

# 英雄或惡棍？聯準會非常規貨幣政策之 結構性金融權力觀點

賽 明 成

(英國華威大學國際政治學博士)

## 摘 要

2007-08 年爆發全球金融危機後，美聯準會 (Fed) 實施三輪的量化寬鬆貨幣 (QE) 政策以支持金融穩定與刺激經濟成長。Fed 的 QE 政策導致美元貶值，這意味持有過半美國債券作為儲備貨幣之外國官方機構 (Foreign Official Institutions, FOIs)，其國債部位將產生巨大之資本損失。強調新自由主義世界秩序重要性之國際政治經濟學文獻，在論述金融全球化時指出，Fed 的銀行紓困計畫對其他經濟體形成非意圖性之資本流動的外溢效果。藉由 Foucault 對權力概念之見解，本文主張 Fed 為因應金融危機所展現之政策行為，凸顯美國有意識地行使其獨特之「結構性金融權力」來奪取他國財富。本文將焦點置放於美國國債之投資績效上，以便探究 Fed 的 QE 政策對世界其他經濟體之影響。透過上述資料分析，本文對以下行為提出解釋：儘管理解美國可能透過通貨膨脹手段來降低其國債價值，為何 FOIs 仍持續累積以美元計價之債券？

**關鍵詞：**全球金融危機、量化寬鬆貨幣政策、外國官方機構、結構性金融權力、美國國債

\* \* \*

## 壹、前 言

2007~08 的全球金融危機乃是自 1930 年代經濟大蕭條後，重創全球經濟最嚴重的金融事件。其對全球金融政治體系之影響非但嚴峻，而且持續威脅全球經濟。大部分主流經濟學家忽略造成此金融危機之原因，亦未能預警當時即將到來的風暴，與其對世界經濟的重大影響。①事實上，主流國際政治經濟學 (International Political Economy,

---

註① 見 Luis Garicano 教授對女王提問的回應：Luis Garicano, "I Did Not Stammer When the Queen Asked Me About the Meltdown," *The Guardian*, <http://www.theguardian.com/commentisfree/2008/nov/18/response-credit-crisis-economy-response>. Accessed on January 10, 2014.

IPE) 論述美元在國際貨幣體系中的地位時，大致將新自由主義 (Neo-liberalism) 中著重公部門私有化、撤除關稅壁壘、及金融監管部門去管制化 (deregulation) 等市場機制與民主制度相結合，以便正當化不同地緣政治的國家必須透過完善國際貿易合作、穩定國際金融市場、及建構全球貨幣機制後才能邁向全球化的論述。

然而，國際銀行家與新自由主義者大力推動的自由市場機制，卻與美國次貸風暴的發生有著程度上的聯繫。金融風暴後，Fed 於 2008 年 11 月採取非常規 (non-conventional) 之貨幣政策，並於 2014 年 10 月底結束大規模購債計畫。程度上 Fed 似乎揚棄新自由主義的主張，而以新興凱因斯學派 (New Keynesians, 簡稱新凱) 的觀點為師：強調在需求短缺之時，提供刺激需求的政策是正確作法。<sup>②</sup>藉由大規模財政刺激與透過公開市場操作 (Open Market Operation)，向市場投放巨大的流動性。然而，Fed 的量化寬鬆 (Quantitative Easing, QE) 政策是否循著新凱主義的方向前進，不無商榷之處。

本文審視為何在 1970 年代後興起的新自由主義，能在主流 IPE 學說中占有一席之地，並指出新自由主義巧妙地以自由、民主為名的意識形態，為美元霸權建構基礎。此外，本文反思為何 Susan Strange 提出的「結構性權力」(structural power) 理論，特別強調「非意圖性」(non-intentional) 面向在世界金融體系中之意涵；而以 Strange 為首的主流學者又為何擔憂美元的全球重要儲備貨幣地位衰微時，將減損美國在國際建制之影響力，並導致全球金融秩序的不穩定。

由於 Strange 論及美國攫奪他國財富之因，在於其所擁有的「金融性結構」(financial structure) 權力。<sup>③</sup>因此，本文將分析焦點置於「結構性權力」(structural power) 中的金融權力面向，並界定為「結構性金融權力」(structural financial power)。本文指出「結構性金融權力」的概念不僅透露出世界貿易秩序隨時可能失控，而且為美元必須成為「頂端貨幣」(top currency)，以維繫世界經濟體系之穩定提供了論述平台。本文藉由 Michel Foucault 的「權力／知識」概念 (power-knowledge)，說明意圖無法與主體分離，並透過 John Searle「集體意圖」(collective intentionality) 的觀點，延伸 Foucault 強調「意圖非主體性」(intentionality without a subject) 之論述，來凸顯主體無法輕易撼動由美國為首所建構的國際金融體系結構，以說明因各國所處之位置已消融於 (無論真心或假意) 結構中，這正結構了「結構性金融權力」的網絡。易言之，當學者強調「結構性金融權力」的「非意圖性」面向

註② Bradford De Long, "The Price of Inaction," *Project Syndicate*, <http://www.project-syndicate.org/commentary/delong89>. Accessed on January 10, 2014; Paul Krugman, "Bernanke and Shibboleths," *Conscience of a Liberal Blog*, [http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/11/06/bernanke-and-the-shibboleths/?\\_r=0](http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/11/06/bernanke-and-the-shibboleths/?_r=0). Accessed on January 10, 2014; Roger Farmer, "A New Monetary Policy for the 21<sup>st</sup> Century," *FT.com/economists' Forum*, <http://www.economonitor.com/blog/2009/01/a-new-monetary-policy-for-the-21st-century/>. Accessed on January 10, 2014.

註③ Susan Strange, "Still an Extraordinary Power: America's Role in the Global Monetary System," in Ray Lombra and Bill Witte eds., *Political Economy of International and Domestic Monetary Relations* (Ames, IA: Iowa State University Press, 1982), pp. 73-79.

時，已細膩地以外溢效果之名，掩飾了美國的貨幣政策導致他國可能的惡性通膨之事實。

本文使用美國財政部公布之美國國債跨境交易與外國人持有美國國債的歷史資料，推論在金融危機後，美國如何藉由新興市場與已開發經濟體在金融波動風險中因（被迫）對以美元計價等安全資產產生的需求，操弄其所掌握的「結構性金融權力」中國際收支赤字的戰略目標，來強化美元的霸權地位。由於資料顯示外國官方機構（foreign official institutions, FOIs）是美債最大投資與持有者，<sup>④</sup>本文藉分析 Fed 實施 QE 政策後，FOIs 其投資與持有美債行為之變化，解釋為何 FOIs 會以買賣美債的方式，為國際資金大幅流動所帶來的衝擊提供一個緩衝且較易管理的匯率政策。本文並以美債殖利率曲線之改變，靜態分析投資組合價值之變化，說明美國如何藉其國債市場的廣度、深度、與高流動性等因素，有意圖地影響他國財政與貨幣政策。

透過實證資料之分析暨詮釋發現，雖然金融危機後，因 QE 政策實施導致美元大幅貶值，但新興市場與已開發經濟體仍持續累積以美元計價之債券資產，作為其外匯儲備。主要原因是美國在國際金融體系中擁有設定、或重新規範國際議程與機構之能力。這意涵著美國清楚其所實施的貨幣政策，將會影響其他國家的財政與貨幣政策之走向。這亦說明儘管美元領導地位受到包括歐元、尤其是人民幣之挑戰，但基於美元擁有全球「結構性金融權力」的優勢，其他經濟體在貶抑幣值以增加出口之後，仍需將其貿易盈餘再度投入美國債券市場以緩和本幣升值之壓力與隨之而來的通膨風險。以此觀之，倘若美國仍掌握著「結構性金融權力」，則美元霸權地位在可預見之未來仍難被取代。

本文其餘章節安排如下：第二節對新自由主義與主流之 IPE 理論的內在關聯作出說明；第三節審思 Strange 與其追隨者關於「結構性權力」論述中隱約出現的貨幣帝國主義之思維，並以 Foucault 提出的「意圖非主體性」概念，說明主體如何消融於結構，並以此再結構「結構性金融權力」；第四節以美國財政部所公布的 FOIs 持有和交易美國國債的資料，分析在金融危機前後，FOIs 投資美債的行為是否有所改變，繼而計算 FOIs 投資美債的損益，以解釋在美元霸權的治理下，即使為因應金融危機，Fed 採行一連串的極度 QE 政策後，美債仍是 FOIs 不可或缺的投資工具，以進一步推論美元作為計價與結算之儲備貨幣的領導地位仍然鞏固；第五節則透過 Foucault 的「權力／知識」觀點，解釋主體意圖在 Fed 三輪 QE 政策過程中的重要意涵，並提出理論與政策上之看法。

---

註④ 根據美國財政部的定義，FOIs 指涉各國財政部、中央銀行、以及安定基金（stabilization funds），亦包含各國官方外匯控管機構，國際或區域型的組織，及各國央行持有大量股份的一般銀行與公司。

## 貳、反思國際政治經濟學

### 一、新自由主義抑或新凱學派？<sup>⑤</sup>

針對 2007-08 的金融危機，Benjamin J. Cohen 率先反省，他透過方法學的認識論，批判 IPE 學者結構深層的穩定性為理所當然，因此忽略在全球政治經濟中可能出現系統性的變革。<sup>⑥</sup>這說明他對以美國為中心之 IPE 理論的憂慮，亦即：美國學派企圖主導關於方法論述之規則，並以此為中心，邊緣化英國與歐陸學者對 IPE 之不同見解。然而，英國學者 Richard Higgott 與 Mathew Watson，批評 Cohen 提出的中層理論（mid-level theorizing）裏，關於應該研究什麼、與該如何研究議題的論述，過於武斷。<sup>⑦</sup>Heikki Patomaki 亦指出 Cohen 意欲使 IPE 仍架構在以美國為導向的實證主義道路上。<sup>⑧</sup>這同時也是 Robert Wade 批判美國 IPE 研究，由於過於強調疆界泯滅的重要性，反而導致最適霸權發展的國際環境。<sup>⑨</sup>Wade 雖點出以美國為首的 IPE 理論隱含著強烈新自由主義（Neoliberalism）的本質，但並未續就新自由主義如何對 IPE 學者論述美元霸權的深遠影響，作出分析。

包括 Cohen 在內的美國學者的論述，大都強調市場競爭機制、與反對金融管制等新自由主義的「普世」觀點。而這也是貨幣主義學者主張 Fed 其 QE 政策，並不會導

註<sup>⑤</sup> 新自由主義（Neo-liberalism）欲復興古典自由主義者 Adam Smith 與 David Ricardo 對於市場的觀點，並以 John S. Mill 對「自由」（liberty）的論述作為基本價值。其反省自二戰後盛行之凱因斯主義對經濟衰退造成的影響，並界定柴契爾與雷根實行私有化政策對邁向全球化的意義。請見：Noam Chomsky, *Neoliberalism and Global Order* (New York: Seven Stories Press, 1999); Abdelfatah Ibrahim, *Strengthens and Weaknesses of the Neo-Liberal Approach to Development* (Munchen: GRIN Verlag, 2011)。而新凱主義（New Keynesians）意指重新修正為因應新古典主義經濟學而衍生的傳統凱因斯主義的原則，不過卻大量運用理性期待與自然利率等貨幣主義之觀點，並關注「零利率下限」（zero lower bound）與利率政策的關聯，請參考：Tim Congdon, *Keynes, The Keynesians and Monetarism* (Cheltenham: Edward Elgar Publishing, Inc., 2007), pp. 33-45。

註<sup>⑥</sup> Benjamin J. Cohen, "A Grave Case of Myopia," *International Interactions*, Vol. 35, No. 4 (October 2009), p. 436-444; Benjamin J. Cohen, "The Transatlantic Divide: Why are American and British IPE so Different?," *Review of International Political Economy*, Vol. 14, No. 2 (May 2007), pp. 197-219.

註<sup>⑦</sup> Richard Higgott and Matthew Watson, "All at Sea in a Barbed Wire Canoe: Professor Cohen's Transatlantic Voyage in IPE," *Review of International Political Economy*, Vol. 15, No. 1 (February 2008), pp. 1-17. Cohen 針對這些批判提出辯駁，見：Benjamin J. Cohen, "Toward a New Consensus: From Denial to Acceptance," in Nicola Phillips and Catherine E. Weaver eds., *International Political Economy: Debating the Past, Present and Future* (London: Routledge, 2011), pp. 231-239.

註<sup>⑧</sup> Heikki Patomaki, "How to Tell Better Stories about the History and Future of Global Political Economy," *Review of International Political Economy*, Vol. 16, No. 2 (June 2009), pp. 309-320.

註<sup>⑨</sup> Robert Wade, "Globalization and Its Limits: Reports of the Death of the National Economy are Greatly Exaggerated," in Susanne Berger and Ronald Dore eds., *National Diversity and Global Capitalism* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 1996), pp. 60-89.

