《歐美研究》第五十一卷第三期 (民國一一〇年九月)，433-494
DOI: 10.7015/JEAS.202109_51(3).0002
https://euramerica.org

歐洲央行單一匯率政策的發展與挑戰*

洪德欽
中央研究院歐美研究所
E-mail: dchorng@sinica.edu.tw

摘 要

歐盟於 1999 年正式進入歐洲經濟暨貨幣聯盟 (EMU) 第三階段，由歐洲中央銀行 (ECB) 發行歐元，並執行單一貨幣政策以及匯率政策。2008 年的國際金融危機、2012 年的歐債危機凸顯歐元區單一匯率政策，以及 EMU 的一些結構性問題，包括單一匯率是否可以有效適用於 19 個歐元區會員國。本文研析下列重要議題：歐盟匯率政策的進程、建制、主管機關、決策、操作、重要特徵、意涵與改革等項目。本文亦分析英國脫歐及新冠肺炎 (COVID-19) 疫情對歐元區匯率政策之影響，以及論證歐元區單一匯率政策如何適用於 19 個經濟條件不一致的歐元區會員國，對不同會員國產生那些影響，歐盟及 ECB 如何解決單一匯率政策衍生之相關問題。

關鍵詞：歐元、匯率政策、歐洲央行、新匯率機制、歐元區

© 中央研究院歐美研究所

投稿日期：109.2.11；接受刊登日期：109.6.30；最後修訂日期：109.6.9
責任校對：王崇懿、許歆佩、陳昱之

* 本文得到匿名審查老師的許多寶貴建議，謹致最高敬意與由衷謝忱。

壹、前言

歐盟於 1979 年建立歐洲貨幣體系 (European Monetary System; EMS)，發行「歐洲貨幣單位」(European Currency Unit; EUC)，主要是做為記帳單位；另於 1999 年進入歐洲經濟暨貨幣聯盟 (European Economic and Monetary Union; EMU) 第三階段，正式發行單一貨幣歐元 (euro)。歐洲中央銀行 (European Central Bank; ECB) 負責發行歐元、執行單一貨幣政策以及進行外匯管理，首要任務是維持物價穩定。歐元目前適用於 19 個歐元區會員國。歐元乃是一種國際關鍵通貨，目前是僅次於美元的第二大貨幣。歐元匯率 (exchange rate) 因此會影響歐元區會員國經濟以及國際貨幣、金融、貿易及投資市場之運作。

依據國際貨幣基金 (International Monetary Fund; IMF) 之定義，匯率乃一國貨幣或超主權貨幣與其他國家貨幣之間的兌換比例或呈現之貨幣價值。匯率政策則為一國或超主權貨幣機構為管理其貨幣操作，所採取之政策。另外，一國貨幣主管機構在外匯市場管理其貨幣與其他貨幣關係所採取的方式，形成其匯率制度，一般有浮動匯率、釘住浮動匯率及固定匯率等三種主要模式 (International Monetary Fund [IMF], 2004: 1-2, 2019: 4-5)。

如採固定匯率，匯率一般指官方匯率，即是各國中央銀行與一般銀行間的兌換或公告匯率。釘住浮動或區域間浮動匯率，則是央行針對匯率之操作，將匯率維持在預先宣布水準或範圍內，匯率因此是貨幣政策的中間目標或匯率制約 (exchange rate anchor)。自由浮動匯率制度，匯率原則上是由外匯供需自由決定，避免將匯率控制在特定水準。匯率政策及制度因此與貨幣政策密切相關，同時受

到市場、經貿、國際收支平衡 (Balance of Payment; BOP)、外部及國際重大事件等因素及條件之影響。匯率一般主要由市場決定或受到市場影響，任何官方對外匯干預的目的，皆為了減緩匯率過度波動，以維持貨幣穩定，而不是為了確定匯率水準 (IMF, 2019: 3-4)。歐元區成立後，歐盟針對歐元採取自由浮動匯率制度，原則上由市場供需以決定歐元匯率。

1991 年歐盟條約 (Treaty on European Union; TEU) 包含貨幣聯盟之規定及進程。該計畫由兩項中心原則構成：(1) 貨幣聯盟的成立將會採取漸進式的策略；以及 (2) 加入貨幣聯盟之前，各國必須滿足「趨同條件」(convergence criteria)。匯率穩定性對歐盟來說即為其中一項經濟趨同的指標，因為匯率穩定性與總體經濟趨同之間具有密切關聯性 (European Commission, n.d.b; Giordano & Persaud, 1998: 17)。加入歐元區的一項條件是必須事先加入「歐洲匯率機制」(European Exchange Rate Mechanism; ERM) 二年以上。歐盟條約規定加入 ERM 的會員國匯率嚴格限制在上下 2.25%波動，避免這些國家強行操作中、短期匯率，以在歐盟內部貿易 (intra-EU trade) 取得較佳的競爭地位或不當競爭利益 (Smits, 1997: 455)。匯率也與歐元區「最適通貨區」(optimum currency area; OCA) 理論相關，McKinnon 指出在貨幣區中相互保持匯率穩定對會員國價格穩定有利，降低匯率波動因此對經濟成長亦有正面幫助 (McKinnon, 1963: 717-725; Schnabl, 2007: 10)。

ECB 及歐元乃 EMU 之兩項核心要素，由 ECB 負責制定歐元區單一貨幣政策、發行歐元，以及代表歐盟正式進入貨幣聯盟階段；至於歐元單一匯率政策的最高決策機構則是歐盟財經部長理事會 (Economic and Financial Affairs Council; ECOFIN)，而由 ECB 負責

執行單一匯率政策。ECB 每天發布對 31 種不同國家貨幣的歐元外匯參考匯率。歐元匯率乃各國政府外匯操作，公司及私人貿易匯兌操作及外幣交易投資等方面的重要參考。歐元匯率也會影響歐盟進出口商品價格而影響歐元區通貨膨脹。所以，ECB 在制定貨幣政策也會密切注意歐元匯率的變動趨勢，以期將中期通貨膨脹率控制在2%以下，但接近於 2% (European Commission, 1970: 10, 12)。

本文採取法律釋義法，分析歐元匯率相關法規及官方文獻；另外兼採政策分析法，研析歐元區單一匯率政策的進程、建制、決策、操作及意涵等重要議題；同時分析英國脫歐及新冠肺炎疫情 (COVID-19) 對歐元匯率的影響，以及論證歐元區單一匯率如何適用於 19 個經濟條件不一致會員國，對不同會員國會產生哪些影響，歐盟及 ECB 又如何解決此一單一匯率政策衍生的相關問題，以維持歐元穩定，並對 ECB 物價穩定目標以及會員國經濟發展，有所貢獻。

貳、歐元區匯率政策之進程

一、 歐洲貨幣體系

「歐洲貨幣體系」(EMS) 之發展背景可以回溯至 1970 年代，1973 年國際體系固定匯率制度崩潰，各國改採浮動匯率制度。歐盟於 1975 年 4 月 21 日仿照 IMF 於 1969 年創造之一籃通貨記帳單位及儲備資產，亦即特別提款權 (Special Drawing Right; SDR) 方式，創造歐洲之一籃通貨記帳單位，並將其命名為「歐洲記帳單位」(European Unit of Account; EUA)，以逐漸取代原先存在之數種記帳單位 (European Commission, 1984: 11)。1978 年 12 月 5 日布魯塞爾歐盟高峰會決議於 1979 年 1 月 1 日建立 EMS，並將 EUA 重新命

名為「歐洲貨幣單位」。EMS 之法律依據是 3181/78 規則，於 1979 年 3 月 13 日正式生效運作。[1]

依據 3181/78 規則前言，以及 1978 年 12 月 5 日布魯塞爾歐盟高峰會建立 EMS 決議前言，揭示 EUC 是 EMS 之中心，制度開始實施時，EUC 之價值及組成與 EUA 完全相同。EUC 之功能主要包括：(1) 作為價值標準；(2) 匯率機能的標準；(3) 分離指標 (threshold of divergence) 的基礎；(4) 干預及信用機能操作之基礎；以及 (5) 歐盟貨幣當局間清算工具等。[2]

在匯率機能方面，每一參加國通貨有一個以 EUC 表示之中心匯率，藉以建立雙邊中心匯率。每一通貨波動幅度限於雙邊中心匯率的上下各 2.25%，但未參加的會員國在 EMS 創立初期可以選擇較大的波動幅度 6%，然而，一旦經濟條件改善並允許時，應儘速逐漸降低波動幅度。依據 3181/78 規則第 1 條規定：「每一參加國中央銀行應將該國通貨以 EUC 表示之中心匯率通知歐盟會員國中央銀行總裁委員會秘書處，秘書處並應將此資料照會其他會員國中央銀行及歐盟執委會。」另外，第 5 條規定，開始實施 EMS 制度時未參加匯率制度之會員國，日後得加入以確保這些國家與參與國中央銀行間之合作。EUC 之匯率機制因此強化了參加國維持匯率於法定浮動範圍之義務，增加了會員國匯率之穩定。

分離指標亦與匯率相關，分離指標乃以公式表示參加國通貨的市場匯率偏離中心匯率的情況。3181/78 規則第 3 條規定分離指標

---

[1] European Council, "Resolution of 5 December 1978 on the establishment of the European Monetary System (EMS) and related matters," in Bull. EC 12-1978, point 1.1.11; Bull. EC 3-1979, point 2.1.1. EMS 之法律依據見 Regulation 3181/78 of 18 December 1978 relating to the European Monetary System, OJ 1978, L 379/2.

[2] *Ibid*.

之操作。在每一通貨以 EUC 表示之中心匯率的兩邊，每一參加國中央銀行應建立以 EUC 表示的警戒性分離指標，其計算須消除因通貨在 EUC 所含權數的差異而影響達到警戒性分離指標之可能性因素。警戒性分離指標應訂於最大容許差異範圍 (maximum divergence spread) 的 75%。若任一種通貨有超越分離指標之情事時，有必要採取歐盟高峰會 1978 年 12 月 5 日決議第 3.6 項之措施，包括：(1) 多樣化的干預；(2) 採行國內貨幣政策之手段；(3) 改變中心匯率；(4) 採行其他經濟政策手段。如果特殊理由而未能採取這些手段時，應將理由告知其他會員國貨幣當局，尤其是在中央銀行協調會開會期間更該如此。若有需要，須在歐盟機構，包括部長理事會，進行協調。這些條款須依實施經驗定期檢討，屆時償債國及債務國由於經濟情況差異而累積的不平衡問題，亦須加以調查研究以及適當調整。

歐盟於 1992 年開始推動 EMU，主要目的為促進經濟及金融穩定並為歐盟提供更具永續性及包容性之經濟成長，是歐盟整合的重大進展，目前已有 19 個歐元區會員國。透過協調經濟與財政政策、單一貨幣以及單一貨幣政策，EMU 的最終目的為促進歐洲經濟穩健成長，創造更多就業機會，並提升歐盟公民福祉。依據歐盟條約，EMU 的建構分三階段來完成：(1) 第一階段：自 1990 年開始實施，為準備階段。歐盟各國建立經濟合作關係，且各國貨幣均需加入 ERM，當時希臘與葡萄牙因為尚未滿足經濟發展標準而沒有加入 ERM；(2) 第二階段：自 1994 年開始，主要工作為設立 ECB 的前身歐洲貨幣機構 (European Monetary Institution; EMI)；以及 (3) 第三階段：自 1997 年開始，主要推動固定匯率制度、設立 ECB、發行單一貨幣並執行單一貨幣政策 (洪德欽，1999: 184-185)。在此階段 ERM II 取代 ERM，成為新的匯率穩定制度。

1997 年 6 月 16 日阿姆斯特丹歐盟高峰會通過一項新匯率機制決議，並在其前言指出，ERM 乃 EMU 之一項核心，尤其是歐盟會員國加入歐元區之一項條件；ERM 同時建立歐元區與非歐元區會員國間之貨幣合作及聯繫關係，以維持歐元匯率穩定，並確保 ECB 物價穩定 (European Council, 1997)。

歐元於 1999 年發行，並自 2002 年開始正式在市場流通，目前是歐盟以及 19 個歐元區會員國之法定貨幣。ECB 以及歐盟執委會負責維持其價值及穩定性，並制定歐盟會員國進入歐元區之條件。歐元的採用可說是歐洲整合深化的一項重大指標。歐元目前已成為僅次於美元的全球第二大通貨，在國際市場上做為不同金融資產及債券之計價單位，也是一些國家對歐貿易及結算的貨幣單位 (游淑雅，2004: 4)。歐盟的貨幣管理架構除了 ECB 之外還有歐洲中央銀行體系 (European System of Central Banks; ESCB) 以及歐元體系 (Eurosystem)。ESCB 由 ECB 以及 28 個會員國之中央銀行所組成，歐元體系則由 ECB 與歐元區會員國之中央銀行組成 (European Central Bank [ECB], n.d.b)。

二、歐洲匯率機制

新匯率機制於 1999 年 1 月 1 日 EMU 第三階段開始時生效。EMI 在 EMU 第三階段將被新匯率機制取代。新匯率機制之運作程序將依 ECB 及歐元區以外之各會員國中央銀行之協議決定之。所以，新匯率機制其中一項主要目的乃為了使未參與歐元區之會員國建立與歐元之聯繫關係。歐元將是新制之重心所在；新制並將追求價格穩定及物價穩定之政策及目標。[3]

[3] The Agreement between the ECB and the national central banks of the Member States outside the euro area laying down the operating procedures for f an exchange rate

歐盟於 1999 年 1 月 1 日進入 EMU 第三階段，成立 ECB 並發行歐元，ERM 被 ERM II 所取代，ERM II 的主要目標為維持物價穩定性，匯率穩定因此必須附屬於物價穩定目標之下。依據匯率穩定規則，要加入歐元區的國家必須加入 ERM II 兩年以上。[4] 加入 ERM II 之會員國在兩年期間內，匯率應維持在正常波動區間且無重大貶值或是嚴重財經問題發生。執委會針對加入歐元區申請國經濟趨同報告，評估申請國是否已經符合採用歐元及加入歐元區的條件。除了維持匯率的穩定性之外，ERM II 的另一項重要功能為模擬加入歐元區之後將貨幣職權移轉至 ECB 的情況，會員國因此較無法利用貨幣貶值等操作因應經濟衝擊 (European Commission, n.d.b)。

ERM 是以對歐元之中心匯率為基礎，依據 2866/98 規則，歐盟會員國加入歐元區會事先界定一項本國貨幣對歐元不可撤銷之固定匯率。[5] 未加入歐元區會員國須事先加入 ERM II 兩年以上，其貨幣允許在中心匯率上下 15%幅度範圍內浮動。在此範圍內匯率原則上是自由浮動，干預也是自動且不受限制。不過上述浮動與干預政策仍不得影響 ECB 物價穩定目標及 ERM II 之功能及信用。[6]

參與 ERM II 乃是加入歐元區之一項經濟趨同標準。根據歐盟運作條約 (Treaty on the Functioning of the European Union; TFEU) 第 140 條的經濟趨同條件，會員國加入歐元區的條件為：(1) 物價穩定性：各國之通貨膨脹率不得超過通貨膨脹最低三個國家之平均水準之 1.5%；(2) 趨同可持續性 (durability of convergence)：各國

---

mechanism in stage three of Economic and Monetary Union, OJ 1998, C345/6.修訂協定另見 OJ 2006, C73/21.

