

歐元在國際貨幣體系的發展、挑戰及展望

中央銀行

經濟研究處

許碧純、傅君琦

115 年 1 月

*本文所有論點皆屬作者之意見，不代表委託機關及作者服務單位之立場

摘 要

近二十年來，隨去美元化(dedollarization)聲浪¹再起，歐元在國際貨幣體系中的角色再次受到矚目。尤其上(2025)年美國貿易政策與財政政策的不確定性升高，加深國際市場對美元的疑慮，使歐元再次被視為最具潛力的「美元替代貨幣」。儘管美元短期內的霸權地位難以撼動，惟歐元長期穩居全球第二大國際貨幣，其發展軌跡反映歐洲在經濟整合、制度創新與國際貨幣體系上的歷史進程。

一、歐元的發展歷程

1999 年歐元啟用，嗣歷經全球金融危機、歐債危機及新冠肺炎疫情衝擊，歐盟持續推動制度深化，建立歐洲穩定機制(European Stability Mechanism, ESM)、銀行聯盟(Banking Union)，並以共同舉債方式成立復甦基金(NextGenerationEU)，逐步形成支撐歐元體系的永久性安全網。

二、歐元在國際貨幣體系的地位

截至 2024 年底，歐元區名目 GDP 占全球 GDP 比重約 14.8%，歐元在外匯存底中占比 19.8%，於國際支付中占比 23.1%，在全球外匯交易比重亦達 31%，長期穩居全球第二。且相較於美元，其使用仍有區域性特徵，且避險功能弱於美元。

三、歐元的挑戰與展望

(一) 歐元的挑戰

歐元區面臨的主要挑戰在於「貨幣一體、財政分立」的制度缺陷。歐元缺乏如美元般的聯邦政府與單一債券市場，使經濟或金融危機時期的財政政策支撐與擴張受到限制。歐債危機更是暴露歐元區主權債務與銀行體系之間的「毀滅循環」(doom loop)，市場對歐元穩定性的

¹ 參見中央銀行(2023)。

信心因此受挫。此外，地緣政治層面上，歐盟缺乏如美國般的軍事與外交主導力，致歐元國際貨幣地位較無類似國際政治權力的支撐基礎。

(二)歐洲的策略與展望

為強化歐元的國際功能，歐洲正積極推動多項策略。其一為「資本市場聯盟」(Capital Markets Union, CMU)，透過整合金融監理、稅制與法規，降低跨境投資障礙，提升市場深度與流動性。其二為「數位歐元」(Digital Euro)計畫，由歐洲央行發行的數位支付工具，旨在維護貨幣主權，並提升歐元於跨境零售支付中的地位。其三為「貨幣互換與附買回安排」，ECB 已與多國央行建立流動性網絡，以防止市場動盪時出現歐元短缺，鞏固金融穩定。其四為推動多極化國際貨幣體系，藉由金融與政策自主化，降低對美元體系的依賴，強化歐元在全球金融秩序中的相對權重。

綜合而言，歐元的發展歷程展現歐洲制度創新的韌性與治理優勢，雖其仍受限於財政整合不足、資本市場分散與地緣政治影響力有限，惟隨著資本市場聯盟、數位歐元及戰略自主的推進，歐元有望逐步強化作為國際準備與支付貨幣的功能。未來，歐元能否再強化其國際貨幣地位，取決於歐洲能否在制度整合、金融創新與政治團結三軸並進。若改革得以深化，歐元或將在多極化的國際貨幣體系中，成為全球金融穩定的重要支柱。

目 錄

一、前言	1
二、歐元的發展歷程	2
(一) 歐元的誕生	2
(二) 歐元區制度變革	4
三、歐元在國際貨幣體系的地位	8
(一) 歐元區的經濟金融概況	8
(二) 歐元為全球第二大準備貨幣，惟與居首位之美元差距甚大 ..	9
(三) 歐元穩居全球第二大國際支付貨幣，惟受限於區域交易 ..	10
(四) 歐元計價的債券、股票與銀行跨境債權及債務等占比，明顯低於美元	11
(五) 歐元區的法治基礎健全，有助提升歐元的國際地位	12
四、歐元的挑戰與展望	13
(一) 歐元缺乏像支撐美元的統一聯邦政府與財政政策	13
(二) 歐債危機後遺症，引發市場對歐元穩定性的疑慮	15
(三) 資本市場碎片化	16
(四) 歐元區影響力侷限於歐洲與近鄰地區，地緣政治風險高 ..	17
(五) 歐洲的策略與展望	18
五、結論	21
參考文獻	24

一、前言

近年來，全球政經局勢動盪，國際間對以美元為首的國際貨幣體系穩定性產生疑慮，「去美元化」聲浪再度興起。儘管美元的霸權地位短期內難以撼動，國際間仍持續尋求最具潛力的替代貨幣。特別是上(2025)年以來，美國貿易政策與財政政策的不確定性升高，加劇國際市場對美元的疑慮。上年4月，在美國宣布加徵高額關稅之後，投資人一度出現大量拋售美元與美國公債的行為，導致國際美元走跌，全球金融市場波動度大幅上升。雖然此次拋售美元浪潮相當短暫，且美國公債市場已然回穩，惟此凸顯當全球對美國的法治及制度性架構的穩定性存疑時，恐將衝擊美元及美元資產。

在此背景下，被視為最具潛力的「美元替代貨幣」之歐元，再次受到矚目。事實上，歐元長期穩居全球第二大國際貨幣，其發展軌跡反映了歐洲在經濟整合、制度創新與國際貨幣體系上的歷史進程。本研究旨在深入探討歐元目前在國際貨幣體系中的地位、面臨的結構性缺陷與挑戰，以及歐洲為強化歐元國際地位所採取的積極戰略與展望，以評估歐元在多極化國際貨幣體系中可能扮演的角色。這些深入的分析可作為追蹤國際貨幣體系發展的參考，亦有助於外匯準備管理中對歐元制度風險與韌性的理解。

本文分為五節，以系統性分析歐元的國際化進程、挑戰與未來展望。第一節前言，說明本文研究動機。第二節說明歐元的發展歷程，回顧歐元自1999年啟用以來的發展。第三節說明歐元在國際貨幣體系的地位，依具體數據分析歐元區的經濟金融概況，以及歐元在外匯存底、國際支付與全球外匯交易中的比重等，以釐清其全球第二大貨幣的國際貨幣地位。第四節闡述歐元的困境、策略與展望，聚焦於歐元區的結構性弱點與外部壓力等挑戰，及其面對挑戰所採取的積極策略與未來展望。最後總結歐元的國際化進程，及其進一步提升在多極化國際貨幣體系地位的展望。

二、歐元的發展歷程

(一) 歐元的誕生

自1950年代歐洲煤鋼共同體(European Coal and Steel Community, ECSC)、歐洲經濟共同體(European Economic Community, EEC)與歐洲原子能共同體(European Atomic Energy Community, Euratom)創立，歷經複雜演變後，最終發展為如今之歐洲聯盟(European Union，簡稱歐盟)；過程中歐洲國家始終力求消除各類壁壘，邁向單一市場，貨幣整合則為其中重要之一環。

1970 年代，布列敦森林制度崩潰，歐洲各國正視貨幣合作之重要，擬提升歐洲在國際貨幣體系的角色，以及推動歐盟成為真正單一市場(表 1)。

表 1 歐洲貨幣合作的動機

提升歐洲在國際貨幣體系的角色	• 布列敦森林制度瓦解過程中，歐洲對美國願意優先承擔國際責任的信心動搖 • 歐洲希望在國際貨幣議題上以一致性立場發聲，避免被美國過度影響
推動歐盟成為真正的單一市場	• 歐洲的商品與生產要素跨境流動受阻，主因匯率的不確定性與貿易壁壘 • 匯率大幅波動推升區域內貿易成本，可能會助長反自由貿易的政治力量，並阻礙市場整合