致新興國家惡性通膨的主要依據。<sup>⑩</sup>新自由主義說明市場經濟與自由貿易，決定資本流入的方向與速度，並建立全球治理的系絡。這賦予 Robert Keohane 的國際建制 (International Regime) 理論體系的研究基礎。Keohane 批判現實主義關於國家行為者的分析，並提出將私部門的治理模式，引入國際制度的分析中，但最終他承認美國在維繫全球政治經濟體系之秩序上仍舊是關鍵。<sup>⑪</sup>這顯示 Keohane 程度上利用新制度經濟學 (New Institutional School of Economics) 之論述，宣稱制度規範才是國際秩序的保證，做為掩飾他接受現實主義所強調的國家主體性概念。但這一論述脈絡卻撑起美元特權地位的正當性。

程度上，新自由主義的市場與自由經濟理念，成功地與個人主義相聯繫。這種對抗社會主義中央計畫的思維，也出現在 Robert Gilpin 的著作中。他利用政治、市場機制、以及對外投資等不同面向，<sup>⑫</sup>反轉馬克思關於核心對邊陲區塊的剝削本質，主張以功能機制來界定彼此之互動關係。Gilpin 較大多數有著新自由主義傾向的學者來得坦白，他以經濟學概念分析國際體系中，不同行動者的經濟利益對政策偏好之影響，並據此作出政策選擇。但他也承認必須建構在以國家為主體的基礎上，自由市場與全球經濟秩序才有意義。

John Ikenberry 則論述新自由主義市場經濟是維繫國際秩序的基石，闡明美國自由式霸權 (American Liberal Hegemony) 藉由解除資本管制，與建構開放的國際金融秩序，來延續 2008 年全球金融風暴後的國際新秩序。<sup>⑬</sup>然而，Ikenberry 的論述充滿矛盾：他一方面主張自由市場的優點；另一方面又強調應建構以美國為首的自由國際主義 3.0 版本，作為國際新秩序的基模。<sup>⑭</sup>相似矛盾觀點也出現在 Barry Eichengreen 批判 Joseph Stiglitz 的論文中，他指出有效的改革，不該如 Stiglitz 所主張：藉由國際貨幣基金組織 (IMF) 投票比例的改革，讓受援助的債務國轉身成為協商自身債務時的仲裁法官。<sup>⑮</sup> Eichengreen 認為市場具自我管制能力 (self-regulation)，因此主張國家角色該受到限制，以達到最有效率的市場。然而，他卻反對 Fed 過早緊縮購債規模

---

註⑩ Jerome Powell, "Advanced Economy Monetary Policy and Emerging Market Economies," Speech at the Federal Reserve Bank of San Francisco 2013 Asia Economic Policy Conference, *Federal Reserve Bank of San Francisco*, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20131104a.htm>. Accessed on January 10, 2014; Stephen D. Williamson, "Scarce Collateral, the Term Premium, and Quantitative Easing," *FRB of St. Louis Working Paper No. 2014-008A*, January 15, 2014, pp. 1-28.

註⑪ Robert O. Keohane, *After Hegemony: Cooperation and Discord in the World Political Economy* (Princeton: Princeton University Press, 1984), pp. 5-85.

註⑫ Robert Gilpin, *Global Political Economy: Understanding the International Economic Order* (Princeton: Princeton University Press, 2001), pp. 3-45.

註⑬ G. John Ikenberry, *Liberal Leviathan: The Crisis, and Transformation of the American World Order* (Princeton: Princeton University Press, 2011), pp. 1-32.

註⑭ G. John Ikenberry, "Liberal Internationalism 3.0: America and the Dilemmas of Liberal World Order," *Perspectives on Politics*, Vol. 7, No. 1 (March 2009), pp. 71-87.

註⑮ Barry Eichengreen, "The Globalization Wars: An Economist Reports From the Front Lines," *Foreign Affairs*, Vol. 81, No. 4 (July/August 2002), pp. 157-164.

(tapering)，贊成應持續進行 QE 政策。<sup>⑩</sup>

諷刺的是，Stiglitz 並非是位倡議平民主義的左派學者，因為他的重點在於自由市場與政府干預的平衡角色。儘管他被視為第三世界的捍衛者，但他擔憂的卻是，因美式資本主義的挫敗而使得以中國為主的開發中國家，作出政府必須積極干預市場的錯誤結論。<sup>⑪</sup>他的立場其實強化美國在推動新多邊主義運動中的重要角色。類似理論之內在衝突也出現在 Eric Helleiner 探究金融危機對 Cohen 在認識論影響的文章上。<sup>⑫</sup>儘管他贊成 Cohen 批判美國學派過分重視新古典經濟學之理性意涵，也同意應向強調歷史制度分析模式的不列顛學派學習，然而，他更在意是否能重建 Charles Kindleberger 的霸權論述：以美國為中心來維繫資本自由流動，並成為國際之最後貸款人 (Lender of Last Resort)。

新凱學派強調央行具備刺激市場的能力，主張政府可適時調控經濟，並透過不同的政策宣告來操弄市場的預期，以便提振經濟。同時，透過論證工資與價格黏性來闡述市場失靈，以便主張國家干預的必要性。<sup>⑬</sup>有趣處在於，屬新凱學派的 Paul Krugman 依舊批判 QE 政策並未能有效地降低失業率與提升通膨水準，並將其歸因於量化寬鬆的刺激力道不夠。<sup>⑭</sup>而以 Milton Friedman 為首的供給學派與貨幣主義學者則強調，應執行適當的貨幣政策以作為反通膨的核心手段。<sup>⑮</sup>畢竟供給學派與貨幣主義之崛起，是因凱因斯學派在 1970 年代無法解決停滯性通膨。儘管 Friedman 強調貨幣供應量對實質經濟產出與物價有重要影響，卻在之後與 Anna Schwartz 共同撰述的《美國貨幣史》(A Monetary History of the United States, 1867-1960) 一書中，說明支持量化寬鬆的立場。<sup>⑯</sup>Friedman 雖主張過度增發貨幣將造成通膨苦果，卻指出 1930 年代大蕭條的主因是 Fed 實施錯誤的貨幣緊縮政策。這也是為何 Murray N. Rothbard 批判 Friedman 其實流著具左派色彩的國家主義血液之原因。<sup>⑰</sup>

無論是傾斜於強調市場機制的新自由主義天平彼端，抑或靠攏於主張不存在高效

註⑩ “Interview of Barry Eichengreen to Dimitris Katsikas,” *Crisis Observatory*, <http://crisisobs.gr/en/2013/06/sinentefxi-tou-barry-eichengreen-kathigiti-ikononikon-ke-politikis-epistimis-george-c-pardee-and-helen-n-pardee-professor-sto-panepistimio-tis-kalifornia-berklei-ston-ipefthino-tou-paratiritiri/>. Accessed on October 1, 2014.

註⑪ Joseph E. Stiglitz, “Wall Street’s Toxic Message,” *Vanity Fair*, July 2009, pp. 82~85.

註⑫ Eric Helleiner, “Understanding the 2007-2008 Global Financial Crisis: Lessons for Scholars of International Political Economy,” *Annual Review of Political Science*, Vol. 14 (2011), pp. 67~87.

註⑬ 同註②。

註⑭ 相關論述，見 Paul Krugman, “Bernanke and the Shibboleths.”

註⑮ Francis Cripps, “What is Wrong with Monetarism?,” in Karel Jansen ed., *Monetarism Economic Crisis and the Third World* (London: Frank Cass and Company Limited, 1983), pp. 55~68.

註⑯ Milton Friedman and Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton: Princeton University Press, 1993).

註⑰ Adriano Ciani, Francesco Diotallevi, Lucia Rocchi, Cinzia Coduti and Elisa Belgrado, “Corporate Social Responsibility (CSR): Theory, Regulations, and New Paradigms in the Framework of Sustainable Development Strategy,” in Wolf Ruth, Theodora Israel and Monica Thiel eds., *Empowering Organizations through Corporate Social Responsibility* (Hershey: IGI Publications, 2015), pp. 170~173.

率市場的新興凱因斯理論，上述學者擔憂亞洲金融危機、與美國次貸海嘯所導致的美元貶值與隨之而來對美元的不信任，將導致其他國家偏離西方式的民主體制與受其滋養的市場經濟之軌道。這在 Sune Sandbeck 和 Etienne Schneider 主張歐洲主權債務危機已導致歐陸未持續深化民主，反而出現跨國的權威性國家主義的論述，即可看出端倪。<sup>④</sup>上述 IPE 學者對新自由主義與全球金融風暴間的反省，正促使他們傾向以「正確適度」的新凱式的政府治理，來形塑 Stiglitz 所主張的「公平的全球化」之實踐模式。然而，金融危機後，聯準會的貨幣政策是否將使美元邁向崩裂呢？Miguel Otero-Iglesias 與 Federico Steinberg 主張，即使美元仍處於頂端貨幣的位置，但這些債權國家的認知，將使美元在貨幣分類中，由「頂端貨幣」(top currency) 逐漸向「協商貨幣」(negotiated currency) 的地位趨近。<sup>⑤</sup> Helleiner 則指出，儘管美元霸權地位受到挑戰，但因美元擁有全球「結構性權力」(structural power) 的優勢，其世界最重要儲備貨幣的地位仍將持續下去。<sup>⑥</sup>

## 參、「結構性金融權力」的意義

### 一、新形態貨幣帝國主義

程度上，新自由主義已成為美國向世界輸出其債務美元的核心機制。Peter Gowan 即點出美國行政部門在其貨幣政策史上最重要的決定，就是在 1970 年代揚棄金本位後，以美元做為世界貨幣體系之基礎，同時界定他國貨幣兌換美元的交易規範。<sup>⑦</sup>然而他未深刻說明的是，當初依循凱因斯理念所建構的布雷頓森林體系 (Bretton Woods System) 早已將美元輸入世界貨幣體系中。針對此點，Strange 認為誰掌握了金融結構，誰就能操作「結構性權力」。<sup>⑧</sup>這種可決定全球貨幣體系如何運作的「金融性結構」之權力，其實透露出 Strange 論述中隱約存在的新形態貨幣帝國主義之思維。

Strange 主張自 1970 年代末，因全球政治經濟的結構變革導致國家與市場權力關係上的激進重構。<sup>⑨</sup> Helleiner 更指出「結構性權力」醞釀出能限制其他國家政策選擇

---

註④ Sune Sandbeck and Etienne Schneider, "From the Sovereign Debt Crisis to Authoritarian Statism: Contradictions of the European State Project," *New Political Economy*, Vol. 19, No. 6 (2014), pp. 847-871.

註⑤ Miguel Otero-Iglesias and Federico Steinberg, "Is the Dollar Becoming a Negotiated Currency? Evidence from the Emerging Markets," *New Political Economy*, Vol. 18, No. 3 (2013), pp. 309-336; Susan Strange, *Sterling and British Policy* (London: Oxford University Press, 1971), pp. 4-5.

註⑥ Eric Helleiner, *The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Financial Meltdown* (Oxford: Oxford University Press, 2014), pp. 1-24, 54-91.

註⑦ Peter Gowan, *The Global Gamble: Washington's Faustian Bid for World Dominance* (London: Verso, 1999), pp. 3-7.

註⑧ John Stopford and Susan Strange, *Rival States, Rival Firms: Competition for World Market Shares* (Cambridge: Cambridge University Press, 1991), p. 35.

註⑨ Susan Strange, *States and Markets* (London: Continuum, 1998).

的力量。<sup>30</sup> 1970年代以來，美國藉新自由主義鋪陳的金融全球化的意識形態，逐漸成就其在金融結構上的宰制地位。透過金融體系的去管制化和貿易自由化等機制，延續當年布雷頓森林體系打破關稅壁壘之精神，使得債務美元能繼續向世界流動。IPE 學者大都主張「結構性權力」不該被窄化為一種連繫性（relational）與國家中心的權力類型。而 Helleiner 總結了這個論述，分析為何新興國家或歐元區成員國，無法對美國領導下的國際金融機構、與管制標準作出具影響力的改革。他指出美國仍會是全球金融體系治理的中心，但這卻說明有著新凱色彩的 Helleiner，企圖落實美國該扮演維繫國際和平之角色的霸權論述。Simon Johnson 更主張在金融架構中，債權人和債務人的關係其實是由國際銀行家所決定。<sup>31</sup>亦即儘管表面上國家仍擁有政治主導權，但資本自由化和金融去管制化已導致國家權力在資本流動中蒸發。

## 二、非意圖性觀點背後之意義

### （一）非意圖性？

Strange 提出「結構性權力」之概念是針對「聯繫性權力」的反思。<sup>32</sup>當然，她主張「結構性權力」是一種間接的權力形式，這指涉 Stefano Guzzini 所發展出的兩種權力形式：具有意圖性的「間接制度性權力」（indirect institutional power）與由既有結構中所獲得的「非意圖性權力」（non-intentional power）。<sup>33</sup> Strange 透過「結構性權力」來解釋美國如何攫奪他國財富，這說明她強調一種源自於國際金融體系的「金融性結構」力量。但當她論及美國在金融市場中具有形塑國際金融規則的主宰地位時，卻意外洩露意圖性在金融權力的關鍵地位。

Strange 「結構性權力」的定義有些模糊，而過於強調其中的非意圖性面向，透露她極力掩飾美國擁有可替參與者設定議程與創造遊戲規則的能力，就是意圖性的權力。Cohen 則解釋「結構性權力」是一種獲得重新改寫遊戲規則的能力，但他關於美元能成為強勢貨幣是源自於市場機制（market-driven）的主張，說明他偏好結構權力的非意圖性之解釋。<sup>34</sup> David M. Andrews 藉意圖性與主體間的關係，來區別貨幣權力和

註<sup>30</sup> Eric Helleiner, "Structural Power in International Monetary Relations," *EUI Working Papers, Rscas No. 2005/10* (March 2005), pp. 1-15.

註<sup>31</sup> Simon Johnson, "Three Questions for the Financial Stability Oversight Council," *The Baseline Scenario*, <http://baselinescenario.com/2011/09/03/three-questions-for-the-financial-stability-oversight-council/#more-9282>. Accessed on January 10, 2014.

註<sup>32</sup> Susan Strange, *States and Markets*, pp. 24-25.

註<sup>33</sup> Stefano Guzzini, "Structural Power: The Limits of Neorealist Power Analysis," *International Organization*, Vol. 47, No. 3 (Summer 1993), pp. 443-478. Guzzini 指出 Strange 的「結構性權力」類似 Joseph Nye 所提出「軟實力」的概念，這比喻耐人尋味。見：Stefano Guzzini, "A Reconstruction of Constructivism in International Relations," *European Journal of International Relations*, Vol. 6, No. 2 (June 2000), pp. 147-182.

註<sup>34</sup> Benjamin J. Cohen, *The Future of Money* (Princeton: Princeton University Press, 2006), pp. 1-32.