4 OJ 2004, C310/339; OJ 2004, C310/337

5 Regulation 2866/98 on the conversion rates between the euro and the currencies of the Member States adopting the euro, OJ 1998, L359/1.

6 European Council, *supra* note 1, at 1.2, 1.3, 1.7, 2.1, 2.4

長期利率不得超過表現最佳之三國平均值的 2%；(3) 公共財政穩定性：各國年度預算赤字與累積負債總額分別不得超過其 GDP 之 3%與 60%；以及 (4) 匯率穩定性：參加 ERM II 至少兩年 (洪德欽，2010: 150)。[7] 於 1979 年開始運作的 ERM 為 EMS 的一項要件，在該機制之下各國匯率依規定應該在歐洲單一貨幣 (EUC) 中心匯率上下 2.25%窄幅範圍內波動，ERM 因此被稱之為「蛇形匯率」(snake exchange rate)。1993 年 8 月之後，ERM 匯率波動幅度放寬為上、下各 15%。ERM II 匯率波動幅度也是上、下各 15%，相當寬鬆，有利於其他會員國之加入歐元區 (ECB, 2020c: 85, 87)。

2008 年的金融危機觸發了歐債危機以及後續之經濟困境，也曝露了歐元區的結構缺陷。為了強化歐元區的經濟結構與 EMU 建制，以提升各經濟體的抗壓性以及應變衝擊之能力，歐盟執委會、歐洲議會、ECB、理事會以及歐元集團之首長共同發表了「五首長報告」(Five Presidents Report)，列舉深化 EMU 改革的路徑 (European Commission, n.d.a)。據此，EMU 在制度、法律、政策與金融管制等方面，皆有重大改革，例如銀行聯盟的建制 (Krampf, 2014: 303-317)。

參、歐元區匯率政策之建制

一、歐元區匯率政策之法律架構

1957 年歐洲經濟共同體條約第 104 條規定歐盟會員國實施的經濟政策應確保整體收支平衡以及維持物價穩定。第 105 條規定會

[7] OJ 2004, C310/339; OJ 2004, C310/337.

員國應協調其經濟政策以實現第 104 條之目標；包括會員國央行間及財政部門之間的合作關係。

歐盟並成立一個「貨幣委員會」以協調會員國間貨幣政策合作關係，同時評估歐盟及會員國的貨幣及金融情況，並定期向執委會及理事會提交相關報告。歐盟重視會員國間貨幣政策的協調及合作，其中一項原因與目標乃目的確保歐盟內部市場功能之發揮，資金（本）以及貨品服務的自由流動，以及避免會員國藉由惡性貨幣貶值，在內部市場取得不當的競爭利益，對其他會員國形成不公平貿易。

第 107 條第 1 項規定各會員國應將其匯率視為一項「共同關切」(common concern) 事項。第 2 項規定任一會員國的匯率調整如果不符合第 104 條規定目標，同時對內部市場競爭產生嚴重扭曲情況，執委會在諮詢貨幣委員會之後，得授權其他會員國於一般期間內採取必要措施以對抗該等扭曲競爭之情況。第 108 條規定會員國國際收支 (BOP) 如果遭遇嚴重失衡或困難，而有危及內部市場功能時，執委會應展開立即調查，理事會在諮詢貨幣委員會之後，並得依據條件多數決給予該會員國「相互協助」(mutual assistance) 以及適當援助措施。這些措施必須避免對內部市場形成貿易轉向或對第三國重新採取貿易限制措施之方式進行。

第 109 條規定會員國遭遇國際收支緊急危機 (a sudden crisis) 可以採取必要預防性措施，包括限制進口措施等，但必須對內及對市場功能產生最小程度之干擾或限制。依據上述條款，歐盟自 1958 年建立歐洲經濟共同體以來，即已高度重視匯率問題，將會員國匯率視為一項影響共同市場及公平競爭的重要因素，也列為會員國間「共同關切」事項。在尼斯條約通過後之歐洲共同體條約第 124 條

進一步將其視為一項會員國間的「共同利益」(common interest)，可見匯率對歐盟及其會員國之重要性。[8]

歐盟運作條約 (TFEU) 第 142 條 (原 TEC 第 124(1) 條)，重申匯率政策乃歐盟會員國之「共同利益」，以避免歐元及非歐元區會員國貨幣之劇烈波動以及實質匯率失衡 (real exchange rate misalignment)。非歐元區會員國因此也需與 ECB 就歐元匯率進行真誠合作，除了維持本國貨幣穩定之外，針對其貨幣遭受外部重大壓力時，也可以聯合 ECB 及其他會員國採取適當因應政策，包括匯率調整以及聯合干預 (coordinated intervention) 等措施 (Fidora, Giordano, & Schmitz, 2017: 4-5)。

歐盟高峰會是制定匯率政策之最高權力機構，ECB 除了負責管理歐元與干預第三國貨幣之匯率之外，也負責在 ERM II 之下進行歐元之外匯操作。根據 TFEU 第 127 (1) 條，ECB 的首要任務為維持物價穩定，並在不影響此目標的前提下支持歐盟的經濟政策。TFEU 第 127 (2) 條以及 ECB 條例第 3 條規定 ECB 之職權包括：(1) 制定並執行貨幣政策；(2) 根據 TFEU 第 219 條進行外匯操作；(3) 持有並管理會員國之外匯存底；以及 (4) 維繫支付系統的順利運作 (European Parliament, 2019)。TFEU 第 142 條規定各會員國有義務將匯率政策視為歐盟共同利益，TFEU 第 121 條並規定理事會應針對各國總體經濟政策加以監控。

ERM II 的法律基礎為 1997 年的決議以及 2014 年 ECB 與非歐元區會員國之中央銀行所達成之協定。[9] 1997 年決議指出對單一市

[8] The Treaty Establishing the European Community, OJ 2002, C325/33.

[9] Resolution of the European Council of 16 June 1997 on the establishment of an exchange-rate mechanism in the third stage of economic and monetary union, OJ C 236, 2.8.1997, p.5 以及 Agreement of 13 November 2014 between the ECB and the national

場的順利運作而言，一個穩定的經濟環境是不可或缺的。單一市場不能受到實質匯率不平衡或是歐元與其他會員國貨幣之名目匯率不穩定的威脅。ERM II 將協助非歐元區會員國調整其經濟穩定政策、提升經濟趨同並為其採用歐元作準備。[10] 另外，TFEU 第 141 條規定 ECB 負責追蹤 ERM 的運作。

二、匯率政策主管機構與決策機制

(一) 主管機構

匯率政策的最高權力單位為歐盟高峰會，由歐元區的財經部長理事會 (ECOFIN) 負責，ECOFIN 由歐盟會員國的財政部長組成，是歐盟層級的決策機關，主要負責三個領域的政策：經濟政策、匯率與稅務，以及金融服務管制。ECOFIN 目前的主要目標為：深化 EMU、公平且有效的賦稅、結構改革與激勵投資，以及應對新冠疫情以維持歐元穩定並振興歐洲經濟成長 (European Council, 2019)。ECOFIN 會採取法律及政策，以照顧歐元價值及匯率穩定。ECB 雖然不負責制定匯率政策 (例如：應採取浮動或固定匯率制度)，ECOFIN 在採取匯率制度之前須徵詢 ECB 意見。ECOFIN 並負責協調會員國，以擬定歐盟在 IMF、世界銀行及二十國集團 (G20) 等論壇的談判立場，包括歐元匯率之議題。ECB 與匯率相關之工作可分為三部分：(1) 外匯存底管理；(2) 外匯市場操作；以及 (3) ERM II。

central banks of the Member States outside the euro area amending the Agreement of 16 March 2006 between the ECB and the national central banks of the Member States outside the euro area laying down the operating procedures for an exchange rate mechanism in stage three of Economic and Monetary Union, OJ C 64, 21.2.2015, p. 1.

[10] *Ibid*.

外匯市場存底管理以及外匯市場操作皆由 ECB 執行理事會下的債權市場及國際經營處 (Bond Markets and International Operations Division) 的國際市場科 (International Markets Section) 負責，主要工作包括分析並監控國際市場、管理 ECB 的外匯存底，以及參與外匯市場相關事務 (ECB, 2018b)。在外匯存底管理方面，歐元體系的外匯存底包括 ECB，以及會員國中央銀行所持有之外幣。ECB 持有之外匯存底組合包括美元、日圓、人民幣、黃金與特別提款權。2018 年外匯存底組合共有 696 億等值歐元，由 ECB 以及自願參與之會員國中央銀行負責管理。雖然 ECB 的外匯採取分散方式管理，其策略性投資架構仍由 ECB 決策機構決定。外匯市場操作相關工作包括計算並公布參考匯率、外匯市場干預，以及國際標準遵循 (ECB, n.d.a., 2019a: A7)。

ECB 另一主要機構是「總理事會」(the General Council) 依據 ESCB/ECB 條例第 45 條，由 ECB 總裁、副總裁、歐盟會員國中央銀行總裁所組成。執行理事會其他理事、ECOFIN 主席及執委會一名代表亦得出席總理事會會議，但無投票權。ECB 總裁應籌備總理事會會議，並擔任主席。總理事會之責任乃執行諮詢功能事務，及協助 ECB 其他業務之推動。第 47 條並規定，總理事會應促成：(1) 蒐集統計資料；(2) 編寫 ECB 年度報告；(3) 訂定法規；(4) 調整 ECB 資本認捐標準並採取必要措施；及 (5) 訂定 ECB 職員之聘僱條件等。全面包括八個非歐元區會員國央行總裁，所以形成 ECB 與未加入歐元區歐盟會員國間匯率政策的重要協調合作機制。尤其，總理事會負責建立必要規則，以規範歐盟 27 會員國央行營運的會計標準及業務報告。總理事會同時也負責非歐元區會員國加入歐元區前，本國貨幣與歐元匯率間不可撤銷固定匯率之必要準備。總理

事會對歐盟單一匯率政策及非歐元區會員國的匯率合作及加入準備，因此具有實務之重要性。

ERM II 則由總理事會負責監控，任務包括評估非歐元區參與國與歐元之雙邊匯率的可持續性、協調貨幣與匯率政策、實施 ERM II 之干預，以及融資機制。總理事會沒有決策責任，根據 ESCB/ECB 條例議定書第 12.1 條與 ERM II 相關之決策須得到 ECB 管理委員會之同意 (Smits, 1997: 482)。根據 1997 年協定，ERM II 之中心匯率在經過包含歐盟執委會的共同程序 (common procedure) 並諮詢 ECOFIN 之後，由歐元區會員國財政首長、ECB 及非歐元區參與國中央銀行總裁共同決定。

實務上，ECB 透過四個要素執行有效的匯率政策 (Smaghi, 2007)：

1. 監測並評估匯率市場及其發展：由於沒有完全可靠的標準可以評估匯率是否失衡，也沒有單一指標可以監測匯率市場發展，ECB 必須透過多項數據與指標來執行這項任務，例如利用雙邊匯率觀察兩國經濟的相對表現及變化，以及透過有效匯率評估競爭力發展。主要負責機關為 ECB 及歐元集團；
2. 與主要夥伴進行討論：有效的匯率政策需要與其他相關經濟體互相協調，因此，ECB 在三個層次上進行討論。第一，由歐元集團主席與 ECB 總裁代表歐元區在 G7 與美國、日本等主要大國進行討論；第二，IMF 執行委員會中歐元區代表之立場受到 ECB 與歐元集團之約束。然而，歐元區在 IMF 中有許多會員國代表，在立場表達存有潛在分歧的風險。因此，統一歐元區對外立場對強化歐元區匯率政策效率及有效性相當重要 (de Ryck, 2019)；第三，有關雙邊匯率之討論需要直接與對應國家建立溝通管道，除

了美國與日本之外，歐元區在此方面已有進展，特別是與中國當局建立的論壇；

3. 透過公開聲明進行口頭干預：G7 定期針對匯率進行口頭干預 (IMF, 2019: 12)。歐元集團及 ECB 代表皆參與公報的準備工作並發表共同立場；以及
4. ECB 可以對外匯市場進行直接干預，尤其在嚴重或緊急情勢情況。

(二) 決策機制

ESCB/ECB 條例議定書第 9.3 條規定 ECB 的兩大決策機構為執行理事會與管理委員會。條例議定書第 10.1 條規定，管理委員會應由 ECB 之執行理事會成員及歐元區會員國中央銀行總裁組成。第 10.2 條規定管理委員會之委員一人一票，採簡單多數決，票數相同時主席有決定權。管理委員會應有三分之二以上委員出席才達法定投票人數，若人數未達標準主席可以召開特別會議 (extraordinary meeting)，不受法定投票人數限制做出決議。會議過程不對外公開，管理委員會可以決定是否公布會議結果。管理委員會一年至少開會十次。ESCB/ECB 條例議定書第 11.1 條規定執行理事會應包括 ECB 之總裁、副總裁及四位董事共六位成員；第 11.5 條指出每位成員有一票，決策採簡單多數，票數相同時主席有決定權。第 11.6 條規定執行理事會負責 ECB 的「實際業務」(current business) (洪德欽，2004: 217-218)。[11]

ESCB/ECB 條例議定書第 12.1 條規定，管理委員會應制定方針並做出決策，以確實執行賦予 ESCB 的任務。管理委員會負責制定

[11] Protocol (No 4) on the Statute of the European System of Central Banks and of the ECB, OJ C 202, 7.6.2016, p. 230.

