

貨幣穩定

儘管面對全球金融危機，港元兌美元保持穩定。為紓緩貨幣市場的壓力，金管局推出措施增加流動資金及降低借貸成本。這些措施有助恢復銀行同業市場的正常運作，並減少信貸緊縮對廣泛經濟帶來的影響。

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美元的區間內。此貨幣體制結構的主要特點為貨幣發行局制度，規定貨幣基礎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的結餘總額(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	2008年12月31日	2007年12月31日
負債證明書 ¹	177,225	163,435
政府發行流通紙幣及硬幣 ¹	8,319	7,547
銀行體系結餘	158,038	10,639
已發行外匯基金票據及債券 ²	163,554	138,369
總計	507,136	319,990

¹ 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。

² 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。若市場對港元的需求大過供應，令匯率轉強至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。相反，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內。

 > 貨幣穩定 > 貨幣發行局制度

貨幣穩定

2008 年回顧

匯率穩定

年內香港貨幣維持穩定。在首8個月內，儘管人民幣升值、本港通脹壓力，以及金融市場日益波動，港元市場匯率仍處於7.7710至7.8139之間的窄幅（圖1）。人民幣於4月升穿每美元兌7元人民幣的心理關口時，市場反應平靜，反映金管局成功管理市場對港元可能跟隨人民幣升值的預期。

9月中，美國政府決定不拯救投資銀行雷曼兄弟，引發全球金融市場的驚濤駭浪，貨幣市場亦極度波動。主要貨幣（日圓除外）扭轉較早時的強勢，

兌美元大幅下挫，部分反映市場關注這些貨幣與美元息差收窄。在聯繫匯率制度下，港元亦轉強，在7月至11月期間兌澳元、韓圓、英鎊及歐元上升超過20%。

在9月至10月期間，港元現貨匯率迅速轉強至強方兌換保證水平，其後一直貼近7.75。強方兌換保證在10月31日至12月31日期間多次被觸發，促使金管局被動地按每美元兌7.75港元沽出港元買入美元。

