

# 歐元的全球角色：機會與限制

羅至美\*

## 摘要

本文的目的旨在檢視歐元的全球角色與其未來的發展展望。檢視國際使用現狀，歐元在創建的第一個十年中，已成為全球最重要的區域貨幣，此一區域優勢是否可進一步成長為全面性的全球貨幣？需視其在經濟與非經濟決定因素上的優劣勢。就經濟性指標而言，隨著未來歐元區的擴大以及此所伴隨的經濟規模與貿易力量擴張的趨勢、單一金融市場可望漸次實現、網絡外部性對新貨幣興起的限制性降低、以及貨幣穩定性等有利因素而言，歐元的全球角色發展應是偏向成長的有利方向。就非經濟決定要素而言，政治與體制性因素形成歐元國際化的主要限制。歐元若未能藉由全球金融危機與歐債危機的處理經驗，克服並改善其在體制上的內部治理缺陷，輔以歐盟官方立場的干預推動，歐元的全球角色將難見大幅躍升。

關鍵詞：歐元、全球角色、貨幣治理、經濟決定因素、地緣政治與體制因素

---

\* 國立臺北大學公共行政暨政策學系副教授，電子郵件：cmluo@mail.ntpu.edu.tw。

收稿日期：102 年 1 月 4 日。接受刊登日期：102 年 10 月 4 日。

## 壹、導言

1999年1月1日，十一個歐盟會員決定放棄本國貨幣、實施共同貨幣－歐元（the euro）<sup>1</sup>，建立起全球第二大的單一貨幣區（次於美國），被視為是自布列敦森林協定以來，影響最鉅的國際貨幣改革計畫。歐元的出現固然與完成歐洲單一市場、提升經濟成長與效率等經濟性動機相關，然而，它最終得以實現的決定性因素，一如歐盟執委會（European Commission）所直言的，實為政治的（2008: 17）。其中建立起一個與美元經濟體相當的歐洲貨幣區，以及透過此一共同貨幣的國際角色，分享美國在全球戰略性議題所獨有之影響力，為創建歐元一主要的政治動機（Buti et al., 2010: 2）<sup>2</sup>。其他論者則直指，成為與美元同等領導地位的國際貨幣，甚至挑戰美元在國際貨幣體系的優勢地位，是成立歐元時一個未明言（understated）的目的（Campanella, 2007: 92; Dominguez, 2006: 84；王啟明，2002：88）。

歐元是否可成為與美元同地位的國際貨幣？自歐元創始初期起，即引起相當廣泛的辯論。例如歐元之父 Robert Mundell（1998: 227-228）預期，以歐元經濟體終將超越美國經濟體的事實而言，歐元會成為與美元同等規模與地位的國際貨幣。Bergsten（1997: 17-20, 2005: 28-30）、

<sup>1</sup> 這十一個歐元創始會員國（依英文字母排序）是：比利時、德國、西班牙、法國、愛爾蘭、義大利、盧森堡、荷蘭、奧地利、葡萄牙、芬蘭。希臘於 2001 年、斯洛文尼亞（Slovenia）於 2007 年、賽浦路斯與馬爾它於 2008 年、斯洛伐尼亞（Slovakia）於 2009 年、愛沙尼亞於 2011 年分別加入歐元，至 2012 年年底為止，總計已有 17 個歐盟會員國加入歐元。其他尚未加入歐元、但表示一旦符合加入標準將加入的歐盟會員國（依英文字母排序）為：保加利亞、捷克、拉脫維亞、立陶宛、匈牙利、波蘭、羅馬尼亞與瑞典。丹麥與英國則選擇不加入歐元。

<sup>2</sup> 創建歐元的政治性動機還包括：透過經濟整合的深化持續推動歐洲的和平與安全與因應冷戰的結束與將兩德統一議題導入歐盟脈絡等。詳見 Buti, Marco, Servaas Deroose, Vitor Gaspar and Joao Nogueira Martins. 2010. "The euro: the first decade and beyond." In *The Euro: The First Decade*, ed. Buti, Marco, Servaas Deroose, Vitor Gaspar and Joao Nogueira Martins. Cambridge: Cambridge University Press, p.2; Marsh, David. 2011. *The Euro: The Battle for the New Global Currency*. New Haven and London: Yale University Press, p.11.

Masson 與 Turtleboom (1997: 194-224)、吳東野 (1998: 48)、沈玄池 (1998: 14-24)、洪德欽 (2006: 23-24) 等人亦認為，以歐元經濟體的規模以及其在國際貿易上的比重，歐元在發展十年之後，可以達到與美元相當程度的國際貨幣角色。Chinn 與 Frankel (2008: 19) 甚至預估，在倫敦成為歐元區金融中心的條件下，歐元最快可望於 2015 年超越美元，成為全球首要國際貨幣。然而，學界中的主流看法，例如李顯峰 (2010: 4)、Cohen (2003: 575)、李顯峰、符勇 (2001: 232-233)、蘇導民 (2000: 57-58)、McKinnon (1998: 60)、Eichengreen (1998: 483)、Feldstein (1997: 23)、Frankel (1995: 9) 等人，對此則持保留看法。多數認為以美元在國際金融與商品市場的主導地位、美國經濟具較佳的成長前景、美國金融市場的規模與成熟度、以及美國在全球地緣政治的優勢地位等現實條件而言，美元仍將會是首要的國際貨幣，歐元的全球角色將是有限的，它會是重要的區域貨幣，可以達到比過去德國馬克更多的國際貨幣的角色功能，但無法對美元形成任何顯著的挑戰，遑論取代其國際地位。

另一方面，美元作為國際貨幣的角色，於 2007-2009 期間，因美國房地產次級市場放貸危機 (sub-prime crisis) 而導致全球金融危機之後，引起新興經濟體 (emerging market economies) 的貨幣決策者的批評與提出重新檢視國際貨幣體系安排的要求。例如中國大陸中央銀行行長周小川指出，現有國際貨幣體系獨尊美元角色使得全球經濟與美國經濟的任何變動發生連帶影響的成本與風險，因此應考慮「超主權儲備貨幣」以分散風險。在國外批評聲浪之外，部分美國經濟學者亦於全球金融危機發生後，提出重新省思美元國際地位的觀點。例如 Helleiner 與 Malkin (2012: 45-48)、Fратиanni (2012: 4)、Bergsten (2009: 20) 等人指出，美元作為國際貨幣地位的角色其實不利於美國國內經濟的利益與穩定，次貸危機的發生即是大量持有美元的外國資金湧入美國市場的結果；同時，美國作為全球儲備貨幣的角色造成美國經常帳 (current account) 的鉅額赤字，有礙於國內政策的決策自主性與財政收支平衡的達成。他們因而呼籲美國政府應鼓勵歐元與人民幣國際化，較符合美國利益。

然而，一度在全球金融危機中被期待承擔更多全球角色的歐元，卻因隨後（2009-2012 年間）發生的歐洲主權債務危機事件，引發外界對歐元經濟區是否能有效維持以及歐元作為一成功的區域貨幣此一角色能否持續的質疑。

本文的目的即在檢視歐元的全球角色與其未來的發展展望。自 1999 年創建、2001 年發行實體貨幣（notes and coins）的歐元，迄今已經歷了第一個十年，其所達成的國際地位為何？影響歐元其全球角色發展的因素有哪些？本文的目的即在回答上述的研究問題。本文的討論結構安排如下：首先，本文將透過歐元在國際市場的使用，包括資本市場與官方使用的現況，檢視歐元在第一個十年所達到的國際地位為何。其次，本文將從影響一貨幣其全球角色發展的決定性因素，包括經濟的與非經濟的因素為分析架構，以理解歐元所達成的國際地位現況，並據以分析其未來發展全球角色的展望。第四部份總結本文的研究發現。

## 貳、歐元的全球使用現況

一個貨幣可被社會廣泛使用與接受是因為其具備三項主要功能：交易的媒介（medium of exchange）、計價的單位（unit of account）、價值的儲存（store of value）（Coehn, 2009: 748, 2012: 22; Papaioannou and Portes, 2010: 368; Bertuch-Samuels and Ramlogan, 2007: 46）。本節將以此三項功能檢視歐元在國際使用上的現況。此一檢視將以私人資本市場與官方使用兩方面進行。在私人使用的資本市場方面，本文將透過外匯市場交易、國際貿易支付、與投資貨幣分別觀察歐元作為國際貨幣的交易媒介、計價單位、與價值儲存的角功能；在官方使用方面，本文將透過外匯市場干預、外匯聯繫 / 釘住貨幣、與儲備貨幣等三項指標對應觀察此三項貨幣功能（參見表 1）。

表 1 國際貨幣的功能使用

分析面向	交易媒介	計價單位	價值儲存
私人資本市場使用	外匯市場交易	國際貿易支付	投資貨幣
官方使用	外匯市場干預	匯率聯繫/釘住貨幣	外匯儲備貨幣

資料來源：Cohen(2012), Table 2 in p.22; Papaioannou and Portes(2010), Table 10.1 in p.368。

## 一、在私人資本市場的使用

在私人資本市場使用中，歐元作為國際貨幣的交易媒介、計價單位、價值儲存可分別由外匯市場交易、國際貿易支付、投資貨幣等三項指標進行觀察。

### （一）外匯市場交易

根據歐洲央行（European Central Bank，簡稱 ECB）（2012: 19-20）的數據顯示，在全球外匯市場中，多數的外匯交易係以美元為主，約有 90% 的交易是與美元有關的，歐元是第二大交易貨幣，然而，其比例—40%，不及美元交易的半數比例<sup>3</sup>。儘管美元在外匯市場的交易比重在 2008 年受到全球金融危機影響而出現顯著下降，但此一下降趨勢自 2009 年後開始回升，至 2010 年 7 月時，即回復到危機發生前的水準（ECB, 2012: 20）。歐債危機的發生則對歐元在外匯市場的交易比重並無顯著的影響。根據 ECB 的資料圖顯示，在 2010-2012 歐債危機持續期間，歐元的交易比重始終維持在 40% 上下的比重，未出現明顯下跌的跡象（ECB, 2012: 19）。在利率衍生性商品的店頭市場此單一市場中（OTC interest rate derivatives），歐元則以 6560 億美元的規模超越美元 5520 億美元的規模成為全球市場中最大的交易貨幣（Papaioannou and Portes, 2010: 393）。

<sup>3</sup> 美元外匯交易數據為所有與美元有關的外匯交易，因此包括美元兌歐元的部分；同理，歐元外匯交易數據為所有與歐元有關的外匯交易，因此包括歐元兌美元的部分，兩者在計算中必然有重疊與重複計算的部分，因此兩者相加超過 100%。

針對美元在外匯市場的優勢地位，Cohen（2009: 750）認為此一事實可以美元的交易成本較低以及使用者慣性（*inertia*）兩項因素來解釋。他指出，成本 / 價格動機、使用者習慣、與體制僵固性等因素均有利於美元在外匯市場的優勢地位，此一被廣泛使用的事實形成美元交易的規模經濟與網絡外部性（*network externalities*），從而對使用者產生路經依賴的固定性偏好，亦即經濟學者所稱之的「滯後作用」（*hysteresis / ratchet*），使美元享有現任領先者的自然優勢。