貨幣權術 (statecraft) 的差異，並說明貨幣權術涉及國家對於貨幣關係中的有意識操作。<sup>⑤</sup>不過，當 Andrews 主張國際資本流動系統性地限制國家貨幣政策的自主性時，正說明他向非意圖性權力此端傾斜。

在權力運作的過程中，非意圖性替新自由主義所主張的全球化論述建立紮實的意識形態基礎。Stephen D. Krasner 面對建構霸權的「結構性權力」觀點時，指出國際制度與管制是由強國所建立，這些國際機構持續創造出對前者有利的國際系絡。<sup>⑥</sup>但當論述宰制國家能從通貨聯盟 (currency bloc) 取得外顯性權力，並因系統的規則形成互賴的結構形式中獲得權力時，他強調的仍是非意圖性的權力運作。而當 Strange 得出美國結構性金融力量使其有能力奪取他國財富時，她已將此權力歸究為是源於國際金融系統的原因。因為須先確定非意圖性的存在，方能進而指出國際金融結構對權力運作影響的重要性，這是主流 IPE 學者強調間接性權力與非意圖性彼此連結的主要原因。畢竟，只有在此論述下，這些學者方能主張享有制度性或結構性金融權力的貨幣頂端國家，其貨幣政策並非有意影響他國行為，而是因其所處的「結構性權力」的位置，抑或是制度性結構的決策使然。

西方 IPE 學者強調非意圖性的權力會導致意外的剝削結果，其實細膩地建構了美國新形態帝國主義其貨幣政策實踐的正當性。而近年在新興與邊陲市場的主權債務危機，本質上即呈現美國如何藉由 IMF 解決發展中國家面臨的債務問題，成功將美國的調整成本延遲 (delay) 與轉嫁 (deflection) 給債務國。<sup>⑦</sup>以此而論，美元所擁有世界儲備貨幣的地位，使其在總體經濟的政策上保持相當的自由度。貿易赤字國家延緩調整過程的時間愈長，其他國家的財務負擔就相對愈大。程度上，在實施美元債務本位系統 (the US dollar-Treasury bill system) 的國際環境中，<sup>⑧</sup>即使當美國面臨鉅額的經常帳逆差，而造成美元貶值並恐威脅其霸權地位時，因為以出口導向作為經濟發展主幹的新興國家，會將經常帳順差所累積的外匯盈餘又投入以美元計價的金融商品，而再次強化了美元的強勢地位。這意味由於各國接受美元債務本位系統，美國程度上跳脫了特里芬難題 (Triffin Dilemma) 的束縛。<sup>⑨</sup>

---

註⑤ David M. Andrews, "Monetary Power and Monetary Statecraft," in David M. Andrews ed., *International Monetary Power* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2006), pp. 7-30.

註⑥ Stephen D. Krasner, "Regimes and the Limits of Realism: Regimes as Autonomous Variables," in Stephen D. Krasner ed., *International Regimes* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 1983), pp. 355-368.

註⑦ Andrew F. Cooper and Bessma Momani, "Negotiating Out of Argentina's Financial Crisis: Segmenting the International Creditors," *New Political Economy*, Vol. 10, No. 3 (September 2005), pp. 305-320.

註⑧ Michael Hudson, *Super Imperialism: The Origin and Fundamentals of U.S. World Dominance* (London: Pluto Press, 2003).

註⑨ Triffin 針對布雷頓森林體系自身的內在衝突，提出「特里芬難題」的見解。亦即，儘管美元成為國際主要儲備貨幣也因此必須維持其貨幣信用，但卻由於美國無法克服經常帳逆差之問題，導致國際清償力與美元信用間的矛盾。見：Robert Triffin, *Gold and the Dollar Crisis* (New Haven: Yale University Press, 1960), pp. 57-70.

## (二) 非主體性？

不同於以 Strange 為首的多數 IPE 學者企圖降低意圖性在國際金融場域的爭鬥意義，本文藉由 Foucault 論及「意圖性」之觀點，對「結構性權力」下的「金融性結構」面向作出修正，並以「結構性金融權力」稱之。Foucault 論述權力關係時，雖提出具意圖卻非主體性的晦澀陳述，但他清楚說明意圖性在權力結構中的要緊地位。對 Foucault 而言，「意圖性」的意義指涉理性個體的算計。<sup>⑩</sup>他指出由於主體乃是由整個系絡位置所設限，並界定其權力的位置，因此主體已經消融於權力位置的相對關係中。Immanuel Wallerstein 亦曾主張在資本主義的歷史系絡下，國家的經濟發展是由欲極大化資本累積的理性意圖所決定。<sup>⑪</sup>這點出美國在國際資本體系中有意識地透過金融領域之擴張與金融化的過程，以維持其霸權地位。

然而，表面上 Foucault 的「權力／知識」觀點 (power-knowledge) 意味著權力乃是透過其行使中的位置所形成，因此權力是「非主體性」，<sup>⑫</sup>這似與 IPE 學者著重於權力來自於結構的間接性面向很類似。不過雖然主流 IPE 學者承認「結構性權力」也能透過意圖性來運作，但卻刻意貶抑其影響力度。<sup>⑬</sup>而 Foucault 則特別強調意圖性在權力關係中的意義。此外，當 Foucault 強調意圖的「非主體性」概念時，其實意指人會因受限於權力之結構因而被「位置」取代，這使得主體性消融於結構之中。

本文主張權力的行使無法與「意圖」分離，而欲解釋「意圖」則不該忽視藉意圖行動的「主體」。並非 Foucault 不理解主體的重要性，只是認為單獨的個體無法抗拒結構的力量。當他強調權力是一種有意圖但非主體性的概念時，指的是儘管權力運作肯定與意圖性之向度不可分，但個體卻無法撼動宏觀的權力結構。而宏觀的權力體系並非憑空創造或先驗之結果，而是某些更早之認知主體的主觀意圖，藉集體主體來形塑特殊的權力網絡。又本文認為 John R. Searle 在論述社會真實的建構時所提出的「集體意圖」(collective intentionality)，正為 Foucault 的「意圖非主體性」之概念所內含的理論困惑提供了解答。Searle 主張「集體意圖」能透過對不同主體所實施的強加 (imposition) 過程，而使社會真實的創造與維繫成為可能。這在他論及人們視銅板印刷物 (engraved paper) 為可流通與交換物品的紙幣時，即可看出「集體意圖」對社會秩序建構的重要意義。<sup>⑭</sup>本文透過 Searle 關於「集體意圖」之解釋，對 Foucault 關於「意圖非主體性」概念作出延伸。

註⑩ Michel Foucault, *Power/Knowledge: Selected Interviews and Other Writings 1972-1977*, trans. by Gordon Colin, Leo Marshall, John Mepham and Kate Soper (New York: Pantheon Books, 1980), pp. 78-96.

註⑪ Immanuel Wallerstein, *Historical Capitalism* (London: Verso, 1983), p. 19.

註⑫ Barry Smart, *Michel Foucault* (New York: Routledge, 2004), pp. 119-120.

註⑬ Susan Strange, "Still an Extraordinary Power: America's Role in the Global Monetary System," pp. 73-79; Eric Helleiner, *States and Reemergence of Global Finance* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 1994), pp. 1-24; Stefano Guzzini, "Structural Power," pp. 443-478; David M. Andrews, "Monetary Power and Monetary Statecraft," pp. 7-30.

註⑭ John R. Searle, *The Construction of Social Reality* (New York: Simon and Schuster, 1995), pp. 1-30, 59-78.

本文認為 A 國的「結構性金融權力」概念指涉：(1) A 國藉由在全球金融系統中的領導地位，有意識地影響與其有金融關係的其他國家；(2) A 國利用延遲與轉移債務的能力，來避免國際收支調整能力的失衡；<sup>⑤</sup>以及 (3) A 國主導所有國際機制規則的建立與協商，必須發生在以該國貨幣作為計價與結算的國際貨幣系統中。<sup>⑥</sup>以此觀之，弱勢國家之所以消融於「結構性金融權力」中，是因為他們無法輕易撼動由強國所建構的國際機制與後者在此機制所作出之決策，故只能選擇順從。而強勢國家必須消融於「結構性金融權力」中之原因，在於欲透過良善霸權的偽裝行為，掩飾其資本主義剝削的本質。美元能成為全世界首要的國際儲備貨幣，與其強大的國力有根本上的關連。美國因 20 世紀初的工業成長而於一戰後成為世界經濟強權。二戰末羅斯福 (Franklin D. Roosevelt) 透過對英國的租借法案 (lend-lease Act)，建構揚棄英鎊而以美元作為貨幣中心體系的戰略。<sup>⑦</sup>戰後，美國成立 IMF 與世界銀行 (World Bank) 以鞏固美元在貨幣體系中的獨特地位。至 1971 年美元與黃金脫鉤，美元以債務之形式發行並向世界輸出美元，此舉更強化美元在全球金融系統中的領導位置。

上述 IPE 學者宣稱美國在國際金融體系之主宰權力，乃源自於先前的國際結構的原因在於，因為若權力源自於結構就是向世界昭示：美國貨幣政策若導致其他國家財政貨幣之負面影響，並非有意為之，而是政策的外溢效果。這些學者論述「結構性權力」時，如此強調非意圖性的概念，隱約透露其欲以非意圖性、非直接性的結構權力，作為全球治理過程中剝削他國財富的論述藉口與手段。

自 1973 年布雷頓森林貨幣體系崩潰，美國形成「石油美元」機制，並迫使其他國家接受以美元為中心的國際貨幣金融體系後，美元成為眾多商品在國際上的計價幣別與結算貨幣，同時也是全世界最重要的儲備貨幣。在美元債務本位制下，各國央行競相以購買與持有美債作為儲存外匯存底的方式，從而回頭捍衛了美元債務本位。在下一節中，本文將使用美國財政部所公佈的外國投資人年度持有美國債券，與外國人每月跨境交易美國國債的相關資料，分析探討金融風暴後，美國如何藉所擁有之「結構性金融權力」，以外溢效果之名掩飾其政策背後剝削的本質，並持續維持國際收支赤字

註<sup>⑤</sup> 就本文而論，(1) 轉嫁權力：因美元是主要儲備貨幣，這使美國可藉美元貶值來實踐財富的隱性轉移。由於新興國家持有的美元外匯存底代表新興國家貨幣計價的價值，因此當美元兌新興國家貨幣貶值時，後者外匯存底將因匯損而被迫列入虧損；(2) 延遲權力：雖然新興市場理解美債可能出現價格下跌價值減損的風險，卻仍願持有美債的舉措，其因在於發達國家與新興市場仍視美債為首要的安全資產，且美國可藉其經常帳赤字向國外大量借貸資金。

註<sup>⑥</sup> 此處概念的三個面向，乃是根據不同學者之見解形塑而成。請見：Benjamin J. Cohen, "Macrofoundations of Monetary Power," in David M. Andrews ed., *International Monetary Power* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2006), pp. 31~50; Susan Strange, "The Persistent Myth of Lost Hegemony," *International Organization*, Vol. 41, No. 4 (Autumn 1987), pp. 551~574; Jonathan Kirshner, "Dollar Primacy and American Power: What's at Stake?," *Review of International Political Economy*, Vol. 15, No. 3 (August 2008), pp. 418~438; Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar* (Oxford: Oxford University Press, 2011), pp. 1~8.

註<sup>⑦</sup> Miguel E. Basanez, *A World of Three Cultures: Honor, Achievement and Joy* (Oxford: Oxford University Press, 2015), pp. 225~236; Michael Hudson, *Super Imperialism: The Origin and Fundamentals of U.S. World Dominance*, pp. 108~118.

的戰略目標。由於美債與其他房貸抵押債券是 Fed 的資產購買計畫中所購買的主要資產，因此我擬由美國財政部公布的外國投資人持有與交易美國國債的資料，以不同的角度審視金融危機前後，FOIs 購買與持有美債之行爲是否有所改變？若 FOIs 在 QE 政策實施後的交易模式或投資偏好發生改變，本文擬進一步分析這些改變對 FOIs 投資美債之報酬有何影響。

## 肆、債券交易：分析暨詮釋

### 一、QE 政策的背景

2007 年 8 月美國爆發次級房貸問題，使金融機構受到衝擊，造成全球金融海嘯。爲因應金融危機所帶來的市場衝擊，Fed 經多次降息，在 2008 年 12 月將聯邦目標利率調降到 0% 至 0.25% 的史上最低水準。由於政策利率已近乎於零，Fed 無法再以調降短期利率的方式來刺激經濟景氣，因此陷入凱因斯所謂的流動性陷阱中。當傳統貨幣政策再難有施力之處時，央行便無法透過「公開市場操作」以購買政府公債的方式爲市場注入流動性。因此 Fed 轉而實施非常規的 QE 政策，直接向金融機構購買有價證券，將流動性注入市場。<sup>⑧</sup> Fed 購買資產之種類，除原先所認定由政府發行不同天期之公債外，還包括由政府機構所發行之房貸抵押債券 (mortgage-backed securities)。自 2008 年 11 月開始，Fed 已實施三輪的 QE 政策，藉由史上最大規模的資產購買計畫，Fed 不僅改變了資產負債表的組成，也將其規模由 2008 年的 100 億美元擴張至今已逾 4 兆美元，將大量之流動性挹注於市場中。

儘管 Fed 大規模購買資產之資金來自於「資產負債表的擴張」，但多數評論將 QE 貨幣政策解讀成政府印鈔救市，以債換錢。<sup>⑨</sup> 許多研究亦探討，QE 政策對美國實體經濟的影響爲何？QE 政策的實施是否達到 Fed 的目標？<sup>⑩</sup> 上述研究的共同結論是，Fed 雖透過購債計畫爲銀行體系挹注新的流動性，但因銀行體系專注於去槓桿化，並未積極將錢貸放出去，因此 Fed 無法藉由 QE 政策創造信貸，製造乘數效果，進而刺激實

註 ⑧ 在 QE 政策中，Fed 購買債券不是直接在初級市場以拍賣 (auction) 的方式取得債券，而是透過其會員銀行 (member banks)，經由永久公開市場操作 (permanent open market operation, POMO) 的方式，向交易商買入債券。而交易中 Fed 只需於交易商在 Fed 所開立的帳戶中，輸入 Fed 準備金，即算完成付款的動作。

註 ⑨ Stefania D'Amico and Thomas King, "Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases," *FRB Staff Working Papers in the Finance and Economics Discussion Series*, Vol. 2010-52 (2010), pp. 1~38; Taeyoung Doh, "The Efficacy of Large-Scale Asset Purchases at the Zero Lower Bound," *FRB Kansas City Economic Review*, Vol. 95, No. 2 (June 2010), pp. 5~34; Joseph Gagnon, Matthew Raskin, Julie Remache and Brian Sack, "The Financial Market Effects of the Federal Reserves Large-Scale Asset Purchases," *International Journal of Central Banking*, Vol. 7, No. 1 (March 2011), pp. 3~43.

