

# 目錄

	頁數
摘要 -----	1
壹、 歐元區域貨幣統合 -----	2
一、 歐元區域貨幣統合過程	2
二、 歐元實施時間表	3
貳、 歐洲央行之建立及貨幣政策運作情形 -----	4
一、 歐洲中央銀行體系(ESCB)及歐洲央行(ECB)概述	4
二、 歐洲央行 (ECB) 貨幣政策目標及工具	5
(一) 貨幣政策目標	5
(二) 貨幣政策工具	6
(三) 外匯干預	9
三、 歐洲央行體系資產負債表	10
參、 對全球及我國經濟金融之影響 -----	11
一、 歐元實施對 EMU 之意義	11
二、 歐元對全球經濟金融之影響	13
三、 對我國經濟金融之影響	14
肆、 歐元過去、近況及未來前景 -----	16
一、 歐元過去及近況	16
二、 展望未來	17
伍、 結語 -----	19

# 歐洲金融體制之轉變與區域貨幣整合之影響

## 摘要

1999年1月1日歐洲央行正式運作，實施單一貨幣政策，第一階段計有11個國家加入，其餘國家亦可能陸續加入。在歐洲貨幣整合及歐洲央行體系建立後，已逐漸形成另一強大區域經濟體，歐元不僅已與美元及日圓鼎足而立，並將挾其經濟實力超越日圓地位，並可能挑戰美元強勢地位。

區域貨幣整合將使交易成本降低，匯率風險得以解除，且由於支付工具單一化，其價格將更為透明，最後均將反映在降低物價並維持平穩、增加資源之配置效率、以及企業營運績效等經濟效益上，進而帶動區域內經濟成長及競爭力提昇。但此效益對區域外國家，卻可能帶來不同方向（正面或負面）或不同程度之影響。此外，歐元推出迄今，大半時間呈現與原先市場預期之強勢相反，此一現象除對該區域經濟發展帶來負面影響外，對全球經濟亦產生一定程度之影響。

本文希望藉由歐洲金融體制轉變與整合過程中，以及歐洲央行貨幣政策之運作與執行等方向，試圖了解歐元推出後走勢疲軟之原因及其未來發展；並了解在上述歐洲金融體制轉變下，該區域經濟與歐元未來前景，以及此一轉變對全球及我國經濟之可能影響。

(註：希臘已於2001年1月1日成為歐盟中第十二個加入EMU之會員國，本文內容均以2000年時之十一國分析。)

## 壹、歐元區域貨幣統合

### 一、歐元區域貨幣統合過程

歐洲經濟暨貨幣同盟 (European Economics and Monetary Union, EMU) 所創造之歐元，終於在 1999 年 1 月 1 日問世，並預計於 2002 年 7 月完成貨幣統合，其統合過程主要經歷下列各個階段。

#### (一) 第一階段

始於 1990 年 7 月 1 日，係為準備時期，主要為規劃完成單一市場架構，擬定具體整合條件，以使期間內歐盟各國逐步建立經濟合作關係，促使各國貨幣加入歐洲匯率調整機制 (European Rate Mechanism, ERM)

#### (二) 第二階段

自 1994 年 4 月 1 日開始，主要為設立歐洲中央銀行之前身--歐洲貨幣機構 (European Monetary Institution, EMI)，以負責籌備有關實施第三階段之技術事宜，並促使歐盟各國致力拉近彼此經濟水準，達成設定之經濟統合標準。

#### (三) 第三階段

自 1997 年 1 月 1 日開始，係以推動固定匯率制度為主軸，並籌設歐洲中央銀行及歐洲中央銀行體系，並訂定加入歐元會員國間貨幣之不可撤換兌換匯率，以推動單一貨幣。一旦各會員國符合匯率穩定、低通膨、低赤字及利率整合等經濟條件，將於 1999 年 1 月 1 日推出歐元。

依據歐洲同盟條約 (Treaty on European Union) 或馬斯垂克條約 (Treaty of Maastricht) 第 109j 條第一項規定，上述經