## （二）國際貿易支付

根據 Grassman's 定律，國際貿易的使用貨幣會傾向以出口國家的貨幣為主。依此定律，歐元區作為全球最大貿易集團應可望超越美元，成為全球貿易主要的交易貨幣。然而，Grassman's 定律並未在歐元的對外貿易支付一事上實現（Wijnholds and McKay, 2007: 71）。事實上，並非所有由歐元區出口的商品皆以歐元為支付貨幣。根據 ECB（2012: 72）的數據顯示，至 2011 年時，三分之二（66.7%）歐元區對外的出口貿易是以歐元為支付貨幣，半數（50.2%）的歐元區進口貿易是以歐元為支付工具。易言之，歐元確實已經取代美元成為歐元區對外貿易的主要交易貨幣，甚至在非歐元區國家的歐洲國家，如挪威，歐元亦取代其他貨幣成為對外貿易主要的交易貨幣（Lighthart and Werner, 2012: 1568; Szapary, 2009: 133）。但歐元區仍有三分之一的出口貿易與近半數的進口貿易是以非歐元，主要是美元，來進行的（ECB, 2012: 72）。此外，如同 Khan（2009: 147-148）與 Cohen（2009: 751）所指出的，在非歐元地區的第三國彼此間的貿易行為，較少出現使用歐元支付的現象。近半數的全球出口貿易仍是以美元作為支付工具。Bertuch-Samuels 與 Ramlogan（2007: 46-47）即認為，國際貿易支付此一面向是歐元在其全球角色中進展最少的面向。

多位論者，例如 Wessels（2012: 111）、Papaioannou 與 Portes（2010: 386）、Cohen（2009: 751），等人認為，歐元區在國際貿易中的重要性未反應在歐元在貿易支付上的使用，以及美元仍為全球貿易主要支付貨幣的事實其主要原因在於後者是全球主要商品，如農產品、金

屬、礦產，以及石油交易的報價貨幣（quotation currencies）。Papaioannou 與 Portes（2010: 386, 391-392）進一步指出，當貨幣在某一商品市場中取得交易貨幣的地位，其他價格接受者型（price-taking）的小型企業即會選擇跟隨此一支付型態，因為如果改以其他貨幣支付將會增加銷售變動風險。Goldberg 與 Tille（2009: 990-1003）在一份針對 24 個貿易國家進行的調查中亦證實，這些貿易國家選擇美元為貿易支付工具是因為美元為世界主要商品，包括石油，的報價貨幣，以美元支付可減少貿易上的匯兌風險。基於以上發展，網絡外部性理論者<sup>4</sup>相信，除非美元交易成本，例如匯率變動與通貨膨脹等因素，大幅增加，否則貿易行為者很難轉向其他貨幣選擇（Papaioannou and Portes, 2010: 386）。

歐元是否可成為主要商品的報價貨幣則需視目前逐漸形成的全球天然氣市場（natural gas market）未來將如何發展。Papaioannou 與 Portes（2010: 392）認為，歐元區在地理位置上位於全球天然氣儲備大國—俄羅斯與北非國家，兩者的中介，同時，歐元區為俄羅斯天然氣最大出口市場，因此預期未來歐元可能成為全球天然氣商品市場的報價貨幣，從而可提升其在貿易支付功能的角色扮演。

### （三）投資貨幣

如同多位論者（Cohen, 2009: 752; Bertuch-Samuels and Ramlogan, 2007: 46-47; Dominguez, 2006: 84）所指出，歐元作為國際貨幣其最大進展是在國際債券市場此一價值儲存功能上。以歐元發行的國際債券（euro-denominated international debt securities）而言，其總量於 2004 年超越以美元發行的總額，成為首要的媒介貨幣（European Commission, 2008: 5）。惟此一國際化的進展自 2005 年達到高峰期後亦出現下滑。根據 ECB（2012: 58）的最新數據顯示，至 2011 年底，美元以 38.6% 的比例仍為全球國際債券發行金額最高的貨幣，歐元則占全球市場的 25.7%。

在其他價值儲存的功能上，至 2011 年底，全球過半數（56.6%）的

---

<sup>4</sup> 有關網絡外部性理論請參見本文參、一、（四）一節的相關說明。

國際借貸市場（international loans）是以美元進行，以歐元進行國際借貸的比例為 21.8%；相似地，全球有六成的國際存款市場（international deposits）是以美元進行儲存，只有 22.4% 的國際存款是以歐元儲存（ECB, 2012: 69-70）。易言之，歐元在國際銀行市場的角色不到美元的半數比例。惟值得注意的是，歐債危機的出現並未對歐元其價值儲存的功能有顯著的傷害，除了在國際債券發行量有略微減少，並出現由高風險收益國主權債券轉換到低風險收益國的主權債券之外，在國際借貸與存款市場上，以歐元交易的總量均出現小幅增加（ECB, 2012: 27, 58, 69-70）。

再以境外居民持有外國貨幣此一項目觀察，歐洲央行理事會成員（member of Executive Board of ECB）Lorenzo Bini Smaghi（2009: 24）指出，在歐元的現金發行總量中（total cash in circulation），僅約 10-15% 的比例是由境外居民持有。相較之下，美元被境外居民的持有比例顯然遠超過歐元。根據美國聯準會國際研究部副總裁 Linda Goldberg 的研究指出（2010a: 1），自 1990 年起，即有高達三分之二比例的美元現金是由境外居民持有，其中百元面額美元的境外持有比例則是超過 70%，總金額估計約有 4500 億美元。而根據 ECB 的統計顯示（2012: 9-10），至 2011 年底為止，歐元境外持有的總金額約在 1100 億歐元的水準，不到美元總量的三分之一。惟值得注意的是，對歐元現金的境外需求並未受到歐債危機後的影響，在危機發生後仍出現需求成長速度高於歐元區需求的現象。

## 二、官方使用

在官方使用中，歐元作為國際貨幣的交易媒介、計價單位、價值儲存則可分別由外匯市場干預、外匯市場聯繫 / 釘住貨幣、外匯儲備貨幣等三項指標進行觀察。

### （一）外匯市場干預

過去在布列敦森林協定時代，為維持本國貨幣的匯率在固定區間浮



動，各國中央銀行必須持有相當數量的美元作為儲備貨幣以在必要時對外匯市場進行干預，因此一國匯率釘住與聯繫的外國貨幣為何會影響該國必須持有的主要干預貨幣為何。同時，為保持中央銀行有適當的市場干預能力，此一干預貨幣的資產與貨幣市場必須具有高度流動性。近年來，各國貨幣政策的管理已逐漸由以匯率為管理指標（exchange rate targeting）轉變為以通貨膨脹為管理指標（inflation targeting），而選擇讓匯率在市場自由浮動，從而降低了干預外匯市場的必要性，除了匯率出現劇烈變動或是金融危機出現，近年已較少見各國的貨幣主管單位大動作地干預外匯市場（Papaioannou and Portes, 2010: 379-380）。

儘管各國央行向來甚少揭露干預市場的貨幣操作資訊，惟自官方所發佈的聲明與新聞資訊中可推知，歐元作為外匯市場的干預貨幣主要是以歐洲國家為主，例如歐盟新成員國（如捷克、匈牙利、羅馬尼亞）、參與歐洲匯率機制（exchange rate mechanism，簡稱ERM II）的成員國（如丹麥、拉脫維亞、立陶宛）<sup>5</sup>、以及匯率以釘住歐元為主的歐洲鄰近國家（如俄羅斯、利比亞、摩洛哥、突尼西亞）（Wijnholds and McKay, 2007: 79）。

## （二）匯率聯繫 / 釘住貨幣

一個貨幣是否可成為他國在匯率聯繫 / 釘住的選擇有其重要性，因為它會對該國外匯儲備貨幣與干預貨幣的持有產生功能性的外溢效果。

<sup>5</sup> ERM II 是 ERM 的後繼機制。多數的 ERM 會員國在 1999 年歐元實施之後，成為歐元會員國，ERM II 則是針對尚未參與歐元的歐盟國家，提供其一個對歐元匯率變動的固定匯率機制，以確保非歐元會員國的貨幣對歐元的匯率變動保持穩定，從而可確保單一市場的穩健運作。每一個參與 ERM II 的會員國皆有一個對歐元的中心匯率，其幣值對歐元的變動浮動必須保持在中心匯率的±15%以內的限定幅度。參與 ERM II 為志願性質的，因此並非每一個非歐元國家的歐盟會員國均參與 ERM II，例如英國與瑞典至今都未加入 ERM II。目前參與 ERM II 的會員國為：丹麥（1999 年 1 月 1 日加入，採取對歐元幣值變動不超過±2.25%的窄幅限制）、立陶宛（2004 年 6 月 28 日加入，採取對歐元幣值變動不超過±15%的寬幅限制）、拉脫維亞（2005 年 5 月 2 日加入，採取對歐元幣值變動不超過±1%的窄幅限制）。希臘、愛沙尼亞、斯洛文尼亞、賽浦路斯、馬爾他、斯洛伐尼亞均曾為 ERM II 的會員國，這些國家在加入歐元之後陸續離開 ERM II。詳見 European Commission. 31 July 2012. *What is ERM II? Economic and Financial Affairs*. From [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/euro/adoption/erm2/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/erm2/index_en.htm). Retrieved March 15, 2013.

在此一面向，歐元與美元作為國際貨幣的差距已逐漸縮小。在全球 150 個國家中，有 40 個國家選擇以完全（共 29 國）或部分（共 11 國）聯繫 / 釘住歐元，而選擇聯繫 / 釘住美元的國家不到 60 個。其中五分之四的國家是屬於歐洲與非洲法語區國家（Cohen, 2009: 754）。在這些國家中，俄羅斯與中國大陸以其兩大新興經濟體與大量外匯持有國的地位，於 2005 年宣布依貿易比重將其匯率部分聯繫 / 釘住歐元，相當程度地提升了歐元在匯率方面的國際地位（Wijnholds and McKay, 2007: 77）。依此而言，歐元，確實如歐盟執委會（European Commission, 2012）所指出的，在國際貨幣體系中，已逐漸成為一具吸引力的聯繫 / 釘住貨幣（attractive ‘anchor’ currency），尤其是對那些與歐盟有特別體制安排（special institutional arrangements）以及簽有貿易優惠協定的國家。

儘管在國家數量上，聯繫 / 釘住歐元的國家與美元相比，相去不遠，然而，如同 Papaioannou 與 Portes（2010: 381）、Cohen（2009: 755）等所指出的，多數聯繫 / 釘住歐元的國家屬於較小型的經濟體，或是對金融市場影響力較小的國家。相對地，聯繫 / 釘住美元的國家則多為對金融市場較有影響力的大型外匯持有國家，如東亞的日本、韓國、台灣、香港、馬來西亞，與中東產油國家。相較之下，在全球前二十大外匯持有國家中，沒有一國是完全採釘住歐元匯率者。此一事實顯示，歐元作為匯率的聯繫 / 釘住貨幣顯露出明顯的區域特性，而非國際性。

