

# 歐元在國際市場角色之探討

游 淑 雅

## 摘 要

歐元自 1999 年成功啟用以來，除了為歐元區會員國使用外，於非歐元區國家的使用也愈益普遍。在國際市場上，歐元是僅次於美元的重要國際通貨，於各種市場之使用比重大致反映其經濟規模大小，且具區域性，在不同市場的平均占有率約為 25%~35%（美元為 50%）。

## 一、歐元在全球市場的地位

歐元債券的發行量迅速超越歐元啟用前各種歐元組成通貨的債券總發行量，成功獲得規模經濟效益，在國際債券市場上的表現最為亮麗。近年來歐元在全球各種市場的發展情況大致如下：

（一）截至 2002 年第 1 季止，全球債券發行餘額約 38.6 兆美元，其中以美元及歐元發行的比重分別為 46% 及 24%，然而在國際債券市場上，廣義（含非居民發行與居民在國外發行）及狹義（僅指非居民發行）的歐元國際債券占全部歐元債券之比重分別高達 33% 及 11%，大於美元債券之各該項比重（20% 及 9%），換言之，就以各種通貨發行的債券本身而言，歐元債券較美元債券更具國際性。再者，歐元國

際債券占全球國際債券之比重雖仍低於美元債券，惟近年來已呈現彼（美元國際債券）消此（歐元國際債券）長趨勢。歐元區外歐元國際債券之發行者主要為少數工業國家（特別是美國及英國）的國際企業，而歐元國際債券的買方多數來自歐元區、英國及其鄰近地區，近期亞洲投資人則有增加趨勢。

（二）在國際貸款市場上，非歐元區銀行對歐元區非銀行居民的貸款，約有一半以上係以歐元計價，而歐元區銀行對非歐元區非銀行居民的貸款，以歐元計價的比重次於美元的比重，約占三分之一。

（三）在全球外匯市場上，歐元的變化較為

平穩，其角色與過去的德國馬克極為類似，目前全球約有近五分之一的外匯交易係以歐元進行；而將歐元當成中介通貨使用者主要為北歐及部分中、東歐國家。

(四) 在國際貿易市場上，歐元區對外貿易使用歐元記帳或清算的比重呈現逐年

增加趨勢，2002 年更為明顯，以輸出而言，使用歐元的比重已達 50% 以上。

(五) 倫敦是歐元區外從事以歐元計價的金融活動之主要金融中心，這些金融活動約有三分之一至三分之二在英國（其中多數交易在倫敦）進行。

## 二、歐元在非歐元區國家的角色

隨著歐盟東擴新納入中、東歐 10 國，以及全球主要國家增加歐元外匯準備的持有，歐元國際通貨的地位將進一步提升，歐元在非歐元區國家所扮演的角色大致如下：

(一) 就基準通貨或參考通貨而言，目前全球約有四十餘國（不包括歐元區會員國）的匯率制度與歐元相關聯，這些國家多數鄰近歐元區及（或）與歐盟有特別的制度約定，且大部分為小型經濟體。

(二) 就準備通貨而言，截至 2002 年底止，全球外匯準備中以美元、歐元及日圓持有之比重分別約為 65%、19% 及 5%，歐元的比重逐年提高，美元的比

重下滑；其中亞洲國家外匯準備仍以美元資產為主，歐洲國家外匯準備則偏重歐元資產。市場預估 2003 年底前歐元的外匯準備將增至全球外匯準備的 20%。

(三) 就干預通貨而言，由於各國貨幣當局的干預行為通常被當成機密，因此資訊取得不易，惟可推測，以歐元為基準通貨的國家，較傾向將歐元當成外匯市場上干預的標的。

(四) 就平行通貨而言，歐元實體貨幣在歐元區以外流通，主要是集中在歐元區鄰近國家，截至 2003 年 6 月底止約占流通歐元的 10%。

## 三、影響歐元未來發展的結構性問題

歐元自 1999 年 1 月 1 日以 1 歐元兌 1.178 美元上市後，一度對美元貶值達 30%，主要可歸因於美國的個體經濟結構較歐元區具有

彈性，勞動生產力、企業的獲利表現及經濟成長率大抵高於歐元區，造成國際資本大量流入美國；之後美國預算及經常帳赤字不斷

惡化，美元資產的吸引力降低，歐元方止貶回升，至本（2004）年 2 月中旬歐元已突破 1 歐元兌 1.28 美元的歷史高點，5 月初則維持在 1.20 美元左右的價位。長期來看，歐元的中長期價值必須由其經濟基本面來支撐，而歐元區目前仍存在以下若干阻礙經濟發展的結構性問題待克服：

- （一）歐元區失業率近 3 年來仍較美國高出近 3 個百分點，勞動市場較為僵固。具有彈性的勞動市場可增進一國適應經濟衝擊的能力，加速經濟復甦，因此歐元區當務之急乃是持續進行勞動市場改革。
- （二）歐元區之「穩定暨成長協定」限制了會員國利用赤字財政激勵景氣的運作空間，以致拖延景氣復甦的時間。歐元區近期復甦步伐緩慢，且預期本年將有 6 個國家的預算赤字會超出 3% 的協定上限，因此能否改革「穩定暨成長協定」，使其一方面能規範會員國的財政穩定，另一方面使其財政政策操作亦能兼具彈性，是會員國目前所

面臨的另一大課題。

- （三）本年 5 月歐盟東擴，接納中、東歐 10 國成為新成員，雖然這些新成員加入將可擴大歐盟的經濟規模約 5%，低廉工資及地價將吸引投資者進入，惟其經濟結構薄弱，平均所得水準僅約歐盟的 47%，未來一旦進一步加入歐元區將放棄貨幣政策自主權，接受過緊或過鬆的貨幣政策，對其生產造成衝擊，經濟失衡的風險將伴隨上升，進而拖累整體歐元區經濟發展。

由於歐洲中央銀行並未將歐元的國際化當成獨立的政策目標，因而未特意加速或阻礙歐元國際化的進程。相對地，歐洲中央銀行接受歐元及其他主要通貨的國際化角色，並認為在國際市場日益整合及自由化的情況下，各種通貨的國際地位應由市場參與者來決定。惟能確定的是，從長期來看，國際市場上美元獨大的單一體制已告終結，歐元的重要性及影響力將與日俱增，並朝向與美元並駕齊驅的雙重體制邁進。

\*\*\*\*\*

## 一、前 言

1980 年代中期起，由於全球各經濟體的商品、服務及金融商品等跨境交易愈益頻繁及多樣化，導致各經濟體的相互依存度日益

提高，此種全球化現象在國際金融市場較以商品與服務為主的國際貿易市場之進程更為迅速。國際金融整合在工業化國家積極進

行，故自 1980 年代中至今，工業化國家持有的國外資產及負債相對其 GDP 的比率已增加 5 倍，而開發中國家及新興市場經濟體的國際金融整合度雖不及工業化國家，亦明顯呈現升高趨勢。歐元的成功推行則將 21 世紀國際金融整合推向另一個里程碑。

歐元自 1999 年開始作為金融性交易的記帳單位，實體貨幣自 2002 年初上市以來，除了為歐元區會員國使用外，非歐元區國家對歐元的使用也愈益普遍。在國際市場上，歐元除了作為不同金融資產及負債的計價單位外，也被當成某些地區國際貿易的記帳單位，及全球部分外匯市場的中介通貨；此外，歐元亦成為非歐元區國家的基準通貨、準備通貨或是其貨幣當局的干預通貨，且是某些歐元區鄰近國家民間機構所採用的平行通貨（替代通貨）。目前歐元已成為僅次於美元的重要國際通貨，歐元之發展及其國際角色能否凌駕美元，不僅是學者專家及金融市場參與者關注的焦點，更是身為外匯管理者之中央銀行所高度關切的議題。

本文擬從全球市場、非歐元區國家及歐元區本身的觀點，來探討歐元上市以來在國

際上的使用情形及發展。文中藉由釐清近幾年來歐元在國際債券市場、國際貸款市場、外匯市場及國際貿易市場上使用比重之變化，了解歐元在不同市場之重要程度；並藉由整理分析歐元在區外國家的官方及民間部門的使用情形，了解歐元在區外國家匯率政策所扮演的角色及作為區外國家民間平行通貨的現況；進而知悉，雖然國際市場交易規模之大小遠較各國政府官方決策與制度安排，對國際通貨的選擇更具影響力，然而各國官方對該通貨的肯定（諸如以之作為基準、準備或干預通貨等）將增進市場信心，鞏固其國際通貨的地位；最後，藉由深入剖析歐元上市以來，衝擊歐元對外幣值走勢之因素，及影響歐元未來發展的結構性問題，點出阻礙歐元區經濟發展進而干擾歐元穩定而尚待克服的問題。

本文架構依序如次，首先介紹歐元成為國際通貨的原因，接著分析歐元在全球市場的地位，再探討歐元在非歐元區國家所扮演的角色，並說明歐元與美元及其他國際通貨使用上的比較，進而剖析影響歐元未來發展之結構性問題，最後提出結論。

## 二、國際通貨的功能及決定因素

### （一）國際通貨的功能

一種貨幣要成為國際通貨，必須在民間及官方部門具備記帳單位、價值儲存及交易中介等三種功能（詳表 1）。

這三種功能彼此相輔相成，例如，一種通貨作為國際契約或交易上的記帳單位及金融資產的計價單位，將增加它作為二種他國通貨交易時的中間交易媒介－中介通貨

表 1 國際通貨的功能

功能	部門	
	民間	官方
記帳單位	作為國際契約上的記帳單位	作為他國匯率的釘住通貨（基準或參考通貨）
價值儲存	作為國際金融資產的計價單位	作為他國外匯準備持有的通貨
交易中介	作為二種他國通貨交易時的中間交易媒介（中介通貨），或作為他國通貨的替代者（替代通貨）	作為他國外匯市場上的干預通貨

資料來源：Pollard（2001）。

（vehicle currency）的可能性，而愈來愈多的交易透過中介通貨來進行時，該中介通貨的買賣價差（bid-asksreads）將縮小、流動性將加大，其在國際交易上被接受的程度也將提高。

在官方部門，如果一國政府將匯率釘住一種通貨，亦即將該通貨作為基準通貨或參考通貨（anchor or reference currency），即須持有該種通貨作為外匯準備，並將該種通貨視為其在外匯市場上所要干預的通貨。此外，一種通貨一旦為民間或官方部門採用，將增進其於另一部門之使用，例如，作為官方之基準或參考通貨，將有助於該種通貨在民間債務契約及國際貿易上的使用。

## （二）國際通貨的決定因素

一國通貨能否成為國際通貨的主要決定因素包括：（1）該國經濟規模大小；（2）在國際貿易市場上的重要性；（3）本國金融市場的規模、深度、流動性及開放程度；（4）通貨的可兌換性；（5）總體經濟政

策；（6）幣值穩定度。

上述決定因素彼此息息相關，因健全的金融體系根生於蓬勃的經濟，而良好的金融體系將促進經濟發展，經濟及金融體系的發展將支撐通貨的穩定性，進而繁榮經濟及金融活動；而一國的經濟規模愈大及在全球貿易的重要性愈高，則該國通貨在國際上使用的機會愈高。

