

# 歐元對美元準備通貨地位的挑戰

朱 美 智 摘譯

本文摘譯自：Gabriele Galati and Philip D. Wooldridge, “The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar?” BIS Working Papers No. 218, Bank for International Settlements, September 2006.

## 摘 要

歐元的誕生大幅提升歐元區金融市場的發展，而發展良好的金融市場，是一種貨幣要扮演準備通貨角色的必要條件，為探討歐元區金融市場的發展程度是否足以使歐元成為與美元並駕齊驅的準備通貨，本文發現：歐元區金融市場的流動性與廣度，迅速接近美元的市場水準，以致侵蝕美元位居首要準

備通貨的一些優勢，並促使各國貨幣當局重新考量準備資產的幣別組合，儘管如此，目前尚未造成官方準備幣別組合的重大變動，美元繼續維持首要準備通貨的地位，這或許是因為，美元金融市場的規模、信用品質及流動性稍微勝過歐元，及國際通貨的使用慣性所致。

## 前 言

發展良好的金融市場，是一種貨幣要扮演準備通貨（reserve currency）角色的必要條件，歐元的誕生已大幅提升歐元區金融市場的發展，而採行共通的貨幣及調和體制性結構的相關努力，可以減少交易成本及降低特定國家的總體經濟風險（Freixas等, 2004），事實上，歐元區金融市場的發展，往往被視為歐洲貨幣同盟最明顯的效益（Bernanke, 2004）；本文探討歐元區金融市場的發展程

度，是否充分足以使歐元成為與美元並駕齊驅的準備通貨。

準備通貨與其驅動力的分析，文獻上係植基於 Swoboda (1969)、Cohen (1971)、Mckinnon (1979)、Kindleberger (1981) 及 Krugman (1984) 等國際貨幣理論的發展，以這些文獻為基礎，經濟史學家們研究國際通貨的興衰起伏，特別是英鎊在 19 世紀興起為準備通貨，及在 20 世紀被美元所取代（如：

Eichengreen, 2006 及 Flandreau 與 Jobst, 2006), 目前的文獻觀點, 均以歐洲貨幣同盟及美國龐大的淨外債, 作為削弱美元準備通貨地位的潛在因素。

本文關注選擇準備通貨時的金融市場角色, 惟不考慮總體經濟的相關因素, 我們發現: 歐元區金融市場的流動性與廣度, 迅速接近美元的市場水準, 促使多國貨幣當局重新考量準備資產的幣別組合, 儘管如此, 歐元的誕生尚未造成官方準備幣別組合的重大

變動, 美元繼續維持首要準備通貨的地位, 或許是因為美元金融市場的規模及國際通貨的使用慣性 (inertia) 所致。

依序就國際通貨的功能及決定因素、美元與歐元作為準備通貨的文獻回顧、準備通貨幣別組合趨勢的實證加以呈現, 其餘三節則分別以歐元為國際干預通貨、對其他外幣的影響力, 及投資的幣別組合配置角色等加以評量, 最後一節為結論。

## 一、國際通貨的功能

國際通貨是非居民作為交易媒介、價值儲存與記帳單位所使用的貨幣 (Truman, 1999), 在官方與民間部門的功能並不相同 (Frankel, 2000), 貨幣當局將之作為該國匯率的基準或參考通貨 (anchor or reference currency)、外匯市場的干預通貨 (intervention currency), 及外匯準備持有的

通貨, 即由官方部門使用以履行這三項功能的通貨, 稱之為準備通貨 (reserve currency); 惟國際通貨在民間部門用途迥異, 例如作為國際契約或交易的記帳單位、國際金融資產的計價單位, 及國際通貨交易的媒介通貨 (vehicle currency) (參見表一)。

表一、國際通貨的功能

| 功能   | 部門                 |              |
|------|--------------------|--------------|
|      | 民間                 | 官方           |
| 交易媒介 | 國際通貨交易時的媒介 (媒介通貨)  | 作為外匯市場的干預通貨  |
| 價值儲存 | 作為國際金融資產的計價單位      | 作為外匯準備持有的通貨  |
| 記帳單位 | 作為國際貿易與金融交易契約的記帳單位 | 作為匯率的基準或參考通貨 |

