

綜合開發研究院（中國．深圳）

“歐元與中國經濟”研討會

一九九九年四月十七日 深圳

歐元對香港經濟的影響和啟示

香港浸會大學經濟系教授 [曾澍基](#)

一. 引言

歐元的推出，是歐盟邁向經濟及貨幣一體化的重要里程碑。它顯然會帶來不少好處，但也可能產生一些負面效果，甚或引致某類風險。歐洲的經濟與貨幣統一最終能否成功？對世界經濟形勢以至內地和香港有何影響？我們適宜小心地加以觀察。

香港與歐盟的經濟關係頗為密切。這個統一過程引起的後果，無論屬正面還是負面，都會波及香港。假如一體化順利進行，香港作為國際金融中心，自應爭取成為歐元離岸操作的亞洲基地，促進亞洲和歐洲的金融往還業務。

此外，這個過程亦會對香港有啟示作用。港元兌美元按 7.80 比率掛勾的聯繫匯率安排，是一種貨幣局制度；而東北歐的愛沙尼亞及立陶宛兩國，也正實施同類制度。不過，它們都已宣佈，要申請加入歐洲的經濟及貨幣聯盟。換言之，兩國會放棄貨幣局制度的固定匯率安排，最終轉而採用歐元。這種正開展的“離場”、“脫勾”經驗，香港應該留意；因為說不定在廿一世紀某個時刻，港元需要跟美元脫勾，投入一個新的中國甚或亞洲貨幣聯盟。

二. 香港與歐盟的經濟關係

香港與歐盟的經濟關係頗為密切。歐盟目前是香港的第三大貿易伙伴；一九九八年，總貿易額達 3,636 億港元，佔香港整體的 13.1%，排在內地 (37.6%)和

美國 (15.2%) 之後，惟在日本之前；其中很大部份是內地跟歐盟通過香港進行的轉口貿易。歐盟亦是香港最大的外來投資者 (不過主要資金來自還未加入貨幣聯盟的英國)：累積投資數額超過二千億港元，佔總額的 30%以上。歐盟來港的旅客數目，高佔第二位；而它的遊客在港的消費開支，則佔第四位。超過了七百家來自歐盟的企業正利用香港作為地區總部或地區辦事處；而歐盟在香港領取了牌照的銀行有三十多家，加起其他金融機構則有五十多家。密度之高，是歐盟在亞洲之冠。

三. 歐洲貨幣聯盟的效應、矛盾與風險

歐元面世，對香港與歐盟的經濟關係有什麼影響呢？首先，我們必須分析一下歐洲貨幣聯盟對歐盟經濟本身所可能產生的正負效應。理論上，貨幣統一對歐盟經濟的正面效應，主要可分為三類：

- (一) 交易成本的低降：消費者與投資者只需面對一種貨幣，而非超過十種貨幣，減少了消費和投資的交易成本。同時，單一貨幣所帶來的透明度亦有助於促進競爭和提高效率。
- (二) 匯率風險的消除：這會增進成員國之間的貿易與相互投資。由於沒有了匯率風險溢價，整體利率也應下降，從而有利經濟增長。
- (三) 經濟紀律的加強：成員國為了要保證歐元的順利運作，在其他經濟政策，包括財政政策方面，亦要作出努力，以維持穩定的經濟環境。這種紀律會促進經濟發展。

問題是，這些貨幣統一帶來的正面效應，必須有其他的經濟、社會、以至政治措施來配合，才能真正發揮作用，而其中又存在了一定的矛盾及風險。

關鍵在於：貨幣統一不等如經濟統一。在真正統一的經濟體系之內，所有資源都應該可以自由流通，特別是勞動力的轉移。對歐盟懷疑派而言，這剛剛就是經濟統一的死穴。十多個國家內各種不同的文化、種族、以及語言的隔閡，意味

