

歐元自1999年推出以來，一直都沒有受到外界特別重視。然而，印象不一定與事實相符。這篇演詞檢視對歐元的負面印象，以及有關歐元的一些正面因素。

引言

相信其中一件最令人厭煩的事情，就是有些外人來到你的國家，對你說如果由他們來做，一切都要好些。以我作為中央銀行家來說，對於貨幣與匯率政策應如何運作，自然是意見多多。當然，我也遇過許多到訪香港的銀行家、商人和學者，他們當中有部分對香港素有認識，也曾仔細研究過有關事項，並能提出相當寶貴的意見。但我想能夠達到這種境界的人，畢竟只屬少數。因此，站在這裏實在令我覺得有點兒尷尬。我並不是歐洲經濟或歐元方面的專家，所以在開始前，我先請大家不要見怪。唯一可以令我稍為安心一點的，就是我並非不請自來，到這裏指指點點，而是大家邀請我來的。

今次的演講主要是關於印象，也可以說是錯誤印象，以及這些印象與事實是否相符。為甚麼？因為正如我所說，我並非歐元方面的專家。然而，我可以確實的告訴大家我所屬的地區對歐元的印象。而且，當談到金融市場的表現時，大家都知道印象跟事實同樣重要。

印象與事實－香港

請大家容許我先由香港說起，因為我實在要把握這個大好機會，為香港宣傳一下。我希望談談過去幾年金融市場和分析員對香港所持的一些負面看法，以及香港的實際情況又是怎樣。

首先是關於香港與美元掛鈎的固定匯率制度將無法過渡亞洲金融危機的看法。事實是，香港的固定匯率制度成功過渡了金融危機，而且香港經濟已強勁反彈，去年第4季更錄得8.7%的按年計本地

生產總值增長率，2000年的預測增長則為5%。儘管香港在過去十多二十年同樣是奉行固定匯率制度，但有些人總是要說香港的匯率制度會崩潰，不肯承認香港具備非常靈活的內部成本與價格結構這個事實，貨幣貶值所產生的外在相對價格調整的效果，香港也能迅速做到。儘管調整過程的時序有所不同，就如所引起的短暫痛楚的程度也有所不同一樣，但假如貶值就能解決所有問題，那麼內部調整似乎比貨幣貶值更能夠令經濟變得精簡和有效率。

第二個錯誤看法是，香港政府當局在1998年8月干預股市的行動徹底扭轉了一直以來奉行的不干預政策。這個誤會起源於大家認為香港這個地方的政府當局永不會進行干預。事實上，我們一向表明，為了提高市場經濟的效率及提供基礎設施，或為了向社會上有需要的人士提供必要的支援，我們會隨時作出干預。不過，我們強調的是，盡可能把干預的情況減至最少。相信這種立場在今時今日再不會引來議論紛紛；事實上，這大概是大部分政府，當然也包括歐洲各國的政府所抱的態度。但大家應該記得大約三、四十年前，當香港剛開始積極推行這套原則時，大部分西方國家當時的想法都是讓政府主導經濟發展。根據香港奉行的原則，1998年干預市場的目的，是為了改善市場運作，而不是要左右市場的發展：我們的目的是要打擊操控市場的活動，以免市場嚴重失衡。

第三個與事實不符的看法是，預測中國內地的貨幣，即人民幣會在1999年貶值，而且港元亦無可避免地會受到拖累。的確，曾經有一段時間中國內地的經濟表現會令人覺得人民幣貶值是合理可行的方案。然而，作出這個預測的人往往忽略了一個

¹ 本文是金管局總裁任志剛於2000年3月14日舉行的「第12屆法蘭克福銀行業會議」上發表的演詞。

事實，也就是人民幣是不可自由兌換的貨幣，而且當時的對外收支情況理想，加上當局表明不打算把人民幣貶值。

如果要說人民幣貶值會影響到港元，想像力便要更加豐富，因為自聯繫匯率制度在1983年實施以來，內地貨幣累計貶值約達75%，但港元從未曾因此而與美元脫鉤。此外，假如因為競爭的考慮而認為人民幣貶值會對港元產生連鎖影響，這種理由現在更加難以成立，原因是香港已發展為對中國內地產生互補作用的經濟體系，而不是競爭對手。

