



# 貨幣穩定

儘管受到本地及外圍衝擊的影響，貨幣狀況在**2007**年維持穩定，反映聯繫匯率制度的強韌性。香港的外匯及貨幣市場大致上運作暢順，但匯率及利率的波動在**2007**下半年增加。

## 目標

香港貨幣政策的主要目標是貨幣穩定，即確保港元匯價穩定，使港元在外匯市場兌美元的匯率保持在7.75至7.85港元兌1美元之內。此貨幣體制結構的主要特點為貨幣發行局制度。該制度規定貨幣基礎必須由外匯基金所持的美元儲備提供最少百分之百的支持，而貨幣基礎的變動同樣必須以該等美元儲備的相應增減作出百分之百的配合。

貨幣基礎(表1)包括：

- 負債證明書(用作支持3間發鈔銀行發行的銀行紙幣)
- 政府發行的流通紙幣及硬幣
- 銀行在金管局所持結算戶口結餘的總額(即總結餘)
- 金管局代表政府發行的外匯基金票據及債券。

 > 貨幣基礎

**表1 貨幣基礎**

| 以百萬元計                                                                                                                                                  | 2007年12月31日    | 2006年12月31日 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|-------------|
| 負債證明書 <sup>1</sup>                                                                                                                                     | <b>163,435</b> | 157,385     |
| 政府發行流通紙幣及硬幣 <sup>1</sup>                                                                                                                               | <b>7,547</b>   | 6,862       |
| 銀行體系結餘                                                                                                                                                 | <b>10,639</b>  | 2,035       |
| 已發行外匯基金票據及債券 <sup>2</sup>                                                                                                                              | <b>138,369</b> | 132,113     |
| 總計                                                                                                                                                     | <b>319,990</b> | 298,395     |
| <sup>1</sup> 負債證明書及政府發行流通紙幣與硬幣數額以港元面值計。載於本年報外匯基金資產負債表的相應項目，則以贖回有關紙幣或硬幣時須交出的美元款額按資產負債表結算當日的匯率的港元等值計算。這種做法符合香港公認的會計安排準則。                                 |                |             |
| <sup>2</sup> 外匯基金票據及債券數額與載於本年報外匯基金資產負債表的不同。根據香港公認的會計準則，金管局就其在第二市場買賣而持有的外匯基金票據及債券，會用作抵銷已發行的外匯基金票據及債券，其淨額記入資產負債表內。在投標日發行但未結算的外匯基金票據及債券已計入資產負債表，但不計入貨幣基礎。 |                |             |

港元匯率的穩定是透過自動利率調節機制及金管局對履行兌換保證的堅決承諾來維持。若對港元的需求大過供應，令市場匯率轉強至7.75港元兌1美元的強方兌換保證匯率，金管局會向銀

行沽售港元、買入美元，導致總結餘增加，令港元利率下跌，進而令港元匯率從強方兌換保證匯率水平回復至7.75到7.85的兌換範圍之內。另一方面，若港元供過於求，令市場匯率轉弱

至7.85港元兌1美元的弱方兌換保證匯率，金管局會向銀行買入港元、沽出美元，導致總結餘減少，從而推高港元利率，港元匯率隨之由弱方兌換保證匯率水平回復至兌換範圍之內。

 > 貨幣穩定 > 貨幣發行局制度

## 2007年回顧

儘管面對多項衝擊，2007年貨幣狀況仍然維持穩定。這些衝擊包括：人民幣持續升值、多宗大型首次公開招股活動接踵而至、美國次按危機帶動全球金融市場波動增加，以及部分因為內地個人可直接投資港股的試行計劃的公布及其後被押後的消息而導致的難以預測的龐大資金流。貨幣狀況維持穩定說明聯繫匯率制度在內外衝擊因素影響下仍能靈活應對。

香港外匯及貨幣市場在2007年大致上運作暢順，儘管下半年匯率及利率波動增加。在現行貨幣體制下，兌換保證將港元匯率的波動局限在一個狹小的區間內，貼現窗貸款機制則可減少香港利率在遇到衝擊期間的波動。

港元市場匯率經過在2006年一直處於強方兌換範圍後，在2007年首7個月轉弱，於8月2日及3日更創出7.8295的高位(圖1)。這部分反映本港利率相對美國利率較低所帶動的利率套戥活動，以及在香港上市的內地企業將首次公開招股集資所得轉作美元的影響。人民幣於1月中升穿港元現貨匯率時，外匯市場並無特別反應。<sup>1</sup>這顯示金管局成功管理市場對港元可能跟隨人民幣升值的預期。