歐盟單一貨幣政策，工作包括做出 ECB 適當中期貨幣供給目標、利率目標與準備金額度，並為這些工作的執行設定規則。執行理事會則根據管理委員會制定之規則與決策執行貨幣政策，包括對會員國中央銀行下達指令。第 12.2 條規定執行理事負責準備管理委員會之會議，第 34 條也規定 ECB 應訂適當之規則或提出建議與意見以執行其任務，規則對 ECB 機構及會員國具有直接適用效力及拘束力。

表 1　歐元區單一匯率政策組織架構

成員 / 機構	成員及所屬單位	法律依據
歐盟高峰會 (最高政治機構)	歐盟高峰會主席、歐盟執委會主席及 27 歐盟會員國政府首長	TEU 第 13 條及第 15 條
歐盟財經部長理事會 (最高權力機構)	歐盟財經部長理事會輪值主席及 27 歐盟會員國財政部長	TEU 第 13 條及第 16 條
ECB 執行理事會 (外匯執行機構)	ECB 總裁、副總裁及其他 4 位理事	ESCB/ECB 條例第 11 條
ECB 管理委員會 (貨幣政策決策機構)	ECB 執行理事會 6 位成員及 19 個歐元區會員國央行總裁	ESCB/ECB 條例第 12 條
ECB 總理事會 (諮詢及非歐元區歐盟會員國匯率協調合作機構)	ECB 總裁、副總裁及歐盟 27 會員國央行總裁 ECB 管理委員會其他四位成員、ECOFIN 主席及歐盟執委會一名代表得出席總理事會但無投票權。	ESCB/ECB 條例第 45 條至第 47 條

資料來源：ECB (2021b)，並經作者整理編製。

三、匯率操作

(一) ERM II

歐盟 28 個會員國目前有 19 國為歐元區成員，如何管理這兩組國家之間之匯率形成一項問題。1996 年 6 月歐盟財經部長理事

會 (ECOFIN) 會議針對歐元與非歐元會員國之間的匯率準則達成協定，1997 年阿姆斯特丹歐盟高峰會通過新匯率機制 (ERM II) 協定。ERM II 於 1999 年 EMU 進入第三階段時生效取代舊有之 ERM，其運作程序依 ECB 及非歐元區會員國中央銀行之協議決定。ERM II 之參與採自願性質，但是要加入歐元區之國家必須加入 ERM II 兩年以上。

ERM II 架構下，參與的非會員國匯率依規定應該在歐洲單一貨幣中心匯率上下各 15%範圍內浮動，根據 1997 年協定第 2.3 條規定，中心匯率的決定先由歐元區會員國財政部長、ECB 及非歐元區會員國財政部長與央行總裁相互協議，再由歐盟執委會依共同程序諮詢財政部長理事會後再決定之。[12] 沒有參加 ERM II 的歐盟會員國亦得參與上述中心匯率的決定程序相關會議，但沒有表決權。

ERM II 於 1999 年 1 月 1 日在歐洲貨幣聯盟第三階段開始實施。ERM II 實際操作一般是 (ECB, 2004)：

1. 對於參加 ERM II 的非歐元區會員國貨幣，以歐元作為基礎以界定雙邊中心匯率對歐元的匯率。每一非歐元區會員國貨幣，匯率皆有一個六位有效數字表示對一歐元的價值；[13]
2. 非歐元區會員國貨幣最高及最低干預在歐元中央匯率上下各 15%的範圍波動。干預率是通過在雙邊中央匯率範圍增加或減去商定百分比率來確定得出的匯率四捨五入為六個有效數字；

---

[12] Resolution of the European Council of 16 June 1997 on the establishment of an exchange-rate mechanism in the third stage of economic and monetary union, OJ C 236, 2.8.1997, Article 2.3.

[13] 1103/97 規則第 4 條規定，歐元對歐元區會員國貨幣兌換比率計算至小數點前後六位數字。Regulation 1103/97 on certain provisions relating to the introduction of the euro, OJ 1997, L162/1.

3. 原則上，在中央匯率上下各 15%範圍內，是自動無限地干預，並提供非常短期資金之融資支持。但是，干預如果與歐洲央行維持物價穩定目標相牴觸，則可以暫停自動干預；
4. 為了降低在保護金範圍內進行無限干預可能產生的結算風險，參與干預的 ECB 及歐元區會員國央行，採取先付後付程序 (a payment after payment procedure)；參與 ERM II 的非歐元區會員國央行亦可能採用先付後付程序；
5. 在一般情況，ECB 及歐元區會員國央行在歐洲中部時間上午 9 點至下午 5 點之間進行 ERM II 干預。另外，在目標假日 (例如 1 月 1 日、耶穌受難日、復活節星期一、5 月 1 日、12 月 25 日及 26 日) 或會員國國定假日，一般不會進行干預行動。

ERM II 機制針對非歐元區會員國之匯率不尋常波動，以及外匯市場歐元供需不尋常壓力得由 ECB 採取協調干預，包括利率措施及歐元供需之調整等。例如，當丹麥克朗 (kroner) 價值低於浮動最低標準時，ECB 將透過貨幣買賣進行干預，除非此等操作會危及物價穩定目標。在極短期融資可取得範圍內，上下邊際的干預原則是自動且無限制的。ECB 總理事會負責監控 ERM II 的營運並確保貨幣政策與外匯政策之協調，另外總理事會也負責與會員國中央銀行共同實施干預機制。例如丹麥參與 ERM II，以一歐元對 7.46038 kroner 之中心匯率，在上下 2.25%之區間浮動，丹麥沒有表明何時加入歐元區。丹麥參與 ERM II 之意涵為其中央銀行必須根據 ECB 決策提高或調降匯率，但無權參與 ECB 決策過程 (de Grauwe, 2016: 153)。

ERM II 實施後，歐元適用於歐元區 19 會員國，歐元部位大幅擴大，國際投機操縱歐元匯率，尋求投機性貨幣狙擊活動相對困難，

大幅提供歐元穩定性。對於參與歐元區非會員國而言，其貨幣與歐元掛勾，確保該等非歐元區會員國採取更加健全貨幣、利率及財政政策，並使其經濟益加趨同於加入歐元區之標準及條件，並可以維持其貨幣穩定性。ERM II 因此是 ECB 共同貨幣政策、單一匯率政策以及非歐元區與 ECB 建立聯繫關係的重要基礎。

(二) 名目有效匯率之決定與外匯市場操作

在歐元參考匯率的治理方面，歐洲中央銀行體系市場營運委員會 (ESCB Market Operations Committee) 負責建立歐元參考匯率的規則，並致力於確保所用方法穩當、透明性，以及消除利益衝突。其主要工作如下 (ECB, n.d.d: 1)：

1. 定期檢視歐元參考匯率之定義、範疇、目的、背景，以及其計畫中、預期或已知的使用情況；
2. 定期檢視 ECB 使用之參考匯率計算方法；
3. 決定改變計算方法的提議是否可行，包括評估計算方法是否能妥當衡量市場情況；
4. 管理 ECB 對於計算方法的遵循，並檢視任何例外情況，以及造成例外情況的原因；
5. 管理歐元參考匯率之公告；以及
6. 檢視並審核參考匯率的升降，並通知所有利害關係者。

在歐元參考匯率的決定方法方面，歐元參考匯率由 ECB 管理人員及計算人員間的電話會議，於每日下午 2 點 15 分決定，自 2016 年 7 月 1 日起於歐洲中部時區 (CET) 下午 4 時在 ECB 網站以及其他特定平台上公布。參考匯率中每一組貨幣組合之間通常皆有一個活躍市場。然而，重要貨幣及特殊貨幣間存有相當大的流動性差異，

不同時間的流動性也有所波動。流動性由即期市場交易量衡量，該指標透過國際結算銀行的三年期報告，以及其他有相似覆蓋率的統計報告計算。ECB 參考匯率的變化及調整也參考金融穩定委員會「外匯基準」(foreign exchange benchmarks)、歐洲證券與市場管理局 (European Securities and Markets Authority; ESMA)，以及歐洲銀行監理局 (European Banking Authority; EBA) 的基準設定程序原則及金融基準原則 (ECB, 2015: 1)。

參考匯率的計算方法由市場營運委員會定期檢視，更改計算方法的程序為 (ECB, n.d.d: 2, 4)：

1. 市場營運委員會的所有成員皆可以提議更改計算方法；
2. ECB 工作人員持續監測貨幣市場、蒐集利害關係者對參考匯率的意見、評估更改計算方法的必要性並在將變更提交給市場營運委員會之前蒐搜集意見；
3. 市場營運委員會評估所有計算方法變更提案並做出決策，委員會需參考 ECB 工作人員的意見；
4. 一旦市場營運委員會決議針對計算方法做出重大變更，必須將此變更提交給 ECB 執行理事會；以及
5. ECB 進一步公告所有計畫中計算方法的變更，變更的原因與參考資料，新的計算方法。

值得注意的是 ECB 參考匯率乃是提供歐盟、會員國、公司及個人參考工具，但是具有高度「公共利益」(public interest) 性質，可以做為預算、財務及經營等規畫之重要參考依據，以及從事歐元匯率投資及避險之操作。ECB 參考匯率因此必須保持高可信度，同時強調它們僅作為參考資訊，而不保證歐元實際交易可能產生之風險。ECB 自 1999 年 1 月推出歐元以來，一直在設定並公布歐元參

考匯率，這些匯率通常用於公司年度財務報表、納稅申報表、統計報表及相關經濟分析等。歐元參考匯率乃 ECB 網站訪問數量最大項目，每月訪問次數超過 100 萬次以上，可見其參考功能及重要性 (ECB, n.d.d: 1-2)。

名目有效匯率 (nominal effective exchange rate; NEER) 是本國貨幣對各種外幣名目匯率的加權平均。ECB 計算之 NEER 是基於歐元對 19 個交易夥伴國貨幣雙邊匯率之加權平均。若 NEER 指數提高，代表平均一歐元可換得之外幣數量提高，顯示歐元升值。因此，對於想用外幣兌換歐元的人來說歐元變得較貴。NEER 指數降低，代表平均一歐元可換得之外幣數量減少，顯示歐元貶值。因此，對於想用外幣兌換歐元的人來說歐元變得較便宜。加權權重反映第三市場效果，並取決於在 1995-1997 年、2001-2003 年、2007-2009 年、2010-2012 年及 2013-2015 年間與歐元區貿易夥伴之商品貿易，指數在每三年期間之最後一年以連鎖法 (chain-linked) 銜接計算之。

ECB 在外匯市場干預可大致分為單方或聯合行動，以及中央或分散行動。在沒有任何正式協定或規範時，歐元體系可以自行決定在必要時進行外匯市場干預。歐元體系可以進行單獨干預或是與其他中央銀行聯合干預。外匯市場干預可能透過 ECB 直接進行 (中央行動) 或透過會員國中央銀行代表 ECB 進行 (分散行動)。所有的外匯市場干預皆在不影響物價穩定的前提下進行 (ECB, n.d.c)。ECB 的管理委員會透過簡單多數表決針對干預行動進行表決，然而在實作上在進場干預匯率之前，ECB、其他歐盟機構，以及第三國政府官員通常會進行協調。例如，在 ECB 於 2000 年 9 月 22 日與日本及美國共同干預以提高歐元價值之前，歐元集團首長於 9 月 8 日至 9 日依據法國凡爾賽決議支持歐元價值，此為 ECB 在發行歐元之後

第一次進行外匯市場干預 (Fatum, & Hutchison, 2002: 415-416; Henning, 2007: 326)。

對於第三國貨幣歐元區採取浮動匯率制度，歐元對第三國貨幣之外部價值由市場力量決定。因此 ECB 鮮少從事外匯干預，僅在 2000 年及 2011 年分別從事外匯市場干預。ECB 於 2000 年進行了四次干預，分別發生於 9 月 22 日、11 月 3 日、11 月 6 日，以及 11 月 9 日 (ECB, 2001: 54)。其中 9 月 22 日的干預行動與日本中央銀行及美國聯準會共同進行。ECB 並沒有公布干預的規模，但是根據聯準會報告，美國以美元購買了 15 億歐元。[14] ECB 於 2011 年因為日本大地震造成之日圓不穩定，與 G7 國家聯合干預外匯市場並穩定日圓價值，乃 ECB 最近一次進行外匯市場干預 (ECB, 2011; The US Department of the Treasury, 2017: 4)。

(三) 外匯準備

ECB 可以用於市場干預之外匯存底來自會員國中央銀行移轉之外匯，ECB 也可以透過追加移轉外匯，以及貨幣互換的方式籌集外匯。ESCB/ECB 條例議定書第 30.1 條規定，歐盟會員國中央銀行根據其在 ECB 持有份額向其轉移外匯存底資產，使 ECB 持有 500 億歐元以上之外匯存底 (ECB, 1999)。2004 年 5 月 1 日 10 個中、東歐及地中海國家加入歐盟之後，上述額度提高為 556 億歐元。會員國央行對 ECB 相應持有以歐元計價的債權。1999 年 1 月 EMU 第三階段開始時，各會員國央行移轉給 ECB 的外匯存底為 390.6 億歐元。2018 年 ECB 外匯存底資產價值為 696 億歐元，外匯存底組合由美元、日圓、人民幣、黃金及 SDRs 組成。外幣儲備 (foreign currency reserve) 價值為 507 億歐元，資產包括美元、日圓、與人民幣

[14] Federal Reserve Bulletin, December 2000, p. 813.