其次，一國通貨的可兌換性亦是決定該種通貨在國際市場使用程度的另一項重要因素，與其他通貨彼此間如有兌換限制，將會阻礙該種通貨在全球的使用。第二次世界大戰結束後的30年間，全球除了美國之外，幾乎每一個國家都限制其通貨與他國通貨的兌換性，因而奠定了美元成為首要國際通貨的基礎。

此外，一國的總體經濟政策將影響該國的經濟表現及其對世界經濟的開放度，因此也扮演一國通貨能否通行全球的關鍵因素。曾歷經惡性通膨（hyperinflation），或政治

表 2 美國、歐元區及日本經濟之比較

	美國	歐元區 <sup>1)</sup>	日本
占全球 GDP 比重 (%) (2002 年)	21.1	15.7	7.1
占全球總輸出 (商品及服務) 比重 (%) (2002 年)	12.4	15.6	5.8
金融市場 (億美元) (1999 年)	405,438	241,334	208,885
銀行資產 (億美元)	75,553	127,313	66,625
國 (區) 內債券發行餘額 (億美元)	154,263	55,219	64,449
股票市場總市值 (億美元)	175,622	58,802	77,814

資料來源：IMF (2003b), ECB (2004), Pollard (2001)。

1) 歐元區之輸出不包括區內貿易。

危機的國家，當其居民轉而持有並使用另一國之替代通貨時，其本身的通貨不僅在國際間且在國內崩跌的實例經常可見。

最後，國際通貨的對外幣值必須穩定，讓市場參與者願持有作為價值儲存工具，亦即以該通貨衡量商品及服務的未來價值可以預期，因為購買力的損失將會降低大眾對該通貨的使用，而價格的過度波動也會增加持有該通貨的風險。

### (三) 歐元成為國際通貨的背景

20 世紀前半期英國及美國經濟實力的消長，造就國際通貨美元的崛起及英鎊的式微，美國是目前全球經濟規模最大的國家，其總產出約占全球的 21%，歐元區及日本則

分別為 16% 及 7% (詳表 2)，而包括銀行資產、國 (區) 內債券發行餘額，及股票市場總市值等金融市場之規模指標，歐元區亦僅次於美國，且在總輸出之比重上位居全球第一，顯示歐元已具備作為國際通貨的基本要件。

此外，歐元區由於採行單一貨幣、電訊及支付系統持續進步，尤其 TARGET 系統的啟用，讓歐元區金融市場高度的跨境整合逐步實現 (註 1)，擴大並增進金融市場的深度及流動性，加上歐洲中央銀行 (ECB) 以物價穩定為首要目標的穩健貨幣政策 (註 2)，均是支撐歐元國際化的基本動力。

## 三、歐元在全球市場的地位 (註 3)

在全球市場，市場規模大小遠較各國政府當局的個別政策決定與特定制度安排，對國際通貨的選擇更具影響力，因為緣自上述

因素而產生的規模遠不及全球市場民間機構的交易金額，例如，目前全球所有中央銀行持有的外匯準備量約為 2.4 兆美元 (詳下

文)，然而這金額卻只是全球外匯市場 2 天的交易量（BIS, 2002），或僅為全球債券發行量的二十分之一。

本節擬從國際債券市場、國際貸款市場、外匯市場及國際貿易市場，來分析歐元的使用情形，此外並就倫敦對以歐元計價的金融活動之重要性加以說明。

### （一）歐元在國際債券市場的角色

以下將從供需二方面來探討以歐元計價的債券（以下簡稱歐元債券）在全球債券市場所扮演的角色，並將重點放在國際債券市場上。

全球債券市場，可按發行通貨、發行者及發行對象區分為：（1）國內債券市場—發行者及發行對象均為本國居民的本國通貨債券之市場；及（2）國際債券市場—前述國內債券除外的所有債券，包括居民於國外發行的債券，以及非居民發行的債券之市場，此為廣義的國際債券市場，狹義的國際債券市場則僅指非居民發行的債券之市場。因此，歐元國際債券的供給（發行），係指以歐元為資金募集的標的通貨，包括非歐元區居民發行的歐元債券，及歐元區居民在國際（歐元區外）市場上發行的歐元債券；歐元國際債券的需求（持有），係指以歐元為投資資產的計價單位，包括非歐元區居民持有的歐元債券，以及歐元區居民持有國際市場的歐元債券。

歐元自 1999 年引進以來，已取代日圓成

為全球第二大的債券發行通貨，歐元債券在全球及國際債券市場的占有比重及重要性均顯著增加，就各種通貨發行的債券本身而言，歐元債券較美元債券及日圓債券更具國際性，主要可歸因於歐元的創造集結了原歐元區內 12 個會員國的投資需求，區外需求亦伴隨增加，尤其是對非歐元區的債券發行者而言，由於投資大眾增加，籌資來源因而多樣化。

#### 1. 就供給面（發行面）而言

##### （1）全球債券市場

截至 2002 年第 1 季止，包括所有通貨的全球債券之供給額（國內債券及國際債券）約為 38.6 兆美元（詳表 3），其中以歐元發行的比率為 24%，僅次於美元的 46%，而大於日圓的 19%，這些金額中大部分為美國、德國及日本政府在各自國家內發行的政府債券（國內債券），如果將這一部分排除，純就所有通貨的國際債券市場分析，其廣義供給額（由非居民所發行，加上居民在國際市場所發行的債券）約為 7.8 兆美元（約占全球市場的五分之一），狹義供給額（由非居民所發行的債券）約為 3.5 兆美元（約占全球市場的十分之一），美元債券在這二部分所占的比重分別接近 45%，高於歐元債券（分別為 38%與 29%），惟占有率逐步下滑中，歐元比重則持續上升。

就各種通貨債券的國際發行餘額分別占其個別通貨債券的全球發行餘額之比重來

表 3 債券供給中各主要通貨的比率

供給面	期末	發行餘額 (億美元)	計價通貨 <sup>1)</sup>			
			歐元 (%)	美元 (%)	日圓 (%)	其他 (%)
全球供給額 (世界所發行的所有債券)	2002Q1	385,830	24.1	45.6	18.8	11.5
	2002Q2	-	-	-	-	-
國際供給額						
--廣義供給額 (由非居民，加上居民在國際市場上所發行的債券)	2002Q1	77,820	38.4	44.8	6.2	10.5
	2002Q2	86,350	38.9	44.5	6.1	10.6
	2003Q2	-	-	-	-	-
--狹義供給額 (由非居民所發行的債券)	2002Q1	34,980	28.5	44.1	13.0	14.5
	2002Q2	38,260	29.0	43.8	12.6	14.7
	2003Q2	41,686	30.4	43.7	10.5	15.4

資料來源：BIS, ECB；轉引自 ECB (2002b, 2003)。

1) 以 1994 年第 1 季的匯率換算並計算百分比，由於進位的關係，部分百分比總計未能恰好等於 100。

看，則以歐元債券最高，截至 2002 年第 1 季止，其廣義及狹義供給額的該項比重分別為 33% 及 11% (詳表 4)，顯示全球的歐元債券餘額約有 11% 是在歐元區以外的地區發行，另外約有 22% 是在歐元區內發行而在國際金融市場上出售，相較於美元債券及日圓債券的該項比重均來得高。換言之，就以各種通貨發行的債券本身而言，歐元債券較美元債券及日圓債券更具國際性。

### (2) 廣義的國際債券市場

就廣義的國際債券市場來分析，自 1999 年以來，以歐元發行的債券比重大幅上揚，美元債券比重緩步下滑，日圓債券比重則迅速萎縮，截至 2002 年第 2 季止，以歐元、美元及日圓發行的債券之占有率分別為 39%、

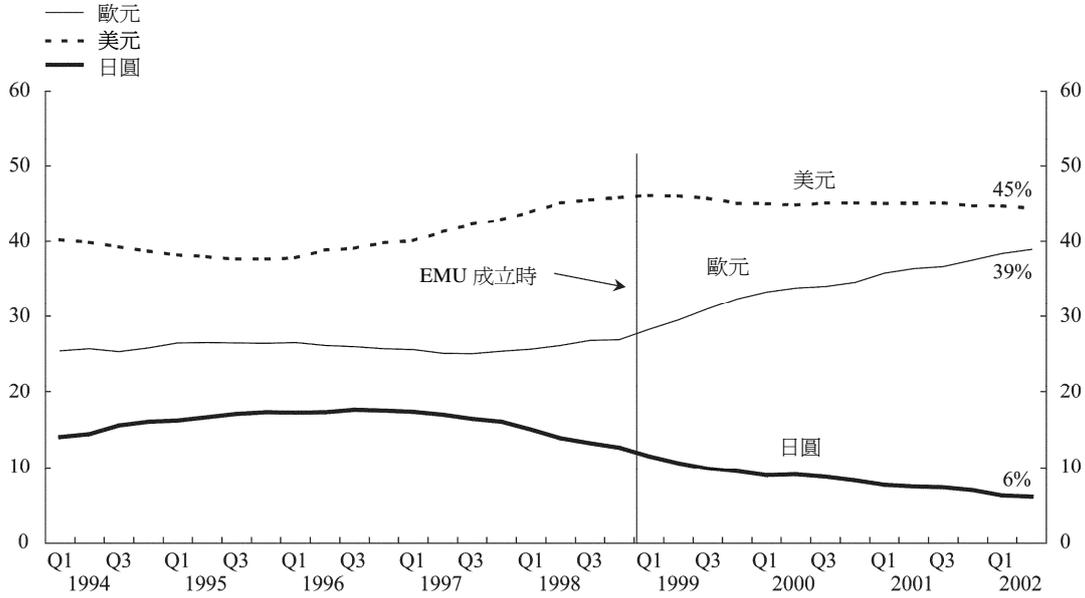
45% 及 6% (詳表 3 及圖 1)，與 2000 年底相較，歐元債券的比重增加了 4 個百分點，美元債券小幅減少，而日圓債券幾乎減少了一半，可見日圓債券在國際市場上的重要性已日益降低。

### (3) 狹義的國際債券市場

就狹義的國際債券市場來分析，自 1999 年以來，這三大通貨債券比重之走勢與廣義的國際債券市場相類似，歐元債券的重要性日益增加，截至 2003 年第 2 季止，以歐元、美元及日圓發行的債券之占有率分別為 30%、44% 及 11% (詳表 3 及圖 2)，歐元比重持續增加 (1999 年歐元採行前其各種歐元組成通貨合計比重僅約 20%)，美元略為減少，日圓則明顯下滑；其中 2003 年上半年歐

