然可以利用自身的貨幣政策工具來應對，例如本國幣的匯率升值、升息、乃至於使用其他的財政政策或是行政手段來處理。雖然可以使用的政策工具眾多，但是對於東亞國家來說，這些工具確是有著不一樣的優先順序。

A. 置之不理：

該國政府的置之不理，就是讓民生物價完全反映國際的通膨狀態，雖然不會對於政府造成額外的財政支出，但是通膨引發的民怨將可能降低該執政團隊的支持度，造成下屆選舉的困談。

B. 匯率升值：

如果該國利用匯率干預的方式，引導自身的本國幣匯率升值，這對於進口原物料的廠商來說，雖然原物料的商品價格呈現上漲趨勢，但是本國幣匯率升值之後，有助於減輕進口商的負擔，使得進口商可以用本國幣升值之後，較低廉的美元去購買漲價的商品。如果進口商的成本漲價壓力獲得減輕，自然也不至於將進口成本的漲價都完全轉嫁給國內消費者，自然也就能夠減緩該國內部的通膨壓力。

雖然透過該國央行引導，讓本國幣升值有助於減緩通膨的壓力，但是照顧了進口商的結果，相對來說就是傷害的出口商。這對於該國政府或是央行而言，傷害出口貿易的行為等同於傷害自己的外匯存底，這是有違於「新重商主義」的核心思維。再者，利用匯率政策幫助了進口商，另一方面就是損害出口商，這在 GDP 的計算上，出口減少而進口增加的結果，將會使國際貿易的順差

縮減，甚至出現逆差的狀態，這對於東亞國家的政府來說也是不樂見的情況。

C. 央行升息

央行透過升息的手段，確實是可以有效打擊通貨膨脹，但由於央行的貨幣政策是影響到整體國內的經濟情勢，因此升息之後將會對整個社會產生影響與改變，並無法針對特定行業或是特定市場進行微調。

D. 透過其他行政手段或財政政策

例如透過調降關稅、貨物稅等作法，降低進口原物料的成本，或是補貼進口成本，使得終端市場的民生消費部分不致於完全反映物價上漲。

但是以上的四點作法，基本上僅就各國自身的政經考量做出發，並沒有納入外部的變項，而我們從前幾節的討論與分析中，我們已知各國在美元升息循環的階段，面對到美國所採取的「放任型貨幣操控」，由於美國並沒有要干預其他國家的貨幣政策，以及掠奪各國的經濟利益，因此東亞國家並沒有「對抗」美國施展「貨幣操控」的可能性或是選項。

但此時美國仍然擁有貨幣權力，而且其體現的方式將是以「遞延權力」展現。換言之，此時的美國需要的是重新強化與各國之間的貿易往來，以便於美國能夠透過美元霸權的地位持續施展「遞延權力」。所以在此一時期，既然貿易對手國沒有「對抗」大國貨幣權力的可能，而各國基於擴大貿易以及賺取財富的立場，自然是選擇了「順從」的立場與策略。所以我們設定了兩種次類型來對各國進行分類：「一般順從型」與「利益加大型」。

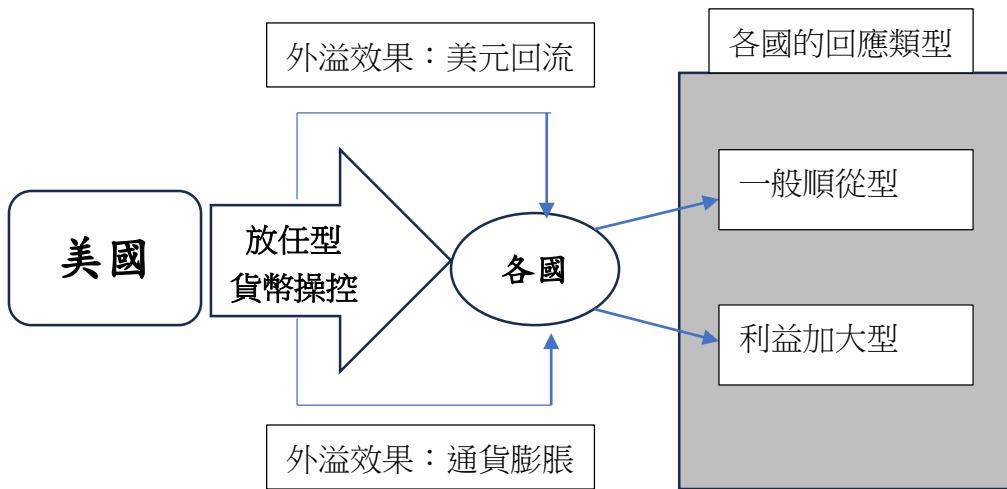


圖5-10：美元升息階段的美國貨幣操控與各國回應

資料來源：本研究自行繪製

「一般順從型」就是表現出貿易對手國的偏好：對外是加強該國與美國間的貿易往來，藉此賺取更多的貿易順差，因此在面對到資本外流的現象時，東亞個國目前都普遍擁有足夠的外匯存底因應短期的資本流動，而不必採取快速升息的激烈手段來對抗資本外流。而對內則是依循「菲利浦曲線」(Phillips Curve)進行升息決策，在「通貨膨脹」與「失業率」之間進行理性決策與取捨。

但本文之所以要提出「利益加大型」這種次類型，其最大的特色是要凸顯台灣與其他東亞國家的差異，也就是台灣在對於國內政經情勢方面，就如同本研究在第三章第二節進行「相對購買力平價」的討論，我們可以得知國家是可以利用「通貨膨脹」的效果，使得該國貨幣的匯率能夠維持偏向貶值的狀態，甚至是透過財務操作獲取更多的國家財政收入。而本研究所鎖定的台灣案例，正是表現出「利益加大型」的強烈特質與偏好。

所以接下來我們可以細部進行分析的主題，就如同我們之前在第三章的內容中，有討論過東亞國家對於貨幣政策的偏好，是基於「新重商主義」的思維為核心，因此會追求更多的出口貿易順差。例如：當全球各國都面對到原物料價格飆



漲的問題時，東亞國家會偏好採取其他的政策手段，以避免影響到匯率價格的穩定；而透過升息來對抗通貨膨脹則是屬於最後不得不的手段。換言之，東亞國家對於通貨膨脹的容忍度，是相對美國而言還要來得更高些。

同時，我們可以透過比較東亞各國和台灣在國內通膨狀態，再對應其升息幅度，並比較美國的通膨數據，以及美國升息的幅度，藉此看出台灣在這些面向上是否具備特殊性，面對通膨的容忍與處理是否更具獨特性，而且政府的財政收入也受惠於此。透過這些數據和資料的比較，進一步證實台灣在面對「強勢美元的外溢效果—通貨膨脹」的處置上，就是我們所要強調的「利益加大型」。

壹、各國升息幅度 對比 美國升息幅度

對於東亞國家而言，各國升息的幅度應當是受限於美國的幅度，而我們在表 5-1 已經有整理出來美國升息的時間與幅度，對比美國所升息幅度，我們下一步就是找出在美國升息循環的時期，我們所選取的各國是否也同步進入升息循環？如果小國也是身處於升息循環，接著就是要檢視各國升息幅度的大小。以下就是本研究所整理的相關資料

表 5-5：美國 2000 年後的第一次升息循環：2004 年 6 月 – 2006 年 6 月

國家	升息循環的起點	升息循環的終點	升息點數(%)
美國	1999.06.30	2000.05.31	4.25
台灣	2004.09.23	2008.06	2.25(1.375→3.625)
韓國	2005.10	2008.08	3.25→5.25
泰國	2004.03	2006.08	0.96→5
馬來西亞	2005.11	2006.04	2.7→3.5

資料來源：本研究自行整理

表 5-6：美國 2000 年後的第二次升息循環：2015 年 10 月 – 2019 年 1 月

國家	升息循環的起點	升息循環的終點	升息點數(%)	備註
美國	2015.12.17	2018.12.20	2.25	
台灣	n.a	n.a	n.a	台灣降息 1.875→1.375
韓國	2017.11	2018.12	0.5	1.25→1.75
泰國	2018.12	2018.12	0.25	1.5-1.75
馬來西亞	2018.01	2018.01	0.25	3→.3.25

資料來源：本研究自行整理繪製

表 5-7：美國 2000 年後的第三次升息循環：2022 年 3 月 - 迄今

國家	升息循環的起點	升息循環的終點	升息點數(%)
美國	2022.03.	未明	4.25
台灣	2022-03-18	未明	1.375-1.875
韓國	2021.08	未明	0.05→3.5
泰國	2022.08	未明	0.5-1.75
馬來西亞	2022.05	未明	1.75→2.75

資料來源：本研究自行整理繪製

從上面所整理的三個表可以看出，在美國進入升息循環的時間點內，東亞各國也都在差不多時間點進入升息循環的週期中，美國第一次的升息循環中，僅只有泰國是比美國還要開始升息，而在第二次的升息循環中，只有台灣當時仍處於降息循環，而沒有跟上大國升息的腳步；至於在第三次的升息循環中，則是只有南韓早於美國開始進入升息。由此可知，基本上東亞各國的升息步調都是跟著美國的利率循環展開，而且除非是因為自身國內經濟的狀況影響，否則展開升息的時間點都是落後於美國的步調。

當然，會造成這樣現象的原因是顯而易見的，因為全球貨幣霸權是在美元身上，所以當聯準會調整美國的利率政策，將會直接影響到流通在外的全球美元數量。例如當聯準會展開降息時，提高美元貨幣供給的結果就是讓流通在外的美元數量變多，這在經濟回溫之後，市場上的貨幣數量就顯得過多，使得通貨膨脹的現象開始出現，而迫使聯準會不得不轉向為緊縮貨幣政策。所以在這樣的背後邏



輯之下，我們可以推估出，跟隨美國聯準會的貨幣政策循環，是多數國家會有的自然現象。

除此之外，我們可以從上表看出的另一項共同點就是在於東亞各國在升息循環的時間內，所升息的利率幅度都是低於美國，也就是說截至目前為止，美國三次升息循環的幅度都是升息4.25%就停止升息，但是對於東亞各國而言，沒有任何一個國家的升息幅度是大於4.25%；甚至是對於那些升息周期的時間特別長的國家來說，例如第一次升息循環的泰國與馬來西亞，他們升息循環的時間比美國還要來得晚才結束，但是在該次循環中，泰國與馬來西亞的升息幅度僅只有4.04%與0.8%，並沒有超過美國的升息幅度。

因此，我們可以從表中清楚地看出，東亞各國在升息循環的時間裏頭，不論就質方面(升息的幅度)或是量(升息的時間)方面，都有受到美國方面的制約，但是這種制約的力量，卻不是因為美國刻意為之的效果，因為美國基本上在這個經濟循環週期內，都是採取「放任型」的貨幣操控形式，美國並不在意或是主動去影響小國。所以我們可以推估出，各國所受到的這種制約，應當仍屬於美國貨幣政策的「外溢效果」，也就是東亞各國要透過升息來對抗通貨膨脹時，依然會以美國的步調為上限，而有所克制或是壓抑自己升息的幅度。

但是，我們應該可以進一步追問，除了美國升息的外溢效果，會造成各國調整升息的制約之外，是否還存在其他的可能外部因素，也是同樣會壓抑或是影響各國調整利率的動機呢？以下就用台灣做為案例進行分析，並嘗試把可能的因素推演到其他東亞國家，比較台灣與其他國家所表現出來的狀態，觀察是否存在相同的動態？抑或是凸顯出台灣和其他國家的差異與獨特性？

貳、各國的實質利率 對比 美國的實質利率

前述的分析中，其實我們是事先假設了「美國與東亞各國面對到的通貨膨脹皆相同」，所以討論各國的升息幅度不如美國、與美國保持固定利差，才有其意義。



但如果我們放寬這項前提假設，也就是「當美國和各國所面對到的通膨幅度不一致」的時候，「東亞國家刻意維持較低的升息幅度」是否能成立？則是需要進一步的討論。

首先我們從過往的討論中，已經知道東亞國家的央行會出現的行為偏好，就是之前我們所提過的命題：「單一國家會刻意維持自身的通貨膨脹程度是大於美國的通膨，如此一來，該國的本國幣將會比美元還要弱勢」。簡言之，就是當一國維持比美國還要高的通貨膨脹率，基於「購買力平價」的數學邏輯，在理論層面上，該國的本國幣便能維持偏弱勢的匯率價格；而偏弱的匯率價格，正是符合東亞國家對美國的「新重商主義」偏好與政策立場：偏向於貨幣貶值。

當然，我們前面已經透過上表 5-5 到表 5-7 的數據整理，得知在每一次的升息循環中，這四國的升息幅度都是比美國還要來得小，但倘若各國所面對到通膨程度不完全相同時，這時候就存在兩種可能：其一是如果各國面對到的通膨比美國還要巨大，但實際案例中卻是各國升息幅度比美國還要更小，如此一來，自然就驗證了本文的假設：「東亞國家刻意維持較低的升息幅度」。而第二種可能則是：各國面對到的通膨比美國還要來得輕微。而在這種情況下，正因為各國面對到的通膨程度比較輕微，因此該國升息幅度比大國還要少，這似乎也是相當合理的情況，因此無法論證出「東亞國家刻意維持較低的升息幅度」的命題。

所以我們接下來要進一步論證的，就是當「東亞國家面對的通膨比較輕微」成立時，之前的命題是否依然成立？這可以再細分為兩個部分進行討論，第一部分是「東亞國家央行所設定(或是面對)的實質利率是否恆小於美國的實質利率」，第二部分是「東亞國家的匯率變動是否依然維持弱勢波動，趨向於貶值」

何以在此處要看美國與各國的「實質利率」呢？這是因為我們可以利用經濟學中的「費雪方程式」(Fisher equation)，其方程式的公式為：

$$\text{名目利率} = \text{實質利率} + \text{通貨膨脹率}$$

經調整移項之後，可得：

$$\text{實質利率} = \text{名目利率} - \text{通貨膨脹率}$$



經由上述公式我們可以得知，如果東亞國家刻意維持較高的通貨膨脹率，就會刻意收斂或是減緩調整名目利率的速度與幅度，換言之，就是讓名目利率維持在「持續追趕」通膨的狀態，這就代表了該國央行有可能是為了達到兩種狀態：其一是讓實質利率持續恆小於大國的實質利率，由於各國債券的市場殖利率反映的是各國實質利率的高低，因此當該國的實質利率恆低於大國的實質利率，就等於是該國政府利用政策的手段，刻意營造出該國的債券市場殖利率，恆小於大國的債券市場殖利率。這樣做的優點與益處，將會在稍後討論。

其二則是讓實質利率持續呈現負數的狀態，換言之，就能夠讓該國國內持續存在著一定程度的通貨膨脹，進而使本國幣匯率價格持續維持弱勢。

這在之前第三章討論「相對購買力平價」(Relative PPP)時，就已經知道了：

$$E_i = E_0 * \frac{P_i / P_0}{P_i^* / P_0^*}$$

當本國的通膨比外國的通膨還要來得大時，將會使得右邊的整個分子分母除起來的數值大於1；換言之，當基期的均衡匯率(E_0)乘上大於1的分式之後，就會使得整個均衡匯率變得更大，因此在其他條件不變的情況下，整體的效果就是等號左邊的名目匯率變大，即本期的均衡匯率(E)變大。當匯率價格變大($E > E_0$)，就是代表本國相對於外國貨幣(美元)而言，本國出現貨幣貶值。例如：基期的均衡匯價是30新台幣兌1美元，而本期的均衡匯價是33新台幣兌1美元，很明顯地就是本期均衡匯率大於基期匯率($E > E_0$)，也就是新台幣貶值。因此，這也就是本國幣的波動方向是趨向貶值，對美元而言則是相對來說是升值的。

如果用直觀的經濟邏輯來解釋，當本國物價上漲的幅度較大時，就表示本國貨幣的購買力嚴重下滑，所以物價才會飛漲，產生嚴重的通貨膨脹；既然本國貨幣的購買力下降，而在美元購買力沒有變動的情況下，本國幣對美元的匯率自然就會貶值，也就是同樣用1美元，可以換得更多數量的本國幣。當我們順著這樣



的思考邏輯往下推論，可以發現到，以東亞國家的立場來看，就像之前在第三章所討論過的，東亞國家對於匯率政策的偏好是傾向於讓本國幣的匯率貶值，因為站在「新重商主義」的觀點來看，匯率貶值就是刺激出口貿易的最佳手段，而刺激了出口擴張，才能賺取更多的外匯存底進來。所以在這樣的邏輯之下，我們可以清楚地看到，當單一國家的通貨膨脹是比美國來得更大時，將會直接導向該國的本國幣貶值的結果，而這樣的結果，對於該國來說，其實是更符合自身的偏好與立場。

總結來看，當個別國家的通膨持續存在，且美於大國的通貨膨脹率時，這時候透過上述「相對購買力平價」公式的概念，我們可以清楚得知此時該國兌美國貨幣(美元)的匯率會發生貶值的走勢，才會使該國貨幣市場的匯率呈現均衡的狀態。而這種因為通貨膨脹所引發的貨幣貶值，正好也會是最為符合該國利益與偏好。而該國國內的通膨持續存在的，再加上該國的通膨大於美國的通膨，這便可以用費雪方程式中的「實質利率」得知，該國的實質利率必然會小於美國的實質利率，甚至是長期處於「負實質利率」的狀態

如果我們先以台灣和美國的實質利率為例，⁸⁹如下圖所示：

⁸⁹ 上述所定義的「實質利率」，名目利率是選取「一年期定期存款利率」，而通膨率則是選取官方所公布的「消費者物價指數年增率」，此一作法是根據台灣中央銀行在 2012 年 10 月所發布的新聞稿中，所選用的相關經濟指標。參見：台灣中央銀行，2012，〈有關我國實質利率目前為負數之說明〉，台灣央行網站，網址：<https://www.cbc.gov.tw/cp-432-41323-1ADD9-1.html>



圖5-11：美國的實質利率

資料來源：Stock-ai.com網站



圖5-12：台灣的實質利率

資料來源：本研究自行整理自<https://stock-ai.com/eom-1-rateSpread>



由於我們只取樣美國在升息循環的時間段，可以並且把台灣在這三次美國升息循環的時間內，所呈現出來的「實質利率」狀態整理成下表。從下表可以清楚看出幾項重點

表5-8：台灣在美國升息期間的實質利率表現

	第一次升息	第二次升息	第三次升息
台灣_正實質利率	7	19	0
台灣_負實質利率	17	19	11 次

資料來源：本研究自行整理

首先是在美國升息循環的時間內，美國會因為通膨膨脹加劇而需要快速升息，這也就代表了美國的實質利率是由負數很大快速收縮。這對於台灣來說，想要長時間讓自身的實質利率低於大國的實質利率，顯然是較難做到的。

但是同一時期內，台灣所呈現出來的另一種狀態，就是盡量讓實質利率維持在負值的狀態，從上表可以發現到，在第一次與第三次的升息中，分別有超過70%與90%的時間都是處在「負實質利率」，也就代表了台灣國內其實是存在著一定程度的通膨，而且這是央行刻意為之的結果。

至於在第二次升息循環的時間內，台灣的正負實質利率正好都維持在半數左右，這表現得像是特例。但是我們如果結合之前表5-6的數據，則是可以發現到當美國在這段升息循環的時間內，台灣其實沒有跟上升息腳步，反而是採取降息的動作。

因此在台灣的案例中，我們可以看出當初所設定的命題「東亞國家央行所設定(或是面對)的實質利率是否恆小於美國的實質利率」，此一命題並不成立，因為個別國家的通貨膨脹與實質利率被政府嚴格地管控著，所以實際上很難出現小於美國實質利率的狀態。但是單一國家央行縱然也進入升息循環，不過也是刻意維持著「負實質利率」的狀態，因為美國升息的目標是為了打擊通膨，所以需要快速地拉高名目利率，讓實質利率轉正。而同一時間該國的通膨正被該國政府所控制著，因此並不需要急著讓實質利率轉正；就如同之前討論所得出的另一種可



能性，若是能讓實質利率盡量維持在負值的狀態，就等於是國內存在著一定程度的通膨，反而有助於讓小國貨幣維持弱勢，有利於該國的經濟成長。

因此對於台灣來說，在美國升息循環時，台灣央行刻意維持著負實質利率的狀態，其目的很有可能是為了要達到上述的目標，讓小幅度的通膨持續存在，而讓負實質利率能夠帶來較弱的新台幣匯率，有助於刺激台灣擴大出口貿易。

所以下一步要進行檢驗的對象，就是在各國的匯率方面，由於美國在升息循環的時間內，美元的購買力與內在價值會因為利率政策而受惠，變得偏向於強勢，這也就帶給了各國在匯率方面的一項優勢，只要個別國家刻意維持較緩慢的升息動作，或是不直接干預匯率市場，就能夠享有偏弱勢的本國幣匯率價格。

二、韓國、泰國與馬來西亞的實質利率

在以上討論過台灣的實質利率之後，我們可以發現到台灣的名目利率與實質利率基本上是有偏低的狀態，而接下來則是直接比較韓國、泰國與馬來西亞的實質利率，因為這三個國家也跟台灣一樣，在名目利率方面都是有落後美國的狀態，但是考量各國通膨的程度不一，因此要在比較實質利率之後，才能確定。

