

香港宏觀金融政策的目標，是維持貨幣穩定，而這是指港元滙率的穩定。由於香港的經濟是以外貿為主，而且香港正處於經濟及政治過渡期，因此上述目標是明智和正確的。貨幣的對外

價值穩定，對於本港的商業活動以及公眾信心來說，尤為重要。

滙率

香港現時所實施的，是在一九八三年十月設立的聯繫滙率制度。這基本上是一個在學術上稱為貨幣發行局制度的滙率制度，在這制度下，鈔票的發行和贖回是以固定滙率與某一種外幣進行。由於香港的鈔票是由商業銀行發行，因此發鈔銀行必須向金融管理局支付美元，換取法律所規定的負債證明書，作為發行鈔票的準備金。由發鈔銀行支付的美元，是存入外滙基金的帳戶，而由財政司釐定的滙率是7.80港元兌1美元。因此，港幣鈔票得到外滙基金的美元所支持。發鈔銀行與其他持牌銀行的鈔票交易，由前者自行安排。

為了協助維持滙率在聯繫滙率制度下保持穩定，金融管理局備有其他金融管理當局可使用的傳統機制，去影響貨幣的供應量及價格，或者更確切地說，去影響銀行同業流動資金水平及銀行同業拆息水平，這個機制並不經常使用，只是在滙率劇烈波動以致大幅偏離7.80的水平時才會加以運用，以維持滙率穩定。

一九九三年內，由於有大量資金湧入蓬勃的股票市場及投資於首次公開發售的股票，港元滙率因而處於強勢，

但與7.80的水平仍然非常接近。滙率由年初的7.742漸升至第一季末的7.732。在第二季一直維持強勢，但由於市場傳出謠言，指有關內地企業將資金（包括港元資金）撤回中國，滙率突然在六月二十五日回軟至7.78的水平。七月初，經中國政府採取新的宏觀經濟調控措施後，滙率不久便迅速反彈至7.75的水平。

滙率在七、八月間大致維持在此水平，直至九月，由於有更多資金流入，滙率再度轉強。隨着恒生指數在十月六日衝破8000點，滙率亦增強至7.726。資金流入的情況，在第四季尤為強勁，至年底恒生指數報11,888點，而滙率則報7.726。

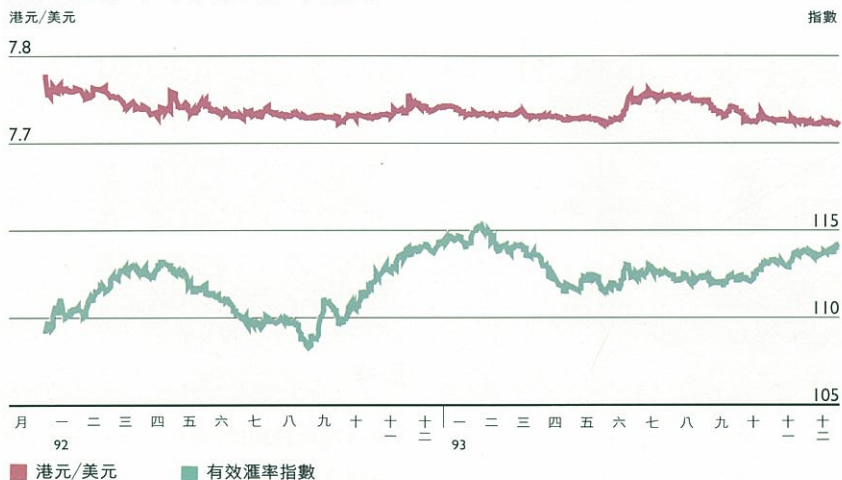
在聯繫滙率制度下，港元整體滙價主要受美元兌其他主要貨幣的走勢影響。一九九三年，美元表現反覆。由於美元與歐洲貨幣的利率差距縮窄，以及歐洲貨幣體系中有幾種貨幣波動不定，以致美元兌歐洲貨幣升值。另一方面，日本貿易持續出現順差，導致本年度頭三季美元兌日圓貶值。不過，由於美國經濟表現有所改善，第四季的美元走勢因此略為轉佳。

反映以上走勢，港元的有效（貿易加權）滙率指數，由一九九二年年底的114.2點（一九八三年十月二十四至二十八日為100點）上升至二月初的115.3點。其後，指數在第二季和第三季