組成 (ECB, 2019a: A7-A8)。外匯準備組合隨著市場及時間而變化，反映投資資產的市場價值以及 ECB 外匯及黃金業務的變化。

外匯存底的主要目的為確保 ECB 隨時有足夠的資產以進行外匯市場干預，但 ECB 的干預能力不受限於外匯存底金額，因為：(1) 會員國中央銀行有義務在必要時提供額外外匯存底給 ECB；(2) ECB 可以利用換匯交易 (foreign exchange swap)；以及 (3) 涉及歐盟貨幣的外匯市場干預，包括與 ERM II 相關之行動，可以在 ESCB 體系內取得資金。除了外匯干預，ECB 外匯準備管理之目標包括：流動性、安全性及報酬性，使其外匯受到管理並提高其價值及使用效率。ECB 持有美元、日圓及人民幣準備由 ECB 及參與此業務活動部分歐元區會員國央行 (做為 ECB 代理商) 管理。

在黃金儲備方面，於 1999 年 ECB 持有會員國央行移轉黃金 750 噸。ECB 依據 1999 年 9 月 26 日由 ECB 與 14 個歐洲央行簽署的《中央銀行黃金協議》(*Central Bank Gold Agreement*) 以及「黃金聯合聲明」(Joint Statement on Gold) 規定，管理其黃金儲備。ECB 仍將黃金視為全球貨幣準備的重要組成部分。ECB 及簽署國央行每年銷售黃金不得超過 400 噸；15 簽署國整體同期不得銷售超過 2000 噸，以維持黃金存底之數量、價格及穩定性 (ECB, n.d.c, 2000: 54-55, 2006: 75)。

ECB 採取一項三階段策略管理其外匯存底：(1) 第一階段：ECB 的風險管理者制定策略性資產組合基準 (benchmark)，該基準必須經過管理委員會同意；(2) 第二階段：ECB 的資產組合管理者設計「戰術基準組合」(tactical benchmark portfolio)，並經過執行理事會同意；(3) 一般管理與交易由會員國中央銀行以分散方式管理，在進行交易時，會員國中央銀行必須公開表明其為 ECB 的代表 (于澤雨、王益，2006: 47; ECB, 2019a: A8)。大體而言，ECB 持有外匯資

產之目的為干預匯率，但此干預操作必須以不影響歐元區物價穩定性為前提 (呂桂玲，2002: 134)。

ECB 外匯存底的外幣資產負債以資產負債表日 (balance sheet date) 的現行匯率轉換為歐元。收入和費用按照紀錄日的匯率進行轉換。外匯的資產負債，包括上資產負債表和場外的重估資產負債表工具，是在貨幣通過貨幣的基礎上進行。外幣資產負債的市場價格重估與匯率重估分開處理。黃金按資產負債表日的市場價格計價，黃金的價格和貨幣的重估間沒有區別。取而代之的是，根據每一歐元 / 盎司的黃金價格來計算單一黃金價值，該價格是根據 2018 年 12 月 31 日歐元對美元的匯率得出的。

歐元乃是一種國際關鍵通貨，亦得由歐盟以外第三國持有，成為其外匯組合。根據 ECB 的數據，2019 年第一季歐元在全球總外匯存底比例約為 19%，僅次於美元的 58% (ECB, n.d.a)。歐元於 1999 年 1 月 1 日起，取代德國馬克 (the Deutsche mark) 及法國法郎 (the French franc) 成為 IMF 特別提款權 (SDR) 之組成部分 (IMF, 1998: 1)。值得注意的是中國人民幣於 2016 年成為 IMF 一籃子通貨以及特別提款權。SDR 將包括：美元、歐元、英鎊、日圓及人民幣 5 種國際關鍵貨幣。IMF 於 2015 年 12 月決定，自 2016 年 10 月 1 日起 5 種 IMF 關鍵通貨的權重比率，是美元 41.73%、歐元 30.93%、人民幣 10.92%、日圓 8.33%、英鎊 8.09%；SDR 貨幣權重主要決定因素是：(1) 該國在全球貿易總額比例；(2) 該國貨幣在全球外匯存底比例，亦即反映該國在全球經濟規模及重要性 (ECB, 2019a: A26; IMF, 2015)。

IMF 的 SDR 根據一籃子貨幣加以定義，其價值取決於五種主要貨幣 (美元、歐元、人民幣、日元和英鎊) 的加權總和之平均值。ECB 持有的 SDR 截至 2018 年 12 月 31 日的每一 SDR 以歐元匯率

轉換為歐元 (ECB, 2019b: 13-14)。歐元權重由 37.4%下調為 30.93%，影響最大；人民幣因而將構成對歐元的一項新挑戰。人民幣成為 ECB 外匯存底及 IMF 的 SDR 組合部位，將會影響歐元匯率及 ECB 單一匯率政策，這也是歐元匯率外部性之一項影響因素。

肆、歐元區匯率政策之意涵

一、歐元區匯率政策之主要特徵

(一) 單一匯率政策

新匯率機制之中心匯率將以歐元為一方，成為加入新機制之非歐元區會員國的中心匯率。標準波動幅度將是中心匯率上、下各 15%，相當寬鬆，提供彈性，方便新會員在符合經濟趨同條件下，及早加入歐元區。在極短期融資 (very short-term finance) 可取得範圍內，上下邊際的干預原則是自動的及無限制的。然而，這種干預如果導致與 ECB 及參與國中央銀行主要目標相衝突，可中止干預。干預政策將參考所有相關因素，特別是必須維持價格穩定及 ERM II 機制的信譽及功能。

中心匯率及標準波動幅度將經由歐元區參與國的財政部長、ECB、加入新匯率機制之非歐元會員國財長及央行總裁依據執委會的共同程序，在與財經部長理事會 (ECOFIN) 磋商後決定之。波動幅度並得依據加入新制之非歐元會員之貨幣地位進行調整。非歐元區會員國財長及央行總裁可以參加會議討論但無表決權。所以，歐元與各匯率機制內的貨幣，在 ERM II 架構下，其匯率之間的關聯性將大為加強，有利於非歐元區會員經濟趨同程度之提高，並促其早日加入歐元區。

在 ERM II 架構下，非歐元區會員國貨幣與歐元形成一種所謂「軸狀模型」(hub and spokes model) 之關係。歐元將是這個輪子之「輪軸」以及新制之記帳單位。另外，非歐元區國家之貨幣與輪軸之間僅建立雙邊基礎之聯繫關係；而不再與歐元區會員國間有雙邊匯率關係存在。所以，在 ERM II，基本上已沒有正式多邊匯率關係之存在 (European Commission, 1998: 18)。

ERM II 雖然比預期放寬標準，容納更多參與國，唯目前仍有 9 個歐盟國家選擇性不參加，或尚未達到標準而不能參加歐元區。尤其包括重量級會員國英國仍採取選擇性不加入歐元區立場，使 EMU 之發展可能形成雙軌體系或雙速體系。英國等國未參加 EMU，影響到歐盟共同貨幣政策之完整性與一致性，以及在對外關係單一形象之建立。例如 EMU 銀行體系包括 ECB 及歐洲中央銀行體系 (ESCB)；ECB 決策體系又包括管理委員會、執行理事會及總理事會；其中有些只限歐元區參與國參加，有些又包括歐盟 27 會員國，形成「雙軌體系」，不但不符合行政精簡及效率，如果政策衝突，更增添決策之複雜性與不確定性 (Taylor, 1995: 137-138)。

其次，未參與國貨幣及金融自主權仍不受歐盟節制，如果利用貨幣貶值或其他貨幣、金融政策工具，來促進其產品在內部市場之競爭力，以取得不當貿易利益，對歐元區參與國而言，並不公平，也將影響到內部市場之完整性。另外，未參與歐元區之會員國貨幣會比歐元波動性 (volatile) 大，增加該等國家貨幣被國際投機客炒作空間及機會。非歐元區國家也較難直接參與歐洲中央銀行決策與運作，相對地，削減了該等國家在歐盟政策影響力。長期而言，該等國家在歐盟之各種補貼、緊急紓困、預算案等都將受到更大限制，間接地影響到該等國家投資環境，對其經濟發展較為不利 (de Grauwe, 2016: 153-155)。

(二) 匯率政策的功能

對歐元區會員國而言，單一貨幣的流通代表歐元區必須採用單一匯率政策。在 EMU 形成之前，歐洲由多個小型開放經濟體組成，相較於個別國家經濟體，外部影響力規模相當大，匯率政策因此對這些小型國家有較大影響力。歐元區創造了一個較大且較為封閉的經濟體，大幅降低匯率對歐元區會員國經濟發展的影響，尤其是大幅降低匯率波動造成的不確定性。另外，歐元區會員國間不再有名目匯率及匯兌損失，一方面可以移轉多餘外匯存底於國內建設，另一方面也較不易受到外部經濟衝擊 (economic shock)、金融波動之影響，以及受到國際投機客之貨幣狙擊，大大降低匯率劇烈波動及貨幣大幅貶值之風險 (Smaghi, 2009)。

ECB 依據 TFEU 第 127 及第 219 條進行外匯交易及外匯干預等業務。外匯干預由 ECB 與非歐元區會員國國家央行合作進行，尤其在干預措施之融資方面。外匯干預也可以在歐元與美元或日圓等其他主要貨幣的主管機構之間進行。第 219 條規定兩種安排：(1) 歐盟財經部長理事會 (ECOFIN) 可以針對歐元的匯率政策訂定一般準則以及匯率政策的總體方向。ECB 外匯干預的能力不受其外匯準備的限制；以及 (2) ECB 亦可透過與主要國家間的換匯 (swap) 協議，為干預措施提供資金。值得注意的是，ECB 外匯干預仍不能損及其維持物價穩定之主要目標 (ECB, 2001: 51)。

ECB 外匯業務，無論如何進行都必須視為共同貨幣政策的組成部分，並受到物價穩定主要目標之約束。所以，任何外匯干預及外匯操作皆必須在 ECB 貨幣政策及策略中加以考慮。在貨幣政策及策略背景下，匯率做為對外來價格發展評估的一部分，受到密切監控，並被視為政策分析的重要指標。事實上，1997 年 12 月 13 日盧森堡歐盟高峰會已強調，歐元匯率應被視為歐元區經濟發展與有關經

濟政策的結果，而不是一個獨立設立的目標。ECB 及歐元體系只有在特殊情況下，且不損及歐元體系物價穩定目標情況下，才能制定歐元區匯率政策的總體方向。[15]

對歐盟以外第三國方面，歐盟採用浮動匯率政策。與大部分主要國家一致，歐盟不追求外部匯率目標，歐元對第三國貨幣之匯率僅受到市場力量影響。不追求外部匯率目標可以讓 ECB 專注於達成歐元區的物價穩定目標。ECB 在必要時仍可以透過外匯市場干預而影響外部匯率，但是 ECB 向來極少採取這樣的措施。

二、影響與挑戰

(一) 單一匯率問題

1997 年阿姆斯特丹歐盟高峰會通過一項「穩定暨成長協定」；歐盟相關條約針對會員國加入歐元區也規定經濟趨同標準，針對會員國的預算赤字 (不得超過 3% GDP)、負債總額 (不得超過 60%)、利率 (不得超過利率最低會員國水準 2%)、通貨膨脹 (不得超過最低三個會員國平均水準 1.5%)，以及必須加入新匯率機制 2 年以上等嚴格限制。然而，歐元自 1999 年發行之初，會員國間經濟結構及發展水準仍存有很大差異性，有些會員國例如西班牙、葡萄牙，以及事後加入之希臘，加入當時的經濟情況也未完全符合經濟趨同標準。

除了經濟趨同條件之外，孟岱爾 (Robet A. Mundell) 從「最適通貨區」理論，指出貨幣同盟之成立，除了會員國經濟趨同之外，其他考慮因素包括：勞動流動性、價格與工資彈性、生產規模及技術的一致性、資本市場整合程度、語言、教育、文化、福利與社會

[15] European Council, Presidency Conclusion, Luxembourg, 12 and 13 December 1997.

等因素 (de Grauwe &Vanhaverbeke, 1993: 111; Mundell, 1961: 657-665)。歐盟於 1999 年發行歐元之初，上述經濟及社會條件，在會員國之間存有很大差異性，形成貨幣同盟的一些障礙。這些經濟及社會條件的趨同，涉及更深層次的社會及經濟整合，甚至「政治整合」，對歐盟及會員國而言，皆是重大挑戰。史提格里茲 (Joseph E. Stiglitz) 因此認為歐元區會員國經濟結構的差異性，不是貨幣聯盟所能單獨解決，這是貨幣聯盟先天性結構問題 (Stiglitz, 2017: 240)。

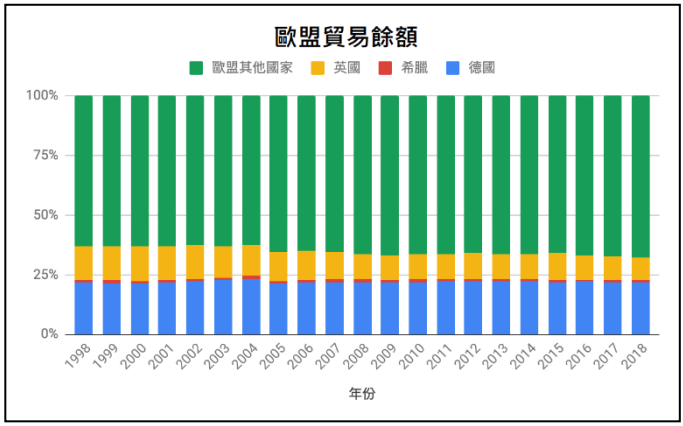
歐元發行之前沒有從事必要的政治整合，或至少同時考慮財政聯盟，以便在歐元區會員國間從事財政重分配。歐元乃歐元區會員國貨幣加權平均值，德國馬克幣值原來最高，採用歐元後反而導致原先貨幣的「隱性貶值」，激勵其出口貿易、生產活動及經濟成長。希臘等南歐國家採用歐元，形成隱性升值，不利其貿易出口，又大幅舉債，形成政府負債總額大幅提高。希臘等國家經不起 2008 年金融危機之考驗，並導致 2012 年之希臘及債務危機。希臘等國家在債務危機已喪失貨幣政策及匯率工具；單一匯率政策欠缺調整彈性及靈活性以回應歐元區會員國不同經濟需求，此乃歐元一項先天性結構缺陷。金融危機及債務危機已使歐元區會員國經濟不平等進一步惡化，並將歐元區分裂為債權國及債務國、或核心國與邊陲國兩大陣營，將危及歐盟團結及未來歐盟整合 (Perotti & Soons, 2020a; Stiglitz, 2016)。

德國自 1999 年歐元發行之後，一直持續保持較高經濟成長率，並享有鉅額貿易順差。歐元是否形成對希臘等債務國家太強；對德國等債權國家又太弱之問題。德國獲得鉅額貿易順差，經濟表現強勁，在歐盟是否形成一項新的「德國問題」？歐元匯率問題因此攸關歐盟會員國的團結以及歐盟整合之未來。

德國是歐盟最大經濟體，自 1998 年起，其 GDP、貿易餘額 (商品與服務) 自 2009 至 2018 年每年平均大約佔歐盟整體約 21% (見圖 1)，人均 GDP 高於歐盟整體平均值，貿易一直保持順差。例如 2019 年第二季歐盟 28 國經常帳 (current account) 盈餘共 409 億歐元，德國盈餘卻高達 599 億歐元 (Eurostat, 2019c: 1, 5)。德國的貿易順差相當高，2018 年貿易順差超過 2300 億歐元，同年歐盟 28 國貿易順差僅約為 518 億歐元 (見圖 2)。歐盟主要國家 (以德國與法國為代表) 以及南歐國家 (以希臘與西班牙為例)，在貿易收支上有相當大的差異。

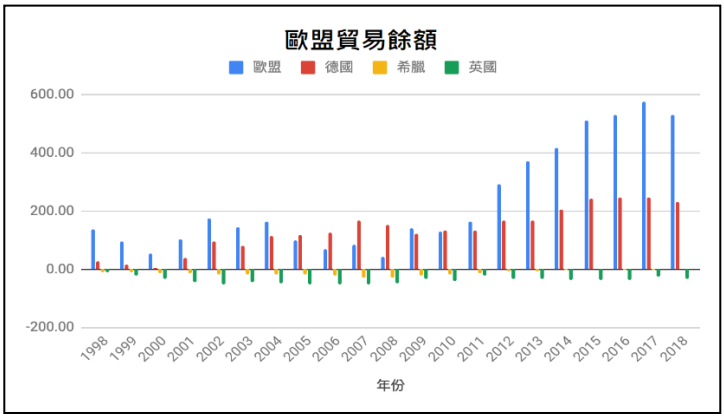
德國龐大貿易順差的一項原因是歐元價值的低估，其他因素包括對德國出口商品的需求及國內薪資水平限制 (Jason, 2015: 4-10)。高存款率及歐元區利率趨同對德國的高經常帳盈餘也有影響。根據 IMF 的報告，「德國歐元」被低估幅度在 10%到 20%之間 (IMF, 2018b: 11)。美國總統川普數度指控歐元匯率被嚴重低估，認為德國利用被低估之匯率擴大其貿易順差 (McGeever, 2017b)。德國龐大的貿易順差已使美國多次公開指控歐盟讓美國處於不利地位，甚至威脅提高歐盟汽車與汽車零件關稅 (Reid, 2019)。