(一) 韓國

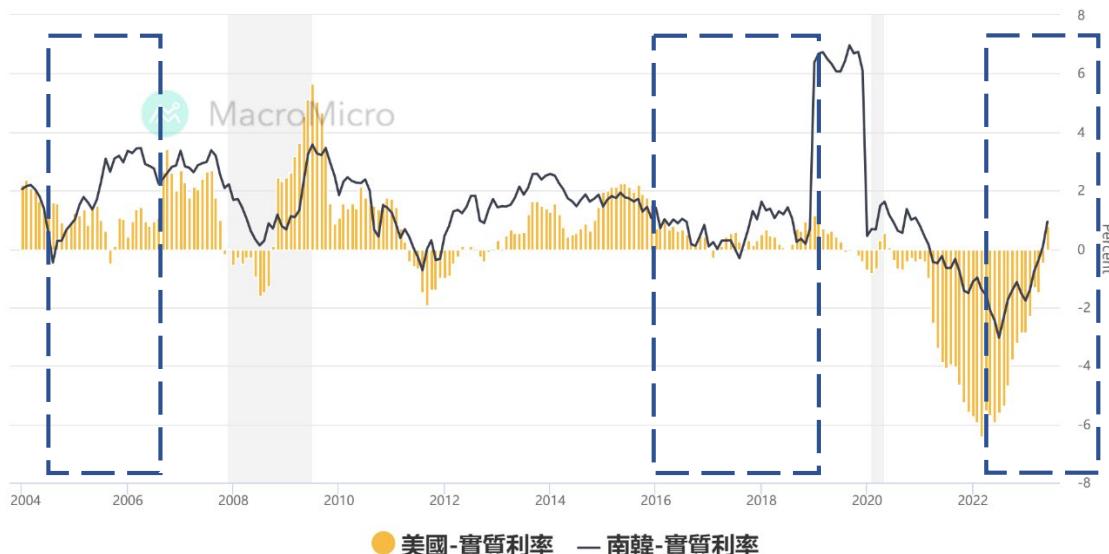


圖5-13：南韓與美國的實質利率比較

資料來源：財經M平方，本研究自行重新繪製



從上圖來看，被虛線方框所框起來的部分，就是美國的升息循環週期，而對比圖中的曲線，即是代表南韓的實質利率，而柱狀體的部分則是美國實質利率。我們可以發現到韓國長時間的實質利率都是在0%之上，而且前兩次的升息循環中，實質利率的幅度甚至是比美國還要來得大。這代表韓國央行其實是有積極在打擊國內的通貨膨脹，並且是以維持著「正實質利率」為主，只有在近年來因為國際運費和原物料飆漲的關係，造成最近兩年的實質利率明顯呈現負值。

而且實際觀察韓國央行打擊通膨的時間點，其實這次第三波升息是從2021年8月就開始升息，遠比美國開始時間(2022年3月)還要更早。所以由此可見，韓國央行對於通膨的反應是相當快速且積極，並沒有刻意維持些微通膨，成長期負實質利率的狀態。

(二)泰國



圖5-14：泰國與美國的實質利率比較

資料來源：財經M平方，本研究自行重新繪製

由上圖可以看出，在美國的三次升息期間，第一段時期有若干月份是出現負實質利率的狀態，而第二段時期泰國的基準利率都是高於通貨膨脹率，因此是屬於正的實質利率為多，而且實質利率的正值幅度甚至是高過於美國。至於在第三個時期，則是因為國際物價的快速上漲，使得通貨膨脹快速上漲，因此就跟前一



張圖的南韓一樣，都有短暫呈現出負實質利率的狀態，直到今年的五月之後，實質利率才正式轉為正值。

因此，我們從數據的觀察可以得知，泰國的實質利率在美國升息階段內，並沒有常態地呈現負實質利率的傾向，這也代表泰國央行確實是有在積極治理通貨膨脹，並沒有刻意維持著些微程度的通貨膨脹。

(三)馬來西亞

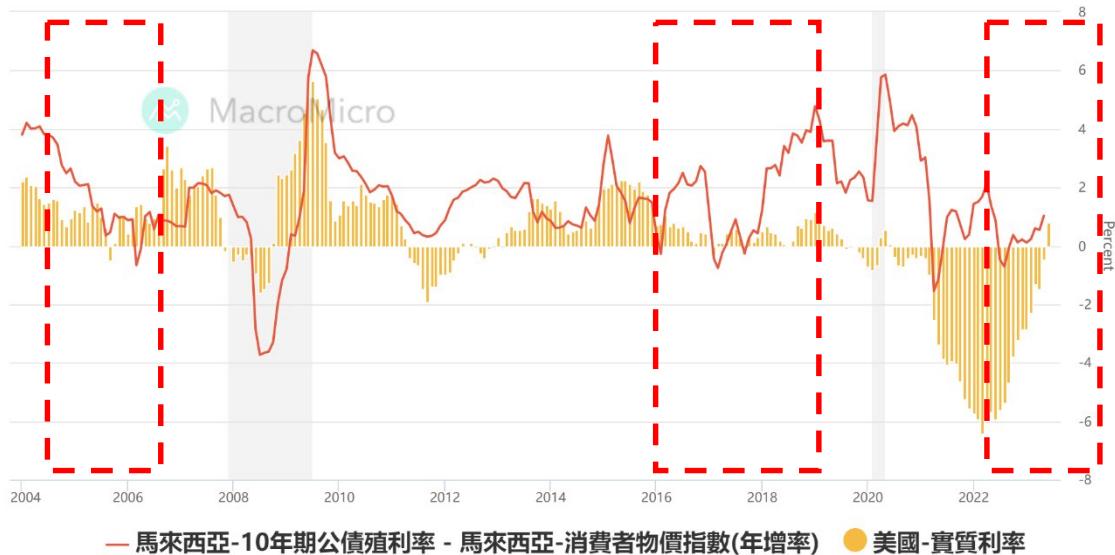


圖5-15：馬來西亞與美國的實質利率比較

資料來源：財經M平方，本研究自行重新繪製

由上圖同樣可以看出，在本研究所選取的三段美國升息循環的區間內，馬來西亞央行對於通貨膨脹的控制都相當良好，這三段期間內，僅只有少數幾個月的實質利率是在0%之下，多數的時間都是控制在正實質利率的狀態。這代表了馬來西亞央行所控制的名目利率，長期間都有追趕上國內通貨膨脹率的上升，因此才會讓10年期公債的市場利率也跟上升，最終讓實質利率維持在正值。

而且觀察最近一次美國的升息，由國際物價快速上漲所引發的通膨，在前述的取樣案例中，諸多國家都有出現短暫的巨大負實質利率的狀態。但是相對之下，馬來西亞的實質利率控制得當，僅是短暫且小幅度的負值。



參、台灣案例分析：維持利差以便於保有央行盈餘

對於台灣的狀況而言，屢次的升息幅度都不如美國，其主要原因被認為是由於台灣央行需要負擔「盈餘繳庫」的任務(陳虹宇等，2021：35-86；吳聰敏，2023)，誠如之前所討論的，台灣央行的收入來源主要是購買外國公債所賺得的利息收入，而央行的主要支出則是央行所要付出的新台幣利息支出。假設透過新台幣的匯率計算之後，央行所持有的美元資產與所發行的新台幣，其價值是大致相等的狀態；而央行只要能夠確保「持有美元資產所獲得的利息」恆大於「發行新台幣所需付出的利息」，這就能夠保證每年央行的利息收入遠大於利息支出，也就是央行每年都能夠「創造盈餘」以供上繳國庫之用。

這樣的邏輯確實可以解釋台灣央行如何每年都能夠有盈餘上繳？而且也能夠從台灣與美國之間的基準利率的差距獲得證明。從下圖可以明顯地看出，台灣與美國之間的利率差距是相對穩定的狀態。但我們需要進一步研究的是，除了台灣之外，其他的東亞國家是否也有相同的狀況發生。如果要確認其他國家跟台灣有著相同的運作邏輯，就必須要符合兩個條件：

- 該國國內的基準利率恆低於美國的基準利率
- 該國央行持有大量的美國國債

唯有符合這兩項條件時，我們可以推論出「東亞國家央行每年均有大量的盈餘可供上繳國家」的結論。另外，我們可以透過前述討論「相對購買力平價」的公式，進一步延伸出單一國家的政府如何應對通膨的做法。從「相對購買力平價」的討論中，我們得知「當某國的通膨比大國高，將會造成該國的均衡匯率趨向貶值」，所以當「通貨膨脹有助於貨幣貶值」此一命題成立時，對於東亞國家而言，將會衍生出政策偏好與立場的第一個命題a.：

- a. 該國會刻意維持自身的通貨膨脹程度是大於美國的通膨，如此一來，該國的本國幣將會比美元還要弱勢。

由此一命題，我們可以知道東亞國家對於通膨是有偏好的，也就是說通貨膨



脹帶來的效果，不必然是完全的副作用，而是有部分的正向效果。也因此，我們可以順著此一絲路，推導出等價的第二個命題b：

- b. 在打擊通膨方面，基於通膨可以帶來貨幣貶值的正向作用，將使得該國對於打擊通膨有所收斂；與美國相比，該國打擊通膨的意願與力道相對來得小。

因為在命題a.中，若是該國刻意維持自身的通膨恆大於美國，就等於是該國在面對通膨時，基於維持較大通膨的隱性目標，所以會刻意收斂對於通膨的打擊力道，這便是上述命題b.的核心意涵。由此可知，命題a.與命題b.是一體的兩面，具有等價的意涵。

而上述這兩個命題(a.與b.)是可以和之前兩個條件合併在一起進行驗證，首先我們要確認地當美國和東亞國家同步發生通貨膨脹時，其通膨程度是否有明顯的差異，其次，在打擊通膨方面，各國與美國所祭出的升息手段是否一致？也就是個別國家與美國的升息幅度是否相同？以及該國與美國之間的利差在打擊通膨的過程中，是否有出現規律的變小或擴大？

當東亞國家的基準利率恆低於美國的基準利率時，根據前面的討論，我們可以有兩種可能性：該國要賺取利差，抑或是該國刻意維持弱勢匯率，而進一步的驗證方式，就是要看該國是如何應對國內的通貨膨脹。倘若在發生通膨之前，該國與美國之間就是維持著固定的利率差距，這個利率差距所代表的意涵，就是該國賺取利差盈餘的主要來源；因此如果我們可以在該國的央行發現到每年都有龐大的盈餘，便是一項重要的佐證。倘若該國的央行沒有擔負賺取盈餘的責任，這以「打擊通貨膨脹」的目標來說，此國就更有其空間進行對於利率政策調整，因為賺取盈餘就代表著許要在該國與美國之間維持固定的利差，自然也就限制了該國能夠調整利率的彈性和空間。以下我們就先用台灣作為案例進行討論。

首先是在台美利差的方面，利率差距主要可以從兩個指標進行觀察，其一是美國與該國各自的公債利率，其二則是美國與該國的央行所控制的基準利率。基準利率是央行所設定的表定利率，而實際在市場上成交的利率，則是要觀察公債



成交的利率。所以我們把台灣與美國之間的公債利率差距拉出來製圖，⁹⁰如下圖所示：



圖5-16：美台的10年期公債利差

資料來源：財經 M 平方，本研究自行重新繪製

如圖所呈現的，在美國的 10 年期公債利率，減去台灣的 10 年期公債利率之後，所製成的紅色曲線，其最低點是發生在 2020 年四月，美台之間的利差僅剩下 0.11%，此一背景正是全球遭遇新冠疫情的衝擊，而美國聯準會快速展開降息循環的時間點；因為聯準會的快速降息，連帶拉低了市場上交易的 10 年期公債利率，而使得「美債-台債」的利差快速縮小。但即便如此，我們仍然看到可以明顯地看出其利差都是位於 0% 之上，這就代表了台灣與美國在 10 年期公債的利差方面，台灣公債的利率恆低於美國公債。但如果從基準利率來看，美國以「基準利率」為指標，而台灣則以「重貼現率」為指標，兩者畫出來的圖形如下所示。

⁹⁰ 本研究在此是採用 10 年期的公債利率，而台灣央行觀察台美之間利差的標的，則是以 2 年期公債為主，參見：台灣中央銀行，2022，〈央行理監事會後記者會參考資料〉，台灣央行：頁 67，<https://www.cbc.gov.tw/dl-192927-bd524ece8a414034acf5a6494621433f.html>



圖5-17：美國基準利率與台灣重貼現率的比較

資料來源：財經M平方

基本上，從此圖可以看出，台灣長期的低利率是從2008年的金融海嘯之後，重貼現率都固定在2%-1%之間擺盪遊走，從利率政策的角度來看，台灣的通膨問題似乎並不嚴重，但實際上我們如果回顧在2012年4月所發生的「油電雙漲」，實際上是因為中油與台電在先前已經吸收了大部分的物價漲幅，因而產生嚴重的虧損，而不得不把物價的漲幅明確反應出來。但我們如果對照同一時期的台灣央行利率政策，在2012年4月前的最後一次調整利率是2011年6月，從此可以很明顯地看出，實際上央行的利率調整跟民間所經歷的通貨膨脹是存在了明顯的差距。既然物價上漲的速度如此嚴重，導致政府必須要把中油與台電的成本明確反應出來，那麼不論在油電雙漲之前或是之後，央行都應該有相關的利率政策的調整才對，但是對照台灣央行的實際作為，確實沒有作為的。

當然，從此一事件的諸多政策調整變動的時間點(聯合報專題，2015)，我們可以整理出一系列的政策變動時間表，如下所列：



表5-9-：台灣運用國營企業來吸收通膨的案例

時間	政府相關作為	備註
2007.10	以 10 月底油價為最高點，啟動油價凍漲	
2008.05.28	油價一口氣調漲 12.7%	中油虧損 1200 億餘元
2008.07.01	又調漲電價 12.6%	
2008.07.02	再調漲油價 4.3%	
2010.12	啟動油價緩漲機制	2012 年 3 月 31 日才結束
2012.04	調漲油價 10.7%	被稱之為「油電雙漲」
2012.05.15	調漲電價 29.5%	
2018.04	連續八次放棄調價公式而凍漲電價	
2022.06	電價平均漲 8.4% 汽柴油各調漲 0.4 元與 0.3 元	
2022.11		台電年度虧損 2000 億，年度發債 977.7 億

資料來源：本研究自行整理

而順著這樣的政策變動，我們也可以得出三個重要的政策邏輯：

- 在面對成本推動型通貨膨脹(即國際油價上漲)時，台灣的應對作為是優先讓國營企業進行成本價格方面的吸收，而非到不得已時，才會放手讓民眾來承擔物價上漲。
- 除了透過國營企業吸收上漲的成本之外，另一種做法就是調降貨物稅、關稅、營業稅…等項目。例如在 2022 年 5 月(王韋婷，2022)，台灣減徵油品貨物稅、調降大宗物資進口關稅和營業稅，黃豆、小麥、玉米免徵進口營業稅；小麥免徵進口關稅；牛肉、奶油等進口關稅減半，還有汽油貨物稅每公升減徵新台幣 2 元。這些做法實質上是透過政府減稅來抵換進口成本上升，相當於是用政府原有的稅收來進行補貼。
- 央行對於通膨的壓制，並不必然會反映在利率調整上。



如果我們嘗試要替台灣央行找一個理由來解釋「為什麼央行不透過升息手段來對抗通膨？」，本文認為最有可能的解釋應該是由於美國與台灣的公債利差在2011年之後快速縮減，在2011年9月時來到金融海嘯後的低點0.47%，而2012年8月更是破紀錄地來到0.26%；換而言之，在2011-2012年間，美國與台灣之間的利差不斷縮減，此一現象對於台灣央行而言，逐漸失去了調整利率的空間，因為長久以來央行多是以半碼(0.125%)作為調整利率的間距，因此0.26%換算起來，不過是2個半碼；而0.47%也約略為4個半碼，這些利差對於央行來說非常微小，若是台灣獨自升息(因為2011、2012年間，美國仍在執行量化寬鬆政策期間，並未有轉換成升息循環的跡象)，極有可能讓台美的利差逼近於0%，這也就意味著央行的獲利與盈餘將會嚴重縮減。

因此綜上所述，我們可以清楚地看到台灣的政策運作圖像，在面對到通貨膨脹升高的困境時，台灣會優先選擇讓國營企業來承擔物價上漲的成本，而使得國內經濟不至於直接面對；但是當國營企業承擔的物價成本越來越高之後，造成的營運虧損逐漸擴大，最終將不得不讓民眾直接物價上漲的壓力與成本，因此政府將會放手讓油價和電價同步上漲。至於另外一個可以對抗通膨的政策工具—貨幣政策，則是取決於央行此時是否背負著其他的政策目標，比方說在台灣央行身上，因為背負著「盈餘繳庫」的目標，因此台灣央行所能夠行使的利率調整空間，就會受到「美台利差」這項外部因素所制約，當台灣與大國的利差擴大時，台灣央行能夠升息抑制通膨的空間就變大，也就更有意願升息；反之，當利差逐漸縮小，甚至是逼近於0%時，台灣央行能夠升息的空間也就逐漸縮小，甚至是不願意主動升息，以避免更進一步縮小兩國間的利差。

而除了台灣之外，我們也可以依照同樣的邏輯，逐一檢視之前所提到相關國家，是否也有同樣的政策偏好與傾向。首先我們可以先整理出在美國財政部所公布的債權人資料中，本文所列舉的東亞各國當中，個別國家各持有了多少的美國國債，因為根據之前所討論的結果，如果持有美國國債的金額越高，應當是越會受到美國和該國的利差影響，維持兩國之間的利差將會成為該國央行的重要任務



之一。

表 5-10：各國持有美國國債的比重(2023.05)

單位：億美元

國家	持有美國國債	外匯存底	比重(%)
台灣	2346	5583.70	42.01515
韓國	1058	4140.06	25.55519
泰國	528	2106.96	25.0598
馬來西亞	n.a	1149	n.a

資料來源：本研究自行整理

由上表可以看到，本研究所選定的東亞國家當中，台灣、韓國與泰國所持有的美債金額，都超過自身外匯存底的 25%以上；這代表了我們所則取樣設定的國家是有意義的，因為他們持有美債的數量確實都相當龐大，因此接下來要進一步衡量的第二項標準，就是這些國家的央行盈餘，對比該國政府的財政收入，如果央行的年度收入盈餘，所佔的比重較高，我們便可以假設該國央行的收入盈餘對於該國而言，會是一項重要的財政收入來源，也因此該國央行肩負有重要的任務，需要每年創造相當比例的收入，以便於滿足政府的財政需求。

但是，怎麼樣的比重才算高呢？我們可以用台灣的案例作為一個基準點來區分，比重相當於或是超過台灣的東亞國家，央行的收入盈餘所佔的比重就算偏高，理應和台灣的利率政策有著相同的邏輯：在利率政策方面，偏好維持比美國還要低的基準利率，以便於賺取美國與該國之間的利差。

表 5-11：東亞各國央行盈餘所占政府財政收入的比重

國家	央行盈餘	2022 年財政收入	比重(%)	單位
台灣	218.14	3,247.9	6.72	十億新台幣
韓國	2545.2	395,900	0.64	十億韓圜
泰國	-138.1	2,417.47	-5.71	十億泰銖
馬來西亞	6.89	294.44	2.34	十億令吉

資料來源：本研究整理自各國央行年報

從上表的資料整理，我們可以清楚發現到在取樣的四個央行當中，只有台灣央



行的年度盈餘所佔的比重特別大，其他國家的央行即便有年度盈餘，但是相對於整個國家財政收入而言，都低於 3%。因此，正因為台灣持有著高比例的美國國債，而且央行又肩負著相當高比重的財政收入，所以台灣所表現出來的狀態，就是我們所定義的「利益加大型」樣態，而其他國家的央行並不需要負擔如此鉅額的收入來源，所以表現出來的就是「一般順從型」的樣貌。

肆、小結

透過上述對於升息幅度、實質利率和個別國家持有美國國債的整理與比較，我們目前可以得出一個初略的圖像，就是當美國處於升息循環的週期時，這一階段正好是適合東亞國家進行積累國家財富的階段。當一國的名目利率偏低，就確保了該國與美國之間有利差存在；而一國的實質利率偏低，則是確保了該國境內存在著一定程度的通膨，使得小國貨幣的匯率價格受到通膨的影響，趨向貶值。

而依據本節一開始對於東亞國家的分類：「一般順從型」與「利益加大型」，後者與前者最大的差異點，就是在於「利益加大型」的國家會積極運用通貨膨脹的效果，一方面引導自己貨幣的匯率價格趨向貶值，另一方面則是控制國內的利率，使國內外的國債價格保有相當差距，藉此賺取利差做為央行的盈餘收入。

表 5-12：檢驗四個國家的條件是否符合

	升息幅度偏低	實質利率偏負	持有美國國債	央行盈餘
台灣	O	O	O	O
南韓	O	X	O	X
泰國	O	X	O	X
馬來西亞	O	X	X	X

資料來源：本研究自行整理

因此，我們依據目前的論證與數據，可以從上表的四個檢驗標準中，區別出「一般順從型」的小國，也就是該國央行是以積極壓制通貨膨脹為目的，在面對通膨升



溫時會快速提高國內利率；縱然在升息幅度方面不如美國，但也是因為國內通膨已獲得控制為前提。而且並沒有刻意保持小國與美國之間的理由或動機。所以「一般順從型」的國家包含了有韓國、泰國和馬來西亞。

而在「利益加大型」，則是在升息方面刻意保持與美國之間的利差，而且反映在國內的通膨方面，並未積極打擊通膨，而是保持部分通膨現象沒有消除，所以造成了國內實質利率偏低的狀態。本研究這類型的國家其實是積極運用了國內通膨所帶來的貨幣貶值力道，並且積極賺取與美國在債券市場方面的利差。換言之，「利益加大型」的國家，不但樂於接受在升息期間，美國所施展的「貨幣權力」，而且還利用了「貨幣權力」所帶來的外溢效果，替自己的國家財富賺取更多的利益。所以在本研究取樣的國家當中，台灣貨幣政策的治理樣態就是符合「利益加大型」。



第四節、結論

隨著美國整體經濟的好轉，在貨幣政策方面逐步脫離降息循環週期之後，美國將進入升息循環的週期，其一階段相應表現出「強勢美元」的特質。而美國此時的貨幣操控是屬於「放任型」的貨幣操控，意即美國並不在意其他國家的經濟狀態，而是僅關注美國國內的通貨膨脹狀態，所以對外的貨幣權力展現，是以「放任型」為主要節奏。相對應的，這時候的美國將會順應強勢美元的狀態，對其他國家行使兩種貨幣權力：「重定價權力」與「遞延權力」。

但對於東亞國家而言，各國並不會排斥這兩種權力，因為第一種的「重定價權力」的效果，在於美國聯準會利用緊縮貨幣政策，重新增強美元的購買力；而積累了大量美元在外匯存底的東亞各國，自然是樂意接受國庫中的美元購買力獲得增強。至於在「遞延權力」方面，則是美國在美元增強購買力之後，繼續原有的世界體系狀態：強化與貿易對手國之間的貿易往來，並以進口各國的商品做為打壓通貨膨脹的重要途徑之一。