### （三）外匯儲備貨幣

根據國際貨幣基金（International Monetary Fund，簡稱 IMF）所編纂的各國官方外匯儲備貨幣統計資料顯示，全球的官方外匯儲備貨幣中，最主要貨幣仍為美元，然而，其比重已由 1999 年歐元創始時 71% 的高比例，下降至 2011 年的 62%，歐元則為全球第二大儲備貨幣，其比例由 1999 年創始時的 17.9%，上升到 2011 年的 25%。然此一上升趨勢至 2003 年後即出現停滯。同時，若再以歐元所取代的歐洲各國貨幣的歷史紀錄來觀察，事實上，在 1990 年時，這些歐洲國家的貨幣所占全球官方儲備貨幣的比重，總計最高曾達到 39% 的比例，以此觀之，今日歐

元所達到的比例尚未超過過去歐洲貨幣總和的歷史高點（ECB, 2012: 54; Cohen, 2009: 756; Galati and Wooldridge, 2009: 20）。

各國外匯存底的比重分配大致維持獨尊美元的穩定狀態，論者（Papaioannou and Portes, 2010: 371, 374-376; Papademos, 2008）認為這說明了全球外匯存底分配的高度慣性以及 IMF 資料的侷限性。首先，根據調查顯示，多數受訪者表示會逐漸增加持有歐元存底的比例，然此一改變會是緩慢而非短期間就會發生的。其次，多數持有大量外匯存底的國家，如中國大陸等多個東亞國家，並未向 IMF 揭露其官方外匯存底，總計全球有三分之一的外匯存底資訊無法得知。同時，IMF 的統計數據並未包括金額龐大的主權投資基金（sovereign investment funds）等因素所致。

就已知的官方外匯存底數據顯示，持有歐元為外匯存底者主要為非歐元區的歐盟國家，此類國家高達七成的外匯存底是以歐元持有（ECB, 2012: 56; IMF, 2012）。同時，開發中國家顯然較已開發國家更願意持有歐元作為儲備貨幣。前者持有的比例—29% 明顯高於後者（21%），其中俄羅斯是持有歐元外匯存底最大的國家。根據其官方公佈的資料顯示，該國三分之一的外匯存底為歐元，此舉反應出該國三分之一的貿易是與歐元區進行，以及該國 35% 的匯率比重是釘住歐元的（Wijnholds and McKay, 2007: 77-79; Bertuch-Samuels and Ramlogan, 2007: 46-47）。Click（2006: 417, 425）的研究亦指出，以中國大陸、韓國、日本等三個標準美元系統的國家而言，在 1999-2004 期間，此三國對歐元的持有曾一度高達三分之一的比例，顯示出在歐元創始後，亞洲各國政府確實在資產多元化的考量下，增加了對歐元的外匯持有。另一方面，Fratzcher 與 Mehl（2009: 335, 353）的研究則顯示，新興經濟體，尤其是中國大陸與中東產油國家，針對外匯與儲備貨幣的官方談話，對歐元與美元的匯率均發生顯著的影響，其中對歐元的影響最大，最多可出現匯率對美元升值 7% 的影響。此舉顯示，未來新興經濟體對外匯存底持有的變化將會顯著影響歐元作為國際儲備貨幣的地位。

然而，儘管歐元作為儲備貨幣的地位確有上升，但此一地位並不穩定。ECB（2012: 14）在 2012 年的年度報告中並不認為全球金融危機與

歐債危機對美元與歐元作為國際儲備貨幣的地位產生負面影響。但根據 Komijani 與 Tavakolian (2011: 155) 針對數個外匯存底持有大國的研究調查指出，危機事件對美元的國際地位確實未造成顯著影響，但對歐元的持有則在危機時有下降的趨勢，並轉回增加對美元的持有。ECB 所公布的數據亦顯示，部分非歐元的歐盟國家，如瑞典、英國、波蘭等，以及部分工業先進國，如加拿大、挪威等，均於歐債危機時期明顯減少對歐元的持有 (2012: 56)<sup>6</sup>。以上事實顯示出作為國際儲備貨幣，歐元的穩定度較美元為低。

綜合而言，不論是就外匯市場交易、貿易支付、投資等私人使用的國際資本市場，或是官方使用的干預貨幣、聯繫 / 釘住貨幣、與儲備貨幣而言，歐元的國際使用確如 ECB 所評論的 (2012: 14)，顯露出明顯的區域特色：它是歐洲地區與鄰近此一地區的國家在外匯交易、貿易支付與國際投資的主要媒介貨幣；它也是此一地區其官方使用上的首要國際貨幣。歐債危機的發生大致上並未顯著改變歐元在私人市場使用上的現況，例如在外匯市場交易、國際借貸與存款、境外需求等方面，歐元的地位並未出現明顯的波動。然而，在官方使用上，歐元作為國際儲備貨幣的角色，則明顯地受到歐債危機的衝擊。與美元不同的是，全球金融危機並未減損美元作為首要國際儲備貨幣的地位，但歐元的官方儲備貨幣地位則在歐債危機發生後，在部分歐洲國家與工業先進國發生持有比例降低的負面影響。此舉顯示，儘管歐債危機並未對使用歐元的市場需求產生負面影響，但卻明顯地衝擊了官方外匯儲備持有的信心。

歐元得以在創建十年內成為歐洲與鄰近地區首要國際貨幣的主因，與貿易聯繫以及未來加入歐盟等因素相關 (Szapary, 2009: 136)。歷經創始後的第一個十年，歐元在國際使用上已成為次於美元的第二大國際貨幣，然而，其與全球首要國際貨幣—美元的地位，卻存有相當差距。同時，在歐洲與其鄰近地區之外的亞洲、中東、中南美洲，歐元的國際

<sup>6</sup> 瑞典央行持有歐元做為外匯存底的比例由 2009 年歐債危機發生初始的 48.1%，降至 2011 年危機持續進行中的 37%。英國央行的歐元持有比例由 2009 年的 63.3%，降至 2011 年的 59.1%。波蘭央行的歐元持有比例由 2009 年的 36.7%，降至 2011 年的 30.4%。加拿大央行的歐元持有比例由 2009 年的 41.9%，降至 2011 年的 37%。挪威央行的歐元持有比例由 2009 年的 47.2%，降至 2011 年的 36.1%。詳見 ECB. 2012. *The International Role of the Euro*. Frankfurt: ECB, Table 2 in p.56.

使用較為少見，美元仍為唯一具全球使用的國際貨幣（Henning, 2009: 116; Khan, 2009: 147-148; Arraes, 2009: 162）（參見表 2）。

表 2 歐元作為國際貨幣的使用現狀（2011）

分析面向	交易媒介	計價單位	價值儲存
國際資本市場 使用	外匯市場交易 ➢ 占全球市場比例 40%	國際貿易支付 ➢ 歐元區出口貿易支付比例: 66.7% ➢ 歐元區進口貿易支付比例: 50.2%	投資貨幣（占全球 市場比例） ➢ 國際債券發行： 25.7% ➢ 國際存款：22.4% ➢ 國際借貸：21.8%
官方使用	干預貨幣 ➢ 使用者以歐洲國家、參 與 ERMII 會員國、鄰近 地區，如北非，國家為 主	匯率聯繫/釘住貨幣 ➢ 共計有 40 國匯率完全或 部分釘住歐元 ➢ 五分之四屬歐洲與非洲法 語區國家	外匯儲備貨幣 ➢ 占全球儲備貨幣比 例：25% ➢ 持有者以非歐元區 的歐盟國家為主

資料來源：作者綜合以上內容自製。

## 參、歐元的全球角色：機會與限制

歐元在第一個十年達成首要區域貨幣的角色，以及全球第二大國際貨幣的地位，其未來是否可進一步發展成全面性的國際貨幣，以及達成更大的全球角色扮演？其所可能面對的機會與限制為何？為本節所欲討論之內容。決定一貨幣能否發展發展出全面性的全球角色涉及到經濟的與非經濟的因素（Sapir, 2010: 409）。本節將以這些經濟性與非經濟性的決定因素為分析架構，分別探討歐元其全球角色的機會與挑戰。

## 一、決定國際貨幣地位的經濟性決定因素

影響一個貨幣其全球角色發展的經濟性決定因素有：經濟規模與對外開放程度、金融市場的發展與整合、貨幣價值的穩定性、使用慣性與網絡外部性等四項參數（Smaghi, 2009: 26-28; Galati and Wooldridge, 2009: 2-3; Chinn and Frankel, 2008: 8-11; Samuels and Ramlogan, 2007: 47-48; Wijnholds and McKay, 2007: 63-64）。

### （一）經濟規模與對外開放程度

一個經濟體的規模越大、且越具成長動力，則此一經濟體透過其大量的資本流動與貿易兩項因素的帶動，對全球經濟的影響力也就越大，也更易吸引較小的經濟體使用此一貨幣交易。因此，一國的經濟規模與對外貿易的流量對該國貨幣能否發展出全球角色，具有決定性的影響力（Smaghi, 2009: 26-27; Samuels and Ramlogan, 2007: 47; Wijnholds and McKay, 2007: 63）。Dutta（2005: 352）認為，此一經濟生產與貿易因素在後冷戰時期已越形重要，因為地緣政治概念已被地緣經濟概念所取代，一個貨幣是否能扮演全球角色，端視該經濟體在全球生產與貿易所占之比重。根據 Rajan 與 Kiran（2006: 125）的研究指出，一國在全球經濟的比重每上升 1%，就會帶動該國貨幣作為他國儲備貨幣機率亦上升 0.9-1.3%，顯示出兩者的正向關連性。

依此指標觀之，歐元經濟體在規模與貿易開放程度上已與美國經濟表現相當，但在經濟成長與就業表現上不若美國強勁。就經濟規模而言，歐元區總人口數占全球總數的 4.9%，略高於美國的 4.6%；其經濟生產占全球 GDP 比重的 16.3%，與美國的 21.2%相去不遠；歐元區的出口貿易占全球比重的 13%，高於美國的 11.4%；其進口貿易占全球比重的 13.4%，低於美國的 18.6%（Buti et al., 2010: 3）。因此，如 Rajan 與 Kiran（2006: 125）所言，若單純以經濟規模與對外貿易程度觀察，歐元的全球角色是有可能成長至與美元相當的地位。

在此一指標上，歐元的挑戰在於歐元區的經濟成長不若其他主要經濟體的表現。經濟成長對一國貨幣其全球角色的影響在於成長的幅度影

響經濟體的大小，從而使經濟規模發生變動。以歐元第一個十年而言，其平均經濟成長率為 2.1%，明顯低於美國的 2.6%，亦遠低於其他新興經濟體。歐元區失業率在第一個十年中，平均為 8.3%，亦高出美國同時期平均為 5% 的失業率不少（Buti et al., 2010: 5, 20; Chinn and Frankel, 2008: 8; Samuels and Ramlogan, 2007: 47）。為何歐元區的經濟成長表現低於美國？Rajan 與 Kiran（2006: 126）認為這反應歐元區的體制結構較為僵固而不若美國經濟富有彈性，因此，經濟成長較低的弱點必須透過歐元區會員國願意採取結構性改革才能重新恢復成長動力。Dominguez（2006: 71）與 Cohen（2009: 744）則認為，此與主管貨幣政策的決策者所追求的政策目標有別有關。他們指出，美國中央銀行－聯準會的政策目標是物價穩定、充分就業、與維持長期利率的適度等多重目標。相較之下，ECB 的政策目標只有維持物價穩定此單一目標，因此容易形成不利經濟成長的政策偏差（anti-growth bias）。