## 二、國際通貨的決定因素

一種通貨能否成為準備通貨的決定因素，至少有四項，包括：

### （一）一國占全球產出及貿易的比重：

一國所占的比重越大，其他國家愈有可能將該國通貨作為對外交易的基準通貨、外匯市場的干預通貨，及用以支撐匯率水準的準備資產。

### （二）總體經濟穩定程度：

物價穩定是發展與維繫國際通貨地位的重要前提，國際通貨的對外幣價穩定，對於扮演記帳單位及價值儲存工具的角色，至關

重要。

### （三）金融市場的發展程度：

一國金融市場的規模及流動性愈大，其他國家愈有可能以該國通貨在外匯市場進行干預。

### （四）網絡外部性 (network externalities)：

當愈多的人利用一國通貨作為交易媒介時，該通貨的交易成本將下降、流動性將增加，並對新使用者愈具吸引力，網絡外部性趨於「集中性」，僅會產生少數甚至只有一種國際通貨。

## 三、歐元地位的論爭

在 1990 年代，歐洲經濟暨貨幣同盟 (Economic and Monetary Union, EMU) 的成立，引發經濟學家對歐元能否挑戰美元，成為首要國際通貨的不同看法。

抱持悲觀的看法有：Eichengreen (1998) 強調美元具有現任的國際通貨優勢，且歐洲中央銀行缺乏監管機構，可能對歐元作為準備通貨的前景有負面影響；Cooper (2000) 亦指出，美元作首要的準備通貨，主要係因美國公債市場的深度與流動性，尤其是國庫券市場與歐元區市場相比表現甚佳；Portes 與 Rey (1998) 則認為歐元區政府債券市場無法全面整合，是限制歐元扮

演準備通貨角色的重要因素；Truman (2004) 亦認為，至少就記帳單位與支付工具的功能而言，國際間存在兩種主要的國際通貨會降低市場的效率。

抱持樂觀的看法有：Bergsten (1997) 鑑於歐元區的相對經濟規模、占全球貿易的重要性、歐洲經濟暨貨幣同盟的成立將提升歐元區金融市場發展、及歐元因馬斯垂克條約 (the Maastricht treaty) 而幣值穩定等因素，預測歐洲經濟暨貨幣同盟成立 10 年後，歐元將成為與美元勢均力敵的國際通貨；且 Gaspar (2004) 認為，國際投資者朝投資組合多樣化的方向發展，藉以規避總體經濟風

險，將會形成多種主要的準備通貨；Chinn 與 Frankel（2005）亦預測，如果英國與其他非歐元區歐盟成員國，可在 2020 年加入歐洲經

濟暨貨幣同盟，或美元未來仍持續貶值趨勢，歐元可能在 2022 年超越美元成為首要的準備通貨。

#### 四、外匯準備的幣別組合

雖然外匯準備資產逐漸趨於多樣化，但在幣別組合的改變幅度不及投資工具組合，外匯準備經理人的投資組合持續轉向高收益及高風險的工具，然而，投資組合的重新配置並沒有伴隨美元資產的明顯減少，目前歐元占全球準備資產的比重較歐洲經濟與貨幣同盟成立之前高，但仍遠低於美元所占的比重，甚至低於原有歐洲貨幣在 1980 及 1990 年代初期所占的比重。

##### （一）準備資產的幣別組合：

1. 依據 IMF 的 COFER 及 BIS 的 LIB 資料，美元占全球準備資產的比重，在 1990 年跌到谷底只占 45%，1990 年代，因為開發中國家準備資產快速累積，及持有美元資產的偏好，使比重回升，到 2001 年該比重上升至大約 70%，隨後比重下降，在 2006 年 3 月底為 66%，而匯率變動、各國準備資產管理決策，及外匯準備累積速度不同，均是波動的主因。

