

## 歐羅與香港關係初探

歐羅順利推出，說明各界為歐羅面世做足準備，確保一切順利過渡。儘管歐羅對普通市民的日常生活影響不大，但對金融市場和貿易，以及宏觀經濟政策都有所影響，這篇演詞會就這兩個範疇來分析歐羅與香港的關係。

### 引言

我們也許可以說，歐羅(Euro)順利推出，幾乎是在不知不覺間面世，在香港更是幾乎沒有人注意到。你可能會覺得這樣的開場白實在無禮，但這絕不是說歐羅對香港無關重要。首先，這句開場白告訴我們，那些與歐羅的推出有密切關係的各行各業——這裏我主要是指金融業和商界的部分環節——為迎接歐羅面世所作的準備工夫相當成功，能夠確保一切順利過渡，歐羅亦因此而平靜地面世，沒有引起人注意。我為此衷心祝賀它們。

另一方面，我的開場白也說明，歐羅面世與普通市民沒有直接關係，他們可能從沒有見過任何一種歐洲貨幣，即使見過，他們也要待2002年歐羅紙幣面世，才會實際接觸到歐羅。

接下來，我會討論與歐羅有關的兩個範疇。其一是歐羅對在香港從事金融業和營商造成的影響，這主要是在微觀層面上進行分析。其二涉及歐羅誕生的一些宏觀經濟政策的領域；儘管香港與歐洲相距約10,000公里，這些宏觀經濟政策亦與香港有關。

### 對金融市場和貿易的影響

正如大家預期的一樣，大額金融市場(Wholesale Financial Markets)很快便由各個成員國貨幣(Constituent Currencies)，轉為主要以歐羅報價和買賣，而且許多公司也很快改為以歐羅作為其有關帳目的記帳單位，不過仍然有不少公司尚未作出改動。然而，這些公司將記帳單位改為歐羅，主要是從實際情況和簡

約原則的角度來作出的選擇，反而與經濟上的影響無關宏旨；原因是正式來說，歐羅已經成為各成員國之間的主要計量貨幣，所以大部人很自然都會盡快選用比較方便的統一貨幣，而不會繼續以多達11種不同貨幣來運作。

就我所知，歐羅在外匯市場就如其他主要國際貨幣一樣的買賣，也就是流動性高，差價理想。然而，總交投量比以前多種貨幣的總和少。不過，如果情況不是這樣才令人覺得奇怪，因為現在已無須在以往的各種貨幣之間進行交叉買賣(Cross Trades)和套戥(Arbitrage)。這就解釋了為甚麼在大部分金融中心，外匯交易室的規模都有所縮減，而香港也不例外。長遠來說，這有助節省資源，也正是採用單一貨幣的好處之一。當然，專門從事歐洲貨幣買賣的外匯交易商的想法可不一樣。

在債券市場方面，我們看到第一批香港公司發行的歐元債券推出，而且市場反應理想，買家主要是歐洲投資者，不過本地買家的興趣也很大。過去，很少會發行以任何一個成員國的貨幣為單位的債券，原因是個別市場的發展並不成熟。歐羅面世的其中一個重要結果，就是造就了一個有足夠流動性的市場，其規模是各個成員的國貨幣市場無法達到的。臨時報告的內容進一步肯定這個觀點；報告內容指出，今年以歐羅為單位的全球國際債券發行量，超過去年同期以成員國貨幣為單位的債券發行量，而歐洲非歐羅成員國貨幣的債券發行量則比去年同期減少(儘管我並未看過正式數據來予以確定)。雖然在這些市場確立歐羅地位的工作尚未完成，但歐羅已有這樣的表現。投資者仍在探索路向：例如，即使各成員國政府的信貸風險存在重大差距，而基金經理就是要在這種情況下嘗試定出歐羅的基準收益率(Benchmark Yield)。

雖然我不是親身經歷，但我所得的印象是工商界在適應歐羅面世方面處理得很好。當然，因歐羅面世而要作出改動的程度各有不同。有許多公司都不會受到影響，不過也同樣有許多公司要更經常採用歐羅報價和開出發票。在部分情況下，由於競爭理由，它們也可能會面對壓力，不能無視這種需要。同時，如果一些公司在一個歐羅區國家爭取生意，要與來自歐羅區的另一個國家的對手競爭，這些公司可能會自覺處於比較不利的位置；這是因為過去兩個競爭對手都要把外匯風險和兌換成本計算在內，但現在只有位於香港的一方要面對這些問題。

最後，據我了解，公眾最初對歐羅存款也甚感興趣（不僅是由現行成員國貨幣為單位轉為以歐羅為單位），但隨着歐羅其後貶值，這種興趣也日漸轉淡。

## 對政策的挑戰

談到宏觀經濟的問題，金管局對歐羅面世特別關注，因為這是11個成員國由緊密聯繫的匯率過渡至採用不可改變的固定匯率的最後一步，從而把多個與香港一樣認為應該推行某種形式的固定匯率安排的經濟體系統一起來。

當然，我承認技術上這11種貨幣之間並沒有固定匯率，它們也沒有互相掛鉤，它們是更上一層樓，由單一貨幣取代。不過，關鍵之處在於實行歐羅的每個國家在很大程度上放棄了以調節匯率作為一項政策工具，而香港早於15年前便已更徹底地放棄了這項政策工具。就歐羅而言，有關國家並非完全放棄了調節匯率的機會。因為雖然任何一個成員國都不可能再調整其對另外10個成員國的匯率，然而，相對於世界其他地區來說，歐洲中央銀行自然可以實行獨立的貨幣政策。至於香港，所受的限制更為嚴格，香港是與美元聯繫，而我們是無從影響美元匯價的。