## （二）金融市場的發展與整合

如同 Wijnholds 與 McKay（2007: 63-64）、Chinn 與 Frankel（2008: 9）、Samuels 與 Ramlogan（2007: 48）所共同指出的，僅有龐大的經濟規模此一條件並不足以支持該國貨幣自動發展出全球角色，因為作為一個國際貨幣，此貨幣必須能提供境外居民容易、不受管制地透過金融工具與商品自由處分與持有的便利性與流動性，從而可降低交易成本與風險。金融市場的發展與整合程度實質地影響了一國貨幣作為儲備、借貸、投資等角色功能。因此，一個具廣度、深度、效率、且有良好健全法規的國內金融市場對發展一個貨幣的全球角色是必要的。

此一要件的重要性可從美元的發展經驗觀之。Papaioannou 與 Portes（2010: 365-366）指出，儘管美國經濟在 20 世紀初期不論是就產出規模或是國際貿易的比重均已經超越德國、法國，而與當時最大經濟體－英國相當，但一直到 1914 年以前，美元都未具國際貨幣的地位，其主要的障礙即是缺乏具廣度、深度、與高流動性的國內金融市場。一直到 1913 年，美國通過聯邦儲備法案（Federal Reserve Act of 1913），才在聯準會的刻意推動下，建立起紐約作為國際金融中心的地位。

依此要件而言，不同於美國金融體系傾向依賴證券資本市場，歐元區的金融體系過去係以銀行為主體（bank-based），因此在金融市場的發展與整合上不及美國市場進階。然而，在歐元創始與歐盟推動金融服務行動計畫（Financial Services Action Plan，簡稱 FSAP）之後，歐元區的金融市場已出現以下的轉型變化。首先，歐元區的公司債券與政府公債市場出現快速擴張且此一市場在歐元啟用後更具流動性。其次，歐元的出現已提高各會員國國內股票市場的整合，以整個歐元區為對象的泛歐洲的股票基金大幅成長，使得投資人已逐漸習慣跨越國別而以產業與企業本身條件進行投資；再者，歐元會員國彼此在政府公債殖利率上的差異已逐步縮小。最後，在金融創新與市場基礎設備方面亦因歐元的出現同步出現大幅進展（Samuels and Ramlogan, 2007: 48）。以上發展變化使得 Papaioannou 與 Portes（2010: 388）、Galati 與 Wooldridge（2009: 20）等人認為，歐元區的金融市場發展與整合程度已與美國市場相當，使得歐元區的金融交易成本並不高於美國。

Papaioannou 與 Portes（2010: 388）、Smaghi（2009: 27）等人以歐盟官員角度認為，歐元在此一指標上的弱點是歐元區的債券市場（bond market）與證券市場（equity market）規模僅為美國市場的一半，其中歐元區的政府公債仍由各國政府分別發行而顯得分散，缺乏像美國政府所一統發行的美國政府公債，是此一指標上歐元明顯不及美元之處，後者所發行的政府公債為全球最大與流動性最高的債券市場，而缺乏統一性的歐元債券則無法將歐元區的經濟力量轉換至歐元的使用。IMF 官員 Samuels 與 Ramlogan（2007: 48）、Forbes（2009: 48）則認為，歐元區在不同會員國之間仍存在法規、賦稅、金融市場等未一體化與一統性整合等弱點，此一市場分散性（market fragmentation）影響金融市場的運作效率，但在金融單一市場計畫推動後，他們預期此類市場障礙可被逐步排除。

Thimann（2008: 241, 2010: 3, 12-13, 28）以 ECB 官員的角度認為，金融市場發展與整合此一要件對歐元發展全球角色至為重要。他以貨幣的全球角色（global role）與國際角色（international role）兩者不同的概念區分國際貨幣的內涵。前者反應出一個貨幣在全球經濟的地位與重要



性，後者反應其國際使用的現況。以全球角色而言，歐元區占全球 GDP 與貿易的比重與美國相當，但兩者在國際使用上，如外匯交易、儲備貨幣所扮演的角色功能卻差距甚遠，歐元的全球角色未反應在其國際角色上以及美元的國際角色遠高於其全球角色的事實，其主要原因即在於美國金融市場的龐大規模與較為進階的結構發展階段。Forbes (2009: 50) 亦認為，未來歐元區若能如美國一般，發展出單一的證券與債券市場，將會大幅影響國際資金對歐元的需求。

### (三) 貨幣的穩定性

如同多位論者 (Smaghi, 2009: 26, 28; Wijnholds and McKay, 2007: 63; Hefeker, 2006: 130) 所指出的，國際貨幣的使用者首要關切的是其所持有的貨幣是否具有穩定的購買力，亦即作為計價的單位與交易的媒介，此一貨幣能否維持穩定的幣值，甚至，作為價值儲存的工具，此一貨幣是否能於未來升值。因此，一個穩定的貨幣能夠吸引最多的使用者選擇持有此一貨幣。使用者持有的信心則來自此貨幣在匯率與通貨膨脹兩方面的表現，因為此兩者的變動均直接影響此一貨幣的價值。因此，穩定或甚至是升值傾向的匯率與低通貨膨脹，是建立起對某一國際貨幣持有信心的來源，反之，高通膨與貨幣貶值則顯示政府治理與結構性缺失。在極端的情況下，一國際貨幣其通貨膨脹的急遽上升會使該貨幣喪失國際地位。

在此一指標上，歐元的表現尚稱穩健。歐盟條約明訂 ECB 以維持物價的穩定為首要任務，使得歐元自創始至今，歐元區均維持低而穩定的通膨。在第一個十年中，歐元區通膨的平均值為 2.2%，相較於美國同時期 2.9% 的平均值，明顯較佳。在匯率方面，至 2010 年歐債危機尚未擴大之前，歐元兌美元匯率 (自 2002 年的 0.86:1 逐步升值至 2008 年的 1.59:1) 出現緩步升值的趨勢。國際金融界普遍的看法同意，ECB 在歐元第一個十年已建立起維持物價穩定的治理聲譽 (Buti et al., 2010: 5, 11; McNamara, 2008: 439; Samuels and Ramlogan, 2007: 48)。

相較之下，美元的匯率則在美國經濟出現貿易經常帳赤字與政府赤字—所謂的雙赤字問題—遲未改善的情況下，近年來不時面臨匯率貶值

的風險。就政府赤字而言，至 2011 年時，歐元區政府赤字占其 GDP 的 4.2%，美國政府赤字為 9%，為歐元區的兩倍之多；在貿易平衡方面，2011 年時，歐元區的進出口貿易大致維持平衡，僅出現占其 GDP 約 0.1% 的赤字，美國的貿易赤字則占其 GDP 的 6%，而成為全球最大負債國。然而，值得注意的是，儘管美國經濟面臨雙赤字問題，卻不影響美元持有者的信心。如前所述，美元仍為國際投資與避險的首選貨幣。同時，當美國主權信用於 2011 年時，因雙赤字問題被信用評等公司標準普爾（Standard and Poor's）調降其等級時，國際資金仍持續湧入美國，此一現象在全球金融危機發生時，尤為明顯。美元匯率在全球金融危機發生期間，其匯率反而上升，且國際資金對美國政府公債的需求仍然成長，使其殖利率接近於零的低水平（Wessels, 2012: 113; Buti et al., 2010: 4, 6; Smaghi, 2009: 28; Cohen, 2009: 742; Chinn and Frankel, 2008: 10）。

#### （四）使用慣性與網絡外部性

如同多位論者（Hefeker, 2006: 130-1; Fratianni, 2012: 2; Chinn and Frankel, 2008: 10; Wijnholds and McKay, 2007: 64; Bertuch-Samuels and Ramlogan, 2007: 48）所指出的，越多人使用某一貨幣，此一貨幣就越容易吸引其它人加入使用同一貨幣，從而越有網絡（network）價值。一個貨幣一旦取得主導性的網絡價值，就可以取得使用慣性（inertia），其他貨幣難以在短期間取代。此一因素可以解釋為何美元不僅被與美國有貿易往來的國家使用，它同時也被非美元地區的國家選擇作為彼此間交易之貿易支付貨幣。廣大的使用網絡同時意味著以此一貨幣交易的成本與匯率風險均會較其他貨幣為低，因此使得轉換使用其他貨幣將會提高交易成本，從而形成因避免成本轉換風險而鎖住在原交易系統的路徑依賴現象。Smaghi（2009: 28）與 Goldberg（2010b: 2）認為使用慣性在貿易支付的選擇上尤為明顯，因為網絡的連結會驅使使用者只使用一種，而非多種貨幣，此與投資上傾向多元貨幣的組合不同。

ECB 副總裁 Papademos（2008）即認為，此一現任優勢使得主導性貨幣在國際貨幣的競爭中享有獨有的競爭利基，從而使得國際貨幣的轉變非常緩慢。Rajan 與 Kiran（2006: 126）以歷史實證經驗與計量經濟的

研究發現指出，現任者因素（Incumbency）比起經濟生產規模因素更能解釋全球外匯存底的配置。Chinn 與 Frankel（2008: 2）、Bertuch-Samuels 與 Ramlogan（2007: 48）、Dominguez（2006: 85）、Rajan 與 Kiran（2006: 124） 等多人則以美元發展經驗指出，美國在 1872 年時，就已超越英國成為全球最大的經濟體，在 1919 年時，更在國際貿易與國際貸款資金的提供上，超越英國，成為全球最大的貿易與資本來源。同時，美國官方於此一時期建立起聯邦儲備系統並致力發展紐約成為金融中心等因素，均被認為有助於美元其全球角色的提升而能與英鎊競爭。然而，但一直要到 1945 年二戰結束與英國本身經濟管理的失當，美元才正式取代英鎊，成為首要的國際貨幣。此一長達半世紀的時間落差顯示出使用慣性的僵固性與緩慢改變的特性。

歷史發展經驗使得多數論者認為，使用慣性與網絡外部性此一因素是決定一個貨幣能否發展出全球角色的四項經濟性決定因素中，最為重要的因素（Wijnholds and McKay, 2007: 64）。Chinn 與 Frakel（2008: 10）即指出，在經濟規模與貿易、金融市場發展與整合、貨幣穩定性等三項因素的小幅改變，在短期內不會相對應地反應在一個貨幣其國際地位的變化，主要原因就是使用慣性與網絡外部性所產生的偏差，使得其他因素所發生的改變都會出現一長時間的落差現象（long lag）。