而東亞各國在與美國重新加強貿易往來的過程中，各國是樂意接受貿易順差以美元的貨幣形式流入自己國內。單一國家出口越多的商品，賺取越多的貿易順差，就等同於累積了越多的美元外匯存底，同時也代表了越多的國家財富，此一過程正是各國所樂見的「經濟榮景」。所以就「遞延權力」來說，東亞國家是抱持著正面評價的立場來看待美國行使該項權力。

換言之，強勢美元時期的「重定價權力」與「遞延權力」，這兩種權力都是符合各國利益與立場偏好，而且各國也樂意「順從」美國的貨幣權力。但是當美國行使這種兩權力時，會產生出兩種外溢效果：「美元回流」與「通貨膨脹」，雖然這兩種外溢效果並非美國行使貨幣權力時的本意，但是相應產生的這兩種效果，對於各國的影響來說都是屬於負面效果。

因此，在強勢美元的階段，雖然個別國家都樂於接受美國行使「重定價權力」與「遞延權力」，但仍面對到上述兩種負面效果時，各國仍需要進行應對。



面對「美元回流」的傷害時，一國若是採取對抗的策略，就意味著該國需要拉升自己的國內利率來吸引國際資本留下，但這樣的做法基本上是犧牲自己的經濟利益來換取，而且國際資本是否會願意留下又未可知，所以這種作法並不符合東亞國家的利益與偏好。但唯獨當該國的外匯耗盡時，才會使出這類的激進手段。

在歷經過1997年東亞金融危機之後，東亞國家所習得的災後教訓之一，就是要大量積累美元外匯存底，才不至於因為外資出逃、美元回流而再度引發國內的貨幣危機與金融危機。所以綜觀東亞各國面對「美元回流」的狀態，東亞各國普遍都是採取「順從」策略來回應，因為「美元回流」所帶走的資金多是屬於資本帳和金融帳，但是各國可以利用經常帳的美元來彌補「美元回流」所造成的外匯存底損失。從2015年、2022年這兩次的美國升息循環，我們可以清楚地看到「美元回流」已經不再是東亞小國所困擾的金融難題，僅只有像是土耳其、斯里蘭卡等財政紀律不佳、央行獨立性不足的國家，才需要透過拉高國內利率的手段來「對抗」美元回流。

至於在面對「通貨膨脹」的問題上，我們可以透過各國的升息數據資料，對比美國的升息數據，以及各國國內的實質利率，發現到多數的國家(韓國、泰國、馬來西亞)都是屬於本研究所定義的「一般順從型」，也就是面對通貨膨脹時，都是選擇盡力壓制，所以在實質利率方面都是以維持正實質利率為常態。

但是台灣卻是我們研究中的一個特例，是屬於我們所定義的「利益加大型」。因為我們利用「相對購買力平價」的公式推導得知，如果一國刻意維持國內存在些微的通貨膨脹，就能夠讓該國的貨幣匯率價格傾向於貶值。再加上國內的利率水準低於美國的利率水準，除了同樣能夠造成匯率價格貶值之外，也能夠讓該國所持有的大量美元國債，與國內的公債、定存利率形成一定程度的利差空間。這也正是台灣央行長期以來為人所詬病的痛點之一。



第六章：「去美元化」的可能性

在前面兩章的討論中，我們聚焦在美國掌握美元霸權的地位之後，因應美國自身的不同經濟情勢，而施展相應的貨幣操控。雖然美國在美元升息週期，所採取的「放任型」貨幣操控，並不會直接干預其他國家的貨幣與貿易政策，但是整體看來，貿易對手國在外匯存底中積累大量的美元之後，總是難以排除美元霸權的操控與干預，只要是到了美元降息循環週期，更是會直接遭受到美元在「鑄幣稅」方面的剝削，以及來自美國政府透過「匯率操縱國」為藉口進行打壓；前者是只能被迫接受的「剝削權力」，而後者則是要不斷應對的「轉移權力」，這些美國「貨幣權力」的干預都是其他國家所不樂見，也不願意接受的權力壓迫。

換言之，當美國經濟在成長與衰退之間擺盪，而聯準會貨幣政策也隨之呈現升息循環、降息循環的週期，對於貿易對手國的影響便是體現在美元價值的不穩定，貿易對手國本身並無能力去決定美元的內在價值，但是在外匯存底中又存在了大量的美元，如果我們透過「美元指數」作為衡量美元價格的指標，⁹¹如下圖所示，實際上美元的價格自從布列敦森林體系瓦解之後，就呈現出相當巨大的波動性。這樣的波動自然不能稱得上是「價格穩定」，所以對貿易對手國而言，外匯存底當中的美元比重越高，其資產價值也就會如下圖一樣波動；當美國降息時，不只是美元價格走跌，整體的價值減少，同時間又會受到「劫掠型貨幣操控」的施壓，等於是轉移小國自身的經濟利益去填補匱乏的美國經濟。

⁹¹ 美元指數的構成是由六種非美元的國際貨幣所構成，其比重分別為：歐元占比 57.6% 、日圓 13.6% 、英鎊 11.9% 、加幣 9.1% 、瑞典克朗 4.2% 、瑞士法郎 3.6%，參見：財經 M 平方，2023，〈美元指數〉，財經 M 平方網站，<https://www.macromicro.me/charts/72/us-dollar-index-mid14>



圖 6-1：美元指數

資料來源：財經 M 平方 <https://www.macromicro.me/charts/72/us-dollar-index-mid14>

所以倘若貿易對手國想要規避掉來自於美國的美元霸權，最可能的做法就是「去美元化」，透過減少持有美元的數量，降低美元所帶來的價格波動，以及減少美元霸權所帶來的貨幣操控。但是選擇「去美元化」之後，下一步的關鍵就在於要選擇何種貨幣來替代外匯存底中的美元？本文認為從個別國家的角度出發，主要可能的替代貨幣有三種方向。如下圖所示，其一是用黃金代替美元，重回到過去的金本位時代。其二則是選擇美元之外的其他國際流通貨幣，例如：歐元、英鎊、日圓...等選項，是屬於歷史悠久或是使用廣泛的法定貨幣，理應是具備相當的可信度，因此可以做為自身外匯存底中，用來取代美元的替代選項。其三，則是考量當前最大貿易國是中國，而且本研究所取樣的東亞國家，其主要且最大的貿易對手國也是中國(經濟部統計處，2021)，若是以東亞國家的立場來看，最有可能選擇增加持有的貨幣標的，應當就是人民幣，又或者是最近一年來不斷談論的「本幣結算」，一旦利用「本幣結算」取代美元結算之後，雙邊貿易的出超國所收到的貨幣，就會是入超國所發行的貨幣，而非美元。

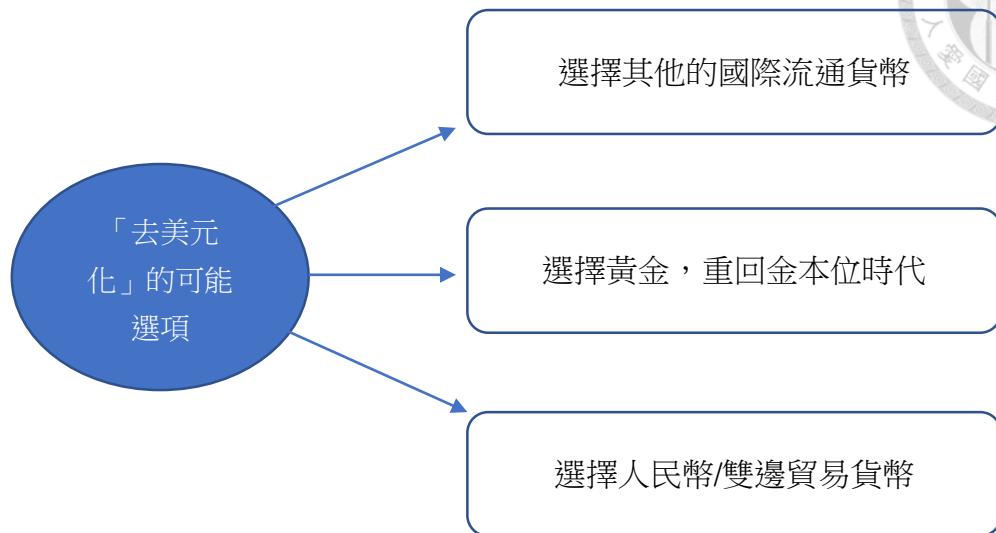


圖 6-2：進行「去美元化」的可能選項

資料來源：本研究自行繪製

雖然就本研究的立場來看，台灣與美國的貿易關係相對緊密，斷不會發生「去美元化」的可能。但由於近期對於「去美元化」的討論較為熱絡，故此，本章以下將逐一討論，身為貿易對手國的東亞國家，一旦要選擇其他貨幣來取代美元，藉以規避美元霸權所帶來的相關貨幣操控與價格風險。若是依照目前已知的相關數據和發展方向，是否能達到其「去美元化」的避險目的。



第一節：各國能規避的風險

從「避險」的角度來看，我們首先要確立的是從事避險策略的東亞國家，究竟要迴避的風險事件或是風險對象究竟為何？從前面第四章與第五章的內容，我們首先可以確定的是，不論是在弱勢美元或是強勢美元，美國透過貨幣政策來施行貨幣權力時，對於貿易對手國都會產生侵略性、負面性的外溢效果。⁹²

在弱勢美元的階段，美國基於振興國內經濟、穩定金融市場的動機，所以採取寬鬆的貨幣政策；對於整個國際商品市場與貨幣市場來說，聯準會透過寬鬆貨幣政策提高了美元的供給量，而造成國際貨幣市場上所流通的美元貨幣數量就會增加，每單位美元的購買力就會下降，這對於在外匯存底中持有大量美元的東亞國家來說，這樣一種課徵「鑄幣稅」的行為，其實就是自身國家財富被劫掠的一種形式，雖然後續會因為美元借貸利率的下降，使得大量的美元會透過國際資本移動的方式，以「金融帳」與「資本帳」的名義進入國內投資，但是前後分別發生的兩件事情，並不能視之為具有因果關係的兩件事，美國透過「鑄幣稅」來劫掠貿易對手，是弱勢美元的環境下必然存在的事件，而國際資本會跨國移動，雖說也是美國寬鬆貨幣政策下，必然發生的結果，但是這並不代表國際資本在移動時，就一定會進入貿易對手國的國內市場；其次，這些進入境內的國際資本，同樣也會帶來國內的資產價格波動。這種國際熱錢大量湧入，以及後續帶來金融市場大幅震盪的現象，究竟是否屬於個別政府所樂見的現象，我們難以有個定論。

另外，國際資本所帶來的相關經濟利益，是否能夠彌補弱勢美元所帶來的「鑄幣稅」劫掠，這部分自然是難以計算和比較。再者，美國政府除了向個別國家進行「鑄幣稅」的劫掠之外，另外也會透過「匯率操縱國」的行政調查，以此向貿易對手國進行施壓，要求貿易對手進行本國幣的貨幣升值，抑或是縮減對美國的貿易順差。這樣的行政手段施壓也被本文歸類為是屬於「貨幣劫掠」的一種

⁹² 此處之所以定義為「外溢效果」，主因在於美國聯準會改變貨幣政策時，並不會把小國的反應做為考量決策的要素之一，所以小國之所以會受到美國貨幣政策的負面影響，實屬於「外溢效果」。



形式。

因此，對於東亞國家來說，如果在弱勢美元的階段想要進行規避風險，所規避的主要對象就是上面所談到的這幾點：鑄幣稅、熱錢湧入、本國幣升值、縮減對美貿易逆差。但是如果我們限縮在東亞國家的央行，所能夠掌控的範疇當中進行討論，各國央行透過政策手段能夠規幣、轉嫁的風險應當只有「鑄幣稅」與「本國幣升值」兩項，對於另外兩點(『熱錢湧入』、『縮減對美的貿易順差』)卻是不屬於央行干預的範疇，也無法透過央行的貨幣政策加以達成。

何以會如此呢？以下是本文所進行的相關分析：

先假設一個虛擬的情境，倘若東亞國家所持有的外匯存底都是以黃金的形式持有，也就是說外匯存底中，僅存有少量的美國所發行的美元貨幣，多用於國際貿易之用，而外匯存底中多數的部分都是黃金，並且在國際上用於貿易、計價和清算的主要貨幣也都是黃金，如此一來，由於沒有單一國家可以控制黃金的價格，所以不論是個別國家或是美國，決定該國匯率最終所端看的，就是該國所發行的貨幣數量以及國庫中所擁有的黃金的多寡。在黃金數量不變的前提下，該國央行所發行的貨幣供給數量少，該國的匯率自然就會偏向升值；相反的，如果該國為了穩定經濟而擴大貨幣供給，自然就會造成該國貨幣的匯率偏向於貶值。

由於外匯存底主要都是由黃金所構成，而每年所新開採出來的黃金相對有限，因此並不會存在「鑄幣稅」的問題，沒有任何一個國家可以單方面擴大黃金的存量或是產量(Justin Harper, 2020),⁹³而且在各國黃金存量都大致不變的情況下，能夠影響到該國貨幣匯率的主要因素，自然就是該國央行所發行的貨幣數量。只要黃金數量在短期內維持不變的狀態能夠持續，自然就不會有「鑄幣稅」的剝削情況。

其次，在金本位制度的情況下，由於各國的匯率決定因素都是出自於各國所擁有的黃金數量，以及國內央行所發行的貨幣數量，皆是由這兩個主要變因所構

⁹³ 當前全球所開採出來的黃金數量約為 19 萬噸，而每年新開採出來的黃金數量約在 3500 噸左右，每年新增的數量約為存量的 1-2%



成。假設此時有個大國 A 國，為了振興經濟而提高該國的貨幣供給，自然會造成該國的貨幣匯率貶值，相對而言，就是其他國家的貨幣升值；但是同樣的，其他與 A 國進行雙邊貿易往來的國家，也能夠自行提高自己國內的貨幣供給，同步形成貨幣貶值的現象。於是在雙邊一來一往之後，兩邊都進行貨幣貶值的結果，就等於回到原始雙邊都沒有刻意貶值的狀態。

也因此，只要各國央行控制了各自內部的貨幣供給數量，自然就是影響到該國貨幣的匯率波動趨勢。而且因為外匯存底中的黃金存量在短期內是固定的情況之下，本國貨幣是否升值的決定性因素，自然就是端看該國央行的貨幣供給。當然，上述所討論的假設情境，基本上是建立在「金本位」制度的前提之下，所以個別國家的匯率才是完全由自身的貨幣供給決定。但是在現實世界中，各國外匯存底當中的主要構成都是各大國的國際流通貨幣，尤其又是以美元所佔的比重為最大，這也就表示原本會影響到各國匯率的決定性因子，除了該國自身的貨幣供給之外，現實狀態中還多了外匯存底當中的美元價格這一個因子。

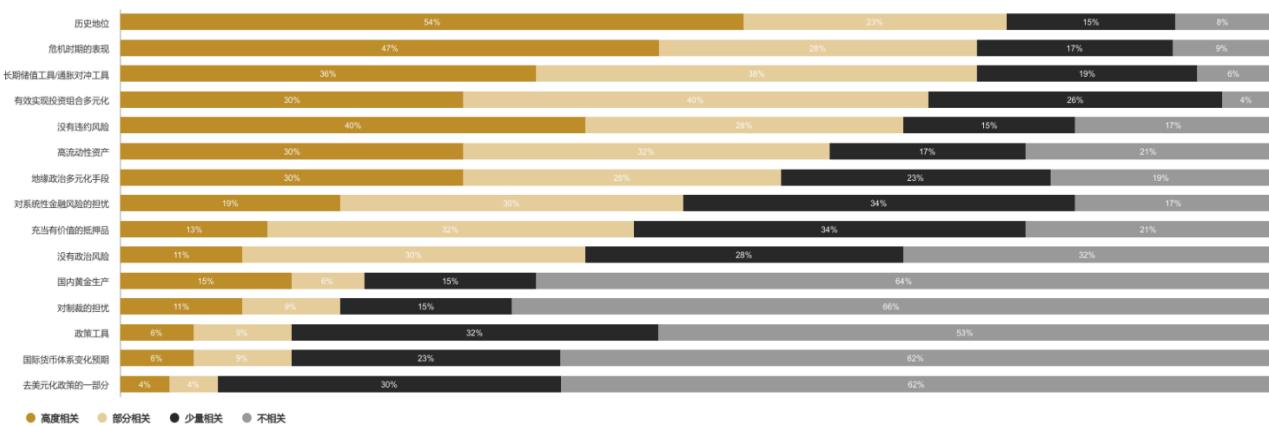
正是因為美元的價格並不是在短期內穩定不變的，而且與黃金最大的差異，就在於聯準會的利率政策可以 100% 影響到所發行的美元數量，而且聯準會在每年都會進行 10 次 FOMC 會議來決定基準利率。這就意味著存放在各國央行的外匯存底裡的美元，基本上就是一個不穩定的狀態。個別國家的央行無法控制美元的流通數量，也無法干預美元的單位價值，這就等於是該國央行無法完全控制自己所發行的本國貨幣，因為決定本國貨幣價值的因子中，有一半是由外匯存底的美元所決定。所以，倘若我們把前述所假設的金本位情境，當成是一個極端的情況，而當前大家所採行的美元本位制度，當作是另外一個極端。

對於個別的國家來說，由於當前的國際金融體系、國際貨幣體系和國際貿易體系，這三者基本上是鑲嵌（Embeddedness）在一起的狀態，因此個別國家不可能說我只願意參加國際貿易體系，而完全不要國際金融體系與國際貨幣體系，因為兩個國家之間的貿易往來，除了貨物的交換之後，必然還會涉及到該貨物的價格、計價單位、結算、以及貨幣的清算；這就意味著，如果無法妥善處理金流之



間的往來和結算工作，自然也會影響到雙邊貿易的發展。由此可知，單一國家若是要規避外匯存底當中擁有大量美元的風險，就只能往另外一端移動，也就是讓外匯存底當中盡可能地多是以黃金來組成；但是在現今的國際金融體系，因為考量到仍然需要與其他大國進行貿易往來，因此個別國家除了黃金之外，仍然需要保有其他大國所發行的國際流通貨幣，以維持貿易往來之用。

從實際的數據來觀察當前世界各國的外匯存底的組成，也能夠看出目前各國也都是朝著「對美元避險」的方向發展(林奇賢，2023)，首先的觀察指標，是黃金在各國外匯存底中的存量，如下表所示。



調查基數：所有持金央行 47 家，其中 11 家來自發達國家央行，36 家來自EMDE 央行

圖 6-3：各國央行黃金儲備調查

資料來源：世界黃金協會，2023 年的「央行黃金儲備（CBGR）調查」

<https://china.gold.org/goldhub/data/2023-central-bank-gold-reserves-survey>

近年來各國央行都持續增加所持有的黃金總量，而且每年新增數量都是呈現加速度，全球央行的買進數量一年比一年多(日經中文網，2023；顏嘉南，2023)，2022 年的買入數量就年增 152%(自由財經，2023)，這自然就是反映了各國央行對於持有美元的不安全感和不信任。從上圖可以看出，在懷疑美元的價格穩定性之下，為了追求長期的儲值效果、而且沒有違約風險，適合在危機時期持有...等考量各國央行最好的替代方案自然就是選擇增持黃金的數量，以達到「保值」的目的。



但是單就觀察目前各國央行在外匯存底當中所持有的黃金比重，則是能夠很清楚地看到，其實黃金所佔的比重是相對有限的。以中國大陸而言，2023年第一季共買入了 57.9 訂黃金，是全球第二大買家(中央社，2023)；以 4 月的外匯存底約為 34,009 億美元，其中共持有 6676 萬盎司的黃金，總價為 1323.53 億美元，換算下來黃金價值約佔了外匯存底的 3.89%，這也代表了黃金的佔比對於整個外匯存底的影響來說，相對而言是較為微弱的。

總的來看，個別國家如果要對於美元霸權進行避險，所以要增加持有黃金在外匯存底中的數量；但基於前述所提到的跨國貿易因素，個別國家不可能把外匯存底全數轉換成黃金，基於要能夠滿足對外貿易所需的原因，除了增加黃金的比重之外，外匯存底需要多元構成，以避免大量集中在美元單一貨幣之上。

當單一國家逐步地把自己外匯存底的國際流通貨幣多元化之後，這樣的避險行為可以在弱勢美元的階段，當美國聯準會採取寬鬆貨幣政策時，其他國家所持有的美元貨幣價值所產生的跌價傷害，就會因為所持有美元的存量變少，因此該國所遭受到的美元購買力降低，將會比過往來得輕微。當然，美元購買力降低的現象，也就是本文之前所討論的「鑄幣稅」，自然也是跟所持有的美元數量呈正比，該國所持有的美元數量越多，被美國剝削的鑄幣稅自然也就越大；所以當該國降低己身外匯存底的美元比重之後，美國對於該國所能夠剝削到的鑄幣稅也就隨之降低。

此外，當弱勢美元逐步轉換成強勢美元的時候，以往這時候會對於個別國家產生的傷害之一，就是發生原本會有的國際資本撤離現象。當單一國過於依賴美元資本的時候，此時美元資本的跨國移動自然會對於該國國內經濟產生相當程度的影響，例如外資撤離時，常會被隨著出脫原有的持股、金融資產等，這樣的賣壓就會對於小國內部的金融市場產生跌價的壓力。但是當該國對於外資的需要，從依賴單一國家轉變成外資來源多元化之後，將會使得單一大國的外資進出，對於該國所產生的影響力有所下滑。換言之，以往多數國家都是倚靠來自於美國的外資，當美國聯準會開始升息，就會造成大批外資的撤離，影響到個別國家內部的金融穩定。而當外資的來源多元化之後，大國間宣布升息的時間點和步調就會存在差異，使得外

資受到資本母國升息的影響時段就會岔開，不至於在短時間就出現大批外資撤離東亞國家的狀況。





第二節：用其他國際流通貨幣取代美元

但值得注意的是，外匯存底的組成多元化之後，主要能夠達到的效果是「避險」，也就是讓個別大國的貨幣對於單一國家的影響降低，而不會出現因為過度集中在美元，產生無法抗衡美元貨幣權力的情況。不過正是因為是「避險」，所以當「風險事件」真的發生的時候，「避險」能夠發揮的效果，就是讓受傷害的程度降低。例如當小國開始多元化自己的外匯存底：降低美元的比重、增加歐元、日圓、英鎊乃至於人民幣的比重之後，雖然美元的比重下降，使得美國聯準會進行升息降息對於小國的外溢效果因而降低，這也可以代表美元的貨幣權力，對於單一國家產生的影響力降低。誠如之前所討論的，美元的貨幣霸權其中一個層面，就是「遞延權力」，當東亞國家所持有的美元數量降低之後，自然就等於美國對個別國家能夠施展出來的「遞延權力」就隨之下滑；而美國另外可以施展的「鑄幣稅的剝削權力」與「轉移權力」，也是會隨著各國持有美元數量的減少，這些權力也跟著式微。