圖 1 2008 年 1 月至 12 月市場匯率

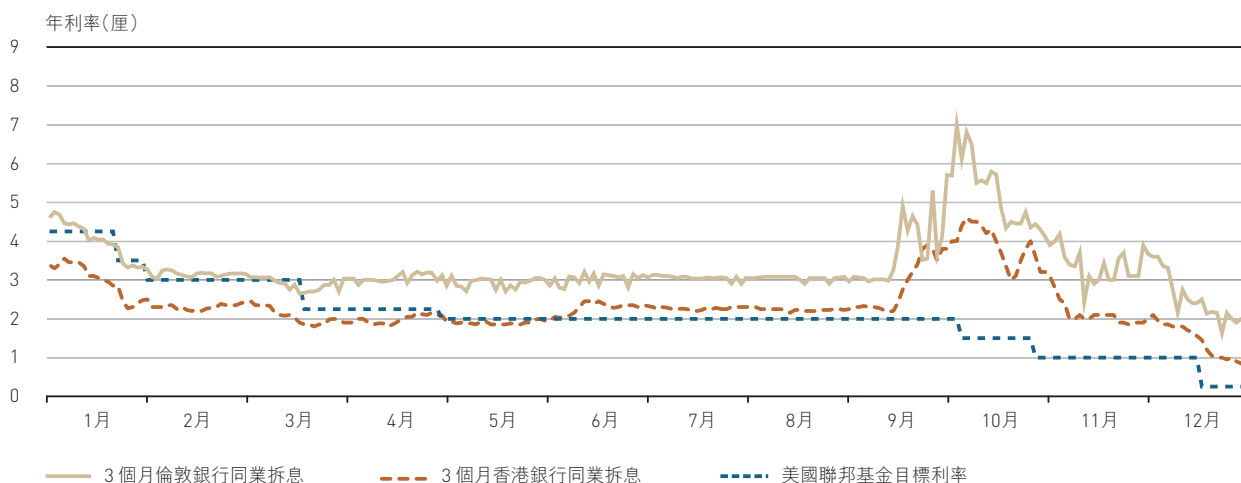


港元轉強的原因有幾個。第一，隨着全球金融危機惡化及信貸收緊，令市場人士減少持倉及迴避風險，將較早時以港元融資的套息交易平倉。第二，信貸緊縮及金融資產跌價引發的業務及流動資金需要，迫使一些本地公司將海外資金調返香港換作港元。其他原因可能包括資金轉投避風港、外資銀行將美元換作港元，以及投資者憧憬本地資產市場回升預早部署。

貨幣市場

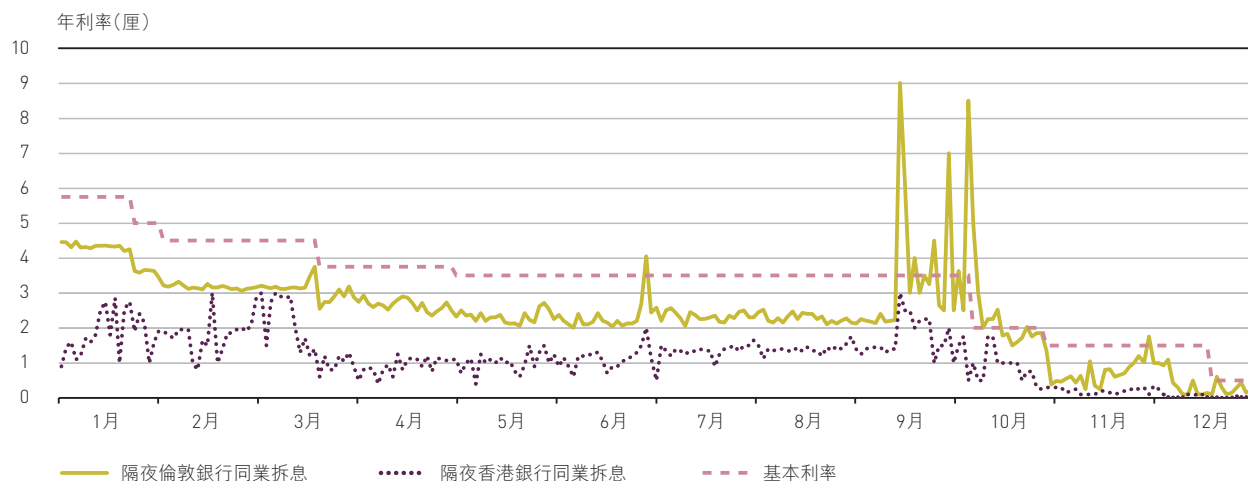
香港貨幣市場在1月至8月期間大致運作暢順及有秩序。金管局於1月11日非定期發行3個月期外匯基金票據，以應付銀行因即日流動資金需要所帶動的額外需求。¹ 增發的60億元外匯基金票據深受市場人士歡迎。在銀行同業市場，隨着美國聯邦基金目標利率累計調低225基點，港元利率於2008年首4個月內跟隨同期美元利率走勢大致回落(圖2)。1個月及3個月香港銀行同業拆息於5月底及6月上升，部分原因是市場憂慮全球宏觀經濟前景轉差及其對貨幣市場造成的不利影響。5月至8月期間，儘管隔夜倫敦銀行同業拆息大致穩定，但隔夜香港銀行同業拆息逐漸上升，可能是資金狀況因港元貸存比率上升而收緊所致(圖3)。

圖 2 2008年1月至12月港元與美元利率



¹ 2007年9月至12月期間，在股市交投增加刺激下，短期外匯基金票據需求上升。由於銀行與金管局進行回購協議交易須以外匯基金票據或債券作為抵押品，因此在銀行同業市場交易迅速增長下，銀行對即日流動資金的需求上升，帶動對短期外匯基金票據的需求亦增加。