我要列舉的最後一個例子是，人們曾經對香港與中國內地之間的關係存在的各種常見誤解；這些誤解或許是引致金融市場對香港的看法時有變動的原因。我說「曾經」，是因為自推行「一國兩制」以來，至今已至第3年，我很高興發現在我遇到的海外人士中，仍然對我們的制度存有重大誤解的人已越來越少。無論如何，我不會批評那些曾經或現在仍然對香港的憲制狀況有誤解的人。始終，香港不過是彈丸之地，距離這裏有三分之一個地球這樣遠，所以若假設所有人都了解我們的一些細緻的情況，就實在太不設實際。

不過，為了避免引起爭議，讓我告訴大家香港在貨幣與金融政策方面享有完全的自主權。而且，我也可以向大家保證，內地政府當局絕對尊重香港這方面的自主權。事實上，內地官員與我同樣着緊，要確保香港的金融環境繼續維持穩定與繁榮。

希望大家不會介意我花了許多時間，一直談論香港以及港元的情況，卻沒有談到歐元。我這樣做，是為了證明觀察家往往會對政策方向或貨幣的狀況有所誤解。他們的觀點經常令到我們這些努力確保金融與貨幣穩定的人感到沮喪。不過，能夠叫我們感到安慰的是，假如持有或接受這種誤解的人真的會按他們的說話而投資，那麼他們便大有可能會蒙受重大金錢損失。

對歐元的見解

現在就讓我開始談歐元。

如果我告訴大家，從香港的角度來看，歐元目前備受重視，我就是在欺騙大家。相信大家會明白，因為姑勿論這是否由於美元強勢，而不是關乎歐元本身的問題，但歐元始終是在短短一年多內貶值了約18%。然而，有一點值得注意的是，歐元面世時，適值歐元區內的各種貨幣兌美元均處於特別強的情況，以德國馬克為例，自其於1985年的低位上升了大約50%。基於這種情況，以及近幾個月對美元的息差擴闊，所以現在回頭再看，歐元貶值其實一點也不奇怪。

當然，歐元貶值是事實，這大概是引起對於歐元的懷疑的唯一確實的根據。但是，從我在遠方的觀察所得，尚有多項比較抽象的因素會令外界產生懷疑。我打算跟大家討論其中部分因素，不過我要再次強調，在一個離開這裏幾萬公里的地方所得的印象，可能會與事實大相逕庭。

第一項因素關於結構性僵化的問題。對於在我身處的地方的觀察員看來，似乎歐元區存在的結構性僵化問題，較諸其他龐大或小型經濟體系均嚴重得多。而且，他們更認為其嚴重程度正影響歐元區對改變作出回應的能力和效率。當然，我們承認為了維持一個比較穩定的社會以及合理的社會安全網，在某程度上可能要犧牲一下適應能力，而且這種妥協實際上是透過民主過程達致的。不過，作為外人，實在難以認同這種妥協是適當的。舉例來說，我實在不能夠想像究竟怎樣的社會穩定目標，可以說明令失業率處於兩位數字的勞動市場和社會保障安排是適當的；或是會造成「新經濟」延遲在歐元區出現（若不是阻止其出現）。據我了解，有些人仍然不相信「新經濟」會出現，科技革命能夠提升生產力，維持較高的增長率，而又不致引致通脹上升。當然，我們應該經常質疑以及從批判的角度研

究任何不尋常的現象，而不要盲目地接受。但同樣，投資者卻是把錢投放到結構靈活、容許這種不尋常現象全面運作的地方，其中以美國最為突出。市場普遍認為這是美元轉強，歐元轉弱的原因，同時也加深了人們對歐元的懷疑。