圖 1 廣義的國際債券市場：三大通貨之占有率

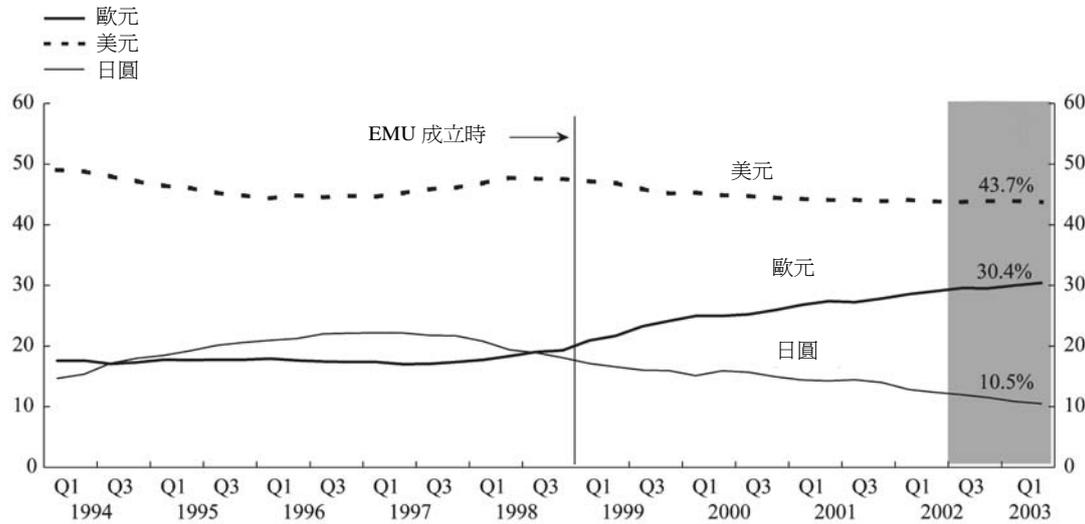
(中長期債券及貨幣市場工具，占所有發行餘額的百分比)



資料來源：轉引自 ECB (2002b)。

圖 2 狹義的國際債券市場：三大通貨之占有率

(中長期債券及貨幣市場工具，占所有發行餘額的百分比，且以 1994 年第 1 季的匯率為基準)



資料來源：轉引自 ECB (2003)。

表 4 全球債券供給額中屬於國際市場的部分 (2002 第 1 季止)

供給面	發行餘額 (億美元)			
	所有通貨	歐元	美元	日圓
全球供給額	385,830	78,090	195,500	62,780
國際供給額				
-- 廣義供給額	77,820	25,470	39,330	4,260
-- 狹義供給額	34,980	8,450	17,290	3,950
廣義供給額/全球供給額	20.2%	32.6%	20.1%	6.8%
狹義供給額/全球供給額	9.1%	10.8%	8.8%	6.3%

資料來源：BIS, ECB；轉引自 ECB (2002b)。

元債券發行額大幅上揚，主要可歸因於長期政府債券殖利率下滑及歐元升值，刺激投資者對以歐元計價且殖利率較高的債券之需求，金融機構及企業也趁機利用有史以來的低利率發行債券或延長債務到期日來鎖住較低的借款成本。

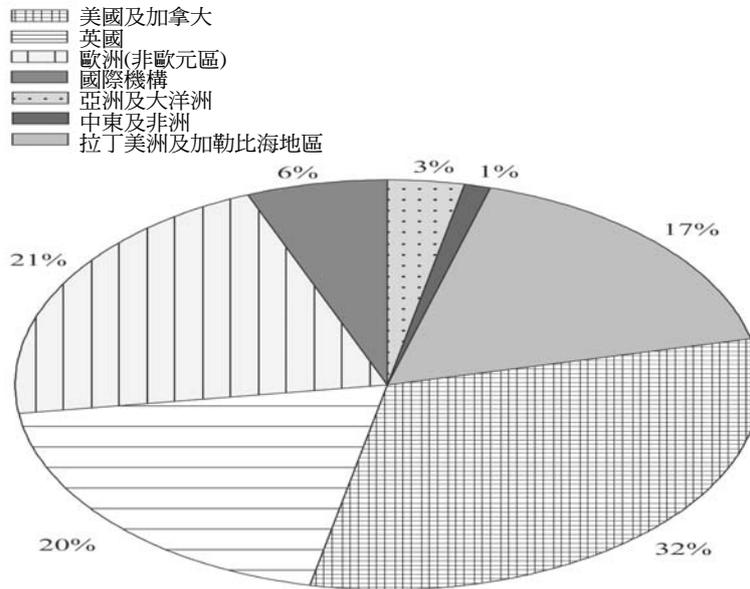
就非歐元區居民所發行的歐元中長期債券分析 (註 4)，絕大多數的發行者為民間部門，包括大型國際企業 (包括美國聯邦機構，諸如聯邦住屋貸款抵押公司 Freddie Mac 等)，比重約為 87%，其餘則為外國政府 (7%) 及國際機構 (6%)；如以國家區分，分別以美國及英國的 30% 及 20% 居首 (詳圖 3)，其次則為非歐元區的歐洲國家 (合計占 21%，丹麥及瑞典分別為 6%)，及為避稅而在開曼群島 (境外金融中心) 上註冊的國際企業，由於發行者絕大部分在以上地區，歐元國際債券的發行因而較不受亞洲或拉丁美

洲新興市場危機的影響。

## 2. 就需求面 (持有面) 而言

歐元國際債券的持有者，分布在美國及加拿大地區的比重不大，而歐元區以外的其他歐洲地區，對歐元國際債券的持有則持續增加，自 1999 年 1 月 1 日歐洲經濟暨貨幣同盟 (Economic and Monetary Union, EMU) 成立時的 26% 增加至 2002 年 6 月的 34%，在 1999~2002 年期間，其歐元債券的持有比率已超過美元債券，以倫敦市場為主要需求者；此外，根據國際證券市場協會 (International Securities Market Association, ISMA) 的統計，1999~2002 年第 2 季，倫敦市場國際債券的月交易額以歐元計價者約占 50~60%，美元僅占 25~35%。2002 年第 2 季至 2003 年第 2 季，歐元國際債券的亞洲投資人則有增加趨勢，日本的需求主要是來自商業銀行，其餘亞洲國家的需求也有來自央行，市場參與者

圖 3 非歐元區居民所發行的歐元中長期債券：地區別



資料來源：轉引自 ECB (2002b)。

對評等較高的歐元國際債券產生興趣，主要是考量準備資產的多元化及期待歐元升值的利得。就初級市場而言，歐元國際債券的主要承購者係來自歐元區、英國、瑞士及北歐國家，截至 2003 年 6 月底止，合計約承購一半以上的金額，其中亦包括歐洲地區的中央銀行，僅有非常大額的發行才會吸引來自美國的全球投資者。

### (二) 歐元在國際貸款市場的角色

非歐元區銀行對歐元區非銀行居民的貸款，約有一半以上係以歐元計價，而歐元區銀行對非歐元區非銀行居民的貸款，以歐元計價的比重次於美元的比重，約占三分之一，對歐元區而言，英國是最大的借款者亦是貸款者，就歐元區之外的國際貸款市場而

言，英國也是最大的貸款者。以下將從三個層面來分析歐元在國際貸款市場所扮演的角色。

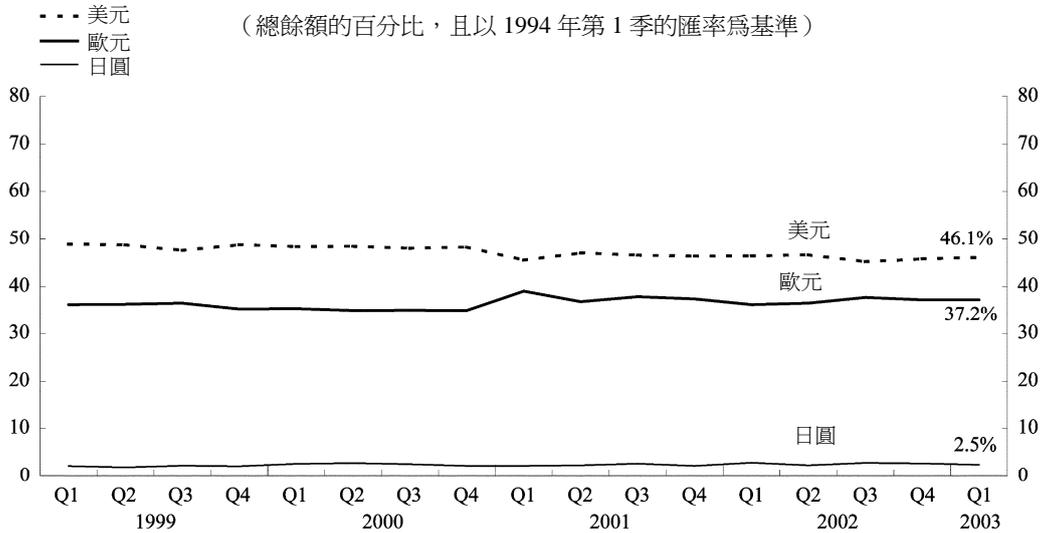
#### 1. 歐元區銀行對非歐元區非銀行借款人的貸款

截至 2003 年第 1 季止，歐元區銀行對非歐元區非銀行借款人的貸款達 6,290 億美元，以美元、歐元及日圓計價者分別為 46%、37% 及 3%（詳圖 4），其中來自英國及美國的借款者最多，分占四分之一，就歐元的部分而言，來自英國的借款者最多，約占歐元借款的 40%。

#### 2. 非歐元區銀行對歐元區非銀行借款人的貸款

截至 2003 年第 1 季止，非歐元區銀行對

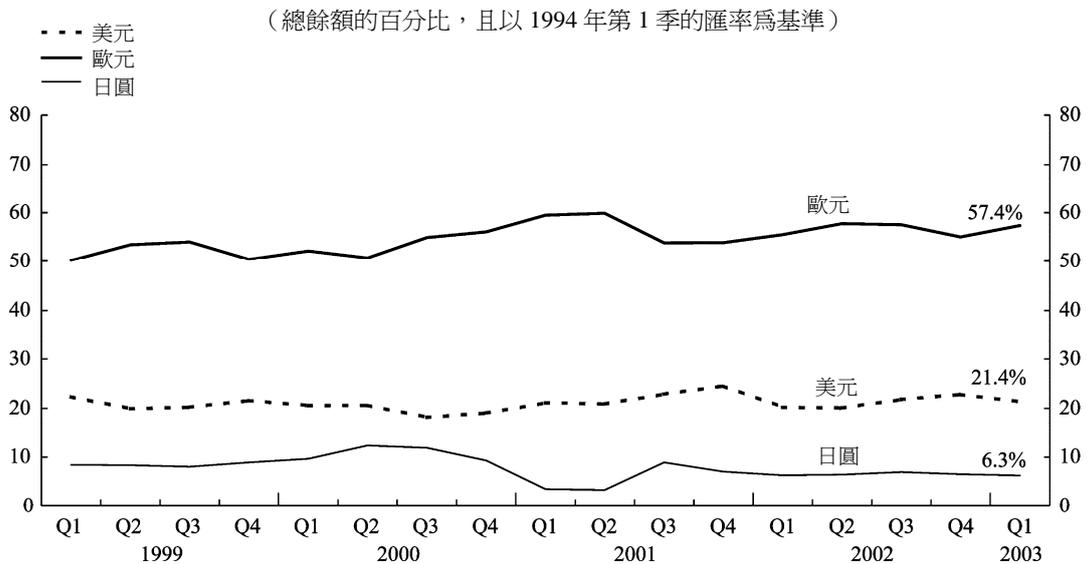
圖 4 歐元區銀行對非歐元區非銀行借款人的貸款：通貨比重



歐元區非銀行借款人的貸款主要是以歐元計價，約佔所有貸款金額 2,610 億美元的 57%，美元及日圓分別為 21% 及 6% (詳圖 5)，其

中超過一半以上的貸款者是英國的銀行，就歐元的部分而言，英國及美國的銀行係最大貸款者，分別約佔歐元貸款的 80% 及 13%。

圖 5 非歐元區銀行<sup>1)</sup>對歐元區非銀行借款人的貸款：通貨比重



1) 美國的資料因未以幣別區分，因此未納入。

### 3. 非歐元區銀行對非歐元區非銀行借款人的跨境貸款

截至 2003 年第 1 季止，非歐元區銀行對非歐元區非銀行借款人的跨境貸款主要是以美元為計價單位，約占貸款金額的 62%，日圓及歐元分別為 12% 及 8%（詳圖 6）。最大的貸款者為英國的銀行及境外金融中心，分別約占所有貸款金額 15,070 億美元的三分之一，就歐元的部分而言，英國的銀行也是最大的貸款者，約占歐元貸款的三分之二。