然而，其他研究者認為網絡外部性因素作為國際貨幣的決定性因素，其重要性已經降低。例如 Papaioannou 與 Portes（2010: 369-370）認為，在今日工業國家的金融市場規模與流動性已發展至相當成熟的階段之後，網絡外部性因素對一個貨幣的全球角色發展已不若過去重要。Pisani-Ferry 與 Posen（2009: 5）亦指出，歐元在國際債券市場已超越美元成為全球首要交易貨幣的事實顯示，此一發展亦有可能在其他市場中發生，因此，使用慣性與網絡外部性因素並不具有說服力。Fратиanni（2012: 2）、Hefeker（2006: 131-132）、Eichengreen 與 Flandreau（2012: 82-84）等人則以新貨幣興起的歷史經驗指出，網絡外部性因素確實對現任者產生保護優勢，但並不妨礙國際貨幣體系中有後起之秀的興起並與現任者並存。Fратиanni（2012: 2）、Papaioannou 與 Portes（2010: 376）俱指出，歷史上曾有兩到三個國際貨幣並存的時期，例如

中古時代 (Middle Age) 有拜占庭時期的 *solidus* 與以色列的 *dinar* 等兩種國際貨幣的並存；13 世紀掌握西方貿易樞紐的義大利亦有熱那亞的 *genoino*、佛羅倫斯的 *fiorino*、與梵諦岡的 *ducato* 等三種貨幣的並存；工業革命前，有荷蘭 *guilder* 與英鎊兩種國際貨幣並存。

Fratianni (2012: 2)、Hefeker (2006: 131-132)、Eichengreen 與 Flandreau (2012: 82-84) 進一步指出，英鎊作為首要國際貨幣的地位確實因二次大戰的發生而正式終結，但事實上，早於英鎊被美元完全取代之前的 1920 年代，英鎊的國際地位即已被美元所分享，美元於 1915 年即已成為國際貨幣。他們指出，一般傳統的看法認為由於網絡外部性的優勢，使得英鎊一直到二次戰後才被美元取代，而這個取代過程的完成是因為二次大戰的發生與美國聯準會的干預推動下所完成的，而非經由市場力量的推動。但最新的研究發現指出，事實上，美元取代英鎊的過程自戰間期即已開始，是美國本國銀行至海外建立分行以及在國際貿易比重的成長，推動了使用美元的網絡。因此，市場力量與政府支持兩者是推動美元國際化的決定性因素。故而有關網絡外部性對新貨幣興起產生限制的理由並不充分，而是一被誤解的說法。Eichengreen 與 Flandreau (2012: 82-84) 表示，1920 年代，國際貨幣體系同時存在英鎊與美元兩種國際貨幣的事實，說明了國際貨幣體系並非是贏者全拿的遊戲，而是可同時存在一個以上國際貨幣的空間體系。

就以上四項經濟性決定因素而言，歐元其全球角色發展的機率是優劣互見的 (參見表 3)。在未來成長的「機會」此一面向上，歐元在全球經貿的比重將隨歐元區的擴大而增加、金融單一市場應可漸次實現、歐元區為一通膨與匯率穩定的貨幣區、以及網絡外部性對新興貨幣的國際使用所產生之限制因素降低等發展與趨勢，均對歐元由一區域貨幣進一步發展出全面性的全球角色形成有利因素。在所面臨的「限制」此一面向上，歐元區經濟成長率低於美元區的弱點確實對其經濟體的擴大形成限制，同時，歐元區缺乏如美元債券般的單一歐元債券亦妨礙了歐元區將經貿力量轉換至金融市場對歐元的需求。然而，若以美元的發展經驗而言，貿易力量的延伸與擴大較經濟成長率與債券市場因素對一貨幣發展全球角色更為關鍵。衡平而言，歐元的全球角色在經濟性決定要素

的展望應是成長機會多於限制。

表 3 歐元其全球角色發展的機會與限制：評估四項經濟性決定因素

四項經濟性決定因素	機會	限制
經濟規模與貿易開放程度	歐元區占全球 GDP 與國際貿易比重與美國相若	經濟成長率低於美國
金融市場發展與整合	歐元區的金融交易成本已不高於美國，故歐元區金融發展與整合程度已與美國市場相當	歐元區因會員國仍存在法規與賦稅的差異性而未形成單一金融市場，市場分散弱點使得歐元區債券與證券市場規模為美國之半
貨幣的穩定性	穩定的通貨膨脹；匯率表現在歐債危機出現前保持平穩升值趨勢	美國雙赤字問題不影響投資人持有美元信心，且在危機發生時期尤為明顯
使用慣性與網絡外部性	對新貨幣的興起所產生的限制並不充分，國際體系存在一種以上國際貨幣的空間	現任優勢提供主導性貨幣獨享之競爭利基，使得國際貨幣的改變相當緩慢

資料來源：作者綜合以上內容自製。

經濟性決定因素固然可提供觀察歐元其全球角色發展的分析架構，但誠如 Wessels (2012: 111-112)、Fratianni (2012: 4)、Papaioannou 與 Portes (2010: 370)、Sapir (2010: 409)、Posen (2009: 86) 等人所指出的，影響一個貨幣其全球角色的發展尚牽涉到非經濟因素，此即為下節所將討論的。

## 二、決定國際貨幣地位的非經濟性決定因素

採非經濟觀點者認為，經濟因素無法解釋一個貨幣的全球角色扮演，因為，如果純經濟因素即可以成為決定性的充分理由，那麼不論就是經濟規模、貿易型態、或是通膨表現，歐元早已可以成為國際貨幣。因此政治理由實為決定一貨幣其全球角色發展的關鍵。

## （一）政治與體制性因素

多位論者（Pittaluga and Seghezza, 2012: 101-104; Wessels, 2012: 115; Cohen, 2012: 27-28; Posen, 2009: 86-87, 89-93; Smaghi, 2009: 28-29; Khan, 2009: 147-148; McNamara, 2008: 442-443）指出，一個國家的安全能力與外交政策的投射能力，很大程度地影響了他國是否採用該國貨幣作為國際貨幣的決定。事實上，一國的外匯政策，從匯率的聯繫到儲備貨幣的選擇等，均與該國的安全與外交政策高度相關，從而形成地緣戰略與貨幣合作兩者間密切關連。以德國為例，儘管美元在 1970 年代出現高通膨與經濟衰退等問題，德國始終支持美元在國際貨幣體系中的領袖地位，此一支持一直到冷戰結束、同時間 EMU 開始創建等地緣政治的變化降低了兩國的安全依賴關係後，才出現改變。亞洲國家（如日本、南韓、台灣）、南美洲、中東產油國家等採支持美元地位的外匯政策亦是基於相同的軍事安全考量，儘管其外貿關係可能與歐元區較為密切。持有美元的最大投資國，除中國大陸以外，都與美國有正式與非正式的軍事同盟關係。同理，非洲國家中選擇釘住歐元匯率者亦為與法國—歐元區中最重要的軍事強權，有軍事安全合作關係者。而前南斯拉夫共和國所分裂獨立出來的國家亦多選擇釘住歐元的原因即在於這是歐盟採取最大軍事行動的地區。易言之，國防與外交政策對外投射力量的地緣政治理由是支持一個貨幣能否成為全球貨幣最關鍵的理由。以歷史發展觀之，當英鎊與美元成為國際首要貨幣時，是英國與美國成為國際體系霸權的時期。歷史上沒有一個成功的強勢國際貨幣是沒有軍事政治霸權的硬實力（hard power）的支持。

McNamara（2008: 442-449, 454）進一步解釋一國貨幣政策與地緣政治因素兩者的連結。她表示，市場並非是中立的，一個貨幣的價值與可欲性是主觀建構的，以貨幣的三大功能—計價單位、交易媒介、價值儲存等而言，均是建立在投資人對他者行為的期待與認知上，而地緣政治以及據此所產生出的文化理解是形成社會認知與信心的必要條件，因為根據霸權穩定理論，投資者相信，維持其貨幣的領導地位是霸權國家在建構全球政治體系中重要的部分，因此霸權國有意願與能力去維持國際支付體系的穩定性。

以此角度觀之，美國是在此方面最具資源與體制優勢的政治行為者。相反地，歐元區只是一個鬆散的政治體制，而不是一個可提供硬實力的主權國家，其會員國彼此間對國際事務常有不同立場，也未形成有效的共同安全與外交政策。在歐洲憲法被否決後，歐洲政治聯盟在可預見的未來尚難實現，同時，在英國未加入歐元的前提下，歐元區尚未擁有歐盟中具備最強大軍事投射能力的會員國。易言之，它無法、也沒有意願在政治安全事務上提供其他國家安全利益。歐元因而成為一個沒有國家的貨幣（a currency without a country），而非國家主權力量的表現。缺乏政治組織 / 政治同盟的缺陷在和平時期可透過政府間的協調，但在危機，包括政治的與經濟的，發生時，此一體制性弱點即會顯露，因為它無法如一般政治行為者一般表達出單一權威的聲音與行動力量。這也是為何每當有全球金融危機發生時，國際資金就會湧進美國債券市場避險。缺乏政治霸權的支持使得歐元欠缺國際貨幣所需的核心理影響力，從而形成歐元發展其全球角色的最大困境。另一方面，論者亦指出，沒有政治體制的支持要件，歐元區始終存在分解的風險。相對地，儘管美元存在不少問題，但沒有美國以外的軍事安全選擇（Pittaluga and Seghezza, 2012: 105; Posen, 2009: 86-87; Dyson, 2009: 3; Cohen, 2009: 758-759, 762; Rajan and Kiran, 2006: 126-127）。

缺乏政治霸權與單一政治體制 / 政治同盟支持的缺陷固然影響歐元做為國際貨幣的信心建構與主觀認知等外部條件，然而，此一缺陷在歐元區境內治理上所形成缺乏統整性、全觀性的治理問題則更為迫切，並在歐元區回應全球金融危機與歐債危機的案例中表露無遺。Posen（2009: 86-87）即批評，歐元已成為歐洲地區的國際貨幣，然而，在全球金融危機發生時，ECB 對鄰近國家對歐元流動性的資金需求未積極援助的作法凸顯其缺乏地緣政治觀下的短視心態，傷害歐元在此一區域作為國際貨幣地位的維持。相較之下，美國則在全球金融危機發生後，即時提供部分亞洲國家在維持資本流動性的援助，相當程度地鞏固了美元的領導地位。至於歐債危機的處理方式則進一步暴露出歐元區缺乏國家支持以及相對應的中央集權領導力量的體制缺陷。如同論者（Wessels, 2012: 117-118; Kouretas and Vlamis, 2010: 393; Cohen, 2009: 744-745; Marsh, 2011:

268-269, 293; Pisani-Ferry and Posen, 2009: 2-3; Smaghi, 2009: 29; Pisani-Ferry and Sapir, 2009: 81-83; Posen, 2009: 99; Mayer, 2009: 179; Dyson, 2009: 4) 所評論的，歐元區對歐債危機的回應途徑仍停留在個別國家的層次，分散的治理體制使得即時、有效的危機管理與解決途徑無法出現，增加市場對歐元區是否解體的風險臆測與不確定感，使得歐債危機由歐元區的邊緣經濟體擴大到核心經濟體。相較之下，美國以其政治體制上的一統性，在面對金融危機時得以採取迅速且明確的反應方式，降低市場疑慮。歐債危機的發生使得投資人觀察到歐元區各會員國政府缺乏為共同利益而採取果決行動的互信與治理上的缺陷，突顯出 Dyson (2009: 4) 所形容的：「歐債危機的管理處在一個無國家而體制模糊的政體中」，但在危機發生時刻，「貨幣卻尤其需要國家的支持」(Marsh, 2011: 292-293)。美元匯率在全球金融危機與歐債危機發生後上升而歐元匯價低落，可以說明投資者對兩者在危機處理時的評價以及政治體制性因素對一貨幣其國際地位的重要性。Posen (2009: 99-100) 如此評論國家支持的必要性：「你可以擁有一個沒有國家 (stateless) 的貨幣，如歐元，但你無法擁有一個缺少國家支持 (state support) 的國際貨幣」。

