

## 五、美元之國際地位：過去、現在及未來

十九世紀初期至二十世紀初期，英鎊為當時全球主要貨幣，惟之後隨英國國力衰弱，美國躍居全球第一經濟軍事強國，遂由美元取代英鎊成為全球主要貨幣，尤其第二次世界大戰後布列敦森林制度(Bretton Woods system)建立以來，美元確立獨大的地位已近 80 年，至今採用美元做為國際貨幣的地區，占全球 GDP 之半數甚或三分之二強<sup>1</sup>。

近 20 年來，每當國際發生重大政治經濟事件，就會出現去美元化(de-dollarization)聲浪<sup>2</sup>。近期去美元化聲浪與 2022 年俄烏戰爭爆發後，美國與其他西方國家對俄國進行嚴厲的經濟及金融制裁，引發部分國家對持有美元資產的疑慮，而採行去美元化的相關因應作法有關<sup>3</sup>；同時，去美元化的聲浪經由傳統媒體與現代社群媒體的散播而推波助瀾。尤其當前許多重要的國際經濟金融議題，如貿易報價通貨之選擇、貨幣政策自主性及國際外溢效果、全球經常帳不平衡、美國政府債務上限及外匯存底之投資或幣別組合等，本質上均是環繞在以美元國際地位為核心的課題，因此有關美元的國際地位及未來可能面臨之挑戰，值得加以討論。

本文首先探討國際貨幣之意義、功能與條件；其次，扼要介紹英鎊之沒落及美元之崛起；並進一步探討自 1971 年美國總統尼克森宣布中止美元與黃金兌換迄今，美元仍為最主要之國際準備貨幣，且以其獨特地位對全球金融循環產生影響；最後，檢視多項與國際貨幣功能(計價單位、交易媒介、價值儲藏)等相關的數據及其近年之變化趨勢，來說明當前以美元為主的體系仍有眾多因素支持其順暢運作，並對各界提出美元所面臨的挑戰略加說明，供外界參考。

<sup>1</sup> Ilzetzki, Ethan, Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff (2019) “Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?” *Quarterly Journal of Economics* 134-2, 599-646；McCauley, R. (2020), “The Global Domain of the Dollar: Eight Questions,” *Atlantic Economic Journal* 48, 421-429.

<sup>2</sup> 2008 至 2009 年美國爆發全球金融危機，不但引發去美元化的討論，例如，Kokenyne, A., J. Ley and R. Veyrune (2010), “Dedollarization,” *IMF Working Paper* WP/10/188, International Monetary Fund，也促使中國大陸人民銀行於 2009 年開始推動人民幣國際化。

<sup>3</sup> 包括中國大陸及俄國使用本國貨幣進行貿易、中國大陸及巴西在雙邊貿易中放棄使用美元、阿拉伯聯合大公國向中國大陸出售以人民幣計價之天然氣、部分東協國家在貿易中提倡去美元化並推動當地支付系統、肯亞以本國貨幣購入波斯灣地區石油、阿根廷經濟部長宣布未來以人民幣支付自中國大陸進口的商品。2022 年 12 月，模里西斯繼南非和尚比亞之後成立非洲的第三個人民幣結算中心，持續推動對中貿易等等。

## (一) 國際貨幣之意義、功能與條件

### 1. 國際貨幣之意義與功能：計價單位、交易媒介、價值儲藏

- (1) 國際貨幣(international currency)為可在國際間充當計價單位、交易媒介與價值儲藏之貨幣，如美元、歐元、日圓等，尤其在民間部門使用於國際貿易與金融之報價、國際貿易與金融之清算、國外資產之持有。
- (2) 國際準備貨幣(international reserve currency)則為官方用途之國際貨幣，可做為各國匯率報價之參考貨幣(reference currency)(以台北外匯市場為例，新台幣匯率採用美元做為參考貨幣，以 1 美元兌換多少新台幣來報價)、外匯干預的關鍵貨幣與國際準備之持有，其中國際準備為一國貨幣當局所持有，可融通國際收支失衡、調節外匯市場與其他用途<sup>4</sup>。
- (3) 倘若一國貨幣為主要國際貨幣，也會是國際準備貨幣，因此在非正式的意義上，國際準備貨幣也往往成為主要國際貨幣之代名詞，而會在無意間出現交互使用的情況。

表 1 國際貨幣之功能

	官方用途	民間用途
計價單位	表達各國匯率之參考貨幣	國際貿易與金融之報價
交易媒介	外匯干預之關鍵貨幣	國際貿易與金融之清算
價值儲藏	國際準備之持有	國外資產之持有

資料來源：Lee, J. (2008), "Will the Renminbi Emerge as an International Reserve Currency?" in *The Future Global Reserve System: An Asian Perspective*, Asian Development Bank

<sup>4</sup> 國際準備包含外匯存底、黃金、特別提款權(Special Drawing Rights, SDR)與在國際貨幣基金(IMF)的準備部位；若非屬 IMF 會員國，則僅為外匯存底與黃金。

## 2. 一國貨幣具備國際貨幣地位之主要因素

影響一國貨幣是否能成為國際貨幣之主要因素包含**產出規模**、**貿易量大小**、**金融市場規模**及**該國金融體系法規規範**、**對貨幣價值具有信心**及**網絡外部性**<sup>5</sup>等。

### (1) 產出規模(國力)及貿易量

- 一國產出(常以 GDP 來衡量)規模越大，顯示該國影響力越大；美國、中國大陸、歐元區、日本與英國皆屬經濟大國，美元、人民幣、歐元、日圓與英鎊也皆為國際貨幣。
- 產出規模大且持續期間長，代表長期的投資或財富**累積效果**大；此隱含即便一國產出已被超越，但其**國力並不會在短期內被超越**。美國自 19 世紀末迄今產出持續穩居全球之冠，代表**累積國力深厚**，致其全球影響力舉足輕重。
- 貿易量：一國貿易量愈大並慣以該國貨幣報價，其貨幣更易成為主要的國際貨幣，如當前的美元及歐元。

### (2) 金融市場

- 若該國**金融市場(資本市場與貨幣市場等)**規模越大且對外開放(資金進出自由)，較易成為國際貨幣。
- 做為國際貨幣應具備完善的**金融法規及體制**，以對投資者提供較完整的保障，同時，亦具有**高主權信用評等**。

### (3) 對貨幣價值具有信心

**對貨幣價值的信心**，係指貨幣的價值是否穩定；若一國物價穩定，大眾對該等貨幣將具有信心。而**對外價值**，即本國貨幣對其他主要貨幣之價格，如相對穩定，亦有助於國際投資者持有以其計價之各種資產的投資信心。

### (4) 網絡外部性(network externalities)

使用國際貨幣就好像使用**世界通用語言(lingua franca)**一樣，愈多人使用，就會有更多人隨之跟進，最終成為使用**慣性(inertia)**，一時之間難以改變，美元即為一例。

---

<sup>5</sup> Chinn, M. and J. Frankel (2008), "The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency," *La Follette School Working Paper No. 2008-007*, La Follette School of Public Affairs, University of Wisconsin-Madison

## (二)1930 年代英鎊的沒落及二戰後美元之興起

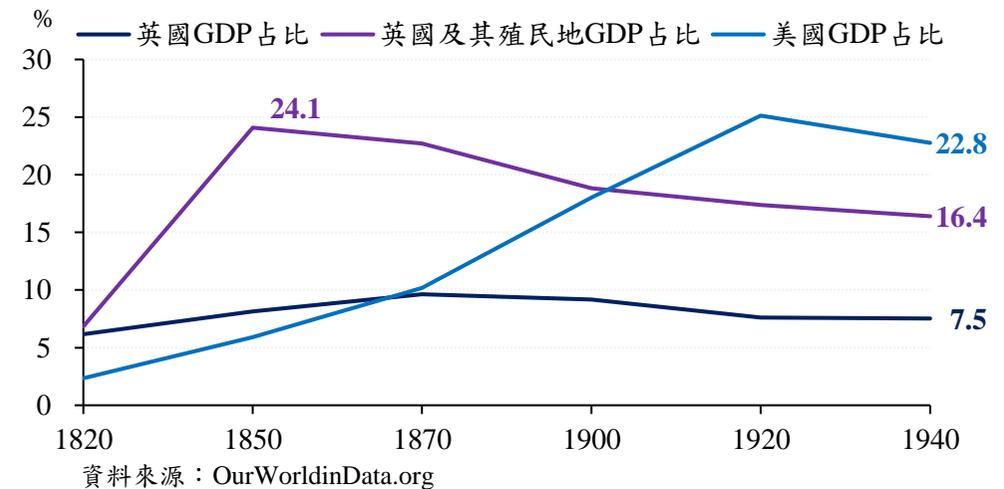
### 1. 20 世紀初期英國國力開始轉弱，後於 1931 年英鎊脫離金本位制度

(1)1815 至 1920 年間：英鎊為當時最主要國際貨幣，主要反映 1760 年代英國發生**工業革命**，使其累積龐大及雄厚之**軍事與經濟實力**，並向海外擴張，成為**全球最大的殖民地國家**，英鎊因而在全球維持獨大地位<sup>6</sup>。