#### （三）歐元在外匯市場的角色

歐元在全球外匯市場上的變化較為平穩，大致而言，其角色與過去的德國馬克極為類似，目前為外匯市場上的第二大通貨。本節將以交易量及中介通貨的角色來分析歐

元在全球外匯市場上的發展情況。

#### 1. 歐元的交易量

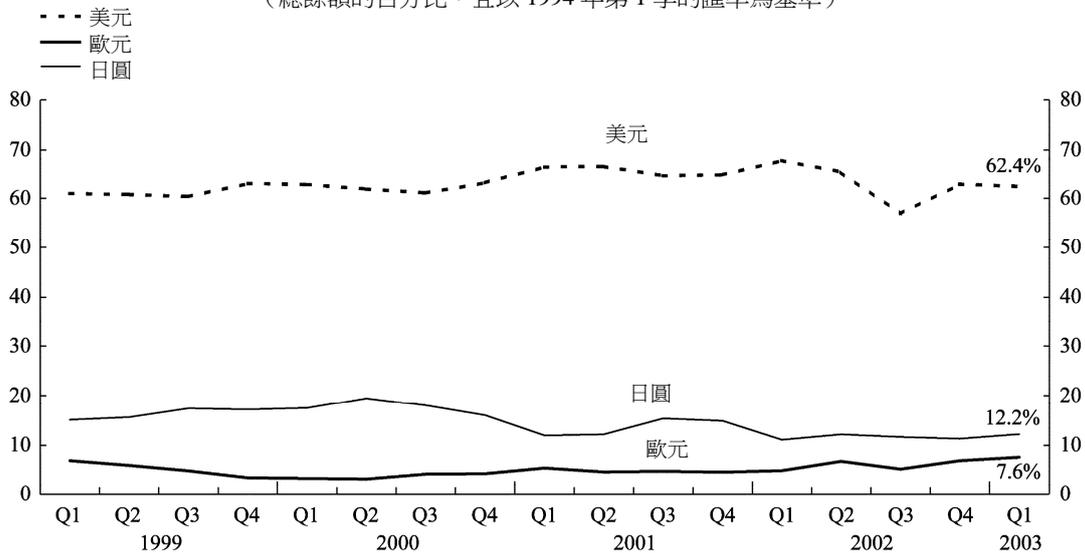
##### （1）即期交易

根據 2001 年 BIS 的調查報告（每三年一次），美元、歐元（註 5）及日圓在全球即期外匯市場的交易量比重分別位居前三位（詳表 5），由於每一交易均包括二種貨幣，因此百分比加總將達 200%，而歐元所占的比重約為五分之一。近年來歐元即期市場交易量減少，主要係因銀行合併、國際企業部門整合及電子交易的發展所致。

##### （2）換匯交易

在換匯交易市場，歐元的比重仍次於美元位居第二位（詳表 6），與即期市場不同的是，歐元的換匯交易量在 EMU 成立之前遠大

圖 6 非歐元區銀行<sup>1)</sup>對非歐元區非銀行借款人的跨境貸款：通貨比重<sup>2)</sup>  
（總餘額的百分比，且以 1994 年第 1 季的匯率為基準）



資料來源：轉引自 ECB (2003)。

1) 美國的資料因未以幣別區分，因此未納入。

2) 包括日本的銀行之日圓跨境貸款。

表 5 即期外匯交易額之幣別組合 (%)

	美元 <sup>1)</sup>	日圓 <sup>1)</sup>	歐元 <sup>1)2)</sup>	德國馬克 <sup>3)</sup>
1992	79.2	22.1	56.3	53.2
1995	82.2	25.5	55.3	54.3
1998	84.3	26.5	46.7	42.7
2001	84.4	26.0	43.0	-

資料來源：BIS (1993, 1996, 1999, 2002) 及 Detken and Hartmann (2002); 轉引自 ECB (2002b)。

註：美元、日圓及歐元加總之百分比大於 100%，乃是因為每筆交易均包括二種通貨，例如美元/歐元在美元及歐元的交易量均各自計算一次，如果將所有的其他通貨都計入，則全球交易量的百分比將為 200%。

1) 占總交易量的百分比。

2) 1992、1995 及 1998 年不包括歐元組成通貨間的交易量。

3) 占扣除歐元組成通貨間交易量後的總交易量之百分比。

於德國馬克，至 2001 年歐元的比重為 34%，仍大於 1998 年德國馬克的 20%。而歐元在 2001 年所占的比重遠低於 1998 年歐元組成通貨的比重 (47%)，主要可歸因於以下 3 項因素：首先，由表 6 得知，幾乎所有換匯交易的一邊均為美元 (占 95% 以上)，而二種歐元組成通貨間的直接換匯交易極其有限，交易商為了規避每個交易日結束時歐元組成通貨部位的風險，通常會將歐元組成通貨再

與美元交換，影響所及，所有換匯交易最後的一方均為美元，因此歐元採行後，歐元組成通貨間的交易量大幅減少，美元與歐元的交易量即刻受到影響，惟美元的比重仍占 95% 以上，歐元的比重因此下滑；其次，1998 年歐元組成通貨與美元的換匯交易比重大增，主要是已接近 EMU 實施的時刻，部分歐元區國家的利率因與 EMU 的利率一致性 (interest rate convergence) 規定的利率水準

表 6 換匯交易的幣別組成 (%)

	美元	日圓	歐元	德國馬克
1992	96.5	26.0	37.4	22.4
1995	97.1	25.6	43.4	20.5
1998	96.6	16.9	46.5	20.0
2001	95.0	20.2	33.7	-

資料來源及註同表 5。

差距頗大，造成這些國家進行大量換匯交易，導致歐元比重在 1998 年大幅上升；最後，則是與金融創新有關，傳統的換匯交易依 BIS 資本適足性規定必須提存自有資本，為了避免受限於此規定，近來歐元區的銀行較偏好使用不須受制於自有資本比率的資產負債表外的工具。

### (3) 全部交易

全部外匯交易包括即期、換匯及遠期交易（詳表 7），2001 年歐元在全球外匯市場全部外匯交易所占的比重近五分之一，2001 年較 1998 年比重下滑，主要是因上述換匯交易減少之故。另根據 Continuous Linked Settlement (CLS)（註 6）的統計（含蓋全球外匯交易活動的三分之一），截至 2003 年 6 月底止，歐元是外匯市場第二個最廣泛用來清算的通貨，約占所有交易金額的四分之一，而美元約占一半，與 BIS 的調查報告雷同。

## 2. 中介通貨的角色

根據 2001 年全球交易員間即期外匯交易

量統計數，98% 的交易一方不是美元即是歐元，因此，就全球觀點而言，僅有上述二種通貨扮演著國際中介通貨的角色，主要仍以美元為主，約占交易量的 84%。以 1998 年及 2001 年各外匯交易中心之德國馬克（2001 年為歐元）及美元的即期銀行間交易量比重來分析（詳表 8），北歐國家及部分中、東歐國家的即期銀行間交易主要以歐元為主。丹麥和挪威使用歐元的比重自 1998 年的 67% 及 89%，增加至 2001 年的 83% 及 93%；瑞典則均保持在 80% 左右。中、東歐國家中的匈牙利原是以美元為主的市場，至 2001 年已轉為以歐元為主；俄羅斯和土耳其則除外，仍維持以美元為主的市場。由上可知，在北歐及部分中、東歐國家，歐元被當作二種當地通貨之間的中介通貨，角色類似以前的德國馬克。上述地區以外的其他國家，則仍以美元為中介通貨，特別是在亞洲、中東、北美及拉丁美洲的國家。

### (四) 歐元在國際貿易市場的角色

美元是主要國際原物料諸如石油等的記

表 7 所有外匯交易額的幣別組成(%)

	美元	日圓	歐元	德國馬克
1992	86.7	24.2	47.3	39.0
1995	90.0	26.0	48.5	36.1
1998	90.8	21.6	46.4	29.8
2001	90.4	22.7	37.6	-

資料來源及註同表 5。

表 8 在銀行間即期外匯市場美元及歐元(或德國馬克)所扮演的區域性角色

(個別國家各種通貨占銀行間即期交易量的%)

地區 國家	2001			1998		
	美元 總交易量	歐元 總交易量	美元/歐元 直接交易量	美元 總交易量	德國馬克 總交易量	美元/德國馬克 直接交易量
歐洲 (歐元區以外)						
北、西歐						
丹麥	43.2	83.2	28.4	56.2	66.6	25.8
挪威	71.4	93.4	66.2	62.3	88.9	52.3
瑞典	46.5	78.9	29.8	42.4	80.6	31.9
瑞士	70.2	49.0	25.9	67.3	59.9	30.1
英國	83.9	48.8	33.5	75.2	54.0	30.6
中、東歐						
捷克	39.6	91.3	31.0	24.8	87.1	13.3
匈牙利	64.2	86.3	51.9	77.4	55.6	39.8
俄羅斯	99.7	3.8	3.5	96.3	25.8	22.5
斯洛伐克	82.0	80.6	63.0	-	-	-
斯洛維尼亞	2.4	97.6	0.0	-	-	-
土耳其	91.7	70.7	62.5	-	-	-
非洲						
南非	88.1	25.0	14.3	94.1	24.2	21.6
拉丁美洲						
巴西	95.6	5.8	1.7	100.0	0.0	0.0
智利	99.8	2.1	1.9	99.7	3.4	3.3
中東						
巴林	86.5	35.2	22.3	95.3	23.9	19.4
沙烏地阿拉伯	91.7	39.1	33.6	97.2	30.3	27.8
亞洲						
香港	90.9	34.0	27.8	86.1	39.9	31.1
日本	89.3	22.9	14.0	88.6	20.0	10.0
新加坡	91.7	32.6	26.4	86.3	35.4	23.0
泰國	98.2	5.5	4.6	94.0	5.5	3.7
印度	97.8	15.5	13.8	95.3	19.0	14.7
大洋洲						
澳洲	94.2	18.9	14.9	91.5	24.1	18.1