徘徊於112點，直至第四季開始上升，年底時報114.3點。港元的整體滙價頗為穩定，指數在111.5與115.3點之間的3.4%幅度上落。

是調整所有持牌銀行結算戶口內所持的流動資金淨額，而該淨額即結算所的管理銀行在外滙基金的戶口內的結餘。另外，管理局亦可調整流動資金調節

港元兌美元滙率及有效滙率指數



一九九四年一月初，由於人民幣滙價在同年一月一日併軌，有效滙率指數跳升13點，至128點左右。以往，港元有效滙率指數的計算是以人民幣官方滙價為根據，而一九九三年十二月三十一日的官方滙價是5.8元人民幣兌1美元。併軌後滙價以外滙調節中心滙價為根據，而一九九四年初，統一滙價企穩在8.7元人民幣兌1美元左右。人民幣由以往的官方滙價轉至統一滙價，導致有效滙率指數急升，這是因為香港貿易加權指數中的中國貿易權數很高。

機制的拆入及拆出息率，藉以影響銀行同業短期拆息率而收到預期的效果。這個機制自一九九二年六月起採用，是香港式的貼現窗。

年內，股票的首次公開發售達到創紀錄水平，更吸引大量超額認購，令市場流動資金受到影響。二月十日，駿威發售新股，而超額認購超過600倍，以致在銀行同業拆放市場需要循環的資金達2,400億港元。香港銀行同業隔夜拆息率達4.5厘，超過流動資金調節機制所定的4厘拆出息率。為了緩和銀行同業拆放市場的緊張情況，金融管理局將銀行同業流動資金水平由15億港元增至21.5億港元。與一九八六年國泰航空首次公開發售新股和一九八七年東方報業集團首次公開發售新股時香港銀行同業拆息率分別上升12.75個百分點和6個百分點相比，銀行同業拆放市場現時相對更見穩定。

銀行同業流動資金的管理

在一般情況下，銀行同業拆放市場的穩定有助於維持港元滙率的穩定，金融管理局密切留意銀行同業流動資金水平以及銀行同業拆息水平，以確保拆放市場情況穩定。如有需要，管理局可採取行動，影響上述兩者或者其中一者水平。

金融管理局透過一九八八年實施的會計安排，進行上述活動。事實上，該會計安排使管理局可以調整銀行同業流動資金水平，換言之，

五月三十一日，鑑於香格里拉（亞洲）有限公司即將首次公開發售新股，金融管理局再向銀行體系注入6.5億港元，使結餘達28億港元。七月二十日，由於銀行同業拆放市場情況緩和，

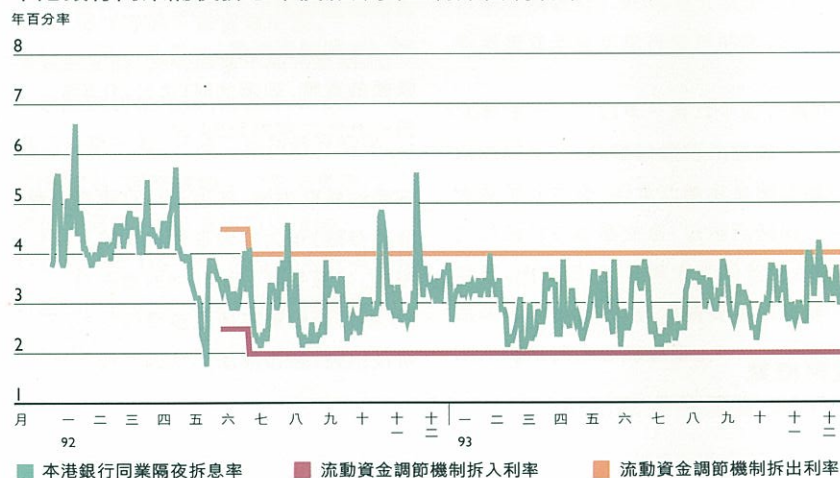
而滙率轉弱，管理局遂將結餘減至20億元，促使利率企穩。

自此以後，結餘有兩次變動。十月十三日，金融管理局注入10億港元，使結餘增至30億港元以降低港元利率，從而減輕港元因大量資金湧入而承受的壓力。十二月七日，由於道亨銀行首次公開發售新股而出現大量超額認購，金融管理局再次將結餘增加10億港元，紓緩銀行同業流動資金緊張情況。是次發售新股導致金融管理局透過流動資金調節機制從有剩餘資金銀行拆入了180億港元隔夜存款，而同時又向資金短缺銀行借出140億港元。由於有些規模較小銀行出價激烈，當日的香港銀行同業隔夜拆息率曾高達5厘。