圖1 2007年1月至12月市場匯率

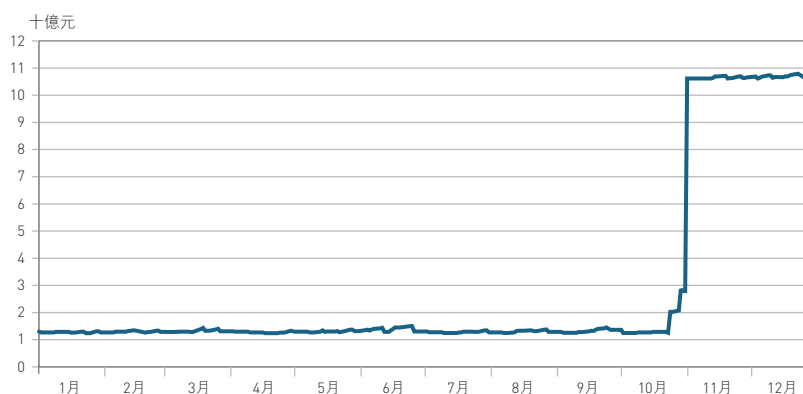


<sup>1</sup> 人民幣於2006年11月27日升穿7.85(進入港元兌換範圍)，於2007年1月11日越過7.80，於2007年1月15日兌港元突破「一算」，並於2007年2月16日穿越7.75(離開兌換範圍)。

在8月至10月期間港元匯率迅速轉強至接近強方兌換保證匯率7.75的水平，原因有幾個：8月份，美國次按問題及其導致全球避免承受投資風險的心態，引發以港元融資的套息交易被平倉；9月至11月期間由於有連串超額認購倍數較大的首次公開招股活動，促使與股市相關的港元需求顯著增加；部分受到內地居民將可直接投資港股的「直通車」計劃的公布及合格境內機構投資者計劃擴大範圍所帶動，所以股市交投暢旺，這亦有助維持股市相關的港元需求。

隨着港元轉強至接近強方兌換保證匯率，金管局於10月23日在兌換範圍內進行操作，是2005年推出聯匯制度3項優化措施以來第二次進行同類操作。<sup>2</sup> 港元現匯於當日一度觸及7.75，但並無銀行要求金管局啟動強方兌換保證。另一方面，短期港元利率堅穩，市場亦預期某宗大型的首次公開招股活動將會令貨幣市場狀況顯著收緊。金管局因應當時市況在兌換範圍內進行操作，沽出港元、買入美元，結果總結餘於10月25日增加7.75億元(圖2)。這項操作完全符合貨幣發行局制度的原則，原因是總結餘作為貨幣基礎其中一個組成項目，它的增加與美元儲備的增加完全一致。

圖2 2007年1月至12月總結餘



<sup>2</sup> 金管局於2005年5月25日首次在兌換範圍內進行操作，當時正值聯繫匯率制度3項優化措施推出後不久。金管局於當日向銀行沽出5.54億港元，配合多項首次公開招股活動引致額外的流動資金需求。

持牌銀行分別於10月26日及31日觸發強方兌換保證一次及五次，促使金管局按照7.75港元兌1美元的匯率被動地沽出港元、買入美元。港元的強勁需求，是受到某宗大型首次公開招股活動帶動與股市相關的資金持續流入，以及股市交投暢旺支持。謠傳指聯繫匯率制度可能改變，亦一度刺激港元的炒賣需求。隨着強方兌換保證被觸發，總結餘於10月30日及11月2日分別增加7.75億及78.28億元。這些市場操作令港元匯率及同業拆息回軟，因而理順了過去匯率偏強而同業拆息收緊的關係。

在2007年最後兩個月，在同業拆息偏低帶動套息交易下，港元匯率轉弱至兌換範圍中間水平。由於兌換保證再無被觸發，總結餘於2007年底收市時約為106億元，相比過去兩年多一直處於13億元的水平為高。

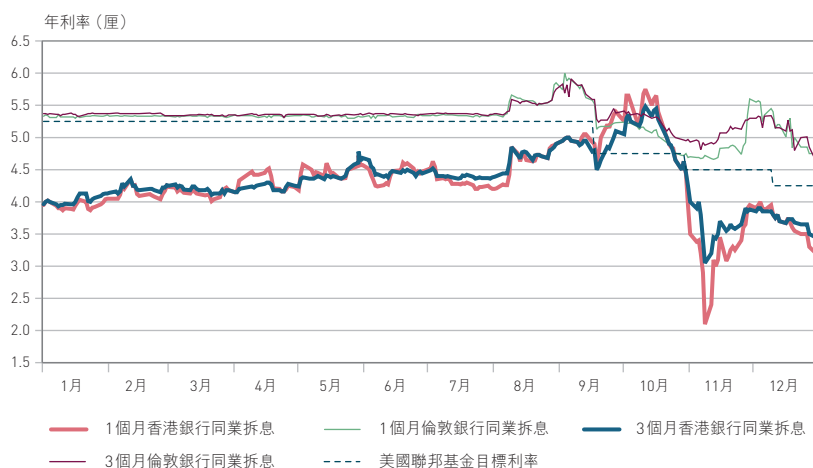
香港銀行同業拆息大致跟隨同期美元利率的走勢，但由於某些首次公開招股活動的認購反應