註 ⑩ David Fields and Matías Vernengo, "Hegemonic Currencies During the Crisis: The Dollar Versus the Euro in a Cartalist Perspective," *Review of International Political Economy*, Vol. 20, No. 4 (August 2013), pp. 740~759; Diana Hancock and Wayne Passmore, "Did the Federal Reserve's MBS Purchase Program Lower Mortgage Rates?," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 58, No. 5 (July 2011), pp. 498~514.

體經濟。QE 政策造成了美國的低利率環境，沒有貸放出去之大規模銀行體系資金，除部分流向投機市場，助長美國資產泡沫的形成，另一部分資金更外流至利率或經濟成長率較高之新興市場，導致這些國家的通貨膨脹與經濟泡沫。某些關於 Fed 貨幣政策之研究結果亦指出，即便是和 Fed 購債計畫相關的政策宣告，都會導致美國資金外流至新興市場與後者的貨幣升值。<sup>⑤</sup>

而 Fed 一直是美債的最大持有者，所持有美債部位達 2.46 兆美元。<sup>⑥</sup> 社保基金 (Social Security)、共同基金 (Mutual Funds)、與州和地方政府等所持有的美債部位，其占比高達約 40%。雖美元自金融海嘯後持續走貶，但這卻不影響以美元結算的美債其價值。對於 Fed 與美國債券投資者來說，其對外之資產與相關投資反而因美元貶值而獲得更大的價值。由於美國國內使用的是美元，因此在匯率市場中美元貶值並不影響美國私人與企業。只要美元仍享有國際儲備貨幣之首要地位，則貶值不僅可使其在各國之債務縮水與稀釋美國私人與公共債務，還將使國際資金流入美元。

不過，Fed 理事長 Jerome Powell 於 2013 年時表示，在現今各經濟體高度相關的情況下，已開發國家貨幣政策的外溢效果是可被預期的。<sup>⑦</sup> 美國也多次重申，實施 QE 政策是以自身經濟體的利益為考量，所實施的任何貨幣政策都未針對他國。這暗示即使美國實施 QE 政策導致全球經濟結構扭曲與通膨加劇，繼而因停止 QE 政策而造成美元再度成為強勢貨幣的過程，也只是一種外溢效果而非有意為之的政策行為。

在下一小節中，作者將藉美國財政部針對外國投資人持有美國長期證券的年度調查資料，說明 FOIs 其實是美國國債的最大投資者。FOIs 購買美債，將其當成是外匯存底。投資美債除可獲得債券票息外，美債的高流動性也可即時滿足 FOIs 對美元的匯兌需求。而 Fed 實施 QE 政策強力干預美債市場的價格機制，勢必會對持有大量美債的 FOIs 之投資價值造成影響。因此本文以美國財政部的年度調查資料，分析各國官方機構在 QE 政策實施後，投資並持有美債的行為是否有所改變。並藉靜態分析的方式，<sup>⑧</sup> 來理解美國是如何有意圖地藉由美元享有之特權地位，影響甚至剝削他國財富。

## 二、外國官方機構持有美國證券的分析—年度調查資料

由財政部每年公佈外國投資人持有美國長期證券調查報告中，本文將 FOIs 與所有外國人在 2002~2013 年持有美國國債與美國機構債的總值與比重，分別列於表 1 與表 2 中。表 1 的資料顯示，2004 年迄今，外國投資人便擁有超過五成以上的美國政府發

註⑤ Qianying Chen, Andrew Filardo, Dong He and Feng Zhu, "International Spillovers of Central Bank Balance Sheet Policies," *BIS Papers*, No. 66 (October 2012) pp. 220~264; Jeffrey Moore, Sunwoo Nam, Myeongguk Suh and Alexander Tepper, "Estimating the Impacts of U.S. LSAPs on Emerging Market Economies' Local Currency Bond Markets," *Staff Report*, No. 595 (January 2013), Federal Reserve Bank of New York, pp. 1~43.

註⑥ Liz Capo McCormick, Daniel Kruger and Kasia Klimasinska, "Bond Market's \$2.46 Trillion Dilemma Isn't So Bad After All," *Bloomberg Business*, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-08-16/bond-market-s-2-46-trillion-dilemma-may-not-be-so-bad-after-all>. Accessed on August 19, 2015.

註⑦ Jerome Powell, "Advanced Economy Monetary Policy and Emerging Market Economies."

註⑧ 此處靜態分析意指殖利率曲線改變後，債券投資組合價值的變化情形。

行之債券。易言之，外國投資人是美國公債市場之重要投資者。2003 年之後，外國投資者持有美債的部位占所有流通在外的美債的比例即高達五成之上，而自 2006 年開始，FOIs 的投資金額占所有外國投資者的投資金額，更高達七成以上。

表 1 外國投資人持有美國國債的狀況

單位：10億美元

年度	FOIs 持有的美國國債總值	FOIs 持有的美國國債占所有外國投資人持有的美國國債之比重	所有外國投資人持有的美國國債總值	流通在外之美國國債總值	所有外國投資人持有的美國國債占流通在外之美國國債之比重	FOIs 持有的美國國債占流通在外之美國國債之比重
2002	560	61.67%	908	2230	40.72%	25.11%
2003	653	58.51%	1116	2451	45.53%	26.64%
2004	912	63.96%	1426	2809	50.77%	32.47%
2005	1079	67.48%	1599	3093	51.70%	34.89%
2006	1213	70.24%	1727	3321	52.00%	36.53%
2007	1452	73.89%	1965	3454	56.89%	42.04%
2008	1684	76.16%	2211	3621	61.06%	46.51%
2009	2054	78.88%	2604	4591	56.72%	44.74%
2010	2617	78.28%	3343	6302	53.05%	41.53%
2011	3103	76.64%	4049	7785	52.01%	39.86%
2012	3489	74.66%	4673	8908	52.46%	39.17%
2013	3648	74.21%	4916	9808	50.12%	37.19%

資料來源：不同年度之 Report of Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities (作者整理)。

表 2 外國投資人持有美國機構債的狀況

單位：10億美元

年度	FOIs 持有的美國機構債總值	FOIs 持有的美國機構債占所有外國投資人持有的美國機構債之比重	所有外國投資人持有的美國機構債總值	流通在外之美國機構債總值	所有外國投資人持有的美國機構債占流通在外之美國機構債之比重	FOIs 持有的美國機構債占流通在外之美國機構債之比重
2002	134	27.24%	492	4830	10.19%	2.77%
2003	180	30.72%	586	5199	11.27%	3.46%
2004	211	34.09%	619	5527	11.20%	3.82%
2005	324	40.96%	791	5591	14.15%	5.80%
2006	473	48.07%	984	5723	17.19%	8.26%
2007	750	57.52%	1304	6292	20.72%	11.92%
2008	966	65.98%	1464	7029	20.83%	13.74%
2009	794	66.39%	1196	7292	16.40%	10.89%
2010	721	66.39%	1086	7007	15.50%	10.29%
2011	635	61.59%	1031	7046	14.63%	9.01%
2012	543	54.79%	991	7122	13.91%	7.62%
2013	452	51.72%	874	7204	12.13%	6.27%

資料來源：不同年度之 Report of Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities (作者整理)。

表 1 的數字顯示，儘管 2007 年金融風暴後，Fed 實行三輪 QE 政策，大幅降低美元之價值，但 FOIs 對美國政府公債的持有量仍呈現逐年上升之趨勢。儘管表 1 最後一行顯示 FOIs 的投資金額占所有流通在外之公債的比重整體呈現下降趨勢，由 2008 年的 46.5% 下降至 2013 年之 37.2%，但這是因為金融危機後，國債的發行人異常增加，因此呈現 FOIs 投資美國國債之金額雖增加，但投資比重卻逐年減少的情形。2008 年後，FOIs 投資美國政府公債之金額占所有流通在外公債金額的比重雖逐年遞減，但平均仍有 41.5%，這顯示 FOIs 是美國公債市場的主要參與者。因此，Fed 有意圖地透過 QE 政策的實施干預國債市場，進而影響公債殖利率與其價格時，勢必會對 FOIs 所持有之債券價值造成重大影響。

在 QE 政策的大規模資產購買計畫中，另一項購買之標的資產是政府機構所發行之機構債，因此，本文將外國投資人持有的機構債規模列於表 2 中。表中數據顯示，外國人投資在美國機構債之比重與金額，自 2002 年即呈現逐年上升之趨勢，並在 2008 年達到 20.8% 之最高水位，但之後便呈現逐年下滑的趨勢。自 2009 年後外國人持有機構債，占所有流通在外的美國政府機構債之比重，皆小於兩成。至 2013 年，外國人投資在美國機構債的比重僅有 12.1%，投資金額只剩 8740 億美元。把 FOIs 由外國投資人組成中獨立出來，發現 FOIs 投資在美國機構債的比重與金額，在 2008 年後亦呈現大幅下滑趨勢，至 2013 年，投資金額只剩 4520 億美元，相當於所有在外流通之機構債的 6.3%。這意味次貸風暴後，FOIs 不僅不再增加對美國機構債之投資，反逐年減少其投資部位。即使金融危機過後，FOIs 仍偏好以購買並持有美國公債當成其外匯準備資產。

本文以靜態分析方式，探討 FOIs 在 2013 年 6 月持有的國債投資組合之價值，至 2014 年 6 月時因兩時間點殖利率曲線的改變，國債投資組合價值會有什麼變化？根據 2013 年 6 月的調查資料，我將 FOIs 持有的不同天期之美債比重與金額列於表 3 第一列與第二列中，也將 2013 年 6 月與 2014 年 6 月的殖利率曲線列在表 3 第三列與第四列。假設債券每半年付息一次，各天期的債券是平價發行，因此債券的票面利率會等於其殖利率。<sup>⑤</sup>根據 2013 年 6 月至 2014 年 6 月，不同期間的殖利率之變化狀況（列於表 3 中第 5 列），本文計算不同到期日債券之價值變化狀況。表 3 結果顯示，除到期日小於一年的債券價值是增加的，其餘各年期的債券在 2013 年 6 月至 2014 年 6 月底，都呈現價值減損，其中又以 30 年期的債券投資組合之價值減損最多；一年之中因 30 年期的殖利率上升 0.2%，造成了 30 年期的債券投組產生 1839 億美元損失。由於債券價格與殖利率變動是呈反向變化，因此在 2013 年 6 月至 2014 年 6 月，除一年期之殖利率，是由 0.14% 下降至 0.10%，而導致投資在一年期債券之價值增加外，其餘各年期債券價值都因殖利率增加（增加幅度由 2 至 48 個基點）而產生債券之價值減損。

註⑤ 到期殖利率是投資國債的內部收益率，亦即投資者按當前市場價格購買，並一直持有至滿期時，可獲得之年平均收益率。計算時，債券到期殖利率可使投資購買國債獲得未來現金流之現值，等同債券當前市價的貼現率。因此，債券價格隨債券到期殖利率的上升而下跌，或隨殖利率之下跌而上升。

表 3 殖利率變化造成外國官方機構持有的美國國債價值的變化－靜態分析法

	1年期	2年期	3年期	5年期	7年期	10年期	20年期	30年期
外國官方機構持有的不同期限間結構美國國債比重 (%)	12.30	23.60	14.30	23.60	14.20	9.10	0.90	2.00
外國官方機構持有的不同期限間結構美國國債價值 (10億美元)	448.70	860.93	521.66	860.93	518.02	331.97	32.83	72.96
2013年6月的殖利率曲線 (%)	0.14	0.33	0.58	1.20	1.71	2.30	3.07	3.40
2014年6月的殖利率曲線 (%)	0.10	0.45	0.90	1.68	2.19	2.60	3.15	3.42
殖利率曲線的變化 (%)	-0.04	0.12	0.32	0.48	0.48	0.30	0.08	0.02
殖利率變化造成外國官方機構持有的美國國債價值的變化 (10億美元)	0.44	-15.09	-30.47	-83.45	-102.52	-43.65	-6.72	-183.88

資料來源：作者計算整理。

上述之靜態分析，純粹探討 FOIs 在 2013 年 6 月底所持有之國債，因殖利率曲線變動，所產生的價值變化。此分析可進而推論，在 QE 政策結束後，若 Fed 逐年調高利率至其歷史的平均值，則 FOIs 所持有的美國公債之價值將逐年減少，其中又以長天期國債的價值減損最為嚴重。

又觀察 QE 政策實施後，FOIs 對不同天期債券之偏好，是否有所改變？本文將 2004 年 6 月至 2013 年 6 月這段期間，FOIs 在不同年期公債之持有比例整理於表 4 中。表 4 顯示，在 2008 年之前，FOIs 偏好持有長天期債券，對於 10 年期和 20 年期國債持有比例，每年都有增加。30 年期國債持有比例，也在 2007 年至史上最高之 2.8%。但 2008 年後，FOIs 對長、短天期債券的偏好有明顯改變，除減少持有較長天期之公債外，亦逐年增加中天期債券的持有比例。例如 2008 年開始，FOIs 便逐年增加對 3、5、及 7 年期的公債持有。其中又以 5 年期與 7 年期債券持有比例之變化，在這二段期間中最為明顯。雖然在美國公債市場中，10 年期公債是大型法人資產配置之標的，10 年期公債的發行量與交易量也最大，但 FOIs 在 10 年期公債的持有率，自 2007 年 6 月開始，便逐年遞減，由史上最高的 17.5%，至 2013 年 6 月開始，只剩 9.1%。

Fed 實施 QE 政策，主要以美國公債與美國機構債為主要之政策工具。而外國投資人與 FOIs 是美國公債的最大投資者，因此極度寬鬆的貨幣政策對美國公債殖利率與美國公債價格所帶來之外生影響，勢必影響 FOIs 投資美國國債之偏好。由表 4 呈現之結果，可推論 QE 政策實施後，不但使長天期債券的價格風險增加，亦降低 FOIs 投資並持有長天期美國公債之意願。此外，為因應 Fed 停止實施 QE 政策時間上之不確定性，而隨時可能產生投機性資本由各國回流至美國時的匯兌需求，FOIs 選擇持有中天期甚至短天期之債券，以便為自身保留更多的彈性，避免長天期公債因流動性較差，在市場上變現不易，而產生價值損失。此外，Fed 在 QE 政策結束後將會視經濟發展狀況，適當地調升利率。長天期債券對利率變化的敏感度較高，升息之後的價值減損也較大，因此不論是在 QE 政策實施期間，甚至 QE 政策結束後，FOIs 會傾向持有短、



