

雖然歐洲中央銀行（European Central Bank）貨幣政策通常緊隨美聯儲的腳步，但在量化寬鬆政策實施強度、退出節奏等仍存有差異，基本上保持了歐元區的相對獨立性，而歐元區經濟規模、出口佔比以及歐元自身的幣值穩定性等仍在支撐歐元國際化。與此同時，歐洲央行在貨幣政策改革與創新方面已經積累了比較豐富的經驗，尤其在氣候變化、綠色轉型和ESG發展等領域取得了許多創新成果，成為歐元國際化的新趨勢。

歐元國際化新趨勢



◀ 歐盟內部傾向於加快建立獨立的國際結算體系，推動歐元在國際大宗商品定價、能源進口支付結算等領域的獨立地位。

交銀觀察



鄧宇

交通銀行金融研究中心
高級研究員

雖然歐元區經濟總量規模仍難以與美國相提並論，歐元在國際支付、結算以及儲備貨幣份額可能長期居第二，短期內取代美元的可能性較低，但未來歐元的國際化發展空間還比較大，加快推進歐元國際化的動力較強。

歐元國際地位仍重要

一是歐元的國際貨幣地位和競爭優勢仍在。一方面，歐元區經濟規模仍居世界前列。根據世界銀行數據，2020年，歐元區實際國內生產總值（GDP）為13.2萬億美元，歐元區的經濟總量和規模位居世界前列；另一方面，雖然歐洲央行緊隨美聯儲採取了量化寬鬆政策，但其資產負債表規模和增速仍與經濟增長基本融合，相較於美聯儲，歐洲央行的貨幣政策相對穩健。根據環球同業銀行金融電訊協會（SWIFT）數據，2021年9月歐元在國際支付份額中的佔比為37.9%，穩居第二位，與美元的份額差距逐漸縮小；國際貨幣基金組織（IMF）公布世界儲備貨幣份額，歐元佔比達20.54%，穩居第二位。

二是財政與貨幣政策協調增強歐元穩定性。歐債危機後，歐元區開始建立歐洲穩定機制（ESM），明確歐洲央行「最後貸款人」的角色，將歐元集團作為歐元區財政、貨幣政策與宏觀審慎政策協調配合的重要機制。歐盟在本次應對疫情危機時，充分吸取歐債危機教訓，歐盟主要成員國主導和歐洲央行共同推動下，各成員國除了保持貨幣政策的步調一致外，更加重視財政政策的一體化。疫情期間，經過歐盟成員國多輪協商談判最終達成的「歐洲復甦基金」（約8000億歐元），旨在通過直接援助

和歐元貸款等支持成員國發展綠色經濟，推動數字化轉型，並根據各成員國經濟和財政狀況採取差異化的經濟復甦計劃，引導成員國專注經濟修復、綠色轉型和加快數字化。

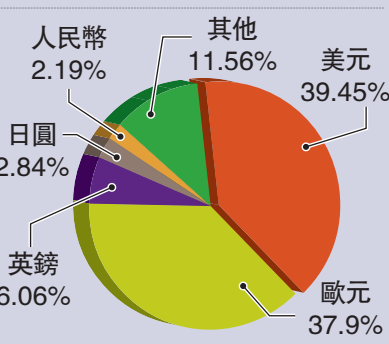
三是綠色轉型與ESG（環境、社會和治理）成為歐元國際化新路徑。歐洲央行堅持推進經濟綠色復甦，包括歐洲復甦基金計劃實施、歐洲綠色金融、碳關稅（包括碳邊境稅）等方面加大推進歐洲綠色標準制定。綠色復甦進程中，歐元的作用也在逐步顯現，以此作為歐元更高階段國際化的重要載體。2019年12月，歐盟發布的《歐洲綠色協議》提出，到2050年在全世界範圍內率先實現碳中和，重點發展低碳產業，有效應對全球氣候變化問題。新冠肺炎疫情以來，歐盟出台《歐盟可持續金融分類授權法案》，法案所覆蓋行業的溫室氣體排放量佔到歐盟排放總量的80%左右，包括能源、林業、製造業、交通及建築業。歐元區更在全球ESG投資領域搶佔先機，2020年歐洲可持續投資資產規模達12萬億美元，其計價和結算貨幣主要是歐元，為歐元進一步國際化拓寬使用渠道，以此加快提升歐元影響力。