資料來源：Krugman et al. (2023)

1979 年，歐洲貨幣體系(European Monetary System, EMS)成立，推出歐洲通貨單位(European Currency Unit, ECU，歐元前身)與匯率機制(exchange rate mechanism, ERM)，俾助歐洲於推出單一通貨前穩定匯率。

1988 年歐盟理事會(European Council)確認逐步實現經濟與貨幣聯盟(Economic and Monetary Union, EMU)之目標，授權時任歐盟執委會(European Commission)主席 Jacques Delors 領銜研究具體實施步驟；其於次年提出《狄羅報告》(Delors Report)²，建議分 3 階段實現 EMU

² 參見中央銀行(2024)：<https://www.facebook.com/cbc.gov.tw/posts/751661210318298/>

並獲採納，各階段實施情況與重要事件概述如表 2。

表 2 實現歐洲經濟與貨幣聯盟(EMU)的 3 階段

第 1 階段 1990 年 7 月 ~1993 年 12 月	• 1990 年起區內資本完全自由移動，強化各國央行合作，推進經濟趨同(economic convergence) • 1992 年《馬斯垂克條約》(The Maastricht Treaty)簽訂、次年 11 月生效，包含引入 EMU 與創設歐洲中央銀行(European Central Bank, ECB)之條款
第 2 階段 1994 年 1 月 ~1998 年 12 月	• 1994 年歐洲貨幣機構(European Monetary Institute, EMI, ECB 前身)成立，旨在加強央行合作與貨幣政策協調，為建立歐洲央行體系(European System of Central Banks, ESCB)與實施單一貨幣政策之前置措施，EMI 不負責貨幣政策執行、亦無外匯干預權限 • 1995 年 12 月，歐盟理事會同意將第 3 階段即將啟用之共同通貨定名為歐元(euro)；1998 年 6 月 ECB 成立，EMI 完成使命
第 3 階段 1999 年 1 月~	• 1999 年 1 月起，11 個歐元區創始成員國開始採行不可撤銷之固定匯率(irrevocable fixing of conversion rates)³，並由 ECB 訂定單一貨幣政策，同時啟用帳面形式之歐元(僅用於會計目的)；更新後之匯率機制 ERM II 亦於此時啟用，旨在減少歐元與其他歐盟通貨間之匯率波動，維護經濟穩定，並幫助非歐元區國家為加入歐元區預作準備 • 2002 年 1 月，歐元現金正式發行，取代各成員國原有通貨

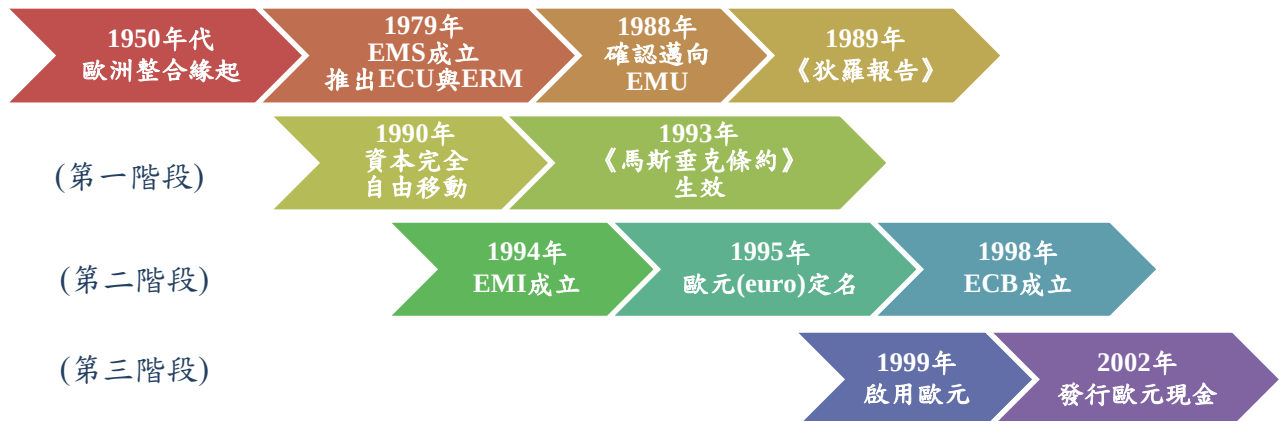
資料來源：本文整理

值得注意的是，自當時起直至現在，非歐元區國家加入歐元區，或是歐盟國家加入歐元區，皆須根據《馬斯垂克條約》與《歐盟運作條約》(Treaty on the Functioning of the European Union, TFEU)，符合若干「趨同標準」(Convergence Criteria)，包括：(1)通膨率不得高於歐盟物價表現最佳之 3 個成員國的平均通膨率加 1.5 個百分點；(2)預算赤字對 GDP 比率不得超過 3%，政府債務對 GDP 比率不得超過 60%；(3)參與 ERM II 至少 2 年，通貨對歐元匯率波動維持於正負 15%區間內；(4)長期利率不得高於歐盟物價表現最佳之 3 個成員國的平均利率加 2 個百分點。

自歐洲整合之濫觴直至啟用歐元、發行歐元現金，共歷經半世紀；逐步推進之發展歷程如圖 1。

³ 歐元區創始成員國包括比利時、德國、西班牙、法國、愛爾蘭、義大利、盧森堡、荷蘭、奧地利、葡萄牙及芬蘭。

圖 1 歐元誕生之發展歷程



資料來源：ECB 官網對自身歷史之介紹 <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history-arts-culture/history/html/index.en.html>。

(二) 歐元區制度變革

2000 年以來，歐洲歷經諸多考驗，如 2000~2002 年網路泡沫破裂，正值歐元起步時期，外界對其仍信心不足，歐元一度大幅貶值；2008~2009 年全球金融危機，以及接續 2010~2012 年的歐洲主權債務危機，凸顯歐元區銀行監管與財政協調機制的脆弱性，以及「沒有共同財政政策」的根本缺陷；2016 年英國公投結果決定脫歐，更是衝擊歐洲經濟整合信心，而 2020~2022 年新冠肺炎疫情，防疫封鎖措施導致經濟大幅衰退，成員國財政赤字擴大且面臨風險程度差異大，惟亦帶來制度改革契機；2022 年俄烏戰爭與能源危機，能源價格暴漲，通膨創下 40 年新高，經濟安全與戰略自主成為核心議題，歐元區加速能源多元化與再生能源投資，強化戰略自主，並持續制度革新(表 3)。

歷經二十餘年，歐元區由最初的單一貨幣，逐步建立永久性的歐洲穩定機制(European Stability Mechanism, ESM)，推動歐元區銀行聯盟，歐盟共同舉債用於復甦基金(NextGenerationEU)，以及推動能源與安全戰略自主等，成為歐元背後重要支撐。