濟條件之收斂標準或最低門檻 (convergence criteria) 如下：

1. 通貨膨脹率：以消費者物價指數計算，會員國之物價上漲率，不得逾實施 EMU 第三階段前一年，三個物價上漲率最低之會員國之平均值加上 1.5%。
2. 政府預算赤字比率：不得逾本國 GDP 之 3%，但歐盟經濟暨財政部長聯席委員會 (Ecofin) 在評鑑時，如預見該國能於未來迅速縮小預算赤字規模，得權衡寬容。
3. 政府負債餘額比率：不得逾本國 GDP 之 60%，此項規定亦存在人為主觀之認定，並非絕對門檻。
4. 長期利率水準：以十年期政府債券殖利率計算，會員國之利率水準，不得逾在實施 EMU 第三階段之前一年，三個通膨率最低會員國之長期利率平均值加上 2%。
5. 匯率穩定：評鑑該國欲加入前兩年，是否已加入歐洲匯率調整機制 (ERM)，其匯率波動是否在所訂正常波動範圍之上下限內，並未曾刻意對其他會員國貶值。

## 二、歐元實施時間表

在第三階段中，為逐步推動歐元，又可分為下列階段：

(一) A 階段：歐元發動階段 (1998/1/1 ~1998/12/31)：

決定 EMU 加入國名單

建立歐洲中央銀行體系(ESCB)與歐洲中央銀行(ECB)

印製歐元紙鈔與硬幣

各會員國完成採用歐元的立法程序

確定歐元區域各會員國通貨間雙邊固定匯率

銀行金融機構與企業儘速完成轉換歐元計劃

展開歐元推廣活動

(二) B 階段：歐元開始實施階段 1999/1/1 ~2001/12/31

確定會員國貨幣與歐元之兌換價格

歐元法定效力開始生效但各國貨幣仍繼續使用

ECB 開始執行歐元的貨幣政策與匯率政策

批發市場皆以歐元為交易單位

各會員國政府新發行的政府公債以歐元為計價單位

(三) C 階段：歐元全面實施階段 (2002/1/1 開始)

歐元硬幣與紙鈔開始流通

各會員國通貨停止發行並逐漸收回

2002 年 7 月 1 日以後歐元成為單一法償貨幣

各會員國貨幣廢止不再使用

## 貳、歐洲央行之建立及貨幣政策運作情形

### 一、歐洲中央銀行體系(ESCB)及歐洲央行(ECB)概述

1999 年 1 月 1 日歐元正式啟用，而在歐元啟用前，歐洲中央銀行體系 (European System of Central Banks, ESCB) 及歐洲央行 (European Central Bank, ECB) 已先行成立 (1998 年)，以持續推動單一貨幣政策之進行。

歐洲央行體系 (ESCB) 係由歐洲央行 (ECB) 及歐盟內各會員國 (目前為十五國) 之中央銀行 (National Central Banks, NCBs) 所組成。ESCB 之任務以穩定物價為主要目標 (消費者物價調和指數 Harmonised Index of Consumer Prices, HICP 之年增率不逾 2%)，為達成此一主要目標，並維護其獨立性，馬斯垂克條約特保證 ESCB 完全不受政治因素干擾。

而歐洲央行主要則由 11 個已加入 EMU 之會員國組成，11 個會員國之央行於歐洲央行開始運作後，停止使用其原先貨幣政策工具，而改採相同之統一基礎，但貨幣政策操作仍交由各會員國央行執行。歐洲央行最高貨幣政策決策單位為理事會 (Governing Council)，每個月集會一次，主要在於制訂及公布邊際融通利率、二週期附買回操作利率及轉存款利率等職責。理事會由歐洲央行執行委員會 (Executive Board) 之六位委員與十一個會員國央行總裁組成，其中執行委員會負責執行理事會所作成之貨幣政策。