未來歐元國際化發展趨勢

一是更加主動推進歐元從區域走向廣泛的國際使用。近年來，歐元開啟了新的國際化進程。一方面，歐盟必須堅守歐元區財政與貨幣政策的獨立性，以促進歐元區經濟的持續復甦，保護歐盟各成員國經濟利益，維護歐元幣值穩定；另一方面，「英國脫歐」事件對歐元區帶來金融資本流動、匯率穩定性等許多新挑戰，短期內對歐元匯率產生一定波動影響，但長期看對歐元的影響相對有限。未來隨着以巴黎、法蘭克福、布魯塞爾、都柏林等為代表歐洲重要的國際金融中心加快建設升級，歐盟金融一體化進程也將加快。近期，歐盟計劃進一

主要貨幣國際支付份額

（2021年9月）



步加強歐元在全球金融市場中定價和支付的地位，通過加強歐元區金融基礎設施和金融市場體系，探索建立自主的歐元國際支付結算系統，謀求歐元在石油等大宗商品期貨合約的定價權，推動歐元從區域性貨幣成為使用更加廣泛的國際貨幣，促進歐盟金融一體化。

二是穩慎推進數字歐元進程以確保歐元的國際地位。作為目前在國際支付份額排名第二、國際結算排名第一，以及重要的世界儲備貨幣，數字歐元的興起表明歐洲央行對主權數字貨幣的認可，並開始主動把握數字貨幣的發展潮流。從時間線來看，各國央行都在加快數字貨幣研發，歐洲央行在順勢而為，加快數字歐元項目的研發進度，一改過去態度和立場模糊的表述。2020年10月，歐洲央行啟動針對數字歐元的公共諮詢，廣泛聽取公眾意見和評估需求；2021年7月，歐洲央行理事會計劃開始啟動為期2年的「調查階段」，圍繞數字歐元的設計、場景開發和相關法律框架（包括因素保護、潛在風險）等進行系統研究，並預計五年後正式推出數字歐元。未來，歐元將在數字歐元研發、數字貨幣治理等層面取得創新突破，確保數字歐元作為主權數字貨幣的優勢，有效應對數字貨幣的新挑戰。

三是構建更加獨立自主的歐元國際支付結算系統。當前國際社會處於經濟復甦分化、發展不均衡、「逆全球化」和貿易保護主義的多層次複雜結構，歐元區經濟不可能「獨善其身」，而且在被迫「選邊站」的過程中也變得極為謹慎，以避免陷入大國競爭而損害歐元區經濟利益。儘管歐洲央行仍傾向於維持寬鬆貨幣政策，但緊急購債計劃並未在基數上增加，並在有效管住貨幣的同時，依託穩健的貨幣政策幫助歐盟各成員國實現穩定復甦。同時，歐元當前也面臨國際金融制裁的負面影響，美國對多個國家和地區的實體進行制裁，導致歐元區在全世界的經濟貿易和投資受到極大影響，歐元成為了緊隨美元的重要國際支付和結算貨幣。因此，歐盟內部傾向於加快建立獨立的國際結算體系，推動歐元在國際大宗商品定價、能源進口支付結算等領域的獨立地位，從而減少對美元主導的國際銀行系統和國際金融市場的過度依賴，更好地應對美國「長臂管轄」。