時間內停留於3.4厘左右；但偶然在大規模招股活動的影響下，三個月期的香港銀行同業拆息率亦隨之上升，例如在六月底時曾上升至3.88厘，高於相對的歐洲美元存款利率63個基點。九月底和十月，三個月期的香港銀行同業拆息率略為回軟，降至稍低於歐洲美元存款利率。十月中在注入銀行同業流動資金後，三個月期的香港銀行同業拆息率低於歐洲美元存款利率大約25個基點。

由於股票認購活動頻繁，加上年終通常銀根都會較緊，香港銀行同業拆息率在十一月底和十二月略升。年底，三個月期的香港銀行同業拆息率為3.63厘，比相對的歐洲美元存款利率

本港銀行同業隔夜拆息率及流動資金調節機制利率



利率

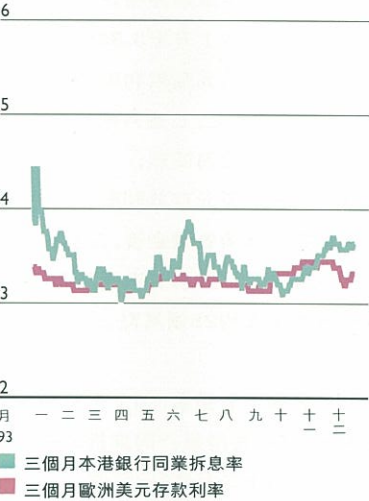
香港利率結構整體上緊隨美元利率，而只會間中因應本地市場情況（如股票首次公開發售活動）才出現輕微差異。流動資金調節機制的拆入利率及拆出利率，由一九九二年七月起分別維持於2厘及4厘的水平。香港銀行同業隔夜拆息率，在整年大部分時間內，大致停留在流動資金調節機制利率的幅度內，首季平均利率為2.96厘，至最後一季由於有大規模首次公開發售股票活動而增至3.19厘。三個月期的香港銀行同業拆息率，整年大部分

高出31個基點，而十二個月期的香港銀行同業拆息率則高出25個基點。

一九九三年，香港銀行公會所釐定的存款利率及發鈔銀行的最優惠貸款利率維持不變。香港銀行公會存款利率與香港銀行同業拆息率的差距，就一個月期的息率而言，平均達100個基點，三個月期的息率則達64個基點。至於兩者的六個月期及十二個月期存款息率差距，則較為狹窄，為57個基點及28個基點。

三個月本港銀行同業拆息率及歐洲美元存款利率

年百分率



貨幣概覽

港元M3變動的對應部份(%)

	港元M3(a)	本地貨項				外幣資產淨額			其他項目淨額		
		對私營機構的債權			對政府的債權						
		貸款	債務票據(b)	總數		外滙基金	認可機構(c)	總數	在海外銀行的結餘淨額	其它	總數
1983 – 1992	100.0	+107.4	+1.5	+108.8	-14.8	+39.8	+2.4	+42.2	-11.2	-25.0	-36.2
1993	100.0	+83.4	-0.4	+83.0	-20.0	+34.7	+10.0	+44.7	+16.3	-24.0	-7.7

(a) 經調整以包括外幣掉期存款(由一九八四年起)但不包括公營部門存款。
(b) 由非銀行機構發行而由認可機構持有的債務票據。
(c) 已對掉期存款加以調整。

港元利率收益曲線一向都比相對的美國利率收益曲線傾斜度為大。不過，自推出外滙基金票據和債券以後，較長期的息率差距已經收窄。

一九九三年底，在十月份推出的三年期外滙基金債券的孳息，相等於美國國庫券孳息。世界銀行港元債券(餘下的到期日大約是三年)和到期日相同的美國國庫券之間的差價，在三年期的外滙基金債券推出後，已經迅速縮窄，由160個基點左右下降至110個基點。金融管理局有意把外滙基金債券的年期延長，為港元債務工具提供較長期的收益指標。

貨幣供應量

一九九三年，公眾所持有的港元現鈔及硬幣量增加了21.4%，比上一年22.4%的增長略慢。一九九三年，狹義的貨幣，即港元M1上升20.8%，而一九九二年則為24.8%。

廣義的貨幣供應，即港元M3(包括外幣掉期存款)年內的增長情況與港元M1相仿。以整年計，港元M3的增長為25.2%，比名義本地生產總值的13.7%增長迅速。在扣除季節性因素後，