表 3 2000 年以來歐元區面對的重大考驗與制度變革

重大事件	考驗	制度變革
網路泡沫破裂 2000~2002 年	● 歐元剛起步，外界對其信心不足，歐元一度大幅貶值	● 重申 ECB 獨立性與物價穩定目標，並致力整合資本市場
全球金融危機 2008~2009 年	● 美國次貸危機衝擊銀行體系，跨境資本流動驟降，實體經濟陷入衰退 ● 缺乏銀行監管與財政協調機制的脆弱性	● 推動歐洲銀行監管架構 ● ECB 與 Fed 等主要央行建立雙邊貨幣互換(swap)協議 ● 籌備設立歐洲金融穩定基金(European Financial Stability Facility, EFSF)，為臨時性紓困工具
歐洲主權債務危機 2010~2012 年	● 希臘、愛爾蘭、葡萄牙、西班牙、義大利等公債違約風險擴散 ● 市場質疑歐元區「沒有共同財政政策」的根本缺陷	● 成立臨時性之 EFSF，後以永久性之歐洲穩定機制(ESM)取代(專欄 1) ● 加強財政紀律與監督，強化財政契約，要求財政收支架構平衡 ● 時任 ECB 總裁德拉吉 (Mario Draghi)承諾「whatever it takes」，ECB 採取直接的貨幣性交易(Outright Monetary Transactions, OMT)資產購買計畫 ● 推動銀行聯盟，落實單一監管機制與單一清算機制(專欄 2)
英國決定脫離 歐盟* 2016 年	● 雖英國未採用歐元，惟脫歐事件衝擊歐洲經濟整合信心	● 擬加速推動歐元區資本市場聯盟(Capital Markets Union, CMU)，減少對倫敦金融市場依賴
新冠肺炎疫情 2020~2022 年	● 新冠肺炎疫情之防疫封鎖措施導致經濟大幅衰退，成員國財政赤字擴大且面臨風險程度差異大	● ECB 採行因應疫情緊急購買計畫(Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP)之資產購買計畫 ● 首次由歐盟共同舉債，用於復甦基金(NextGenerationEU)，邁入財政聯盟序曲
俄烏戰爭與能源危機 2022 年~	● 能源價格暴漲，通膨創下 40 年新高，經濟安全與戰略自主成為核心議題	● 加速能源多元化與再生能源投資，減少對俄依賴 ● 強化戰略自主，包括供應鏈、能源與國防政策 ● 2022 年 ECB 結束長期負利率與資產購買，並引入傳遞保護工具(Transmission Protection Instrument, TPI)，避免成員國間利差擴大

*：2016 年英國公投結果決定脫離歐盟，惟因多次協議遭國會否決導致談判程序拖延，直至 2020 年方正式退出歐盟；2021 年起，英國與歐盟依據《貿易與合作協議》(Trade and Cooperation Agreement, TCA)互動。

資料來源：本文整理

專欄 1 歐洲穩定機制

2010 年歐洲主權債務危機爆發，歐元區成立歐洲金融穩定基金 (European Financial Stability Facility, EFSF) 作為臨時紓困工具，隨著危機持續，2012 年歐元區合資成立歐洲穩定機制 (ESM)，正式取代 EFSF，並成為永久性的危機解決機制⁴，其總部設於盧森堡，係享有國際法保障之獨立法人地位的國際金融機構。

ESM 主要功能是，當歐元區成員國陷入嚴重財務困境，無法於市場籌資，且危及歐元區整體金融穩定時，可提供金融支援，惟接受援助的成員國須落實財政改革、結構調整或金融部門改革。因此，ESM 扮演歐元區的最後貸款者 (lender of last resort) 角色，係歐元體制下金融穩定的安全網，亦是危機管理與制度改革中的關鍵環節。

ESM 目前共有 805 億歐元之自有資本，由歐元區國家繳納，不得用於貸款，僅作為 ESM 發行債券向市場籌集資金之擔保；2010 年起歐債危機爆發，直至 2018 年，EFSF 與 ESM 共向愛爾蘭、葡萄牙、希臘、西班牙和賽普勒斯等 5 國提供 2,950 億歐元之貸款，資金全數自金融市場募集，成功輔助各該國家渡過當下危機並啟動改革。

2021 年 ESM 成員國簽署《修訂 ESM 條約協議》(Agreement Amending the ESM Treaty)⁵，強化經濟調整計畫的監督角色，提供危機預防工具 (如預防性信貸額度)，以及未來將作為歐洲單一銀行清理基金 (Single Resolution Fund, SRF) 的最後擔保人，在銀行清理時若 SRF 資金不足，可由 ESM 提供貸款。因此，ESM 已不僅是主權國家紓困機制，亦成為歐元區銀行聯盟關鍵一環，ESM 將於經濟調整計畫與危機預防中扮演重要角色。

⁴ 參見 ESM 官網 <https://www.esm.europa.eu>。

⁵ 《修訂 ESM 條約協議》須經全體成員國完成國內程序方能生效實施；因義大利國會於 2023 年否決此協議，目前仍以舊有 ESM 架構運作。

專欄 2 歐元區銀行聯盟

2008 年全球金融危機及其後的 2010~2012 年歐洲主權債務危機，凸顯歐元區銀行體系之結構性脆弱。歐元區金融體系屬於間接金融體系，以銀行主導(bank-based)為主要特徵；相較之下，美國則偏重直接金融，企業融資更依賴債券與資本市場，以市場主導(market-based)為主要特徵。因此，歐元區整體銀行資產規模遠大於美國，歐元區整體銀行資產約為其 GDP 之 7~8 倍，而美國整體銀行資產規模約與其 GDP 相當。然而，歐元區之銀行普遍持有成員國公債，在危機期間，主權信用惡化衝擊銀行資產估值，並透過跨國金融連結快速傳導，加劇系統風險；同時，銀行紓困需求亦進一步推升國家財政負擔，形成銀行體系與主權債務間之惡性循環，即所謂「毀滅循環」(doom loop)。

為化解上述結構性風險，歐元區自 2012 年起推動銀行聯盟，目標在於將銀行監管、清理與存款保障三大支柱提升至歐元區層級，建立區域內金融安全網。2014 年 11 月，ECB 建立單一監管機制(Single Supervisory Mechanism, SSM)，直接監管具系統重要性之大型銀行，以確保監管標準一致，避免成員國出現監管落差。2016 年推動單一清理機制(Single Resolution Mechanism, SRM)，由單一清理委員會(Single Resolution Board, SRB) 及單一清理基金(Single Resolution Fund, SRF)負責，確保在銀行倒閉時能依統一規則進行有序清算或重整，降低納稅人負擔。

至於第三支柱，歐洲存款保險制度(European Deposit Insurance Scheme, EDIS)，雖於 2015 年提出，惟迄今未能實現。其主要原因在於成員國間銀行資產品質差異顯著，部分國家對於財政風險共同承擔存有疑慮，尤其德國、荷蘭等國擔心交叉補貼與道德風險。因而，目前歐元區仍維持由各國主導之存款保險制度。

整體而言，歐元區銀行聯盟已完成單一監管與單一清理機制之建構，有助提升區域金融穩定，惟第三支柱－歐洲存款保險制度尚未落實，銀行聯盟架構未臻完整，歐元區整體金融安全網制度仍有待完善。

三、歐元在國際貨幣體系的地位

影響一國通貨在國際貨幣體系地位的主要因素包括，該國經濟規模大小、該通貨在國際貿易市場上的重要性、該國金融市場的規模，以及該通貨在國際貨幣 3 大功能(交易媒介、價值儲存、計價單位)的表現。本小節將依相關指標，說明歐元在國際貨幣體系的地位。

(一)歐元區的經濟金融概況

歐元區版圖持續擴張，本(2026)年元旦迎來第 21 個成員國保加利亞⁶；截至 2024 年底，歐元區總人口數與美國相當，歐元區名目 GDP 之全球占比為 14.8%，大幅低於美國的 26.3%，另歐盟商品的出、進口占全球比重分別為 11.5%與 10.7%，兩者與美國之全球占比接近。

金融體系方面，歐元區(歐盟)除銀行資產規模明顯高於美國外，債券市場與股票市場規模則均不及美國(表 4)。

表 4 歐元區與美國經濟金融之比較(2024 年)