由上可知，歐洲央行體系 (ESCB) 之運作模式略同於美國聯邦準備銀行與各州準備銀行間之關係，成員涵蓋所有之歐盟會員國，惟歐元區域貨幣政策之制訂，係由歐洲央行 (ECB) 之重要成員 (亦即包含總裁及副總裁之執行委員會與十一個 EMU 會員國央行總裁) 共同負責，而未加入 EMU 之歐盟中央銀行 (如英格蘭銀行) 雖也是歐洲央行體系 (ESCB) 之一員，但無法參與歐元區域貨幣政策之制訂。

## 二、歐洲央行 (ECB) 貨幣政策目標及工具

### (一) 貨幣政策目標

依據 1997 年初，歐洲貨幣機構 (EMI) 所發佈之報告「第三階段單一貨幣政策」(The single monetary policy in Stage Three) 所提出之問題，例如將取代歐洲貨幣機構之歐洲央行未來會設定通貨膨脹目標，抑或仿照德國聯邦銀行以貨幣供給額為目標，似尚未有明確答案。惟根據目前歐洲央行所宣示之貨

幣政策觀之，歐洲央行大體上源自德國聯邦銀行。另為使各會員國易於明瞭及共同遵循，歐洲央行再對其貨幣政策之架構、功能、操作方式及目標，加以詳細訂定。

目前歐洲央行貨幣政策以公開市場操作二週期附買回交易利率為操作目標，並訂定貨幣總計數 M3 之目標值（目前為 4.5%）為中間目標之一，但同時亦觀察分析其他經濟指標之變動，來了解未來物價走勢及當前所面臨之經濟風險，以做為其貨幣政策之第二根策略支柱。

上述歐洲央行所定廣義貨幣總計數 M3 之目標值主要係依據下列數據所產生：

1. 歐元區實質GDP年成長率為2%-2.5%
2. 平均每年貨幣流通速度下降幅度介於0.5-1.0%
3. 調和消費者物價指數 (HICP) 年增率低於2%

亦即，貨幣成長率 (4.5%) =

物價上漲率(2%) + 實質經濟成長率(2%) - 流通速度變動率(-0.5%)

## (二) 貨幣政策工具

### 1. 公開市場操作

歐洲央行公開市場操作主要依賴主要轉融通操作 ( Main refinancing operations ), 以及較長天期轉融通操作 ( Longer-term refinancing. operations ); 前項餘額約佔歐洲央行體系資產項之 25% , 而後者約佔一成( 其餘資產項主要為外匯資產, 佔六成 )

- (1) 主要轉融通操作：每週定期操作，期限為二週，原採行固定發行利率操作方式，但歐洲央行理事會於 2000 年 6 月 8

日會議決議，自 2000 年 6 月 28 日起，將主要轉融通操作改為非固定利率的美式標售方式，採行新的標售制度主要為解決在原固定利率操作下，銀行過度申報金額的問題。在金額的分配上，歐洲央行將投標利率由最高利率往下排序，利率最高者優先得標，然後依序往下分配金額，直至所有操作金額分配完畢，如果以最低得標利率投標的金額，超過可分配的額度，再按投標金額比率分配。

(2) 較長天期轉融通操作 ( Longer-term refinancing.

operations ): 一個月操作一次，期限三個月，通常採價格標標售 ( 美國標 )，例如所有報價 ( 利率 ) 中，由高向低排序，以決定得標對象，凡得標者其標價均屬得標利率。

( 註：將附買回操作由固定利率的標售方式，改為非固定利率的標售方式，並不表示貨幣政策動向改變，而是為了解決在固定利率標售方式下過度競標之問題。例如以改為非固定利率標前 ( 2000 年 5 月 ) 公開市場操作情形而言，主要轉融通操作所預計釋出之資金僅為銀行申報金額之 1.13%，亦即銀行申報金額為預計釋金之 88.23 倍；而同時期較長天期轉融通操作，則因採價格標，則無此一不合理現象，其投標金額僅約為標售金額之 3 到 4 倍。 )