資料來源：BIS, national central banks, Detken and Hartmann (2002)；轉引自 ECB (2002b)。

帳單位，歐元在歐元區之外作為記帳通貨或清算通貨的情況並不多見，惟歐元區對區外之商品及服務貿易，使用歐元記帳或清算的比重呈現逐年增加趨勢，2002年更為明顯，以輸出而言，使用歐元的比重已達50%以上，輸入使用歐元的比重則略低於輸出。本（2004）年5月加入歐盟的10個國家及3個候選國（有關歐盟東擴的情形詳下文）輸出使用歐元的比重大抵約在60~80%之間，除此之外，就單一國家而言，日本對歐盟之輸出使用歐元記帳或清算的比重最高，根據日本財政部的統計，2000年至2002年期間，該比重自44%增加至54%，而自歐盟之輸入以歐元記帳或清算者自17%增加至31%。

#### （五）倫敦對以歐元計價的金融活動之重要性

了解歐元在全球各種市場的使用情形後，我們發現，倫敦是歐元區外從事以歐元計價的金融活動之主要金融中心，這些金融

活動約有三分之一至三分之二在英國（其中多數交易在倫敦）進行。

歐元區會員國設在倫敦的銀行，及英國本地銀行是這些以歐元計價的金融活動之最大參與者，英格蘭銀行也是其中一份子（例如發行中短期歐元債券），若干美國及亞洲的參與者則利用倫敦作為參與歐元金融活動的進入點。就倫敦本身而言，歐元的重要性近年來持續增加，英國本地銀行以外幣計價的資產及負債中，歐元的比重幾近50%。

倫敦與歐元活動的密切關係，源自於英國為歐盟一員，已與歐元區深度整合，並藉由參與TARGET系統與歐元區貨幣市場連結，在EMU開始前的數十年間，倫敦即是歐洲大陸市場重要的金融中心。目前，除了國際債券的發行外，以歐元計價的金融活動在歐洲之外的其他金融中心（特別在美國及亞洲地區）進行者相對有限，更凸顯倫敦對歐元的金融活動之重要性。

### 四、歐元在非歐元區國家的角色（註7）

上文論及市場規模大小遠較各國政府當局的個別政策決定與制度安排，對國際通貨的選擇更具影響力，然而各國官方對該通貨的肯定（諸如以之作為基準、準備或干預通貨等）將增進市場信心，鞏固其國際通貨的地位。隨著歐盟東擴，及全球主要國家增加歐元外匯準備的持有，歐元國際通貨的地位將進一步提升。

本節將討論歐元在歐元區以外國家的使用情形，分別從官方及民間部門來討論。官方用途主要以歐元在非歐元區國家匯率政策上所扮演的角色（作為基準、參考、準備或干預通貨）來探討；民間用途則著重非歐元區國家民間機構將歐元當成平行通貨，以輔助本國通貨作為積蓄金融資產、特定交易及契約的計價單位等課題。

表 9 匯率制度與歐元相關聯的國家（至 2003 年 6 月 30 日）

地區	匯率制度	國家
歐盟（非歐元區）	ERM II 完全浮動	丹麥 瑞典、英國
2004 年 5 月起加入歐盟的國家及候選國	以歐元為基礎的貨幣發行局制度 單邊遵守 ERM II 釘住包括歐元的通貨籃 以歐元為參考通貨的管理浮動制度 完全浮動	保加利亞、愛沙尼亞、立陶宛 賽普路斯、匈牙利 拉脫維亞（SDR） <sup>1)</sup> 、 馬爾他（歐元比重占 70%） 捷克、羅馬尼亞、斯洛伐克、斯洛維尼亞 波蘭、土耳其
西巴爾幹半島	單邊歐元化 以歐元為基礎的貨幣發行局制度 以歐元為參考通貨的釘住或管理浮動制度	科索沃、蒙特內哥羅 波士尼亞赫塞哥維納 克羅埃西亞、馬其頓、塞爾維亞
其他地區	歐元化 以歐元為基礎的釘住制度 以歐元為參考通貨的管理浮動制度 以 SDR 及其他包括歐元之通貨籃為基礎的釘住或管理浮動制度（歐元之比率）	歐洲極小國（Republic of San Marino, Vatican City, Principality of Monaco, Andorra），法國屬地（Saint-Pierre-et-Miquelon, Mayotte） CFA Franc Zone（西非經濟暨貨幣聯盟及中非經濟暨貨幣體）、法國海外屬地（French Polynesia, New Caledonia, Wallis and Futuna）、維德角共和國、葛摩聯盟 突尼西亞 以色列（24.5%）、塞席爾（37.7%）、俄羅斯（40%）、波札那、摩洛哥、萬那杜、約旦、利比亞

資料來源：IMF, ECB；轉引自 ECB（2003）。

1) SDR 係包括美元、歐元、日圓及英鎊等幣別的一個通貨籃。

### （一）官方用途：歐元在區外國家匯率政策所扮演的角色

#### 1. 作為基準通貨

選擇適當的匯率制度是一國貨幣當局主要的政策抉擇之一，這其中包含外匯準備及

外匯干預的規模及組成項目。IMF 研究指出，全球 150 個不是採行獨立浮動匯率制度的國家（亦即這些國家使用基準或參考通貨），其中四十餘國（不包括歐元區會員國）的匯率制度與歐元相關聯，包括歐元化

及以歐元為基準的貨幣發行局（currency board）制度，也有採較為寬鬆的釘住歐元的方式，及將歐元作為參考通貨的管理浮動制度；這四十餘國之中約有三十個國家，將歐元當作唯一的基準或參考通貨，而其餘的則是選擇包括歐元的 SDR 或通貨籃制度（詳表 9）。惟上述這四十餘國大部分為小型經濟體，其 GDP 合計總值小於全球 GDP 的 4%。

非歐元區國家的匯率制度與歐元相關聯者，均有一強烈的地理及制度因素，多數國家均鄰近歐元區及（或）與歐盟有特別的制度約定。新近加入歐盟的國家及西巴爾幹半島、北非、西非經濟暨貨幣聯盟及中非經濟暨貨幣體，是將歐元當成唯一基準通貨來使用的主要國家。10 個新近加入歐盟的國家及

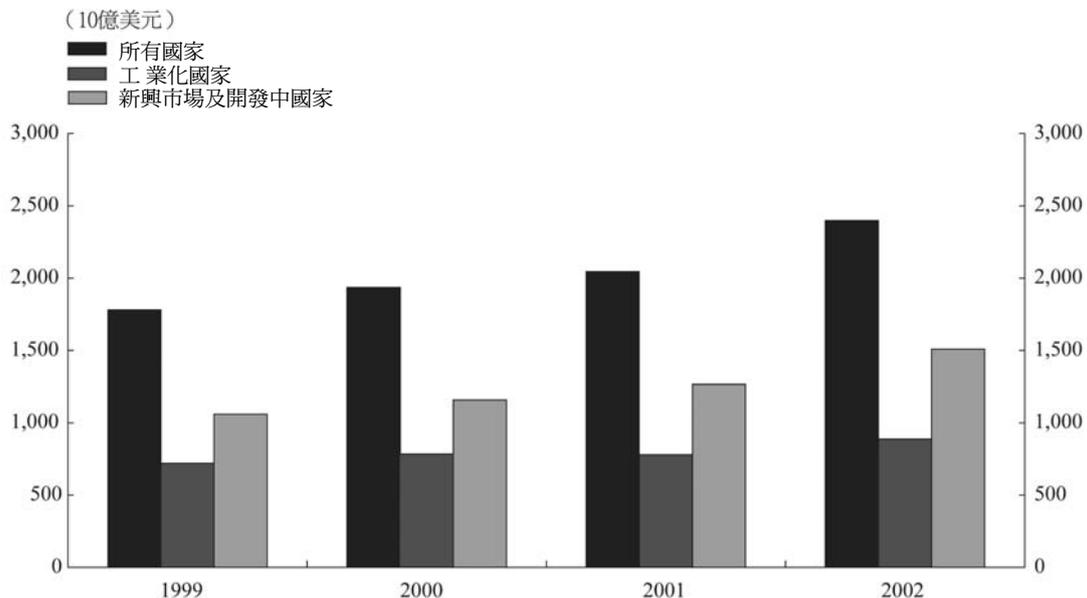
3 個候選國，目前僅波蘭及土耳其未和歐元有明顯關聯；西巴爾幹半島多數國家採以歐元為基礎的貨幣發行局制度，或管理浮動制度。俄羅斯央行 2003 年宣布，俄羅斯的匯率政策將釘住以 60% 美元及 40% 歐元所組成的通貨籃為基準的實質有效匯率。將歐元當成基準通貨的國家均是單方自行的決定，並未取得歐元體系的任何承諾。上述地區以外的國家，以歐元作為基準通貨者則很有限。

相對地，美元作為他國基準通貨的情形已遍及全球各洲，產油國家正式釘住 IMF 的特別提款權（SDR），而 SDR 組成結構中也是以美元為最主要的通貨。

## 2. 作為準備通貨

全球國際準備中外匯準備是最大的組成

圖 7 全球外匯準備



資料來源：ECB (2003)。

項目，依據 IMF (2003) 的統計，全球的外匯準備持續快速增加，2002 年增加 3,500 億美元達 2.4 兆美元(註 8)，增加金額中的 70% 為新興市場及開發中國家所持有，截至 2002 年底，新興市場及開發中國家所持有的外匯準備占全球外匯準備的比重上升至 63% (詳圖 7)。此外，自 1999 年至 2002 年底，全球外匯準備約增加 7,590 億美元，這些增加金額中的 85% 由中國大陸、印度、日本、香港、墨西哥、俄羅斯及南韓持有(註 9)。

至於全球外匯準備中以美元、歐元及日圓持有的比重，截至 2002 年底分別為 65%、19% 及 5%，與 2001 年比較，歐元增加約 2.3 個百分點，美元及日圓則分別減少 3.0 及 0.3 個百分點，其中美元以 SDR 計算的絕對數額雖然增加，然而 2002 年美元貶值，是影響美元準備比重下滑的原因之一。自 2001 年底至 2002 年底，工業化國家對歐元的持有由 18% 增至 21%，新興市場及開發中國家則由 16% 上揚至 17% (詳表 10)。

表 10 官方持有外匯準備中各種通貨的比重

(年底，%)

	2000	2001	2002
所有國家			
美元	67.5	67.5	64.5
歐元	15.9	16.4	18.7
日圓	5.2	4.8	4.5
英鎊	3.8	4.0	4.4
瑞士法郎	0.7	0.6	0.7
工業化國家			
美元	72.7	73.4	70.0
歐元	17.2	17.5	21.3
日圓	6.3	5.6	4.7
英鎊	2.0	1.8	2.2
瑞士法郎	0.2	0.3	0.6
新興市場及開發中國家			
美元	63.7	63.5	60.8
歐元	15.0	15.6	16.9
日圓	4.4	4.3	4.3
英鎊	5.2	5.5	5.9
瑞士法郎	1.0	0.9	0.8