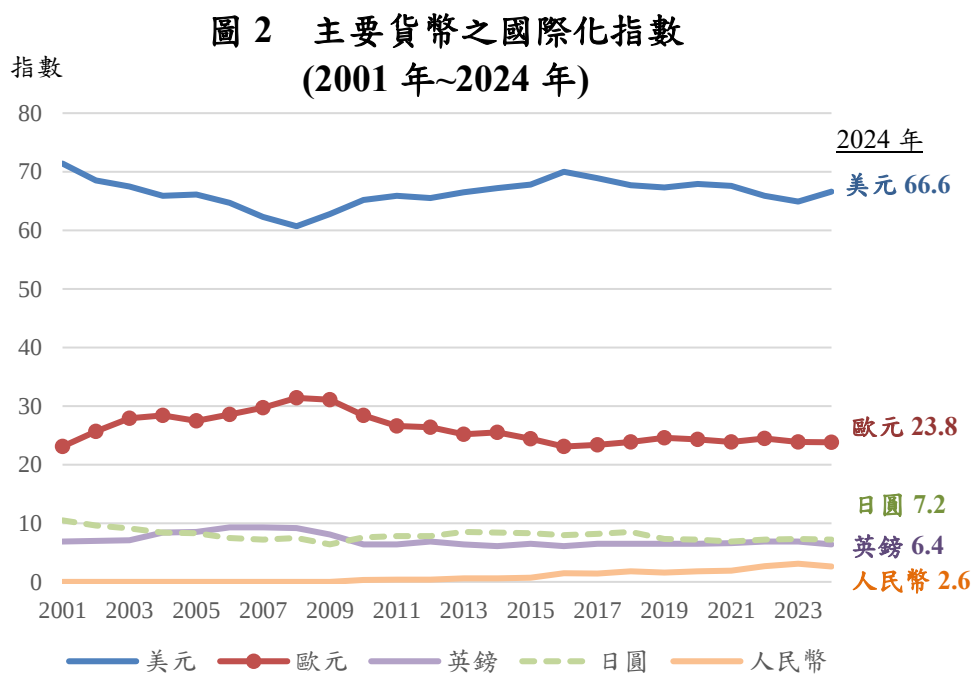
	美國	歐元區
人口數(億人)	3.4	3.5
占全球名目 GDP 比重(%)	26.3	14.8
占全球商品出口比重(%)	8.5	11.5(歐盟)
占全球商品進口比重(%)	13.4	10.7(歐盟)
金融體系		
銀行資產(美元)	約 24.5 兆	約 38 兆(歐盟)
國(區)內債券發行餘額(美元)	約 28 兆	約 11.2 兆(歐盟)
股票市場總市值(美元)	約 62.8 兆(2025/7)	約 10.2 兆(2025/4)

資料來源：Bloomberg、本文整理

⁶ 目前歐元區 21 個成員國為奧地利、比利時、保加利亞、克羅埃西亞、賽普勒斯、愛沙尼亞、芬蘭、法國、德國、希臘、愛爾蘭、義大利、拉脫維亞、立陶宛、盧森堡、馬爾他、荷蘭、葡萄牙、斯洛伐克、斯洛維尼亞及西班牙。歐盟成員國中只剩下瑞典、波蘭、捷克、匈牙利、羅馬尼亞及丹麥等 6 國，未加入歐元區。

(二) 歐元為全球第二大準備貨幣，惟與居首位之美元差距甚大

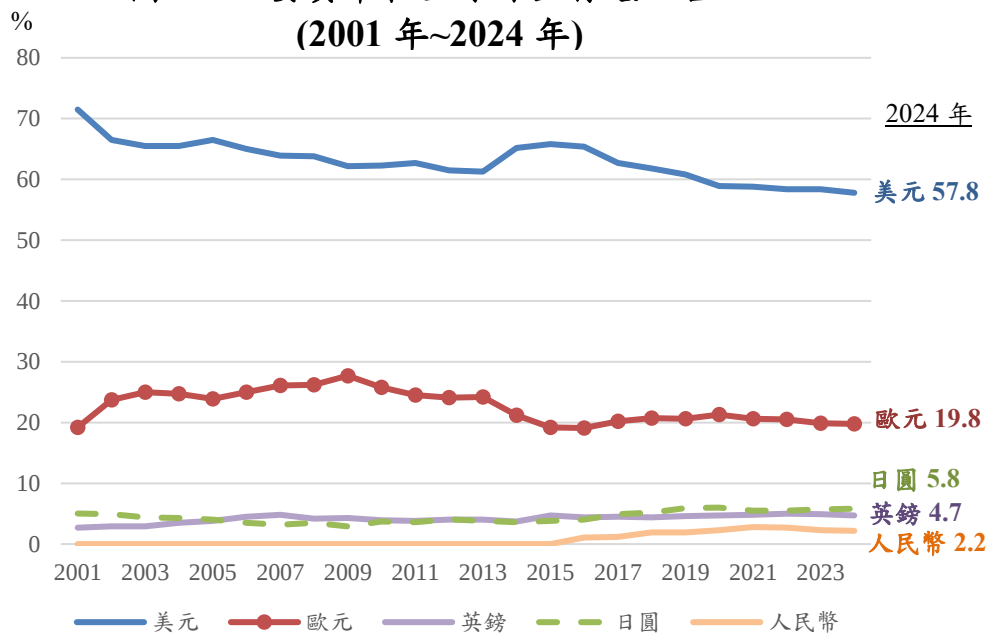
整體而言，長期以來歐元的國際地位保持穩定；如按 Fed 根據國際貨幣 3 大功能(交易媒介、計價單位、價值儲藏)所編製的主要貨幣之國際化指數⁷來看，歐元的國際化指數為 23.8，僅次於美元的 66.6(圖 2)。



2024 年歐元在全球外匯存底之占比約 19.8%，僅次於美元之 57.8%，穩居全球第二大準備貨幣(圖 3)，惟兩者之占比差距甚大。

⁷ 參見 Bertaut et al (2025)。

圖3 主要貨幣在全球外匯存底之占比
(2001年~2024年)

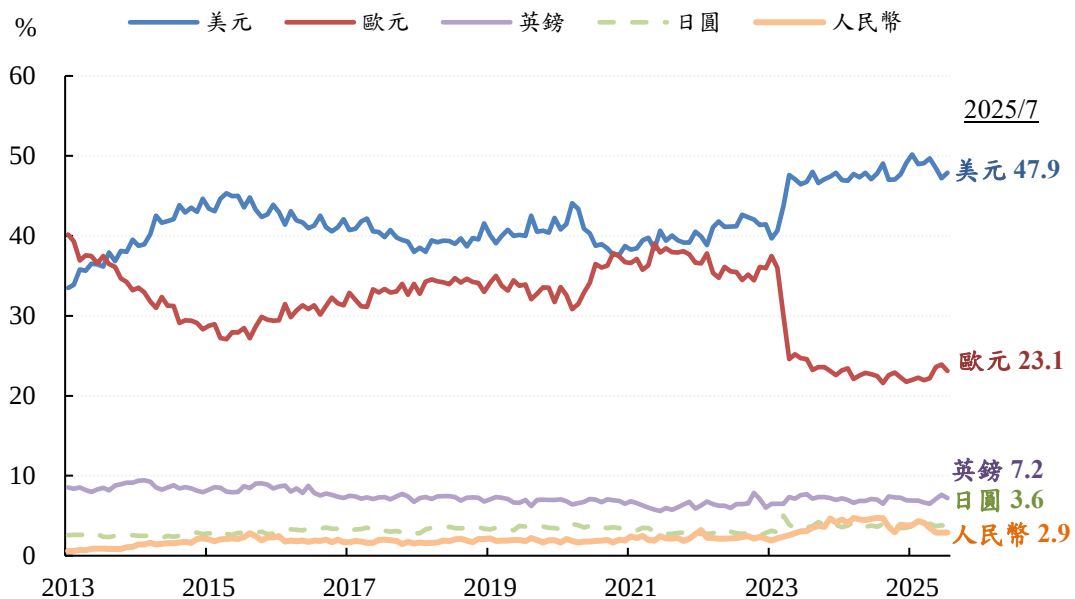


資料來源：Bertaut et al. (2025)

(三) 歐元穩居全球第二大國際支付貨幣，惟受限於區域交易

近年來，歐元在國際支付的地位大抵維持全球第二，僅次於美元。如以環球銀行金融電訊協會(SWIFT)支付業務量之主要貨幣比重來看，歐元占比約為 23.1%(圖 4)。