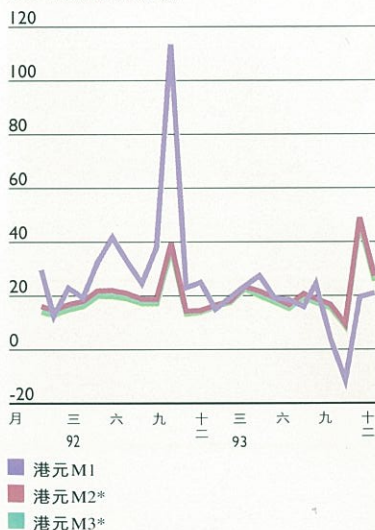
港元M3在整年的大部分時間內，緊隨名義本地生產總值的增長，但在第四季由於資金大量流入本港，增長開始加速。

資金流入淨額對於貨幣供應增加的影響，可與過去的趨勢作一對照，附表將外滙基金以及認可機構的綜合資產負債表合併起來，以顯示各種與貨幣增長的相關變動。由一九八三至九二年的十年間，港元M3增長的主要決定因素，是私營機構的貸款淨額(+109%)及銀行體系(即外滙基金和所有認可機構)的外幣資產淨額(+42%)，後者反映流入港元的資金淨額。另一方面，財政盈餘有助於減慢貨幣增長(-15%)。其他淨額影響對貨幣供應的增長產生抑制作用(-36%)。這主要是由於銀行資本及對海外銀行的負債淨額有所增加。

不過，一九九三年內，私營機構貸款淨額減弱(+83%)，但外資流入的助力則增加(+45%)。財政盈餘繼續產生抑制作用(-20%)，而淨額影響則較小。私營機構的貨項淨額減少，除有助減低通脹造成的壓力外，亦基本上反映銀行體系審慎行事。銀行體系把私營機構貸款的增長維持在17.6%的

港元貨幣供應量

與上年同期比較的改變(%)



* 已就外幣掉期存款予以調整

水平，與名義本地生產總值的增長大致相若。反觀，資金流入對貨幣增長的助力，相對上維持一個大比重，尤以第四季為然。由於對海外銀行的負債淨額減少，其他淨額影響所產生的抑制作用，大為減低。直至現在，政府的財政盈餘有助抑制貨幣增長，從而減輕通脹壓力。

鑑於實質經濟轉型，而金融創新推陳出新，香港貨幣增長和通貨膨脹之間的歷史關係一直以來並不穩定。

一九八三至九二年十年間，狹義的貨幣（港元M1），平均年增率為18.3%，而廣義的貨幣（港元M3）和名義本地生產總值的增長則較為緩慢，後兩者分別為17.5%及14.9%，由於港元在華南的流通程度增加，貨幣增長稍為加速。本港經濟開放，財政紀律嚴謹，通脹並非一種貨幣現象。通脹的主因，是供應量不能迅速增加，以及經濟轉型所致。過去十年來，港元走勢強勁，貿易加權指數升幅達13%左右，因而減輕了外來因素所造成的通脹。入口價格的年增率，在過去十年為2.9%，而在過去五年只是大約1.5%；而同期間的消費物價指數，分別為7.7%和9.9%。

鈔票手續費

當一九八三年聯繫滙率實施時，發鈔銀行耽心，由於發行或贖回鈔票時，外滙基金是以7.80港元兌1美元的固定滙率發行和贖回負債證明書，因此如果港元處於弱勢可能要以一個高於7.80的滙率購買美元，導致滙率虧損。發鈔銀行遂決定將7.80的滙率伸展至其他銀行的現鈔交易，以便將這方面的任何虧損與非發鈔銀行分擔。

然而，過去十年，滙率處於7.80的強勢多於弱勢。結果，銀行在客戶交回現金時，徵收鈔票手續費，以彌補港元處於滙率強勢時，銀行在現鈔交易中可能遇到的滙率虧損，該項虧損是因為銀行按7.80的滙率把港元鈔票贖回美元，但這些美元在外滙市場只能兌換低於7.80的港元價值。這類手續費並不受到銀行客戶的歡迎。

此事在一九九四年一月二十四日獲得圓滿解決。三間發鈔銀行在諮詢金融管理局後，同意此後本身與其他持牌銀行的鈔票交易，以港元價值計算。由當日起，持牌銀行同意停止徵收鈔票手續費。這項新安排對維持本港滙率穩定並無影響。