對希臘、西班牙等國家歐元幣值是被高估的，IMF 於 2018 年報告指出歐元對希臘高估的程度約為 7%，貨幣價值高估不利於其出口貿易，對於南歐國家的經常帳平衡，以及經濟發展皆有負面影響。貨幣貶值以促進貿易出口，進而使國內經濟恢復成長，乃各國經常使用之經濟政策。IMF (2018a: 42) 分析認為出口貿易成長 1%，有利於國內 GDP 成長 0.5%。經常帳平衡、匯率穩定性，以及外匯存底與干預皆為 IMF 評估國際收支平衡的重要因素。歐元區一些國家總體經濟收支不平衡也是歐債危機的原因之一。ECB 單一匯率架構下，歐元價值在歐元區會員國間的不對稱，造成希臘等南歐國



資料來源：Eurostat (2019a)。

圖 1　歐盟各會員國貿易餘額及份額圖



單位：10 億歐元

資料來源：Eurostat (2019b)。

圖 2　歐盟與主要會員國的貿易餘額

家在 2008 年全球金融危機後，無法透過貨幣貶值增加出口，促進經濟成長，進而解決債務危機 (Independent Evaluation Office of IMF, 2017: 13)。

歐盟國家的經濟模式在其產品和勞動力市場的運作方式、福利和教育系統、政治、文化甚至根本的意識形態上都各不相同。19 個歐元區會員國經濟規模及條件，存有顯著差異性，呈現不同經濟模式、結構與政策。隨著貨幣整合，歐元區會員國失去了指導經濟政策的匯率選擇。這種單一匯率政策的特殊性，影響了基於自主貨幣政策框架內定期貶值本國貨幣的某些歐元區會員國，尤其，南歐國家，包括西班牙、葡萄牙、希臘和義大利，限制這些國家在協調工資和實施長期成長戰略的制度能力。在加入貨幣聯盟之前，這些國家往往使用各自貨幣從事定期貶值來提高其競爭力。加入歐元區之後，這些國家喪失匯率彈性及調整機制，對其經濟發展及解決債務問題等方面，皆有不利影響 (Tokarski, 2019: 9, 12-13)。

歐元乃歐盟會員國貨幣加權平均值。IMF 協定 (IMF, 2016) 第 4 條第 4 項有關外匯制度安排，乃以穩定但可調整之平價 (Par Values) 為基礎，並應著眼於世界經濟之穩定，另應考慮各會員國之物價變動與經濟擴張率等因素。同時，匯兌制度也應確保平價制度之有效操作，使國際收支盈餘或赤字之會員國能相互立即作有效調整，以及對收支失衡之干預能做有效之安排。對 19 個歐元區會員國，採取單一匯率政策，各別會員國將欠缺 IMF 協定第 4 條第 4 項有關「平價」匯兌在會員國間能相互立即作出有效調整及干預等安排，以回應其本國的 BOP 及經濟情況。

歐盟及歐元區整體經濟表現及貿易平衡並未如德國的表現強勁，歐元如果沒有升值，對德國反而更加有利。德國可以在歐元區

及歐盟盾牌保護下，持續取得強勁競爭優勢，形成歐元發行後維持持續經濟成長及鉅額貿易順差國家，在歐元區經濟表現一支獨秀(王玉柱，2015: 42-43)。另一方面，歐元如果因歐元區貿易盈餘而升值，也不利歐債國家透過貶值以增加出口。歐元因此形成一種內在困境，升貶皆兩難，而德國一支獨秀也形成新的「德國問題」(Jacoby, 2015: 189)。

單一匯率政策架構下，會員國貨幣政策及匯率分別由 ECB 所決定及執行，與國內經貿表現及貨幣政策的要求往往不盡相符。事實上，各國貨幣政策以及央行匯率政策；原則上必須依據國內情況及目標做為決策依據，以符合反映本國經濟現況並符合其實際需求。各國貨幣政策為了有效針對國內目標，而不是反映另一國家或經濟體的目標，貨幣政策必須擺脫固定匯率承諾，以使各國匯率政策具有一定彈性，並反映浮動匯率或釘住浮動匯率的浮動性本質及靈活性優點。歐元區單一匯率政策，對 19 會員國欠缺機動調整彈性，也會影響各會員國經濟表現。經濟成長的差異性及不平衡，長期而言，將影響會員國的和諧關係及團結合作 (Day, 2020: 20-22)。

在布列頓森林體系 (Bretton Woods System) 下，歐洲多數國家貨幣在 1970 年代以前採取釘住美元的固定匯率政策，而與國內貨幣政策之目標及要求不相符合，導致該體系在 1970 年代初期崩潰。IMF 協定第 4 條第 3 項規定，IMF 即使針對不同國家匯兌安排之監督，甚至為所有會員國訂定指導原則，仍應關注會員國經濟情況之差異性及不同需求，甚至亦應尊重會員國國內的社會與政治政策，以確保國際貨幣制度及匯兌監督安排的有效操作，並促進 IMF 協定第 1 條規定有關國際匯率穩定及各國經濟均衡發展等目標之實現。理論與經驗在在顯示，缺乏彈性的單一匯率政策及制度，無法符合及滿足不同會員國不同貨幣政策及要求，將是歐盟單一匯率制度的

一項重大結構性問題，攸關歐元及共同貨幣政策的未來發展 (Smaghi, 2007: 1)。

如何改革歐元的單一匯率政策，並一併解決希臘債務，以及德國問題，有二種方案可供參考。第一方案是歐元區退場機制，第二是歐盟財政重分配。在歐元區會員國退場機制方面，歐債危機發生之後，脫離歐元區的機制開始受到注意；根據 ECB 研究報告，歐盟目前機制，會員國在不離開歐盟的情況下脫離 EMU 在法律上幾乎是不可能的，因此建立一個完善的歐元的退場機制或可做為歐盟完善其財政紀律的一項策略 (Athanassiou, 2009: 7)。

在單一貨幣政策下，債務危機引發「調整負擔不對稱」問題，赤字國家別無選擇，只能採取緊縮政策以進行調整，但盈餘國家則沒有此等負擔。這不僅是經濟上的問題，在政治也有重大的影響。盈餘國家 (大多是債權國) 堅持赤字國家 (負債國) 進行嚴格的財政緊縮措施並清償債務，但是債務國家則堅持較寬鬆的財政政策以及債務重組，造成嚴重的政治衝突 (Frieden, 2015: 7)。歐元退場機制也得以避免負債國家在歐元區「搭便車」，甚至在違反歐盟財政規範的情況下取得鉅額紓困，造成道德風險問題 (洪德欽，2012: 191)。

對歐債國家而言，離開 EMU 可以解決國際金融的「三元悖論」問題。在 Mundell-Fleming 模型中，固定匯率、資本自由移動以及獨立貨幣政策不可能同時達成；在資本自由移動的情形中，政府必須在固定匯率以及貨幣政策獨立性中作出抉擇。若脫離 EMU，該國則不在受到固定匯率的限制，可以透過貨幣貶值促進出口；在希臘的案例中這樣的做法有可能加速經濟復甦。

歐元退場機制也有助於德國等債權國家，為財政狀況不佳的國家進行紓困往往會導致其納稅人的財富損失，形同「逆歧視」，使遵守財政紀律的國家成為受害者，不符合公平正義原則，容易造成

會員國之間的不信任，有損於歐洲整合及歐元的未來。

退場機制一來可以增加負債國家的匯率政策彈性及貨幣政策選擇，二來也可以避免歐元區內部財政負擔及政經衝突。在里斯本條約架構下已有歐盟會員國的退場機制條款安排，歐盟條約 (TEU) 第 50 條第 1 項規定，任何會員得依其憲政規定退出歐盟 (Piris, 2010: 110-111)。依據「舉重明輕」法理及原則，TEU 已有脫離歐盟的第 50 條；理應可以同意會員國退出歐元區而仍保留歐盟會員國資格。歐盟將來可以透過修改條約，增列一條會員國退出歐元區而仍保留歐盟會員國資格之條款。

在歐盟財政重分配方面，希臘退出歐元區將使希臘付出更大代價從事經濟及財政結構調整，甚至具有希臘貨幣崩盤與經濟嚴重衰退之潛在風險。希臘如果不自願退出歐元區，則另一解決方案是歐盟需推動歐盟會員國財政重分配，甚至建立財政聯盟。財政聯盟將由歐盟層級從事會員國間財政重分配，使歐元匯率受惠國承受更多歐盟財政負擔，相對減輕因歐元匯率不得從事貶值之債務國家對歐盟財政負擔，甚至得到歐盟紓困，而達到會員國間對歐盟之財政重分配，以符合財政公平原則，並解決 EMU 僅有貨幣聯盟，而沒有財政聯盟產生的結構性缺陷及問題。財政聯盟將使貿易盈餘會員國增加財政負擔，將遭致國內強烈反對壓力。歐盟仍應將其列為長期目標。歐盟短期目標則已積極推動建立歐洲貨幣基金 (European Monetary Fund; EMF) 做為替代方案 (Perotti & Soons, 2020b: 33-34; Scheinert, 2019)。

(二) 歐債危機與新冠肺炎疫情

1. 歐債危機

希臘於 1981 年加入歐盟，2001 年加入歐元區。2008 年全球金

融危機爆發之後，歐盟於 2009 年 4 月通知法國、西班牙、愛爾蘭及希臘削減預算赤字。希臘 2009 年的政府預算赤字占其 GDP 的 15.8%，遠高於經濟趨同條件的 3% 標準；希臘 2009 年負債總額為 GDP 的 129.3%，大幅超過經濟趨同條件規定 GDP 60% 標準 (洪德欽，2012: 159)。希臘於 2010 年初急於尋求鉅額融資以支付大量到期政府公債，避免發生違約而使國家公債信評被調降。許多投資人對希臘、愛爾蘭、義大利、西班牙、葡萄牙等國之主權信貸違約產生憂慮，引發了歐債危機。歐債危機由希臘引爆，但危機的根源涉及許多政治、經濟及結構性問題，冰凍三尺，非一日之寒。ECB 共同貨幣與單一匯率政策對歐債危機的發生與後果皆有重大影響與意涵。

從政治經濟的角度出發，歐債危機的根源是一個被資金「突然停止」(sudden stop) 所觸發的國際收支 (balance of payment) 危機。危機的影響力因為歐元區缺乏最後貸款者 (lender of last resort) 而被擴大。另外，受到危機衝擊而發生債務危機的國家也無法透過貨幣貶值來促進貿易出口及拉引經濟成長，導致經濟蕭條。EMU 成立之初，會員國之間仍存有高度的總體經濟體質差異，例如德國的經濟成長率與通膨率水平皆較低，希臘與西班牙的經濟成長率、物價與薪資水平則有顯著上漲。1998 至 2007 年之間，德國的通貨膨脹率平均為 1.5%，西班牙在同期則有 3.2%的平均通貨膨脹。

儘管歐元區會員國之間的總體條件有明顯差異，ECB 在歐元區內僅能施行共同貨幣政策，以及單一匯率政策。考量到通貨膨脹的差異，這代表南歐國家的貨幣實質升值 (real appreciation)，實質利率相當低，促使大量的資金從德國等國家流入具有較高財政赤字的國家，造成經濟泡沫 (Copelovitch et al., 2016: 818)。2008 年的國

際金融危機戳破了南歐國家的經濟泡沫，從德國等國家流入的資金突然中止，南歐國家陷入流動性困境，政府為了紓困國內金融機構而提高財政赤字，歐元區的國際收支危機演變為債務危機。希臘及愛爾蘭等歐債國家向 IMF 申請紓困。歐盟及 IMF 於 2014 年 11 月 28 日宣布，提供愛爾蘭 850 億歐元紓困金額。紓困條件主要包括愛爾蘭必須採取財政緊縮政策，並整頓金融業，使銀行業資產規模對 GDP 比率於 2018 年從大約 10 倍 GDP 規模下降為歐盟平均值約 3.5 倍 GDP 規模以下。IMF 在歐債危機因此扮演一重要角色，對市場信心的重新建立，至關重要，逐漸恢復歐元匯率的穩定性及歐元區經濟成長 (李榮謙等，2011: 82-83; Tombazos, 2017: 174)。

貨幣貶值在 ECB 成立之前是歐盟會員國因應金融危機的一項重要工具。以 EMS 時期的 1992 年危機為例，當時南歐國家的政府透過貨幣貶值以促進貿易出口，得以較為快速地從危機中復甦 (Copelovitch et al., 2016: 823)。然而，歐元區會員國在共同貨幣政策之下無法採用這項工具，因此必須執行嚴格的預算赤字削減計畫，亦即採取財政緊縮政策以進行「內部貶值」，包括降低工資及物價水準，以增加該國產品在國際市場的出口。然而，南歐國家出口主要對象為其他會員國，在歐盟內部貿易高於外部貿易的情況下，若德國等核心國家沒有採取財政擴張及增加進口的政策，南歐國家的貿易赤字、預算赤字，以及國際收支平衡的改善空間仍然受到很大限制 (Bergsten & Kirkegaard, 2012: 7-9)。

2. 新冠肺炎疫情

新冠肺炎疫情乃第二次世界大戰之後，各國公共衛生的一項重大威脅，同時對各國人民生命健康、工作就業、社會福祉、交通遷徙及生活方式等方面，皆帶來重大影響。新冠肺炎疫情對歐元區會