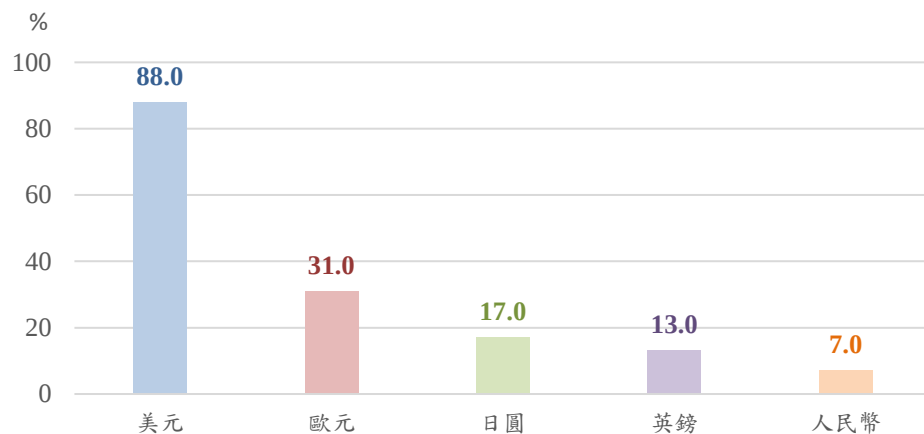
圖4 SWIFT 支付業務量之主要貨幣比重



註：係指金融機構透過 SWIFT 傳送 MT 103 + MT 202 電文，確認已成交之金融交易，SWIFT 再依各幣別統計月交易總額；此處由作者計算年度交易總額及個別貨幣比重。
資料來源：SWIFT

如按 BIS 統計之主要貨幣全球外匯交易比重來看，歐元占比約為 31.0%(各貨幣占比總計為 200%)(圖 5)。

圖 5 BIS 主要貨幣全球外匯交易比重



註：由於計算時將交易雙方均納入，在此各貨幣占比總計為 200%。
資料來源：BIS、Bertaut et al. (2025)

歐元偏屬區域型貨幣，歐元區之貨幣政策雖具一致性，惟跨境金融整合不足，使歐元在擴及較大範圍的廣泛運用方面，相對較為受限。

(四) 歐元計價的債券、股票與銀行跨境債權及債務等占比，明顯低於美元

歐元計價債券之全球占比約 23%、股市之全球占比約 8%，明顯低於美元在全球債市與股市之占比 44%與 48% (表 5)。

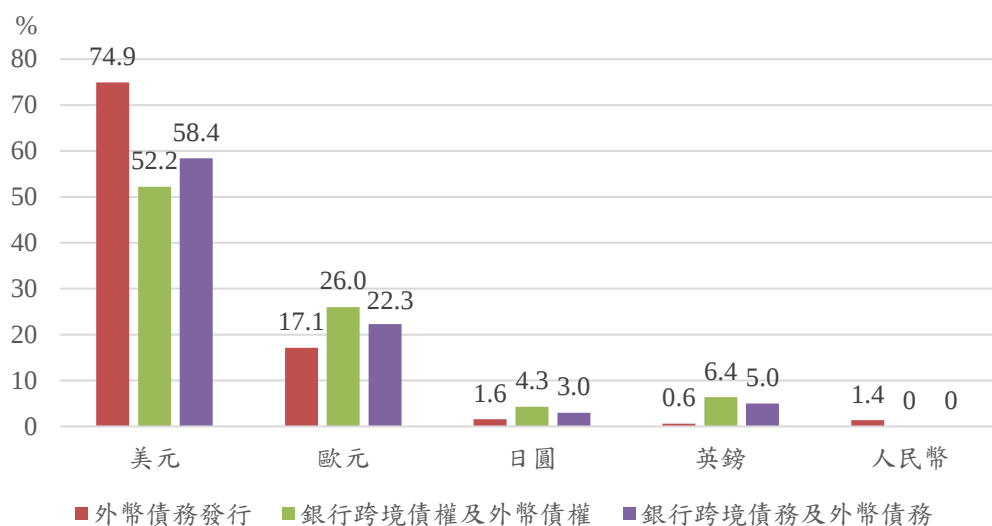
表 5 主要貨幣在全球股債市占比

貨幣別	債市	股市
美元	44%	48%
歐元	23%	8%
人民幣	10%	8%
日圓	9%	5%
英鎊	4%	3%

註：各幣別股市占比為該貨幣國家交易所上市股票市值占全球股票市值之份額。
資料來源：Bloomberg (債市取自 Global Aggregate Index，股市取自 World Exchange Mkt Cap Index；截至 2025 年 6 月 25 日)

歐元作為外幣債務發行、銀行跨境債權及外幣債權，與銀行跨境債務及外幣債務的計價貨幣，全球占比分別為 17.1%、26.0%與 22.3%，雖均僅次於美元，惟仍有一段差距(圖 6)。

圖 6 主要貨幣在全球計價單位之占比



資料來源：Oganes(2025)

(五)歐元區的法治基礎健全，有助提升歐元的國際地位

自上年 4 月 2 日美國總統川普(Donald Trump)宣布對等關稅(reciprocal tariffs)措施的「解放日」(Liberation Day)後，美國跨資產間的相關性出現不尋常情況(例如即使在股市下跌時，美元與美國公債亦面臨賣壓等)，或許是反映投資者對美國政策不確定性的疑慮。換言之，當各界對美國的法治及制度性架構的穩定性存疑時，恐將衝擊美元及美元資產。

健全的法治基礎，能維持投資者對一經濟體貨幣長期價值的信心，進而有助於維持該貨幣的準備地位；在全球動盪且充滿不確定性的環境下，歐洲基於原則的治理方式及制度穩定性，相對具有優勢。ECB 總裁 Lagarde 強調⁸，面對當前國際秩序不確定，正是歐洲爭取

⁸ 參見 Lagarde (2025)。

「全球歐元時刻」的關鍵時機；此際，歐盟或能將其較可測的政策制定與法治承諾轉化為比較優勢(comparative advantage)。此種承諾已融入歐盟的運作模式，歐盟的決策過程通常緩慢而複雜，惟其益處在於制衡機制始終受到尊重。此外，歐盟亦將 ECB 等主要機構的獨立性(independence)明訂於法律中，使其不致受到政治威脅。

然而，在當前的地緣政治環境下，歐洲正面臨愈來愈多外部壓力，可能迫使其採取危害法治的行動；因此，對歐洲而言，亟需維護法治穩定，並強化政治團結與對外一致性；唯有在政治上更加團結，以致立場對外發聲，才能真正抵禦這些壓力。

四、歐元的挑戰與展望

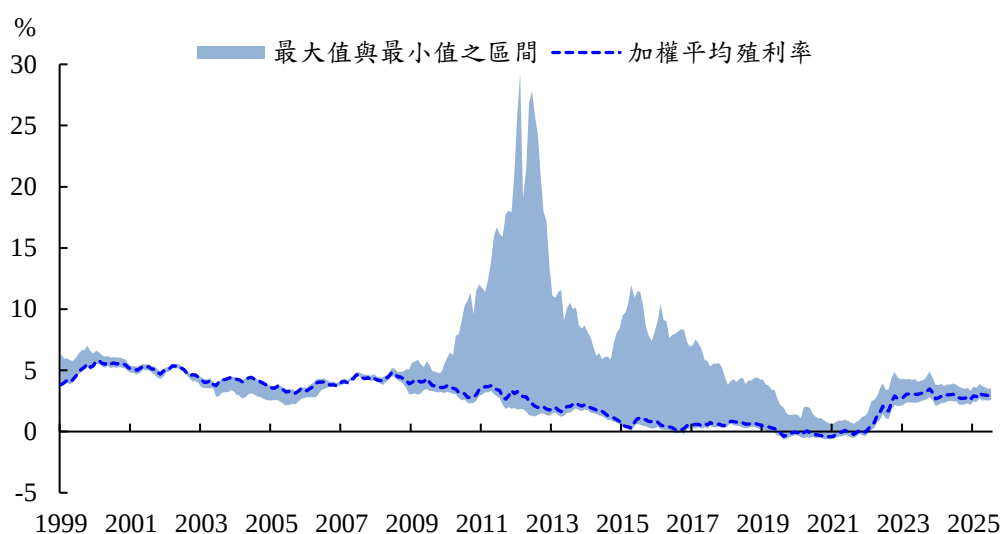
(一)歐元缺乏像支撐美元的統一聯邦政府與財政政策⁹

一國通貨能否取得並維持準備貨幣地位，關鍵在於其背後的制度與政策是否長期獲得投資者的信心。以美元為例，其長期主導地位建立在美國健全且穩定的財政與貨幣制度；聯邦準備體系(Federal Reserve System, Fed)對控制通膨的可信承諾，加上美國公債市場無可匹敵的流動性，共同營造一種主權風險極低的觀感，使得美元在全球經濟動盪與衰退期間，始終扮演安全避風港的角色。