我們從亞洲金融風暴得到的其中一個教訓，就是由於金融市場開放以及資訊科技長足發展，大大提高了全球金融市場的效率，因此政策失誤引致的後果也比過去更為嚴重。無論是優勢與弱點，都因為國際金融急速膨脹而透過金融市場行為而被大大誇張了。在不久前仍被視作政策上一些細微的錯失，現在都會被市場施以殘酷的懲罰。即使是那些特別謹慎的，也可能隨着市場氣氛的改變，而受到肆意折騰，有時候更會受到操控市場的力量支配。直至今日為止，受影響的都是新興市場，它們抵擋不了國際金融的洪流；不過以它們的經濟基礎因素來看，它們實在不應該受到這樣嚴重的影響。雖然它們當時覺得難以應付有關形勢，但這些市場大部分都能渡過難關，現正強勁復甦。這些市場具備一種共同特質，使它們能迅速恢復元氣，這就是結構靈活。經過目前短暫的平靜時期後，國際金融迅速膨脹的情況將會繼續，而且更會因為資訊科技進一步發展而帶來更巨大的影響。當然，歐元區遠比亞洲的新興市場龐大和先進，因此歐元區會同樣受國際金融的洪流影響的風險也明顯較低。然而，從亞洲的角度來看，有關風險並非真的低至一個地步，那些龐大又先進的市場可以漠視。同時，假如真的出現問題，結構上的僵化會妨礙調整，以致加劇和延長所引起的痛苦和擾亂。

此外，我也了解到仍然有人懷疑究竟歐元區是否能妥善應付貨幣聯盟所實施的調整原則，以至能否充分實現貨幣聯盟的潛力。現在就讓我列出大家在11個國家實行的統一貨幣制度，跟香港實行與美元掛鈎的貨幣發行局制度兩者間存在的一個很有趣、而又非常重要的相似之處；這就是兩者都在很

大程度上倚賴內部市場靈活性來作為經濟調節機制。相信大家知道，香港一向以來都被譽為靈活的經濟體系。香港實行貨幣發行局制度接近17年，在這段期間內，香港經濟能夠持續錄得高增長率，正正是因為勞動、物業以至其他市場都能靈活應變。也就是這種靈活性使香港能抵禦突如其來的經濟震盪，其中涉及迅速和大幅度的物價調整，以及行業內和行業之間相當高的就業流動性。然而，無論對或錯，我們在遠方所得的印象是，歐元區在結構上似乎尚未充分具備這些必要的元素。因此，當匯率再不能用作經濟調整的工具，而財政政策又大概受到條約準則的限制時，人們難免會關注到底歐元區內差別很大的地區若進行調整，對部分地區來說會否太過痛苦？

歐元區的其他結構性特色也引起亞洲的觀察員關注。這些特色包括高稅率、嚴格的規例和朋輩式的企業管理；所謂朋輩式的企業管理，特點是許多大企業的股權均由友好的長期投資者持有，其中包括投資者的往來銀行和聯營公司，這也可以算是歐元區模式的裙帶關係資本主義，亞洲部分地區曾因此而備受指摘。根據我所得的痛苦經驗，我跟大家一樣都清楚了解傳媒往往誇大負面因素，而忽略正面的因素。因此，亞洲讀者潛意識裏對歐元區的主要印象，可能會是法國貨車司機阻塞高速公路；德國公司拒絕外國企業收購；稅率偏高及沉重的社會保障負擔，以及有關僱員工作時數的法定規定等。

我還是不要談得太遠，改談歐元區的金融體系。人們有個印象，就是這裏的金融體系主要被銀行業把持，後者又被一小撮大型傳統商業銀行操控。據我了解，截至1999年12月歐元區存於商業銀行的資產額，佔存於銀行、債券及股票市場的總資產額超過半數；相比之下，美國的比率只有15.8%。一直以來，歐元區主要國家較倚賴銀行作為金融中介機構，固然取得相當顯著的成果；這種

安排使商業機構持續取得資金支持，有利實現長遠策略，避免受到短期資金的制肘。但過去10至15年間，這種形勢卻起了極大變化。隨着科技發展步伐急速，國際金融環節波動極大，股市及債市已變得更具競爭力及有效率，能迅速幫助實現商業機構的結構重整及集資目標，以能應付「新經濟」活動的環境。這種效率加上全球市場一體化，以及經濟蓬勃向前等，都被看作是吸引大量資金流向美國市場的原因。據我所知，歐元區更是這些資金的主要來源。從亞洲的角度看，這是構成歐元偏弱的另一重要因素。