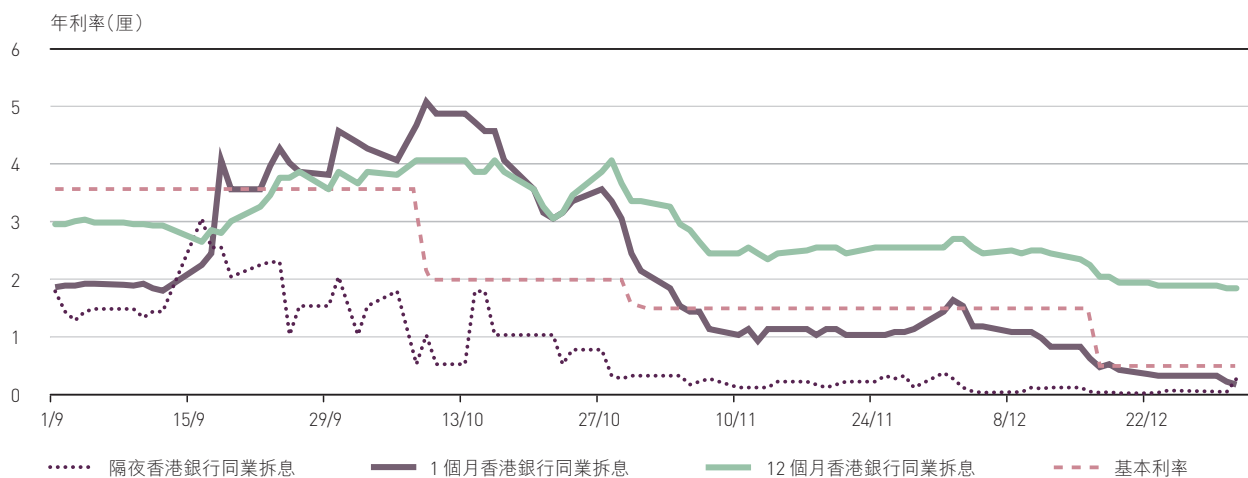
圖 3 2008年1月至12月港元與美元利率



繼 9 月中雷曼兄弟倒閉後，全球金融市場收緊，並進入一個新的信心危機期。市場對交易對手信貸風險的憂慮加深，並傾向預留更多流動資金應變，令本港銀行同業流動資金普遍短缺，個別持牌銀行從同業市場獲取資金遇到困難。因此，銀行開始互相借貸，香港銀行同業拆息跟隨同期美

元拆息走勢急升（圖 2、3 及 4）。利率波幅亦上升，香港與倫敦銀行同業拆息之間的差距大幅波動，折讓間中扭轉為溢價，顯示銀行同業市場運作並不正常。

圖 4 2008年9月至12月港元利率



於9月24日，一間本地銀行發生小規模擠提，導致本地貨幣市場進一步收緊。該宗小型擠提事件是因有電話短訊散播該銀行財政不穩的謠言而引發。其他銀行擔心儘管本身財政穩健，但緊張的客戶一旦提走存款會對銀行的資金構成壓力。大約同一時間，銀行出於流動資金管理需要，對外匯基金票據及債券的需求特別大，導致短期外匯基金票據引伸收益率降至極低甚至負數水平，令銀行同業拆息與相應外匯基金票據的收益率背道而馳。

為應付銀行同業市場的緊張形勢，金管局公布一系列臨時措施，協助減低本港銀行體系的流動資金及償債能力的風險。

提供流動資金

首先，金管局向銀行體系注入流動資金。鑑於香港銀行同業拆息急升，加上一間本地銀行的小型擠提事件可能令公眾對銀行的信心變得脆弱，金管局在兌換範圍內進行操作，先後於9月18日及25日購入美元沽出港元，藉此向銀行體系注入流動資金(表2)。於10月底由於某些新興市場的財政問題受到關注，令有期香港銀行同業拆息再現收緊的跡象，金管局再在兌換範圍內三度進行外匯操作(一次在10月23日，另外兩次在10月27日)。這些主動操作連同強方兌換保證多次被觸發，增加銀行體系流動資金的供應，並且紓緩同業市場緊絀的情況。