員國的經濟活動及貿易交流也產生重大影響。受到新冠疫情之衝擊，歐元區 2020 年第一季經濟負成長 3.8%，比全球金融危機後之 2009 年負成長 3.2%更為嚴重。歐元區 2020 年 GDP 衰退 6.6%，相當嚴重。針對新冠肺炎疫情之因應，歐盟高峰會於 2020 年 4 月 23 日會議，通過一項 5,400 億歐元的一攬子計畫，用以支持勞工、企業及會員國的三項安全網 (three safety nets)。歐盟 2020 年預算同時增加 31 億歐元用以應對新冠肺炎危機。歐盟高峰會同時規劃建立一項經濟復甦基金 (a recovery fund) (ECB, 2021b: 1; European Council, 2020a; IMF, 2020b: 1-2)。歐盟執委會乃於 2020 年 5 月 8 日推出歐盟版「新冠肺炎疫情復甦計畫」提案，以協助會員國之經濟復甦 (European Commission, 2020)。本項復甦計畫融資總額是 7,500 億歐元，其中包括 5,000 億歐元的不須償還補助金 (non-repayable supports)，對會員國從事直接紓困，以回應新冠肺炎疫情對會員國經濟及財政等方面之影響，使各國有足夠能力吸納經濟及財政所受衝擊。2020 年 7 月 17 日至 21 日召開的歐盟高峰會，27 會員國經過漫長及艱辛的談判，通過一項 7,500 億歐元「在下一代歐盟架構下的特別復甦努力計畫」，其中包括 3,600 億歐元低利貸款 (loan)，以及 3,125 億歐元無償補助金 (grant) (European Council, 2020b)。此一無償補助金乃會員間的一項政治妥協，雖然比執委會提案的 5,000 億歐元縮水很多，但可以提高歐盟復甦計畫的穩健性，且較容易得到歐洲議會之批准。

歐盟復甦計畫涉及對會員國不須償還的直接紓困，金額高達 3,125 億歐元規模，涉及許多敏感性議題，包括：紓困規模、財政來源、歐盟及會員國如何分擔、紓困是否附有條件、紓困援助在會員國間如何分配、對歐盟及會員國預算、歲收及經濟之影響，是否附帶指定用途及監督機制，或要求會員國必須強化法治及財政紀律

等，皆具有高度爭議。歐盟高峰會議決議歐盟執委會將在國際金融市場發行歐洲公債，籌措經濟復甦計畫所需的 7,500 億歐元。歐盟會員國必須制定計畫，概述如何投資新資金；歐盟並建立一個暫停機制，以強化對補助金之監督。義大利、西班牙及波蘭等國將獲得較多份額補助金及貸款。義大利是最大淨受益國，將獲得大約 810 億歐元補助金及 1,270 億歐元貸款，共 2,080 億歐元，占 7,500 億復甦計畫融資總額約 28%。西班牙則共獲得 1,400 億歐元，用以振興經濟。歐盟經濟復甦計畫於 2021 年開始撥款，並於 2026 年結束，預定於 2058 年前償還所有新債務。

值得注意的是，歐盟復甦計畫及其他擴張性財政政策，是否弱化 ECB 貨幣政策之功能，或影響 ECB 貨幣政策之獨立性；另外，在負利率寬鬆貨幣政策下，會員國、企業及家庭債務如果大幅成長，也會導致金融脆弱性，並埋下新的債務危機之危險因子。綜上，歐盟復甦計畫及疫情大流行緊急購買計畫 (Pandemic Emergency Purchase Programme; PEPP) 等，乃是一種具有多重面向及複雜影響的措施。歐盟紓困或不紓困、復甦或不復甦，在會員國間皆有不同爭論，也將深刻影響新冠疫情之解決成效、歐元區會員國經濟之復甦、會員國間之團結合作，以及歐盟整合之未來。

ECB 於 2020 年 3 月 18 日宣布一項 7,500 億歐元的 PEPP，連同 2020 年 3 月 12 日決定的 1,200 億歐元額外資產購買計畫 (Additional Asset Purchase Programme; APP)，兩者合計大約占歐元區 7.3% GDP；另外結合目前每月 200 億歐元的淨購買額，至 2020 年底將使歐元體系資產持有量比 2014 年 10 月增加大約 39%。鑑於歐元區於 2020 年第一季經濟大幅衰退 3.8%，比 2008 年金融危機更加嚴重，ECB 乃於 6 月 4 日決定增加 6,000 億歐元 PEPP，使 PEPP

總額達到 1 兆 3,500 億歐元規模，同時將 PEPP 延長至 2021 年 6 月止 (ECB, 2020b, 2020e)。

2020 年 4 月 7 日，ECB 宣布了一系列暫時性的擔保寬鬆措施，包括 (ECB, 2020d: 1-2)：

(1) 暫時將抵押品評估的擔保品折減率 (haircut) 全面調降 20%，以提高了歐元體系的風險承受能力。
(2) 暫時性擴張 ACC 的框架：將政府和公共部門向企業、中小企業、個體經營者和家庭提供的擔保貸款納入擔保要求；擴大可接受的信用評估系統的範圍；降低貸款之報告要求；以及
(3) 其他暫時性措施：會員國信貸債權的最小規模門檻值從原來最低 25,000 歐元，調降為 0 歐元；可作為抵押的無擔保債務工具的最大數額從 2.5%提高到 10%；放棄希臘政府債券的最低信貸品質要求，以便接受它們作為抵押。

ECB 針對新冠肺炎疫情緊急因應措施，主要是放寬並擴大可以作為擔保品的資產條件及規範、擴大債券購買計畫，除了會員國政府公債，也包括公司債、擴大量化寬鬆並延長原來量化寬鬆實施期間，將希臘公債納入購買計畫，豁免相關限制規定，ECB 得調高自我設定的量化寬鬆持有限制，做好擴大資產收購計畫，ECB 並得自我判斷歐元區是否已渡過新冠肺炎危機，以決定退場時機。ECB 的 PEPP 及 QE 政策有助於希臘、義大利、西班牙及葡萄牙等赤字較高及債信較差國家取得較大金額之紓困，以渡過新冠肺炎疫情帶來的經濟衰退危機，避免歐元區會員國之分裂，而危及歐盟團結及整合 (Collins & Gagnon, 2020: 61-63; IMF, 2020a: 1)。

ECB 上述緊急措施有助於對歐元區企業及家庭提供融資及支持，協助歐元區會員國渡過新冠肺炎疫情造成的經濟下行及財政緊

縮等困難。緊急措施對於放寬歐元區的融資條件、改善市場流動性，避免中小企業破產、維護金融及社會穩定，協助歐元區會員國經濟復甦等方面，皆至關重要，可說是及時雨措施。ECB 雖然不能站在歐盟對抗新冠肺炎疫情的第一線或最前線，但是在高度不確定及緊急危機時期，其所採取的應急措施即為維持歐盟經濟及歐元匯率穩定的一項重要因素，可以避免某些會員國經濟大衰退而引發歐元區經濟恐慌及歐元大幅貶值之危機。ECB 及歐盟新冠肺炎疫情緊急紓困措施，對維持歐元區市場信心及市場功能之運作皆有助益。2020 年上半年，開發中國家因新冠肺炎疫情經濟衰退而普遍採取貨幣貶值。歐元在全球扮演更大功能，意味歐盟理應承擔更大全球責任。在 2020 年上半年新冠疫情期間，歐元匯率變化持平，歐元對美元匯率從 2020 年 1 月 2 日的 1.1193 到 6 月 5 日 1.1330 及 2021 年 3 月 2 日 1.2028，沒有從事競爭性貶值，得以避免國際貿易保護主義之漫延，而加速國際經濟之惡化，這也是歐盟對國際經貿的一大貢獻 (Banerjee et al., 2020; Collins & Gagnon, 2020: 61; ECB, 2020a; European Parliament, 2020: 1)。

值得注意的是，歐盟及 ECB 龐大紓困金額，亦會增加會員國財政負擔，德國憲法法院於 2020 年 5 月 5 日裁決，ECB 於 2015 年推動的公債購買計畫 (Public Sector Purchase Programme; PSPP)，至 2018 年已高達 2 兆 6,000 億歐元，量化寬鬆措施，部分違憲。判決指出，ECB 沒有審核這些措施是否適當，另外，德國政府及國會也未對此採取任何審查行動；ECB 主要職責是確保物價穩定，而購債並不在此一範圍，因此違反比例原則並侵犯基本權利。[16] 此一判決並非針對新冠肺炎疫情後歐盟及 ECB 紓困措施，尤其 PEPP 所作裁

[16] Judgement of 2 May 2020, Federal Constitutional Court, 2 BvR 859/15.

決，但 PSPP 及 PEPP 皆是量化寬鬆及購債計畫，且 PEPP 擴大至私部門之購債，其妥當性及合致性在德國內部勢必引起新的爭議。

新冠肺炎疫情再次凸顯歐盟會員國間危機因應政策的不一致，連帶影響到歐盟及 ECB 紓困措施的速度、規模及有效性，也會間接影響到歐元價值、匯率穩定及國際地位。會員國間立場不一致，也會影響歐盟「團結」(solidarity)，尤其德國，針對紓困規模是有底線；德國向來是歐盟經濟火車頭，欠缺德國的支持，對歐洲整合及危機因應皆將導致不力影響，也不利歐元匯率的穩定。歐盟未來整合及財政聯盟因此仍是一條漫長且不確定的發展過程，歐元價值及匯率也會在歐盟遭遇各種危機，將一再受到波動及挑戰 (Buras & Dalhuisen, 2020: 1-2)。

在 2020 年新冠肺炎疫情期間，歐元區持續處於低通膨及低利率環境，歐元區 GDP 雖然衰退 6.6%，但是歐元匯率仍然維持穩定。歐元於 2020 年對美元升值 9%。歐元匯率及幣值本質上將受歐元區及會員國經濟及財政等因素之影響 (ECB, 2021c: 19-21)。歐盟及會員國如何重新調適貨幣政策及財政政策的互補關係，以振興經濟，並維護歐元價值，同時避免超額赤字及財政惡化，此一「三元悖論」的政策調和，實乃歐盟、ECB 及會員國共同面臨的一大難題及挑戰，對歐盟、ECB 及會員國三方關係，皆具有高度政治敏感性、經濟重要性及法律複雜性，也將攸關歐元匯率的穩定性、ECB 貨幣政策及銀行監管政策的合法性、正當性、有效性及可持續性 (Haroutunian et al., 2021: 80, 81, 100; IMF, 2021; Schnabel, 2021)。另外，歐盟及 ECB 於新冠肺炎期間也大幅放寬會員國舉債上限，也有導致會員國財政進一步惡化，不符合歐元區經濟趨同的標準之潛在風險。

歐盟、ECB 及會員國在解決新冠肺炎疫情及振興經濟時，也應

重視財政紀律的強化，紓困措施的合法性，以及金融風險的管理及預防 (ECB, 2021a: 80-82; European Parliament, 2021: 125)。

(三) 影響匯率的其他因素

影響歐元匯率的因素相當多元，除了歐盟及歐元區經濟表現之外，其他外部因素包括貿易平衡以及國際不確定性等因素。匯率波動對貿易平衡有一定關聯性，一般認為匯率波動幅度高有可能降低國際貿易數量 (Auboin & Ruta, 2011: 4, 7)。歐盟高峰會在其 1997 年的決議中指出「匯率應被視為其他經濟政策的結果」，這凸顯匯率的多元特徵。

國外市場對本國產品需求上升，因為本國商品以本國貨幣計價，將導致貨幣升值。以德國為例，其長期且鉅額貿易順差與其國內製造結構相關，是一項供應面問題。製造業是德國鉅額貿易順差的核心，2016 年德國商品與服務出口貿易有超過 70%為製造商品，製造商品的貿易順差從 5.4%的 GDP 上升至 10.5%GDP (Priewe, 2018: 7-8)。世界其他市場對德國優質商品的需求，加上德國相對較低的通膨率以及高儲蓄率，使該國貿易平衡維持鉅額順差，理論上對歐元造成升值壓力 (Kollmann et al., 2014: 18)。然而，歐元乃 19 個歐元區會員國貨幣加權平均值，歐元區多數會員國經濟表現及出口貿易遠不如德國，甚至出現債務危機，迫使歐元不升反而貶值，對德國出口更加有利。

另外，G7 以及 IMF 等重要國際組織的發言或決議皆會造成匯率波動，針對外匯市場與匯率政策發表公開聲明是 ECB 干預匯率的手段之一 (Smaghi, 2009)。在 IMF 執行委員會中歐元區代表之立場受到 ECB 與歐元集團之約束。然而，在 IMF 仍有許多歐元區及歐

盟會員國參加，個別會員國在立場表達存有分歧的風險。因此，歐盟在 IMF 的一項重要改革方案乃加強發言紀律，只有 ECB 總裁以及歐元集團主席才能就歐元匯率發表評論。歐元區應統一對外立場，不論是在 G7、G20 或 IMF，以強化歐元區之影響力並確保歐元匯率政策之一致性 (European Council, 2015: 2)。歐盟 27 國加總在 IMF 有最大的投票權，因為其認繳配額 (quota) 比例最高，佔 25.6%，歐元區佔 21.5%。因此，若要有效發揮歐盟在 IMF 匯率政策方面的影響力，各會員國必須統一立場，不分散投票權，以提升歐盟在 IMF 及其他國際組織中的地位 (de Ryck, 2019)。

匯率波動亦受到國際重大事件或其他不確定性因素之影響。國際金融危機、歐債危機、英國脫歐、中美貿易戰以及新冠肺炎疫情皆對歐盟經濟帶來一定程度的負面影響以及不確定性，對歐元匯率有所的影響。在歐債危機期間，歐元匯率經歷的一段不穩定的震盪期，此乃歸因於歐盟總體經濟條件，歐盟、ECB、各會員國政府、決策與危機解決方案的差異性及對匯率等因素相互作用，進而對歐元匯率產生較大的波動及不穩定性 (Ehrmann et al., 2014: 335)。

從 2008 到 2015 年間歐元數度大幅貶值，先後受到國際金融危機、歐債危機以及量化寬鬆政策影響；另外，ECB 與美國聯準會的政策差異性也會造成歐元兌美元匯率波動 (Elliott, 2015)。2016 年英國脫歐公投以及脫歐不確定性也提高英鎊兌歐元匯率的波動性，顯示國際重大事件與匯率不穩定性呈現密切關聯性 (Korus & Celebi, 2019: 187-188)。歐元區採取浮動匯率政策，歐元的外部價值由市場力量決定，各項國內、國際、產業、政治之重大變動皆會導致市場波動，提高不穩定性 (Hodrick, 1987: 1-4)。2008 年金融危機爆發後，G7 領導人宣布共同「保護國際金融系統的完整性，並促進市場的流動性與健全運作」，並宣誓「不論是在個別國家或區

域層次採取一切必要手段，以確保國際金融體系的穩定性」，顯示這些國家應對不確定性風險的決心。匯率不穩定性可能降低國際貿易數量，對經濟成長不利，是歐盟在動盪國際情勢中必須嚴肅因應的重要議題，而使在 IMF 架構下之國際合作更加重要，以維護國際匯率及金融穩定 (IMF, 2020a: 27; McGeever, 2017a)。