(3) 微調操作 ( Fine-tuning reserve operations ): 不定期操作，無特定期限，主要在調節市場流動性並引導市場利率，以及因應市場未經預期之利率變動，惟此項操作甚少使用，餘額通常為零。

(4) 結構性操作 ( Structure reserve operations ): 調節金融機構



結構性部位，以利主要轉融通及較長天期轉融通操作，此一操作與微調操作同，甚少使用且餘額為零。

## 2. 日常調節機制 (Standing facilities)：邊際融通(Marginal lending facilities)及轉存款(Deposit facilities)機制

邊際融通(Marginal lending facilities)及轉存款(Deposit facilities)機制之目的在於給予或吸收金融機構當日餘裕資金，以維持隔夜拆款利率之穩定，此項機制通常無金額限制，利率均依歐洲央行所公布之利率(為主要轉融通利率上下各一個百分點)，可視為歐洲央行所容許隔夜拆款利率之上下限。

由於此二機制所適用之利率與主要轉融通利率或市場利率約有 100 個基本點之差距，因此，金融機構甚少運用此一機制，且其時機通常發生於準備金提存期底時(觀察歐洲央行體系之資產負債表，僅在每月 22 或 23 日時，此二項目之餘額較高，但餘額最高時通常亦不及主要轉融通項餘額之 1.5%)。

## 3. 準備金制度

歐洲央行採有最低準備率政策，其目的在於維持貨幣市場利率穩定，其準備率區間為 1.5-2.5%，目前法定準備率為 2%，其提存期為每月 24 日至次月之 23 日。

此外，歐洲央行並依據主要轉融通利率支付準備金利息，原以固定利率支付準備金息，惟在主要轉融通改為非固定利率的美式標售方式後，歐洲央行對應提準備金付息方式亦隨之改變，以往係採準備金提存期間主要轉融通操作所有

固定利率的平均利率計息，未來則改採準備金提存期間所有最低得標利率的平均利率計息。

### (三) 外匯干預

依據前述 EMI 於 1997 年發佈「第三階段單一貨幣政策之貨幣政策操作架構細節」(The Single Monetary Policy in Stage Three-Specification of the Operation Framework)，有關外匯干預章節指出，歐洲央行體系 (ESCB) 具備干預外匯市場之功能，此項干預包括歐元兌其他歐洲貨幣及歐洲以外貨幣之外匯交易，而使用歐元之會員國與尚未使用歐元之會員國之間應採合作關係（註：如前述，ESCB 含十五個歐盟會員國之央行，故須與尚未使用歐元區域之會員國合作）。

歐洲央行體系 (ESCB) 用來干預外匯市場之資金來源，主要係由 EMU 會員國共同認捐之 500 億歐元做為基金，未來歐洲央行可能視狀況提高此一基金規模。由於各會員國仍保有部份外匯資產，因此各會員國所保有之外匯資產管理原則，在於不能干擾到歐洲央行之貨幣及外匯政策。

而外匯干預時機之選定，由歐洲央行 (ECB) 決定，其執行則由下列兩種方式進行：一由歐洲央行獨立進行干預，其二由各國央行聯合干預，由於歐洲央行與各國央行可能在外匯議題上相左，因此選擇何種措施進行干預，由歐洲央行理事會 (Governing Council) 決定。

另依據歐洲央行體系 (ESCB) 之貨幣政策主要目標為物價穩定，因此如外匯干預措施與此目標相違，將暫緩進行干預。

### 三、歐洲央行資產負債表

由下列歐洲央行系資產負債表可約略了解歐洲央行貨幣政策之執行與運作情形。在經過簡單的移項計算後，各銀行在央行帳戶之餘額（包括最低準備）等於公開市場操作變動數（為歐洲央行所能決定）加上銀行使用日常調節機制之變動數（由銀行所決定）再減去自發性因素（所謂自發性因素，係指不受央行貨幣政策操作所影響之部份，例如通貨發行、政府存款的變動以及外匯資產變動等因素），因此，歐洲央行對銀行流動性之管理，主要仰賴本身資產面下之公開市場操作進行。