— 在 1860 至 1914 年間，高達 60% 的國際貿易係透過英鎊計價、交易與清算；而在全球的官方外匯存底中，英鎊當時亦是最重要的國際準備貨幣，在 1899 年底曾達 68%，惟在 1913 年底該占比已降至 48%。

— 英國的經濟規模雖在 1872 年被美國超越，且英國及其殖民地經濟規模亦在 1900 年前後被美國超越(圖 1)；另至 1915 年時，英國出口貿易亦被美國超越，英鎊影響力略降，但此時英鎊仍為最主要國際準備貨幣。

圖 1 美國 GDP 在 1872 年即超越英國 GDP



(2)1929 年美國經濟大蕭條(The Great Depression)亦對英國經濟造成沉重打擊，英國被迫放棄金本位，並使得英鎊貶值，造成**1931 年的英鎊危機**<sup>7</sup>，加以兩次戰後英國實力大不如前，致英鎊在國際地位逐漸式微。

<sup>6</sup> 可參閱 Eichengreen, B. (2005), "Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition," *NBER Working Paper* 11336, National Bureau of Economic Research。

<sup>7</sup> Eichengreen and Jeanne (2000)認為外部衝擊嚴重影響了當時的失業與英鎊穩定：大規模失業造成英國大眾認為政府難以維持對匯率的承諾而產生了強烈的預期貶值心理，因該預期心理而產生的貶值貼水(devaluation premium)，使得利率上升，造成失業問題更為惡化(參見 Eichengreen, B. and O. Jeanne (2000), "Currency Crisis and Unemployment: Sterling in 1931," in P. Krugman (eds.) *Currency Crisis*, 7-43, University of Chicago Press)。1931 年英國乃與其殖民地、自治領地以及有密切經濟關聯的國家建立了英鎊區(sterling area 或 sterling zone)，區域內會員國的貨幣價位釘住英鎊，各會員國之間貨幣的匯率也維持固定，至於與非會員國之間的匯價，則根據英鎊與美元的匯率換算，該機制於 1972 年終止。

## 2. 美國於二戰後推出馬歇爾計畫，以協助重建歐洲，增加歐洲美元之使用，並鞏固美元之國際地位

- (1) **1931 年的英鎊危機**，使英國脫離金本位；加以歐洲為兩次世界大戰的主要戰場，美元影響力上升並超越英鎊。
- (2) **1944 年 7 月**布列敦森林制度誕生，美元對黃金維持平價關係，訂定為 **1 盎司黃金等於 35 美元**。美國承諾維持美元對黃金的平價。其他會員國的貨幣須訂定與美元的平價，而會員國之間則據此換算貨幣間交換比率，是為**金匯兌本位制**，**美元正式成為全球最主要國際貨幣**。
- (3) 美國於 **1948 至 1951 年間實施對歐洲之援助重建計畫—「馬歇爾計畫」**<sup>8</sup>，以避免戰後歐洲經濟情勢惡化、防堵共產主義擴張、促進經濟穩定以及增進歐洲貿易，該計畫取得巨大成功，部分人士主張可推廣至其他地區<sup>9</sup>。
- **美國透過馬歇爾計畫對歐洲國家提供各種大量金融、技術與設備的援助**，總共對歐洲撥款 **130 億美元**(1950 年 1 美元約當於今日之 11.83 美元，故該撥款約當今日之 **1,538 億美元**)，**使美國成為歐洲最大出口市場，大量美元流向歐洲**，這些鉅額美元資金存放在歐洲的美國銀行，稱之為「**歐洲美元**」(Eurodollars)。
  - 由於在英國、法國的美元存款不需提存準備金，也使得歐洲的銀行有獲利空間，紛紛投入歐洲美元市場，也壯大了歐洲美元本身。

圖 2 美元取代英鎊之崛起過程



資料來源：本行自行整理

<sup>8</sup> 馬歇爾計畫係為美國國務卿喬治·馬歇爾(George C. Marshall)於 1947 年 6 月 5 日在哈佛大學發表演說，提出重建歐洲的大綱，其後付諸實施。

<sup>9</sup> 如部分人士主張可針對亞洲、中美洲、東歐、非洲等地採取新馬爾歇計畫(參見 Congressional Research Service (2018), “The Marshall Plan: Design, Accomplishment, and Significance,” CRS Report for Members and Committees of Congress, Congressional Research Service, Jan. 18)。

### (三)1970 年代布列敦森林制度瓦解迄今：美元在全球持續享有獨大及重要準備貨幣地位

#### 1. 1970 年代布列敦森林制度瓦解

- (1) **尼克森震撼(Nixon Shock)**：1960 年代後期起，布列敦森林制度逐漸出現困境，主要因為二戰後全球經濟與貿易快速擴張，各國對美元的需求也隨之水漲船高，美元持續流出美國，而**美國又因**國內經濟與越戰的影響，於**1970 年代初期出現國際收支逆差**，美元加速流出，市場預期美元可能貶值，美元與黃金難以維持平價。**1971 年 8 月 15 日**，美國總統尼克森宣布中止美元與黃金兌換，使美元與黃金脫鉤，史稱尼克森震撼，布列敦森林制度名存實亡。
  - **特里芬兩難(Triffin Dilemma)**：布列敦森林制度在本質上的難解問題。戰後全球經濟持續擴張，各國對美元需求增加，使美元持續流出海外，但**黃金存量卻有限**，最終其他國家會對美元兌換黃金的信心產生動搖；但倘若美國限制資金外流以維持全球對美元的信心，卻會使國際流動性不足，影響全球經濟，布列敦森林制度終將難以持續<sup>10</sup>。
- (2) **布列敦森林制度瓦解**：尼克森震撼後，**美國財政部長 John Connally** 在 1971 年 11 月底羅馬舉辦的 10 國會議表示：「**美元是我們的貨幣，但是你們的問題**」“**The dollar is our currency, but it’s your problem**”，意即布列敦森林制度難以持續。但美國與主要國家仍在同年底達成史密松寧協定(Smithsonian Agreement)，宣布美元對黃金貶值 7.9%，惟已難以挽回頹勢，**1973 年 2 月 12 日**，美元對黃金貶值至 1 盎司兌換 42.22 美元，但拋售美元的風潮仍**然不止**，主要國家乃廢止美元與黃金兌換，走向浮動匯率制度，布列敦森林制度正式崩解。
- (3) **浮動匯率制度興起**：布列敦森林制度瓦解後，主要國家於 1976 年達成牙買加協定(Jamaica Accords)，追認西方國家採取浮動匯率制度並取消黃金官價等，走向國際貨幣「非制度」(non-system)，實為紙幣本位，**美元繼續獨大**，**最主要的原因為美國仍然維持龐大的經濟規模，且基於網絡外部性所產生的慣性影響，仍為最主要的國際貨幣。**

---

<sup>10</sup>美國經濟學家特里芬(Robert Triffin)在 1960 年出書提出這個問題，認為布列敦森林制度會使國際流動性與對美元的信心發生對立，難以持續，是為特里芬兩難(Triffin Dilemma)。可參閱該書之再版 Triffin, R. (1961), *Gold and the Dollar Crisis: the Future of Convertibility*, Revised Edition, Yale University Press.

## 2. 1970 年代及 1980 年代高通膨時期，國際貨幣體系波動較大，美元地位一度下降

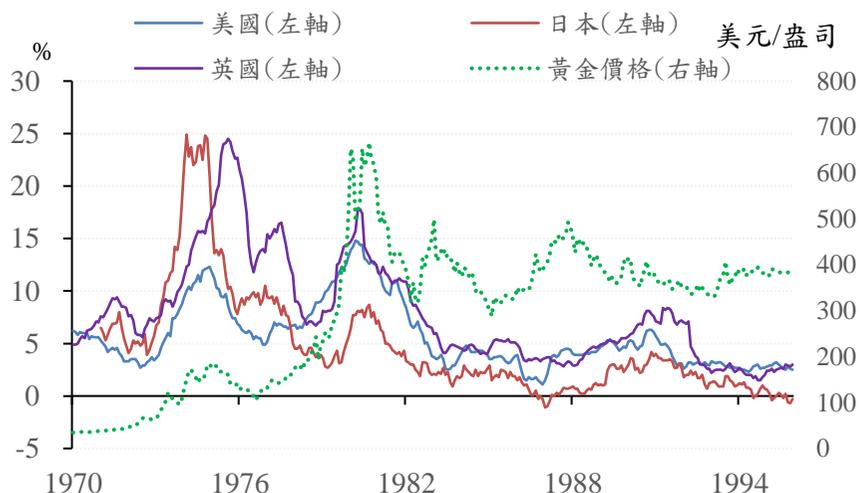
(1) 布列敦森林制度瓦解初期，主要國家改浮動匯率制度，惟各國在越戰、贖罪日戰爭<sup>11</sup>、石油危機等衝擊及財政赤字下，加以貨幣**欠缺名目制約(nominal anchor)**(如錨定通膨目標)，**均出現高通膨問題**，金價對美元持續攀升(圖 3)。

(2) 美國因越戰及石油危機等因素，1970 年初期出現經常帳赤字，後雖一度好轉，但又在 1980 年代擴大，而日本及西德的經常帳順差擴大，貨幣對美元大幅升值，美元在各國外匯存底的占比，因而曾自 80% 降至 50% 以下(圖 4)。