2. 歐洲原有貨幣占全球準備資產的比重，在 1990 年達到高峰至 39%，多數為德國馬克及少量的法國法郎與歐幣，該比重在歐洲經濟暨貨幣同盟成立前夕下降至 20% 左右。

在歐洲經濟暨貨幣同盟成立的最初幾

年，歐元占全球準備資產的比重回升，國際貨幣基金（IMF）官方外匯準備的幣別組合（Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves, COFER）調查結果顯示，該比重在 1999 至 2003 年之間，上升約 7 個百分點至 25%，2003 年以後比重持穩，在 2005-2006 年為 25%，僅高於 1995-1996 年 20-22% 大約 3 至 5 個百分點。

3. 英鎊近年來取代日圓成為第三大準備通貨，日圓在 1980 年代後期達到最高峰，占全球準備資產的比重 10%，但到 2006 年占不到 5%，相反地，根據國際清算銀行（BIS）的地區性國際銀行（locational international banking, LIB）統計資料，英鎊占存款的比重從 1995 年的 5% 增加至 2006 年的 12%；而 IMF 的 COFER 資料則顯示較溫和的成長，英鎊占全球準備資產的比重，從 1995 年的 2% 增加至 2006 年的 4%。

##### （二）準備資產的投資工具組合：

依據美國財政部國際資本申報系統（Treasury International Reporting System）TIC 資料顯示，外國官方持有美國長期債權證券資料，在 1994 年至 2005 年期間，持有美國政府機構債券的比重，從 4% 增加為

22%，同期間持有美國公司債的比重，已從2%上升至5%，此外，外國官方持有長期與中期公債的到期日，大多數為2年或更短，且持有的政府機構債券及公司債大多數均為較長天期。

儘管如此，各國中央銀行仍是保守的投資者，大部分的外匯準備仍投資於銀行存款與政府證券，各國央行持有公司債的存續期間，明顯短於其他投資者，此外，僅有不到2%的外匯準備投資於股票。

## 五、國際通貨的交易媒介功能

就交易媒介的功能而言，美元相對於歐元擁有很多的優勢，諸如，美元在外匯市場的交易量比較大、美國政府債券及附買回交易（repo）的市場流動性比較大，均支撐美元在準備通貨方面持續占有優勢，儘管如此，美元與歐元市場的差異，和美元與其他市場的差異相較之下為小，因此，為了在外匯市場進行干預的目的，歐元是美元以外愈來愈受青睞的國際通貨。

### （一）干預通貨的選擇受外匯市場流動性的影響：

根據最近BIS(2005)的調查報告（每三年一次）顯示，就全球主要通貨的交易比重而言，在2004年4月，歐元占37%，高過1998年的德國馬克，但是低於1998年所有歐洲原有貨幣；美元所占比重，從1998年的94%下降至2004年的89%；日圓所占比重，則從10%上升至20%。美元/歐元、美元/日圓、美元/英鎊等交易通貨占全球外匯市場交易量的比重分別是28%、17%、14%。

### （二）干預通貨的選擇也受資產市場流動性的影響：

外匯準備經理人通常大量投資於市場與信用風險較低的工具，例如，芬蘭中央銀行將外匯準備分散於三種資產上面，亦即政府債券、銀行存款及附買回交易（Hakkarainen, 2005）。

1. 在政府債券市場方面，美元比較具有優勢，原因有三：（1）就規模而言—儘管EMU創造世界第二大政府債券市場（日本為第一大），在2005年年底，由歐元區中央政府發行的債券，在外流通餘額達4.7兆美元，相較之下，美國政府債券在外流通餘額僅為4.2兆美元，但是，美國國庫券市場的規模，遠大於歐元區短期政府債券市場；（2）就信用品質而言—美國公債市場只有一個發行國家，在外流通公債之平均信用評等為AAA，信用品質齊一；歐元區政府債券市場由12個國家參與發行，在外流通政府證券之平均信用評等僅為AA+，低於美國；（3）就流動性而言—a.美國公債市場的流動性極大，每日交易量超過歐元區政府債券市場，雖然交易量不等於市場流動性，卻可以代表市場的深度；b.美國政府債券的交易價差（bid-ask