極度踴躍，令資金需求驟增，兩者之間的走勢偶然出現偏離。8月至12月期間1個月香港銀行同業拆息每日變動的標準差（相對年度平均數計算）增加，反映部分美元利率波動的影響蔓延至香港銀行同業拆息。然而，香港銀行及其他金融機構普遍資本充裕，對於這種情況亦有足夠經驗去應付。

在1月至9月中期間香港銀行同業拆息普遍上升，最初是由於有利率套戥活動，其後則由於美國次按問題的影響引起關注，帶動流動資金的需求增加（圖3）。隨着美國聯儲局於9月18日將聯邦基金目標利率及貼現率同時調低50基點，分別至4.75厘及5.25厘，短期香港銀行同業拆息出現短暫下調。

其後短期香港銀行同業拆息上升。受到內地企業首次公開招股活動帶動資金需求增加所支持，1個月及3個月香港銀行同業拆息於10月12日分別升至5.75厘及5.48厘的高位。香港銀行同

圖3 2007年1月至12月香港銀行同業拆息及倫敦銀行同業拆息



業拆息曾在短時間內高於相應的美元倫敦銀行同業拆息，原因是後者在美國放寬貨幣政策後回落，形成10月中香港銀行同業拆息相對倫敦銀行同業拆息出現短暫的正差距（圖4）。

10月中過後香港銀行同業拆息回軟。由於強方兌換保證被觸發後總結餘增加，同業市場流動資金供應上升促使息口回軟的步伐更快。1個月及3個月香港與倫敦銀行同業拆息之間的差距亦由正數轉為負數，並繼而擴大。於10月31日，美國聯儲局將聯邦基金目標利率再調低25基點，至4.50厘，進一步鞏固香港與倫敦銀行同業拆息的跌勢。

儘管繼美國聯儲局於9月中及10月底行動後，海外金融市場有改善的跡象，但由於美國大型金融機構及其旗下部分結構性投資工具中介機構宣布要為次按相關債券進行數以十億元計的撇帳，另亦錄得龐大季度虧損，令市況及投資氣氛顯著轉差。美國金融界陸續傳來壞消息，使次按相關虧損數目及影響變得不明朗，並令外界擔心虧損可能遠比預期大，市場因而再度

瀰漫規避風險的氣氛，差不多所有資產類別的信貸息差都擴大。在此情況下，短期倫敦銀行同業拆息於11月顯著上升，並顯著高於美國聯邦基金目標利率。基於這項外圍因素，加上首次公開招股活動帶動香港本身流動資金需求上升，香港銀行同業拆息亦上升。然而，沒有跡象顯示美國次按危機的影響蔓延至本地信貸市場。貼現窗借貸活動維持正常，隔夜銀行同業拆息並無超越基本利率。

為紓緩金融市場的壓力，並因應美國住屋市場加劇調整令經濟增長放緩，美國聯儲局於12月11日再調低聯邦基金目標利率25基點，至4.25厘。翌日，聯儲局、英倫銀行、歐洲央行、加拿大銀行及瑞士國民銀行聯手注入短期流動資金，以減輕短期資金市場的壓力。與公開市場操作相比，此舉可讓各央行透過更廣泛的市場參與者及較多種類的抵押品向市場注資。短期倫敦銀行同業拆息因而下跌，隨之短期香港銀行同業拆息亦回落。香港銀行同業拆息相對倫敦銀行同業拆息之間的負差距於2007年底前一直保持在150基點左右。

圖4 2007年1月至12月港元與美元息差



港元遠期匯率雖於10月中一度由折讓變為小幅度溢價，其餘時間仍大致錄得折讓，折讓幅度在1月至10月中期間收窄，其後擴大(圖5)。這與息差的走勢一致。於12月31日收市時，3個月及12個月遠期匯率分別報負260點子及負660點子。