儘管目前歐元區的宏觀經濟前景頗為樂觀，能維持低通脹、高增長的條件極明顯，但像上述這類印象，可能正好解釋了為何外國人不願投資歐元區。你們或會認為這些印象不正確，但即使這樣，我亦無從可以駁斥或驗證。或者應該由歐元區官員來弄清楚，到底當中有多少屬實，多少只是錯覺，然後逐一加以適當處理。

另一個令人對歐元卻步的原因，可能是貨幣政策。但我不打算就此說太多，事關大家都知道習慣上中央銀行家都不會互相公開評論彼此的工作。總的來說，我有點同情歐洲中央銀行——它努力遏抑通脹以維持歐元的內部購買力，從技術上分析，這看來是做對了，但這樣卻導致歐元外在價值大幅下降。基於歐元區是一個較密封的經濟體系，歐元偏弱在歐元區外引起的憂慮可能比在本區的多，國際投資者對歐元的印象亦肯定受到影響。

我個人的觀察，就是如果貨幣政策已相當規範化，商人及投資者關心的只是當局是否有信心貫徹執行這項政策，反之倒不大理會政策的技術內容。美國所謂的「強勢美元」，就是一個明確制定的立場，政府內部上下必須一律遵行。我相信「強勢美元」的立場，只是表示美元上升的話，當局將不會出手阻止；至於美元下跌，卻不一定會阻止。但

無論如何，美國方面既然定出了此立場，所得的效果就是人們有信心它會貫徹執行。相比之下，過去多年不同日本官員便曾就日圓的應處水平，以及當局為維持該水平而應該或不應該採取的措施提出過不同意見。這種搖擺不定的姿態，看來已打擊了國際投資者對日圓及投資日本的意欲。

將此論據引申至歐元區身上，歐洲央行必須繼續建立自我形象，堅守原定的政策。它亦應該徹底釋除外界對它是否在暗自蘊釀某些匯率政策的疑團。此外，各國央行行長及財政部長應極度克制自我，遇到本身意見與歐洲央行官方口徑不一致時，便應三緘其口，切勿公開評論貨幣政策（儘管這並不符合他們以往的習慣，一下子要保持緘默可能不易適應）。近期德國雜誌《資本》內有一張七國財長的圖片，圖片說明指出負責講述美元、日圓及英鎊政策的分別只有一位財長，但評論歐元的財長則共有三位，而且三人更各持不同見解。這說法可能有點誇張，但肯定很多讀者都會覺得當中也有點道理。

人們對歐元持懷疑態度，可能與另一原因有關——我將之稱為普遍接受程度。歐元從未以現金形式出現。我們在香港無法像在歐元區那樣，可以親眼看到歐元如何已經成為日常經濟運作的一部分。在香港照舊可以找到各國貨幣的報價，遊客亦清楚知道只能兌換這些貨幣，鈔票形式的歐元是不存在的。可是，不管法律條文怎麼說，人們總是覺得口袋裏放了實實在在的歐元鈔票，才會感到它的存在。有些人更認為歐元面世以來表現偏差，加上各國銀行紙幣（往往具有象徵國家身分及主權的情緒意義）快將消失令某些國家人民不滿，可能會在最後關頭廣泛掀起反對歐元的浪潮。

我要強調持這觀點的人可能不太多，大部分國際商業機構及銀行早已忘掉原有組成歐元的各國貨幣，連帳冊都改以歐元記帳。但只要有幾把反對

聲音高姿態的提出異議，便可能動搖大部分人的意見。簡單來說，實物歐元越快可以在市面流通便越好，因此我個人覺得按計劃要等3年才能實現，實在長了點。

關於為本國貨幣感到自豪一點，我要稍作補充。假使國民對本身貨幣缺乏這種自豪感或信心，這貨幣便更難望取得國際投資者或商家的廣泛信賴。以我在德國遇到的人為例，他們對昔日引以為榮的德國馬克不勝懷緬，原來的一份自豪感並沒有自動投射到歐元身上。