199 年 11 月 2 日

資產（10 億歐元）		負債（10 億歐元）	
A. 公開市場操作：			
1. 主要轉融通操作(a)	143.0		
2. 較長天期轉融通操作(b)	65.0		
B. 日常調節機制：			
3. 邊際融通機制(c)	0.4	4. 轉存款機制 (d)	0.1
C. 自發性因素：			
5. 淨浮額(e)	1.2	6. 通貨發行 (n)	343.3
7. 外匯資產(f)	351.5	8. 對政府負債 (g)	61.7
		9. 其他自發性因素 (o)	49.9
D. 日常帳(Current accounts)		10. 日常帳(含最低準備)(z)	106.1
合計	561.1		561.1

$$z = (a + b) + (c - d) - (n + g + o - e - f)$$

## 參、對全球及我國經濟金融之影響

### 一、歐元實施對歐盟及 EMU 之意義

#### (一) 歐元區域經濟實力與日俱增

以歐元區域(或 EMU 十一國)之人口、佔全球經濟及貿易額比重等項目而言,其規模大致與美國相當,並明顯超過日本。全球 GDP 中,歐元區域約佔 15%,低於美國之 20%,但幾為日本之一倍(如以歐盟十五國計算,其佔全球 GDP 比值,已十分接近美國水準);如單以出口貿易而言,歐元區域為全球最大之出口經濟體(佔全球出口之三成,高於美國之 15%及日本之 9%)。

歐元區域經濟結構中,初級產品市場佔整體產值約僅 2%,低於美國,而服務業所佔比重最高,高達七成,與美國相當,高於日本,製造業(約佔三成)則低於日本,但高於美國。

此外,除歐盟十五國中尚未加入歐元區域之英國、希臘、瑞典及丹麥等國,未來可望陸續加入外(英國可能為最後加入者),目前部份中、東歐國家(如波蘭等)已申請並通過成為歐盟準會員國,而該區域與地中海沿岸國家之經貿投資關係亦已有增溫現象,未來隨著歐盟擴大,上述各項比重將更為提高,全球經濟平衡亦將重新調整。

#### (二) 歐元對區內金融市場及企業之影響

傳統上歐洲金融市場較為偏重銀行信用,亦即歐元區域仍處於銀行導向之金融環境中,以致於其債券及股票之市值佔 GDP 之比例明顯小於美國。未來歐元實施,無論各會員國股、債市是面對更激烈的競爭抑或是進一步整合,各會員國金融市

場之流動性及透明度將更為提高，因此，歐元區域金融市場將在此一結構性轉變過程中，逐漸走向證券或市場為導向，境內直接金融將蓬勃發展，亦增加歐洲央行執行貨幣政策之難度。

此外，歐元整合最大之影響，在於使各國政府及企業必須改變思維和經濟結構，來從事全球性競爭；例如過去單一國家貨幣巨幅貶值，迫使其他國家亦須調整策略，否則貶值國之企業將大幅提升市場占有率，尤其產品同質性愈高之相互競爭國家，此現象更為明顯。未來，國家或企業須以實質競爭力與對手進行競爭，無法再以幣值低估或其他價格扭曲之方式來爭取市場。此一轉變可用歐洲產業聯盟會長傑可布斯所稱「歐元促成企業策略革命，改變企業營運方式，每個人都被迫以歐洲大陸或全球視野來思考，因為國家市場已不復存在」來說明貨幣整合之影響力。

### （三）歐元將成為國際貨幣

在歐元開始實施階段（1999/1/1 ~2001/12/31）後，大額交易市場皆以歐元為交易單位，而各會員國政府新發行的政府公債以歐元為計價單位。事實上，依據 BIS 資料顯示，1999 年國際債券發行總額，歐元計價者淨增加 5,762 億美元，超越美國之 5,462 億美元，同年前三季國際債券發行總額，以歐元計價者較前一年同期之 24%，提高為 38%。