不過，以上的觀點是鎖定在單一大國的微觀層面，如果從宏觀層面來看，如果東亞國家對於美元的持有數量、比重都減少，但相對來說，就是其他國際流通貨幣的數量和比重會比之前還要增加許多。而從整體來看，不論是歐元、英鎊、或是日圓、人民幣，這些大國的中央銀行，同樣也會有各自的升息與降息循環，同樣也會和美國一樣，在經濟不景氣的時候，採取不斷寬鬆的貨幣政策。上述所提及的大國當中，除了中國之外，其他國家都已經出現過負利率政策、量化寬鬆政策的紀錄，如下表所示，而中國則是由於利率自由化的時間較晚，所以至今維持都還沒出現過負利率政策。

表 6-1：美國以外主要大國施行量化寬鬆/負利率的時間點

經濟體	政策	開始時間點	結束時點
歐元區	負利率(存款機制利率)	2014.06	2022.07
	歐洲版量化寬鬆	2015.03	2017.03

日本	負利率(往來帳戶結餘利率)	2016.01	N/A
英國	量化寬鬆	2009.03	2022.11
中國	N/A	N/A	N/A

資料來源：本研究自行整理

從宏觀的整體視角來看，一旦個別國家對於美元的貨幣霸權進行「避險」策略之後，其實是主動地將來自「遞延權力」、「轉移權力」與鑄幣稅的「剝削權力」的傷害給分散開，以往主要都是來自於美國的貨幣權力，而利用外匯存底多元化的做法，是將貨幣權力的來源分散到歐元區、英國、日本、中國身上。這是因為世界上只要有中央銀行的存在，就自然會有施行寬鬆貨幣政策的時候，而貨幣寬鬆的結果就是央行增加貨幣供給，也就是施展「鑄避稅的剝削權力」的時候；而當小國持續累積這些國際流通貨幣作為外匯存底的主要成分時，就是接受這些國家施展「遞延權力」的時候。這也就意味著，只要外匯存底當中，存在黃金以外的國際流通貨幣，就等於該國接受這些大國施展「遞延權力」，這是無可迴避、必然存在的權力關係；而當大國開始進入降息循環之後，就等於是對其他國家施展「鑄幣稅的剝削權力」，這同樣也是無可迴避的權力關係。

於是，在這樣的權力關係之下，單一國家如果要透過與大國之間的國際貿易往來，增加自己經濟成長的動能，以及積累財富，那麼單一國自然無法避免上述大國的三種貨幣權力，縱然該國自身可能可以用增加黃金的儲備量，來減緩大國施展貨幣權力時，該國所遭受到的傷害，但是正因為當前的國際貿易往來，不論是計價單位、金流的清算或是結算等機制，都已經不再使用黃金，所以這就意味著個別國家無法避免，只能接受貿易對手國以國際流通貨幣作為國際金融體系的主要貨幣。

而在這樣無可迴避大國貨幣權力的情況下，小國接下來所要思考的下一個層次便是「兩害相權取其輕」：就是在於選擇哪個大國作為主要貿易對象，可以在大國施展貨幣權力時，受到的傷害是最小的？首先我們先不考慮「遞延權力」的方面，因為只要擴大雙邊貿易往來，東亞國家作為商品的出口國，自然就會收納許多來自大國的貨幣，這也就表示不論是哪個大國，在「遞延權力」的層面上，對於東亞國



家的權力施展都是一樣的，隨著吸納的貨幣數量越多，該貨幣發行的大國自然就能夠施展更多的「遞延權力」。所以當東亞國家選擇跟哪個大國增加雙邊的貿易往來，其實也就是東亞國家在給予該大國更多的「遞延權力」，換言之，東亞國家與大國之間的貿易額越大，東亞國家的貿易順差越多，也就代表了該國吸收了越來越多的大國所發行的貨幣，這便是大國持續施展「遞延權力」的指標。

從下表可以清楚地看出，目前各主要經濟體的對外貿易總量，而這些經濟體所計算出來的對外貿易逆差，正是該經濟體施展貨幣權力的重要指標。有著越多的貿易逆差，其實就是代表該經濟體是在擴張消費的狀態，而這些貿易逆差的金額就代表大國所發行的國際流通貨幣往外流動的金額，同時也代表了大國延遲兌付實物的金額。

表 6-2：世界各主要大國 2022 年的經常帳盈餘

單位：百萬美元；億日圓

國別	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
美國	-280,782.0	-237,270.0	-219,002.0	-206,805.0
歐盟	1,364.00	-30,613.94	-622,81.49	-8,038.21
日本	48639.71	23463.57	24164.65	19197.99
英國	-67,703.50	-35,417.68	-14,980.34	-2,914.08
中國	85,329.69	73,773.19	139,636.35	103,116.18

備註：僅日本數值單位為億日圓，其他皆為百萬美元

資料來源：本研究自行整理自 CEIC

相反的，如果貿易收支是呈現正數，代表該國是扮演著「出超國」的角色，也就是主要透過販售自己的出口商品和服務來賺取順差；同時間自己國內無法完全消費自己所生產商的商品，因此透過國際貿易來消化自己的產出。出超國家所賺取到的貿易順差，實質上就是其他入超國家所支付的國際流通貨幣，雖然看起來是賺取了大量的貿易收入，但是從「貨幣權力」的角度來看，貿易出超國所賺取的貨幣，



本質上是屬於大國施展貨幣權力，發揮「遞延權力」的表徵。

但這當中值得注意的是，倘若兩個經濟體之間雖然是 A 對 B 有著大量貿易逆差，但是 C 又對 A 存有更大的貿易逆差，那麼 ABC 三者應當是屬於同一條生產鏈上的關係，而不能單純以為 A 是擴張消費的最終消費國。若是以實例來看，美國是最終消費國，而台灣與中國之間又屬於同一條產業鏈，從下圖可以看出，台灣出口大量的商品到中國，但是中國並不是直接消費，而是將這些進口商品再組裝之後，重新出口到美國，以供消費之用。

再加上，台灣與中國之間的貿易往來又是以美元作為清算和計價單位，這也就反映了看似台灣與中國之間的貿易往來，其實在更大的框架之下，應當是「美國—中國—台灣」這樣的生產與消費關係，而中國對於台灣的逆差，實際上應該是從美國對中國的逆差當中，轉嫁一部份的金額而來。但因為本研究的分析重心並不在國際貿易的範疇，而是聚焦在雙邊貿易所帶來的國際貨幣權力之上，所以並不在此針對供應鏈或是產業鏈的範疇進行更進一步的討論。

因此，本研究認為比較具有意義的討論應當是聚焦在鑄幣稅的「剝削權力」上，因為「鑄幣稅的剝削權力」所發生的時間點，是接續在「遞延權力」之後而來。當個別國家願意接受大國的貨幣作為外匯存底，此時大國就是持續施展著「遞延權力」；而當大國基於自身的經濟情勢不佳，開始採取寬鬆貨幣政策時，就會大量增加貨幣供給，使得該貨幣的每單位購買力下滑。舉例而言，原本聯準會只有 1 兆美元的貨幣供給量，但是在寬鬆貨幣政策的操作下，將貨幣供給提高到 2 兆美元，在不考慮貨幣的乘數效果之下，後面多出來的新的 1 兆美元，等於是直接把前面原本的 1 兆美元的購買力瓜分掉一半。假設原本 1 兆美元可以購買 1 兆顆蘋果，1 顆蘋果標價 1 美元，但是當蘋果的生產數量不變，但市場上的貨幣數量變多之後，1 顆蘋果的售價就提高到 2 美元，那麼原本持有那 1 兆美元的貨幣擁有者，對於蘋果的購買力就從 1 兆顆變成了 0.5 兆顆，也就是每單位的貨幣購買力快速減少。

因此，我們可以直接透過各個大國的貨幣供給量變動，來理解大國是如何透過「鑄幣稅的剝削權力」來對於小國進行剝削。由下圖可以看出，世界主要四大央行



的貨幣供給量(M2)，⁹⁴在 2006 年時總供給量約為 20 兆美元，但是歷經 2008 年的全球金融海嘯，以及 2020 年的新冠疫情之後，四大央行為了振興經濟而採取各種寬鬆貨幣政策，除了一般常見的調降基準利率之外，還有提出負利率政策、量化寬鬆政策、乃至於殖利率曲線控制(YCC) (鍊新聞，2022)，因此到了 2022 年底，四大央行的貨幣供給總量已超過了 80 兆美元，也就是花了 16 年的時間，四大央行總共額外釋放的 3 倍的貨幣供給量，這對於原本的 20 美元的持有者來說，所造成的鑄幣稅剝削自然是相當巨大。



圖 6-4：全球四大央行的 M2 貨幣供給量與年增率

資料來源：財經 M 平方，本研究重新繪製

由於美國是當前擁有貨幣霸權的大國，所以我們可以把美國拿出來仔細檢驗，才能更清楚觀察到美國是如何利用「鑄幣稅的剝削權力」，對於其他國家進行剝削。從下圖可以看出，美國聯準會在 2000 年 1 月以來的貨幣供給總量(M2)，從一開始的 4.66 兆美元，在歷經了三次大型金融危機(2000 年網路泡沫、2007 次貸危機與 2008 年全球金融海嘯、2020 年新冠疫情)之後，最高是在 2022 年 4 月的 21.9 兆美

⁹⁴ 此處之所以觀察 M2 的變化，主要是因為 M2 包含了流動性最低的資金，以台灣為例，M2 包含有準貨幣（包括企業及個人在其他貨幣機構之定期存款、定期儲蓄存款、外匯存款，郵政儲金總數，企業及個人持有其他貨幣機構之附買回交易餘額，外國人持有之新臺幣存款，以及兼營信託業務之銀行所發行之貨幣市場共同基金，但不包括銀行承做結構型商品所收本金），因此是最廣義的貨幣供給量概念。



元，約莫是成長了 4.7 倍，直接從數字的暴增程度來看，持續抱著美元而不使用的東亞國家，看起來似乎非常吃虧，因為美元的供給數量不斷增加，而東亞國家所持有的美元購買力卻難以保值。但考量到實際情況，也就是東亞國家在持有美元之後，會將美元用於投資在美國國債上，這就可以讓東亞國家所持有的美元得以擁有抗通膨的效果，讓外匯存底中的美元也能同步成長。假設台灣基於長期保值的考量，而購買長天期的美國國債(如：20 年期、30 年期)，透過下圖我們可以看出，美國 20 年期公債的殖利率從 2000 年以來，約莫是在 6.5%~1% 之間來回擺盪，

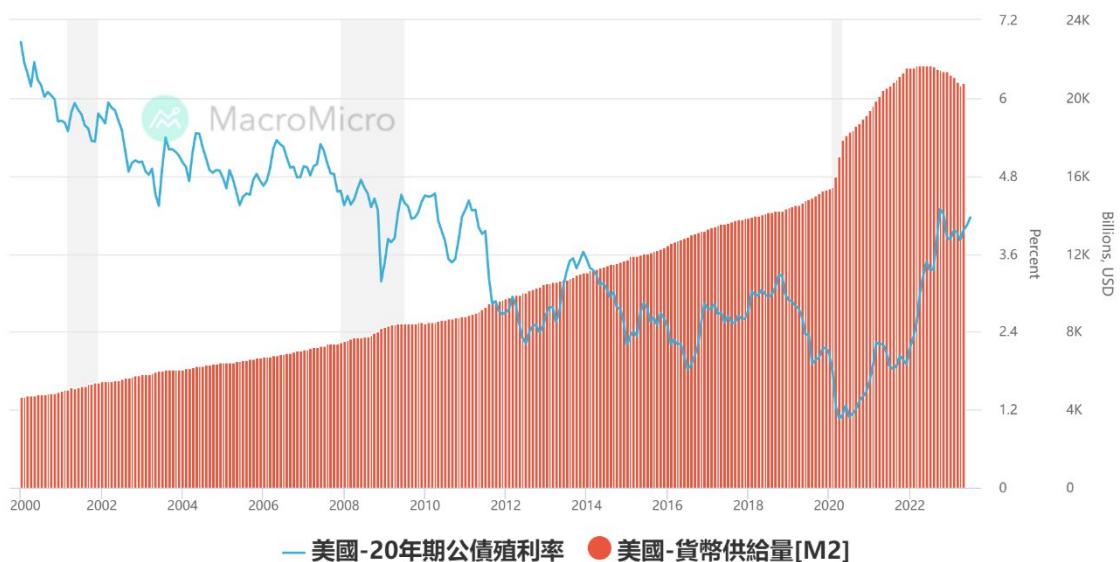


圖 6-5：美國 20 年期以上的公債殖利率、貨幣供給量(M2)

資料來源：財經 M 平方，本研究重新繪製

如果我們取中位數，也就是 6.5% 到 1% 的中位數約為 3.75% 來計算 22 年的複利成長：

$$4.66 * (1 + 3.75\%)^{22} = 10.47$$

這表示如果考量到投資長天期的美國國債，可以獲得的利息再進行同樣的投資，如果 20 年期的美國國債與通貨膨脹率相當，則經過了 22 年，美國聯準會的貨幣總供給額度應該是上升到 10.5 兆美元左右，但是當前實際的總貨幣供給額度卻是來到了 21.9 兆美元，這中間的差額 11.4 兆美元，超額供給為 108.57%，⁹⁵顯

⁹⁵ 計算公式為 $(21.9 / 10.5) - 1 = 2.0857 - 1 = 1.0857 = 108.57\%$



然可以歸屬於聯準會因為施行寬鬆貨幣政策的後果，而產生了超額的鑄幣稅剝削。而且很明顯地，這種鑄幣稅對於美元持有者的剝削效果，是無法透過投資美國國債進行彌補。換言之，持有大量美元貨幣在外匯存底的台灣，如果是選擇美國國債作為投資保值的工具，都已經面臨到美元超額供給 108.57% 的狀況，這相當於美元的購買力降低了 1 倍以上。如果是沒有將美元拿出去再投資的東亞國家，死抱著外匯存底中的美元，其美元購買力受到鑄幣稅侵蝕的效果將會更為嚴重。

當然，我們也可以切換另一種視角來觀察美元購買力降低的情況，如果是以實物或是商品的觀點來看，則是更可以看出美元超額供給的情況。以國際黃金價格為例，在 2000 年初的價格一盎司約為 290 美元，而在 2022 年中，黃金價格約為 1900(最高曾經在 2022 年 8 月來到 2089 美元)，如下圖所示。



圖 6-6：黃金價格長期走勢

資料來源：<https://hk.investing.com/commodities/gold-streaming-chart>

之前我們曾討論過，每年黃金的新增產量微乎其微，所以可以把黃金當作是固定存量，而黃金價格的改變，自然很大一部分是源自於貨幣數量的改變。利用上述的價格變化數字，我們可以計算出黃金從 2000 年到 2022 年，價格變動為 7.07 倍。



⁹⁶而同樣的，我們如果拿原油的美元價格來計算，2000年初的原油價格是在 29 美元左右，而在 2022 年最高是來到了 120 美元，計算漲幅約為是上漲了 4.14 倍。⁹⁷

計算黃金與原油價格的漲幅，主要是想要藉此反映出美元的貨幣持有者在長期的時間之後，其貨幣購買力究竟會減少到何種程度，如下表所計算的，如果東亞國家是在有投資長天期美國國債的情況下，對於黃金和原油的購買力都會降低了，那麼如果是沒有進行債券投資，而是死抱著貨幣的持有者，其美元貨幣的購買力更是會大幅度的衰退。

為何可以用黃金和原油價格作為貨幣購買力的衡量基準呢？這是因為貨幣的功能之一就是「價值的儲存」，當單一國家持續累積國際流通貨幣作為外匯存底時，就等於是該國透過這些庫存在國庫裡的貨幣，不斷地在累積購買力，把價值以貨幣的形式儲存下來，以供未來消費之用。但是這些被「儲存下來的價值」要如何驗證其價值依然存在？或是證明這些價值並沒有流失或是減損呢？自然就是要比較這些貨幣在歷經若干的時間之後，依然能夠有相同的購買力，能夠購買到一樣數量的同品質商品，才算是符合「價值儲存」的定義。若是無法換得或購得一樣數量的同品質商品，那就代表這些價值在經歷了「儲存」之後，受到了減損，而產生購買力下滑的現象。而我們將計算之後的結果統整在下表：

表 6-3：美元供給量、黃金與石油的價格成長

	2000 年初	2022 年最高	相差倍數
美元貨幣總供給量	4.66 兆美元	21.9 兆美元	3.7
黃金價格	290	2089	6.07
原油價格	29	120	3.14

資料來源：本研究自行計算整理

經過前述的討論之後，我們可以看到當前貨幣之所以會不符合「價值儲存」的主要原因，是在於發行貨幣的中央銀行刻意提高貨幣供給的結果，也就是美國多次

⁹⁶ 計算過程為： $2050/290=7.0689$

⁹⁷ 計算過程為： $120/29=4.137$



行使了「剝削權力」，央行多次利用寬鬆貨幣政策的方式來課徵「鑄幣稅」，使得原先持有美元的擁有者，貨幣的價值與購買力受到剝削和侵蝕，而喪失掉的貨幣購買力，自然是被移轉到了新發行的貨幣上面。

所以用黃金和原油作為檢驗貨幣購買力的標準，自然是要驗證貨幣在經過央行的政策治理之後，是否能夠符合「價值的儲存」的標準，因為貨幣的價值最終表現的型態，就是透過購買實物或是商品來展現。上述的討論與計算後，我們可以看出小國若是長期持有美元作為外匯存底的主要成分，必然會面臨到長期貨幣貶值的情況，而且這種貨幣購買力喪失的幅度，是無法透過再投資美國國債進行彌補。

我們重新回歸到東亞國家想要達成「避險」的立場，如果長期持有美元作為外匯存底是會遭受到美國施行「鑄幣稅的剝削權力」，那麼接下來要進一步討論的重點，則是在於「改換成長期持有其他國際流通貨幣，是否能夠避免遭遇如此嚴重的貨幣貶值」？

因為有了前述對於美元的相關計算，因此我們可以運用同樣的計算邏輯，只是將計算單位改成歐元、英鎊，⁹⁸這兩種貨幣正是當前除了美元之外的主要國際流通貨幣，

表 6-4：歐元和英鎊的貨幣供給量與黃金價格成長

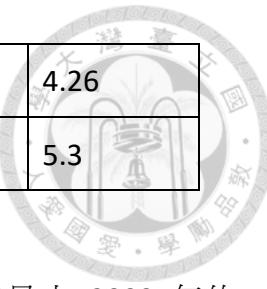
	2000 年 ⁹⁹	歷史高位	成長倍數
歐元貨幣總供給量(M2) ¹⁰⁰	2,124,890	15,448,158	7.27
黃金價格(歐元計價) ¹⁰¹	536	1879	3.5
	2000 年初	歷史高位	成長倍數

⁹⁸ 此處不考慮日圓與人民幣的主要原因，前者是因為從泡沫經濟破裂之後，就一直是處於通縮的階段，因此日本央行只能持續性的寬鬆貨幣政策，而沒有正常的貨幣景氣循環

⁹⁹ 由於歐元區是從 2002 年 1 月 1 日正式發行實體貨幣，因此此處計算的起始時間就以 2002 年初為基準。

¹⁰⁰ 資料來源為：<https://stock-ai.com/eom-1-eaM2>

¹⁰¹ 以歐元為單位的黃金價格，此為 2006 年 10 月之數據



英鎊貨幣總供給量(M2) ¹⁰²	754,859	3,213,819	4.26
黃金價格(英鎊計價) ¹⁰³	311	1649	5.3

資料來源：財經 M 平方，本研究重新計算整理

由上述所整理的數據可以看出，英鎊的貨幣總供給量(M2)是由 2000 年的 754,859 百萬英鎊，到了 2022 年 9 月為 3,213,819 (百萬英鎊)，成長為 4.26 倍。至於歐元方面，歐元的貨幣供給額(M1)在 2002 年初約為 2,124,890(百萬歐元)，而到了 2022 年 9 月最高則為 15,448,158(百萬歐元)，成長為 7.27 倍。從當前各主要國際流通貨幣的成長倍數來看，其實可以發現兩個重點：

第一、各大國都普遍存在貨幣供給總量擴張的狀態，差別只是在於擴張的倍數不同，美元為 4.7 倍，英鎊為 4.26 倍，而歐元則是 7.27 倍。如果我們考量到在經濟持續增長之後，物價會自然上漲，而通貨膨脹必然會發生，則各大國的央行長期以來增加貨幣供給量應當也是很合理的情況。但我們之前所討論的，如果國家發行的國債理論上應當可以打敗通膨，那麼考量投資國債之後的報酬率，所得的投資回報實際上仍無法彌補所喪失的貨幣購買力，這中間的差額就是大國央行所行使的「鑄幣稅的剝削權力」。從上述的數據來看，不論是英國和歐元區，也都是和美國一樣，會行使這項權力。

第二，如果是站在東亞國家想要「避險」的立場來看，不論是選擇哪一種國際流通貨幣來取代美元，實際上能夠達成的避險效果恐怕都相對有限。因為在 22 年間，美元貨幣供給多了 2.7 倍，而英鎊則是多了 3.26 倍，至於歐元則是多出 6.27 倍。誠如前述第一點所講的，如果各大國都不可避免地增加貨幣供給總量，那麼就東亞國家來說，自然也就意味著不論是選擇哪個大國所發行的貨幣作為外匯存底的主要構成，抑或是找某個國際流通貨幣來取代外匯存底中的美元，最終都是會面臨外匯存底中的貨幣購買力下滑的現象。換言之，只要外匯存底是由大國所發行的貨幣所構成，就難以迴避遭受到大國行使「剝削權力」來課徵鑄幣稅。