企業成本負擔加重

中金點睛

段玉柱
張文朗

中金公司

受能耗雙控、限電限產等影響，工業生產增速回落；高頻數據顯示，政策對上游工業的生產約束仍在持續。9月工業增加值同比增長3.1%，兩年複合增速較8月下滑0.5個百分點。製造業中，上游、中游、下游製造業複合增速分別下滑1.8、0.1、0.0個百分點，上游製造業是供給端政策影響最大的行業領域。限產政策的影響在產能利用率上也有體現，三季度工業產能利用率環比下滑1.3個百分點至77.1%，創下2013年以來最大環比降幅（2013至2019年平均的3季度環比降0.01個百分點）。10月以來，上游生產開工率修復緩慢，全國焦爐、高爐開工率在10月中旬以來便持續走低，大幅低於8至9月平均水平。筆者預計，政策對上游工業的生產約束在年內可能仍將持續。

需求端來看，國內消費再度面臨疫情擾動，建築投資下滑明顯，出口交貨值有所回落。9月社會消費品零售總額同比增長4.4%，兩年複合增速較8月改善2.4個百分點，主要體現了疫情壓制的緩解。但10月以來全國多地疫情再次反彈，10月底全國選材規模較疫情反彈前（10月15日）下降8.8%，消費面臨的疫情擾動加大。9月房地產投資同比下滑3.5%，對應兩年複合增速回落1.9個百分點，是投資的主要拖累項。從高頻數據來看，10月以來的建築鋼材成交量同比降幅超過30%、水泥出貨率下滑12.8個百分點，表明房地產等建築相關的固定投資在10月仍在下滑。9月工業出口交貨值同比增長16.8%，呈現較強韌性，但剔除價格因素，也呈現出回落態勢。

上下游價格分化加大，多數行業價格漲幅無法對沖成本抬升，公用事業和製造業成本壓力顯現。9月PPI同比上漲10.7%，採掘工業PPI同比增速達到49.4%，為1996年數據紀錄以來的新高。對比之下，中下游漲價幅度更小，比如設備製造行業總體的PPI增速2%，生活資料PPI增速僅為0.4%。筆者此前測算顯示，截至9月份，工業行業中有三分之二的行業價格漲幅無法完全抵銷目前的成本上漲。直接受到煤炭漲價影響的公用事業成本壓力最大，9月營收成本率達到93%，為近年來最高值；製造業的成本壓力也逐步顯現，9月營收成本率上行0.1個百分點至84.5%（2017-2020年平均值為季節性下滑0.7個百分點），並達到近四年來新高。

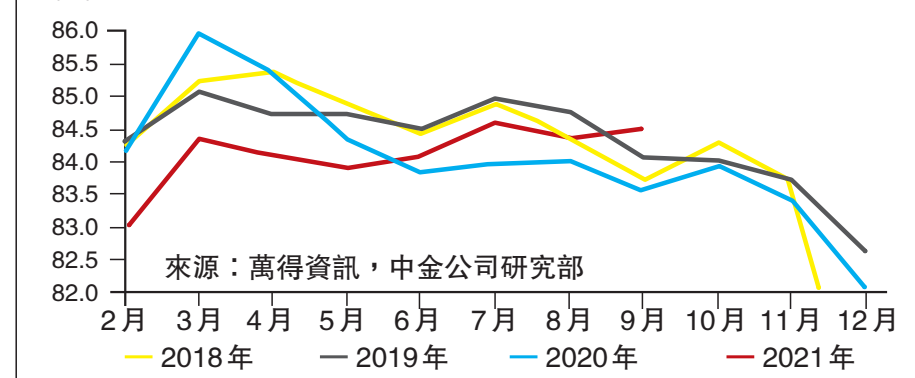
料政策將積極調整

成本影響帶來各行業利潤分化的同時，也加大中下游行業負債壓力。行業對沖成本壓力的能力不同，利潤表現、債務負擔相應有所差異。9月較2020年末，採礦業、上游製造業的資產負債率下降，而中下游製造業、公用事業的資產負債率，均抬升0.4個百分點以上。上游價格快速上漲引發政策的邊際調整，10月以來三次召開國務院常務會議，要求糾正地方「一刀切」停產限產或「運動式」減碳、保障電力和煤炭供給、依法打擊煤炭市場炒作、加大助企紓困力度等。近期保供穩價政策調控價格效果明顯，10月底動力煤價格較月內高點降幅超過50%，鋁、螺紋鋼也分別回落16.5%和13.5%。