spreads) 比大部分歐元區政府債券小；c.在歐元區市場，流動性集中在衍生性金融商品市場，特別是德國政府債券的期貨市場，該期貨市場之交易價差及交易規模類似美國政府債券的實體市場；然而，就交易媒介的功能而言，在將資產轉換為現金需求的限制下，外匯準備經理人比較偏好實體工具，而不是衍生性金融商品。

2. 在附買回交易 (repo) 市場方面，美元亦較具有優勢，原因有二：(1) 就規模而言一美元 repo 市場是世界最大的市場，在 2005 年年底，repo 及附賣回交易 (reverse repo agreement) 流通在外價值為 6.1 兆美元，而歐元市場僅 4.8 兆美元；(2) 就整合情形而言—a. 美元 repo 市場整合程度比較高，1/2 的

交易之到期日為 1 天，1/4 的交易是三方協定 (tri-party agreement)，2/3 的交易使用美國政府債券為抵押品；b. 在歐元 repo 市場，到期日為 1 天，及三方協定所占的比例相當小，分別為 10% 及 16%，此外，30% 以下的交易以德國政府債券為抵押品。

3. 在國際存款市場方面，歐元市場的競爭力接近美元市場：(1) 就批發存款市場而言，歐元市場比美元市場大，因為歐元區的銀行體系深切依賴銀行間的資金調度；(2) 就境外 (歐洲通貨) 市場而言，歐元市場幾乎與美元市場一樣大，非居民存放倫敦市場以歐元計價的存款，在 1999 年大約是美元計價存款的 65%，在 2005 年，該比例增加至 83%。

## 六、國際通貨的計帳單位功能

就記帳單位的功能而言，在布里敦森林制度崩潰之後，美元依然為首要的基準通貨，但是，近年來歐元在國際匯率制度上扮演愈來愈重要的角色。

評估歐元對各國匯率制度的影響力，有兩種方法：

### (一) 調查官方匯率政策所釘住的參考通貨或通貨籃中歐元所占的權數：

IMF 研究指出，在 2004 年全球 150 個採行一籃通貨匯率制度的國家 (亦即這些國家使用基準或參考通貨)，其中 40 餘國 (不包括歐元區會員國) 的匯率制度以歐元為基準

通貨。

### (二) 衡量一國通貨對歐元匯率的敏感度：

參酌 ECB(2006) 的方法，比較 2002 至 2005 年，與 1995 至 1997 年，各國通貨對歐元匯率的敏感度結果顯示，近年來歐元對其他通貨的影響力大幅上升：(1) 與歐元走勢密切吻合的通貨包括，瑞士法郎、丹麥克郎、挪威克郎，及瑞典克郎；(2) 中歐與東歐國家的通貨對美元的匯率，與歐元對美元匯率相較，前者吻合後者的程度為 75% 至 90% 之間；(3) 英鎊對美元匯率，與歐元對美元匯率相較，吻合程度為 2/3，相對在 1990

年代後期僅為 50 %；（4）澳大利亞、加拿大、紐西蘭過去一向以美元為基準通貨，惟目前與英鎊類似，這三國通貨對美元匯率，與歐元對美元匯率相較，吻合的程度在 1/2 與 2/3 之間；（5）歐元對歐洲以外新興市場國家通貨的影響亦愈來愈大，例如，南非蘭特、巴西雷奧及智利比索的匯率走勢與歐元的關係比以往更密切；僅亞洲新興市場仍受

美元影響。

歐元對各國匯率制度愈來愈大的影響力，反映的是結構性變動或週期性的發展？本文認為，自 2002 年以來美元相對貶值，所以，愈來愈多的通貨與歐元同步變動，可能反映美元影響力暫時性的疲弱，而非歐元影響力長期性的增加。