相形之下，歐元區的制度設計存在根本缺陷。雖然歐元區貨幣政策由 ECB 統一制定，但稅收、支出與債務管理等財政政策仍由成員國自行掌握，尤其 2010 年歐債危機後至 2018 年間各國公債市場殖利率存在明顯差異(圖 7)，凸顯各國財政分化。

⁹ 參見 James (2019)與 Lagarde (2025)。

圖 7 歐元區主要國家 10 年期公債殖利率



註：主要國家包含比利時、德國、西班牙、芬蘭、法國、愛爾蘭、義大利、盧森堡、荷蘭、葡萄牙、希臘等 11 國。

資料來源：ECB

歐元區財政分化架構帶來道德風險¹⁰，即各國政府可能因過度舉債與支出而無力償還，最終期待 ECB 以印鈔方式給予救助。為避免此情況，歐元設計者設下規範，例如禁止 ECB 直接融通政府資金，限制各國債務與財政赤字上限，以及成員國之間不得相互救助。然而，歐元體系沒有健全的主權違約處理機制，再加上銀行可將主權債務視為無風險資產；一旦主權債務出現問題，整個銀行體系便會迅速受到牽連。這些弱點遲遲未獲解決，成為歐元區潛在的沉重包袱。

Lagarde 指出，儘管歐洲具備若干推進歐元國際化的有利因素，但真正的挑戰在於如何將其整合；若要提升歐元的全球地位，首要之務便是推動歐洲經濟改革，包括完成單一市場、支持新創公司、減少監管，以及建立儲蓄與投資聯盟等。否則，成員國各行其是、制定分散的產業政策，僅會削弱歐元國際化的潛力。

¹⁰ 參見 Garicano et al (2019)。

(二)歐債危機後遺症，引發市場對歐元穩定性的疑慮

歐洲的銀行與政府有著高度相互依存關係¹¹。銀行持有大量政府債務；在危機期間，邊陲國家的銀行則進一步增加本國政府債券持有量(表 6)。若這些政府債務規模過大、攤銷與償還出現困難，債券價值可能崩潰，進而拖垮銀行。銀行倒閉後須由本國政府注資重整，進一步加重主權債務，市場對其價值的不確定性亦隨之上升，這種惡性循環成為歐洲金融困境的標誌性現象，被稱為「毀滅循環」。

表 6 2007 年與 2011 年歐元區重要國家本國銀行持有本國政府債務比例之比較

	本國銀行持有比例*		說明
	2007 (全球金融 危機前)	2011 (歐債危機 開始)	
希臘	10.6	19.4 ↑	歐債危機開始，該國公債受到外國投資者拋售，本國銀行持有的國內公債比例大幅增加，因此，本國銀行對本國公債之暴險上升
愛爾蘭	2.6	16.9 ↑	
葡萄牙	9.1	22.4 ↑	
義大利	12.1	16.7 ↑	
西班牙	21.2	27.0 ↑	
德國	29.7	22.9 ↓	德國公債被市場認定具有避險功能，歐債危機期間，因受到外國投資者青睞，使本國銀行持有的本國公債比例不增反減
美國	1.4	2.0	美國公債被市場認定具有避險功能，長期受到外國投資者青睞，故本國銀行持有比例偏低；2008 年全球金融危機後，雖本國銀行持有比例略有上升，惟仍大幅低於歐元區

*：Merler and Pisani-Ferry (2012)統計之本國銀行持有之可交易政府債務(marketable government debt)相對可交易政府債務總存量(total stock)之比例，比例愈高，顯示本國銀行對政府債務的暴險程度愈高。表格中↑(↓)表示 2011 年相較 2007 年，該比例上升(下降)。

歐元區與單一國家存在根本差異。單一國家的央行僅需面對一個主權政府，且在危機時期政府意志通常占據優勢；因此，當政府面臨流動性危機時，央行必須提供流動性。歐元區的情況則截然不同；ECB 需面對 20 個主權政府，而這些政府均無權指揮 ECB。在危機時期，沒有任何單一政府能強迫 ECB 提供流動性，使市場對未來救助存在

¹¹ 參見 De Grauwe (2022)。

高度不確定性。

理論上，ECB 可無限創造歐元，儘管在面對市場攻擊時具備高度可信度，但其缺乏施加附帶條件的權力，且始終強調政治獨立性；在扮演最後貸款者角色上，這些限制成為明顯弱點，而金融危機過程中這些弱點將被徹底揭示。因此，市場對於 ECB 是否會在公債市場無條件提供支持存有疑慮，進一步突顯歐元區的結構脆弱性，也意謂無法排除未來爆發歐元危機的可能性。

(三)資本市場碎片化

經濟成長、資本市場與國際貨幣使用間存在良性循環，良好的經濟基礎有助強化國際間對該經濟體貨幣之需求。美元在兩次世界大戰期間崛起成為支配通貨，即係由此種良性循環所驅動：美國資本市場的發展提振經濟成長，並建立美元支配地位的基礎；此外，美國公債市場的流動性與深度，又為投資者提供有效率的避險。

歐洲雖擁有龐大的儲蓄，惟未能充分整合資本市場¹²；資本市場以國家劃分，導致跨境交易有限¹³，亦降低歐盟市場對發行者與投資者的吸引力；歐盟大型與中型股的平均日交易量，亦遠遠落後於美國市場，突顯歐洲在資本市場規模與整合度上的劣勢(表 6)。

資本市場碎片化也延伸至交易後之基礎設施。2024 年歐盟跨境證券集中保管機構(Central Securities Depository, CSD)結算僅占總交易量的 4%，顯示跨國摩擦與效率低落的現象依然存在；儘管 ECB 推動將分散式帳本技術(Distributed Ledger Technology, DLT)應用於結算系統，惟由於監管制度碎片化，以及各國監管方式不一，整合成效依舊有限。

¹² 參見 Hooper (2025)。

¹³ 根據 ECB 報告，對於 CAC 40 或 DAX 40 等主要西歐股市指數，仍有 56%~68%的交易集中在本國交易所，僅 3%或更少交易在其他交易所進行。

表 7 歐盟證券市場深度與流動性落後美國

	歐盟	美國
每家公司平均每日交易量(單位：百萬歐元)		
大型股(市值介於 50~1,000 億歐元)	116	146
中型股(市值介於 10~50 億歐元)	12	23
每月週轉率(每月週轉額 / 市值比率)		
股票	52%	145%
債券	21%	39%
在證券集中保管機構發行的證券總價值(單位：兆歐元)		
2009 年	31.2	79.4
2023 年	47.2	178.6
增幅	51%	125%

資料來源：Kristina (2025)