由於各會員國須採更穩健之財政政策，故須縮減赤字及公共債務，因而釋放更多資源予民間部門使用，加速私人部門金融市場（公司債）發展。此一民間部門所發行債券，雖在「不強迫」、「不禁止」（no compulsion, no prohibition）原則下，無須

一定選擇以歐元計價發行，但基於匯率風險溢價考量，企業多採歐元發行債券，經濟學者預估未來五年內，歐元債券市場可望佔全球債市二至三成之比重 (Peter Lee,1998)。

此外，目前全球外匯存底中約有三分之二以美元形式持有，一旦歐元得以強大經濟實力為後盾，國際金融上原本以美元做為「避險天堂」之投資者，可能轉向歐元，依據美國國際經濟研究所預測，未來數年將有 5 千億至一兆元之外匯存底轉向歐元。且近年採行歐元或以歐元為主之一籃貨幣為基準之國家，亦有緩步增加之勢，歐元在國際上已逐漸展露其重要性。

亦由於歐元區域貿易所佔比重日益增加，部份國家已採行釘住歐元策略，以及愈來愈多之國家央行或國際投資者增加歐元部位之需求，亦即歐元已開始具備做為國際支付工具、計價標準以及價值儲存等功能。因此，隨著歐洲貨幣整合日益穩固並逐步擴大，勢將促使歐元取代部份美元昔日所扮演之角色，成為重要之國際通貨。

由上可知，在歐洲貨幣整合及歐洲央行體系建立後，已逐漸形成另一強大區域經濟體，歐元不僅已與美元及日圓鼎足而立，並將挾其經濟實力超越日本，並可能挑戰美元強勢地位。

## 二、歐元對全球經濟金融之影響

### (一) 歐元對區域本身之經濟效益

區域貨幣整合將使交易成本降低，匯率風險得以解除，因而降低匯率風險溢價，且無論是生產要素或是最終產品，由於支付工具單一化，其價格將更為透明，上述種種改變，最後均將反映在降低物價並維持平穩，增加資源之配置效率，以及企

業營運績效等經濟效益，並進而有助於經濟規模擴大，帶動區域內經濟成長，並使貨幣整合區域之競爭力大為提昇。

## （二）歐元對區域外經濟體之外溢效益

歐元統合雖使該區域競爭力提昇，但對全球不屬於該區域者，似乎帶來壓力，但由於區域整合具有上述降低區域內交易成本，以及因匯率風險不復存在，而減少之風險溢價等效益，此效益將可降低其產品售價，因此，對自該地區進口大量產品者（如美國），將可直接或間接享受到上述之外溢效益，進而有利於國（美國）內市場消費者並抑制物價上漲。

此外，一旦統合成功，諸多效益將使歐洲經濟成長強勁，進而使歐洲增加向他國進口財貨，對世界經濟成長亦有貢獻。

## （三）歐元對區域外經濟體之負面影響

惟如自歐洲進口產品多集中在高價或高附加價值（如汽車、通訊設備、時裝及香水）之最終消費財，此類產品享有高消費者之偏好，在當地之價格彈性相對其他產品較小，此一外溢效益將較為有限。且如該國出口產品屬於與歐洲相競出口至美國者，反可能受到不利影響，亦即其產品競爭力因歐洲產品價格下跌而減弱（如日本、韓國及我國）。

## 三、對我國經濟金融之影響

近年來我國與歐盟經貿關係日趨密切，該區為我國第三大進、出口國，國內企業自歐洲金融市場籌資亦曾興盛一時，隨著雙方互動日益頻繁，我國宜對歐洲貨幣統合多予了解。惟就短期而言，歐元誕生對我國似乎弊多於利，析述如下：