資料來源：IMF (2003 a)。

表 11 公布外匯準備國家其持有各種通貨的比重

(期底, %)

	歐元		美元		日圓		其他通貨	
	2002 年 6 月	2003 年 6 月	2002 年 6 月	2003 年 6 月	2002 年 6 月	2003 年 6 月	2002 年 6 月	2003 年 6 月
<b>G20 國家</b>								
澳洲	37	40	42	40	8	9	13 <sup>1)</sup>	11 <sup>1)</sup>
加拿大	39	46	58	51	3	3	0	0
英國	53	52	32	32	15	16	0	0
美國	51	56	—	—	49	44	0	0
<b>歐盟鄰近國家</b>								
克羅埃西亞	66	65	32	32	—	—	2 <sup>2)</sup>	3 <sup>2)</sup>
拉脫維亞 <sup>3)</sup>	36	43	51	43	3	3	10	11
斯洛伐克	59	63	31	33	2	0	8 <sup>1)</sup>	4 <sup>2)</sup>
瑞士	49	51	38	37	0	0	13	12

資料來源：各國官方網站；轉引自 ECB (2003)。

- 1) 包括 SDRs 與黃金。  
 2) 包括持有之日圓。  
 3) 拉脫維亞的通貨釘住 SDR。

主要國家中，僅澳洲、加拿大、英國、美國、克羅埃西亞、拉脫維亞、斯洛伐克及瑞士將其外匯準備的組成項目公布於各國官方網站上（詳表 11），其他國家外匯準備的持有明細則無法獲得。惟 Pringle and Carver (2003) 曾對全球 54 國央行（約管理全球外匯準備的一半金額）作問卷調查，其中 36 個國家提供其外匯準備組成項目的詳細資料（詳表 12），亞洲國家外匯準備中以歐元持有的部位較低，最高持有比重為 16%，平均數僅 6%；歐洲國家中歐元的最高持有比重達 98%，平均數為 50%。由以上分析得之，亞洲國家外匯準備仍以美元資產為主，歐洲國

家外匯準備則偏重歐元資產，主要是因為歐盟鄰近國家將歐元作為基準通貨，進而增進其持有歐元外匯準備的意願。

再者，受調查的 54 個國家中約有五分之一表示，未來將增加其外匯準備的歐元部位。另根據中國大陸、南韓、印尼、俄羅斯、巴基斯坦及羅馬尼亞等國家 2003 年以來的媒體報導及官方報告顯示，這些國家已經增加或將增加外匯準備中歐元的持有比重（俄羅斯明白表示未來將由 20% 增加至 30%）。Fairlamb (2003) 預估 2003 年底前歐元的外匯準備將增至全球外匯準備的 20%。由此可見各國官方對歐元的信心逐日

表 12 36 個受訪國家持有外匯準備中各種通貨比重的平均數  
(地區別)

(%)	全部地區	歐洲地區	美洲地區	非洲地區	亞洲地區
美元	57	39	77	62	60
歐元	29	50	14	18	6
日圓	3	2	7	2	1
英鎊	5	6	2	13	6
瑞士法郎	1	1	0	1	0
其他通貨	4	3	1	5	27
總計	100	100	100	100	100

資料來源：Pringle and Carver (2003)。

增強。

### 3. 作為干預通貨

基準通貨、準備通貨及干預通貨的角色彼此間互相影響。採行完全浮動匯率制度及藉由設定短期利率來制定貨幣政策的國家較不常干預匯率，通常在市場失序時才進場穩定匯率，因此，匯率干預經常是發生在開發中及新興市場經濟體。日本係例外，其官方經常並廣泛地干預外匯市場。

各國當局的干預行為及干預的通貨通常被當成機密資訊，因此那些國家將歐元作為干預通貨的資訊取得不易，日本也是少數公布其干預通貨組成項目的國家之一，歐元占日本 2002 年中至 2003 年中為干預而買入的外匯金額（600 億美元）的 2.5%，其餘多數為美元。惟可推測，以歐元為基準通貨的國家，較傾向將歐元當成干預通貨，自部分國家央行公布的資料得知，某些新近加入歐盟的國家，包括捷克、匈牙利、斯洛伐克及斯

洛維尼亞，為了維持其本身通貨與歐元匯率的穩定均曾進場干預匯率。羅馬尼亞則公開宣布，未來將只干預其與歐元的匯率。再者，部分西巴爾幹半島的國家包括克羅埃西亞、塞爾維亞-蒙特內哥羅均在外匯市場上非常積極地影響其通貨相對於歐元的匯價。

### （二）民間用途：歐元作為區外國家的平行通貨

在很多開發中及轉型中經濟體，居民持有一相當比重的外幣資產，且多數以外幣現金或外幣銀行存款的方式持有。一般而言，外幣資產的持有原是著眼於投資組合的多樣化，惟就大部分開發中及轉型中國家而言，持有外幣資產主要是對其本國通貨或銀行體系缺乏信心（惟恐本國通貨購買力喪失或銀行發生危機），這些持有外幣比重偏高的國家，外幣也經常被當作大額契約和交易的記帳單位。

民間部門使用外幣的情形對貨幣當局具

有重要的意涵：它將影響貨幣政策的有效性、金融穩定或匯率波動的重分配效果。此外，在特定情況下，一國居民使用外幣的程度，也可當作對本國通貨及（或）銀行體系信心的一項指標，代表本國政策可信度的高低。

1980 年代以後，部分拉丁美洲國家將美元與本國通貨平行使用，被視為非官方的美元化。而歐元上路之後，歐元也被某些國家當成平行通貨來使用。

### 1. 通貨替代—區外對歐元現鈔的使用

歐元未上路前，德國馬克在德國以外的中、東歐地區已被廣泛使用，約有三分之一的德國馬克紙鈔（約為 320~450 億歐元）在德國以外地區流通，法國法郎在北非及西非的部分地區流通，奧地利先令則被奧地利鄰

近的某些東歐國家使用。2002 年 1 月 1 日歐元實體貨幣上路，2001 年底首批運至非歐元區的歐元實體貨幣，主要目的地為土耳其、部分工業化國家及西巴爾幹半島地區（詳表 13）。

歐元區以外的國家以前使用歐元區會員國通貨者，歐元流通後則由歐元所取代，2001 年 12 月至 2003 年 6 月底止銀行運至區外國家的歐元實體貨幣累計達 360 億歐元，占流通歐元的 10%，且集中在 2002 年開始的幾個月份，隨後歐元實體貨幣進出歐元區則是經由諸如旅行、工作者匯款或地下經濟活動等不同的管道。

### 2. 資產替代—歐元銀行存款

與歐元上路前德國馬克在國外的流通量比較，歐元實體貨幣運至區外的量約少了 100

表 13 歐元實體貨幣首批運至歐元區以外地區的情況

（2001 年底）

目的地	億歐元	比重（%）
土耳其	15.02	38.5
工業化國家	12.73	32.7
西巴爾幹半島	5.29	13.6
北非	4.36	11.2
即將加入歐盟的國家及候選國	1.21	3.1
非洲撒哈拉沙漠以南地區	0.25	0.6
獨立國家國協 <sup>1)</sup>	0.11	0.3
總計	38.97	100.0

資料來源：歐元體系的各國央行；轉引自 ECB（2002）。

<sup>1)</sup>獨立國家國協（Commonwealth of Independent States, CIS）成立於蘇聯崩潰後之 1991 年 12 月 21 日，前蘇聯的 12 個共和國先後簽署協定，以獨立國家國協取代蘇聯，這 12 國分別為俄羅斯、哈薩克、烏茲別克、白俄羅斯、亞塞拜然、吉爾吉斯、土庫曼、塔吉克、烏克蘭、亞美尼亞、喬治亞及摩達維亞。

億歐元，這缺口可歸因於歐元上路前當局鼓勵家計部門將原來手中的德國馬克存入銀行，不要直接轉換為歐元實體貨幣，特別是在東南歐部分。此舉意在提升民眾對銀行體系的信心，尤其是在某些銀行體系管理不善或曾遭遇危機的國家；此外，個人也可藉由將舊有通貨存入當地銀行來降低收到偽鈔之

風險及成本。

實際上，在歐元實體貨幣轉換前幾個月，歐元銀行存款大幅上揚，根據 ECB 對區外的 28 個歐洲國家所作的調查，歐元存款總共約增加 135 億歐元達到 520 億歐元，增加的部分多數為上述的 100 億歐元實體貨幣缺口。

## 五、歐元與美元及其他國際通貨使用上的比較

本節將歸納比較歐元與其他主要國際通貨美元、日圓、英鎊及瑞士法郎的使用情形。

### (一) 美元及歐元的國際使用比重大致反應其經濟規模的大小

上述五種國際通貨的發行國家（或地區），其 GDP 比重（詳表 14）與其通貨在國際上各種市場之使用比重具高度正相關（詳表 15），反映出一國的經濟規模與其通貨的國際地位之相關性，美元在不同市場的占有率平均約在 50%，歐元為 25%~35%，日圓為 5%~20%，其餘的國際通貨則不超過 5%，其

中僅官方準備的使用比重與 GDP 的比重差距較大。

### (二) 作為國際通貨，美元係全球使用，歐元著重區域性

就債券市場而言，美元是全球多數地區債券發行的主要通貨，歐元則是歐元區鄰近經濟體發行國際債券的主要計價通貨；歐元區外新發行的歐元國際債券之買方多數來自歐元區、英國、瑞士及北歐國家等歐洲地區；相對地，在美國以外新發行的美元國際債券則吸引美國、亞洲、拉丁美洲及歐洲的

表 14 主要 OECD 國家的 GDP

（當時的價格及匯率, 2002 年）

	產出（億美元）	比重（%）
美國	104,808	43.6
歐元區	74,072	30.8
日本	41,543	17.3
英國	16,810	7.0
瑞士	3,009	1.3
總額	240,242	100.0

資料來源：IMF（2004）。

表 15 歐元與其他國際通貨的國際角色：部分主要指標

(占全部的%)

	歐元	美元	日圓	英鎊	瑞士 法郎
全球債券市場 (2002 年第 1 季底)	24.1	45.6	18.8	-	-
廣義國際債券存量 (2002 年第 2 季底)	38.9	44.5	6.1	-	1.9
狹義國際債券存量 (2003 年第 2 季底)	30.4	43.7	10.5	-	-
廣義貨幣市場工具流量 (2002 年第 2 季底)	36.3	38.1	5.1	-	2.8
國際銀行資產 (2002 年第 2 季底)	24.0	55.0	7.0	-	-
主要基金經理人債券部位之持有 (2002 年第 2 季底, 經濟學人季調查)	28.0	50.0	14.0	5.0	-
官方準備 (所有國家) (2002 年底)	18.7	64.5	4.5	4.4	0.7
官方準備 (新興市場及開發中國家) (2002 年底)	16.9	60.8	4.3	5.9	0.8