¹⁰² 數據來源為：<https://stock-ai.com/eom-1-gbm2>

¹⁰³ 以英鎊為單位的黃金價格，起始值為 2007 年 1 月之數據



也因此，對於東亞國家來說，如果想要選擇「避險」，但實質上其他可能的替代選項中，同樣是讓自己面臨到相同程度的風險(比方說選擇英鎊來替代美元)，¹⁰⁴甚至更糟糕的情況(例如選擇歐元來替代美元)。¹⁰⁵因此，單一國家如果真要達到「避險」的效果，真正能夠選擇的替代項目恐怕就只有「黃金」，也就是盡可能地讓外匯存底當中的黃金存量越多越好。

另外，當東亞國家試圖用英鎊、歐元或是日圓來避險時，會遭遇到來自另一個層次的挑戰：也就是貿易總量的問題。以歐元為例，如果東亞國家試圖想要增加外匯存底中的歐元數量，並以此來降低手上所擁有的美元數量，對於該國而言，最快速簡便的方式就是增加對於歐元區的貿易順差，而維持或是縮減對於美元的貿易順差，如此一來，貿易順差的主要來源就會逐漸由歐元區取代美國，所收取的貨幣種類自然也會逐漸變成以歐元為主。

但是，如果我們攤開來看各國的 GDP 總量(如下表所示)，實際上排名第一個國家正是美國，高達 23 兆美元，而歐元區則是排名第 3，為 14.5 兆美元，這就代表了美國的經濟能力較強，理論上也是比較有錢進行國際貿易往來，而歐元區僅只有美國不到 70% 的經濟實力，如果小國想要靠著出口貿易來賺取貿易順差，主攻歐元區而不加強對於美國的經營，顯然會是件吃力不討好的事情。

表 6-5：世界前十大 GDP 國家

國家	GDP (10 億美元)	各國約為美國經濟 總量的比率
美國	23,315	100.00%
中國	17,734	76.06%
歐元區	14,563	62.46%
日本	4,941	21.19%
德國	4,260	18.27%
印度	3,176	13.62%
英國	3,131	13.43%

¹⁰⁴ 從上述的數據來看，4.7 倍與 4.26 的差異並不大，顯示出小國選擇英鎊和美元其實是相似的效果。

¹⁰⁵ 同樣也是利用上述的數據來看，如果小國嘗試用歐元來替代美元，但實際上歐元的貨幣供給量的成長倍數更大，這就代表了小國所遭受到的貨幣剝削其實是更嚴重的。



法國	2,958	12.69%
義大利	2,108	9.04%
加拿大	1,988	8.53%
韓國	1,799	7.72%

資料來源：本研究自行整理自 <https://www.stockq.org/economy/>

表 6-6：世界前十大商品貿易額的經濟體

單位：億美元

	2020 年			2021 年			2022 年		
	經濟體	金額	比重	經濟體	金額	比重	經濟體	金額	比重
1	中國	46 469	13.13%	中國	60 515	13.51%	中國	63 096	12.49%
2	美國	38 392	10.85%	美國	46 917	10.47%	美國	54 410	10.77%
3	德國	25 508	7.21%	德國	30 512	6.81%	德國	32 269	6.39%
4	日本	12 759	3.60%	荷蘭	15 931	3.56%	荷蘭	18 641	3.69%
5	荷蘭	12 712	3.59%	日本	15 250	3.40%	日本	16 442	3.25%
6	香港	11 185	3.16%	香港	13 823	3.09%	法國	14 358	2.84%
7	法國	10 707	3.02%	法國	12 993	2.90%	南韓	14 150	2.80%
8	英國	10 380	2.93%	南韓	12 595	2.81%	英國	13 533	2.68%
9	南韓	9 801	2.77%	英國	11 625	2.59%	義大利	13 464	2.66%
10	義大利	9 190	2.60%	義大利	11 607	2.59%	香港	12 775	2.53%
	全世界	353 950		全世界	448 026		全世界	505 257	

資料來源：本研究整理自我國經濟部統計處網站

<https://dmz26.moea.gov.tw/GA/common/Common.aspx?code=N&no=15>

當然，我們也可以用更精確的資料數據來進行討論，也就是直接觀察各國的進口貿易金額的排名，就可以推估出究竟是把出口主力放在哪一個國家會比較有利可圖？如果是從最大概念的「貿易總額」來看，2021 年全球貿易總額的排名(如上



表所示)，第一名是中國、第二名是美國，第三名為德國…，但是由於中國所發行的人民幣目前仍不是國際流通貨幣，因此對於小國來說，如果要跟中國加強貿易往來，實際上收到的貨幣仍會是以美元為主。如此計算下來，歐元區內的幾個國家，其貿易總量的加總實際上仍然不及美國。

再者，觀察整個歐元區的貿易情況，(如下圖所示)歐元區長期以來都已是貿易順差為主，出口總額約佔了歐元區 GDP 的 50%左右(財經 M 平方，2023)。但從 2021 年底開始，歐元區已經轉變成以貿易逆差為主。這也反映了如果要跟歐元區進行貿易往來，東亞國家要賺取到貿易順差恐怕是有相當難度的，至少是跟美國相比來看，正因為美國長期以來都是貿易逆差的狀態，這就代表與美國從事雙邊貿易，要賺取貿易順差是比較容易的事情。

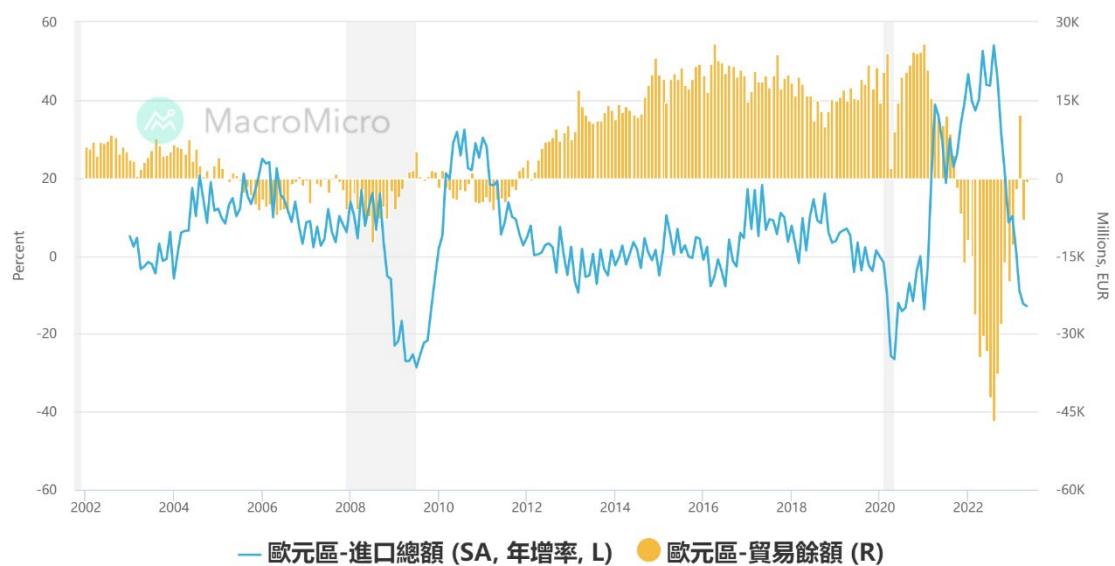


圖 6-7：歐元區進口年增率與貿易餘額

資料來源：財經 M 平方，本研究重新繪製

而在現實層面，東亞國家與美國之間是具備著互賴關係，東亞國家需要向美國出口商品，藉此賺取貿易順差，提振自己的經濟成長，而美國則是依賴東亞國家提供消費品，同時發揮「輸入通縮」的功能，以便於在增加消費量的同時，也能做到壓抑通膨的效果。但是經過前面的討論之後，我們有必要從實際數據來觀察，究竟東亞國家是否有意願跟美國持續保持不變的金融關係，而沒有試圖在貨幣的權力



關係方面進行避險。

誠如之前所討論的，如果單一國家想要對於美元的霸權行使進行避險，最直接的手段就是降低自己外匯存底當中的美元比重。因此，以下是整理了東亞地區各經濟體，長期以來美元佔各國的外匯存底比重的變化，由此可以初步地看出，是否有部分的國家試圖在對於美元進行「避險」操作(Farhi and Maggiori , 2018)。¹⁰⁶

表 6-7：東協對外的貿易餘額

單位：千美元

年分	中國	美國	歐元區	日本	南韓
2015	-89,535,126	82,304,315	52,039,260	3,143,123	-29,823,577
2016	-63,635,198	88,716,113	53,644,113	-3,086,169	-30,222,928
2017	-45,988,197	97,374,290	65,164,667	- 2,913,694	-41,433,890
2018	-51,567,930	104,753,312	71,360,547	- 2,201,361	-40,622,759
2019	-78,924,818	126,819,037	73,167,753	1,555,180	-38,908,920
2020	-83,323,735	163,374,754	85,920,910	7,543,939	-34,214,867
2021	-89,912,686	206,805,806	99,848,625	203,180	- 41,149,222
2022	-159,233,088	245,380,827	121,993,358	16,513,066	-42,359,345

資料來源：本研究整理自 <https://www.trademap.org/>

但是這樣的數據，基本上只能算是相當初步的表徵，因為如果我們觀察東亞各國的對外貿易數據(如上表所示)，則是可以清楚地發現到，東協主要的貿易順差來源，長期以來都是美國和歐盟為主。縱使東協與周邊國家的貿易進程，從中國大陸在 2001 年加入 WTO 之後，所造成的整個生產鏈的重組，而且加上 1997 年的東協加 3，以及 2020 年 RCEP 的成立，更是強化了東協與周邊國家之間的經貿往來。但是從金融關係上來看，因為中國所發行的人民幣並不屬於主流的國際流通貨幣，因

¹⁰⁶ 根據近期相關的研究，國際貨幣體系一旦處於多極世界，將會比單一霸權的世界來得更不穩定，詳見 Emmanuel ” A Model of the International Monetary System.” The Quarterly Journal Farhi, Matteo Maggiori. (2018.of Economics, Volume 133, Issue 1, February 2018, Pages 295–355,



此東亞國家在與中國進行貿易往來時，仍然是以美元計價、以美元進行清算和決算，而不是用人民幣來取代美元；更何況，東協與中國之間的貿易情況，仍是以東協為入超國，中國為出超國，因此是中國賣比較多的商品到東協，而東協國家則是要付出比較多的貨幣來購買。

就目前的貿易關係來看，當然，我們可以預估未來當中國繼續深化與周邊東亞國家的貿易往來，以及中國持續推進「人民幣國際化」的進程之後，東協乃至於東亞地區的小國將會有更多的誘因在與中國的貿易中，以人民幣取代美元的主要地位。但此時，我們則是要來進一步探求，從貨幣的角度來看，人民幣是否已經成為東亞各國在對於美元進行避險時，所使用的替代貨幣？這部份的討論則是下一節的主要課題。



第三節：選擇人民幣或是本幣結算

前一節討論了利用歐元與英鎊來取代美元，作為外匯存底的主要成分，但相關數據與計算都顯示出，就「鑄幣稅的剝削權力」來看，實際上歐元、英鎊與美元，這三者的差異並不大；從 2000 年之後的數據來看，歐元和英鎊的總貨幣供給量之擴張速度與倍數，並不會比美元還要來得更少。尤其是在考慮個別的經濟總量與對外貿易量之後，如同之前的表 6-4 和表 6-5 的數據，如果為了避險需求而把美元儲備改為歐元或是英鎊儲備，也就相當於是選擇開發歐元區與英國的市場來取代美國，這很顯然稱不上是理想的替代方案。

因此，東亞國家國如果仍想要「去美元化」，對「美元的貨幣權力」進行規避，那麼扣除掉當前主流的國際流通貨幣(歐元、英鎊、日圓)之外，唯一的可能就是基於雙邊貿易的往來，因此選擇用人民幣或是本幣結算所得的小國貨幣。因此我們先來討論利用「人民幣進行避險」的可行性與發展性。

壹、選擇人民幣替代「美元」

表 6-8：全球官方外匯存底的貨幣構成

單位：10 億美元

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	
					金額	比重
Claims in U.S. dollars	6,868.74	6,645.02	6,427.05	6,466.86	6,580.56	0.590157
Claims in euro	2,328.35	2,187.63	2,086.25	2,248.35	2,204.67	0.197719
Claims in Chinese renminbi	330.03	308.22	281.06	287.69	288.07	0.025835
Claims in Japanese yen	626.44	572.65	560.11	607.3	609.47	0.054658
Claims in pounds sterling	569.45	538.73	489.94	541.31	541.12	0.048529
Claims in Australian dollars	221.91	209.14	204.78	216.6	221.1	0.019829
Claims in Canadian dollars	286.02	275.75	260.92	262.74	270.75	0.024281
Claims in Swiss francs	29.48	27.63	24.78	25.32	27.67	0.002481
Claims in other currencies	387.82	358.62	358.4	382.49	407.11	0.03651
Unallocated Reserves	858.62	858.18	840.74	875.62	889.07	0.079733
Allocated Reserves	11,648.23	11,123.39	10,693.27	11,038.67	11,150.53	100

資料來源：IMF，<https://data.imf.org/?sk=e6a5f467-c14b-4aa8-9f6d-5a09ec4e62a4>

第一步當然是先看各國的外匯存底中，人民幣所佔的比重變化。如上表所示，依據國際貨幣基金（IMF）最新公布的「官方外匯存底貨幣構成（COFER）」資料顯示，2023年第1季人民幣在COFER中的占比為2.58%，各國央行外匯儲備中的人民幣總量持續下降，與2022年底的數據差異不大，目前排名位居全球第五位；前四名分別為美元、歐元、日圓、英鎊。

目前關於「去美元化」的討論，主要支持「去美元化」的事件發展，多數是圍繞在兩大類的新聞事件上，其一是關於原油的貿易結算與結算不再以美元作為唯一貨幣，相關的新聞都是聚焦於中國大陸與中東產油國之間的外交關係進展，是否有可能打破「以美元作為原油貿易的單一貨幣」的規定。而第二種類型事件，則是以「雙邊貿易取消美元結算」作為主要的重點來表現，例如阿根廷與巴西之間，在今年初就開始研擬要發行共同貨幣，取消用美元作為雙邊貿易的結算貨幣。另外像是韓國與印尼(亞洲週刊，2021)、俄羅斯與印度，以及....等國，都是打算朝著雙邊貿易用自身貨幣來做結算，而不再是以美元為基準的貨幣單位。

針對上述第一點「石油美元」的規定是否會被打破，此一規定之所以具有代表性，主因是在於多數人認為「美元霸權的基石是奠基於石油貿易」，但此一觀點在本研究看來，在第二章的相關討論中就已經可以得知，石油貿易對於美元的支持力，不過就只是構成美元結構性權力當中的一個支柱而已，其他還有基於安全、金融、以及其他貿易往來的層面，都是構築成當前美元霸權的重要環節之一。

因此，石油貿易對於美元的重要性，本文認為應當就如同當年「尼克森震撼」一樣，美元與黃金價格的掛鉤固然重要，但這並不是構成美元霸權的唯一條件，而只是眾多充分條件的一個部分。例如，俄羅斯是OPEC的重要產油國之一，但是在烏俄戰爭之後，俄羅斯因為受到更嚴重的經濟制裁，為了反制美國與歐盟的制裁動作，俄羅斯宣布只接受用本國的貨幣—盧布來作為買賣石油、天然氣的貨幣。也就是石油與美元的脫鉤已經有所鬆動，個別產油國與中國之間也已經有在研議以人民幣進行結算(香港文匯報，2022)。



再者，全球商品貿易的種類當中(如下表所示)，石油產品與原油合計約占總量的 15%左右(新浪財經，2018)，這代表了其他種類的貿易商品其實也是具有相當的重要性，例如墊子集成電路(Electronic integrated circuits)、全球半導體產業的產值逼近 1 兆美元(黃欽勇，2023)，而原油市場約 3 兆美元(日商環球訊息，2023)。

表 6-9：全球貿易商品金額

產品代碼	產品名稱	2022 年貿易額(千美元)	比重
2709	石油和從瀝青礦物中提取的油、原油	1,587,906,412	6.34%
8542	電子集成電路；其部分	1,253,700,227	5.00%
2710	石油和從瀝青礦物中提取的油(不包括原油)；製劑	1,096,050,453	4.38%
2711	石油氣和其他氣態碳氫化合物	876,507,131	3.50%
8703	汽車和其他主要設計用於運輸<10 人的機動車輛	783,839,686	3.13%
總和		25,050,790,189	100%

資料來源：本研究整理自 <https://www.trademap.org/>

透過上述兩項證據的推論，我們其實可以推估出，即便中東的主要產油國開放使用人民幣作為原油貿易的貨幣，因而取消美元的專屬權利，實際上對於美元霸權的傷害應當是相對有限，美元的價值不單單只跟屬於「石油美元」的掛鉤而已，因為原油貿易只是美元霸權的其中一項基石。

而在第二個範疇中，倘若任兩國之間的貿易是以彼此的貨幣來做結算，而不再透過美元作為結算的基礎，此一作法固然會降低美元的使用範圍，以及在國際流通間的比重，但是本文認為這樣的作法，實際上東亞國家所獲得的傷害將會遠大於利益。其關鍵的原因是在於，拿了另一小國的貨幣之後，可以用來做什麼？舉例而言，有兩個小國彼此間進行貿易，一個叫小國 A，另一個則是叫小國 B，兩國之間的貿易往來必然會出現一個出超，一個入超，假設小國 A 是出超國，小國 B 是入超國，這就代表了小國 A 賣了比較多的商品給小國 B，而小國 B 則是多印了許多小國 B 的本國貨幣給 A 國，這就會是兩國之間貿易的常態。

但當我們仔細思考其中的過程，也就是當小國 A 是出超國時，必然代表了小



國 A 收了許多的 B 國的貨幣，但關鍵的問題是在於，如果 B 國的貨幣不是屬於國際流通貨幣，那麼對於小國 A 而言，收了這麼多 B 國貨幣之後，又有何用處？這恐怕是採行「去美元化」之後的各國，所需要進一步深思的問題？

表 6-10：中國與金磚國家、東協國家的商品貿易往來(2022)

單位：千美元

貿易對手國	中國出口	中國進口	中國貿易順差
金磚國家			
俄羅斯	76,122,649	114,148,971	-38,026,322
巴西	61,969,971	109,522,043	-47,552,072
南非	24,196,442	32,543,295	-8,346,853
印度	118,501,523	17,482,817	101,018,706
東協			
印尼	71,318,138	77,770,058	-6,451,920
泰國	78,479,645	56,517,649	21,961,996
菲律賓	64,679,392	23,046,246	41,633,146
越南	146,959,900	87,960,626	58,999,274
新加坡	81,167,608	33,958,353	47,209,255
馬來西亞	93,711,252	109,878,980	-16,167,728
沙烏地阿拉伯	37,990,175	78,045,605	-40,055,430
阿拉伯聯合大公國	53,861,687	45,407,517	8,454,170

資料來源：本研究計算整理自 <https://www.trademap.org/>

我們可以從上表很清楚地看出，雖然目前多數的觀點都認為在「去美元化」之後，中國的人民幣將會成為最大得利者，但是根據目前中國與多數國家的貿易往來情況來看，事實上正因為中國在多數的雙邊貿易關係中，都是身為出超國的角色，因此貿易結算的結果，將會是中國接受貿易對手國的貨幣居多。

例如，中國與沙烏地阿拉伯之間的貿易往來，若是全面性地改採「本幣結算」，根據上表 2022 年的相關雙邊貿易資料(中國外交部，2023)，中國從沙烏地阿拉伯進口了進口額 780.5 億美元，出口方面則是達到 379.9 億美元，換言之，中國對沙烏地阿拉伯是呈現貿易逆差，因此中國進口比較多的商品，同時間也要付出比較多的貨幣，所以改採「本幣結算」之後，就會是沙烏地阿拉伯收到人民



幣以作為貿易順差的外匯收入。

當然，對於中國而言，如果與周邊貿易國家都是採取「本幣結算」，而且中國同時又是貿易入超國的話，自然就是相當於人民幣取代了美元的角色，讓其他貿易對手國接受人民幣作為結算付款的貨幣。如此一來，人民幣就逐步成為國際流通貨幣，而且是透過「去美元化」的過程，逐漸地取代美元的比重與角色。

但是我們從上表的整理中，可以清楚地看出，實際上中國大陸都是扮演「出超者」的角色居多，又例如中國的第一大貿易夥伴—東南亞國協，在 2022 年的貿易往來中(中國國務院新聞辦公室，2023)，中國對東協的出口金額為 3.79 萬億元(人民幣)，而中國從東協的進口金額為 2.73 萬億元，換言之，中國對東協的貿易情況正好是處於「出超國」的角色，因此中國賣出較多的商品，而收取了比較多的東協貨幣進來。但是，關鍵性的問題就在於：中國何以要收了這麼多的東協貨幣呢？或者更進一步地來思考，究竟中國收到東協國家的貨幣之後，可以有那些運用？很顯然地，東協國家的貨幣都不屬於國際流通貨幣，放在外匯存底當中的效果不大，而且這些國家的幣值不夠穩定，也容易發生匯率暴跌的情況。再者，中國正是因為對東協國家的消費力不夠，因此才會身為出超國，收取了較多的東協國家貨幣，這也就意味著如果中國要把這些貨幣拿回頭來消費掉，基本上就是比較困難的。

所以，從這樣的角度進行分析，縱然中國與東協改採「本幣結算」之後，可以降低雙邊的貿易障礙，進一步提升貿易往來榮景，但是中國身為出超國的角色，基本上並沒有辦法取代美元的作用是相對有限的，畢竟中國收了較多的東協國家貨幣之後，對於人民幣國際化的效果顯然並不大的。

貳、本幣貿易結算(Local currency settlement, LCS)