我們在1983年將港元與美元聯繫時，正值多事之秋，而且當時在制度上也沒有其他可行辦法供我們選擇。相反，歐洲各國卻有多種可行方案供它們選擇，並且是經過長期和深入的分析、商議和籌備後，才選擇歐羅這個方法。

如果要說有那個地方能成功實行固定匯率，香港肯定是當中的表表者，因為事實證明香港經濟富有靈活性——特別是勞工市場，兼具行業間的流動性(Intersectoral Mobility)和工資成本的靈活性(Wage-cost Flexibility)。歐羅的發展令許多外界觀察員感到奇怪，因為儘管一直以來各成員國都承認由於不可以再透過匯率來調整相應價格水平，因此有需要提高內部的靈活性，但這方面的進展卻異常緩慢。事實上，自從採用歐羅的建議真正獲得接納以來，我們大概可以說各成員國的部分內部調節機制反而變得更為僵化。

因此，聽聞有市場人士擔心歐羅區各成員國經濟表現存在差距的情況持續，可能會引致制訂政策時出現緊張狀況並不令人覺得奇怪。我甚至看過一些消息——不過主要都是一些小道消息，指為了維持或刺激增長，歐羅區內部分國家

可能不會遵守《馬城條約》(Maastricht Treaty)所定的預算赤字準則。當然，你可以說這種擴張性財政預算正是香港目前的做法。這的確是事實，但對香港來說，財政政策不過是香港結構靈活的市場經濟以外的一項額外工具。但在歐洲，問題在於財政政策主要被用作取代內部經濟結構的調整。不過，我也承認目前歐洲大部分預算開支都是用作進行必要的結構性改革。香港方面，我們的貨幣政策顯然是相當嚴格，而且暫時都會維持這種情況(因為港元與美元聯繫)，而歐羅貨幣政策所受的限制則較寬鬆。

從整體歷史的發展來看，固定匯率制度並不是甚麼新事物。還記得直至第一次世界大戰前，全球大部分貨幣都是以某種金屬為本位來固定其價值，而第二次世界大戰後，事實上全球有25年時間都是實行固定匯率的。令人關注的一點，是我得悉曾有人提出，在兩次大戰期間無法維持固定匯率的原因之一(當然這肯定不是唯一的原因，也不是主要的原因)，是勞工市場日趨僵化。同時，《布雷頓森林協定》(Bretton Woods Agreement)的安排在1970年代初崩潰的主要原因之一，是其中一個重要成員——國沒有嚴格遵守財政預算原則。當然，我們能夠從歷史汲取教訓，儘管要將之應用到今日，可能會受到許多條件限制。

我個人相信《馬城條約》所定的財政政策的規則會繼續保留，並得到遵守。而且，我更相信歐洲中央銀行會堅定履行其反通脹的任務。眾所週知，這樣會把調整的大部分責任轉移至結構性和微觀經濟政策上。重點解決這一類問題是一件好事，而且最好是能夠見到這方面有更長足的發展——這不僅對歐洲來說是好事，就是對全世界來說也是好事，因為世界需要一個強勁穩健的歐洲經濟。在歐洲內部方面，由於2002年會正式撤銷各成員國的本國紙幣，而此舉可能會在一定程度上影響人們的民族感情，所以我感到似乎在政治上有一股催迫力，必須要在此之前證明歐羅有明顯的好處。

有關歐羅面世令經濟政策出現緊張狀況的憂慮，顯然使外匯市場中對歐羅的態度有不利影響，不過我們也知道還有其他因素，特別是巴爾幹半島的衝突也有重要影響。如果你研究過去多年來全球的主要貨幣之間關係的起伏，你便會發覺歐羅自推出以來出現的貶值並不是真的這麼罕見，因為無論多麼令人慨嘆，這種波動在當今都被視為仍在正常的標準之內。不過，由於歐羅推出初期的發展不如期望中的理想，所以在歐羅區以外的國際企業和投資者的態度，在一定程度上因為認為歐羅可能會波動的看法而受到不利影響。

## 前景與機會

然而，我懷疑我們這些遠離歐羅區的人傾向低估了歐羅在節省成本和減低跨境貿易風險方面的影響，儘管我們可能會見到和感受到一些副作用，例如是全球商業競爭加劇以及運用歐羅等。同時，正如我較早時嘗試說明的，歐羅有潛力成為全球金融市場的一股重要力量。當這一點成為事實時，香港也希望能夠參與。事實上，我們相信香港具備優越條件，參與擴大在國際金融市場中運用歐羅的領域。

作為中央銀行家，我必須重申，我希望並預期歐洲中央銀行會堅守其貨幣政策。當然，這不是說我們就能夠準確預測匯率或利率走勢，不過歐羅可能會逐漸成為歐洲以至全球在貿易和金融方面的主要貨幣。與此同時，統一貨幣也讓歐羅區有機會強化其整體經濟，當然歐羅區各成員國也需要努力掌握這個機會。對於全球整體情況來說，一個強勁和穩定的歐洲經濟，比歐羅匯率位於那一個特定水平，來得更重要。

歐羅已然面世，對金融市場和貿易也產生了影響，而且這種影響還會繼續深化。假如我們漠視這種影響，我們最終要付上代價。我們應該放眼歐羅的長遠影響，而不要只顧歐羅的短期波動。

最後，香港應該特別留意歐羅的發展，以及歐羅區各成員國如何處理因採用歐羅而引致在宏觀經濟上的挑戰，從而汲取教訓，讓日後亞洲區的中央銀行家在某階段認為是適當時候推行類似的措施時可作參考。