著法律與政策儘管開放，勞工還是不會隨便在德國、法國、西班牙及愛爾蘭之間自由往返的。

如果勞動力市場未能一體化，生產成本就不會真正在成員國之間趨同。當出現外在衝擊之時，特別是衝擊對不同成員國影響有差異（亦即所謂“不對稱衝擊”）的話，貨幣聯盟將會受到挑戰和嚴峻考驗。因為在這種情況下，各國要對衝擊作出反應，惟獨立的貨幣及匯率政策已因歐元而消逝，只有倚靠財政和其他經濟政策。

不過，為了要保證歐元的順利誕生，各國的財政政策已受到各種基準的限制，發揮餘地有限。更且，富裕的成員國與落後的成員國之間，又未有像真正的統一經濟體系之內，建立有效的區域性財政轉移機制，令落後地區可以應付外在衝擊。如果衝擊很大，落後的成員國的人民可能怨聲載道，脫離貨幣聯盟的壓力便會迅速增強。換言之，貨幣聯盟因為經濟的不和諧，將面對政治的挑戰，有可能不得善終。如何減少這些矛盾，應付這類挑戰，是歐盟領導層的重大考驗。

四. 貨幣聯盟對外界及香港的影響

如果歐盟能夠順利地處理上述的難題，貨幣聯盟對世界其他經濟體系（包括香港）又有什麼影響呢？這方面有兩派意見。樂觀主義者認為，歐元通過了減低交易費用和風險，有利於促進各成員國之間的貿易與投資活動，提高經濟的增長率，可以抵銷勞動市場缺乏流動性和有效財政轉移機制還未成立等問題。同時，高增長意味著對外產品需求（亦即進口）的上升。這種意見是基於所謂“擴張效應”。從這角度來看，由於歐盟是香港的第三大貿易伙伴，香港將會從“擴張效應”中獲得好處，特別是內地與歐盟的經濟往還加強的話。另外，貨幣統一會方便歐盟發展更為龐大的資本市場，容易籌集更多的資金，從而向外進一步投資。上面說過，歐盟已經是香港最大的外來投資者；這個發展將會令香港再添增益處。

不過，也有悲觀論者指出，貨幣聯盟可能使歐盟變得更為內向，專注成員國

之間的貿易和投資，反而減少對外的經濟交往，這亦即“轉移效應”的結果。此外，若果各國央行以至國際投資者對歐元前景抱有信心，把部份儲備和資金轉成歐元，亦會令一些地區出現資金外流甚至短缺情況。去年，日本資金從亞洲調往歐洲，是個悲觀論者感到不安的跡象。

最終，究竟是“擴張效應”還是“轉移效應”更強？歐元面世只有幾個月，看來還難以明確估計和預測。況且，不同國家、地區跟歐盟的貿易與相互投資的水平 and 結構有很大差異，歐元啟動帶來的淨效應自然就不一樣。無論如何，其中一個關鍵，是歐盟本身的經濟增長率是否因歐元而有所提高？增長率夠高的話，我認為“擴張效應”應比“轉移效應”為強。但經濟低迷的話，則可能令到歐盟轉為內向，甚至出現保護主義。

如果正面因素勝出，歐元持續，歐盟對外更加開放的話，香港應該爭取成為歐元離岸操作的亞洲中心。歐盟在香港的金融機構的密集程度既屬亞洲之冠，而香港跟歐洲的金融市場，已有頗為密切的關係，特別是在証券的結算和交收系統方面，香港自應層樓再上，成為“亞洲歐元”的交易中心。

五. 貨幣局制度與歐洲貨幣統一的啟示

歐盟十五個成員國之中，目前只有十一國加入貨幣聯盟，開始採用歐元；其他四個國家（希臘、瑞典、丹麥、英國）或者是不符合“趨同資格”，或者是選擇不加入。不過，還有一些非成員的歐洲國家，表示了強烈的意願要加入歐盟，並且想參與經濟與貨幣聯盟，其中以波羅的海的兩個國家：立陶宛和愛沙尼亞的發展計劃，對香港有特殊的參考作用。