上面談過造成對歐元負面印象的因素，跟着再談談正面的因素，其中有些從亞洲的角度可能是不易察覺的。

歐元迄今有一項主要成就，就是它已成為國際外匯及債券市場的一股強大動力。歐元市場流動性很高，尤其是歐元債券市場的發行量已迅速超越所有前身貨幣合計的總發行量。由此證明，歐元已成功取得規模經濟的效益，而這正是倡議單一貨幣時所承諾的其中一項優點。

影響所及，歐元在貿易往來及融資的應用日益普遍，這不單見於歐元區，即使來自其他國家與歐元區進行貿易或競爭或供應物資的公司，亦樂於使用歐元。在亞洲，這種現象便不及在歐元區的明顯。

另一點更難在亞洲覺察到的，就是歐元對歐元區內部競爭及定價的影響。單一貨幣的誕生，節省了外匯成本，亦刪除了其他妨礙價格比較的障礙。我要強調我仍未有機會親身查看這是否屬實，只能倚賴他人之言。有些人指出節省成本是單一貨幣最大的優點之一。我相信這說法是對的，但至今這方面進展有多少卻不能確定。

從以上情況，大家可以明白為何我們在亞洲不大了解歐元帶來的各種益處，反而對歐元的懷疑態度卻大行其道。在這情況下，有關方面可能需要

在市場推廣方面下工夫。為了取得人們的信賴，有份推廣的不但是實際使用歐元並從中受惠的商人或銀行家，更有賴中央銀行、政府或歐洲委員會官員或從政者與其助手。

金管局的意見

我在這裏可以告訴各位，我們在香港金融管理局對歐元是十分支持的。

我較早已有提及，我們對歐元感到極大興趣，並希望它可發展成功。歐元的成功，將可向全世界證明：與本身部分或全部貿易夥伴設立固定匯率是實際可行的方案(就歐元而言，所用的還不只是固定匯率，而是單一貨幣)。七十年代初布雷頓森林制度崩潰以來，除此以外，再無出現太多其他的固定匯率的例子。但1983年起的香港，以至較近期其他實行貨幣發行局的阿根廷、保加利亞及愛沙尼亞等，都已證明固定匯率是可行的制度。事實上，由於這個制度包含了嚴格的規定，並必須在本國(或本地)層面致力提高結構性效率及彈性，因此它可能是一種很優越的選擇。當然固定制度不會適合所有經濟體系，例如國際貨幣基金組織對很多國家提出建議時，大部分都是主張它們採取浮動匯率。但基金組織亦承認，在某些情況下浮動匯率的另一極端(即固定匯率)可能較為適合；對於香港實行的聯繫匯率，以至歐元區的單一貨幣，基金組織都曾表示給予毫無保留的支持。

歐元的成功對亞洲還有其他影響。亞洲金融風暴帶來的其中一個教訓，就是如果亞洲細小及開放式的新興市場希望減少受到國際金融衝擊的機會，便要建立較大規模的市場。為了達到這個目的，其中一個辦法是參考歐元的方案，考慮推行某種形式的貨幣聯盟。雖然歐元區推行貨幣聯盟的先決條件，對亞洲來說仍是遙不可及，我們在地理、文化，以至經濟發展階段及政策等方面都極為懸殊，但長遠上貨幣聯盟的形式仍是值得研究的。基

於這個原因，亞洲應該審慎注視歐元區推行歐元的實際情況；至於在金管局，我們對此亦深感興趣，並且身體力行，不斷密切留意有關進展，以及給予適當支持。

另一方面，國際金融事業無疑對亞洲帶來不少益處，但亞洲細小及開放式的市場為了防範國際金融對它們造成的不穩定影響，便應鼓勵金融市場活動更廣泛及審慎地使用外幣。我這裏不是要宣揚「美元化」的構思，反而是建議相反的東西：具體上就是透過阻止某些外在因素的影響，以鞏固亞洲各國貨幣的地位。這對香港的意義尤其重大，原因是作為一個國際金融中心，每日在香港進行大量的金融活動及投資組合資金調動，其實都與香港本身的經濟發展毫無關連。順着這個脈絡分析，我們得出了這樣的結論：我們要建立好本身的金融基礎設施，方便亞洲時區內的國際金融交易使用各種外幣。我們剛設立了美元支付系統，如果日後亞洲時區對歐元支付系統的需求都是這樣明顯，我們亦會很有興趣在適當時候動手籌劃。香港期待這麼的一天，並會作好準備，協助推動亞洲更廣泛使用歐元。