資料來源：IMF (2003), ECB (2002b, 2003)。

全球機構投資者。就外匯市場而言，美元是主要的國際中介通貨，歐元則承襲之前德國馬克在北歐和部分中、東歐國家作為區域中介通貨的角色。至於在非歐元區國家的使用情形，美元在基準通貨、官方準備及干預通貨的角色扮演上，已遍及全球，不僅在西半球，也在獨立國家國協（CIS），尤其是亞洲地區的若干國家之匯率政策上扮演著重要角

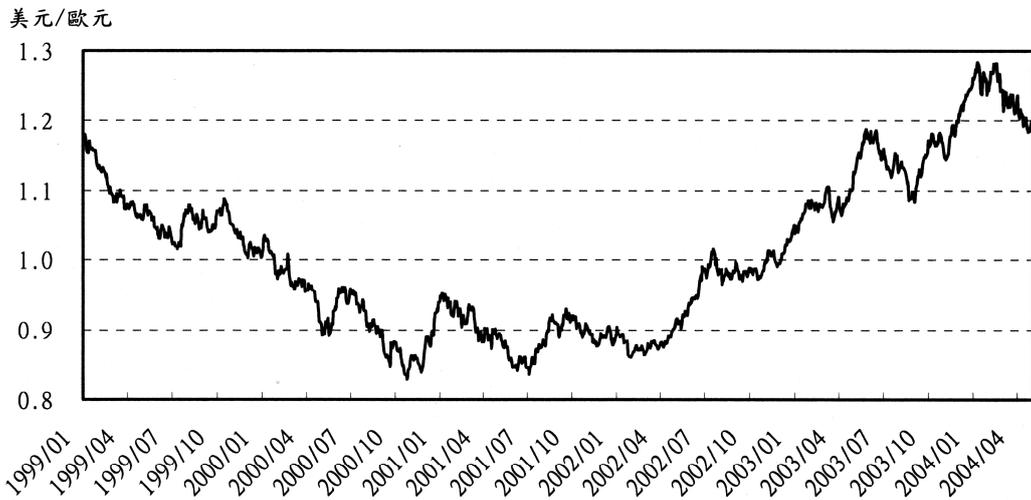
色；相對的，歐元的官方使用則集中在歐元區的鄰近國家，例如新近加入歐盟的國家及候選國、西巴爾幹半島及地中海地區；以美元作為通貨及資產替代者，在全球（包括與歐元區具有重要經濟及金融關係的國家，如俄羅斯及其他 CIS 國家）均可見，歐元的平行使用則較限於地區性，主要是在鄰近歐元區的國家。

## 六、影響歐元未來發展的結構性問題

綜合以上的討論，我們了解歐元在國際市場的使用情形，本節將分析歐元上市以來對外幣值的走勢，及影響歐元未來發展的結構性問題。歐元誕生至今僅短短數年，對美

元的匯價先軟後堅，自 1999 年 1 月 1 日以 1 歐元兌 1.178 美元上市後即一路走貶，2000 年 10 月底最低曾來到 1 歐元兌 0.82 美元，跌幅高達 30%（詳圖 8），導致當時國際金融

圖 8 歐元對美元匯率



資料來源：Thomson Datastream。

市場一度對歐元信心動搖，針對歐元貶值經濟學家各有不同解讀，主要可歸因於 1999 年以來美國的個體經濟結構較歐元區具有彈性，勞動生產力、企業的獲利表現及經濟成長率大抵高於歐元區（詳表 16），造成國際資本大量流入美國，歐元對美元匯價因而疲軟。此外，在貨幣政策方面，由於歐洲中央銀行對於維持物價穩定的重視遠高於促進經

濟成長，加上必須顧及全體歐元區內 12 個會員國經濟體質之不同，因此因應經濟不景氣之貨幣政策操作亦相形保守（註 10）。

歐元直至 2002 年方止貶回升，主要是因為美國預算及經常帳赤字不斷惡化（註 11），加上發生一連串大型企業會計舞弊案，導致股市重挫、美元資產的吸引力降低，歐洲流入美國的資金因而減少（註 12），2003 年 5

表 16 美國及歐元區之勞動生產力及經濟成長率

	期間	美國	歐元區
平均勞動生產力年增率	1976~1986 年	1.0%	2.1%
	1987~1998 年	1.4%	1.9%
	1999~2003 年	2.5%	0.7%
平均 GDP 年增率	1979~1989 年	3.0%	2.2%
	1990~1998 年	2.9%	2.0%
	1999~2003 年	2.7%	1.9%

資料來源：OECD（2003）。

月，歐元已回升至 1.178 美元之上市價位，之後美元雖一度反彈，惟在其雙赤字擴大的壓力下再度走軟，歐元屢創新高，至本年 2 月中旬歐元已突破 1 歐元兌 1.28 美元的歷史高點（詳圖 8），5 月初則維持在 1.20 美元左右的價位。根據 ECB 公布之數據顯示，歐元區對其區外 26 個主要貿易對手國以貿易量加權的名目有效匯率（以 1 歐元兌 26 國通貨表示）指數（以 1999 年第 1 季為基期）本年 1 月為 112.3，亦為 1999 年歐元上市以來之最高點。

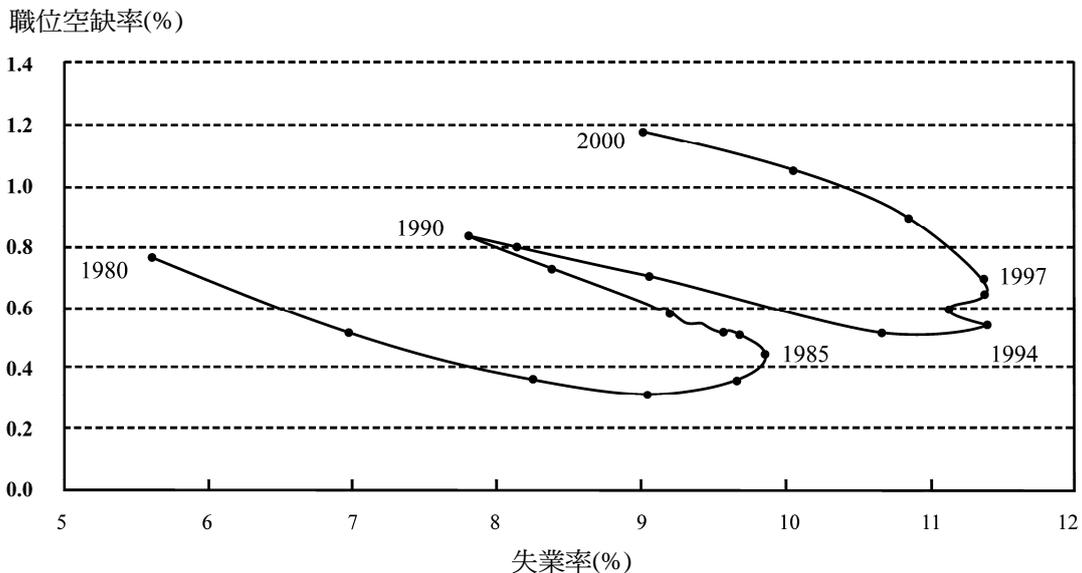
長期來看，歐元的中長期價值必須由其經濟基本面來支撐，因為資金會流往投資報酬率高的地區，高經濟成長潛力則是高投資報酬率的先決條件，因此歐元匯價要持續走

穩，並在國際市場上真正成為能與美元並駕齊驅的強勢國際通貨，首先其經濟成長潛力必須能與美國相抗衡，而目前歐元區仍存在以下若干阻礙經濟發展的結構性問題待克服。

（一）歐元區勞動市場缺乏彈性

1990 年以來，歐元區的許多會員國勞動市場活絡，勞動就業率成長強勁，失業率明顯下滑至 2001 年底的 8.0% 低點（註 13），之後由於景氣低迷，歐元區失業率回升至 2003 年的 8.8%，惟就整體而言，歐元區失業率近三年來仍較美國高出近 3 個百分點，勞動市場亦較美國缺乏彈性（例如法律對企業僱用與裁減員工限制太多）。1990 年代整體歐元區勞動市場代表職位空缺率（vacancy rate）

圖 9 歐元區的貝佛里奇曲線



資料來源：轉引自 ECB (2002a)。

與失業率 (unemployment rate) 關係的貝佛里奇曲線 (Beveridge curve) 呈現外彎現象 (詳圖 9)，亦即表示存在結構性問題，肇致職位空缺率與失業率同時惡化，此現象部分可歸因於過去 10 年來教育失衡 (較低教育水準者的失業率較高，特別是在 1997 至 2000 年景氣上揚期間) 與職業失衡 (工作機會集中在服務部門及需要正式教育或訓練的職業，因此需專業技術的職業之失業率較低) 的問題惡化。

另一方面，歐元區內勞動力尚無法如同商品及資本般高度自由移動，此外，諸如德國、法國及義大利等會員國，有較多保障勞工的機制和措施，勞動市場存在諸多管制、勞動供需明顯失衡現象，在某種程度上降低了經濟結構的靈活性。因此會員國當務之急乃是持續進行勞動市場改革 (註 14)，改善職業仲介服務機制，提高工資、工時彈性，擴大工資級距，加強教育、訓練及終生學習，改革稅制及失業救濟制度，減少就業保護與失業救濟，及開放各會員國間的勞動力移動，如此才能提高勞動力之配置效率及勞動市場之彈性。具有彈性的勞動市場可增進一國適應經濟衝擊的能力，加速經濟復甦。

## (二) 歐元區會員國財政政策操作空間受限

歐元區各會員國將貨幣政策自主權統一轉交歐洲中央銀行，據以執行歐元區之單一貨幣政策，至於財政政策方面，1997 年歐盟

於「穩定暨成長協定」 (Stability and Growth Pact) 中要求會員國每年的預算赤字對 GDP 的比率不得高於 3%，唯有經濟面臨嚴重衰退之際 (定義為 GDP 年成長率達負 2%) 方可豁免，否則即須受到相當於該國 GDP 0.5% 的罰款。近年來由於全球不景氣，歐元區經濟更形疲弱，導致政府稅收減少、失業保險及社會福利支出增加，造成財政惡化，然而為了達到財政平衡，政府卻必須緊縮預算，限制了利用赤字財政激勵景氣的運作空間，以致拖延景氣復甦的時間。

就整體歐元區觀之，其 2003 年的平均經濟成長率自 2002 年的 0.9% 下滑至 0.4%，預算赤字對 GDP 的比率則自 2002 年的 2.3% 上揚至 2.7%，其中 2003 年法國及德國的預算赤字對 GDP 比率則已超過該協定的上限，分別高達 4.1% 及 3.9%，荷蘭、葡萄牙及義大利亦達 3%、2.8% 及 2.4%，法國及德國已是連續第二年超過該協定的限制。德國、法國及義大利這三大國占歐元區的產出高達 70%，其 2003 年經濟依舊疲軟，德國情況尤其嚴重，衰退 0.1%，通貨緊縮陰影如影隨形。歐盟執委會於本年的春季經濟預測報告中預測歐元區 2004 及 2005 年的經濟成長率分別為 1.7% 及 2.3%，復甦步伐緩慢，歐盟並提出警告，歐元區本年將有 6 個國家的預算赤字將超出 3% 的協定上限。