IMF 於 2018 年指出全球約有 150 個國家之通貨，涉及採取一種或一籃通貨，做為其匯率參考指標。這些國家約有 40 個國家是以歐元作為其中心匯率指標。於 2018 年，各國通貨與歐元建立聯繫關係之情況是 (ECB, 2018a: 30)：

1. 非歐元區之歐盟國家

(1) 參加 ERMⅡ國家：丹麥
(2) 以歐元為貨幣基礎的國家：保加利亞
(3) 緊密的管理浮動匯率國家：克羅埃西亞
(4) (管理) 浮動匯率國家：捷克、匈牙利、波蘭、羅馬尼亞

2.歐盟候選國家與潛在候選國家

(1) 單邊採取歐元國家 (無各自法定貨幣)：科索沃、蒙特內哥羅
(2) 以歐元為基礎之貨幣組合國家：波士尼亞與赫塞哥維納
(3) 以歐元為主要參考貨幣之安排：前南斯拉夫馬其頓共和國、賽爾維亞
(4) 浮動制度：阿爾巴尼亞、土耳其

3. 其他國家

(1) 採取歐元國家：歐洲一些小國、法國海外領地
(2) 釘住歐元國家：非洲金融共同體法國區、太平洋金融共同體法國區、維德角、科摩羅、聖多美普林西比

(3) 內含歐元之一籃子通貨國家：新加坡、中國
(4) 爬行釘住[17] (Crawling Pegs) 或類似爬行匯率制度[18] (Crawl-like arrangement)：波札納、伊朗
(5) 基於特別提款權或其他內含歐元的貨幣籃的釘住或管理浮動匯率：阿爾及利亞、白俄羅斯、斐濟、科威特、利比亞、摩洛哥、敘利亞

歐元匯率因此亦會影響這些國家的貿易條件及經濟表現，這也顯示歐元的地緣政治 (geopolitics) 與外部影響，尤其對其他歐洲及地中海鄰邦國家具有較大影響 (Macchiarelli, 2020: 19-20)。歐盟因此也需與這些國家密切合作。歐元乃 IMF 的 SDR 組成部分，歐元區單一匯率政策及歐元匯率依據 IMF 協定第 4 條，必須定期接受 IMF 的監督。歐盟及 ECB 因此必須與 IMF 會員國合作，以確保有秩序之匯兌安排，並促國際貨幣體系之穩定。值得注意的是，實踐上，ECB 主要合作對象是 G7 會員，包括美國、日本、加拿大、英國等國家，尤其在面對金融危機及新冠疫情之換匯合作及匯率干預 (Gros & Capolongo, 2020: 15, 19)。

歐元發行主要目標是為了實現 EMU 目標及改善歐盟總體經濟之表現。歐元自 2002 年 1 月 1 日起在市場流通後，正式進入歐元區會員國人民之生活圈，拉近了歐盟與歐洲公民之關係，有利於歐盟建立一個「更加緊密關係」目標之實現，以及歐盟認同之建立。另外，歐元發行對國際經貿、金融與貨幣市場之結構也帶來巨大深遠之外部影響，隨著歐元在國際市場之普遍大量使用，勢將提高歐盟在國際經濟之地位 (European Commission, 2005: 39-40)。據此，

[17] 定期以固定比率或依選定的指標，小幅調整匯率。
[18] 指最小變動程度大於類似釘住允許的變動率，但年變動率需大於 1%。

ECB 必須維持歐元匯率之穩定，以增進歐元信心、歐洲經濟成長及歐洲人民福祉，同時使 ECB 成為國際貨幣體系之一項重要支柱，並對國際金融穩定有所貢獻。

長期而言，歐元的匯率主要以歐洲經濟表現及 EMU 運作做為依據。尤其，為提升競爭力必須尋求適當的政策結構，包括增加勞動市場的彈性、租稅及社會安全改革來提升歐洲經濟體之效率，俾有助於歐洲經濟適應全球的挑戰。歐元匯率政策如果搭配進一步政經、社會改革，EMU 終將走向結構性改革，對歐元、歐洲經濟產生正面的效果 (OECD, 1998: 137-162; 蘇導民，2000: 49-75)。鑑於 ECB 目前仍不能如同主權國家央行扮演「最後貸款者」之角色。所以歐盟仍有必要進一步完善 EMU 相關配套措施，包括：銀行聯盟 (Banking Union)、資本市場聯盟 (Capital Market Union)、歐洲貨幣基金 (EMF)，考量架構一個財政聯盟 (Fiscal Union) 或政治同盟，以便在金融危機時，維持歐元匯率穩定，並提供歐元及歐元區會員國一個安全港 (European Commission, 2015: 4-5; Padoa-Schioppa, 2004: 181; Stiglitz, 2017: 240-267)。

伍、結論

從 1979 年的歐洲貨幣體系到 1999 年進入 EMU 第三階段，正式發行歐元並採用單一貨幣政策，歐盟的經濟整合對歐盟內部，以及國際貨幣體系皆有重大深遠的影響。在國際市場上，歐元已成為僅次於美元的重要關鍵通貨，因此 ECB 採用的貨幣政策與匯率政策，皆受到各國及國際組織之重視。歐盟貨幣政策以維持物價穩定為優先目標，對外採取浮動匯率制度，對內透過歐元與 ERM II 執行單一匯率政策。ERM II 除了有穩定匯率波動的功能外，也是衡量

歐盟各國經濟趨同的一項標準，乃是加入歐元區的一項先決條件。在 EMU 成立初期，單一匯率政策有助於歐盟及其會員國貨幣及經濟穩定，並強化歐盟對抗國際性經濟衝擊的能力，大幅提高歐盟的國際經濟地位。然而，2008 年金融危機、2012 年歐債危機及 2020 新冠肺炎疫情突顯了 EMU 的結構性缺陷，除了 ECB 是否可以扮演最後救援角色之爭議外，歐元單一匯率政策是否可以有效適用於經濟規模及表現不一致的 19 個歐元區會員國，也受到許多會員國之強烈質疑。

在各國總體條件不一的情況下，單一匯率政策對部分國家產生通膨壓力，使其喪失外部競爭力。該等國家大多累積高額財政赤字，深受歐債危機影響。由於無法使用外匯工具使貨幣貶值，以促進出口及經濟成長，這些國家的經濟復甦相當緩慢，嚴格的財政緊縮政策也造成會員國之間的衝突。另外，近年來國際貿易關係緊張，德國的鉅額貿易順差引發歐元價值低估的爭議，美國總統川普數度公開指控 ECB 的弱勢歐元使美國對歐貿易處於不利地位。在歐元區內德國的實質匯率亦有低估現象，造成歐元區某些會員國國際收支失衡，此為歐債危機的肇因之一，不利於 EMU 促進會員國經濟趨同，以及歐盟進一步深化整合之發展。

隨著全球經濟一體化及各國經濟國際化程度逐漸提高，歐元以及單一匯率政策的成功經驗與遭遇問題皆有許多值得借鏡之處。採取單一匯率政策可以消除匯率波動造成的不確定風險，也可以降低貿易的成本。在 EMU 成立初期貨幣與經濟情勢皆相當穩定，使參與國共蒙其利。然而，金融危機、歐債危機與新冠肺炎疫情帶來的教訓也指出單一匯率政策長期性的成功，必須建置許多配套措施，涉及結構性改革，以及會員國財政主權的進一步轉移給歐盟從事財政重分配，此乃歐元、EMU 及歐盟整合的未來挑戰，在在考驗會員

國因應各種危機，以及深化歐盟整合的政治決心，同時也需取得歐盟公民絕大多數之共同支持。歐元是一項國際重要通貨，ECB 的貨幣與匯率政策具有外溢效果，對國際貨幣規則與國際貿易發展皆有顯著影響。歐盟與 ECB 因此必須與 IMF、G7 及 G20 等國際組織或論壇，進行密切合作關係，以維持歐元價值及穩定，並對國際貨幣體系的穩定及多元國際貨幣體系的發展，有所貢獻。

參考文獻

于澤雨、王益 (2006)。〈官方外匯市場操作制度安排比較分析——以美國、歐盟、英國和日本為例〉，《國際金融研究》，2006, 12: 45-51。(Yu, Z.-Y., & Wang, Y. [2006]. A comparative study of institutional arrangement of foreign exchange operations-experience of US, EU, UK and Japan. *Studies of International Finance*, 2006, 12: 45-51.)

王玉柱 (2015)。〈歐元區及德國匯率錯位問題研究〉，《國際經濟研究》，4: 33-43。(Wang, Y.-Z. [2015]. Research on exchange rate misalignment in euro zone and Germany, *World Economy Studies*, 2015, 4: 33-43.) https://doi.org/10.13516/j.cnki.wes.2015.04.005

呂桂玲 (2002)。〈歐洲中央銀行貨幣與外匯政策的操作近況〉，《國際金融參考資料》，47: 131-147。(Lu, G.-L. [2002]. Recent development of ECB monetary and exchange rate policies. *International Finance Reference Material,* 47: 131-147.)

李榮謙、黃麗倫、陳星豪 (2011)。〈愛爾蘭出了什麼問題？爆發主權債務危機的原因、解決方案與可能影響〉，《國際金融參考資料》，61: 82-102。(Li, R.-Q, Huang, L.-L., & Chen, H.-H. [2011]. What's wrong with Ireland? The outbreak of sovereign debt: Its causes, solutions and potential impacts. *International Finance Reference Material,* 62: 82-102.)

洪德欽 (1999)。〈歐元之法律分析〉，《歐美研究》，29, 2: 171-272。(Horng, D.-C. [1999]. Legal aspects of the euro, *EurAmerica*, 29, 2: 171-272.) https://doi.org/10.7015/JEAS.199906.0171

洪德欽 (2004)。〈歐洲中央銀行獨立性之研究〉，《臺大法學論叢》，33, 5: 215-278。(Horng, D.-C. [2004]. Independence of the European Central Bank, *National Taiwan University Law Journal*, 33, 5: 215-278.) https://doi.org/10.6199/NTULJ.2004.33.05.05

洪德欽 (2010)。〈歐盟東擴對歐元區與新會員國的意涵與影響〉，《歐美研究》，40, 1: 133-200。(Horng, D.-C. [2010]. The significance and impacts of EU enlargement on the euro area and new member states, *EurAmerica*, 40, 1: 133-200.) https://doi.org/10.7015/JEAS.201003.0133

洪德欽 (2012)。〈歐債危機與歐盟財政規範的改革〉，《中華國際法與超國界法評論》，8, 2: 155-195。(Horng, D.-C. [2012]. European debt crisis and EU fiscal reform. *Chinese* (*Taiwan*) *Review of International and Transnational Law*, 8, 2: 155-195.)

游淑雅 (2004)。〈歐元在國際市場角色之探討〉，《國際金融參考資料》，50: 1-32。(Yu, S.-Y. [2004]. The role of the euro in international market. *International Finance Reference Material*, 50: 1-32.)

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》，頁 49-75。中央研究院歐美研究所。(Su, D.-M. [2000]. The birth of the euro and impacts on the US dollar. In D.-C. Horng [Ed.], *European Union's economic and trade policies* [pp. 49-75]. Institute of European American Studies, Academia Sinica.)

Athanassiou, P. (2009). *Withdrawal and expulsion from the EU and EMU* (ECB legal working paper series no. 10). https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scplps/ecblwp10.pdf

Auboin, M., & Ruta, M. (2011). *The relationship between exchange rates and international trade: A review of economic literature* (staff working paper no. ERSD-2011-17). World Trade Organization Economic Research and Statistics Division. https://doi.org/10.30875/13e83562-en

Banerjee, R., Illes, A., Kharroubi, E., & Serena, J. M. (2020, April 28). *COVID-19 and corporate sector liquidity* (BIS bulletin no. 10). https://www.bis.org/publ/bisbull10.pdf

Bergsten, C. F., & Kirkegaard, J. F. (2012). The coming resolution of the European crisis. *Policy Brief,* 12-1. https://www.piie.com/

Buras, P., & Dalhuisen, J. (2020, May 25). The German Constitutional Court's ruling: A wake-up call for Europe. *European Council on Foreign Relations*. https://www.ecfr.eu/

Collins, C. G., & Gagnon, J. E. (2020). Exchange rate policy in the COVID-19 pandemic. In M. Obstfeld & A. S. Posen (Eds.), *How the G20 can hasten recovery from COVID-19* (pp. 61-65). Peterson Institute for International Economics.

Copelovitch, M., Frieden, J., & Walter, S. (2016). The political economy of the euro crisis. *Comparative Political Studies*, 49, 7: 811-840. https://doi.org/10.1177%2F0010414016633227

Day, C. J. (2020). Continental drift: Is the euro's fixed exchange rate regime undermining cohesion policy? *European Review*, 1-25. https://doi.org/10.1017/S1062798720001192

de Grauwe, P. (2016). *Economics of monetary union* (11th ed.). Oxford University Press.

de Grauwe, P., & Vanhaverbeke, W. (1993). Is Europe an optimum currency area? Evidence from regional data. In P. R. Masson & M. P. Taylor (Eds.), *Policy issues in the operation of currency unions* (pp. 111-129). Cambridge University Press.

de Ryck, P. (2019, July). *Towards unified representation for the euro area within the IMF* (European Parliament research service PE 637.969). https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2019/637969/EPRS_BRI(2019)637969_EN.pdf

Ehrmann, M., Osbat, C., Strasky, J., & Uusküla, L. (2014). The euro exchange rate during the European sovereign debt crisis: Dancing to its own tune? *Journal of International Money and Finance*, 49, part B: 319-339. https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.06.008

Elliott, L. (2015, March 11). Euro sinks to 12-year low in value against the dollar. *The Guardian*. https://www.theguardian.com/

European Central Bank. (n.d.a). *Banknotes and coins circulation*. https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/banknotes+coins/circulation/html/index.en.html

European Central Bank. (n.d.b). *ECB, ESCB and the eurosystem*. https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.en.html

European Central Bank. (n.d.c). *Foreign exchange operations*. https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/forex/html/index.en.html

European Central Bank. (n.d.d). *Framework for the euro foreign exchange reference rates*. https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/exchange/Frameworkfortheeuroforeignexchangereferencerates.en.pdf?c883afa875c74877fdf4634dcb85688c

European Central Bank. (1999, September 26). Recommendation for a Council Regulation concerning further calls of foreign reserve assets by the ECB (ECB/1999/1). *Official Journal,* C269: 9-11.