(四)歐元區影響力侷限於歐洲與近鄰地區，地緣政治風險高

國際通貨的基礎在於可信的地緣政治架構，這取決於一國在全球貿易體系的角色，以及其軍事聯盟的實力；其中，貨幣與貿易的連結尤為重要，因為這是推動貨幣走向更廣泛國際用途的起點。不過，欲建立可靠的地緣政治基礎，除開放貿易外，穩固的軍事夥伴關係亦至關重要；例如美元的主導地位不僅源自其堅實的經濟基本面，更深受美國強大軍事實力與安全承諾的支持。

相較之下，德國、法國與義大利等歐元區主要經濟引擎，正面臨經濟成長疲弱、人口老化、高債務負擔且結構性差異大等挑戰，尤其在經商環境便利性、研發與科技創新、對成長型產業的投資，以及生產力成長方面相對美國落後。2020 年第 1 季~上年第 1 季，歐元區年均生產力成長僅約 0.4%，而美國則達約 1.6%¹⁴。此外，若干成員國面臨財政壓力，法國長期受困於預算與政治危機，即使向來以節儉著稱的德國與荷蘭也開始舉債¹⁵。尤有甚者，成員國之間的政治分裂與民

¹⁴ 參見 Jari et al. (2025)。

¹⁵ 參見 Dulaney and Luhnow (2025)。

族主義抬頭，使得區域整合進程更加複雜；同時，歐洲在地緣政治上存在脆弱性¹⁶，從波羅的海到巴爾幹半島，安全架構的裂縫逐漸浮現，突顯其地緣政治上的脆弱性。

在國際使用層面上，歐元作為全球出口報價通貨的占比約為40%，與美元接近，但在準備貨幣的地位上仍與美元存在顯著差距；原因在於，官方投資者通常傾向投資可靠且具軍事實力的貨幣體系，而歐洲在這方面的吸引力相對不足。

歐洲經濟實力衰退的同時，軍事力量也大幅萎縮。長期以來，歐洲國家將資源優先投入社會福利而非國防，導致其在全球軍事力量的占比降至中世紀以來的最低水準。儘管歐洲領袖近年強調加強國防，以因應來自俄羅斯的威脅，但實際上仍難以有效擴充軍力。

這些限制使得歐洲的地緣政治影響力顯著下滑。在俄烏戰爭的和平談判中，即使戰火就在歐盟門口，歐洲領袖卻僅扮演美國與俄羅斯之間的配角。同時，中國大陸對深化與歐洲的關係興趣不大。上年7月，歐盟甚至接受美國總統川普對其出口商品加徵15%關稅的要求，此一妥協與中國大陸的強硬報復形成鮮明對比，更突顯歐盟在地緣政治中的弱勢地位。

(五)歐洲的策略與展望

1. 資本市場聯盟

2015年歐盟執委會首度提出資本市場聯盟行動計畫¹⁷，旨在打造歐盟單一資本市場，使資金(包含儲蓄與投資)在歐洲自由流動，目前仍持續推動並更新；其三大目標為：(1)為歐洲企業提供更便利之融資管

¹⁶ 參見 Luhnnow (2025)。

¹⁷ 參見歐盟執委會(European Commission)官網對CMU之介紹：https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/what-capital-markets-union_en；歐盟理事會(European Council)暨歐盟部長理事會(Council of the European Union)官網對CMU之解說：<https://www.consilium.europa.eu/en/policies/capital-markets-union-explained/>。

道，支持綠色、數位化、具包容性與韌性之經濟復甦；(2)使歐盟成為更安全的長期儲蓄與投資去處；(3)將歐盟各國資本市場整合為單一市場。

資本市場聯盟將使企業有更多融資選擇，儲蓄者與投資者享有更多機會，並可促進跨國投資、提升歐元之國際地位，增強歐盟之全球競爭力與自主權。ECB 認為¹⁸，為確保歐洲經濟與金融韌性，須建立更為一體化之歐元區內部金融服務市場，故打造資本市場聯盟至關重要。

然而，自資本市場聯盟構想提出以降，迄今進展緩慢，主因歐盟成員國間法律、稅務與監管架構不同，政治意願分歧，以及銀行主導之融資結構難以轉型等因素所致；加以英國脫歐、新冠肺炎疫情及俄烏戰爭等挑戰，也使歐洲政策重心偏向力圖短期之穩定與復甦，造成資本市場整合牛步，仍需持續深化改革以促進資金自由流動。

2. 數位歐元計畫

ECB 正致力於推出數位歐元¹⁹，其係由 ECB 發行之電子支付方式，做為現金之補充而不取代現金，線上與線下皆可支付，享有與現金相當之隱私保護，同時更為便利。此外，ECB 執委會成員 Piero Cipollone 認為²⁰，當前跨境零售支付效率低下，加密資產等領域之參與者力圖填補此一缺口，惟此風險甚高，數位歐元則可成為安全解方的一部份；另美元穩定幣盛行可能導致通貨替代風險(currency substitution risks)與數位美元化(digital dollarisation)，損及貨幣政策有效性並推升金融穩定風險，而推出數位歐元亦可回應此一威脅。

¹⁸ 參見 ECB (2024)。

¹⁹ ECB 於上年 10 月表示，若各國於本年完成與數位歐元相關之立法程序，預計將於明(2027)年開始試點，並於 2029 年首度發行。參見 ECB (2025a)、ECB (2025b)，以及 ECB 官網對數位歐元之介紹：https://www.ecb.europa.eu/euro/digital_euro/html/index.en.html。

²⁰ 參見 Cipollone (2025a)、Cipollone (2025b)。

至於歐盟對穩定幣之立場，係藉由嚴格立法確保金融穩定與消費者保護，2023 年經歐洲議會(European Parliament)與歐盟理事會(European Council)通過之《加密資產市場法規》(Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCA)²¹全面監管加密資產(含穩定幣)，其中穩定幣之監管主要責成歐洲銀行管理局(European Banking Authority, EBA)負責監督，並由各國主管機關執行，MiCA 要求發行者須持有充足之高品質、高流動性準備資產，同時保障持有者可隨時按面值贖回。

ECB 指出，數位歐元將使歐元區更加穩健，且將支持歐洲戰略自主權與貨幣主權，降低對 Visa、Mastercard、Google Pay、Apple Pay 與 PayPal 等非歐洲支付提供者之依賴²²，並為進一步支付創新奠定基礎；上年 3 月歐元區峰會(Euro Summit)聲明指出²³，當世界經濟金融愈加零碎化與數位化，加快數位歐元進程至關重要，此將支持歐洲支付體系之競爭力與韌性、維護歐洲經濟安全，並強化歐元國際地位。

3. 對外貨幣協議與互換安排

ECB 藉由與非歐元區國家建立貨幣互換(swap)與附買回(repo)等 2 項流動性額度(liquidity lines)安排²⁴，防止國際融資市場緊張局勢影響歐元區貨幣政策傳遞有效性：

- ECB 由其他央行獲得歐元以外通貨，可確保歐元區銀行之外幣獲取管道、避免其融資成本升高，從而避免突然去槓桿(deleveraging)、價格劇烈波動及信用流動中斷。

²¹ 參見 MiCA 條文：<https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2023/1114/oj/eng>。

²² 歐洲銀行業與金融服務公司支持之「歐洲支付倡議」(European Payments Initiative, EPI)所推出的數位支付 Wero，亦旨在打造歐洲自身支付選項、維護支付主權。Wero 與數位歐元之差異在於，數位歐元係 ECB 發行之數位版本現金，Wero 則為民間推動之即時支付工具；兩者類如實體世界中現金(不經由銀行)與轉帳(經由銀行)之間的關係，在支付場域存在競合，惟 ECB 已表明數位歐元將與私部門方案共存，共同推動歐洲支付體系的自主權。

²³ 參見 Euro Summit (2025)。

²⁴ 參見 ECB 官網對該行流動性額度之介紹：https://www.ecb.europa.eu/mopo/international-market-operations/liquidity_lines/html/index.mt.html。