(3) **美元以其政經實力，使其得以在未釘住黃金並出現雙赤字下，繼續維持其作為最主要國際貨幣之地位。**

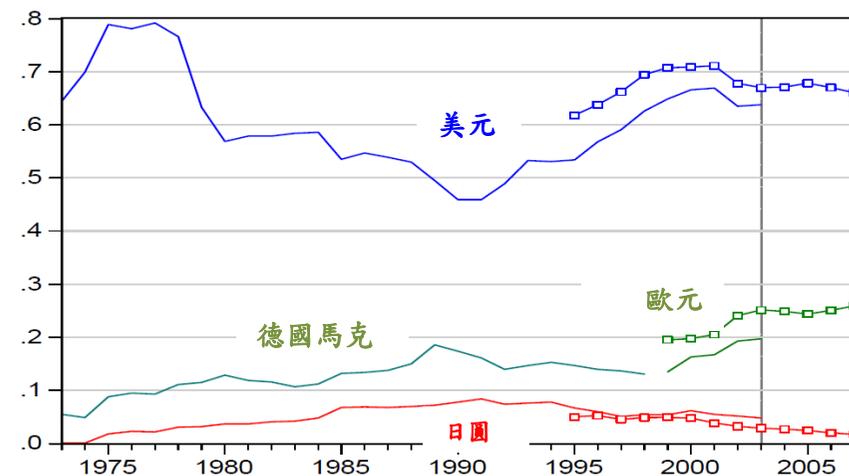
— 在當時的全球政經環境下，美國帶領民主國家與蘇聯集團抗衡，並為各國最重要市場，金融市場深度亦居世界之冠，加以其雄厚的經濟規模及軍事實力為堅強後盾，使各國對持有美元仍深具**信心(Confidence)**；同時，美元亦具有可自由兌換其他貨幣，資本帳開放使資本可自由移動的**可兌換性(Convertibility)**，及作為最主要貿易計價單位與外匯交易的**便利性(Convenience)**，美元因而仍得以在經常帳及財政雙赤字下，維持其地位。

圖 3 1970 年至 1985 年高通膨及黃金價格



資料來源：Bloomberg

圖 4 1970 年 2005 年主要央行外匯存底之幣別組合



資料來源：Chinn, M. and J. Frankel (2008) (同註 5)

(註：1995 年以後帶有方框之線條係目前 IMF 統計之 COFER 資料)

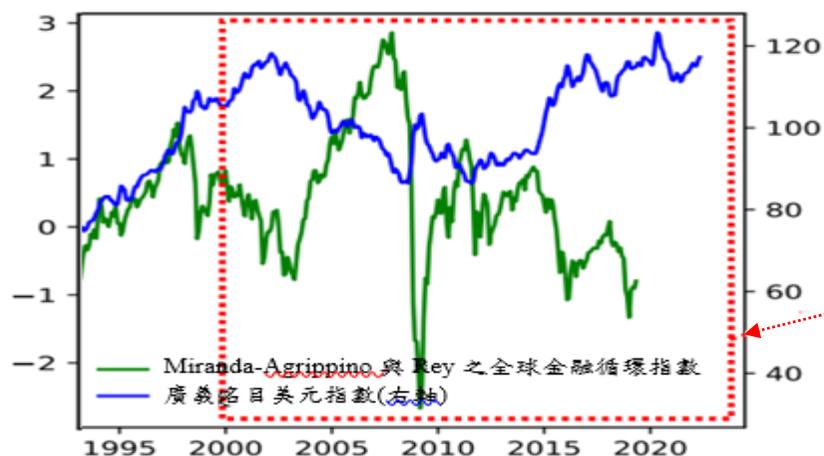
<sup>11</sup> 贖罪日戰爭常被稱為第四次以阿戰爭，發生於 1973 年 10 月 6 日至 10 月 26 日，起源於埃及與敘利亞分別攻擊六年前被以色列佔領的西奈半島和戈蘭高地。

### 3. 1990 年冷戰結束，全球化加速進展，美元獨大並帶動全球金融循環

(1) 全球金融整合及自由化進一步強化美元之獨大：Miranda-Agrippino and Rey (2021)指出，金融全球化的整合程度不斷增加，金融自由化也促使全球銀行業與資本市場日益茁壯，因而產生了資產價格、資本流量、金融總計數等共同變動(comovement)的全球金融循環(global financial cycle)現象。

(2)例如，自 2000 年以來，全球金融循環指數<sup>12</sup>(即資本流量、資產價格與槓桿化等)與 Fed 廣義美元指數<sup>13</sup>之相關係數為-0.54(圖 5)，亦即當 Fed 緊縮貨幣政策帶動國際美元走強時，全球金融循環指數呈現下降(緊縮)；當 Fed 實施寬鬆貨幣政策拖累國際美元走弱時，全球金融循環指數呈現上揚(擴張)<sup>14</sup>。

圖 5 全球金融循環指數與 Fed 廣義美元指數呈現負相關



資料來源：Obstfeld and Zhou (2022)

<sup>12</sup> Miranda-Agrippino, Silvia, Tsvetelina Nenova and H el ene Rey (2020)運用經濟計量方法找出影響風險性資產價格之全球共同因子(global factor)，而做出全球資產價格指數，其後 Obstfeld, Maurice and Haonan Zhou (2022)將該指數改稱為全球金融循環指數(參見 Miranda-Agrippino, Silvia, Tsvetelina Nenova and H el ene Rey (2020), “Global Footprints of Monetary Policies,” Very Preliminary, Oct.25)。

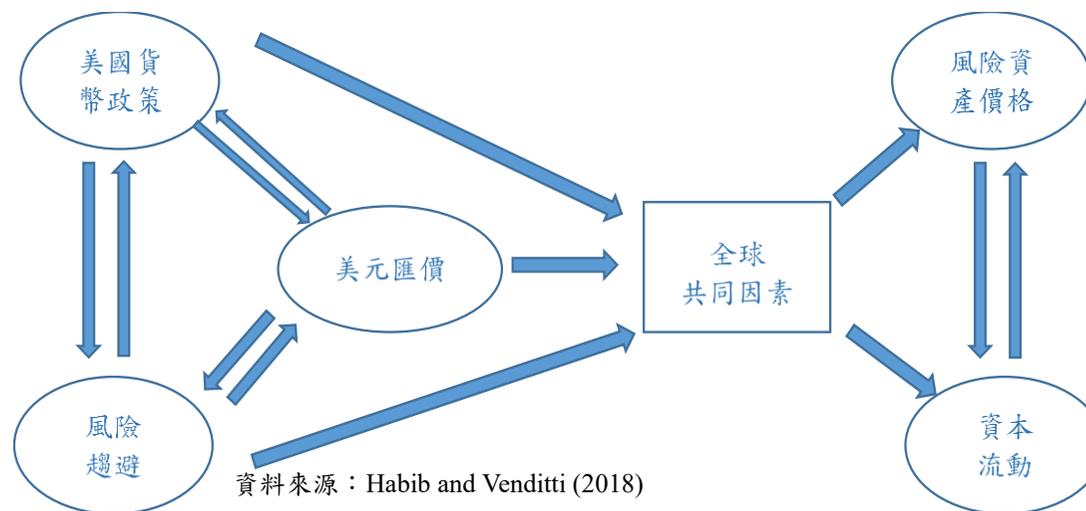
<sup>13</sup> 此處廣義美元指數係指 Fed 編製美元對一籃子貨幣指數，根據美國與 26 個經濟體之貿易量加權而成之指數(請參見 Beschwitz, Bastian von, Christopher G. Collins, and Deepa D. Datta, (2019), “Revisions to the Federal Reserve Dollar Indexes,” *FEDS Notes*, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, Jan.19)。

<sup>14</sup> Miranda-Agrippino, Silvia and H el ene Rey (2021), “The Global Financial Cycle,” in Gita Gopinath, Elhanan Helpman, and Kenneth Rogoff (eds.), *Handbook of International Economics: International Macroeconomics, Volume 6*, Elsevier, 1-43; Obstfeld, Maurice and Haonan Zhou (2022), “The Global Dollar Cycle,” paper presented at *BPEA Conference Draft*, September.