筆者預計，在政策調整積極有為的背景下，未來行業分化和中下游的壓力可能有所緩解。

（段玉柱、張文朗為中金公司研究員）

中國9月製造業營收成本率逆季節性上行



南金融北創科 各展優勢

樓市強心針



廖偉強

利嘉閣地產總裁

「南金融、北創科」，就是今次施政報告的重點，香港於世界的重要角色仍然是金融市場的地位。政府今次大力發展新界北部都會區，有些人擔心中環金融中心地位遷移去新界北部，筆者相信至少在未來二十年都不會出現。更何況政府明言「南金融、北創科」，將香港南北強項互補；新界區有大量土地供應，特別是在公營房屋方面的加快建設，滿足基層市民需要。

雖然政府計劃大大增加未來的房屋供應量，計劃橫跨二十年，最近買家入市的意欲，明顯有些小改變，可能擔心未來供應量增加，又或期望樓價有回落

的機會，入市的意欲及步伐明顯減慢。眾所周知，能夠解決樓價不斷上升的方法就是增加供應量，所以政府今次施政報告着墨都在如何發掘大量的土地資源去興建房屋。鴻圖大計始終是未來之事，筆者認為遠水不能救近火，且未來計劃落實的供應量大部分集中於公營房屋，當市民漸漸消化這份施政報告後，筆者相信買家入市的意欲將會回升。

至於樓價走勢方面，有人擔心近期香港的政治環境，部分市民移民，房屋需求自然減少，但筆者仍然相信，香港的政治環境開始穩定，大家會將精力及焦點放在經濟上。整體失業率改善，經濟復甦持續，兩地通關事項正在積極推進。北水勢重臨香港，屆時購買力將會增加，今天雖然有部份人辭官，但漏夜趕科場的人亦正在排隊出場。

四是發揮歐元在國際貨幣體系改革中的重要作用。近年來，歐元區也在進一步反思量化寬鬆貨幣政策的局限性，以及引發的諸多負面效應。歐洲中央銀行執委會委員伊莎貝爾·施納貝爾（Isabel Schnabel）認為，央行在制定貨幣政策措施時，應當特別重視其副作用，尤其是對價格穩定所產生的影響。與此同時，近期歐洲央行發布的新貨幣政策策略審查報告，在貨幣政策框架內強調氣候風險以及綠色經濟和數字化轉型。IMF創設的特別提款權（SDR）作為補充性的國際儲備資產，SDR中美元、歐元和人民幣的權重大致分別為40%、30%和10%，能夠為新興經濟體提供流動性支持，改善國際收支平衡穩妥。歐洲央行和IMF都是SDR的堅定支持者，未來將在國際貨幣體系改革中發揮積極作用。歐洲穩定機制總裁克勞斯·雷格林（Klaus Regling）曾提出，以美元為主導的國際貨幣體系加劇了全球發展不平衡，構建一個多元化的貨幣體系將

會使得全球經濟有更強的抵禦衝擊的能力。

結語與展望

歐元國際化既有機遇也有不小的挑戰，應看到歐元也面臨新的發展難題，包括「英國脫歐」、主權數字貨幣、數字化轉型和地緣政治等。如何推動歐元從區域走向真正的國際化，如何尋求歐盟財政與貨幣政策一體化推動歐元區經濟穩定復甦，是關於歐元未來國際地位和競爭優勢的關鍵穩妥。從長遠看，歐元再國際化一方面符合歐元區經濟利益，能夠凸顯歐元的獨立性和競爭優勢，進一步提升歐元國際使用範圍；另一方面也與當前國際貨幣體系改革的趨勢融合，能夠發揮歐元在國際貨幣體系改革中獨一無二的作用，改善國際收支不平衡穩妥，並在促進綠色轉型、ESG等方面展現獨特優勢。

（本文僅代表個人觀點，不代表所在機構意見）