而目前從新聞上可以看到的相關資訊，有打算進行去美元化的個別國家與貿易對手，如下表所整理：



表 6-11：近期「去美元化」之新聞

新聞時間	涉及國家	當前進度
2022/12	中國與阿拉伯國家	對沙烏地阿拉伯、阿拉伯聯合大公國、伊朗倡議，推動石油和天然氣貿易以人民幣結算
2023/01	上海合作組織	成立「上合跨境人民幣服務中心」，為上合的成員國提供人民幣融資、國際結算及人民幣清算業務
2023/03	東協內部進行本幣交易計畫	2017 年 12 月，印尼、馬來西亞及泰國等三家央行宣佈正式推出 LCS。菲律賓於 2020 年加入 LCS 框架。緬甸當局已經先後與中國、泰國達成了合作共識。
2023/03	巴西與中國	使用雙方貨幣取代美元作為外貿結算，目前已達成協議
2023/04	南韓與印尼	計畫兩國間的貿易交易和投資中使用本國貨幣結算
2023/04	印度與俄羅斯	原已以盧比結算雙邊貿易，但隨後暫停，俄國要求印度以人民幣等貨幣支付雙邊貿易
2023/04	阿根廷與中國	改以人民幣支付中國進口品
2023/04	泰國與中國	人民幣-泰銖作為貿易結算，泰國央行正與中國人民銀行談判
2023/04	印度與馬來西亞	雙方已同意接受印度盧比或其他貨幣作為當前結算的貨幣
2023/04	孟加拉與俄羅斯	雙方已同意使用人民幣來支付俄羅斯在孟加拉建設的核電站項目款項
2023/04	金磚國家	俄國倡議與其他金磚國家（BRICS）打造一種替代美元的儲備貨幣
2023/05	巴西與阿根廷	研擬兩國推動共同貨幣
2023/06	印度緬甸	推動以緬幣/盧比結算相關事宜；印度 Punjab National Bank 、India 銀行、Punjab National Bank 和 Bank of India 已經確定作為緬幣/盧比結算系統指定銀行。而緬甸方面，則選定 CB 銀行和 UAB 銀行
2023/06	俄羅斯與中國	雙方超過 70% 的貿易結算已經轉為本幣結算
2023/07	俄羅斯與東協	俄國針對引入本國貨幣進行相互結算，而與東協 10 國展開磋商

資料來源：本研究自行整理

從上述的相關案例中，其實可以看出多數國家在捨棄美元作為貿易結算的唯



一貨幣之後，多半是選擇與貿易對手國進行「本幣結算」(吳幼珉，2023)，此一作法就是讓進行貿易的兩個國家，依據事前協定好的雙邊貨幣的匯率結算方式，進行貿易計價與貿易結算、清算，而不是以市場的美元價格進行。尤其是近年來因為經濟制裁的緣故，使得包含伊朗、俄羅斯、北韓等國，都被踢出了 SWIFT 系統之外，使得這些國家要使用美元進行貿易結算變得極為困難，因此不得不改採用「本幣結算」作為替代方案。

雖然採用「本幣清算」可以繞開美元霸權為基底的國際貨幣體系，但是我們可以進一步分析的重點在於，倘若這些國家都採用本幣結算之後，依據目前個別雙邊貿易的出超與入超情況，究竟會發生哪些國家的貨幣大量外流的情況？之所以要預先推估此一結果，是由於在個別國家進行雙邊貿易之後，必然會呈現出一個國家是入超，而另一個國家是出超的狀態。換言之，入超的國家就是進口金額比出口金額多，而出超的國家就是出口金額比進口金額多，如果我們改用「貨幣流動」的觀點來重新觀察，入超國在結算之後就是商品流入較大，但同時也是貨幣流出較多；反之，出超國在貿易結算之後，就是商品流出較多，但同時也是貨幣流入較多。因此，身為出超的國家，主要是賣出自家生產的商品，而收下貿易對手國(入超國)的貨幣，只是過去用美元結算時，出超國收的貨幣都是美元，而當雙邊國家因為去美元化，而改用「本幣結算」之後，出超國將會改收貿易對手國(也就是入超國)所發行的本國貨幣。

所以，當上述所列的國家都採取「本幣結算」之後，我們自然可以推算是究竟會是那些國家會因為身為入超國，而產生大量的本國幣外流的狀況。抑或是身為出超國的角色，而收取了大量且眾多小國的貨幣，將外匯存底收納成「大雜燴」的狀態。

如果我們是以「非中國以外的東亞國家」觀點來看，當單一國家捨棄了「美元結算」而改採「本幣結算」之後，該國得以利用自身所印製的本國貨幣來購買中國的商品，但是正因為該國的貨幣自始就不符合國際流通貨幣的標準，因此該國貨幣在國際上的流通性極度受限。但是中國願意用「本幣結算」後，代表了這些國家貨



幣的流通性和接受度就擴大了，能夠透過與中國之間的雙邊貿易流向中國境內。換言之，在與中國雙邊貿易中扮演入超國的東亞國家，去美元化之後的結果，極有可能是透過了「本幣結算」而同時進行了東亞國家貨幣的國際化，也就是中國作為雙邊貿易的出超國，欣然接受了該國所印製的貨幣作為貿易的價金。

但是，倘若我們用該國所欲從事的「規避貨幣權力」來重新審視「本幣結算」與「去美元化」這兩件事情，雖然「本幣結算」的結果確實能夠達成「去美元化」的目的，但是這僅僅是在「貿易層面」進行「去美元化」，而在「外匯存底」的構成成分中，卻是難以達成去美元化的效果和目的。因為東亞國家之所以要進行「規避貨幣權力」的主要目的，就是要擺脫「外匯存底」裏頭的價值，不會受到該流通貨幣發行國的劫掠(也就是我們之前一直提到的「鑄避稅」剝削)。

但是把美元的比重降低之後，實際上又該換成那些國家的貨幣呢？如果是用「本幣結算」所取得的貨幣來替換成美元，最有可能就是替換成人民幣或是其他國家貨幣。例如我們繼續以中國與東協為例，由於東協內部目前也有在討論是否要從目前的泰國、馬來西亞、印尼與中國之間(辛翠玲，2023)，擴大到其他國家(經濟部國貿局，2023)；我們可以參考目前東協內部的區域內貿易資料，當前區域內貿易量最大的幾個國家中，同時又較熱衷於本幣結算的國家，就屬馬來西亞。¹⁰⁷因此我們可以用馬來西亞的角度出發，考慮一旦全面和 RCEP 的成員國採取「本幣貿易結算」之後，將會產生何種的轉變？

依據 2023 年第一季的貿易資料，馬來西亞前十大的出口市場分別為(經濟部國貿局，2023b)：新加坡、中國、美國、日本、香港、泰國、韓國、印尼、澳洲及印度，而我們找出馬來西亞在 2022 年的與這十個經濟體的貿易餘額，整理如下：

¹⁰⁷ 就目前的數據來看，雖然東協貿易量最大的國家是新加坡，但是考量到比較熱衷參與本幣結算的國家僅只有泰印馬三國，因此就以馬來西亞為例。



表 6-12：馬來西亞前 10 大出口市場的貿易餘額(2022)

單位：千美元

國別/地區	馬國對其的貿易餘額	國別/地區	馬國對其的貿易餘額
新加坡	22,056,636	泰國	2,197,758
中國、	-14,993,471	韓國	-1,135,983
美國	15,203,869	印尼	-4,123,970
日本	3,406,789	澳洲	2,038,426
香港	17,750,266	印度	5,286,994

資料來源：本研究自行整理自 <https://www.trademap.org/>

由上表可知，如果馬來西亞全面改行「本幣結算」之後，透過雙邊貿易將可以取得新加坡幣、美元、日圓、港幣、泰銖、澳幣、印度盧比...等貨幣，因為馬來西亞在跟這些國家的雙邊貿易中都是扮演出超國的角色，因此賣過去的東西比較多，自然就會收到對方的貨幣。從這樣的推估的結果，我們可以得到一個混亂的圖像，也就是「本幣結算」之後雖然可以取得更低廉的雙邊貿易成本，但是在貨幣結算方面將會變得更為複雜，而且也會使得外匯存底的組成變得更為混亂。即便是馬來西亞要把這當中比較屬於小國貨幣給換成其他國際流通貨幣，也都是會面臨到難以兌換，或是折價偏大的狀況。

另外一個目前所傳出來最多消息會在雙邊貿易中進行「本幣結算」的國家，就是中國，我們可以用同樣的邏輯來估算，依據去年中國的對外貿易狀況，一旦採取「本幣結算」之後，如之前表 6-10 所列，中國新一年度的外匯存底將會增加印度、泰國、菲律賓、越南、新加坡、阿拉伯聯合大公國等新興市場的多國貨幣。但是這對於中國來說，算是屬於「去美元化的避險行為」嗎？顯然不是，因為「去美元化」之後的中國，自身的外匯存底雖然增加了這些貿易夥伴國的貨幣，但是其一，這些小國貨幣的幣值並不穩定，其二則是這些東亞國家的貨幣並不屬於國際流通貨幣，因此這些貨幣究竟能否發揮「國際貨幣」的功能，例如：價值儲存、...等，其不確



定性的成本與潛在的風險反而比目前通用的國際流通貨幣還要更大。

因此，如果是以「規避貨幣權力」的角度來看，其實透過本節所設定的「選擇人民幣或是本幣結算之東亞國家貨幣」來取代美元，依據前述所分析的結論來看，由於人民幣目前尚未完成國際化，因此人民幣實質上還沒具備國際流通貨幣的條件與資格，要增加人民幣在外匯存底中的數量，並以此取代美元，很顯然是捨本逐末的行為。更何況在中國與周邊東亞國家的雙邊貿易中，多數情況下都是中國扮演著出超國的角色，這也就代表了採取「本幣貿易結算」之後，實際上會是東亞國家的貨幣流向中國，而非人民幣流向東亞國家。而這樣的結果對於中國而言，其一是確實能夠達到「去美元化」的進程，但是對於中國急於達成的「人民幣國際化」並無幫助；其二則是中國收納了眾多非國際流通的貨幣，但這些貨幣並無國際流通貨幣的功能，因此其價值穩定性與流通性將可能產生諸多問題。



第四節：結論

本章主要基於東亞國家追求「規避美元貨幣權力」的觀點，考慮三種可能的「去美元化」方式：第一是將美元儲備轉為黃金儲備，也就是回到金本位時代的概念。但很明顯地，當前的國際貿易體系與國際金融體系，並不接受黃金作為計價單位與貨幣，而且當前各國央行縱然每年都在增加黃金儲備，但相對於整個外匯存底的規模而言，黃金的比重實在是微乎其微。除非是要自絕於當前的國際貿易之外，否則選擇黃金來替代美元，在實質上並沒有可行性。

其二，就是選擇當前美元以外的其他種類國際流通貨幣，例如：歐元或是英鎊來替代美元。但我們僅考慮了歐元和英鎊的貨幣供給量，是否也跟美元一樣經常出現施展「剝削能力」的鑄幣稅呢？答案當然是肯定的，而且歐元甚至出現過負利率政策，這代表了歐元所施展的剝削權力應當是遠超過美元的規模。再者，考慮到歐元區和英國的總體經濟規模，遠不如美國來得大，倘若將外匯儲備轉換成歐元跟英鎊，必然是要搭配開發歐元區和英國的消費市場。顯而易見的，這會是比持續經營美國市場還要更困難的事情。

其三，如果是選擇當前最熱門、崛起中的人民幣，或是透過本幣結算機制來達到「去美元化」的效果，以東協國家為例，一旦採取「本幣結算」之後，最可能發生的情況就是收納了一堆周邊國家所發行的貨幣，但這些非國際流通貨幣根本不是屬於主流貨幣，因此是否能夠成為外匯存底的主要構成，必然是存有著相當大的疑慮。再者，若是選用人民幣替代美國，除了人民幣目前國際化程度尚未完成，不能算是國際流通貨幣之外，人民幣另一個困難點，就是在於當前中國是全球各市場中的主要出超國家，而不是入超國家，換言之，是中國去賺其他國家的貨幣居多，而不是中國把人民幣撒出去，發揮其「轉移權力」的效果。因此要以人民幣替代美元，自然還需要審慎評估之。



第七章、結論

第一節 研究發現與貢獻



本文主要利用「貨幣權力理論」作為理論層次的基礎，利用前人研究的相關定義，針對於貨幣權力的種類，以及美國行使在貿易對手國身上所能發揮的效果，以及其預期效果，進行整理與選取。再重新針對 2004-2023 年的美元貨幣權力，進行案例研究與歸納。以往對於「貨幣權力」的探討，並未側重於非霸權國面對「貨幣權力」壓迫的面向，而多是從美國施展貨幣權力的視角出發。故此，本文從第三章之後的討論核心，都是以貿易對手國(台灣、東亞國家)作為視角的出發點，考慮在不同經濟情勢當中，美國發揮「貨幣權力」的側重層面，以及各國如何選擇應對策略的種類和次類型。

而在第四章開始的案例分析，則是開始以美元的經濟週期為分界，第四章探討降息循環週期中的個別國家應對策略，第五章則是分析在升息循環週期中的各國策略偏好。透過第四章與第五章的討論內容，相信可以對於美元貨幣權力的種類和效果，以及各國如何在「非合作」與「合作」之間進行選擇，能有更深一層的認識。而除了「非合作」與「合作」這兩種方向之外，本研究也針對目前東亞國家可能推展的「去美元化避險」可能選項，在第六章進行了逐一的討論，最後發現到「美元霸權」雖然存在著許多弊病，以及壓迫貿易對手國的空間、劫掠各國經濟利益，但是就當前可能的其他替代方案而言，並沒有辦法針對「美元霸權」所產生的弊端，找到一個一勞永逸的「避險」方式。

壹、美元霸權與貨幣權力的探討

在第二章的內容中，我們首先確立了美國最常使用的兩種貨幣操控：「劫掠型」貨幣操控與「放任型」貨幣操控，前者出現於美國景氣衰退的降息循環期



間，因為美國基於劫掠貿易對手國經濟利益的動機，因此會在此一時期主動發起兩種貨幣權力：「劫掠權力」與「轉移權力」，而體現這兩種權力的事件或場域，則是透過貨幣寬鬆政策，以及「匯率操縱國」報告來實行。而「放任型」的貨幣操控，則是因為保持著中立或偏向正面的立場，而且在行為上無意干預貿易對手的政策，所以此類型的貨幣操控並不會對於個別國家產生立即性的傷害或掠奪，而是希望回到當前的國際秩序之下，透過國際貿易體系、國際金融體系的運作，使美國繼續得以享用其貨幣霸權所帶來的「遞延權力」與相關的經濟利益。

以各國的被動立場而言，東亞各國基於「新重商主義」與「經濟民族主義」的思維邏輯，理應極力排斥美國對於經濟利益的劫掠，因此當面對透過「鑄幣稅」所帶來的「劫掠權力」，縱然無法對抗或拒絕，但面對到透過「匯率操縱國」報告而來的「轉移權力」時，自然會奮力對抗，所以也才會產生利用賽局模型進行決策與解釋的空間。

至於各國面對到「放任型」貨幣操控時，因為不可能去對抗美國的無作為，所以基本上東亞各國是樂於接受回到原有秩序狀態下的貨幣權力關係。甚者，在原有的貿易體系下，美國依賴各國提供商品，輸入通貨緊縮；而各國則是仰賴美國的持續消費，賺取更多的國家財富。在此一階段，美國與貿易對手之間的狀態是相處融洽的。

貳、台灣(與東亞國家)面對美國貨幣權力的策略類別

一、美國升息循環週期

(一)美國施行「放任型」貨幣操控

在美國的升息期間內，美國本身並不會對於貿易對手行使負面的貨幣權力，因此各國在這一階段所要面對的最大問題點，都是在美國行使貨幣權力後，所造成的外溢效果(副作用)：其一是美元回流，其二則是通貨膨脹。

在 2000 年以前，由於各國普遍都缺乏應付美元回流的外匯存底，因此每當遭



遇到美元回流所形成的「美元荒」時，與之對抗的個別國家就容易形成貨幣危機或是金融危機。以東亞地區為例，2000 年之後的東亞各國，透過貿易順差所積累的大量外匯存底，並且搭配在 1997 年之後清邁倡議所建立起的「貨幣互換機制」，這些使得各國有足夠的餘韻去應對國際資本的快速回流現象。而且從數據上我們也可發現到，最近一次美元回流已不再是個難以解決的問題，只要能夠應付一時的美元高峰需求，隨後東亞國家仍然可以用自己所擅長賺取的經常帳順差來彌補國際資本外移所造成的空缺。

(二)台灣：「利益加大型」的回應策略

而在應對通貨膨脹方面，本研究提出了兩種次類型：「順從型」與「利益加大型」，其最大的差異點就在於各國央行是否會利用通貨膨脹進行金融操作，賺取更多的國家財富。而我們在第五章利用各種數據進行比較，最終證明了在所選取的四個樣本國家當中，只有台灣是屬於「利益加大型」，其餘三國：韓國、泰國、馬來西亞則是屬於「順從型」。

這是由於台灣的央行會刻意保留適度且些微的通貨膨脹，而不以貨幣政策完全消滅之。因此台灣的國內利率自然就會低於美國的利率，這對於握有龐大數量美國國債的台灣而言，首先就是可以輕易賺取到台美利差，以作為國家財政的重要來源。其次，則是因為國內通貨膨脹未能完全去除，造成國內長期都是「負實質利率」的狀態，使得新台幣的購買力偏低，同時也會影響到新台幣的匯率價格傾向於貶值趨勢，如此又能達到刺激出口貿易的作用，賺取更多的貿易順差與國家財富。從這兩個層面來看，確實是能夠發揮通貨膨脹的正面作用，賺取更多的經濟利益。

至於其他「順從型」的國家，則是積極打擊通膨，同時也較長時間維持「正實質殖利率」，雖然未能替國家或政府賺取更多的稅收或財富，但各國國內民眾所握有的本國貨幣，其購買力是相對充足的，並不容易感受到貨幣貶值或購買力不足、長期通貨膨脹的現象。



二、美國降息循環週期

(一) 美國施行「劫掠型」貨幣操控

由於美國在降息循環時期，透過寬鬆貨幣政策提高美元供給量的作法，等於是讓所施展的「劫掠權力」直接衝擊到各國，並且讓貿易對手國無法拒絕或對抗，因此這種直接被奪取經濟利益的厭惡感受，正是造成當前眾多國家紛紛加入或是喊出「去美元化」的真正原因。

至於在美國所施展的另一項「轉移權力」方面，由於這是透過「匯率操縱國」報告進行施壓，所以就自然形成個別國家與美國之間進行博弈的空間。透過第三章的理論探討，以及第四章的實證分析，我們可以知道當美國的施壓沒有可信度的時候，此時美國與貿易對手間的博弈就相當於是「囚犯困境賽局」，對於各國而言，持續的選擇「非合作」策略就是能夠利益極大化的作法。而在實證方面，我們也觀察到在 2007-2014 的降息期間內，正是因為美國沒有透過「匯率操縱國」報告展現出威嚇性，因此無法在此一期間內讓各國選擇「合作」策略，各國自然也就不願意承擔「轉移成本」來平衡雙邊貿易的失衡現象。

但是在美國國會通過 2015 年法案，完善了「匯率操縱國」報告之後，美國政府連續在 2019 年認定中國、2020 年認定越南與瑞士皆為「匯率操縱國」，這樣的做法，等於是讓其他國家明確意識到，美國本身並不害怕升級雙邊的貿易衝突，而且美國也是會信守承諾，對於選擇「合作」的個別國家降級以待。

(二)台灣：「彈性對抗型」的回應策略

美國如此的做法，從賽局概念的層次而言，其實是嘗試改變整個賽局的模型，由原本的「囚犯困境賽局」轉變成「膽小國賽局」，並且透過多次的「殺雞儆猴」手段來強化「膽小國賽局」中，雙方對撞後的損失是各國所不願意承擔的重傷害。所以我們才會發現到，在本研究所劃分的第三階段決策樹當中，絕大多數的國家在此都是認定其為「膽小鬼賽局」，並且自願選擇「合作」策略來回



應美國所施展的「轉移權力」。

所以我們可以看到像是台灣與越南，雖然主要應對策略都是採取「不合作」來回應美國，充分反映了東亞國家所具有的「新重商主義」邏輯。但是一旦進入第三階段的決策樹，被「匯率操縱國」報告點名「滿足 2015 年法案的三項標準」之後，不論是否馬上就列入「匯率操縱國的正式名單」，都會在與美方的加強接觸與溝通之後，立即退縮成為僅滿足兩項標準的觀察名單。這很明顯地就是反映出台灣和越南對於美國的施壓，是盡可能地嘗試「不合作」策略，直到逼近美國的臨界點之後，才選擇了退縮到「合作」的策略上，這種充滿彈性的決策過程，正是被歸類為「彈性對抗型」的主要原因。

此外，我們也瑞士的案例中看到另一個待驗證的可能性。也就是當美國自身的經濟狀態開始好轉之後，逐漸出現緊縮貨幣政策的訊息時，此時有可能也代表著美國貨幣操控與貨幣權力的轉向，造成「匯率操縱國」報告的重要性逐漸降低，甚至是到了不重要的程度。這樣外在環境的改變，有可能正是貿易對手國持續選擇「非合作」的絕佳保證，所以我們在 2022 年的兩份報告中，才會看到瑞士實際上是連續地、有意為之的滿足「匯率操縱國」的三項標準門檻，但同時瑞士卻也還沒有被美國所懲罰。

當然，另一種可能性，就是在於瑞士本身並不是屬於東亞國家，也不像東亞國家一般具有強烈的「新重商主義」思維；而且瑞士本身又是屬於美元貨幣集團中的一員(美元指數的構成樣本中，瑞士法郎就是其中之一)，因此這種在國際貨幣體系中的階層差異性，極有可能正是瑞士表現出比台灣、越南更為積極地偏向「不合作」的主要原因。

參、發現與建議

一、台灣央行既然在美國升息循環期間內，選擇成為「利益加大型」的國家，那麼在美國降息循環的期間內，卻沒有追求到最大的利益，與瑞士相比顯然是



還有不小的差距存在。

- 二、在追求「對美元避險」的道路上，我們衡量了其他三種可能的避險選擇，但最終的結果卻是令人失望，不管哪一種替代方案，皆無法能夠完美的替代美元；無法有效避免美元貨幣權力所帶來的傷害，同時又能增加更多的利益。
- 三、考慮到當前美元仍可能在未來持續一段時間的貨幣霸權地位，以及美國目前仍擁有的相關貨幣權力，我們應該對於「匯率操縱國」報告多加進行研討，嘗試識別出讓美國升高衝突的臨界點與跡象，而在到達這個臨界點之前、跡象出現之前，都是屬於各國能夠擴大自身國家利益的空間，應當善加利用。