表 2 **2008年9月至12月金管局外匯操作**

		沽出港元總額 (百萬港元)	購入美元總額 (百萬美元)
兌換範圍內操作		28,818	3,715
— 主動向銀行體系注入流動資金	(i)	24,822	3,200
— 抵銷增發外匯基金票據的操作	(ii)	3,996	515
強方兌換保證被觸發	(iii)	153,977	19,868
總計		182,795	23,583

(i) 於9月18日、9月25日及10月23日各一次，於10月27日兩次。

(ii) 於10月20日。

(iii) 10月31日至12月31日期間。

所有日期均指有關交易的交易日。

貨幣穩定

因為這些外匯操作，總結餘在12月31日增至1,580億元，超越2004年因市場猜測港元會跟隨人民幣升值而錄得約550億元的舊有高位(圖5)。在此之前，由於發行非定期外匯基金票據，總結餘由2008年初約106億元，降至1月14日的47億元，其後在9月中之前一直保持在這個水平附近。

第二，金管局於9月30日推出5項臨時措施，透過貼現窗或其他渠道為有需要的銀行提供需抵押的流動資金(表3)。由於得到上述流動資金安排作為後盾，銀行更有信心可以取得資金，因而會較願

意在同業市場拆借。此外，金管局亦於11月6日就有期抵押貸款推出兩項優化安排，將這類貸款最高期限由1個月延長至3個月，並且引入機制令有期貸款利率可以調至低於同期銀行同業拆息。透過這5項臨時措施提供的流動資金最初達到10月底的114億元的高位。隨着同業市場情況逐漸回穩，該數額於11月底及12月底分別降至約62億元及61億元。