European Central Bank. (2000, January). *ECB monthly bulletin*. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb200001en.pdf

European Central Bank. (2001). *Annual report*. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2001en.pdf

European Central Bank. (2004, June 28). *Conventions and procedures for the exchange rate mechanism II* (*ERM II*). https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2004/html/pr040628_1.en.html

European Central Bank. (2006, April). *ECB monthly bulletin*. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb200604en.pdf

European Central Bank. (2011). *Statement of G7 finance ministers and central bank governors*. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr110318.en.html

European Central Bank. (2015, December 7). *ECB introduces changes to euro foreign exchange reference rates*. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr151207.en.html

European Central Bank. (2018a). *The international role of the euro*. (Interim report). https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ire/ecb.Ire201806.en.pdf

European Central Bank. (2018b, July 13). *Overview of the activities of the bond markets and international operations division* (Central banking seminar). https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20180709_ecb_central_banking_seminar/2018-07-13_Overview_of_the_activities_of_the_Bond_Markets_and_International_Operations_Division_-_Beuve.pdf

European Central Bank. (2019a). *Annual accounts of the ECB 2018*. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.annualaccounts2018~cd3eabaa40.en.pdf?7a585405b32e412627caba80e61a8e7e

European Central Bank. (2019b). *The international role of the euro*. https://www.ecb.europa.eu/pub/ire/html/ecb.ire201906~f0da2b823e.en.html

European Central Bank. (2020a, June 8). *US dollar* (*USD*). https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-usd.en.html

European Central Bank. (2020b, June 4). Monetary policy decisions. *Press Release*. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200604~a307d3429c.en.html

European Central Bank. (2020c, August). *Economic and monetary developments* (issue 8/2020). https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb202008.en.pdf

European Central Bank. (2020d, April 7). ECB announces package of temporary collateral easing measures. *Press Release*. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200407~2472a8ccda.en.html

European Central Bank. (2020e, March 18). *ECB announces €750 billion pandemic emergency purchase programme* (*PEPP*). https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html

European Central Bank. (2021a, January). *ECB economic bulletin* (issue 1/2021). https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb202101.en.pdf

European Central Bank. (2021b, April). *ECB annual report 2020*. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2020~4960fb81ae.en.pdf

European Central Bank. (2021c, June). *International role of the euro*. https://www.ecb.europa.eu/pub/ire/html/ecb.ire202106~a058f84c61.en.html

European Commission. (n.d.a). *Deepening the economic and monetary union*. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/economic-and-monetary-union/deepening-economic-and-monetary-union_en

European Commission. (n.d.b). *ERM II: The EU's exchange rate mechanism*. https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/enlargement-euro-area/introducing-euro/adoption-fixed-euro-conversion-rate/erm-ii-eus-exchange-rate-mechanism_en

European Commission. (1970, October 8). *Report of the Council of the Commission on the realization by stages of economic and monetary union in the community* (Werner Report), *supplement to bulletin 11-1970*. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication6142_en.pdf

European Commission. (1984). *The ECU Serie European documentation*, *6/1984*. http://aei.pitt.edu/1020/1/monetary_ecu_brochure_6_1984.pdf

European Commission. (1998, February). *The euro: Explanatory notes* (Euro papers no. 17).

European Commission. (2005). *The euro, 4 years after the introduction of the banknotes and coins*, Flash Eurobarometer 175. Office for Official Publications of the European Communities. https://data.europa.eu/data/datasets/s555_175?locale=en

European Commission. (2015, June 22). *Completing Europe's economic and monetary union* (five presidents' report). https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/5-presidents-report_en.pdf

European Commission. (2020, May 8). *Proposal for a council regulation establishing a European Union recovery instrument to support the recovery in the aftermath of the COVID-19 pandemic*. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020PC0441&from=EN

European Council. (1997, August 2). *Resolution of the European council on the establishment of an exchange-rate mechanism in the third stage of economic and monetary union, Amsterdam, 16 June 1997, OJ 1997, C 236/5*. https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/156c4e19-2e77-418e-8c54-9774d2c6e33e/language-en

European Council. (2015, October 23). *Proposal for a council decision laying down measures in view of progressively establishing unified representation of the euro area in the International Monetary Fund* (ECONFIN 801). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015PC0603&from=EN

European Council. (2019). *Economic and Financial Affairs Council configuration* (*Ecofin*). https://www.consilium.europa.eu/en/council-eu/configurations/ecofin/

European Council. (2020a, April 23). *Conclusions of the president of the European Council following the video conference of the members of the European Council, 23 April 2020*. https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2020/04/23/conclusions-by-president-charles-michel-following-the-video-conference-with-members-of-the-european-council-on-23-april-2020/

European Council. (2020b, July 21). *Special meeting of the European Council (17, 18, 19, 20 and 21 July 2020) – Conclusions* (EUCO 10/20). https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-10-2020-INIT/en/pdf

European Parliament. (2019, May). *The European Central Bank (ECB)*. http://www.europarl.europa.eu/factsheets/en/sheet/13/the-european-central-bank-ecb-

European Parliament. (2020, May). *Banking union: Corona crisis effects (PE 651.352)*. https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2020/651352/IPOL_BRI (2020) 651352_EN.pdf

European Parliament. (2021, March). *Recalibrated monetary policy instruments to address the economic fallout from COVID-19*. https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2021/662899/IPOL_STU(2021)662899_EN.pdf

Eurostat. (2019a, December 17). *International trade of EU, the euro area and member states by SITC product group*. https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_intertrd&lang=en

Eurostat. (2019b, November 15). *Intra and extra–EU trade by member state and by product group*. https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_intratrd&lang=en

Eurostat. (2019c, October 4). *Second quarter 2019. EU 28 current account surplus €40.9 bn*. https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/10064304/2-04102019-+AP-+EN.pdf/e635b91a-f2ab-5238-025f-ffe611e3231b

Fatum, R., & Hutchison, M. M. (2002). ECB foreign exchange intervention and the euro: Institutional framework, news and intervention. *Open Economies Review*, 13, 4: 413-425. https://doi.org/10.1023/A:1020669531230

Fidora, M., Giordano, C., & Schmitz, M. (2017). *Real exchange rate misalignments in the euro area* (European Central Bank working paper series no. 2108). https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2108.en.pdf

Frieden, J. (2015). The political economy of adjustment and rebalancing. *Journal of International Money and Finance*, 52: 4-14. https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2014.11.010

Giordano, F., & Persaud, S. (1998). *The political economy of monetary union: Towards the euro*. Routledge.

Gros, D., & Capolongo, A (2020). *Global currencies during a crisis*: *Swap line use reveals the crucial ones. Monetary Dialogue Papers*. https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2020/648809/IPOL_IDA(2020)648809_EN.pdf

Haroutunian, S., Osterloh, S., & Sławińska, K. (2021). The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis. *ECB Economics Bulletin, Issues 1/2021*. https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.Ebart202101_03~c5595cd291.en.html

Henning, C. R. (2007). Organizing foreign exchange intervention in the euro area. *Journal of Common Market Studies*, 45, 2: 315-342. https://doi.org/10.1111/j.1468-5965.2007.00713.x

Hodrick, R. (1987). *Risk, uncertainty and exchange rates* (NBER working paper 2429). https://www.nber.org/system/files/working_papers/w2429/w2429.pdf

Independent Evaluation Office of IMF. (2017). *IMF exchange rate policy advice. Evaluation Update 2017*. https://ieo.imf.org/~/media/IEO/Files/evaluations/updates/10-31-2017-imf-exchange-rate-policy-advice-evaluation-update/ieo-evalupdate2017-web.ashx

International Monetary Fund. (1998, September 30). *IMF to incorporate the euro into the SDR basket after the launch of EMU* (press release no. 98/45). https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr9845

International Monetary Fund. (2004, June 30). *Classification of exchange rate arrangements and monetary policy frameworks*. https://www.imf.org/external/np/mfd/er/2004/eng/0604.htm

International Monetary Fund. (2015, December 1). *IMF Executive Board Completes the 2015 Review of SDR valuation*. https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/14/01/49/pr15543

International Monetary Fund. (2016). *Articles of Agreement of the International Monetary Fund*. https://www.elibrary.imf.org/ downloadpdf/books/013/20222-9781475593549-en/20222-9781475593549-en-book.xml

International Monetary Fund. (2018a, July 31). *Country report: Greece, staff report for the 2018 article IV consultation* (IMF country report no. 18/322). https://www.imf.org/~/media/Files/Publications/CR/2018/cr18248.ashx

International Monetary Fund. (2018b, July 4). *Country report: Germany, staff report for the 2018 article IV consultation* (IMF country report no. 18/208). https://www.imf.org/-/media/Files/ Publications/CR/2018/cr18208.ashx

International Monetary Fund. (2019). *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions 2018*. https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/AREAER/areaer-2018-overview.ashx

International Monetary Fund. (2020a, April). *Global financial stability report: Markets in time of COVID-19*. https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/04/14/global-financial-stability-report-april-2020

International Monetary Fund. (2020b, April). *World Economic Outlook*. https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020

International Monetary Fund. (2021, February 3). Central bank exceptional measures in the COVID-19 crisis: Key legal design issues. *Special series on central bank law issues to respond to COVID-19*. https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/covid19-special-notes/enspecial-series-on-covid19central-bank-exceptional-measures-in-the-covid19-crisis-legal-design-issu.ashx

Jacoby, W. (2015). Europe's new German problem: The timing of politics and the politics of timing. In M. Matthijs & M. Blyth (Eds.), *The future of the Euro* (pp. 187-209). Oxford University Press.

Jason, J. X. (2015). *The drivers of current account surplus in Germany and the politics of rebalancing in the eurozone* (working paper no. 24). http://aei.pitt.edu/67355/1/WP24-Germany-and-Politics-of-Eurozone.pdf

Kollmann, R., Ratto, M., Roeger, W., in't Veld, J., & Vogel, L. (2014). *What drives the German current account? And how does it affect other EU member states* (economic papers 516)*?* https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2014/pdf/ecp516_en.pdf

Korus, A., & Celebi, K. (2019). The impact of Brexit news on British pound exchange rates. *International Economics and Economic Policy*, 16, 1: 161-192. https://doi.org/10.1007/s10368-018-00423-0

Krampf, A. (2014). From the Maastricht Treaty to post-crisis EMU: The ECB and Germany as drivers of change. *Journal of Contemporary European Studies*, 22, 3: 303-317. https://doi.org/10.1080/14782804.2014.937406

Macchiarelli, C. (2020). *The euro and the geopolitics of post-COVID-19* (monetary dialogue paper). https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2020/648807/IPOL_IDA(2020)648807_EN.pdf

McGeever, J. (2017a, March 10). Timeline—A history of G7, G20 and foreign exchange. *Reuters*. https://af.reuters.com/

McGeever, J. (2017b, February 3). Euro may be too weak for Germany but too strong for others. *Reuters*. https://www.reuters.com/article/uk-usa-trump-euro-analysis-idUSKBN15I1ND

McKinnon, R. (1963). Optimum currency areas. *American Economic Review*, 53, 4: 717-725.

Mundell, R. A. (1961). A theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, 151: 657-665.

OECD. (1998). Challenges for monetary and fiscal policies in the euro area. *OECD Economic Outlook,* 64: 137-162.

Padoa-Schioppa, T. (2004). *The euro and its central bank*. The MIT Press.

Perotti, E., & Soons, O. (2020a, February 18). The euro: A transfer union from the start. *VoxEU*. https://voxeu.org/article/euro-transfer-union-start

Perotti, E., & Soons, O. (2020b, January 21). *The political economy of a diverse monetary union* (CEPR discussion paper 13987). https://cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=13987

Piris, J.-C. (2010). *The Lisbon Treaty, a legal and political analysis*. Cambridge University Press.

Priewe, J. (2018). *A time bomb for the euro? Understanding Germany's current account surplus* (Hans-Böckler-Stiftung IMK institute study no. 59). https://www.econstor.eu/bitstream/10419/191722/1/1015525857.pdf

Reid, D. (2019, April 26). Trump's tariff threats on autos are stoking fears of a German recession. *CNBC*. https://www.cnbc.com/

Scheinert, C. (2019, March). *Establishment of the European Monetary Fund* (European Parliament PE 635.535). http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/ATAG/2019/635535/EPRS_ATA(2019)635535_EN.pdf

Schnabel, I. (2021, February 26). *Unconventional fiscal and monetary policy at the zero lower bound.* https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210226~ff6ad267d4.en.html

Schnabl, G. (2007). *Exchange rate volatility and growth in small open economies at the EMU periphery* (ECB working paper series no. 773). https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp773.pdf

Smaghi, L. B. (2007, September 21). *The exchange rate policy of the euro*. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2007/html/sp070921.en.html

Smaghi, L. B. (2009, April 6). *The euro area's exchange rate policy and the experience with international monetary coordination during the crisis*. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090406.en.html

Smits, R. (1997). *The European Central Bank: The institutional aspects*. Kluwer Law International.

Stiglitz, J. E. (2016). *The euro: How a common currency threatens the future of Europe*. W. W. Norton.

Stiglitz, J. E. (2017). *The euro: And its threat to the future of Europe*. Penguin.

Taylor, C. (1995). *EMU 2000? Prospects for European monetary union*. Thomson Learning.

The US Department of the Treasury. (2017). *Macroeconomic and foreign exchange policies of major trading partners of the United States*. https://home.treasury.gov/policy-issues/international/macroeconomic-and-foreign-exchange-policies-of-major-trading-partners-of-the-united-states

Tokarski, P. (2019). *Divergence and diversity in the Euro area. The case of Germany, France and Italy*. Stiftung Wissenschaft und Politik.

Tombazos, S. (2017). The vicious cycle of Cyprus's economic crisis. In H. Hanappi, S. Katsikides, & M. Scholz-Wäckerle (Eds.), *Evolutionary political economy in action: A Cyprus symposium* (pp. 169-179). Routledge.

ECB Exchange Rate Policy: Development and Challenges

Der-Chin Horng
Institute of European and American Studies, Academia Sinica
E-mail: dchorng@sinica.edu.tw

Abstract

In 1999 the European Union (EU) entered into the third stage of Economic and Monetary Union (EMU), and the euro was introduced as the single currency of the EU and Eurozone Member States. This signified a deeper degree of European economic integration and had significant implications for the EU's economy and the international monetary system. The financial crisis of 2008 and the sovereign debt crises of 2012 highlighted structural problems in the Eurozone's single exchange rate policy and the design of the EMU. This paper examines the agenda and institutions of ECB exchange rate policy, as well as the authorities, decisions, operation, key characteristics, challenges and implications. This paper also discusses major challenges faced by the euro, in particular, Brexit and COVID-19, and how a single exchange rate for euro-denominated economies fits with differing requirements of the 19 Member States of the Eurozone. Also, how can the EU resolve the potential risks and problems posed by a single exchange rate policy? This paper offers some critical proposals for reforming EU law in order to enhance the effectiveness of the ECB Exchange Rate Policy and adapt to the challenges of future crises.

Key Words: Euro, exchange rate policy, ECB, ERM II, Eurozone