少數論者則認為缺乏霸權地位與國家支持等政治因素對歐元發展其全球角色所產生的限制並不如想像中的重要。例如 Dutta (2005: 352)、Chinn 與 Frankel (2008: 18) 即認為，在後冷戰時期，地緣政治因素已不存在，它已被地緣經濟 (geo-economic) 概念所取代，因此，一個貨幣能否發展全球角色，端視該經濟體在全球生產與貿易所占之比重。Papaioannou 與 Portes (2010: 370-371, 395, 399) 則指出，歐元區雖為許多主權獨立國家所形成的團體而非一主權國家，但會員國彼此是團結在歐盟與 EMU (economic and monetary union) 的政治體制之下，此一事實未來並不會出現改變。同時，歐元區缺乏代表性的政治領袖固然無法提升歐元的全球角色，但亦不會對此形成限制。他們表示，多數論者習以霸權穩定理論解釋一個貨幣發展全球角色必須與該國為國際體系中的霸權國家相關。然而，政治與經濟領導地位亦可能與貨幣領導地位分開，例如 1913 年時，英國在世界經濟的領導地位處於最高點，但此時卻同時存在英鎊與美元兩種國際貨幣。Sapir (2010: 410-412) 亦指出，



歐元的弱點是缺乏國家的支持，因為是財政部，而非中央銀行，決定國際貨幣的投資配置，因此歐元區若在政治整合上無明顯的進展，勢必影響歐元在全球角色的發展。但此一缺點卻非是無法克服的，它可透過成立授權代表機構的方式來處理。

如果缺乏霸權與國家支持的政治要件對歐元其全球角色的發展是一爭辯中的議題，那麼，缺乏財政聯盟（fiscal union）的支持阻礙了歐元的經濟成長與發展此一體制上的缺陷，則為一較不具爭議的看法。Mundell（2011: 14）、Moeller（2011: 72）、Fratianni（2012: 4）等人即認為，歐元區較低的經濟成長率與歐債危機的發生突顯出歐元區缺少財政聯盟的結構性缺陷，亦即一個缺少財政聯盟支持的貨幣聯盟，能如何維繫的根本性問題。被稱之為歐元之父的 Mundell（2011: 14）因此認為，歐債危機的解決以及歐元未來的發展，除了需要財政紀律的落實，更需要會員國同意轉移財政主權，建立起可在不同會員國之間進行財政資源移轉的財政聯盟，以解決與調和不同經濟體之間的成長差異化問題。

建立財政聯盟的必要性在歐債危機發生之後已被歐元區政治領袖所廣泛認知，並因此於 2012 年通過財政穩定公約（fiscal compact）的實行，然而，此一財政穩定公約（亦稱之為財政穩定聯盟，fiscal stability union）僅涉及到財政紀律層面，為一紀律聯盟，與涉及到財政資源移轉的完全財政聯盟，兩者仍有差距。此一不完整的財政穩定聯盟可以解釋為何自 2011 年 10 月起，歐元區的政治領袖即積極著手解決歐債危機，並因此於一個月內迅速通過財政穩定公約。然而，一年多以來，歐債危機仍幾度因危機國家的經濟情勢不佳而導致政治不穩定，繼而出現危機再度惡化的風險<sup>7</sup>。這些情勢發展證實了 Mundell（2011: 14）的論點，亦

<sup>7</sup> 詳細內容參見 BBC News. 9 December 2011. *Euro crisis: Eurozone deal reached without UK*. from <http://www.bbc.co.uk/news/world-16104089>; 12 June 2012. *Spain borrowing costs hit euro-era record high*. from <http://www.bbc.co.uk/news/business-18405729>; EU Observer. 26 June 2012. *Cyprus becomes fifth eurozone country to seek bailout*. from <http://euobserver.com/economic/116753>; 13 September 2012. *Italy debt rating downgraded*. from <http://euobserver.com/economic/116964>; 27 July 2012. *ECB chief indicates upcoming help for Spain*. from <http://euobserver.com/economic/117077>; 6 September 2012. *ECB to buy Spanish bonds, but with strings attached*. from <http://euobserver.com/economic/117461>. Retrieved March 22, 2013.

即在財政穩定公約實行後，歐元會員國因需遵守若干財政紀律的規範而更難以財政政策來調和國內經濟發展的需求，而在歐元區尚缺乏完整、全面性的財政聯盟的現狀下，使得發生債務危機的歐元會員國無法透過歐盟層次的財政資源移轉來協助其恢復經濟成長，從而使得歐元區始終無法擺脫部分會員國債務危機的陰霾，進而傷害歐元的全球地位。

## （二）ECB 的政策立場與作為最後援助者的角色

另一個非經濟的決定性因素則在於歐盟官方對歐元發展全球角色的立場態度。Cohen（2009: 741）即認為，以美元發展經驗顯示，歐盟政治領袖對歐元角色的定位對其全球角色的發展至關重要，他認為，如果歐盟官方沒有意願推動與發展歐元的全球角色，它在國際貨幣體系中，只會是一個距離美元地位很遠的亞軍。Thimann（2010: 34）亦指出，ECB 在作法上亦沒有採取任何發展歐元其全球角色的政策或技巧性作法。相較之下，美國政府不僅明確採取發展美元全球角色的立場，亦在政策技巧與行動上採取支持性作法。例如美國政府建立「長期美金現金處理全球存貨保管系統中心」（worldwide network of the extended custodial inventory system of cash-handling centers）即對美元的國際化極有助益。Papaioannou 與 Portes（2010: 398）亦認同主觀意願的存在是一個貨幣國際化的要件之一。

對此，ECB 副總裁 Papademos（2008）在演說中表示，ECB 對歐元全球角色的發展採取中立立場，不推動、亦不妨礙此一發展。ECB（2012: 43-45）則在年度報告中反駁有關官方因素影響貨幣國際化的發展。ECB 表示，日本政府曾於 1980 年代中期推動日圓的國際化，但在日本經濟陷入資產泡沫化的「失落十年」後，日圓國際化亦無法推動，顯示貨幣的國際化與國內經濟發展相關，是市場力量所推動，官方政策只能提供必要而非充分的要件（ECB, 2012）。

但事實上，Papaioannou 與 Portes（2010: 401）、Cohen（2009: 759）指出，ECB 表現中立的原因在於內部意見的分歧，因而對此議題無法達

成共識<sup>8</sup>。因此一個較為根本的問題是：發展歐元的全球角色是否有利於歐元區？以及誰來決定利益的權衡？就前者而言，發展國際貨幣可帶來較低的交易成本、金融機構享有較高的收益、對經常帳赤字提供融資、與鑄幣權收益等優點；缺點則是發行國經濟必須承受資金流動的不穩定性、政策自主性的限制、與貨幣目標較不易掌握等（Fратиanni, 2012: 3; Thimann, 2010: 33; McNamara, 2008: 442-443; Bertuch-Samuels and Ramlogan, 2007: 46; Hefeker, 2006: 134）。就後者而言，貿易與金融利益團體會較支持貨幣的國際化，而負責管理貨幣流動與通貨膨脹的中央銀行與依賴出口的國內生產者則會傾向反對。但 Helleiner 與 Malkin（2012: 52-53）的研究指出，利益團體對此一議題確實有影響力，但決策者通常在貨幣議題上可保有一定的決策自主性，而此議題的複雜性使得決策者較難產生一總體性的評估。

在 ECB 的主觀意願之外，其是否具有在國際危機發生時扮演最後援助者的客觀條件亦被認為影響歐元是否能發展全球角色的關鍵。Gilpin

<sup>8</sup> 對於是否應積極推動歐元發展全球角色，ECB 內部主要分為兩派意見：一為歐元的全球角色應交由市場的競爭邏輯來決定，ECB 的任務是在於維繫歐元區的物價穩定，而非干預歐元的全球角色發展。另一派意見則主張有鑑於美元在國際經貿體系的獨霸優勢，ECB 應採取較為積極的作法，推動將歐元區的經貿力量反映在歐元的國際使用上。至於歐元區的主要領導國家—德、法兩國，則在尊重 ECB 獨立性的考量下，甚少公開提出有關的官方談論。惟兩國對此議題的態度或可以歷史脈絡間接觀察之。以德國而言，其在 1970 與 1980 年代主導歐洲貨幣整合運動—蛇行浮動與歐洲匯率機制，主要動機即在於減緩德國貨幣—馬克的升值與以及避免馬克的國際化，該國因其戰間期歷史經驗之故，其經濟治理的首要目標在於維持物價穩定。因此馬克如果成為國際貨幣將會增加國內央行控制通貨膨脹的困難度，因此，德國央行始終反對馬克成為國際貨幣。另一方面，德國為一出口型經濟體，馬克的國際化不利於該國出口業者的競爭力，故不符合該國利益。至於法國則對二次戰後美元做為國際領導貨幣所享有的「過度特權」（*exorbitant privilege*）屢有批評，同時，該國參與歐洲統合的動機與期待為提升法國的國際地位以及推動歐盟成為可與超級強權平衡的力量。以歷史脈絡觀之，法國固然對歐洲統合所採取的國際戰略觀點，可能較德國樂見歐元的國際化，惟此舉並不表示法國支持一個強勢歐元（*strong euro*）的出現。2013 年 2 月，在美國與日本相繼採取寬鬆的貨幣政策導致國內貨幣貶值而以提振出口的發展下，法國財政部長 Pierre Moscovici 於歐元區財長會議中公開表達對強勢歐元的憂慮。他表示，歐元近期在外匯市場的強勢表現將阻礙歐元區的出口與經濟成長，從而引發歐元區財長會議就 ECB 是否應進行市場干預的討論。對此議題的相關討論詳見 Cohen，同前註，頁 759；Fратиanni, Michele，同前註，頁 3；Smaghi, Lorenzo Bini，同前註，頁 24-25；Euronews. 12 February 2013. *EU finance chiefs debate strong euro*. from <http://www.euronews.com/2013/02/12/eu-finance-chiefs-debate-strong-euro/>. Retrieved March 22, 2013.