自1998年10月起，外匯基金部分資產被指定用作支持貨幣基礎，以提高貨幣發行局帳目的

透明度。支持比率(即支持資產與貨幣基礎的比率)在1月21日及8月6日超越112.5%(觸發上限)，反映利息收入及重估收益(圖6)。根據財政司司長在2000年批准的安排，部分支持資產因而被撥入投資組合，令支持比率在1月22日及8月7日下降至約110%。於8月調撥資產後，由於港元兌美元轉強使利息收入被重估虧損所抵銷，以及其後總結餘增加，致使支持比率受到

圖5 2007年1月至12月美元兌港元遠期匯率折讓

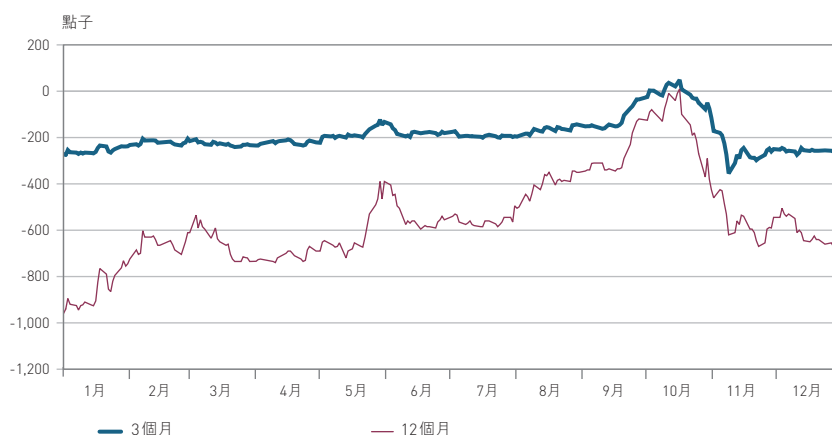


圖6 2007年1月至12月支持比率的每日變動



下調壓力。<sup>3</sup> 在11月及12月，由於港元兌美元轉弱帶來重估收益，加上利息收入，支持比率再度上升，於12月31日報111.5%。

## 金管局的工作

外匯基金諮詢委員會轄下的貨幣發行委員會自1998年8月成立以來，一直監察及探討對貨幣及金融穩定具關鍵影響的課題。貨幣發行委員會的會議記錄以及每月呈交此委員會的貨幣發行局制度運作報告都會在金管局的網站上發布。在2007年探討的課題包括：香港銀行最優惠貸款利率的調整決定、香港的貿易模式及貿易彈性、港元匯率在兌換範圍的走勢及聯繫匯率制度的公信力、香港就業人數增長的來源、內地宏觀經濟衝擊對香港利率的影響、人民幣匯率對亞洲貨幣的影響、港元的均衡實質有效匯率，以及制訂銀行危機預警機制。

 > 新聞稿 > 貨幣政策

在1999年8月成立的香港金融研究中心，於年內繼續支持有關貨幣政策、銀行業及金融環節的研究工作。研究中心在2007年合共邀請15位全職及5位兼職研究人員到訪，並發表24份研究報告及1份特別報告，另聯同香港大學出版社出版由祈連活先生編撰的《Hong Kong's Link to the US Dollar》。

年內研究中心與其他機構合辦兩次國際會議。第一個會議於4月份與香港大學亞太研究中心合辦，回顧香港貨幣及銀行業的歷史；第二個會議於7月份與香港科技大學合辦，探討開放型經濟體系的貨幣政策及其傳導機制。在10月，研究中心聯同廈門大學王亞南經濟研究院舉辦為期2天的研討會，主題是「中國內地宏觀經濟波動的分析、模型研究及預測」。此外，研究中心於5月份與英倫銀行旗下中央銀行研究中心聯合舉辦為期3天的研討會，探討高級的經濟模型分析及預測方法。這項活動共有來自區內7間央行的代表參加。研究中心另於8月份舉辦第5屆夏季研討會。除會議及研討會外，研究中心在年內舉辦52次公開研討會，廣泛探討各種經濟及貨幣事項。

 > 研究資料

## 2008年計劃與前瞻

全球經濟正面臨很大程度的不明朗因素，金管局會繼續監察本地與外圍環境的風險及不穩定因素。外匯基金諮詢委員會轄下的貨幣發行委員會將會探討與香港貨幣及金融穩定有關的事項、檢討貨幣發行局制度的技術安排，以及視乎情況建議強化該制度的措施，其中的例子包括：增加外匯基金票據及債券的供應，以配合股市交投增加帶動結算程序對這些票據及債券的龐大需求；以及強化香港支付系統的效率，以處理大量以及波動性大的支付交收。

<sup>3</sup> 雖然依照貨幣發行局制度的規定，支持資產增加的數額與貨幣基礎的增加相同，但由於前者本身基數較大，令其比例上的增幅較小，因此總結餘增加對支持比率構成下調壓力。