(3)歐洲央行的研究報告<sup>15</sup>亦指出，美國貨幣政策及全球風險趨避行為是驅動全球金融循環之兩股主要力量，其中之**中介因素就是美元**，並在三者交互作用構成全球共同因素，進而影響**全球資本移動及風險資產價格**(圖 6)，此傳遞管道更加凸顯美元在國際貨幣體系及金融市場上的獨特地位，並使美元獨大地位得以進一步強化。

- 在金融循環中，全球資產價格、槓桿比率及資本流動均會同步消長；例如在**金融循環擴張階段**，因美國聯準會採寬鬆貨幣政策，美元貶值，全球投資者偏好風險，國際資金大量流入他國，全球風險性資產價格齊漲；而在**金融循環緊縮階段**，聯準會若因通膨嚴峻而加速緊縮貨幣政策，全球投資者嫌惡風險，風險性資產價格齊跌，美元短缺，國際資金移動收縮。另 IMF 的研究亦曾指出，全球金融情勢指數常跟隨美國金融情勢指數變動，代表聯準會政策之國際外溢效果會對其他國家產生影響<sup>16</sup>。
- 前述**金融循環傳遞管道凸顯美元在國際貨幣體系及金融市場上的獨特地位**，並使美元獨大地位進一步強化。

圖 6 全球金融循環的傳遞管道



<sup>15</sup> Habib, M. and F. Venditti (2018), “The Global Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area,” *Economic Bulletin Issue 6*, European Central Bank。另可參考 H el ene Rey 的全球金融循環(global financial cycle)系列論文。

<sup>16</sup> Habib, M. and F. Venditti (2018), “The Global Cycle: Implications for the Global Economy and the Euro Area,” *Economic Bulletin Issue 6*, European Central Bank。另可參考中央銀行(2022)「美國貨幣寬鬆或緊縮情勢與全球金融循環之關係」，央行理監事會後記者會參考資料，9月22日。

#### (四) 當前美元獨大地位之現況及未來展望

由貨幣三大功能(計價單位、交易媒介與價值儲藏)及金融基礎設施貨幣等方面評估當前美元在國際金融地位(如表 2)，各方面皆顯示，美元持續在國際金融上扮演最重要角色。

表 2 美元在國際金融上扮演最重要角色及相關指標

功能	內容	美元占比或相關金額均位居世界第一
計價單位	以美元計價之國際貿易	不含美國之國際貿易：美元占比 <b>40%</b> (2019 年)(詳註腳 19 之說明)
	全球新發行之債券	美元占比 <b>50%</b> (2019 年)
	銀行之跨境債權	美元占比 <b>56.1%</b> (2022 年)
交易媒介	全球外匯交易	美元占比 <b>88.4%</b> (2022 年)(按分母為 200%)
	SWIFT 支付	美元占比 <b>41.3%</b> (2022 年)
價值儲藏	官方外匯存底	美元占比 <b>58.4%</b> (2022 年)
	非美國居民持有之美國公債占比	<b>31%</b> (2022 年)
	美元通貨(主要為現鈔)在境外流通之占比	<b>44.7%</b> (2021 年第一季)
金融基礎 設施移轉之貨幣	「連續聯結清算銀行」(CLS)國際服務 <sup>17</sup>	美元每日占比 <b>50%</b> (2019 年)
	各國國內與國際支付之結算及清算	每日透過美國銀行間結算所支付系統(Clearing House Interbank Payments System, CHIPS)約 <b>1.8 兆美元</b>
	全球美元電匯(global dollar wire transfer)	每日透過美國 Fedwire 資金移轉系統(Fedwire Funds Transfer System) <sup>18</sup> 約 <b>4 兆美元</b>

資料來源：Goldberg, Linda S. (2023), "International Roles of the US Dollar," *Federal Reserve Bank of New York, NBER, CEPR, May*; Bank for International Settlements;

SWIFT: International Monetary Fund

<sup>17</sup> CLS 係指「連續聯結清算銀行」(Continuous Linked Settlement Bank)。基本的概念，是以該銀行為中心，透過它在各國央行的帳戶，將交易雙方兩種貨幣的收、付聯結，完成 PVP (payment versus payment) 同步付款機制，只要一方不付款、對方已付的款項，將予退回。

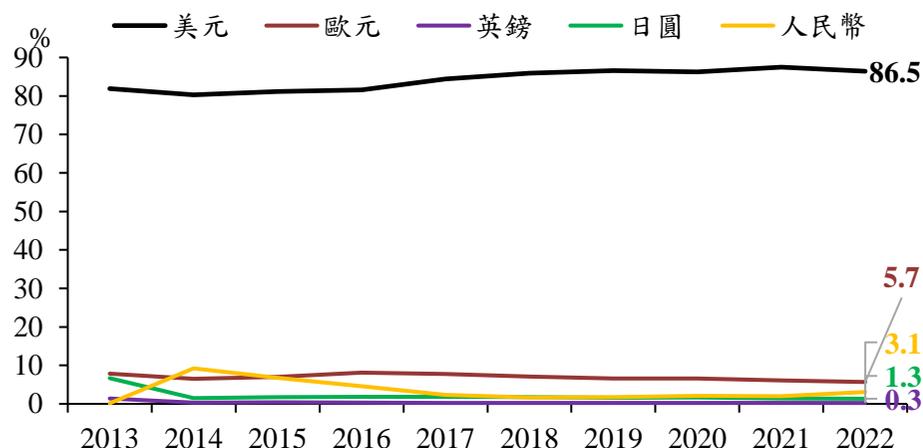
<sup>18</sup> Fedwire 資金移轉系統由聯邦準備體系營運，為即時總額清算(Real-time Gross Settlement, RTGS)系統，提供逐筆即時資金移轉服務，包括金融市場/銀行間交易、其他基礎設施機構(例如 CHIPS)交易及具時間急迫性(time critical)之消費者與企業支付等。

## 1. 計價單位功能

全球貿易以美元報價之占比約 50%<sup>19</sup>，而全球貿易融通(開立信用狀)之美元占比則逾 8 成；另在跨境放款及國際債券發行等業務，以美元計價之占比均接近 5 成，在在凸顯出美元在計價單位功能之重要性。

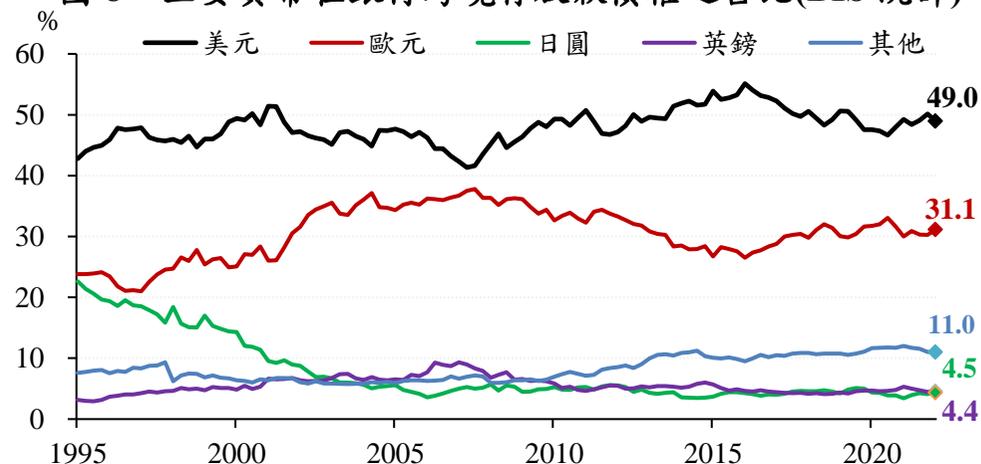
- (1)SWIFT 統計：主要貨幣在貿易融通(如開立信用狀)之占比(圖 7)：2022 年金融機構或客戶透過 SWIFT 傳送所有貿易融通交易之電文中，美元計價占比為 86.5%，居壓倒性優勢；歐元(5.7%)、人民幣(3.1%)、日圓(1.3%)等計價占比均低於 6%。
- (2)BIS 統計：主要貨幣在銀行跨境存放款債權之占比(圖 8)：2022 年銀行跨境存放款債權(如甲國銀行對其他國家銀行之存款及放款債權)中，以美元計價之占比為 49.0%，遠逾歐元(31.1%)、日圓(4.5%)、英鎊(4.4%)及其他幣別(11.0%)。
- (3)跨境發行之國際債券亦多以美元計價，美元占比高達 47.1%，亦居全球之冠(請參見第 80 頁之表 3)。

圖 7 主要貨幣在貿易融通(如開立信用狀)之占比(SWIFT 統計)



\*此處係指金融機構或客戶透過 SWIFT 傳送 MT 400 + MT 700 電文，確認已成交之貿易融通交易(以信用狀為大宗)，SWIFT 再依各幣別統計月交易總額；此處由本行計算年度交易總額及個別貨幣占比。(資料來源：SWIFT)

圖 8 主要貨幣在銀行跨境存放款債權之占比(BIS 統計)



\*銀行跨境存放款債權係指甲國銀行對其他國家銀行之存款及放款債權，再依個別貨幣計價之存放款債權金額計算其占比。  
資料來源：Bank for International Settlements

<sup>19</sup> 如不列入美國，此比率為 40%，主要反映美國對外貿易 9 成以美元報價，但歐元區之區域內貿易則以歐元報價。事實上，對亞洲許多出口國家而言，其貿易亦多以美元為報價；如台、韓對外貿易中，對美出口占比均不及 2 成，但總出口中，均有超過 8 成占比係使用美元報價(參見 Boz, Emine, Camila Casas, Georgios Georgiadis, Gita Gopinath, Helena Le Mezo, Arnaud Mehl and Tra Nguyen (2020), "Patterns in Invoicing Currency in Global Trade," *IMF Working Paper WP/20/126*)。