(2001: 98) 在分析一貨幣如何取得國際地位時即指出，一個領導的國際貨幣在國際危機發生時必須扮演最後援助者的角色。Rajan 與 Kiran (2006: 126)、Campanella (2007: 94) 則指出，美元成為首要國際貨幣即是因為美國聯準會有能力、且有願意維持市場的流動性與擔任最後援助者的角色。相較之下，歐盟條約則未賦予 ECB 類似權限，從而限制了歐元其全球角色的發展。

Papaioannou 與 Portes (2010: 400) 則以 ECB 在全球金融危機與歐債危機中的表現反駁表示，ECB 已在實質上承擔起最後援助者的角色。但 Posen (2009: 99) 則認為，ECB 此一角色扮演僅限於歐元區境內，對於境外與歐元區經貿關係密切的其他歐洲國家，則未如美元在危機時所展現出的最後援助者之領導角色。

表 4 歐元全球發展的機會與限制：非經濟性決定因素的評估

非經濟性決定因素	機會	限制
政治與體制性因素	地緣政治已被地緣經濟因素所取代；霸權領導地位亦可與貨幣領導地位分開	歐元缺乏霸權與國家體制的支持
ECB 政策立場與作為最後援助者的角色扮演	--	ECB 對歐元國際化保持中立；最後援助者的角色不明確

資料來源：作者綜合以上內容自製。

總括而言，缺乏霸權政治與國家體制的支持；歐盟官方不推動（雖亦不妨礙）歐元發展全球角色的政策與未能積極扮演境外最後援助者的角色，兩者為歐元在非經濟因素面向的最大限制。根據 Eichengreen 與 Flandreau (2012: 58-59) 最新的研究發現指出，美國只花了十年時間，即將美元從不具國際地位的貨幣提升至與英鎊同為主要國際貨幣的地位，其中的關鍵即為外貿力量的延伸與官方的干預推動。美元的成功經驗意味著，官方的干預推動為貨幣發展全球角色過程中不可或缺的要素。具備此一主觀意願，貨幣決策機構，如當時的美國聯準會，才會有意願積極扮演維持資金流動的最後援助者之角色。而此一必備要素確為歐元所缺乏的。ECB 的中立立場不僅限制了歐元其全球角色的發展，更

須觀察的是此一消極態度是否影響其做為歐洲地區首要貨幣的既有地位。以部分歐洲國家在全球金融危機與歐債危機發生後，減少以歐元作為儲備貨幣的持有而言<sup>9</sup>，ECB 在危機發生時未能積極扮演該地區最後援助者的角色，對歐元在該區國際地位的維持產生部分負面影響。

美元的發展經驗同時也意味著，地緣政治的霸權因素其實不若預期中對貨幣的國際化產生侷限性，因為當美元在 1915 年上升成為國際貨幣時，美國尚未具全球霸權的地位。以國際政治體系僅容許有單一全球霸權的空間，而全球貨幣體系卻可同時存在一種以上的國際貨幣而言，地緣政治與對外軍事力量的投射對一貨幣的全球角色發展並非是必備，而是充分，要件。亦即具備全球霸權地位的國家，其貨幣必具備國際貨幣的地位；但卻非每一個具備國際地位的貨幣都必須有霸權國家的支持。因此，歐盟缺乏對外軍事投射力量與意願不必然就會限制了歐元的全球角色發展。此一霸權政治與國家支持因素對歐元的限制主要來自境內治理方面。缺乏單一的政治體制 / 政治同盟使得歐元區在面臨危機發生時，如全球金融危機與歐債危機，無法如主權國家般採取及時而明確的支持行動，從而傷害歐元發展成為國際貨幣所需的信心與認知建構，形成歐元發展全球角色的主要限制。

## 肆、結論

就一個新興貨幣而言，歐元的全球角色，一如 Dominguez (2006: 84) 所描述的，「仍在發展」(evolving)。它在歷經 Mayer (2009: 173) 所說的「相對平穩的幼稚時期 (childhood)，將進入較為困難的青少年時期...面臨如何調整經濟結構、發展財政聯盟的自我探索期」。展望歐元未來，ECB (2012: 11) 預期，在人民幣興起後，歐元會成長為與

---

<sup>9</sup> 波蘭對歐元作為儲備貨幣的持有由 2007 年金融危機發生前的 36.3% 比例降低到 2011 年的 30.4%；瑞典則由 46.9% 降到 37%；英國則由 64.4% 降到 59.1%；挪威則由 44% 降到 36.1%。進一步資料參見 European Central Bank，前引文。

美元、人民幣並立的三極（tripolar）國際貨幣時代。

就國際使用現狀來觀察，歐元在創建的第一個十年中，已成為全球最重要的區域貨幣，而根據美元上升成為國際貨幣的歷史經驗指出，區域面向是貨幣在國際化過程中的重要基礎（Eichengreen and Flandreau, 2012: 58-59）。它是否可如 ECB 的預期，在未來從區域貨幣成長至與美元並立的國際貨幣角色？多數經濟學者（如 Bertuch-Samuels and Ramlogan, 2007: 49; Buti et al., 2010: 27; Eichengreen, 2012: 134 等）認為，經濟性因素，如成長率、歐債危機的債務處理、網絡外部性等，是決定歐元能否從區域角色提升至全球角色的關鍵。儘管存在不少限制，歐元在經濟要素方面的展望應可偏向成長的有利方向。少數經濟學者（Pittuluga and Seghezza, 2012: 104-106）與政治學者（Cohen, 2012: 29; McNamara, 2008: 450）則認為，政治與體制性要件實為影響歐元國際地位的關鍵。針對歐元在政治上的特殊條件，一如首任 ECB 總裁 Wim Duisenberg 所描述的：「歐元是歷史上第一個沒有與黃金，也沒有與民族國家聯繫的貨幣」（引自 Marsh, 2011: 12）。

依此而言，歐元在政治與體制方面所面臨的限制，顯然比其在經濟要素中所擁有的機會，更為複雜難解。以歐盟並非一主權獨立國家而為超國家的體制安排而言，將歐元與一般主權貨幣所享有國家支持的競爭優勢相提並論，未盡公允。同時，缺乏霸權國家的支持不必然就會限制了歐元的全球角色發展。然而，如同全球金融危機與歐債危機經驗所顯示的，缺乏單一政治體制的支持，尤其是財政聯盟的缺乏，所造成的內部治理缺陷確實已對歐元其全球角色的維持與發展形成限制。歐元若未能藉由危機處理的經驗，克服並改善其在政治與體制上的治理缺陷--不論是進一步的政治整合，例如 財政聯盟的實現，或是對現制進行更為中央集權式的治理強化，很難預期歐元的全球角色可出現大幅躍升。而美元經驗中的官方要素—從 ECB 的政策立場到對擔任最後援助者的遲疑，則對歐元發展全球角色形成另一項主要限制。ECB 未能積極扮演歐洲地區貨幣領導者的角色，以及對歐元全球角色發展所採取的中立態度，很大程度反應了歐洲統合所追求的目標—其戰略目的在維持歐盟與歐元區內的穩定與安全，而非尋求擔負更廣泛的全球角色。依此而言，儘管歐

盟與歐元區的經貿力量賦予歐元發展全球角色的有利因素，然而，歐洲統合運動的區域性而非全球性的政策目標，形成歐元進一步由區域貨幣發展成為全面性國際貨幣的侷限<sup>10</sup>。

---

<sup>10</sup> 在此需釐清的是，以美元經驗而言，區域化是貨幣國際化的必經途徑。因此，區域化並不會造成歐元國際化的阻礙。對歐元形成侷限的是其區域性的政策目標，而非是其區域化的途徑。

## 參考文獻

### 一、中文部分

- 王啟明，2002，〈歐洲聯盟政策制訂過程之個案研究〉，《問題與研究》，41（5）：87-110。
- 李顯峰，2010，〈歐元與歐洲單一商品市場〉，發表於「歐洲聯盟經貿政策學術研討會」（5月14日），台北：台灣大學歐洲聯盟中心。
- 李顯峰、符勇，2001，《歐元：誕生與發展》，台北：華泰文化。
- 沈玄池，1998，〈國際政經新秩序與歐洲經濟暨貨幣聯盟〉，《金融研訓季刊》，91：14-24。
- 吳東野，1998，〈歐洲單一貨幣的前景－政治面的觀察〉，《經濟前瞻》，58：46-9。
- 洪德欽，2006，〈歐元之國際經濟地位〉，《政治科學論叢》，29：9-30。
- 蘇導民，2000，〈歐元誕生對美元之衝擊〉，洪德欽（編），《歐洲聯盟經貿政策》，台北：中研院歐美所，頁49-75。

### 二、英文部分

- Arraes, Maria Celina. 2009. "Latin America." In Jean Pisani-Ferry and Adams S. Posen eds., *The Euro at Ten: The Next Global Currency?* Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 155-163.
- BBC News. 9 December 2011. *Euro crisis: Eurozone deal reached without UK*. from <http://www.bbc.co.uk/news/world-16104089>. Retrieved March 22, 2013.
- BBC News. 12 June 2012. *Spain borrowing costs hit euro-era record high*. from <http://www.bbc.co.uk/news/business-18405729>. Retrieved March 22, 2013.
- Bergsten, C. Fred. 1997. "The dollar and the euro." *Foreign Affairs*, 76(4): 83-95.
- Bergsten, C. Fred. 2005. "The euro and the dollar: Toward a "Finance G-2"?" In Adam S. Posen eds., *The Euro at Five: Ready for a Global Role?* Washington, DC: Institute for International Economics, 27-45.
- Bergsten, C. Fred. 2009. "The dollar and the deficits: How Washington can prevent the next crisis." *Foreign Affairs*, 88(6): 20-38.



- Bertuch-Samuels, Axel and Parmeshwar Ramlogan. 2007. "The euro: even more global." *Finance and Development*, 44(1): 46-49.
- Buti, Marco, Servaas Deroose, Vitor Gaspar and Joao Nogueira Martins. 2010. "The euro: the first decade and beyond" In Buti, Marco, Servaas Deroose, Vitor Gaspar and Joao Nogueira Martins ed., *The Euro: The First Decade*. Cambridge: Cambridge University Press, 1-33.
- Campanella, Miriam L. 2007. "Is the euro ready to play the global currency role?" In Joaquin Roy and Pedro Gomis-Porqueras eds., *The Euro and the Dollar in a Globalized Economy*. Aldershot: Ashgate, 83-102.
- Chinn, Menzie D. and Jeffrey A. Frankel. 2008. "The euro may over the next 15 years surpass the dollar as leading international currency." *NBER Working Paper Series*. Working Paper No. 13909: 1-23. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Click, Reid W. 2006. "On the composition of Asian central bank reserves: Will the euro replace the dollar?" *Journal Asian Economics*, 17(3): 417-426.
- Cohen, Benjamin J. 2003. "Can the euro ever challenge the dollar?" *Journal of Common Market Studies*, 41(4): 575-595.
- Cohen, Benjamin J. 2009. "Dollar dominance, euro aspirations; Recipe for discord?" *Journal of Common Market Studies*, 47(4): 741-766.
- Cohen, Benjamin J. 2012. "The benefits and costs of an international currency: Getting the calculus right." *Open Economies Review*, 23(1): 13-31.
- Dominguez, Kathryn M. E. 2006. "The European Central Bank, the euro, and global financial markets." *Journal of Economic Perspectives*, 20(4): 67-88.
- Dutta, M. 2005. "The theory of optimum currency area revisited: Lessons from the euro/dollar competitive currency regimes." *Journal of Asian Economics*, 16(3): 352-375.
- Dyson, Kenneth. 2009. "The age of the euro: A structural break: Europeanization, convergence, and power in central banking." In Kenneth Dyson and Martin Marcussens eds., *Central Banks in the Age of the Euro: Europeanization, Convergence, and Power*. Oxford: Oxford University Press, 1-50.
- Eichengreen, Barry. 1998. "The euro as a reserve currency." *Journal of the Japanese and International Economies*, 12(4): 483-506.
- Eichengreen, Barry. 2012. "When currencies collapse: Will we reply the 1930s or the 1970s?" *Foreign Affairs*, 91(1): 117-134.
- Eichengreen, Barry and Marc Flandreau. 2012. "The Federal Reserve, the Bank of England, and the rise of the dollar as an international currency, 1914-1939." *Open Economies Review*, 23(1): 57-87.