### （一）對歐貿易逆差可能擴大

我國與歐盟各國已有密切經濟活動或交易往來，惟近年來貿易已由原先之順差轉為逆差。如前所述，歐元成立後，對區域內企業所生產產品或提供服務之競爭力，將有極大助益，再加上各會員國間更為緊密之結合，將使該區域增加出口至他國或減少自他國進口，進而導致我國對歐盟貿易逆差擴大。且由於我國自歐盟進口項目多屬高價及高附加價值產品（如雙 B 汽車、化妝品），故能享受到之外溢效益有限。

### （二）出口競爭

我國部分產品已有與歐洲競爭輸往美國等進口國之情形，一旦歐元統合效益充分顯現，將使歐盟產品競爭力大幅提昇，美國可能減少對我進口，將使我國產業發展受到不利之影響。

### （三）減少對台投資

歐盟各會員國之間因匯率風險完全消除及價格透明化，資源得以更有效率配置，進而在投資上更為緊密結合，且如歐盟進一步擴大至中歐、東歐等新興地區，工業較為先進國家（德、法等）將因其文化、歷史背景較為相似，優先選擇該地區前往投資，工業先進國更可能減少台投資或技術移轉等經濟活動。

### （四）有利於國內企業赴歐籌資

過去我國企業曾一度熱絡於赴歐發行公司債或存託憑證籌資，惟部分企業因未妥善控管匯率風險，進而產生匯兌損失。歐元實施以及該區金融市場愈來愈發達，該區資金運用更有效率，有利於國內企業在較為容易進行規避匯率風險下籌資。



## 肆、歐元過去、近況及未來前景

### 一、歐元過去及近況

歐元問世以來，其表現與先前市場對其之樂觀呈明顯對比，二十個月來，歐元約自初上路之 1 歐元兌 1.17 美元貶值至兌 0.82 美元，貶值幅度接近 30%，直至近期，歐元始呈現緩步回升走勢。無論過去或最近，事實上歐洲央行及政界均對歐元未來前景看好，並不斷進行信心喊話，認為匯價仍未符合其經濟基本面。

#### （一）歐元不振之影響

由於歐元推出的兩年來，匯價表現不如預期，亦不穩定，對計劃前往歐洲長期投資之廠商，在無法確定歐元合理匯價前，並不易進行投資評估，因而減緩投資計劃進度；而金融投資者，亦在不確定歐元是否觸底前，繼續偏好美元資產，可能造成美元過於強勢。因此，歐元如過度且長期被低估，除對歐洲本身經濟發展不利外，亦不利全球經濟平衡發展。

#### （二）歐元疲弱之可能原因

匯率通常反映一國（或一區域）內整體政治、經濟、社會之情勢，但由於歐元推出時間不長，市場仍處於尋求其合理價位水準之階段，並不應以其短期表現而遽下判斷。究其問世以來，表現未如預期之原因可能為：

1. 美國經濟持續繁榮，歐元區域景氣相對較差，以致於資金流向美國之趨勢未能改變，亦造成了美元強勢。
2. 歐元區域內經濟成長步調分歧，使歐洲央行要達成其貨幣政策目標更加困難，當甲會員國因景氣可能過熱，須升息

因應時，另一會員國卻可能陷入景氣低迷，尤其在許多生產要素市場（如勞動市場）欠缺流動性及彈性之問題，此將增加貨幣政策之決策難度。

3. 歐元區域各會員國大多存在勞動市場欠缺彈性等問題，以致於長久來一直存在高失業率現象，且各國語言、文化、生活仍有差異，其勞動人口並不能如美國般具流動性，無法自高失業地區或部門，移轉至可能過熱地區或部門，此項失衡並不利經濟成長及歐元匯價。
4. 歐元流通性未如預期大幅提高，且區域外各國央行尚未迅速提高外匯存底中歐元比重。

## 二、展望未來

### （一）市場對歐洲央行信心增強

歐洲央行貨幣政策延續德國央行以物價穩定為主，有利於投資者對歐元央行體系之信心，並促使該區域內金融資產價格之訂價無須過度考慮通膨風險，信用風險成為金融資產價格形成之重要因素，使該區域金融資源得以更有效率分配及運用，進而有利於歐元地區經濟成長，並回饋至歐元中長期匯價。