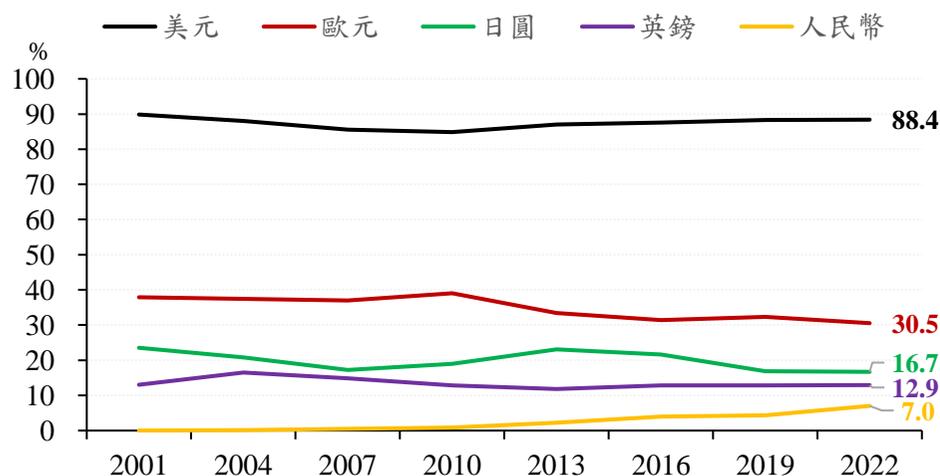
## 2. 交易媒介功能

### (1) BIS 統計：主要貨幣在全球外匯交易之占比(圖 9)

- **美元**：從全球外匯交易占比來看，長期間美元占比卻呈現穩定上升而非下降，由 1992 年的 81.7% 上升至 2022 年的 88.4%，並未因為國際政治經濟的劇烈變化而下降。
- **歐元、日圓及英鎊等其他主要貨幣**：與美元占比穩定上升相比，**歐元、日圓及英鎊**等其他主要貨幣占比下降。歐元在 1999 年誕生，在 2010 年攀升至高點 39.0%，但其後下降，至 2022 年已降至 30.5%；日圓自 2013 年起逐步降低，至 2022 年已降至 16.7%，英鎊也自 2004 年逐年下滑，但在 2022 年略微回升至 12.9%。
- **人民幣**：人民幣占比則逐年上升，由 1998 年微不足道的 0.01%，上升至 2022 年的 7.0%。

### (2) SWIFT 統計：主要貨幣在全球外匯交易之占比(圖 10)：美元全球外匯交易占比雖由 2013 年 52.2% 略微下滑至 2022 年 45.4%，惟其占比仍遠逾其他主要貨幣，如歐元(17.3%)、英鎊(6.6%)、日圓(6.2%)及人民幣(3.8%)。

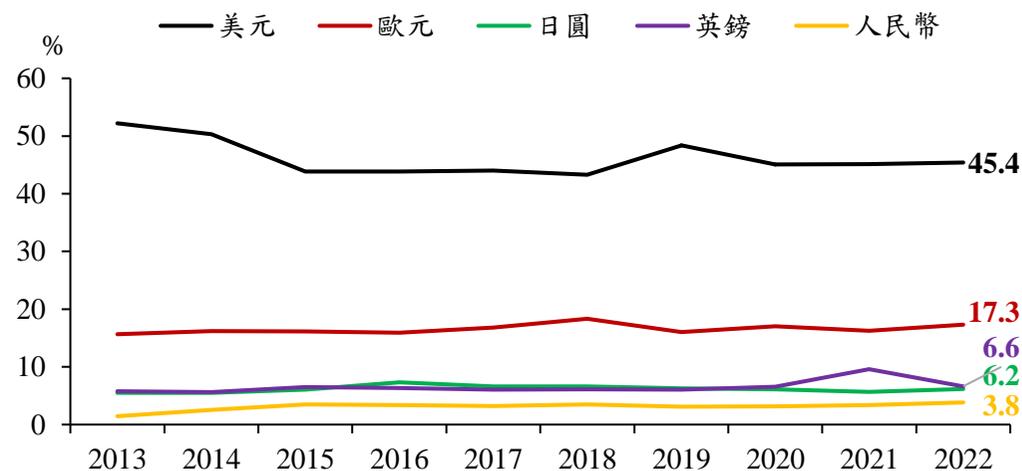
圖 9 主要貨幣在全球外匯交易之占比(BIS 統計)



\*交易量為成交量之兩倍，因此，所有幣別交易量之總和為 200%。

資料來源：Bank for International Settlements

圖 10 主要貨幣在全球外匯交易之占比(SWIFT 統計)



\*此處係指金融機構透過 SWIFT 傳送 MT300 電文，確認已成交之外匯交易，SWIFT 再依各幣別統計每月交易總額；此處由本行計算年度交易總額及個別貨幣個別權重。  
資料來源：SWIFT

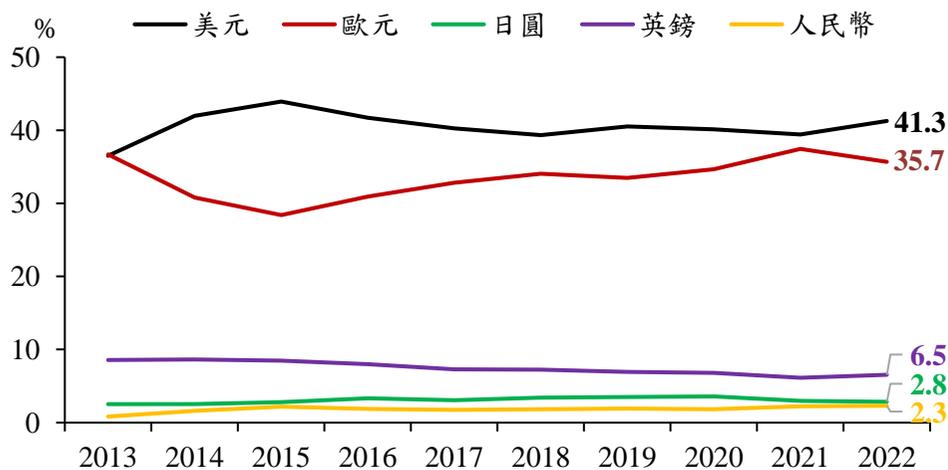
### (3)SWIFT 統計：主要貨幣在支付業務量之占比(圖 11)

全球金融機構透過 SWIFT 傳送電文處理主要國際支付，以美元(41.3%)與歐元(35.7%)為大宗，2022 年兩者合計約 77%，其次為英鎊(6.5%)、日圓(2.8%)，而人民幣(2.3%)則居五大貨幣之末。美元占比長期居於首位，歐元次之；英鎊由 2013 年的 8.6%下降至 2022 年的 6.5%；日圓與人民幣則相對維持穩定。

### (4)SWIFT 統計：主要貨幣在證券交易業務量之占比(圖 12)

全球金融機構透過 SWIFT 傳送電文處理證券交易，以美元(54.3%)與歐元(32.5%)為大宗，2022 年兩者合計約 87%，其次為英鎊(5.1%)、日圓(1.9%)；人民幣(0.2%)為第 12 名。美元占比自 2013 年 27.4%大幅上升至 2022 年的 54.3%，並超越歐元；而歐元占比自 2013 年的 54.6%下降至 2022 年的 32.5%；英鎊由 2013 年的 7.8%下降至 2022 年的 5.1%；日圓與人民幣則相對維持穩定。

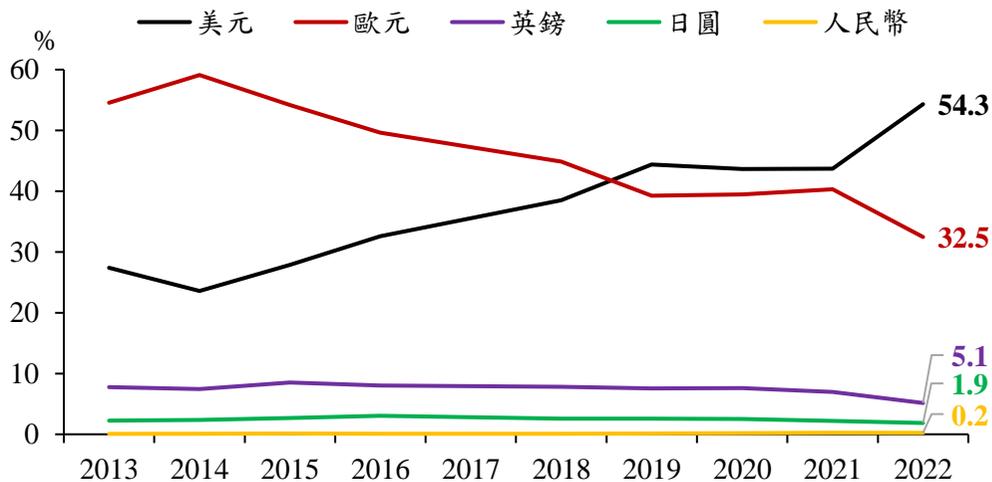
圖 11 主要貨幣在支付業務量之占比(SWIFT 統計)



\* 此處係指金融機構透過 SWIFT 傳送 MT 103 + MT 202 電文，確認已成交之金融交易，SWIFT 再依各幣別統計每月交易總額；此處由本行計算年度交易總額及個別貨幣占比。