雖然 2002 年以來歐盟執委會曾討論「穩定暨成長協定」的改革方案，允許負債較低

的國家在預算上較有彈性，然而多數會員國認為此舉可能損及財政穩定的進程，維持原有簡單的規範才能持續保持歐元信譽和市場信心。此外，歐盟會員國財長有鑑於歐洲經濟略有復甦跡象，於 2003 年 11 月 25 日的經濟與財政部長會議中決議，對連續違反「穩定暨成長協定」規定的德國及法國暫不予懲罰，允許兩國延後刪減預算赤字，以避免經濟懲罰對歐洲經濟產生負面影響，這種對大國的豁免權除引起嚴守規範的芬蘭、奧地利、荷蘭、瑞典、丹麥及西班牙等國之反彈外，歐盟執委會亦於本年 1 月向歐洲法院提出不滿暫停懲罰之申訴。因此，如何改革「穩定暨成長協定」，使其一方面能規範會員國的財政穩定，另一方面會員國的財政政策操作亦能兼具彈性，是歐盟目前所面臨的另一大課題。

### （三）歐盟東擴可能引發不確定性之問題

本年 5 月起，歐盟接納捷克、匈牙利、波蘭、斯洛伐克、斯洛維尼亞、愛沙尼亞、

立陶宛、拉脫維亞、馬爾他和塞浦路斯等 10 國成為歐盟的一員(註 15)，這些新成員不同於英國、瑞典及丹麥可選擇不加入歐元區，只要符合馬斯垂克條約中關於通膨、長期利率、預算赤字及公共債務方面的規定，並成功加入新歐盟匯率機制(ERMII)至少二年(註 16)，即自動成為歐元區的一員、採行歐元(一般認為最快將自 2008 年起)。雖然這些新成員加入將可擴大歐盟的疆域、人口及經濟規模(註 17)，其低廉工資及地價將吸引投資者進入，然而其平均所得水準僅約歐盟的 47%(註 18)。而事實證明，即使是德、法等大國也會因經濟成長趨緩或其它經濟問題不易遵守「穩定暨成長協定」的規定，這些經濟結構薄弱的新成員若成功加入歐元區將放棄貨幣政策的自主權，接受過緊或過鬆的貨幣政策，對其生產造成衝擊，經濟失衡的風險將伴隨上升，進而拖累整體歐元區經濟發展。

## 七、結 論

在國際市場上，目前歐元是僅次於美元的重要國際通貨，於各種市場之使用比重大致反映其經濟規模大小，且具區域性，在不同市場的平均占有率約為 25%~35%（美元為 50%）。歐元在國際債券市場上的表現最為亮麗，就以各種通貨發行的債券本身而言，歐元債券較美元債券更具國際性。在全球外

匯市場上，歐元的變化較為平穩，其角色與過去的德國馬克極為類似，目前全球約有近五分之一的外匯交易係以歐元進行；而將歐元當成中介通貨使用者主要為北歐及部分中、東歐國家。在國際貿易市場上，歐元區對外貿易使用歐元記帳或清算的比重呈現逐年增加趨勢，2002 年更為明顯，以輸出而

言，使用歐元的比重已達 50% 以上。而倫敦是歐元區外從事以歐元計價的金融活動之主要金融中心，這些金融活動約有三分之一至三分之二在英國（其中多數交易在倫敦）進行。

雖然市場規模大小遠較各國政府當局的個別政策決定與特定制度安排，對國際通貨的選擇更具影響力，然而各國官方對該通貨的肯定將增進市場信心。隨著全球主要國家對歐元的重視日益增加，歐元國際通貨的地位將進一步提升。目前全球約有四十餘國（不包括歐元區會員國）的匯率制度與歐元相關聯，且大部分為小型經濟體。再者，截至 2002 年底止，全球外匯準備中以歐元持有之比重為 19%，並持續提高中。此外，歐元實體貨幣亦在歐元區鄰近國家流通，截至 2003 年 6 月底止約占流通歐元的 10%。

歐元上市後一度對美元貶值達 30%，主要可歸因於美國的個體經濟結構較歐元區具有彈性，勞動生產力、企業的獲利表現及經濟成長率大抵高於歐元區；惟之後美國預算

及經常帳赤字不斷惡化，美元資產的吸引力降低，歐元方止貶回升，至本年 2 月中旬歐元已突破 1 歐元兌 1.28 美元的歷史高點，5 月初則維持在 1.20 美元左右的價位。長期來看，歐元的中長期價值必須由其經濟基本面來支撐，而目前歐元區勞動市場缺乏彈性，「穩定暨成長協定」限制了會員國利用赤字財政激勵景氣的運作空間，加上歐盟東擴可能引發不確定性等，均是阻礙其經濟發展而待克服的問題。

由於歐洲中央銀行並未將歐元的國際化當成獨立的政策目標，因而未特意加速或阻礙歐元國際化的進程。相對地，歐洲中央銀行接受歐元及其他主要通貨的國際化角色，並認為在國際市場日益整合及自由化的情況下，各種通貨的國際地位應由市場參與者來決定。惟能確定的是，從長期來看，國際市場上美元獨大的單一體制已告終結，歐元的重要性及影響力將與日俱增，並朝向與美元並駕齊驅的雙重體制邁進。

## 附 註

（註 1）TARGET（Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer）係連結歐盟各會員國清算系統，提供交易雙方安全且無匯率風險的歐元即時總額清算服務，各會員國間之跨國資金可經由該系統迅速移轉。由於 TARGET 的採行，歐元區會員國間無擔保的貨幣市場已完全整合；至於有擔保的貨幣市場、債券及股票市場則因各會員國監理及法規的差異尚未完全整合。

（註 2）馬斯垂克條約中載明，歐洲中央銀行的首要目標為維持物價穩定。為了更精確定義，歐洲中央銀行宣布將物價穩定量化定義為調和的消費者物價指數（HICP）年增率在中期內維持在 2% 以下（2003 年 5 月則重申低於但接近 2%）。

（註 3）部分取材自“Review of the International Role of the Euro,” ECB, December, 2002 and 2003.

- (註 4) 貨幣市場工具發行者的資料無法取得。
- (註 5) 在 1998 年之前以所有歐元組成通貨推算，並扣除歐元區內歐元組成通貨相互間的交易。
- (註 6) CLS 於 1997 年由 G20 的主要外匯市場參與者共同發起成立，2002 年 9 月開始操作，探討同步支付 (payment-versus-payment) 原則為基礎的外匯清算風險問題，至 2003 年 9 月底止，股東包括 17 個國家的 66 個主要金融機構。
- (註 7) 同註 3。
- (註 8) IMF 對外匯準備的統計係以 SDR 為單位，本報告以其當年底的匯率轉換為以美元為單位。
- (註 9) 日本外匯準備在此期間呈倍數增加，由 2,032 億美元增至 4,515 億美元。
- (註 10) 為因應近三年來的全球不景氣，歐洲中央銀行自 2000 年 10 月至 2003 年 6 月，總計僅降息 2.75 個百分點至 2.00%，美國 FED 自 2000 年 5 月至 2003 年 6 月，則調降官方利率 5.5 個百分點至 1.00%。
- (註 11) 美國 2003 年的預算赤字預估高達 GDP 的 6%，經常帳赤字為 GDP 的 5%。
- (註 12) 包括直接投資、證券投資及其他投資由 2001 年的 4,502 億美元降至 2002 年的 2,264 億美元。
- (註 13) 歐元區會員國中愛爾蘭及荷蘭的失業率分別從 1990 年的 13.4% 及 6.2%，降至 2001 年的 3.9% 及 2.4%，表現最為出色。
- (註 14) 歐盟於 1997 年 6 月召開阿姆斯特丹高峰會議，通過一項有關穩定、成長及就業之決議案，將就業問題置於歐盟政治議程之最優先項目，此後並每年對就業問題舉行高峰會，推動勞動市場改革，以有效預防失業。
- (註 15) 歐盟於 2002 年 12 月於哥本哈根舉行的高峰會上，同意於 2004 年 5 月起接納上述 10 國加入成為歐盟的一員；而國民所得較低的保加利亞和羅馬尼亞 2 國則可望於 2007 年加入；此外，土耳其因為人權記錄不佳，歐盟將於 2004 年檢討其人權狀況，如獲通過將自 2005 年起與土國談判入會事宜。
- (註 16) 包括通膨率不得超過 3%，平均長期公債殖利率不得高於通膨率表現最好的 3 個國家之公債殖利率平均值的 2 個百分點，每年度財政預算赤字不得超過 GDP 的 3%，而政府負債不得超過 GDP 的 60%，匯率須在 ERMII 的±15% 幅度內波動等規定。
- (註 17) 歐盟人口將由 3.794 億 (2002 年) 增加 19.74% 至 4.543 億 (2002 年)，GDP 將由 8.865 兆歐元 (2001 年) 增加 4.72% 至 9.283 兆歐元 (2001 年)。
- (註 18) 以購買力來衡量，10 個新成員 2002 年的平均每人所得約為歐盟平均每人所得的 47%，其中以塞浦路斯最高約為 76%。10 個新成員及 3 個候選國所含蓋的 50 個地區中有 48 個地區的所得低於歐盟平均每人所得的 75%，主要是因為 1993 年蘇聯解體後，中、東歐各國的發展程度不一。

## 參考資料

- BIS (2002), *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001*, March 18.
- Duisenberg, Willem F. (2003), "Changing Fortunes: Financing World Growth," September 5.
- ECB (2002a), "Labor Market Mismatches in Euro Area Countries," March 11.
- \_\_\_\_ (2002b), "Review of the International Role of the Euro," December.
- \_\_\_\_ (2003), "Review of the International Role of the Euro," December.
- \_\_\_\_ (2004), "The Monetary Policy of the ECB," January.
- Eurostat (2003), various pressreleases, <http://europa.eu.int/index-en.htm>.
- \_\_\_\_ (2004), various pressreleases, <http://europa.eu.int/index-en.htm>.
- Fairlamb, David (2003), "Super Euro - As The Currency Soars, Central Banks Are Raising Their Holdings," *Business Week*, February 17.
- Greenspan, Alan (2001), "The Euro as An International Currency," November 30.
- IMF (2003a), Revised IMF Annual Report Data on Official Foreign Exchange Reserves, Press Release No.03/196, November 19.
- \_\_\_\_ (2003b), *World Economic Outlook*, September.
- \_\_\_\_ (2004), *International Financial Statistics*, April.
- Issing, Otmar (2003), "The Euro - A Stable International Currency," February 27.

OECD ( 2003 ), *Economic Outlook*, No.74, December.

Pollard, Patricia S. ( 2001 ), “The Creation of the Euro and the Role of the Dollar in International Markets,” *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/October.

Pringle, Robert and Nick Carver ( 2003 ), *How Countries Manage Reserves Assets*, Central Banking Publications.

Solans, Eugenio Domingo ( 2003 ), “The International Role of the Euro in a Globalized Economy,” March 27.

Trichet, Jean-Claude ( 2003 ), “Testimony before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament,” December 1.

( 本文完稿於民國 93 年 5 月，作者現為本行經濟研究處國際經濟科科長 )