- Euronews. 12 February 2013. *EU finance chiefs debate strong euro*. from <http://www.euronews.com/2013/02/12/eu-finance-chiefs-debate-strong-euro/>. Retrieved March 22, 2013.
- European Central Bank. 2012. *The International Role of the Euro*. Frankfurt: European Central Bank.
- European Commission. 2008. *EMU@10: Successes and Challenges after Ten Years of Economic and Monetary Union*. Brussels: European Commission.
- European Commission. 5 March 2012. *The euro in the world. Economic and Financial Affairs*. from [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/euro/world/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/world/index_en.htm). Retrieved March 22, 2013.
- European Commission. 31 July 2012. *What is ERM II? Economic and Financial Affairs*. From [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/euro/adoption/erm2/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/erm2/index_en.htm). Retrieved March 22, 2013.
- EU Observer. 26 June 2012. *Cyprus becomes fifth eurozone country to seek bailout*. from <http://euobserver.com/economic/116753>. Retrieved March 22, 2013.
- EU Observer. 27 July 2012. *ECB chief indicates upcoming help for Spain*. from <http://euobserver.com/economic/117077>. Retrieved March 22, 2013.
- EU Observer. 6 September 2012. *ECB to buy Spanish bonds, but with strings attached*. from <http://euobserver.com/economic/117461>. Retrieved March 22, 2013.
- EU Observer. 13 September 2012. *Italy debt rating downgraded*. from <http://euobserver.com/economic/116964>. Retrieved March 22, 2013.
- Feldstein, Martin. 1997. "The political economy of the European economic and monetary union: Political sources of economic liability." *Journal of Economic Perspectives*, 11(4): 23-42.
- Forbes, Kirstin J. 2009. "Underlying determinants of global currency status." In Jean Pisani-Ferry and Adams S. Posen eds., *The Euro at Ten: The Next Global Currency?* Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 41-51.
- Frankel, Jeffrey. 1995. "Still the lingua franca: The exaggerated death of the dollar." *Foreign Affairs*, 74(4): 9-16.
- Fratianni, Michele. 2012. "The future international money system: dominant currencies or supranational money? An introduction." *Open Economies Review*, 23(1): 1-12.
- Fratzscher, Marcel and Arnaud Mehl. 2009. "Do China and oil exporters influence major currency configurations?" *Journal of Comparative Economics*, 37(3): 335-358.
- Galati, Gabriele and Phillip Wooldridge. 2009. "The euro as a reserve currency: A challenge to the pre-eminence of the US dollar?" *International Journal of Finance & Economics*, 14(1): 1-23.

- Gilpin, Robert. 2001. *Global Political Economy: Understanding the International Economic Order*. Princeton and Oxford: Princeton University Press.
- Goldberg, Linda S. 31 March 2010a. *What is the status of the international roles of the dollar?* VoxEU. from <http://www.voxeu.org/article/dollar-s-international-roles>. Retrieved March 15, 2013.
- Goldberg, Linda S. 2010b. "Is the international role of the dollar changing?" *Current Issues in Economics and Finance*, 16(1): 1-7.
- Goldberg, Linda and Cedric Tille. 2009. "Macroeconomic interdependence and the international role of the dollar." *Journal of Monetary Economics*, 56(7): 990-1003.
- Hefeker, Carsten. 2006. "Rivalling the dollar? Prospects for the international role of the euro." *Intereconomics*, 41(3): 129-135.
- Helleiner, Eric and Anton Malkin. 2012. "Sectoral interests and global money: renminbi, dollars and the domestic foundations of international currency policy." *Open Economies Review*, 23(1): 33-55.
- Henning, C. Randall. 2009. "Regional perspective: East Asia." In Jean Pisani-Ferry and Adams S. Posen eds., *The Euro at Ten: The Next Global Currency?* Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 103-119.
- IMF Statistics Department, COFER Database. from <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>. Retrieved March 15, 2013.
- Khan, Mohsin. 2009. "Middle East and oil exporters." In Jean Pisani-Ferry and Adams S. Posen eds., *The Euro at Ten: The Next Global Currency?* Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 139-154.
- Komijani, Akbar and Hossein Tavakolian. 2011. "The composition of foreign reserves of the central banks of selected countries: Will the euro replace the dollar?" *Eurasian Economic Review*, 1(2): 143-156.
- Kouretas, George P. and Prodromos Vlamis. 2010. "The Greek crisis: Causes and implications." *PanoEconomicus*, 4: 391-404.
- Lighthart, Jenny E. and Sebastian E.V. Werner. 2012. "Has the euro affected the choice of invoicing currency?" *Journal of International Money and Finance*, 31: 1551-1573.
- Masson, P. and B. G. Turtelboom. 1997. "Characteristics of the euro, the demand for reserves, and policy coordination under EMU." In Masson, P., T. Krueger and B. G. Turtelboom eds., *EMU and International Monetary System*. Washington, DC: IMF, 194-224.
- Marsh, David. 2011. *The Euro: The Battle for the New Global Currency*. New Haven and London: Yale University Press.

- Mayer, Thomas. 2009. "Market view." In Jean Pisani-Ferry and Adams S. Posen eds., *The Euro at Ten: The Next Global Currency?* Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 165-179.
- McKinnon, Ronald I. 1998. "The euro threat is exaggerated." *The International Economy*, May/June Issue: 32-60.
- McNamara, Kathleen R. 2008. "A rivalry in the making? The euro and international money power." *Review of International Political Economy*, 15(3): 439-459.
- Moeller, Joergen, O. 2011. "Europe after the debt crisis." *Asia Europe Journal*, 9: 67-72.
- Mundell, Robert A. 1998. "What the euro means for the dollar and the international monetary system." *Atlantic Economic Journal*, 26(3): 227-237.
- Mundell, Robert A. 2011. "The European fiscal reform and the plight of the euro." *Poznan University of Economics Review*, 11(1): 7-22.
- Papademos, Lucas. 2008. *The international role of the euro: trends, determinants and prospects*. Speech by Lucas Papademos, Vice-President of the ECB at the Brussels Economic Forum 2008 at the panel on "The euro in a rapidly changing international environment." organized by the European Commission Brussels, 15 May 2008, from [http://www.ecb.int/press/key/date/2008/html/sp080515\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/key/date/2008/html/sp080515_1.en.html). Retrieved October 29, 2012.
- Papaioannou, Elias and Richard Portes. 2010. "The international role of the euro: A status report." In Buti, Marco, Servaas Deroose, Vitor Gaspar and Joao Nogueira Martins eds., *The Euro: The First Decade*. Cambridge: Cambridge University Press, 360-412.
- Pisani-Ferry, Jean and Adams S. Posen. 2009. "Introduction: The euro at ten- Successful, but regional." In Jean Pisani-Ferry and Adams S. Posen eds., *The Euro at Ten: The Next Global Currency?* Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 1-15.
- Pisani-Ferry, Jean and Andre Sapir. 2009. "Euro area: Ready for the storm?" The euro at ten- Successful, but regional." In Jean Pisani-Ferry and Adams S. Posen eds., *The Euro at Ten: The Next Global Currency*. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 69-83.
- Pittaluga, Giovanni B. and Elena Seghezza. 2012. "Euro vs dollar: An improbable threat." *Open Economies Review*, 23(1): 89-108.
- Posen, Adams S. 2009. "Geopolitical limits to the euro's global role. The euro at ten- Successful, but regional." In Jean Pisani-Ferry and Adams S. Posen eds., *The Euro at Ten: The Next Global Currency?* Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 85-102.
- Rajan, Ramkishan S. and Jose Kiran. 2006. "The US dollar and the euro as international currencies." *Intereconomics*, 41(3): 124-129.

- Samuels, A. B. and P. Ramlogan. 2007. "The Euro: Ever more global." *Finance and Development*, 44(1): 46-49.
- Sapir, A. 2010. "Comment on Chapter 10." In M. Buti, S. Deroose, V. Gaspar and J. N. Martins eds., *The Euro: The First Decade*. Cambridge: Cambridge University Press, 408-412.
- Smaghi, Lorenzo Bini. 2009. "The internationalization of currencies—A central banking perspective." In Jean Pisani-Ferry and Adams S. Posen eds., *The Euro at Ten: The Next Global Currency?* Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 23-31.
- Szapary, Gyorgy. 2009. "Euro area neighboring countries." In Jean Pisani-Ferry and Adams S. Posen eds., *The Euro at Ten: The Next Global Currency?* Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 121-137.
- Thimann, Christian. 2008. "Global roles of currencies." *International Finance*, 11(3): 211-245.
- Thimann, Christian. 2010. "Global roles of currencies." In Wensheng Peng and Chang Shu, Basingstoke eds., *Currency Internationalization: Global Experiences and Implications for Renminbi*. New York: Palgrave Macmillan, 3-41.
- Wessels, G.M. 2012. "The future of the euro as a global key currency: First place or second fiddle?" *Studies in Economics and Econometrics*, 36(1): 107-125.
- Wijnholds, J. Onno de Beaufort and Julie McKay. 2007. "Living up to expectations? Taking stock of the international role of the euro." In Joaquin Roy and Pedro Gomis-Porqueras eds., *The Euro and the Dollar in a Globalized Economy*. Aldershot: Ashgate, 59-81.

# The Euro's Global Role: Opportunities and Limitations

**Chih-Mei Luo**\*

## **Abstract**

This paper aims to analyze the global role of the euro and its prospects. Reviewing its international use, the euro has become the most important regional currency in its first decade. Whether this regional advantage can further develop into a full-scale international currency depends on its strength and weakness in economic and non-economic determinants. By economic criteria, with the favorable conditions such as the enlargement of the euro area and the following expansion of its economic and trading area; the gradual implementation of the single market in financial sector; the less constraints of the network externalities on the rise of new currencies, and currency stability, the economic prospect seems more inclined to the euro's favor. The major constraints to the internationalization of the euro derive from non-economic determinants - political and institutional factors. Unless the lessons of the crisis management revealed in the global financial crisis and the European sovereign debt crisis can be learn and weakness in monetary governance can be improved accordingly, accompanying with the official intervention and promotion, it would be difficult to witness any significant advance in the euro's global role in the foreseeable future.

**Key Words:** the euro, global role, monetary governance, economic determinants, geopolitical politics and institutional factors

---

\* Associate Professor, Department of Public Administration and Policy, National Taipei University. Email: cmluo@mail.ntpu.edu.tw.