資料來源：SWIFT

圖 12 主要貨幣在證券交易業務量之占比(SWIFT 統計)



\* 此處係指金融機構透過 SWIFT 傳送 MT 545 + MT 547 電文，確認已成交之證券交易，SWIFT 再依各幣別統計每月交易總額；此處由本行計算年度交易總額及個別貨幣占比。

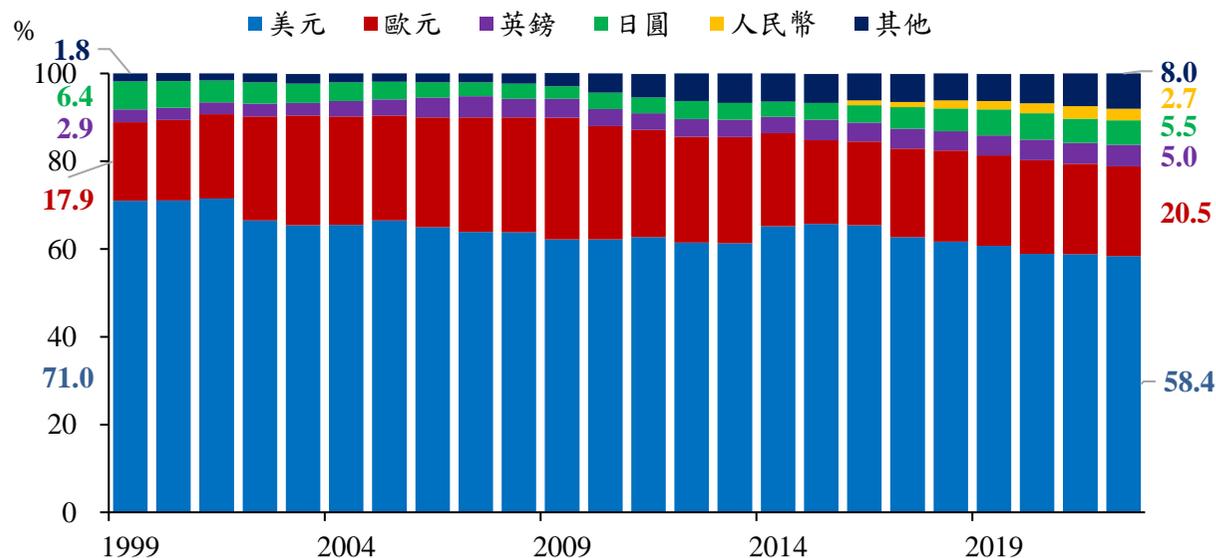
資料來源：SWIFT

### 3. 價值儲藏功能

#### (1) IMF 會員國全球官方外匯存底占比(詳「附表 全球官方外匯存底幣別占比(1999 至 2022 年)」)

- 美元：自 1999 年歐元誕生迄今，**各國外匯存底之美元占比，由 1999 年之 71.0% 逐漸下降至 2022 年之 58.4%。**
- 歐元、日圓及英鎊等其他傳統主要貨幣：同期間**歐元及英鎊占比分別由 1999 年之 17.9% 及 2.9% 上升至 20.5% 及 5.0%**，日圓占比則由 1999 年之 6.4% 下降至 5.5%，顯示**歐元、日圓及英鎊等貨幣占比並未大幅變動。**
- 其他非傳統主要貨幣占比增幅較大：**人民幣占比升至 2022 年之 2.7%**，**加幣及澳幣亦升至 2022 年之 2.4% 及 2.0%**，主要係反映**各國為使外匯存底資產配置多元化**<sup>20</sup>(圖 13)。

圖 13 IMF 會員國全球官方外匯存底占比變動情形



資料來源：World Currency Composition of Foreign Exchange Reserves (COFER), IMF

<sup>20</sup> Arslanalp, Serkan, Barry Eichengreen and Chima Simpson-Bell (2022), “The Stealth Erosion of Dollar Dominance and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies,” *Journal of International Economics* 138.

## (2) 主要經濟體金融市場規模

一國金融市場規模越大及其貨幣計價之金融工具餘額越高，該貨幣越能發揮價值儲藏功能；美國資本市場規模及以美元計價之國際債券發行量，目前均呈領先。

- **股票市場市值占比**：2022 年美國股市市值占全球市值占比約 **42.1%**，高於其他經濟體(圖 14)。
- **債市規模占比**：美元在全球債券流通餘額之占比約 **46.1%**，遠高於其他貨幣(圖 15)；其中，IMF 統計 2021 年年底國際債券發行餘額之美元占比為 47.1%，亦高於其他幣別(表 3)。

表 3 主要貨幣在國際債券發行餘額之占比

	2021 年	
	金額(10 億 SDR)	全球占比(%)
美元	9,377	47.1
歐元	7,622	38.3
英鎊	1,580	7.9
日圓	286	1.4
澳幣	193	1.0
瑞士法郎	142	0.7
加幣	102	0.5
瑞典克郎	99	0.5
港幣	84	0.4
人民幣	68	0.3

\*國際債券係指一國居民在境外所發行之債券；該貨幣占比係依該貨幣計價之國際債券發行餘額，除以所有國際債券發行餘額計算。

資料來源：IMF(2022), “Review of the Method of Valuation of the SDR,” IMF Policy Paper, May 16

圖 14 主要經濟體股市市值占比

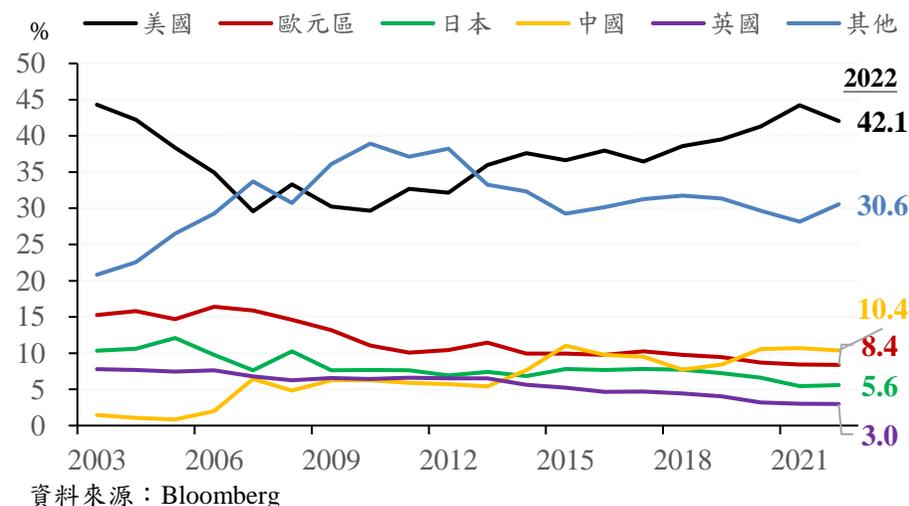
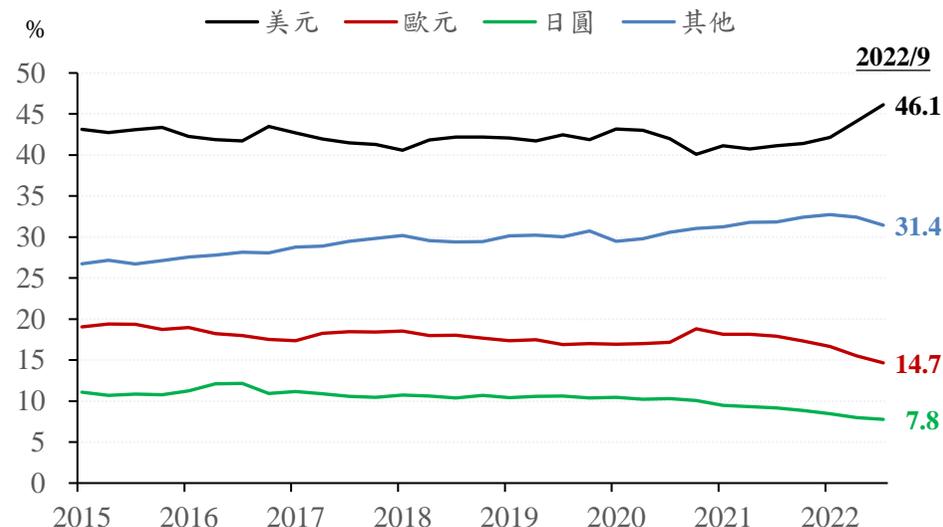


圖 15 主要貨幣在全球債券流通餘額之占比(BIS 統計)