與中天期的美國公債。

表 4 外國官方機構持有的美國國債－依期限間結構分類

單位：%

年度	1年期	2年期	3年期	5年期	7年期	10年期	20年期	30年期
2004	19.6	23.7	11.7	22.1	5.7	13.4	2.4	1.4
2005	19.2	23.1	12.7	22.8	4.2	14.9	1.9	1.1
2006	18.9	22.1	12.8	20.3	5.3	17.5	2.3	0.8
2007	15.7	21.1	12.7	17.0	8.6	16.9	5.1	2.8
2008	16.9	24.1	9.4	20.2	11.4	13.9	2.8	1.2
2009	16.0	20.2	14.3	22.0	11.6	12.1	2.4	1.4
2010	10.7	19.7	17.3	23.9	15.4	10.9	1.4	0.8
2011	12.0	19.5	15.0	23.8	15.9	11.0	1.2	1.5
2012	13.6	19.2	16.5	23.1	13.6	10.5	1.1	2.4
2013	12.3	23.6	14.3	23.6	14.2	9.1	0.9	2.0

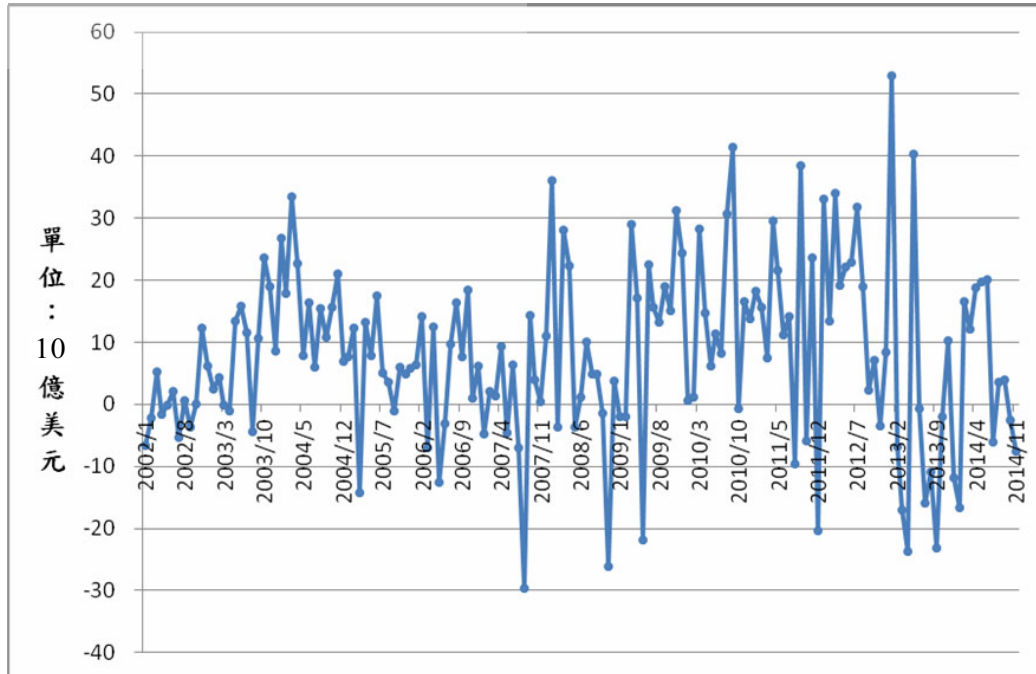
資料來源：不同年度之 Report of Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities (作者整理)。

### 三、外國官方機構每月交易美國國債的分析－月資料

本文主要目的，即在探討 Fed 藉由 QE 政策干預公債市場之行為，對大量持有美國公債的 FOIs 之影響。在本小節中，擬以美國財政部的國際資本報告系統 (Treasury International Capital, 簡稱 TIC) 所提供的外國人每月跨境交易美國證券之資料，分析 FOIs 每月之公債交易狀況和盈損。

首先本文將 TIC 所公布的 2002 年 1 月至 2014 年 11 月這段期間中，FOIs 每月淨購買／出售美國公債之金額繪於圖 1 中。圖 1 顯示，在 2007 年 7 月以前，FOIs 每月對美國長期公債淨購買量之波動度較小，且在多數月份之淨購買量為正。自 2002 年至 2007 年 7 月，單月淨賣出金額超過 100 億美元只出現兩次，分別是 2005 年 3 月與 2006 年 5 月，其餘月份之淨賣出金額皆小於 100 億美元。而在 2002 年至 2007 年 7 月，共 67 個月份中，出現淨賣出之月份只有 17 個月，其單月平均賣出金額為 46 億 8100 萬美元。其餘 50 個月份均呈現淨買入，其單月平均買入金額為 106 億 6000 萬美元。這段期間中，只有五次的單月淨買入金額高於 200 億美元。而這 5 個月份中，也只有一次的單月淨買入金額大於 300 億美元。反觀自金融危機後的 2007 年 8 月至 2014 年 11 月期間，FOIs 單月債券交易金額的變化幅度很大。在這段共 88 個觀察月份的期間中，出現淨賣出月份有 26 個月，其單月平均賣出金額則高達 105 億 8454 萬美元。其餘 62 個月份則是呈現淨買入，單月平均買入金額為 176 億 2026 萬美元。可見金融危機後，FOIs 每月交易美國國債的金額，都較危機之前來的多。此段期間，共有 6 個月份之單月淨賣出金額大於 200 億美元。而單月淨買入金額大於 200 億美元之月份，共有 22 次。綜合而言，FOIs 在金融危機後，單月之美債淨買入金額，較 2007 年 7 月前的單月淨買入金額大。而出現淨賣出之次數，也較 2007 年 7 月前頻繁，平均賣出金額也較大。

圖 1 外國官方機構對美國國債的每月淨購買（2002 年 1 月至 2014 年 11 月）



資料來源：Monthly releases and archives of TIC data on cross-U.S. border financial flows（作者整理）。

此結果指出在 2007 年 7 月以前 FOIs 購買美債之原因，可能只是將其作為外匯準備資產，而少數且金額不大的單月淨賣出美債，也只是各國央行或外匯管理機構，為因應金融帳收支不平衡的調整。相較之下，在金融危機後，FOIs 對於美債的購買與賣出決策受到更多 Fed 不確定信息之干擾，其交易行為背後，指涉國際貨幣爭鬥的本質。譬如 2008 年 11 月，FOIs 單月淨賣出美債之金額高達 262 億 400 萬美元。FOIs 大量拋售美債的主因是 Fed 在 2008 年 11 月 25 日開始實施 QE1 政策，各國因預期 QE 政策將引發通貨膨脹率上升，並進而導致國債殖利率上升與債券價格下跌，因此大量出售其所持有之美債。<sup>56</sup>

圖 1 顯示在 2007 年 8 月至 2014 年 11 月期間，FOIs 每月交易出現淨賣出次數最頻繁的是 2013 年。本文推論 FOIs 在 2013 年一年中，淨賣出美債的月份創歷史新高乃是由於 Fed 企圖增加政策的不確定性所導致之現象。譬如，聯邦公開市場委員會（Federal Open Market Committee, FOMC）公佈的 2013 年 1 月會議記錄顯示，多名委員認為 Fed 應在看到就業增加前，就放緩或停止資產購買，記錄也顯示委員們對 QE 政策的潛在風險感到憂心。<sup>57</sup>此外，雖然 2013 年 3 月的 FOMC 利率決策會議中，仍決

註 56 由於國債殖利率將影響在市場中的借貸、房貸等利率，且後者是以國債殖利率作風險加碼，因此是市場上相當具指標性之市場利率。

註 57 此為 Fed 於 2 月所公布 1 月份 FOMC 的會議記錄，見：“Minutes of the Federal Open Market Committee, 29-30 January 2013,” FRB, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20130130.pdf>. Accessed on March 10, 2014.

定每月繼續購買 450 億美元的長期國債與 400 億美元之房貸抵押債券，來維持合適的寬鬆政策，但記錄顯示委員會有可能為因應勞動市場或通膨變化，對是否增加或減緩資產購買的速度做出決定。<sup>③</sup>2013 年 5 月 22 日 Fed 主席 Ben Bernanke 再度暗示，可能會放緩 QE 政策之實施。有趣的是，在 2013 年 6 月 FOMC 利率決策會議召開前，華爾街日報記者 Jon Hilsenrath 的報導卻指出，Fed 主席 Bernanke 將在會議後的記者會強調，即使 Fed 減少購債也不表示 QE 政策會結束。<sup>④</sup>至此，市場對 QE 政策之預期，由不會改變目前的購債規模，或視經濟情況而可能進一步寬鬆，轉變成 Fed 有可能改採緊縮的貨幣政策。易言之，由於無法得知 Fed 何時會削減資產購買規模以放緩 QE 政策，政策之不確定性使得流通在外的投機資金伺機回流美國。隨後在 8 月初，芝加哥 Fed 總裁 Charles Evans 表示，只要勞動市場狀況改善，Fed 可能在 9 月放緩購債規模。<sup>⑤</sup>此一信息導致市場上對於 Fed 停止實施 QE 政策的預期增溫，因而將投機性資金大量匯回美國。在 2013 年，Fed 對是否該結束實施已 5 年的 QE 政策，釋出極不一致之信息，特別在幾次的 FOMC 利率決策會議中，仍出現反覆態度，並透過媒體傳遞未來政策的可能方向。以上事件顯示，2013 年是 Fed 政策出現最多不確定性的一年。而 QE 政策一旦結束，市場上的資金成本也將提高，而原先投資在其它國家風險性資產之資金，勢必也將回流至美國。各國央行為因應回流至美國的投機性熱錢，只能出售以美國公債形式持有的外匯準備資產，以應付短期內的外匯需求，這點也解釋為何在 2013 年的諸多月份中，單月跨境的美債交易都是均呈現淨賣出之情形。

利用統計學中之 t 檢定，本文檢視金融危機前後兩個期間中，FOIs 平均購買或出售美國長期公債的金額是否存在顯著差異。本文將 2002 年 1 月至 2014 年 11 月共 155 個觀察月份分成兩組，第一組為金融危機前的 2002 年 1 月至 2007 年 7 月，第二組為金融危機後的 2007 年 8 月至 2014 年 11 月，t 檢定的結果列於表 5。整個樣本期間中的淨買入月份共有 112 個，其中在金融危機前共有 50 個月份是呈現淨買入，平均每月淨買入金額為 106.6 億美元。而金融危機後，FOIs 有 62 個月份淨買入美國國債，平均每月購買金額增加至 176.2 億美元。FOIs 在兩個期間中，每月購置美國國債之平均值是否有顯著差異的 t 檢定結果顯示，t 值為-3.87，表示 FOIs 在金融危機前、後兩個不同期間內，平均單月淨購買的美國公債，存在統計學上顯著之差異。亦即 FOIs 在 QE 政策實施前，平均單月淨購買美國公債的金額，明顯小於 QE 政策實施後的平均單月所購買的美國公債金額。

---

註<sup>③</sup> 此次 Fed 提前於 4 月 9 日公布 3 月份會議紀錄，其中原因頗耐人尋味。見：“Minutes of the Federal Open Market Committee, 19-20 March 2013,” *FRB*, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20130320.htm>. Accessed on March 10, 2014.

註<sup>④</sup> Matthew Boesler, “Jon Hilsenrath is Not Who You Think He Is,” *Business Insider*, <http://www.businessinsider.com/jon-hilsenrath-not-who-you-think-he-is-2013-7>. Accessed on March 10, 2014.

註<sup>⑤</sup> Nelson D. Schwartz, “Tapering of Stimulus Could Start as Soon as September, 2 Fed Presidents Hint,” *The New York Times*, [http://www.nytimes.com/2013/08/07/business/economy/2-fed-presidents-hint-tapering-of-stimulus-could-begin-next-month.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2013/08/07/business/economy/2-fed-presidents-hint-tapering-of-stimulus-could-begin-next-month.html?_r=0). Accessed on March 10, 2014.

表 5 金融危機前後，外國官方機構的每月淨購買／淨出售國債的交易金額平均數  
差異性

變項類別	外國官方機構的 每月淨購買國債的交易金額				外國官方機構的 每月淨出售國債的交易金額			
	樣本數	平均值	變異數	t值	樣本數	平均值	變異數	t值
金融危機前 (2002年1月~2007年7月)	50	106.60	72.81	-3.87***	17	-46.81	39.89	2.92***
金融危機後 (2007年8月~2014年11月)	62	176.20	116.07		26	-105.85	90.60	

說明：\*，\*\*，\*\*\*分別代表 10%、5%、1%的顯著水準下，拒絕虛無假說。

資料來源：作者計算整理。

表 5 右半部的結果顯示，FOIs 在整個樣本期間中，淨出售美債之月份有 43 個，其中在金融危機前只有 17 個月淨賣出美債，平均每一個月的淨賣出金額只有 46 億 8100 萬美元，但在金融危機後，FOIs 在 26 個月份淨賣出美債，且平均每月賣出金額高達 105 億 8454 萬美元。t 檢定的 t 值為 2.92，顯示 FOIs 在金融危機後，平均每月淨賣出的金額明顯大於金融危機前。

綜合而言，FOIs 持有美債當成外匯存底的一部分，每月為因應一國經濟體系對外經常帳、資本帳、或金融帳上的匯兌交易時，有可能會利用購買或出售流動性較高之美債，來調節一國的外匯準備資產。在正常狀況下，FOIs 每月買賣美債之金額通常會在某一個區間中變化，並不會出現過度巨大之波動。這和在圖 1 中的 2007 年前顯示的結果相符合。但 2008 年後，美國極度寬鬆的貨幣政策，提升了國際資本流動的不確定性。Fed 有意地干預美國公債市場，利用債券資產購買計畫，影響長天期的殖利率。而 Fed 任何關於 QE 政策之宣告，無論是 QE 政策的繼續實施、擴大、抑或縮減購債規模，都會引起國際資本流向的轉變，因而提高 FOIs 管理外匯資產之困難度。