圖 5 2008年1月至12月總結餘

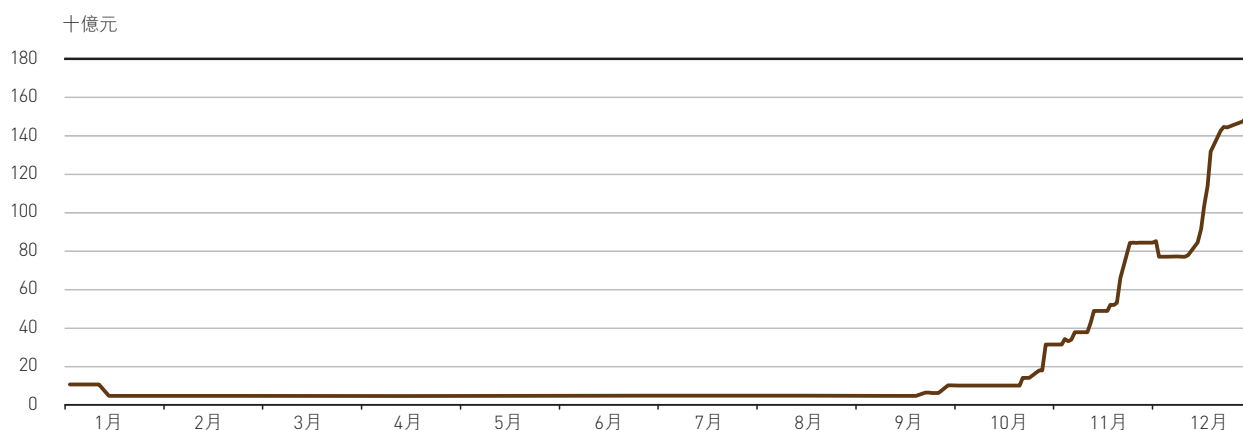


表 3 為香港持牌銀行提供流動資金支持：
於9月30日宣布5項流動資金臨時措施

- (i) 擴大貼現窗接受的抵押品範圍
擴大貼現窗接納的合資格證券範圍，以納入信貸質素得到金管局認可的美元資產
- (ii) 有期貼現窗借貸
將貼現窗提供的流動資金期限由隔夜延至最長3個月
- (iii) 降低貼現窗利率
在貼現窗借取相當於所持外匯基金票據及債券50%以上的借貸額可獲豁免罰息
- (iv) 外匯掉期交易
在需要時與個別持牌銀行進行(不同期限的美元與港元)外匯掉期交易
- (v) 有期抵押貸款
在需要時按獲接納的抵押品向個別持牌銀行提供有期貸款，貸款利率參考市場利率釐定

財政司司長於10月14日宣布兩項預防措施，包括提供臨時的百分百存款擔保及推出備用銀行資本安排，以鞏固公眾對銀行體系的信心。這些措施的目的，是在未來兩年穩住銀行存款作為資金來源的基礎，及讓銀行安心在有需要時可取得額外資本，從而有助同業市場恢復正常運作。

外匯基金票據及債券可用作獲取貼現窗貸款或在市場出售套現，因此亦屬銀行體系流動資金的一部分。為滿足市場強大需求，並進一步協助銀行運用最新推出的各項流動資金安排，金管局於10月20日宣布，在10月28日及11月4日兩期投標中增發40億港元3個月期外匯基金票據。為維持銀行體系當時的流動資金水平，金管局於宣布當日在兌換範圍內進行操作，買入美元沽出港元(表2)。²其後金管局於11月24日宣布在12月2日的投標中再增發80億港元3個月期外匯基金票據。

第三，金管局於10月9日調整釐定貼現窗基本利率的計算方程式，實際上調低銀行向金管局借取流動資金的成本。³隨着美國聯邦基金目標利率於2008年第4季由2厘降至0至0.25厘，基本利率亦由3.5厘降至12月底的0.5厘的歷史低位。

臨時措施的成效

推出上述措施後，銀行同業信貸市場大致回穩，本地銀行同業拆息普遍下降。隔夜香港銀行同業拆息繼於9月18日一度升至4厘的全日高位後，於12月底降至0.3厘；期內1個月香港銀行同業拆息亦由6厘的全日高位降至0.2厘。隨着接近2008年底時總結餘大幅增加，12個月香港銀行同業拆息亦降至2厘以下(圖4)。全球各地致力為市場提供流動資金，加上市場氣氛改善，亦有助批發資金市場回穩。

由於強方兌換保證多次被觸發，金管局注入的港元流動資金營造寬鬆的貨幣環境，支持整體經濟的運轉。批發層面同業拆息回落，預期可逐漸滲透至零售及企業層面的息率，有助借款人渡過當前的經濟困境。

規範化的貨幣發行局制度保持穩健

經過實施25年，即使面對百年一遇的金融危機，聯繫匯率制度仍繼續運作暢順，政府對維持聯匯制度的決心堅定不移。市場對聯匯制度保持強大信心，從2008年下半年金融市場波動港元未受投機炒賣的壓力可以證明。

² 增發外匯基金票據連同在兌換範圍內進行外匯操作，純屬技術上基礎貨幣不同組成部分之間的轉撥，而有關變動符合貨幣發行局的原則。

³ 由2008年10月9日起，釐定基本利率的方程式由當前的美國聯邦基金目標利率加150基點，改為加50基點。計算方程式亦刪除有關銀行同業拆息移動平均數的計算部分。上述變動會於2009年3月31日前檢討。