從香港儲備管理的角度來看，歐元可以擴大投資的選擇，因此歐元能茁壯成長，成為美元以外另一項主要貨幣，亦會很受我們歡迎。歐洲貨幣聯盟的誕生，為我們帶來美元以外的一項明顯選擇。此外，歐元正好為一些採取保守及長期策略的投資者提供了另一選擇。大家都知道儘管美國生產力憑着科技取得迅速增長，但其實通脹重燃的警號已越漸明顯。收緊貨幣政策固然可以令美元支撐下去，但先發制人地以加息來遏抑通脹，加上人們擔心這樣對實質經濟造成的打擊，都可能把美國金融市場的投資者嚇掉。還有，科技投資帶來生產力的增長，亦可能會因收益遞減的作用而下降。

在金管局，我們當然不會只是空談支持。我個人亦曾因為發表有關香港外匯基金(部分資產由

香港的外匯儲備組成)投資組合的言論，在外幣市場引來一些注視。我們將外匯基金投資於歐洲貨幣(可以包括歐元以外的歐洲貨幣)的目標水平定為15%，並在近幾個月把歐洲貨幣從原來「比重偏低」的級別，提升至15%的「中性」級別。大家可能覺得這個目標水平仍然偏低，但由於我們在1998年曾購入一批港元股票，而根據貨幣發行局的規定，我們亦必須按一對一的比例持有美元作為貨幣基礎的支持，因此若將這兩項因素撇除，實際上現時歐洲貨幣目標投資水平佔餘下的外幣資產已超過20%。表面上，這仍可能是偏低的水平。基於香港實施港元與美元的聯繫匯率，儘管我們在正式的兌換保證下，不會以固定匯率就貨幣基礎以外的數額來實現兌換的承諾，但我們認為較穩健的做法是持有較大量的美元儲備，以保證貨幣基礎得到支持的同時，儲備狀況仍綽綽有餘。

我們在管理外匯儲備時，亦盡量避免受到波動因素的影響。由於我們以美元單位為重點，很自然擔心歐元匯率的波動情況。近期我們對倫敦10家主要金融機構的非正式調查顯示，估計年底前美元兌歐元匯率的水平由1.22美元至90美仙不等。這種差距比起至今所見的實際買賣幅度還大得多，可見只是未來10個月的時間裏，歐元已經存在這樣大的不明朗因素。

人們當然可以說，這只是反映美元及歐元同時存在不明朗因素而已。我更要為我很多分析都以美元基礎出發表示歉意。長遠來說，任何貨幣都有大幅波動的時候，美元、日圓、歐元、歐元前身的貨幣、英鎊等等，無一例外。但長遠上投資者都可在所有這些貨幣中取得顯著的實質回報。可是這些收益並非所有人追求的東西：有些人只求短線賺快錢，有些人明明準備作長線投資而仍會因為短期市場價格浮動而不安心。不同的是，長線投資者會相當重視有關國家的整體經濟及貨幣管理。正如我較早前說過，亞洲對歐元區某些經管範疇是持有戒心

的。貨幣政策方面，由於歐元區採用了全新的基本制度，外人對這方面的信心不大是很自然的事。但隨着歐洲央行逐漸莫立強固的根基，人們的信心應該會增強。

結論

這次演講的重點是指出某些與現實不符的印象，但推動金融市場背後的力量往往就是一些所謂的印象。歐元過去14個月來偏弱，經濟基本因素只是其中一個原因，但並非唯一的原因。在我以上的分析中，我盡量如實反映亞洲對歐元的看法及感受，希望不會因為坦白而使大家覺得我無禮。目前的市場氣氛確實有點冷淡，前景亦不明朗。這並非我願意看到的情況——說到底，大家同坐一條船，市場變幻莫測，誰人都有機會受到影響。作為掌管香港龐大外匯儲備的投資管理人，我對儲備的投資決定亦須負責任。但我有信心市場氣氛將會逐漸轉好，樂於投資歐元的日子始終會出現。☺