- ECB 向其他央行提供歐元，旨在因應市場失靈時非歐元區國家可能出現的歐元流動性需求，避免歐元流動性短缺危及金融穩定，同時亦可強化市場對歐元信心，提升歐元國際地位。

截至上年 9 月 8 日，ECB 共與美國、英國、加拿大、瑞士、日本、中國大陸、丹麥及瑞典等國央行建立貨幣互換安排，其中前 5 國為常設無限額；另與羅馬尼亞、匈牙利、阿爾巴尼亞、安道爾、北馬其頓、聖馬利諾、蒙特內哥羅及科索沃等國央行或貨幣當局建立附買回安排。

4. 多極化體系

ECB 雖未明言倡議多極化，亦未直接挑戰美元，但其政策維護歐洲金融主權並推升歐元地位，強化歐洲之於全球金融的重要性，實際上間接降低美元支配地位，推動全球經濟金融體系由單極邁向多極；例如：

- 提升歐元作為國際準備貨幣與交易媒介之功能，降低對美元依賴、平衡貨幣權力結構。
- 發展數位歐元、強化支付系統自主性，提升歐洲在全球金融基礎建設中的話語權。
- 與其他央行建立貨幣互換協議等合作機制，進一步強化市場對歐元信心。

鑑於歐洲對全球本已具高度影響力，故其進一步強化自身實力與自主性、推升國際地位的舉措，將使全球偏離對美國與美元的單邊依賴，往多極化發展。

五、結論

歐元自 1999 年啟用以來，穩居全球第二大國際貨幣，惟其國際

化深度與廣度仍受限，主要係沒有聯邦政府與共同財政前提下，以單一貨幣支撐多元經濟體，制度存在缺陷。此亦使得歐元在金融穩定性、國際市場的信任度上，難以與美元匹敵。而歐債危機更是暴露歐元區「銀行—主權惡性循環」的脆弱，各國政府財政分化、銀行體系風險高度關聯，使歐元的安全性一度受到質疑。即使歐洲穩定機制與銀行聯盟部分落實，財政與政治整合的不足仍使歐元缺乏強力支撐。

此外，歐洲資本市場的碎片化問題，削弱歐元的金融投資吸引力。相較於美國龐大而整合的資本市場，歐盟仍存在法律、稅制與監理差異，各國金融體系以銀行為主導，跨境資本流動受限，使歐元在債券、股權及衍生商品市場的計價功能難以擴展。這亦導致投資者對歐元資產的流動性與避險功能信心不足，進而限制其作為全球準備貨幣的潛力。更甚者，歐洲在地緣政治與軍事上的影響力有限，難以提供類似美元之「安全與秩序的公共財」(public goods of security and order)信賴，使官方投資者在配置外匯存底時仍傾向於美元資產。

面對上述挑戰，歐洲策略重點在於「深化整合、強化自主、推動創新」。首先，在制度面，歐盟積極推進「資本市場聯盟」，試圖整合歐洲各國金融市場，改善跨境融資與投資環境，強化歐元金融資產的吸引力。若能突破國別法規與政治的掣肘，歐洲將得以建立規模龐大、流動性高且透明的單一資本市場，為歐元提供更堅實的市場基礎。其次，在數位金融領域，歐洲央行推動「數位歐元」計畫，不僅是支付創新的延伸，更是維護貨幣主權、抵禦「數位美元化」的戰略。透過建立安全、可監管的數位支付基礎設施，歐元可在未來的跨境交易與零售支付中占據重要地位，進一步鞏固其國際貨幣角色與功能。

同時，ECB 也透過拓展與各國央行的貨幣互換與附買回機制，強化歐元流動性支撐網絡。此不僅有助於穩定全球金融市場波動時的信心，也象徵歐元的國際地位提升。若此類安排能進一步制度化，將有

助強化歐元的「避險貨幣」特質。此外，歐盟逐步強化能源安全、供應鏈韌性與國防合作，顯示其積極邁向「戰略自主」的企圖。在美國保護主義抬頭與地緣衝突升溫的趨勢中，歐洲若能在能源、科技與軍事領域建立自主決策能力，將有助於提升外界對歐洲長期穩定性的信任，進而支撐歐元國際地位。

總體而言，歐元的國際化進程受限於未有強而有力的財政聯盟，以及政治協調困難，惟歐洲強韌的法制基礎與持續推進的金融創新，有助強化歐元角色的優勢。未來歐元能否進一步提升其全球地位，取決於歐盟是否能真正落實「制度整合、數位創新與戰略自主」三軸並進的進展。若歐洲能在分歧中凝聚共識、在碎片化中建立協調機制，歐元不僅將鞏固其作為全球第二大貨幣的地位，更可能在多極化的國際貨幣體系中，成為與美元並立的重要支柱，開啟屬於歐洲的「全球歐元時刻」。

參考文獻

- 中央銀行(2024),「今天向誰致敬：悼念『歐洲整合之父』—歐盟前執委會主席狄羅」,中央銀行臉書粉絲專頁,1月5日。
- 中央銀行(2023),「三、美元之國際地位：過去、現在及未來」,理監事會後記者會參考資料,6月15日。
- Bertaut, Carol, Bastian von Beschwitz and Stephanie Curcuru (2025), “The International Role of the U.S. Dollar,” *FEDS Notes*, Jul. 18.
- Cipollone, Piero (2025a), “The Quest for Cheaper and Faster Cross-Border Payments: Regional and Global Solutions,” Speech at the BIS Annual General Meeting, Jun. 27.
- Cipollone, Piero (2025b), “Enhancing Cross-Border Payments in Europe and Beyond,” Speech at the Regional Governors’ Meeting, Apr. 1.
- De Grauwe, Paul (2022), “Towards a New Euro Crisis?” *Intereconomics*, Sep./Oct.
- Dulaney, Chelsey and David Luhnnow (2025), “Europe’s Role Reversal: The Problem Economies Are Now Farther North,” *The Wall Street Journal*, Nov. 2.
- ECB (2025a), “Eurosysteem Moving to Next Phase of Digital Euro Project,” *Press Release*, Oct. 30.
- ECB (2025b), “FAQs on a Digital Euro,” Jul. 16.
- ECB (2024), “Completing Banking Union and Capital Markets Union Is Crucial, ECB Report Shows” *Press Release*, Jun. 18.
- Euro Summit (2025), “Statement of the Euro Summit, Meeting in Inclusive Format,” Mar. 20.
- Garicano, Luis, John H. Cochrane, and Klaus Masuch (2019), “Is the Euro Ready to Become a Safe Haven?” *Silicon Continent*, Apr. 16.
- Hooper, Kristina (2025), “Can the Euro Really Challenge the Dollar’s Grip

- on Global Markets?” Man Institute, Apr. 16.
- James, Harold (2019), “Challenges of the Euro,” *Intereconomics*, Mar./Apr.
- Jari, Stehn Sven et al. (2025), “Europe’s Moment,” *Goldman Sachs Economic Research*, Aug. 9.
- Krugman, Paul R., Maurice Obstfeld and Marc Melitz, (2023), *International Economics: Theory and Policy*, 12th Global Edition, Pearson.
- Lagarde, Christine (2025), “Earning Influence: Lessons from the History of International Currencies,” Speech at an Event on Europe’s Role in a Fragmented World at Hertie School in Berlin, Germany, May 26.
- Luhnow, David and Tom Fairless (2025), “Europe Is Losing,” *The Wall Street Journal*, Aug. 22.
- Merler, Silvia and Jean Pisani-Ferry (2012) “Who's Afraid of Sovereign Bonds?” *Bruegel Policy Contribution*, No. 2012/02, Bruegel.
- Oganes, Luis (2025), “De-dollarization: Fact and Fable,” *J.P. Macro Corporate Spotlight*, Jun. 3.
- The Economist (2025), “Can the Euro Go Global?” *The Economist*, Apr. 16.