註：BIS 統計 45 國之國內發行及跨境發行之債券餘額合計數，再據以計算各幣別之占比。

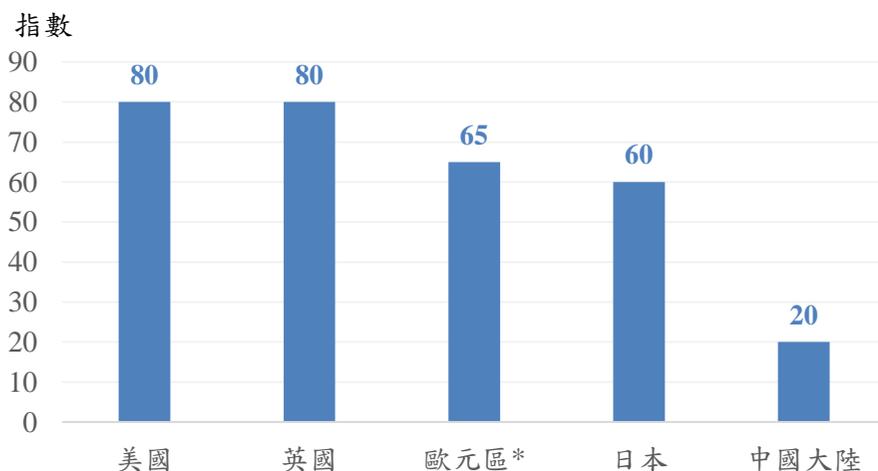
資料來源：BIS，2022 年資料統計至第三季

### (3) 金融體系自由程度及法規完善

一國金融市場自由化及發展程度或成熟度越高，對投資者保障程度越高，越能吸引投資持有其金融資產。

- **金融自由度指數**：根據美國智庫傳統基金會(The Heritage Foundation)報告顯示<sup>21</sup>，**2023 年美國、英國、歐元區**(此處以德國、法國、義大利及西班牙之平均值為代表)、**日本及中國大陸之金融自由度指數**(指數越高，表示**金融市場進出越自由、政府越少干預以及金融體系運作越有效率**)<sup>22</sup>分別為 **80、80、65、60 及 20**(圖 16)。
- **金融市場發展指數及成熟指數**：根據 IMF 編製**主要經濟體金融市場發展指數**(指數越高表示，金融市場發展程度越高)，英、美發展程度較高；另根據世界經濟論壇所編製之**主要經濟體金融市場成熟指數**(指數越高表示，金融市場發展越成熟，法規越完善)亦顯示，英美兩國相關法令規範最為成熟(圖 17)。

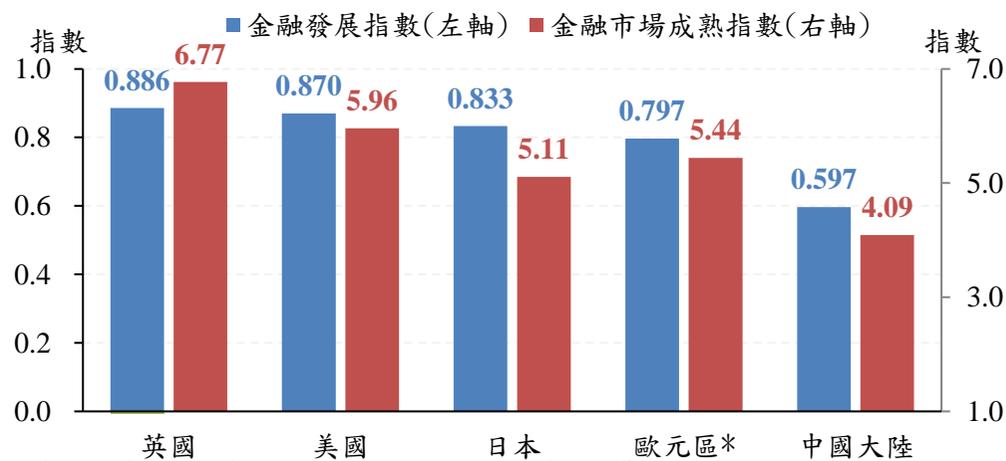
圖 16 主要經濟體金融自由度指數



\* 此處歐元區以德法西義四國之平均值為代表

資料來源：Kim, Anthony B., Patrick Tyrrell and Kevin D. Roberts (2023), “2023 Index of Economic Freedom,” *The Heritage Foundation*, Feb.

圖 17 主要經濟體金融市場發展指數及成熟指數\*



\*金融發展指數越高代表愈趨發達；歐元區以德法西義四國之平均值為代表；金融市場成熟指數由低至高為 1 至 7 分，數值越高代表其金融市場愈趨成熟；資料來源：Svirydzenka, Katsiaryna (2016), “Introducing a New Broad-based Index of Financial Development,” *IMF Working Paper WP/16/5*, International Monetary Fund, Jan. ; World Economic Forum

<sup>21</sup> Kim, Anthony B., Patrick Tyrrell and Kevin D. Roberts(2023), “2023 Index of Economic Freedom,” *The Heritage Foundation*, Feb.

<sup>22</sup> 美國智庫傳統基金會於本年 2 月 28 日發布《2023 經濟自由度指數》(2023 Index of Economic Freedom)，該指數包含 12 項評比子指數，金融自由度指數為其一。

#### 4. 主要貨幣國際化指數(即國際使用普及度)

- (1) Fed 研究人員 Bertaut *et al.* (2021) 根據作為國際貨幣的各項功能，編製**主要貨幣國際化指數**<sup>23</sup>；Chandan and Popescu (2023) 並依前述方法估計**上(2022)年美元國際化指數達 66**，遠逾歐元(24)、日圓(8)、英鎊(7)及人民幣(3)等**其他主要貨幣**<sup>24</sup>(如表 4)。另如觀察 2001 年迄今的指數而言，自 2001 年迄今美元雖微幅下降，但仍維持相對高水準(如圖 16)。
- (2) 另根據中國人民銀行發布之「2022 年人民幣國際化報告」指出<sup>25</sup>，2022 年第一季**美元、歐元、英鎊、日圓及人民幣之國際化指數分別為 58.1、21.6、8.9、5.0 及 2.9**，此結果亦顯示美元國際化指數明顯領先其他主要貨幣。

表 4 2022 年主要貨幣國際化指數

單位：百分比

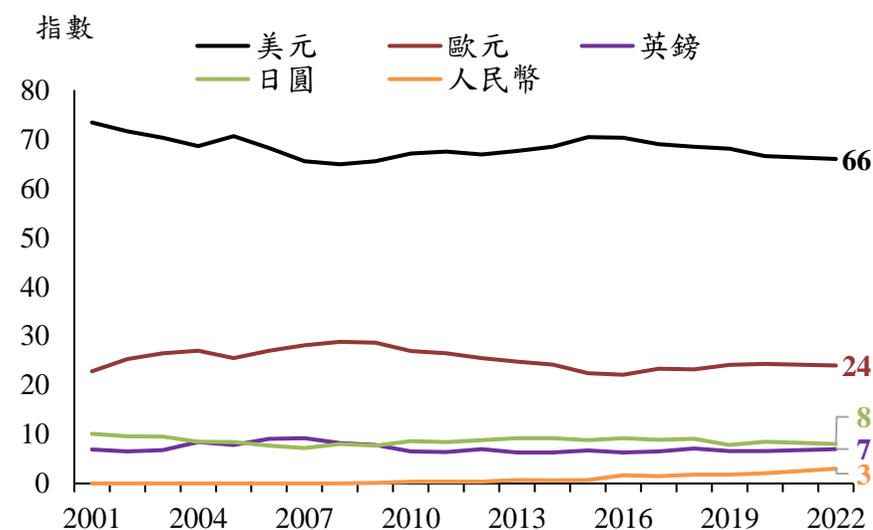
	全球外匯 存底占比 (1)	外匯交 易占比 (2)	外幣債 務發行 (3)	銀行跨境 債權(4)	銀行跨境 負債(5)	國際化指數 (=1+2+3+4+5)
幣別 \ 權重	25%	25%	25%	12.5%	12.5%	100%
美元	58.4	88.4	62.5	56.1	53.3	66*
歐元	20.5	30.5	24.9	17.3	22.9	24*
日圓	5.5	16.7	4.8	6.8	3.3	8*
英鎊	5.0	12.9	5.4	4.7	4.8	7*
人民幣	2.7	7.0	***	***	***	3*

\*2022 年主要貨幣國際化指數係取自 Chandan and Popescu (2023)

\*\*惟前述報告並未揭露 2022 年各主要貨幣在各子項目之詳細占比，本表子項目資料取自 Fed 及 BIS 等網站；其中人民幣外幣債務發行、銀行跨境債權及負債尚無最新資料。

資料來源：Bertaut *et al.* (2021); Chandan and Popescu (2023)

圖 18 2001 至 2022 年主要貨幣國際化指數



資料來源：Bertaut *et al.* (2021); Chandan and Popescu (2023)

<sup>23</sup> 該指數係以全球外匯存底占比(權重 25%)；外匯交易占比(權重 25%)；外幣債務發行(權重 25%)；銀行跨境債權(權重 12.5%)；銀行跨境負債(權重 12.5%)等 5 項指標所計算主要貨幣之國際化程度，2020 年美元國際化指數達 66.6，遠逾歐元(24.3)、日圓(8.5)、英鎊(6.6)及人民幣(2.1)(參見 Bertaut, Carol, Bastian von Beschwitz, and Stephanie Curcuru (2021), “The International Role of the U.S. Dollar,” *FEDS Notes*, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, Oct. 6)。

<sup>24</sup> Chandan, Meera and Octavia Popescu (2023), “Deciphering De-dollarization: Unfolding Slowly but USD Should Maintain Dominance,” *J.P. Morgan Global FX Strategy*, Jun. 5.