原因在於，兩國跟香港一樣，都實行了所謂“貨幣局制度”。這種制度源自英國的前殖民地，“貨幣局”發行現金（鈔票和硬幣）要按照固定匯率具備百份百的外匯儲備。現代的形式是中央銀行的保證兌換範圍，從現金擴展至整個“貨幣基礎”（即現金加銀行於央行的任何儲備和存款）。在這種安排之下，所有銀行

都會跟隨固定匯率來開價，否則其他銀行可以對偏離者進行電子套戥活動，在央行的戶口結算，偏離者將會立即蒙受損失。結果是現匯匯率鐵板一塊，受到鎖定。

換言之，貨幣局制度是一種倚靠市場套戥力量，而非政府的干預或管制，來鎖定匯率的安排，它的性質跟黃金本位制相似。現時，世界上有十多個國家和地區（包括香港、阿根廷、愛沙尼亞和立陶宛）正在採用它。作為國際金融中心，香港自一九八三年開始的 7.80 聯繫匯率，可算是它的最著名代表。一九九二年，愛沙尼亞用貨幣局式安排將貨幣與馬克掛勾，而立陶宛則於一九九四年把貨幣釘住美元。

貨幣局制度雖然利用了市場力量，但政府必須符合兩點要求：（一）具備充足的儲備；（二）對固定匯率作出具說服力的承諾。否則，市場的套戥活動未能或不會順利開展，因而鎖不定現匯匯率。就算能夠鎖定，市場參與者對未來缺乏信心，遠期匯率將依然變得疲弱，而利率就會標升，反映出市場感覺到的匯率貶值風險，以及對利率溢價的要求。

矛盾是，承諾愈深，匯率的穩定性愈強，但未來政府所能保持的政策彈性（包括改變固定匯率的水平，或者把貨幣重新浮動）就會愈少。換句話說，貨幣局制度的“離場成本”就愈高。

那麼，如果正採用貨幣局制度的國家竟然公開宣佈要在未來“離場”，對匯率可能產生衝擊。愛沙尼亞和立陶宛的舉措，可算是值得注視的實驗。

愛沙尼亞的情況比較簡單，因為它的貨幣克朗 (kroon) 原已跟馬克掛勾，而馬克又是歐元的核心組成貨幣，一九九九年一月一日馬克和歐元的兌換率已經確定。實際上，愛沙尼亞的中央銀行亦於當日開始，按照兌換率把克朗改而跟歐元掛勾。剩下來的問題，變成是如何在國內推行“歐元化”（即把歐元替代克朗）。

立陶宛的情況則較為複雜。一九九四年起它的貨幣列達斯 (litas) 與美元掛勾，未來怎樣脫勾，改而釘位歐元，而不影響金融穩定，必須小心處理，因為美元兌歐元的匯率是浮動的。立陶宛中央銀行的計劃是，在過渡時期內實施“一籃子、兩種貨幣”的制度，亦即列達斯跟美元和歐元的加權指數掛勾的安排。央行

會通過適當的宏觀經濟政策，替過渡安排建立信心，進而把歐元在籃子內的比重提升，最終達致對歐元的單一掛勾。

對香港而言，跟美元掛勾的貨幣局制度在將來應否改變，自然可以爭論。新世紀來臨之後，港元有無必要重新浮動，或者改與到其時已完全可兌換的人民幣掛勾，甚至進行各種形式的貨幣統一(與人民幣甚或新的、跟美元和歐元對壘的、亞洲貨幣融合)，我認為都可以進行討論及分析，雖然貨幣統一可能跟一國兩制有矛盾。波羅的海兩國，特別是立陶宛的經驗，對香港是很有用的參考。當然，假如未來出現中國內部的甚至是亞洲的貨幣聯盟，歐盟的整體經驗就是一個重要的教材。