### （二）新成員陸續加入

由於新成員之加入，除須達到收斂標準門檻外，先決條件仍在於該國選民意向，因此未來新成員如能陸續加入，除可進一步擴大歐元區域規模與實力外，亦可視為歐洲央行及歐元已受各界肯定，有利於歐元匯價揚升。惟中、東歐等國陸續成為歐盟會員或準會員，最終並可能成為歐元區域一員，則似乎不宜進行過速，否則反不利市場對歐元前景之信心。

（註：希臘已於 2001/1/ 成為歐盟中第 12 個加入 EMU 之會員國）

### (三) 可能影響歐元穩定性之負面因素

#### 1. 各會員國仍有其獨立之財政政策

雖然各會員國預算赤字及舉債仍受有某些規範，但歐元區域尚未有唯一且共同之財政政策，在各國會員國仍保有自己本身獨立財政政策下，一旦有會員國為本身經濟景氣不佳，又無貨幣政策以資調節（此為歐洲央行體系所掌握），則該國政府可能在政治壓力下，動用唯一可運用之擴張性財政政策（較他國為高之舉債額度），則其他歐元國家將即受影響，歐元穩定性則將受破壞。

#### 2. 政治不確定因素

歐元區或仍將面臨不明朗之政治情勢，此對歐元將有負面影響。例如，尚未加入歐元區域之會員國家政治情勢變幻難測（選民可能投票否決加入歐元區域之提案），另奧地利及歐盟政治改革之潛在爭議，以及二〇〇二年十二月份在尼斯召開之歐盟高峰會，可能仍無法解決歐盟統治權及機構改革等相關問題。

### (三) 有利歐元因素

1. 具獨立性之貨幣政策：由歐洲央行貨幣政策之運作與執行，可知該行依德國聯邦銀行範本而建立，亦即承襲了世界上原即以嚴格堅持貨幣中立而著名之央行典範來設計，故歐洲央行貨幣政策具有相當之獨立性；另依據馬斯垂克條約，歐洲央行體系之貨幣政策亦排除政治因素干擾。在該行以物價穩定為目標之貨幣政策，其獨立性受金融市場投資者肯定後，將有助於歐元中長期穩定性。

2. 歐元流通：目前歐元仍屬銀行及企業等大額交易之貨幣，但 2002 年 1 月 1 日起，歐元硬幣與紙鈔開始流通各會員國通貨停止發行並逐漸收回，7 月 1 日以後歐元成為單一法償貨幣，各會員國貨幣廢止不再使用。屆時歐元將成為區域內民眾日常使用貨幣，由於民眾持有相同通貨，將會強化其對歐元區域之認同感，並表現在選舉傾向，此將可加速歐元區域經濟、金融市場、甚至政治制度之整合，進一步鞏固歐元地位。

## 伍、結語

1999 年 1 月 1 月歐元問世，歐洲在貨幣整合及歐洲央行體系建立後，已逐漸形成另一強大區域經濟體，歐元已為目前唯一可挑戰美元強勢地位之貨幣。雖推出迄今，歐元未如原先預期走勢，但由於歐洲央行貨幣政策之運作及執行已逐漸為人所熟悉，並受到愈來愈多之肯定，且 2002 年歐元通貨開始流通後，有助於區域內民眾認同感提升，因此只要各會員國謹守財政紀律，中長期而言，此貨幣整合將為區域帶來強勁經濟成長，歐元亦將同步走揚。

惟貨幣整合對區域外國家，卻可能帶來負面影響，例如我國在短中期內，將可能失去部分歐洲市場，出口亦受影響，亦基於歐洲在世界經濟舞台上日益重要，我國宜加強與歐洲經濟貿易關係及人才互動，以期在中長期後，伴同歐洲經濟一起成長。