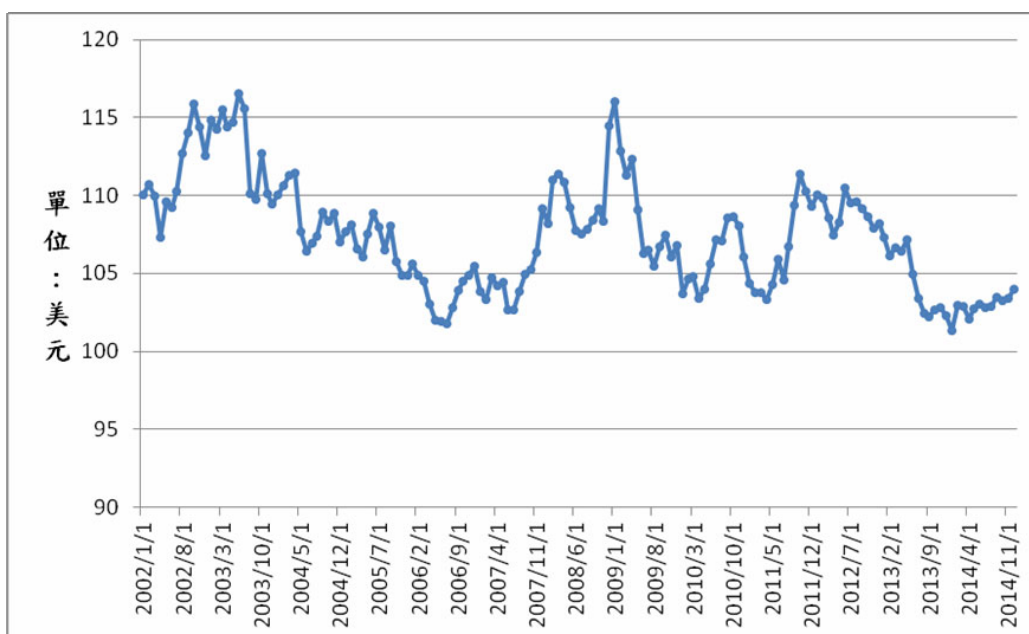
本節擬計算 FOIs 每月跨境買賣美國國債之投資收益，以衡量具有「結構性金融權力」的美國，在美元債務本位制下，如何藉由操縱國際金融體系中重要資—美國國債之價格，影響其它持有美債作為外匯存底之國家，導致其美債的投資報酬不確定性增加。雖然美國財政部在跨境證券資產交易的資訊揭露上已屬相當透明公開，但 TIC 系統並沒有進一步公佈 FOIs 所購買或出售的債券之到期日，因此本文無法計算各種不同天期債券資產之存續期間 (duration)，以了解殖利率變動對 FOIs 每月交易的報酬之影響。然而，根據 Bertaut 與 Pounder 的研究指出，整體而言，外國投資人持有美債的比例與市場上美國國債價格指數之組成，相當類似。<sup>①</sup>因此，本文利用巴克萊美國政府債券指數 (Barclays US Treasury Index) 的報酬率，當作是 FOIs 跨境交易美國國債的報酬率。<sup>②</sup>本文將債券指數繪於圖 2 中，並分別計算債券指數的單月、半年、一年、二

註① Carol Bertaut and Laurie Pounder, "The Financial Crisis and U.S. Cross-Border Financial Flows," *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 93 (November 2009), pp. A147-A167.

註② 指數是由 Datastream 資料庫中下載而成。

年、及五年的持有期間之歷史報酬率，並將其視為是 FOIs 每月交易美國公債之持有期間報酬率 (holding-period return)。本文將 FOIs 每月的美債交易量，乘上不同持有期間的報酬率，所得到的值，即是在這個月份 FOIs 交易美債後的半年、一年、二年、及五年後的價值變化情形。

圖 2 巴克萊美國政府債券指數



資料來源：Datastream。

本文將每月交易產生的不同持有期間之收益與損失繪於圖 3-1 至 3-5 中，並將每年的交易盈虧加總後整理於表 6。表 6 的結果顯示，若於 2008 年 1 月 1 開始計算至 2014 年 11 月，這段期間內各個月份的跨境美債交易之累計損失為 2,264 億美元，而計算至 2014 年 11 月的半年持有期間之損失，為 4,038 億美元。若交易後的持有期間為一年，則至 2013 年 12 月的累計損失為 2,784 億美元，持有期間為兩年時的之損失最嚴重，至 2012 年 12 月累計的總損失為 1 兆 2419 億美元。FOIs 在 2012 年之交易，若持有期間為兩年，產生的交易損失最大，原因是 FOIs 在 2012 整年中的 11 個月都是淨購入美債，(只有在 11 月是淨賣出美債，其賣出的金額也只有 35 億美元)，且前 8 個月之購債規模都大於 100 億美元。而圖 3-1 至 3-5 也顯示出在 2012 年之後的債券價格呈現很大之跌勢，因此在 2012 年中當月為淨購入的交易，其不同的持有期間都會產生較大之損失。

本節以美國財政部公布的外國官方機構持有美債的資料，首先指出 FOIs 是美債市場最主要的投資者，並以靜態分析法，計算出因各年期殖利率增加後，FOIs 持有之美債將產生的價值減損金額。隨後由資料中觀察出 FOIs 在 QE 政策後，偏向持有短、中天期之美債，而減少持有長天期 (譬如 10 年期與 20 年期) 的美債，繼而推論出此

圖 3-1 FOI 每月跨境美債交易的利得／損失 持有期間—一個月

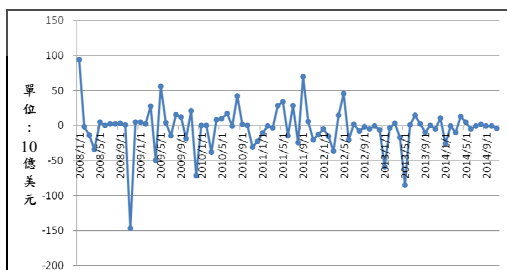


圖 3-3 FOI 每月跨境美債交易的利得／損失 持有期間—一年

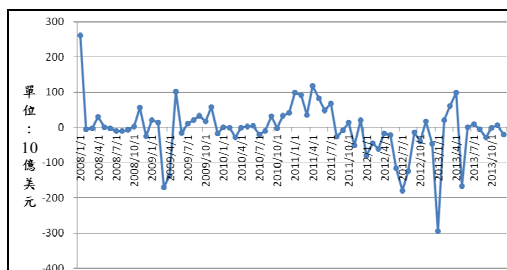


圖 3-2 FOI 每月跨境美債交易的利得／損失 持有期間—半年

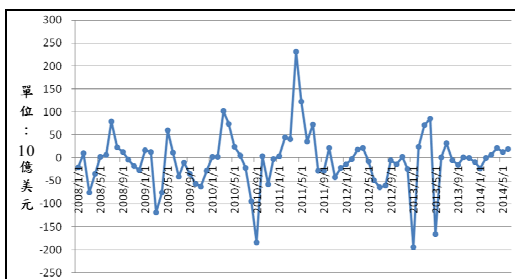


圖 3-4 FOI 每月跨境美債交易的利得／損失 持有期間—二年

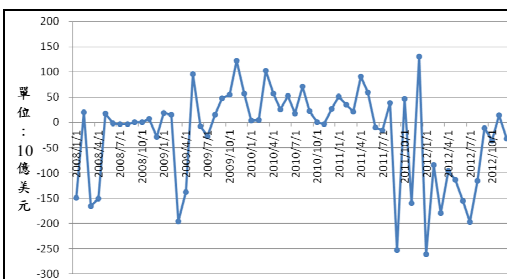


圖 3-5 FOI 每月跨境美債交易的利得／損失 持有期間—五年

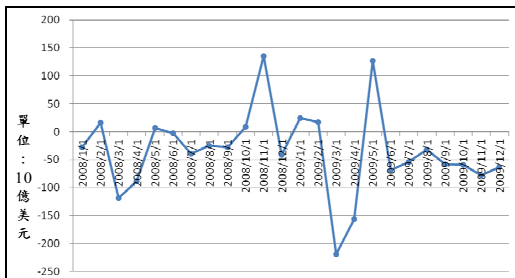


表 6 外國官方機構每月跨境美債交易的利得／損失—依不同持有期間之報酬

單位：10億美元

年度	持有期間				
	一個月	半年	一年	二年	五年
2008	-80.91	-45.07	285.47	-455.42	-203.87
2009	-8.16	-325.94	-60.74	59.68	-622.14
2010	-10.91	-146.14	50.09	383.61	NA
2011	81.82	452.97	492.34	35.81	NA
2012	-34.73	-201.09	-726.14	-1265.61	NA
2013	-145.96	-174.82	-319.41	NA	NA
2014	-27.57	36.28	NA	NA	NA
總計	-226.41	-403.81	-278.39	-1241.93	-826.01

資料來源：作者計算整理。

投資偏好之改變，乃是 FOIs 為因應 QE 政策停止實施與升息的不確定性，選擇持有流動性較高，價格風險較低的短、中天期債券，以滿足投機性資金隨時可能回流至美國的匯兌需求。

本節第二部分，利用財政部每月公布的外國官方機構交易每債之資料，分析 FOIs 的美債交易行為與投資報酬在金融危機前後是否有明顯的變化。本文之分析結果顯示，在金融危機前，FOIs 每月以淨購買美債為主。但在金融危機後，不僅出現淨出售美債的頻率增加（在 887 個樣本期間中，有高達三成的月份都是淨賣出美債），每月平均購買或出售美債的金額亦增加許多。本文將巴克萊美國政府債券指數的報酬當成是 FOIs 跨境交易美國國債的報酬率，在不同投資持有期間的假設下，分別計算出 FOIs 每月交易的投資損益，計算結果顯示金融危機後的各年累積投資損益都出現虧損，其中又以持有期間為兩年時的投資損失最大，主要原因在於 2012 年一年之累積損失即高達 1 兆 2656 億美元。

事實上，Fed 自 2011 年 9 月至 2012 年 12 月共實施兩輪扭曲操作（operation twist, OT）政策，<sup>③</sup>即在不擴增資產負債表情況下，採行以出售短債所得之資金購買長債的操作策略來降低長天期利率。2011 年 11 月再次爆發之歐債危機，使歐元區德、法兩國的 10 年期國債殖利率分別飆升至 2.23% 與 3.54%，<sup>④</sup>透露出歐元區財政機制脆弱的一面。而 2012 年 3 月歐債危機惡化，至 6 月時除德國外，法、西、義三國股市都重挫，其中西班牙股市下跌幅度高達 5%，<sup>⑤</sup>其 10 年期國債殖利率於 7 月時更揚升至 7.56%。<sup>⑥</sup>因此，在歐債危機的不確定性下美國長天期債券的收益顯得相對穩定，因而導致國際投機性資金流回美國。這意味著 FOIs 對以高流動性形式持有的儲備貨幣之需求升高，而在「結構性金融權力」下的美債，即成為各經濟體迫不得已的最終選擇。最後，本文以表 7 摘要說明美國實施 QE 政策對全球金融市場的震盪與影響。

表 7 擁有「結構性金融權力」的美國對 FOIs 資金外流的影響

單位：10億美元

年度／月份	FOIs對美國國債淨購買	全球金融事件	「結構性金融權力」的意圖性
2008/11	-26.20	Fed於2008年11月25日實施QE1政策。	2007年8月次貸風暴後，美元債務本位機制出現流動性問題。美國利用所擁有的「結構性金融權力」，藉購債與經常帳逆差來實施規模達4兆美元的QE政策，並使美元貶值而能大幅抵銷美國在非美國家的新增債務，導致後者外匯資產價值驟減。FOIs擔憂QE政策將使CPI上升，債券價格下跌，因此大量出售其所持有之美債。

註③ Chris Reese, "Dealers See Change of Fed's Operation Twist: Reuters Poll," *Reuters*, <http://www.reuters.com/article/2011/09/03/us-usa-fed-idUSTRE78201Q20110903>. Accessed on March 10, 2014.

註④ "France's 10-Year Government Bonds Open Lower: German Bund Yields Advance," *Bloomberg*, <http://www.bloomberg.com/news/2011-12-06/france-s-10-year-government-bonds-open-lower-german-bund-yields-advance.html>. Accessed on March 10, 2014.

註⑤ Antonio J. Zoido, "Letter from the Chairman," *BME Bolsas y Mercados Espanoles*, [https://www.bolsasymercados.es/ing/inf\\_legal/economico/2012/C2\\_IA12\\_eng.pdf](https://www.bolsasymercados.es/ing/inf_legal/economico/2012/C2_IA12_eng.pdf). Accessed on March 10, 2014.

註⑥ "Spain Bans Short-Selling of Shares as Markets Fall," *BBC*, <http://www.bbc.com/news/business-18950896>. Accessed on March 10, 2014.