第二節 本文研究不足之處與後續發展方向

壹、本文研究不足之處

本研究以美元的貨幣霸權做為出發點，但針對貨幣霸權所能夠發揮的貨幣權力種類，並沒有全面性地進行討論，就以美國現有的貨幣操控形式而言，本研究是直接選取了「劫掠型」與「放任型」兩種貨幣操控，而對於另外兩種(保護型、消極型)不進行舉例與分析處理。雖然相關的案例在近 20 年來，確實是比較少見，但由於本研究主要側重美國利用美元對小國進行「貨幣操控」，因此選取了比較有對話空間的「劫掠型」與「放任型」。

而本研究設定「美國施展貨幣權力」做為自變項，而將「各國的應對策略」做為應變項，雖然透過理論與案例的分析，讓我們找到且制定了一般性的小國應對通則，同時也劃分出台灣所屬的次類型，以及台灣與其他東亞國家的相異之處，但我們的視野卻是多聚焦在美國、東亞各國與台灣之間的互動，而沒有回過頭去比較東亞各國之間的差異性。

一、將貿易對手國視為同一個群體，忽略其差異性

其次，本研究主要透過升息循環與降息循環來搭配「放任型」和「劫掠型」兩種貨幣操控，從而建立起各國應對這兩種貨幣操控的一般性應對通則。所以在個別國家面對美元貨幣權力的差異性方面，基本上是沒有進行處理或是強調。舉例而言，東北亞地區的台灣與南韓，其發展階段先於東南亞的泰國與馬來西亞，縱然以美國的立場出來，這四個國家都是同樣屬於「東亞國家」，但是經濟發展階段的差異性，對於美元貨幣權力的立場和觀感是否相同，想必這其中是有所差異存在的。

再者，像是在第四章透過案例整理出的三種次類型，同屬於「完全對抗型」的有瑞士、台灣、越南和中國，基本上這四個經濟體都是屬於差異性極大，本研



究目前的進度，僅僅是針對各國應對「匯率操縱國」報告的部分，建立起一般性的策略通則，但是尚未更進一步去討論：何以是這四個經濟體是屬於「完全對抗型」？再者，從目前發展的進程來看，越南已經脫離了「匯率操縱國」的觀察名單，從「完全對抗型」轉型成為了「順從型」，但台灣與中國仍然被保留在「觀察名單」，也同樣進行了轉型，但是僅僅是轉為「彈性對抗型」而已；唯一留在「完全對抗型」名單上的，只剩下瑞士一國。

如果考慮到這四個曾經滿足「三項標準」的國家，後續的轉變是否可以反映彼此間在經濟或貨幣方面的差異性？這一層次的討論也正是本研究尚未處理到的部分。倘若真如第三、四章所進行的理論探討，那麼每個曾經滿足「匯率操縱國」三項標準的國家，也都應該像瑞士一樣，繼續滿足著三項標準，而不被列為「匯率操縱國」正式名單，這才是利益最大化的作法。但顯然四個國家之間都有著不一樣的盤算和立場，所以在經濟利益之外，應該還存在著更重要的變因在其中。

同樣的道理，在第五章的討論中，我們僅僅是取樣四個國家(韓國、台灣、泰國與馬來西亞)來討論，雖然我們以各種數據和資料區別了「一般順從型」與「利益加大型」兩種次類型，但是礙於篇幅和時間所限，尚未能針對「究竟是何種變項決定了這兩種類型的差別？」進行更近一步的討論。

尤其在第五章的美國設定中，美國在升息循環週期所採取的是「放任型」貨幣操控，換言之即是各國不會受到美國貨幣權力的直接干預，所以就此時的各國而言，應當是最有選擇空間的狀態，倘若每個國家都是具備了「新重商主義」的思考邏輯與立場，那麼東亞各國應該是基於「利益最大化」的考量，而普遍成為「利益加大型」的國家才對。但很顯然地，真實世界的狀態與理論推出的結果並不完全吻合，在取樣的四個國家當中，僅只有台灣是引導了國內通貨膨脹的效果，使新台幣匯率傾向於貶值，同時也能賺取到龐大的台美利差。何以其他三個國家(韓國、泰國與馬來西亞)不存在這樣的政經特質？這部分正是本研究尚未能回答的問題層次。



二、賽局理論與現實案例的差距

除了貿易對手國之間存在的差異之外，本研究在第三章與第四章當中，引入理性決策模型的賽局理論，作為分析各國應對美國「匯率操縱國」施壓時的策略理論。雖然從現實案例的佐證，我們可以發現到引入賽局理論進行解釋，實際上是具備相當程度的可信度。但是從中我們也可以看到若干的問題點，例如在美國財政部一開始所設定的國家為 20 個，但最終僅只有 7-10 個國家進入了「匯率操縱國」觀察名單，換言之，雖然我們可以找到符合賽局模型所推估的若干國家，但更進一步的問題應該是在於：何以多數國家應對「轉移權力」的方式，並沒有如賽局理論所推估的？這究竟是客觀條件所造成的先天限制(例如：該國央行沒有能力或足夠資金來調控匯率價格)？還是個別國家的自身主觀意願所未能做到的(例如：該國央行不願意調控匯率價格)？

依據賽局模型推估的結果，如果各國都是具備理性思維，而且又以「新重商主義」為思考邏輯，我們理應可以看到多數的國家都會出現在「匯率操縱國」的觀察名單上，甚至是滿足三項標準的名單上，也應該是有要更多的國家數目出現。但很顯然地，理論與現實之間出現了差距，究竟是哪些原因造成了這個差距的出現？這很有可能是因為本研究忽略了各國之間的個體差異，例如出口產業類型的差異，又或者是個別國家跟美國貿易關係的親疏遠近，這些都是有可能會影響到最終個別國家會被美國放在什麼名單上的關鍵因素。

而回到賽局理論本身來看，如果個別國家在還沒到第三階段的決策樹之前，就先選擇了「合作」的策略，而不是繼續選擇「非合作」策略，就理論而言，應當是有某種外在因素改變了小國在策略上的 **payoff**，因此該國基於理性思維的選擇，當然會是選擇 **payoff** 比較高的那個選項。如果我們這樣反向推論是可行的，那麼進一步追問就應該是「何種外部因素造成了這個賽局的 **payoff 改變**」？繼續追問才有可能找到新的答案，來回答理論與現實產生差距的真正原因。不過這一



層次的問題，也是本研究尚未能處理的部分。

貳、後續研究發展方向

本文認為，關於「國際貨幣權力」的後續研究與推進，主要有三種層面可供發展，其一是聚焦在美國的權力範疇，其二則是延續各國應對美國貨幣權力的層面，但更為側重各國之間的差異性。

一、美國的權力範疇

本文直接選取美元、美國與貿易對手國之間的互動，座美元貨幣霸權的施展場域，但目前在國際貨幣體系中，仍存在著其他的國際流通貨幣(例如：歐元、英鎊、日圓，甚至是崛起中的人民幣)，本研究在討論的範疇中，鮮少納入這些強權國家與國際貨幣。

後續研究可納入這些強權國家與國際貨幣，作為國際貨幣權力互動的一個環節或是節點，甚至是考慮這些強權國家和國際貨幣所能夠發揮的影響力，將其納入分析框架中，成為其中的變項。

二、各國之間的差異性

本研究雖然皆以「貿易對手國」來概括貨幣權力偏弱小的國家，但是此一群的國家為數眾多，彼此之間的規模和差異也相當巨大(例如：中國在本研究裡算是其中一個，而新加坡也是，但兩者放在一起，其數值和數量方面的差距都是相差懸殊)。倘若要進行後續的研究，應當針對各國再進行分類，以便於更細緻地處理此一群體國家之間的差異，以及是否會因此產生出應對決策的不同？

參考文獻

壹、中文部分

一、學術論文與專書

David M. Andrews 主編，黃薇譯，(2016)，《國際貨幣權力》，上海：社會科學文獻出版社，64 頁

Jonathan Kirshner (喬納森・科什納)，《貨幣與強制—國際貨幣權力的政治經濟學》，上海人民出版社，2013

王鼎銘，〈政治與經濟間的交錯：政治景氣循環理論的評析〉，《公共行政學報》第 20 期，2006

左正東，2022，《國際政治經濟學》，新北：揚智文化

左正東、葉國俊；〈金融海嘯後中國對於東亞貨幣整合的策略分析：亞元與人民幣之間的抉擇〉，《遠景基金會季刊》第 12 卷第 1 期，2011

吳崇涵，2018，〈中美競逐影響力下的臺灣避險策略〉，《歐美研究》，台北：中央研究院歐美研究所，頁 518

吳聰敏，2023，《台灣經濟四百年》，台北：春山出版，

呂忠達，2014，《全球金融投資大棋局》，財團法人台灣金融研訓院出版，

李文志、張珈健，2005，〈全球化下東協地區貨幣協調—治理機制的探討：東協的觀點〉，頁 36-37

沈麗山，2016，〈以中國對美國資本回流率檢視貨幣權力理論〉，《問題與研究》第 55 卷 1 期

林仲修， "世界體系理論之建構----兼論其優越性與窘困"， 義守大學人文與社會學報， vol. 2， pp. 47-69， 2003.06

金榮勇，《問題與研究》，第 37 卷第 1 期，〈東南亞金融風暴的成因、影響與展望〉， 1998

馬千惠，2001，〈資本管制開放與資本移動關係的再探討〉，《中央銀行季刊》第二十三卷第一期。

康燦雄(David C.Kang)，2017，《裙帶資本主義：韓國和菲律賓的腐敗與發展》，上海



人民出版社



許文英，《問題與研究》，第 38 卷第 9 期，〈亞洲金融危機後的中國大陸外匯金融自由化〉，1999

郭建中、王國臣，人民幣成為亞洲區域貨幣錨的政經分析，《遠景基金會季刊》第 14 卷第 3 期，頁 147-204，2013

陳虹宇、吳聰敏、李怡庭、陳旭昇著，2021，〈台灣的匯率政策〉，《致富的特權》，台北：春山出版，2021，頁 97-100

陳發郁，〈新制度論的困境與挑戰〉，《政治學報》，第五十八期，2014 年 12 月

陳儀譯，2022，〈貿易戰就是階級戰〉，台北：麥田出版，頁 323-333，譯自 Matthew C. Klein, Michael Pettis, *Trade Wars Are Class Wars*, Yale University Press. 2020

傅彥凱，〈民主政治下的經濟政策制定：政治景氣循環理論之分析〉，《中國行政評論》第 11 卷第 3 期，2002

曾怡仁，2007，〈國際政治經濟學三大研究途徑—經濟民族主義、經濟自由主義與馬克思主義—之比較分析〉，《全球政治評論》第 19 期，2007 年 7 月，頁 67

曾怡仁，〈國際政治經濟學中的不列顛學派 British? Global? And Critical?〉，《問題與研究》，第 51 卷第 4 期，2012

曾怡仁，〈國際政治經濟學的發展與政治經濟學之關係〉，《政治學報》，第四十九期，2010

簡文政，《政治景氣循環》，國立中山大學經濟學研究所碩士論文，2002

黃上紡，〈選舉與經濟—政治性景氣循環〉，《美歐月刊》，第 11 卷第 5 期，1995

黃宗昊，〈歷史制度論的方法立場與理論建構〉，《問題與研究》，第 49 卷第 3 期，2010

黃靖，〈政治學研究的歷史轉向〉，《臺北市立教育大學學報》，第 41 卷第二期，2010

黃偉倫，2011，〈美元霸權與石油金融化：再思霸權穩定論〉，國立政治大學外交學系碩士論文

楊佩瑞，2012，〈貨幣權力對貨幣國際化策略影響-日圓與人民幣國際化策略比較〉，國立台灣大學社會科學院政治學系碩士論文。

趙文志，2008，〈美、中政府與市場在人民幣匯率改革中的角色：2003-2005〉。《中



國大陸研究》51(4)，頁 51-88。

趙文志，2011，〈國際貨幣權力理論的應用：中國匯率政策改變的原因分析〉，《問題與研究》第 50 卷 2 期

蔡明彥、張凱銘，2015，「避險」戰略下大國互動模式之研究：以美中亞太戰略競合為例》，《遠景基金會季刊》，台北：遠景基金會，第 16 卷 3 期，頁 1-63

蔡相廷，2010，〈歷史制度主義的興起與研究取向－政治學研究途徑的探討〉，《臺北市立教育大學學報》，第 41 卷第二期

蕭全政，1997，《台灣地區的新重商主義》，台北市：業強出版社，

蕭全政，2001，〈東亞「區域主義」的發展與臺灣的角色〉，《政治科學論叢》，第 14 期

羅金義，秦偉燊，2017，《老撾的地緣政治學：扈從還是避險?》，台北市：三民書局股份有限公司

二、網路資料

ALAN RAPPEPORT，2020，〈美國不再將中國列為貨幣操縱國〉，紐約時報中文網，
<https://cn.nytimes.com/business/20200114/treasury-china-currency-manipulator-trade/zh-hant/>

ANA SWANSON，2019，〈中國被美國列為匯率操縱國意味著什麼〉，紐約時報中文網，
<https://cn.nytimes.com/business/20190807/china-currency-manipulator/zh-hant/>

BBC 中文網，2018 〈美未將中國列為匯率操縱國 克制背後的風險〉，BBC 中文網，
<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/business-45900694>

BBC 中文網，2019，〈美國把中國列為「匯率操縱國」會有什麼後果〉，BBC 中文網，
<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/business-49250694>

BBC 中文網，2019a，〈中美貿易戰時間軸：一場逐漸升溫的持久戰〉，BBC 中文網，
<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/world-49986037>

BBC 中文網，2019b，〈美國把中國列為「匯率操縱國」會有什麼後果〉，BBC 中文網，
<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/business-49250694>



BBC 中文網，2020，〈肺炎疫情：為挽救經濟，美聯儲想出這四大招〉，BBC 中文網，<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/business-52470713> 潘姿羽，2021，〈台幣匯率 27 元新時代 台積電變護國神山見證轉型變化〉，中央社網站 <https://www.cna.com.tw/news/firstnews/202101050109.aspx>

Cindy Chen，〈2022 年全球債務狀況：一文了解各國債務占 GDP 比例情況〉，DailyFX 網站，<https://www.dailyfxasia.com/cn/feaarticle/20220722-8711.html>

<https://cn.wsj.com/articles/%E7%BE%8E%E5%9C%8B%E5%B0%87%E5%B0%B1%E5%C%AF%E7%8E%87%E5%95%8F%E9%A1%8C%E8%88%87%E5%8F%B0%E7%81%A3%E5%B1%95%E9%96%8B%E7%A3%8B%E5%95%86-11618623909>

<https://www.gii.tw/report/tbrc1253617-crude-oil-global-market-report.html>

MoneyDJ，2022，〈瑞銀：強勢美元傷害各國，多國鬧美元荒〉，財經新報 <https://finance.technews.tw/2022/08/11/americas-strong-dollar-is-hurting-everyone-else/>

Yuka Hayashi，2021，〈美國將啟動與台灣的匯率磋商，華爾街日報中文版〉，網址：

大西智也，2020，〈被美國認定為匯率操縱國，越南做了什麼？〉，商周網站 <https://www.businessweekly.com.tw/international/blog/3004939>

大麥克指數，經濟學人網站，網址：<https://www.economist.com/big-mac-index>

工商時報，2021，〈台滿足匯率操縱國 3 要件 路透曝嚴重後果〉，工商時報網站 <https://ctee.com.tw/news/exchange/428000.html>

工商時報社論，2020，〈台灣應如何看待美國匯率操縱國報告〉，工商時報網站 <https://view.ctee.com.tw/economic/25779.html>

工商時報書房編輯，2022，〈布列敦森林體系 以美國為盟主的新經濟體制〉，<https://ctee.com.tw/bookstore/selection/664433.html>

中央社，2020，〈被美國盯上！不能再阻升新台幣，台灣確定被列為「匯率操縱觀察名單」〉，商周網站，<https://www.businessweekly.com.tw/business/blog/3004892>

中央社，2021，〈美財政部未判定台灣操縱匯率 將加強聯繫確認〉，中央社網站，<https://www.cna.com.tw/news/firstnews/202104165011.aspx>



中央社，2023，〈中國大陸央行買黃金 第1季增持量全球第2〉，經濟日報網站
<https://money.udn.com/money/story/5604/7148612>

中央研究院，2022，《臺灣貨幣金融改革政策建議書》，頁46-49，
<https://newsletter.sinica.edu.tw/28373/>

中央銀行新聞稿，2022〈本行對「美國財政部匯率政策報告」之說明〉，台灣中央銀行，<https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-302-155981-3c905-1.html>

中信證券，2022，〈中信證券：“石油人民幣”開啟新篇章〉，華爾街見聞網站，
<https://wallstreetcn.com/articles/3677237>

中銀研究，2022，〈全球貿易結算格局與結算貨幣的選擇〉，
<https://pic.bankofchina.com/bocappd/rareport/202203/P020220324419163641926.pdf>

中國外交部，2023，〈中國同沙烏地阿拉伯的關係〉，中國外交部網站
https://www.fmprc.gov.cn/web/gjhdq_676201/gj_676203/yz_676205/1206_676860/sbgx_676864/

中國國務院新聞辦公室，2023，〈國務院新聞辦就2022年全年進出口情況舉行發佈會〉，中國政府網，
http://big5.www.gov.cn/gate/big5/www.gov.cn/xinwen/2023-01/13/content_5736993.htm

中國經濟網，2019，〈宣稱中國為“匯率操縱國”純屬惡意栽贓〉，人民網，
<http://finance.people.com.cn/BIG5/n1/2019/0808/c1004-31282767.html>

今日新聞主筆室，2018，〈美國公布匯率操縱國 中國、台灣會中箭嗎？〉，今日新聞網站，<https://www.nownews.com/news/20181015/3011116/>

今周刊編輯團隊，2021，〈美國派「殺手」緊盯新台幣！「一份1:25資料，正悄悄送進美國財政部…」看央行總裁阻升三大困境〉，今周刊
<https://www.businesstoday.com.tw/article/category/183017/post/202101200016/%E2%80%BE%E5%9C%8B%E6%B4%BE%E3%80%8C%E6%AE%BA%E6%89%8B%E3%80%8D%E7%B7%8A%E7%9B%AF%E6%96%B0%E5%8F%B0%E5%B9%A3%EF%BC%81%E3%80%8C%E4%B8%80%E4%BB%BD1:25%E8%B3%87%E6%96%99%EF%BC%8C%E6%AD%A3%E6%82%84%E6%82%84%E9%80%81%E9%80%B2%E7%BE%8E%E5%9C%8B%E8%B2%A1%E6%94%BF%E9%83%A8%E2%80%A6%E3%80%8D%E7%9C%8B%E5%A4%AE%E8%A1%8C%E7%B8%BD%E8%A3%81%E9%98%BB%E5%8D%87%E4%B8%89%E5%A4%A7%E5%9B%B0%E5%A2%83>



尹俊傑，2023，〈聯準會利率連 10 升後觀望 暗示下半年升息 2 碼〉，中央社網站，<https://www.cna.com.tw/news/aopl/202306150012.aspx>

文匯報，2020，〈【抗美元霸權之三(完)】多國研替代系統 減對 SWIFT 依賴〉，文匯報網站 <http://paper.wenweipo.com/2020/09/16/BN2009160001.htm>

文匯報，2020，〈【新聞背景】SWIFT 沿用 40 年 擁逾萬金融機構會員〉，<http://paper.wenweipo.com/2020/09/16/BN2009160004.htm>

日商環球訊息，2023，〈2023 年全球原油市場報告〉，日商環球訊息，網址：

日經中文網，2020，〈美國將越南、瑞士列為匯率操縱國〉，日經中文網
<https://cn.nikkei.com/politicsaeconomy/efinance/43148-2020-12-17-09-07-03.html>

日經中文網，2022，〈日本將釋放 750 萬桶石油儲備，並提高汽油補貼〉，日經中文網 <https://zh.cn.nikkei.com/politicsaeconomy/politicsasociety/47831-2022-03-04-14-48-04.html>

日經中文網，2022，〈新興國央行推動擺脫美元結算〉，
<https://zh.cn.nikkei.com/politicsaeconomy/efinance/47246-2022-01-10-05-03-00.html>

日經中文網，2023，〈各國央行買黃金創 55 年新高，遠離美元?〉，日經中文網，
<https://zh.cn.nikkei.com/politicsaeconomy/economic-policy/51274-2023-02-02-05-00-40.html>；

王韋婷，2022，〈穩定物價 大宗物資與油品稅負減免擬延長〉，央廣
<https://www.rti.org.tw/news/view/id/2143910>

台灣中央銀行，〈2021 年升息經濟體之政策考量因素〉，《2021 年報》，
<https://www.cbc.gov.tw/dl-190286-42ae9adbedc54ae9b0019b62149f5463.html>

台灣中央銀行，2012，〈有關我國實質利率目前為負數之說明〉，台灣央行網站，
網址：<https://www.cbc.gov.tw/tw/cp-432-41323-1ADD9-1.html>

台灣中央銀行，2017，〈直升機撒錢的政策風險極高〉，台灣中央銀行，
<https://www.cbc.gov.tw/tw/dl-20569-57078a0ac81042e89b07b73447f8db33.html>

台灣中央銀行，2019，《淺談外匯存底的意義、來源和運用》，中央銀行網站，
<https://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/93714132271.pdf>



台灣中央銀行，2022，〈央行理監事會後記者會參考資料〉，台灣央行：頁 67，
<https://www.cbc.gov.tw/dl-192927-bd524ece8a414034acf5a6494621433f.html>

台灣中央銀行，2022，〈歐美 SWIFT 制裁對俄羅斯國際支付之影響〉，台灣央行，
<https://www.cbc.gov.tw/tw/dl-186169-8d0e05a6b27b471399b53114f2e3323e.html>

台灣中央銀行，2023，〈美元之國際地位〉，台灣央行，<https://www.cbc.gov.tw/dl-196096-070c6f6eeeea941488d90275a5e9708c2.html>

台灣中央銀行新聞稿，2011，〈三分鐘央行教你搞懂美國信評遭降級〉，天下雜誌
網站，<https://www.cw.com.tw/article/5021103>