## 七、國際通貨的價值儲存功能

國際通貨的價值儲存功能，嚴格的說，是通貨以未來購買力衡量的可靠價值，此與總體經濟政策的持續性有關，亦與金融市場的廣度與深度有關，特別是提供金融投資工具，藉以滿足外匯準備經理人的風險與報酬目標；由於外幣準備已自 1990 年占 GDP 的 4 %，上升為占 GDP 的 10 %，貨幣當局的外匯存底管理政策，亦由自有資本與流動性的考量，轉為關注既定風險水準下的最大收益，目前以美元計價的工具，最符合外匯準備經理人需求，然而，自 1999 年歐元誕生以來，歐元市場與美元市場的相近程度，已大幅提高。

### （一）境外債務證券（不包括政府債券）市場：

1. 就規模而言，在 2005 年年底，歐元境外債務證券流通在外餘額為 10 兆美元，小於美元市場的 22 兆美元，但遠大於第三大日圓市場。

2. 就信用品質而言，評等為 AAA 的境外債務證券占流通在外總餘額的比重，美元市場為 60%，歐元市場為 49%，主要係因美元債券有很大的比例以資產為抵押擔保，其中，資產抵押擔保證券（Asset-backed security, ABS）與不動產抵押貸款證券（mortgage-backed securities, MBS）占美元市場 40% 以上，而在歐元市場則不足 1%。

3. 就流動性而言，美元的利益正逐步削弱，在衍生性商品市場方面，歐元證券的流動性，與美元證券相比，就算不是比較大，至少是相當。但是，在現貨市場方面，美元工具的流動性較大，且以美元 MBS 最高。

### （二）mean-variance 分析外匯準備的最適幣別組合：

當代資產組合理論指出，不同資產報酬的走勢若非完全相關，資產分散可以降低風險，且符合風險報酬目標的資產組合將是同時持有不同的資產；此種論點有利於多種通

貨的投資組合，惟對美元與歐元投資組合的配置，實證研究結果卻頗為紛歧。

1. Masson 與 Turtleboom (1997) 以 mean-variance 模型，根據 1981 至 1995 年報酬率，計算外匯存底的最適幣別組合，結論是歐元的角色與美元相當。

2. Masson (2006) 研究，以特別提款權 (SDR) 為基礎的最適投資組合顯示：最適的美元、歐元所占比重，分別為 43% 及 30%，此項結論非常接近經濟學人 (2005) 對投資組合經理人的問卷調查結果，亦即平均而言，資產組合的 48% 配置為美元債券，29% 為歐元債券。

### (三) 資產與負債的管理：

外匯準備的幣別組合，也受到國際負債幣別組合的影響，Cardon 與 Coche (2004)

認為，近年來各國中央銀行較重視資產與負債的整合管理，若以國際投資部位的考量配置外匯組合，則美元的比重偏低而歐元的比重偏高；本文比較新興市場國家國際負債與外匯準備的幣別組合亦發現，美元占國際負債的比重明顯高於其占外匯準備的比重，歐元占國際負債的比重明顯偏低，僅日元占國際負債與外匯準備的比重大致相當，因此，當貨幣當局考慮以國際投資部位來確定外匯準備的幣別組合時，可能會發現美元占外匯準備的比重相對太低，而歐元占的比重則過高。

惟由於新興市場國家個別差異極大，而本文假設相同，因此，本文結論僅供參考，且對中央銀行資產與負債的最佳管理方式，目前文獻上並無共識。

## 八、結 論

歐元的誕生已大幅提升歐元區金融市場的發展，本文探討歐元區金融市場的發展程度是否足以使歐元成為與美元並駕齊驅的準備通貨，若就交易媒介及記帳單位的功能而

言，雖然美元所扮演的角色不如從前，但仍居首要國際通貨的地位，就價值儲存的功能而言，美元則面臨歐元比較強勁的挑戰。

(本文完稿於民國 96 年 5 月，譯者現為本行經濟研究處二等專員)