年度／月份	FOIs對美國國債淨購買	全球金融事件	「結構性金融權力」的意圖性
2011/12	-20.28	(1) Fed自2011年9月至2012年12月實施兩輪OT。 (2) 歐債危機再現，德總理梅克爾反對ECB以發行債券方式解決危機。	Fed在11月30日出乎市場預期宣布調降美元借貸成本，以紓困歐洲銀行因債務危機所出現的流動性問題，這迫使FOIs大量出售其所持有的美債。Fed的隱晦意圖在於：其緊急紓困措施導致12月9日舉行的歐盟峰會對於建立歐洲財政聯盟計畫的擱置。
2012/03~04	34.03/19.23	(1) Fed實施OT2期間，不斷論及QE3政策實施的可能性。 (2) 2012年3~4月歐債危機惡化。	Fed 15個月的OT實施過程中，FOIs僅有3次出現淨賣出。OT政策之意義在於：藉賣短債買長債以壓平殖利率曲線。這促使國際資金看多長期國債而使資金回流。但Fed的OT政策卻打擊了危機再起的歐元區， <sup>⑦</sup> 導致國際資本迅速湧向以美元計價的債券市場。
2013/02	-6.78	FOMC公佈的1月會議記錄顯示，多名委員們對QE政策的潛在風險感到憂心。	FOIs為因應資本外流，自2月份開始連續3個月出售美債。然而，Fed明知自QE3實施以來已購入90%的新債，此刻若FOIs拋售美債，將造成國債殖利率升高，回購利率成為負值，但FOMC仍釋出此一信息，凸顯Fed引導美元走升的強烈意圖。
2013/04	-23.78	3月FOMC的利率決策會議決定，每月持續執行850億美元的購債計畫，來維持合適的寬鬆政策。但會議記錄顯示委員會為因應勞動市場或通膨的變化，將對是否增加或減緩資產購買之速度做出決定。	Fed企圖藉勞動市場與通膨指標之公布，釋出可能減緩資產購買速度的信息，間接干擾全球資本流動方向。而市場因擔憂QE退場之不確定性，迫使FOIs拋售美債，造成美元指數持續走強，7月時達到84.4水位。
2013/09	-23.24	8月初，芝加哥Fed總裁Evans表示，只要勞動市場狀況改善，Fed可能在9月放緩購債規模。	此信息導致全球資金部位震盪，FOIs拋售美債金額達232億4千萬美元，10年期國債殖利率9月飆升至2.81%。
2013/11	10.20	9月23日，在市場預期Fed將縮減購債部位並準備QE退場時，Fed卻出乎預期地宣布維持QE3原先每月持續購債850億的規模。	儘管財政狀況轉好，Fed仍持續大規模購債之因，一方面是美國內部經濟狀況確仍有疑慮，另一方面因Fed謹慎調節融資資金鏈緊張情況，若此刻FOIs為因應國際資金外流而賣債，恐無法緩和美債殖利率飆高的情況。Fed的聲明使FOIs自10月起即縮減淨賣出金額，至11月時成為淨買入102億美元。
2014/10	-2.51	9月18日Fed公布退出QE政策的大要，預料將在10月徹底結束長達7年的購債操作。	Fed聲稱在結束購債規模後相當長的一段時間，保持基準利率接近零。儘管此一動作看似減緩市場對於升息將導致全球流動性問題的疑慮，但FOIs卻再度為因應資金外流而被迫出售美債。
2014/11	-7.54	10月30日，Fed宣布全面退出購債計畫	自2014年Fed結束購債規模以來迄今，FOIs即陷入擔憂Fed何時升息的泥沼中。Fed也持續藉其所擁有的「結構性金融權力」地位操弄升息與否之信息，干擾全球金融市場。

資料來源：作者之詮釋摘要。

註⑦ Chris O'Malley, *Bonds without Borders: A History of the Eurobond Market* (West Sussex: John Wiley & Sons Ltd., 2015), pp. 229-246.



## 伍、結語

2007 年美國次貸風暴引發全球性的金融危機後，Fed 採取一連串非常規貨幣政策，並在 2014 年 10 月底宣布結束 QE 政策。美國利用先前營造之全球化脈絡而擁有的「結構性金融權力」，透過美元在國際金融系統中的特權來延緩或轉移其調整成本，以走出經濟衰退。本文提出下列關於理論與政策上之幾點意涵。

就理論向度而言：第一、主流 IPE 學者在闡述相互依存的全球經濟與金融體系時，強調以「自我調節」的市場機制，作為理解全球政治經濟的始點。這展現自 1970 年代以來興起的新自由主義之市場機制的精神。新自由主義強調市場機制，主張透過貿易自由化、私有化等理念，以便建構起市場有能力自我矯正之意識形態。這意味著在國際社會中的資本流動與資源壟斷、及財富分配不均，是市場運作的自然景象，但這卻正當化美元所擁有囂張特權（exorbitant privilege）之地位。換言之，自 1970 年代後，新自由主義支撐起美國透過「信用創造」（credit creation）來驅動全球經濟發展能量。這一發展不僅將美國置於全球金融體系與銀行網絡的首要位置，同時推升美元的全球儲備貨幣之角色。美國藉形塑新自由主義之意識形態和與其相對應的政策制定過程，擴張其全球跨國資本之結構力量。這意涵著一個逐漸趨於整合之全球金融市場，強化了美國所擁有之「結構性金融權力」；而後者的持續擴張與延展，又回頭形塑美元在世界貨幣體系之中心位置。

第二、1970 年代以來，新自由主義論述所強調市場機制且反對國家干預之運作規則，根本上有著深刻的貨幣主義印記。而 2008 年次貸風暴發生後，新凱學派質疑資本主義國家其放任金融市場之行爲。儘管如此，但兩者內在相互連結的基礎仍是自由市場具備均衡與效率之機制。本文則提出「結構性金融權力」的概念來理解 Fed 貨幣政策對全球金融市場之影響，藉由 Foucault 關於「意圖非主體性」之概念，批判 Strange 與其追隨者過於強調「結構性權力」的「非意圖面向」之見解，是企圖遮掩貨幣頂端國家可輕易藉由全球化浪潮，來要求他國解除資本與金融管制，以便攫奪與壟斷國際金融資本。同時，本文藉由 Searle 發展的「集體意圖」觀點，來解釋 Foucault 對於「意圖非主體性」之意義，著重於行動主體因為「集體意圖」之展現與因其重構既有之結構，因此消融於此一結構中之過程。亦即，強國之所以願意消融於結構權力中，在於其欲利用自身在結構權力中的關鍵，以掌控國際金融壟斷的剝削位置。而弱國消融於結構權力體系中，是因為理解無法對既存的全球金融結構體系作出任何有意義之抵抗。

就政策面向之意涵：第一、本文利用美國財政部公佈的美國公債跨境交易與外國人持有美國國債的資料，由不同面向分析在「結構性金融權力」架構下，美國利用對美債市場之操控來影響世界各國。透過 FOIs 持有美國國債之資料分析發現，FOIs 持有國債之比重占美國所有之發債量比例甚大，亦即 FOIs 乃是美國國債市場之重要參與者。儘管在金融風暴後，FOIs 持有國債之比重降低，但整體而言，由於 Fed 實施 QE

政策而使得發債金額遽增，故以購債之金額而言，FOIs 其實每年仍然增加對美債之購買。此外，金融危機後，FOIs 減持美國機構債之比重，但仍持續購買美債作為其外匯準備資產。但若從殖利率變化角度觀之，美國在 2014 年 10 月結束大規模資產購買計畫後，繼 2015 年底升息以來，2016 年 12 月的升息壓力依舊。一旦 Fed 再次升息，則當初 FOIs 所購買的美債將會面臨債券價值之損失。由於世界各國持有超過一半以上流通在外的美國國債，美國應該清楚瞭解其非常規貨幣政策的實施已強力干預美國公債市場，更將對其他持有美債的國家產生重大影響。

資料分析也發現，FOIs 在金融危機後開始減持長天期國債，而逐年增加對短、中天期債券之持有比例，以便滿足隨時可能產生的匯兌需求。然而，FOIs 持續購買美債之行為仍意味，擁有「結構性金融權力」的美國，其貨幣不僅是國際上通用的計價交易與結算貨幣，亦為世界各國外匯存底的最主要幣別。美元霸權地位並未因全球金融危機而有所減損，而 Fed 的 QE 政策更說明美國在全球金融體系中獨一無二的地位。自 Fed 結束購債規模後，美元指數持續走強，未來仍有機會挑戰 110~120 的區間，而這對其他國家貨幣價值也將造成重大影響。

第二、Fed 前任主席 Bernanke 擺盪在新凱主義與貨幣主義兩端間。Bernanke 實施非常規的貨幣政策，雖然看似背離新凱學派所主張的透過財政政策帶動整體經濟的原則，而貫徹貨幣主義之量化寬鬆的行動。然而，程度上 Bernanke 與現任 Fed 主席 Janet Yellen 都是採取新凱學派擴大投資規模的觀點，和寬鬆貨幣政策相結合的政策作為。換言之，Bernanke 與 Yellen 在整個 QE 政策過程中的實踐意圖是一致的，亦即透過輸出通貨膨脹至其他國家以舒緩美國衰退之經濟。

Fed 實施的 QE 政策對全球金融市場雖然造成震盪，但卻強化其國內經濟景氣之復甦。譬如，儘管 Fed 在 2016 年 9 月 FOMC 會議上仍維持利率不變，但 Yellen 宣稱目前就業形勢好轉，通膨並無危險，因而估計年底有機會加息一次。<sup>⑧</sup>以此觀之，美國藉由 QE 政策的實行已使其國內經濟呈現緩步上揚的趨勢。無論是為因應 1970 年代的停滯性通膨，而興起的強調去管制化之新自由主義，抑或為解決金融去管制化所衍生出的弊病，而揚起旗幟的新凱學派，對 Fed 而言，交錯運用寬鬆與緊縮之貨幣政策才是實用之學；既可推升全球原物料行情、延遲貿易赤字之調整成本、以及轉移美國債務與通膨問題，更可在適當時機，將熱錢由新興市場與主要發達國家回收至美國。

第三、歐央行 (ECB) 行長 Mario Draghi 繼先前決定 2015 年 3 月至 2016 年 9 月，執行每月購買 600 億歐元債券之 QE 政策後，<sup>⑨</sup>至 2016 年 3 月 10 日續將隔夜存款利率下調至 -0.4%，且於 4 月開始擴大購債規模至每月 800 億歐元。然而，歐元兌美元

註<sup>⑧</sup> Rich Miller and Christopher Condon, "Yellen Rebuffs Pressure to Hike as Fed Gives Economy Room to Run," *Bloomberg*, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-09-21/yellen-rebuffs-pressure-to-hike-as-fed-gives-economy-room-to-run>. Accessed on September 22, 2016.

註<sup>⑨</sup> Claire Jones, "ECB Prepares to Consider Options for QE Expansion," *Financial Times*, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/fc8fe690-77d9-11e5-933d-efcdc3c11c89.html#axzz3pxNOAGuq>. Accessed on October 30, 2015.

卻一路走升，這使得 ECB 未來的政策面臨巨大通縮壓力。歐元區實施 QE 政策的效果未如預期之主因在於，除目前因能源價格走軟而拖累通脹外，歐元區並未有統一之歐洲財政部以便發行所謂的歐元債券。因此，ECB 每月所購買的歐元債券乃是涵蓋各成員國之國債與機構債券，其購債量之比例乃是由各經濟體之規模所決定。很大程度上，倘若歐洲與其他經濟體之經濟成長大幅衰退，將會對此刻美國之經濟復甦力道造成影響。這是為何 Fed 在 2014 年 12 月 FOMC 會議紀錄中，警告外國央行（特別是 ECB）針對經濟衰退必須有完整之應對行動，否則將對美國經濟造成下行風險之危機。<sup>⑩</sup>

第四、相較於次貸風暴後美元因 QE 政策的實施貶值救市，對新興國家而言，因長期透過匯率貶值刺激出口，並將其經常帳所累積的盈餘再投入以美元計價之商品，特別是美債。因此當 Fed 因非常規貨幣政策而釋放流動性救市時，以出口為導向的新興國家竟也隨美國 QE 政策途徑透過貶值方式提振出口。儘管其外匯存底增加，但卻將導致其資產泡沫化的危機。其次，當美國結束購債規模並逐步朝向升息之際，世界主要經濟體由於對通縮的憂慮，將被迫相繼採行擴大 QE 政策以因應各國國內經濟下行之壓力。易言之，儘管美元債務本位制並非由有價值的實體資產做支撐，但觀察 FOIs 仍持續買進美債之行爲，無不說明美國所擁有的「結構性金融權力」，使得美元能在國際貨幣系統中持續享有國際鑄幣權之獨特地位。

大部分 IPE 學者雖呼籲，維持全球金融體系的穩定是件刻不容緩的工作，但卻對以貨幣政策靈活性為名向全世界輸出債務美元，並導致新興市場因貨幣乘數效應所引發巨大金融風險的 Fed，少有苛責。那麼在習慣遵循、引介美國學術主流的見解，或引頸期盼 Fed 展現濟貧扶弱之利他行爲，以解決當前全球金融治理困境之餘，吾人或該反省相關 IPE 論述，為何竟正當化了以下觀點：惟有美元霸權的存在，才能穩定處於瀕臨瓦解的全球經濟。

\* \* \*

(收件：104 年 3 月 3 日，接受：105 年 5 月 12 日)

---

註⑩ Jon Hilsenrath and Brian Blackstone, "Fed Warns on Global Growth Fears: Officials Cite Expectations of Action From Foreign Central Banks to Stir Growth," *The Wall Street Journal*, <http://www.wsj.com/articles/fed-wary-of-overseas-growth-risks-1420657252>. Accessed on January 7, 2016.

# Hero or Hooligan? A Perspective of Structural Financial Power on Fed's Unconventional Monetary Policy

*Ming-Chen Shai*

Ph. D., University of Warwick  
United Kingdom

## Abstract

In the wake of the global financial crisis that struck the world in 2007-08, the U.S. Federal Reserve (the Fed) has undertaken three rounds of quantitative easing (QE) in an effort to sustain financial stability and stimulate economic growth. However, the Fed's QE policy inevitably resulted in dollar depreciation, which means a huge capital loss for foreign official institutions (FOIs) since FOIs hold more than half of the outstanding stock of U.S. Treasury securities as official reserve holdings. Existing International Political Economy literature on financial globalization, which emphasizes the importance of neoliberal world order understanding, suggests that the Fed's bank bailout strategy has large unintended spillover effects on capital flows to other economies. Drawing on Michel Foucault's understanding of power, it can be argued that the Fed's response to the financial crisis highlighted the deliberate and unique "structural financial power" of the U.S. to deprive other countries of their wealth. Accordingly, this paper explores the impacts of the Fed's QE policies on other economies, with concentration on the investment performance of the Treasury securities. In so doing, it hopefully offers an explanation for why FOIs continued purchasing large amounts of dollar-denominated securities in the QE period despite the fact that the U.S. action would devalue their holdings of Treasury bonds.