<sup>25</sup> 中國大陸人民銀行(2022), 「2022 年人民幣國際化報告」, 9 月。

## 5. 未來美元可能面臨之挑戰及發展

自 2008 年美國次貸危機引發全球金融危機迄今，各界常對美元未來挑戰提出看法，其觀點多從歐元區整合、人民幣國際化及發展央行數位貨幣等方向加以探討，惟其亦有其各自問題，未來能否取代美元，仍存極大爭議。

表 5 未來美元可能面臨之挑戰及發展

	內容
歐盟整合程度提升	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 倘若 <u>歐盟財政整合</u>(Fiscal Integration)取得進展，且 <u>歐盟債券於大型流動市場</u>順利發展，<u>歐元作為準備貨幣可能會更具吸引力</u>。</li> <li>2. 增強歐盟的 <u>主權債務市場基礎建設</u>和引入 <u>數位歐元</u>(Digital Euro)，可能會加速歐盟整合。</li> <li>3. 惟即使歐盟加強財政一體化，仍存在之 <u>歐盟政治分離</u>(Political Separation)將持續導致其政策不確定性。</li> </ol>
中國大陸持續迅速成長	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. <u>中國大陸名目 GDP 預計至 2030 年代將超越美國名目 GDP</u>；中國大陸係迄今為 <u>世界最大出口國</u>，儘管其進口金額落後美國。</li> <li>2. <u>近年來</u>中國大陸當局推動人民幣國際化，惟欲使大眾更廣泛使用人民幣存在重大障礙，原因如下：(1)人民幣 <u>不能自由兌換</u>；(2)中國大陸 <u>資本帳戶尚未完全開放</u><sup>26</sup>；(3)投資者對 <u>中國大陸機構和法治之信心相對較低</u>。 —綜合上述原因，<u>人民幣對國際投資者相對缺乏吸引力</u>。</li> </ol>
支付環境不斷變化	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. <u>私部門和官方數位貨幣之快速成長</u>可能會減少大眾對美元依賴。</li> <li>2. <u>消費者和投資者偏好之不斷變化</u>，及 <u>新商品出現之可能性</u>，可能會逐漸改變大眾認為使用美元之成本和收益考量，而部分改變 <u>維持美元主導地位之慣性</u>。</li> <li>3. 惟當前格局不太可能改變，<u>只靠技術無法足以完全抵消美元長期佔據主導地位之原因</u>。</li> </ol>

資料來源：Bertaut, Carol, Bastian von Beschwitz and Stephanie Curcuru (2021), “The International Role of the U.S. Dollar,” *FEDS Notes*, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, Oct. 6

<sup>26</sup> Zhang, Longmei (2023), “Capital Account Liberalization and China’s Financial Integration,” *M-RCBG Associate Working Paper No.196*, Harvard University.

## (五) 結論

1. 一國貨幣能否成為國際主要貨幣，主要取決於該貨幣具有**可信任度(confidence)**、**使用便利(convenience)**及**可兌換性(convertability)**三項特質，背後又深受不少政治、經濟因素的影響，亦有**必備之制度要件為前提**。自**二戰後**，美元取代英鎊成為最主要國際貨幣，反映布列敦森林制度之創立，併同**馬歇爾計畫擴大歐洲美元使用**，鞏固以**美元為主的國際貨幣體系**。在布列敦森林制度瓦解後，各國均面臨高通膨問題及匯率波動，而**美元則在美國推動石油以美元計價**<sup>27</sup>，並在冷戰時期帶領各國對抗蘇聯集團，復受惠於各國貿易開放，加以當時美國經濟、貿易、投資等均為各國之首，使美元成為自由市場上的最重要的國際貨幣。
2. 1990 年代冷戰結束，**全球化加速進展**，全球**金融市場高度整合**，更**進一步強化美元作為最主要之國際貨幣**。如從國際貨幣三大功能的相關資料觀察，2022 年美元在**全球外匯交易占比**高居第一且微幅上升，**美元在 SWIFT 支付貨幣之占比**亦居全球之冠；另美元在全球外匯存底占比雖略降，但仍高達 60% 左右；且**美國金融市場之深度及廣度亦居全球之冠**，加以其金融法規體系最為完備，軍事實力強大，使美元資產為世人**價值儲藏之優先選項**。另如依 Fed 編製主要貨幣之國際化指數觀察，2022 年美元為 66，亦遠逾歐元之 24 及其他貨幣；而 2022 年中國人民銀行所編製之主要貨幣國際化指數，亦有相當類似之結果。Gopinath and Stein (2021)<sup>28</sup>曾指出，**國際貨幣各項用途愈被廣泛使用，其交互作用將更進一步強化其作為國際貨幣之地位**，此或可解釋 20 年來美國經濟規模或貿易占比雖持續下降，但代表貨幣功能之各項指標之趨勢並未有明顯變化，美元迄今仍為最主要的國際貨幣。
3. 自 2022 年 2 月俄烏戰爭以來，美國將「美元武器化」制裁俄國，國際上去美元化聲浪似有增溫跡象；近期部分國家進行貿易，雖採避開以美元交割清算之措施，但在其經濟或貿易規模仍有限，且交割後得到之貿易對手方貨幣，仍缺乏作為價值儲藏(投資)的去處，**最終仍須透過美元等來清算彼此債權債務關係**，故其影響尚待觀察<sup>29</sup>。美元在**前述交易媒介、計價單位及價值儲藏占比均為全球之冠下，在可預見未來，美元仍將維持最主要國際貨幣之地位**。

<sup>27</sup> 1974 年美國與沙烏地阿拉伯達成協議，美國對沙國出售武器、保障沙國國家安全，同時沙國所有石油出口需以美元計價，後於 1975 年 OPEC 產油國採行美元結算制度，開啟了石油美元(petrodollar)時代，亦鞏固美元之國際準備貨幣地位(參見 Tun, Zaw Thiha(2022), “How Petrodollars Affect the U.S. Dollar,” *Investopedia*, Mar. 20)。

<sup>28</sup> Gita, Gopinath and Jeremy C. Stein (2021), “Banking Trade, and the Making of a Dominant Currency,” *Quarterly Journal of Economics* 136.

<sup>29</sup> 本年俄羅斯央行發表金融審查報告表示，使用人民幣的風險在於國際上流通性不足，常遇不可兌換或僅能有限兌換。另近期中國大陸原借給巴西 100 億美元，使巴西償還對美國之外債；之後中國大陸以 690 億人民幣(約 100 億美元)向巴西採購黃豆等原物料，最後同意巴西將此 690 億人民幣償還之前欠中國大陸的 100 億美元債務。(參見 Pao, Jeff (2023), “RMB-based Trade Hasn’t Worked out for Moscow,” *Asia Times*, Apr. 20；陳鴻達，「人民幣國際化恐是一時喧嘩」，台灣銀行家，2023 年 6 月。)

附表 全球官方外匯存底幣別占比(1999 至 2022 年)

單位：%

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
美元	71.01	71.14	71.52	66.50	65.45	65.51	66.52	65.04	63.87	63.77	62.15	62.25
歐元	17.90	18.29	19.18	23.65	25.03	24.68	23.89	24.99	26.13	26.21	27.70	25.76
人民幣	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
日圓	6.37	6.07	5.04	4.94	4.42	4.28	3.96	3.46	3.18	3.47	2.90	3.66
英鎊	2.89	2.75	2.70	2.92	2.86	3.49	3.75	4.52	4.82	4.22	4.25	3.94
澳幣	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
加拿大元	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
瑞士法郎	0.23	0.27	0.25	0.41	0.23	0.17	0.15	0.17	0.16	0.14	0.12	0.13
其他貨幣	1.60	1.48	1.31	1.58	2.01	1.87	1.73	1.82	1.84	2.19	2.88	4.26

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
美元	62.70	61.50	61.28	65.17	65.75	65.36	62.73	61.76	60.75	58.92	58.80	58.36
歐元	24.45	24.07	24.21	21.21	19.15	19.14	20.17	20.67	20.59	21.29	20.59	20.47
人民幣	--	--	--	--	--	1.08	1.23	1.89	1.94	2.29	2.80	2.69
日圓	3.61	4.09	3.82	3.55	3.75	3.95	4.90	5.19	5.87	6.03	5.52	5.51
英鎊	3.84	4.04	3.99	3.70	4.72	4.35	4.54	4.43	4.64	4.73	4.81	4.95
澳幣	--	1.46	1.82	1.60	1.77	1.69	1.80	1.63	1.70	1.83	1.84	1.96
加拿大元	--	1.43	1.83	1.75	1.78	1.94	2.03	1.84	1.86	2.08	2.38	2.38
瑞士法郎	0.08	0.21	0.27	0.24	0.27	0.16	0.18	0.14	0.15	0.17	0.17	0.23
其他貨幣	5.32	3.20	2.78	2.78	2.81	2.33	2.42	2.45	2.50	2.66	3.09	3.45

註：外匯存底為存量變數，因此本表外匯存底幣別占比列示選用的是各年第 4 季的資料，而非 4 季平均，但兩者差距不大。

資料來源：World Currency Composition of Foreign Exchange Reserves (COFFER), International Monetary Fund