台灣央行，1995，〈中國大陸匯率機制改革及其影響〉，《國際金融參考資料》第
51 輯，台灣：中央銀行，頁 1-6，
<https://www.cbc.gov.tw/public/Attachment/83199525571.pdf>

央廣，2023，〈歐盟邊境碳稅-推動進口商品更加環保〉，央廣網站
<https://www.rfi.fr/tw/%E5%B0%88%E6%AC%84%E6%AA%A2%E7%B4%A2/%E7%92%B0%E5%A2%83%E8%88%87%E7%99%BC%E5%B1%95/20230228-%E6%AD%90%E7%9B%9F%E9%82%8A%E5%A2%83%E7%A2%B3%E7%A8%85-%E6%8E%A8%E5%8B%95%E9%80%B2%E5%8F%A3%E5%95%86%E5%93%81%E6%9B%B4%E5%8A%A0%E7%92%B0%E4%BF%9D>

市場先生，2022，〈Fed 如何影響市場利率？一次搞懂聯準會貨幣政策的利率運
作〉，<https://rich01.com/fed-interest-rate-work/>

石計生，2005，〈資本累積的經濟倫理和物質基礎〉，網址：
<http://faculty.ndhu.edu.tw/~e-poem/poemroad/shr-jisheng/2005/11/15/%E8%B3%87%E6%9C%AC%E7%B4%AF%E7%A9%8D%E7%9A%84%E7%B6%93%E6%BF%9F%E5%80%AB%E7%90%86%E5%92%8C%E7%89%A9%E8%B3%AA%E5%9F%BA%E7%A4%8E/>

自由時報，2019，〈美擬匯率操縱觀察名單 增至 20 國〉，自由時報網站
<https://ec.ltn.com.tw/article/paper/1287795>

自由財經，2023，〈地緣政治緊張全球央行黃金儲備暴增 152%〉，自由財經網，
<https://ec.ltn.com.tw/article/breakingnews/4279246>

吳幼珉，2023，〈國際本幣結算趨普遍 去美元化挑戰美元霸權〉，亞洲週刊，
<https://www.yzzk.com/article/details/%E5%85%A8%E7%90%83%E5%95%86%E5%8B%99/2023->



07/1675914864358/%E5%9C%8B%E9%9A%9B%E6%9C%AC%E5%B9%A3%E7%B5%90%E7%AE%97%E8%B6%A8%E6%99%AE%E9%81%8D%E3%80%80%E5%8E%B%BE%8E%E5%85%83%E5%8C%96%E6%8C%91%E6%88%B0%E7%BE%8E%E5%85%83%E9%9C%B8%E6%AC%8A

宋科，2023，〈雙邊貨幣互換，如何助推人民幣國際化〉，FT 中文網，
<https://big5.ftchinese.com/story/001099366?archive>

李書良，2022，〈習籲油氣貿易以人民幣結算 美元恐受波及〉，工商時報，
<https://ctee.com.tw/news/china/771337.html>

汪哲仁，2022，〈「微而未絕」——俄歐盧布支付天然氣的爭議〉，上報，
https://www.upmedia.mg/news_info.php?Type=2&SerialNo=143959

沈旭輝，2016，〈「對沖理論」：國際關係的小國之道〉，個人部落格，
https://glocalized-collection.blogspot.com/2016/04/blog-post_11.html

辛翠玲，2023，〈全球化之後—東南亞本幣結算合作趨勢觀察〉，國立中山大學網站
<https://news.nsysu.edu.tw/p/404-1120-302555.php?Lang=zh-tw>

亞洲週刊，2021〈中國印尼貿易放棄使用美元 七國聯手建構環亞貨幣體系〉，
亞洲週刊網站
<https://www.yzzk.com/article/details/%E6%96%B0%E8%81%9E%E7%9C%BC/2021-1-41/1633578208004/%E4%B8%AD%E5%9C%8B%E5%8D%B0%E5%B0%BC%E8%B2%BF%E6%98%93%E6%94%BE%E6%A3%84%E4%BD%BF%E7%94%A8%E7%BE%8E%E5%85%83%E3%80%80%E4%B8%83%E5%9C%8B%E8%81%AF%E6%89%8B%E5%BB%BA%E6%A7%8B%E7%92%B0%E4%BA%9E%E8%B2%A8%E5%B9%A3%E9%AB%94%E7%B3%BB>

周浩，2020，〈「美元荒」挑戰美元霸權〉，金融時報，
<https://big5.ftchinese.com/story/001086906?archive>

明報新聞網，委內瑞拉宣布以人民幣結算石油 稱對抗「美元霸權」，2017年9月17日，
https://news.mingpao.com/ins/instantnews/web_tc/article/20170917/s00005/1505625027541；

東方日報，2022，〈名家筆陣-石油人民幣撼美元霸權〉，
<https://hk.finance.yahoo.com/news/%E5%90%8D%E5%AE%B6%E7%AD%86%E9%99%A3-%E7%9F%B3%E6%B2%B9%E4%BA%BA%E6%B0%91%E5%B9%A3%E6%92%>



BC%E7%BE%8E%E5%85%83%E9%9C%B8%E6%AC%8A-214500037.html

林奇賢，2023，〈央行避險 大買黃金〉，聯合新聞網，
<https://udn.com/news/story/6811/7118272>

林建山，2020，〈無金無油美元，誰敢常持投資？〉，風傳媒
<https://www.storm.mg/article/2913087?mode=whole>

林建甫，2021，〈財政赤字貨幣化，美占盡世界好處〉，工商時報，
<https://view.ctee.com.tw/economic/31596.html>

林澤民，2020，〈戰機擾台有效嗎？從賽局理論看中國的「危險邊緣」策略〉，泛
科學網站 <https://pansci.asia/archives/192559>

林燦澤，2021，〈國際債市規模 5.66 兆 首度超越公債市場〉，工商時報，網址：
<https://ctee.com.tw/news/stock/405261.html>

知乎網，2020，〈INSTEK 是什麼？〉，知乎網
<https://zhuanlan.zhihu.com/p/164887025>

邱奕宏，2018，〈川普「貿易戰」博奕的懦夫賽局〉，新台灣國策智庫，
<https://braintrust.tw/%E5%B7%9D%E6%99%AE%E3%80%8C%E8%B2%BF%E6%98%93%E6%88%B0%E3%80%8D%E5%8D%9A%E5%A5%95%E7%9A%84%E6%87%A6%E5%A4%AB%E8%B3%BD%E5%B1%80/>

段智恆，2022，〈新興市場外匯存底枯竭 當地貨幣承壓〉，鉅亨網，
<https://news.cnnes.com/news/id/4952003>

洪煜賢，2023，〈美國升息 | 美國升息總整理：FED 聯準會升息影響？時間？紀
錄？〉，股感知識庫，
<https://www.stockfeel.com.tw/%E4%B8%80%E6%96%87%E4%BA%86%E8%A7%A3-%E8%81%AF%E6%BA%96%E6%9C%83%E5%8D%87%E6%81%AF%E5%B0%8D%E8%82%A1%E5%B8%82%E6%9C%89%E4%BD%95%E5%BD%B1%E9%9F%BF/>

風傳媒主筆室，2017，〈風評：國際板債券—一個自欺欺人的金融政策〉，風傳媒
<https://www.storm.mg/article/294728?page=1>

香港文匯報，2022，〈中金：人幣結算石油貿易助國際化〉，文匯報網站
<https://www.wenweipo.com/epaper/view/newsDetail/1602726366938271744.html>



孫元君，2015，〈解析《帝國主義是資本主義的最高階段》及其當代價值〉，中國共產黨新聞網，網址：<http://cpc.people.com.cn/BIG5/n/2015/0127/c390643-26459001.html>

財經 M 平方，2023，〈美元指數〉，財經 M 平方網站，
<https://www.macromicro.me/charts/72/us-dollar-index-mid14>

財經 M 平方，2023，〈歐元區進出口〉，財經 M 平方網站
<https://www.macromicro.me/collections/40/eu-trade-relative/472/eu-ea19-euro-area-import-export>

財聯社，2018，〈中國會被指控“匯率操縱”嗎？〉，財聯社網站
<https://www.cls.cn/detail/283227>

高見浩輔、齊藤雄太，2022，〈美國經濟到底有沒有衰退？原來是由「8 個人」決定〉，商周網站，<https://www.businessweekly.com.tw/international/blog/3010338>

國信證券，2020，〈SWIFT 與美國金融制裁是怎麼回事？〉，
https://pdf.dfcfw.com/pdf/H3_AP202007201392866800_1.pdf?1595253626000.pdf

張心瑜，2022，〈全球美元荒！ 美聯儲悄悄支援瑞銀 110 億〉，Ctwant 新聞網站，<https://www.ctwant.com/article/215209>

張佑生，2022，〈沙烏地擬人民幣計價部分石油交易〉，聯合新聞網，
<https://udn.com/news/story/6811/6170148>

張登及，2019，〈蔡總統，台灣沒有避險戰略空間嗎〉，國政基金會網站，
<https://www.npf.org.tw/1/20038>

許光吟，2017，〈30 大關屢升不破 美方再度盯上新台幣「尾盤秀」〉，鉅亨網，
<https://news.cnyes.com/news/id/3984516>

陳之華，〈三大主要貨幣有效匯率指數編製方法試析〉，《經濟研究》第六期，台北：國發會，

陳美君，2022，〈央行阻貶 組守匯國家隊〉，經濟日報網站，
<https://money.udn.com/money/story/5616/6630618>

陳美君，2022b，〈熱錢撤離 台幣爆量貶 1.35 角〉，經濟日報，
<https://money.udn.com/money/amp/story/5616/6147524>



陳美君，2022c〈台幣爆量貶 逼近 30 大關〉，聯合新聞網，
<https://udn.com/news/story/7239/6300758>

陳鈺臻，2018，〈看懂土耳其里拉狂貶危機 一定得先知道這 6 件事〉，風傳媒，
<https://www.storm.mg/article/477345?mode=whole>

陸如泉，2020，〈蘇珊·斯特蘭奇的結構性權力與國際石油政治經濟〉
<https://luruquan.blog.caixin.com/archives/220408>

華夏時報，2019，〈去美元化拉開大幕？INSTEK 結算機制擴容效果仍然存疑〉，東方財富網 <http://finance.eastmoney.com/a/201912031311759657.html>

黃欣，2023，〈中國允擴大貨幣互換額度 阿根廷資金到手〉，工商時報網站，
<https://ctee.com.tw/news/global/876909.html>

黃富櫻，2004，〈美國 Fed 的公開市場操作〉，《國際金融參考資料》第五十輯，台北：中央銀行。

黃欽勇，2023，〈話說天下大勢(2)：台灣半導體產業的三本柱〉，電子時報網站
<https://www.digitimes.com.tw/col/article.asp?id=10255>

黃煒軒，2020，〈最新關鍵報告 暗示老美盤算的台幣升值路〉，今周刊
<https://www.businesstoday.com.tw/article/category/80392/post/202009230016/%E6%9C%80%E6%96%B0%E9%97%9C%E9%8D%B5%E5%A0%B1%E5%91%8A%E3%80%80%E6%9A%97%E7%A4%BA%E8%80%81%E7%BE%8E%E7%9B%A4%E7%AE%97%E7%9A%84%E5%8F%B0%E5%B9%A3%E5%8D%87%E5%80%BC%E8%B7%AF>

新浪財經，2018，〈在全球貿易總額中占比最大的商品是什麼？〉，新浪網
<http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2018-03-27/doc-ifysqfnh4889238.shtml>

新華網，2019，〈法德英歡迎歐洲 6 國加入與伊朗貿易的新結算機制〉，新華網，
http://www.xinhuanet.com/world/2019-12/01/c_1125295311.htm

新華網，財經觀察：石油美元之後，石油人民幣還遠嗎，2017 年 8 月 30 日，
http://news.xinhuanet.com/fortune/2017-08/30/c_1121571703.htm

楊子榮，2019，〈美國指控匯率操縱的歷史、啟示與應對〉，中國外匯網站
<http://www.chinaforex.com.cn/index.php/cms/item-view-id-48858.shtml>



楊紹華，2011，〈揭開央行賺錢神話〉，今周刊

<https://www.businesstoday.com.tw/article/category/80392/post/201112290017/m>

經濟日報，2019，〈美未將中國列匯率操縱國〉，聯合新聞網

<https://money.udn.com/money/story/10511/3842170>

經濟部國貿局，2022，〈馬來西亞財長：燃料補貼已增加 10 倍，須檢討燃油補貼機制〉，MoneyDJ 網站，

<https://www.moneydj.com/kmdj/news/newsviewer.aspx?a=6c55c7c0-8f72-4a75-a014-d19536cb14a0>

經濟部國貿局，2023，〈中國、泰國、印尼等三國目前與馬來西亞進行國際貿易時使用本國貨幣結算〉，MoneyDJ 網站

<https://www.moneydj.com/kmdj/news/newsviewer.aspx?a=dd674af6-1b63-4167-991a-258ef524bab3>

經濟部國貿局，2023b，〈馬來西亞 2023 年第一季對外貿易統計及分析〉，台灣經貿網，

<https://info.taiwantrade.com/biznews/%E9%A6%AC%E4%BE%86%E8%A5%BF%E4%BA%9E2023%E5%B9%B4%E7%AC%AC%E4%B8%80%E5%AD%A3%E5%B0%8D%E5%A4%96%E8%B2%BF%E6%98%93%E7%B5%B1%E8%A8%88%E5%8F%8A%E5%88%86%E6%9E%90-2635007.html>

經濟部統計處，2021，〈主要國家貿易額之排名〉，經濟部統計數據分析系統，

<https://dmz26.moea.gov.tw/GA/common/Common.aspx?code=N&no=15>

經濟部駐印度台北經濟文化中心經濟組，2019 〈印度、俄羅斯、中國大陸正研擬新的銀行支付系統，以便與遭到美國制裁的國家進行雙邊貿易〉，經貿透視

<https://www.trademag.org.tw/page/newsid1/?id=756902&iz=1>

經濟學人譯文，2020，〈政府印鈔不用錢？大撒幣時代的機會與風險〉，天下雜誌網站，<https://www.cw.com.tw/article/5101295>

群益期貨，2020，〈面臨流動性風險，聯準會釋放流動性就會讓市場恢復穩定？〉，鉅亨網 <https://news.cnnes.com/news/id/4453607>

賈斯廷·哈珀（Justin Harper），2020，〈黃金資源有限 地球上黃金儲量剩多少〉，BBC 新聞網，<https://www.bbc.com/zhongwen/trad/business-54267211>



- 鉅亨網，2010，〈貨幣戰爭經典案例回顧：1985 年廣島協議-推倒日圓〉，鉅亨網，<https://news.cnnes.com/news/id/3196109>
- 廖禹揚，2018，〈被美國列為匯率操縱國 關鍵影響一次看懂〉，中央社網站
<https://www.cna.com.tw/news/firstnews/201810140067.aspx>
- 綠角財經筆記，2019，〈無法挽救的雷曼與幾乎倒閉的 AIG〉，
<http://greenhornfinancefootnote.blogspot.com/2019/07/stress-test8-aig.html>
- 劉俞青，2011，〈彭總裁急拉尾盤留下的曖昧空間〉，今周刊網站
<https://www.businesstoday.com.tw/article/category/80392/post/201101200027/%E5%BD%AD%E7%B8%BD%E8%A3%81%E6%80%A5%E6%8B%89%E5%B0%BE%E7%9B%A4%E7%95%99%E4%B8%8B%E7%9A%84%E6%9B%96%E6%98%A7%E%A9%BA%E9%96%93>
- 潘姿羽，2022，〈熱錢出走股匯雙跌 央行端 4 大穩匯措施〉，中央社網站，
<https://www.cna.com.tw/news/afe/202211020175.aspx>
- 澎湃新聞，2021，〈俄央行：“俄版 SWIFT”系統使用量增加一倍〉，搜狐網
https://www.sohu.com/a/465035104_260616
- 蔡美芬，2001，〈防範再次發生資本帳危機的政策建議〉，《國際金融參考資料》第 47 輯，台北：中央銀行
- 鄭光泰，2021，〈比特幣區塊鏈服務無間斷 市值超越 FB、Tesla 全球第六〉，工商時報 <https://readers.ctee.com.tw/cm/20210416/a06aa6/1120104/share>
- 樹人財經，2019，〈SWIFT 為何能成為美國金融制裁必殺技？國際貿易支付和結算都靠它〉，每日頭條 <https://kknews.cc/zh-tw/finance/oeorgmq.html>
- 閻紀宇，2019，〈「中美第一階段經貿協議」出爐，川普：立即展開第二階段談判！〉，風傳媒，<https://www.storm.mg/article/2061304>
- 聯合報專題，2015，〈油電雙降了 為何不給執政團隊掌聲？〉，聯合新聞網
https://udn.com/upf/newmedia/2015_vist/09/20150908_euga_06/index.html
- 聯合新聞網，2017，〈貨幣外交？ 中國擁 5,000 億美元換匯協議〉，2017 年 6 月 7 日，<https://udn.com/news/story/6811/2508710>
- 鍊新聞，2022，〈日央行為何操縱利率？日圓嚴重貶值付出哪些代價？〉，鉅亨網，<https://news.cnnes.com/news/id/4917892>



簡寧斯，2020，〈美國認定越南為貨幣操縱國能夠促進談判〉，美國之音

<https://www.voacantonese.com/a/vietnam-currency-20201226/5714205.html>

顏嘉南，2023，〈升息、地緣風險 全球 1/4 央行想加碼黃金〉，工商時報，

<https://ctee.com.tw/news/global/873672.html>

貳、西文部分

Andrews, David M., ed. International Monetary Power. Ithaca, N.Y.: Cornell University Press, 2006.

Benjamin J. Cohen (ed.), The International Political Economy of Monetary Relations, Aldershot, Hants. and Brookfield, VT: Edward Elgar, The Library of International Political Economy, vol. 3, 1993

Benjamin J. Cohen, "Macrofoundations of Monetary Power," in David M. Andrews (ed.) , International Monetary Power (New York: Cornell University Press, 2006) ,

Benjamin J. Cohen. 2005. "The macrofoundation of monetary power", European University Institute

Calvo, G. A. and C. M. Reinhart. 2002. Fear of oating. The Quarterly journal of economics 117 (2), 379~408.

Caporaso, J. A., & Levine, D. P. 1992. Theories of political economy. New York, NY: Cambridge University Press.

Charles P. Kindleberger, The World in Depression, 1929-1939 (Berkeley: University of California Press, 1973)

Charles P. Kindleberger. 1986. "International Public Goods without International Government." The American Economic Review Vol. 76, No. 1 (Mar., 1986), pp. 1-13

Despres E. , Kindleberger C. P., Salant W. S., 1966. The Dollar and World Liquidity: A Minority View(Washington, DC: Brookings Institution, 1966).

Emmanuel Farhi, Matteo Maggiori. 2018. " A Model of the International Monetary System." The Quarterly Journal (2018.of Economics, Volume 133, Issue 1, Pages 295–355,

Hal Hill, "An Overview of the Issues" ASEAN Economic Bulletin Vol. 15, No. 3, Southeast Asia's Economic Crisis: Origins, Lessons, and the Way Forward (DECEMBER 1998)

Keohane, Robert O. "The Theory of Hegemonic Stability and Changes in International Economic Regimes, 1967-1977." In Change in the International System, edited by Ole R. Holsti, Randolph M. Siverson and Alexander L. George, 131-62. Boulder, Colo.: Westview Press, 1980

Krasner, Stephen D. "State Power and Structure of International Trade." World Politics 28, no. 3 (1976)

Krasner, Stephen D. Structural Conflict : The Third World against Global Liberalism, Studies in International Political Economy. Berkeley: University of California Press, 1985.

Paul Robin Krugman, , "The Myth of Asia's Miracle", Foreign Affairs, 73(6), Nov/Dec 1994

Philip G. Cerny. (1994) "Review: Money and Finance in the International Political Economy: Structural Change and Paradigmatic Muddle" Review of International Political Economy , Autumn, 1994, Vol. 1, No. 3 (Autumn, 1994), pp. 587-592

Pierre De Leo, Gita Gopinath, and Şebnem Kalemli-Özcan. (2023) "Monetary Policy Cyclicalities in Emerging Economies", NBER Working Paper No. w30458

Rajan, Raghuram G., 2010. "Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy", Princeton University Press

Reuters , 2021 , Taiwan's spike in forex intervention raises risk of U.S. manipulator label , <https://www.reuters.com/article/idUSL1N2L80F7>

Robert Gilpin, U.S. Power and the Multinational Corporation : The Political Economy of Foreign Direct Investment, The Political Economy of International Relations Series (New York: Basic Books, 1975)

Schweller, Randall L. 1994. Bandwagoning for Profit: Bringing the Revisionist State Back In. June 1994; International Security 19(1):72-107

Skocpol T, Pierson P. "Historical Institutionalism in Contemporary Political Science". In: Katzenbach I, Milner HV Political Science: State of the Discipline. New York: W.W. Norton ; 2002. pp. 693-721.

Stephen M. Walt., 1987. "The Origins of Alliances", (Ithaca: Cornell University Press, 1987)

Stwill1, 2020, <https://concentratedambiguity.wordpress.com/2020/08/21/revisiting->



taiwan-new-disclosures-pricey-hedges-late-day-jumps-a-new-policy-direction/#more-5694

SWIFT , ” Swift and sanctions” , SWIFT web , <https://www.swift.com/zh-hans/about-us/legal/compliance-0/swift-and-sanctions>

SWIFT , ” US terrorist financing investigations and the role of Swift” , SWIFT 網站 ,
<https://www.swift.com/insights/press-releases/us-terrorist-financing-investigations-and-the-role-of-swift>

US Department of Treasury(2019.05).Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury.

US Department of Treasury(2020.12).Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury

US Department of Treasury(2021.04).Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury.

US Department of Treasury(2021.07). Joint Statement from the U.S. Department of the Treasury and the State Bank of Vietnam. Washington, DC: US Department of Treasury. <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy0280>

US Department of Treasury(2021.12).Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury.

US Department of Treasury(2022.06).Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury.

US Department of Treasury(2022.11).Macroeconomic and Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States. Washington, DC: US Department of Treasury

World Bank,"The East Asian miracle : economic growth and public policy" , (New York:Oxford University Press,1993

Yermack, David . 2015. “Is Bitcoin a Real Currency? An Economic Appraisal.” Handbook of Digital Currency