**Keywords:** the Global Financial Crisis, Quantitative Easing (QE), Foreign Official Institutions, Structural Financial Power, the Treasury Securities

## 參考文獻

- “Interview of Barry Eichengreen to Dimitris Katsikas,” *Crisis Observatory*, <http://crisisobs.org/en/2013/06/sinentefxi-tou-barry-eichengreen-kathigiti-ikonomikon-ke-politikis-epistimis-george-c-pardee-and-helen-n-pardee-professor-sto-panepistimio-tis-kalifornia-berkleiston-ipefthino-tou-paratiritiri/>. Accessed on October 1, 2014.
- “Minutes of the Federal Open Market Committee, 19-20 March 2013”, *FRB*, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20130320.htm>. Accessed on March 10, 2014.
- “Minutes of the Federal Open Market Committee, 29-30 January 2013”, *FRB*, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20130130.pdf>. Accessed on March 10, 2014.
- “Spain Bans Short-Selling of Shares as Markets Fall,” *BBC*, <http://www.bbc.com/news/business-18950896>. Accessed on March 10, 2014.
- “France’s 10-Year Government Bonds Open Lower: German Bund Yields Advance,” *Bloomberg*, <http://www.bloomberg.com/news/2011-12-06/france-s-10-year-government-bonds-open-lower-german-bund-yields-advance.html>. Accessed on March 10, 2014.
- Andrews, David M., “Monetary Power and Monetary Statecraft,” in David M. Andrews ed., *International Monetary Power* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2006), pp. 7~30.
- Basanez, Miguel E., *A World of Three Cultures: Honor, Achievement and Joy* (Oxford: Oxford University Press, 2015).
- Bertaut, Carol and Laurie Pounder, “The Financial Crisis and U.S. Cross-Border Financial Flows,” *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 93 (November 2009), pp. A147~A167.
- Boesler, Matthew, “Jon Hilsenrath is Not Who You Think He Is,” *Business Insider*, <http://www.businessinsider.com/jon-hilsenrath-not-who-you-think-he-is-2013-7>. Accessed on March 10, 2014.
- Chen, Qianying, Andrew Filardo, Dong He and Feng Zhu, “International Spillovers of Central Bank Balance Sheet Policies,” *BIS Papers*, No. 66 (October 2012), pp. 220~264.
- Chomsky, Noam, *Neoliberalism and Global Order* (New York: Seven Stories Press, 1999).
- Ciani, Adriano, Francesco Diotallevi, Lucia Rocchi, Cinzia Coduti and Elisa Belgrado, “Corporate Social Responsibility (CSR): Theory, Regulations, and New Paradigms in the Framework of Sustainable Development Strategy,” in Wolf Ruth, Theodora Israel, and Monica Thiel eds., *Empowering Organizations through Corporate Social Responsibility* (Hershey: IGI Publications, 2015), pp. 170~173.
- Cohen, Benjamin J., “A Grave Case of Myopia,” *International Interactions*, Vol. 35, No. 4 (October 2009), pp. 436~444.

- Cohen, Benjamin J., "Macrofoundations of Monetary Power," in David M. Andrews eds., *International Monetary Power* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2006), pp. 31~50.
- Cohen, Benjamin J., "The Transatlantic Divide: Why are American and British IPE so Different?," *Review of International Political Economy*, Vol. 14, No. 2 (May 2007), pp. 197~219.
- Cohen, Benjamin J., "Toward a New Consensus: From denial to Acceptance," in Nicola Phillips and Catherine E. Weaver eds., *International Political Economy: Debating the Past, Present and Future* (London: Routledge, 2011), pp. 231~239.
- Cohen, Benjamin J., *The Future of Money* (Princeton: Princeton University Press, 2006).
- Congdon, Tim, *Keynes, The Keynesians and Monetarism* (Cheltenham: Edward Elgar Publishing, Inc., 2007).
- Cooper, Andrew F., and Bessma Momani, "Negotiating Out of Argentina's Financial Crisis: Segmenting the International Creditors," *New Political Economy*, Vol. 10, No. 3 (September 2005), pp. 305~320.
- Cripps, Francis, "What is Wrong with Monetarism?," in Karel Jansen ed., *Monetarism Economic Crisis and the Third World* (London: Frank Cass and Company Limited, 1983), pp. 55~68.
- D'Amico, Stefania and Thomas King, "Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases," *FRB Staff Working Papers in the Finance and Economics Discussion Series*, Vol. 2010-52 (2010), pp. 1~38.
- De Long, Bradford, "The Price of Inaction," *Project Syndicate*, <http://www.project-syndicate.org/commentary/delong89>. Accessed on January 10, 2014.
- Doh, Taeyoung, "The Efficacy of Large-Scale Asset Purchases at the Zero Lower Bound," *FRB Kansas City Economic Review*, Vol. 95, No. 2 (June 2010), pp. 5~34.
- Eichengreen, Barry, "The Globalization Wars: An Economist Reports From the Front Lines," *Foreign Affairs*, Vol. 81, No. 4 (July/August 2002), pp. 157~164.
- Eichengreen, Barry, *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar* (Oxford: Oxford University Press, 2011).
- Farmer, Roger, "A New Monetary Policy for the 21<sup>st</sup> Century," *FT.com/economists' Forum*, <http://www.economonitor.com/blog/2009/01/a-new-monetary-policy-for-the-21st-century/>. Accessed on January 10, 2014.
- Fields, David and Matías Vernengo, "Hegemonic Currencies During the Crisis: The Dollar Versus the Euro in a Cartalist Perspective," *Review of International Political Economy*, Vol. 20, No. 4 (August 2013), pp. 740~759.
- Foucault, Michel, *Power/Knowledge: Selected Interviews and Other Writings 1972-1977*, trans. by Gordon Colin, Leo Marshall, John Mepham and Kate Soper (New York:

- Pantheon Books, 1980).
- Friedman, Milton and Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960* (Princeton: Princeton University Press, 1993).
- Gagnon, Joseph, Matthew Raskin, Julie Remache and Brian Sack, "The Financial Market Effects of the Federal Reserves Large-Scale Asset Purchases," *International Journal of Central Banking*, Vol. 7, No. 1 (March 2011), pp. 3~43.
- Garicano, Luis, "I Did Not Stammer When the Queen Asked Me About the Meltdown," *The Guardian*, <http://www.theguardian.com/commentisfree/2008/nov/18/response-credit-crisis-economy-response>. Accessed on January 10, 2014.
- Gilpin, Robert, *Global Political Economy: Understanding the International Economic Order* (Princeton: Princeton University Press, 2001).
- Gowan, Peter, *The Global Gamble: Washington's Faustian Bid for World Dominance* (London: Verso, 1999).
- Guzzini, Stefano, "A Reconstruction of Constructivism in International Relations," *European Journal of International Relations*, Vol. 6, No. 2 (June 2000), pp. 147~182.
- Guzzini, Stefano, "Structural Power: The Limits of Neorealist Power Analysis," *International Organization*, Vol. 47, No. 3 (Summer 1993), pp. 443~478.
- Hancock, Diana and Wayne Passmore, "Did the Federal Reserve's MBS Purchase Program Lower Mortgage Rates?," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 58, No. 5 (July 2011), pp. 498~514.
- Helleiner, Eric, "Structural Power in International Monetary Relations," *EUI Working Papers, Rscas No. 2005/10* (March 2005), pp. 1~15.
- Helleiner, Eric, "Understanding the 2007-2008 Global Financial Crisis: Lessons for Scholars of International Political Economy," *Annual Review of Political Science*, Vol. 14 (2011), pp. 67~87.
- Helleiner, Eric, *States and Reemergence of Global Finance* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 1994).
- Helleiner, Eric, *The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Financial Meltdown* (Oxford: Oxford University Press, 2014).
- Higgott, Richard and Matthew Watson, "All at Sea in a Barbed Wire Canoe: Professor Cohen's Transatlantic Voyage in IPE," *Review of International Political Economy*, Vol. 15, No. 1 (February 2008), pp. 1~17.
- Hilsenrath, Jon and Brian Blackstone, "Fed Warns on Global Growth Fears: Officials Cite Expectations of Action From Foreign Central Banks to Stir Growth," *The Wall Street Journal*, <http://www.wsj.com/articles/fed-wary-of-overseas-growth-risks-1420657252>. Accessed on January 7, 2016.
- Hudson, Michael, *Super Imperialism: The Origin and Fundamentals of U.S. World Dominance*

- ( London: Pluto Press, 2003 ).
- Ibrahim, Abdelfatah, *Strengthens and Weaknesses of the Neo-Liberal Approach to Development* ( Munchen: GRIN Verlag, 2011 ).
- Ikenberry, G. John, “Liberal Internationalism 3.0: America and the Dilemmas of Liberal World Order,” *Perspectives on Politics*, Vol. 7, No. 1 ( March 2009 ), pp. 71~87.
- Ikenberry, G. John, *Liberal Leviathan: The Crisis, and Transformation of the American World Order* ( Princeton: Princeton University Press, 2011 ).
- Johnson, Simon, “Three Questions for the Financial Stability Oversight Council,” *The Baseline Scenario*, <http://baselinescenario.com/2011/09/03/three-questions-for-the-financial-stability-oversight-council/#more-9282>. Accessed on January 10, 2014.
- Jones, Claire, “ECB Prepares to Consider options for QE Expansion,” *Financial Times*, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/fc8fe690-77d9-11e5-933d-efcdc3c11c89.html#axzz3pxNOAGuq>. Accessed on October 30, 2015.
- Keohane, Robert O., *After Hegemony: Cooperation and Discord in the World Political Economy* ( Princeton: Princeton University Press, 1984 ).
- Kirshner, Jonathan, “Dollar Primacy and American Power: What’s at Stake?,” *Review of International Political Economy*, Vol. 15, No. 3 ( August 2008 ), pp. 418~438.
- Krasner, Stephen D., “Regimes and the Limits of Realism: Regimes as Autonomous Variables,” in Stephen D. Krasner ed., *International Regimes* ( Ithaca, NY: Cornell University Press, 1983 ), pp. 355~368.
- Krugman, Paul, “Bernanke and Shibboleths,” *Conscience of a Liberal Blog*, [http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/11/06/bernanke-and-the-shibboleths/?\\_r=0](http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/11/06/bernanke-and-the-shibboleths/?_r=0). Accessed on January 10, 2014
- McCormick, Liz Capo, Daniel Kruger and Kasia Klimasinska, “Bond Market’s \$2.46 Trillion Dilemma Isn’t So Bad After All,” *Bloomberg Business*, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-08-16/bond-market-s-2-46-trillion-dilemma-may-not-be-so-bad-after-all>. Accessed on August 19, 2015.
- Miller, Rich and Christopher Condon, “Yellen Rebuffs Pressure to Hike as Fed Gives Economy Room to Run,” *Bloomberg*, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-09-21/yellen-rebuffs-pressure-to-hike-as-fed-gives-economy-room-to-run>. Accessed on September 22, 2016.
- Moore, Jeffrey, Sunwoo Nam, Myeongguk Suh and Alexander Tepper, “Estimating the Impacts of U.S. LSAPs on Emerging Market Economies’ Local Currency Bond Markets,” *Staff Report*, No. 595 ( January 2013 ), Federal Reserve Bank of New York, pp. 1~43.
- O’Malley, Chris, *Bonds without Borders: A History of the Eurobond Market* ( West Sussex: John Wiley & Sons Ltd., 2015 ).



- Otero-Iglesias, Miguel and Federico Steinberg, "Is the Dollar Becoming a Negotiated Currency? Evidence from the Emerging Markets," *New Political Economy*, Vol. 18, No. 3 (2013), pp. 309~336.
- Patomaki, Heikki, "How to Tell Better Stories about the History and Future of Global Political Economy," *Review of International Political Economy*, Vol. 16, No. 2 (June 2009), pp. 309~320.
- Powell, Jerome, "Advanced Economy Monetary Policy and Emerging Market Economies," Speech at the Federal Reserve Bank of San Francisco 2013 Asia Economic Policy Conference, *Federal Reserve Bank of San Francisco*, <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20131104a.htm>. Accessed on January 10, 2014.
- Reese, Chris, "Dealers See Change of Fed's Operation Twist: Reuters Poll," *Reuters*, <http://www.reuters.com/article/2011/09/03/us-usa-fed-idUSTRE78201Q20110903>. Accessed on March 10, 2014.
- Sandbeck, Sune and Etienne Schneider, "From the Sovereign Debt Crisis to Authoritarian Statism: Contradictions of the European State Project," *New Political Economy*, Vol. 19, No. 6 (2014), pp. 847~871.
- Schwartz, Nelson D., "Tapering of Stimulus Could Start as Soon as September, 2 Fed Presidents Hint," *The New York Times*, [http://www.nytimes.com/2013/08/07/business/economy/2-fed-presidents-hint-tapering-of-stimulus-could-begin-next-month.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2013/08/07/business/economy/2-fed-presidents-hint-tapering-of-stimulus-could-begin-next-month.html?_r=0). Accessed on March 10, 2014.
- Searle, John R., *The Construction of Social Reality* (New York: Simon and Schuster, 1995).
- Smart, Barry, *Michel Foucault* (New York: Routledge, 2004).
- Stiglitz, Joseph E., "Wall Street's Toxic Message," *Vanity Fair*, July 2009, pp. 82~85.
- Stopford, John and Susan Strange, *Rival States, Rival Firms: Competition for World Market Shares* (Cambridge: Cambridge University Press, 1991).
- Strange, Susan, "Still an Extraordinary Power: America's Role in the Global Monetary System," in Ray Lombra and Bill Witte eds., *Political Economy of International and Domestic Monetary Relations* (Ames, IA: Iowa State University Press, 1982), pp. 73~79.
- Strange, Susan, "The Persistent Myth of Lost Hegemony," *International Organization*, Vol. 41, No. 4 (Autumn 1987), pp. 551~574.
- Strange, Susan, *States and Markets* (London: Continuum, 1998).
- Strange, Susan, *Sterling and British Policy* (London: Oxford University Press, 1971).
- Triffin, Robert, *Gold and the Dollar Crisis* (New Haven: Yale University Press, 1960).
- Wade, Robert, "Globalization and Its Limits: Reports of the Death of the National Economy are Greatly Exaggerated," in Susanne Berger and Ronald Dore eds., *National Diversity and Global Capitalism* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 1996), pp. 60~89.

Wallerstein, Immanuel, *Historical Capitalism* (London: Verso, 1983).

Williamson, Stephen D., "Scarce Collateral, the Term Premium, and Quantitative Easing," *FRB of St. Louis Working Paper No. 2014-008A*, January 15, 2014, pp. 1~28.

Zoido, Antonio J., "Letter from the Chairman," *BME Bolsas y Mercados Espanoles*, [https://www.bolsasymercados.es/ing/inf\\_legal/economico/2012/C2\\_IA12\\_eng.pdf](https://www.bolsasymercados.es/ing/inf_legal/economico/2012/C2_IA12_eng.pdf). Accessed on March 10, 2014.