貨幣穩定

由於金管局在兌換範圍內進行操作及強方兌換保證被觸發，總結餘以至貨幣基礎在2008年顯著擴大(表1)。這些操作符合貨幣發行局制度的原則，貨幣基礎的變動與外匯儲備的變動完全一致。於2008年底，外匯基金外幣資產為1.4萬億港元，遠超支持貨幣基礎所需的數額。

多年來貨幣發行局制度的結構越趨透明及穩健。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。繼於2008年1月調撥資產後，支持比率(即支持資產與貨幣基礎的比率)在9月21日升至111.88%的高位。其後支持比率受到一些下調壓力，首先是因為負債證明書的數額於9月一度增加，其後是總結餘增加所致。^{4,5} 於12月31日收市時，支持比率為109.73%。

金管局的工作

外匯基金諮詢委員會於1998年8月所設的貨幣發行委員會一直監察及探討對貨幣及金融穩定具關鍵影響的課題。在2008年探討的課題包括：匯率變動對香港通脹的傳導作用；亞洲食品價格上升的影響及其對貨幣政策產生的作用；透過香港股市集資的首次公開招股活動對銀行同業市場的影響；以及主導港元掉期息差的因素。貨幣發行委

員會就這些課題的會議記錄及其獲呈交的貨幣發行局制度運作報告，均載於金管局網站。

貨幣發行委員會亦審議就貨幣發行局制度運作報告的檢討，並同意該報告由2009年起改為每季發布一次。有關原因包括：該報告所載統計資料已於金管局網站等其他地方每月甚至每日公布；與構思該報告時相比，市場人士現已相當熟悉貨幣發行局制度的運作；以及讓該報告加入更多分析和評論。貨幣發行委員會獲悉由於目前報告內所載資料至少會以同樣的頻密程度在其他地方發放，因此每季發布報告一次不會令貨幣發行局制度運作的透明度減低。

 > 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2008年合共邀請16位全職與2位兼職研究員，以及4位博士後研究員到訪，並發表25份研究報告。

年內研究中心與其他機構合辦3個國際會議。第一個會議於1月21日與國際結算銀行合辦，探討亞洲區金融融合與合作。第二個會議於6月26至27日聯同三藩市聯邦儲備銀行太平洋區研究中心、加

⁴ 由於利息收入及重估收益的效應超過總結餘於2007年10月底增加的影響，支持比率在2008年1月21日升至112.53%，並且升穿112.5%(觸發上限)。根據財政司司長在2000年批准的安排，部分支持資產被撥入投資組合，令支持比率於2008年1月22日回復至110%附近水平。

⁵ 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。

州聖克魯茲國際經濟學中心、香港大學及嶺南大學舉辦，探討全球流動資金及其經濟影響。第三個於9月18日至19日與國際結算銀行合辦，探討金融市場微觀結構事項。在10月16至17日，研究中心與廈門大學王亞南經濟研究院合辦「中國內地金融體系的效率與穩定」研討會。研究中心其他活動包括：於8月28日舉行第6屆年度夏季研討會，以及於12月11日與亞洲開發銀行合辦全球金融危機研討會。除會議及研討會外，研究中心在年內舉辦40項公開研討會，探討廣泛的經濟及貨幣事項。

 > 研究資料

2009年計劃與前瞻

香港會繼續受到全球金融危機影響，而外圍環境仍然充滿艱巨的挑戰。在匯率穩定不受影響的前提下，金管局會視乎需要，透過兌換範圍內的外匯操作向銀行體系注入更多流動資金。外圍方面，美元波動相當大。資金流入港元的趨勢一旦突然逆轉，亦可能影響香港貨幣及金融穩定。

金管局會繼續監察本地與外圍環境的風險及不穩定因素，並不斷檢討2008年9月以來採取各項臨時措施的成效。金管局會協助確保香港金融體系履行重要的資金融通功能，並在維持匯率穩定的前提下提供寬鬆的貨幣環境，支援經濟運轉。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，以及在適當情況下提出強化該制度運作的建議。