

貨幣穩定

港元兌美元匯率在大量資金流入及美元兌其他貨幣匯率大幅波動的環境下保持穩定。香港的貨幣市場運作大致回復正常，而金管局亦順利撤回2008年推出的臨時流動資金措施。

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。

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，使總結餘增加，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，使總結餘減少，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。

表 1 貨幣基礎

以百萬元計	2009年12月31日	2008年12月31日
負債證明書 ¹	200,185	177,225
政府發行流通紙幣及硬幣 ¹	8,477	8,319
銀行體系結餘	264,567	158,038
已發行外匯基金票據及債券 ²	537,429	163,554
總計	1,010,658	507,136

¹ 負債證明書及政府發行流通紙幣及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。

貨幣穩定

2009 年回顧

匯率穩定

聯繫匯率制度繼續有效運作，在2008年成功抵禦全球金融危機後，在2009年繼續確保港元穩定。儘管美元匯價大幅波動，本港的外幣市場運作大致暢順有序。港元匯率在大部分時間均貼近強方兌換保證匯率水平，並在7.7500至7.7594之間的窄幅上落(圖1)。

在3月20日至12月4日期間，強方兌換保證多次被觸發，金管局因應銀行要求合共購入598億美元，沽出4,634億港元。資金流入港元可以從總結餘增加及金管局按照貨幣發行局機制增發外匯基金票據顯示出來。總結餘由2009年1月2日的1,627億元，增加至12月31日的2,646億元(圖2)。

圖1 2009年1月至12月市場匯率

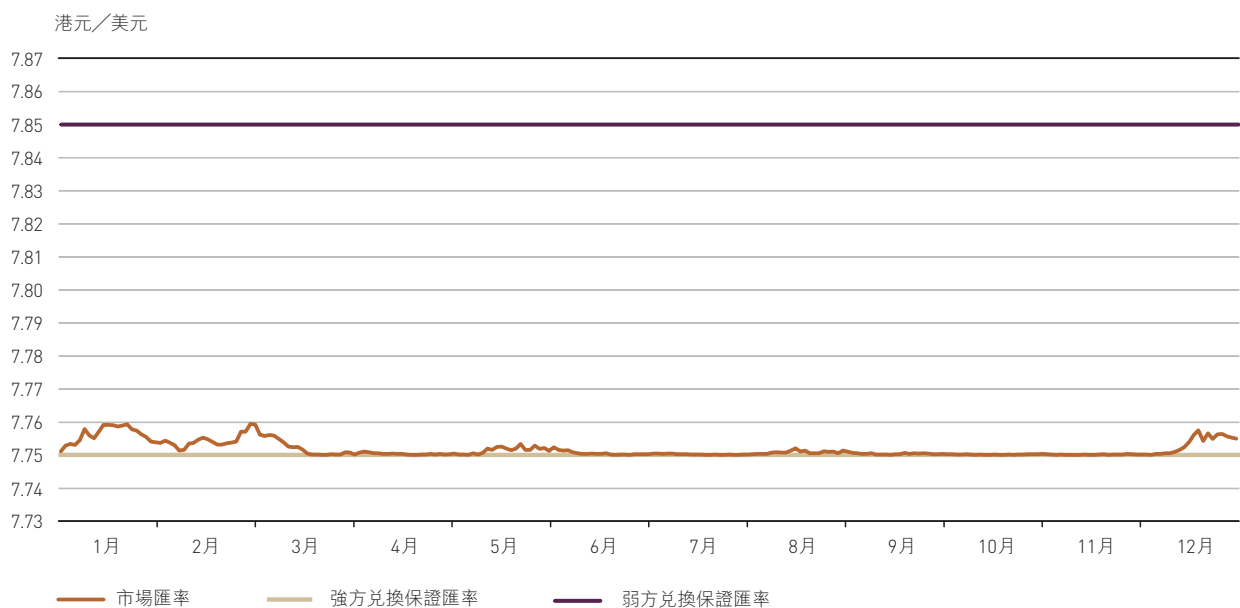
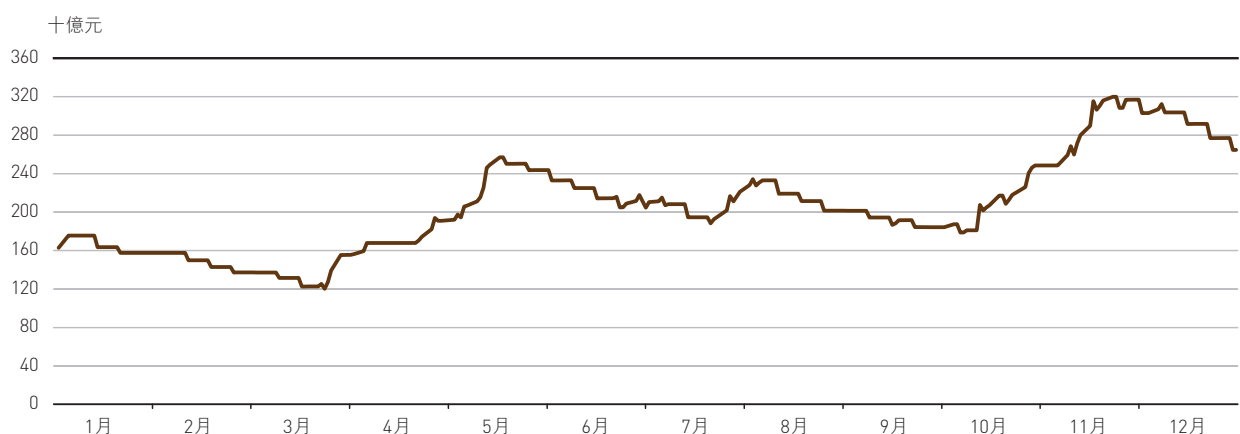


圖2 2009年1月至12月總結餘



由於香港及內地經濟的復甦前景較其他地區為佳，因此大量資金流入港元。鑑於全球流動資金充裕及資金流入區內，對港元資產的需求亦跟隨區內資產市場回升而增加。然而，流入港元的資金似乎與匯率投機活動無關。在2009年，港元遠期匯率折讓在窄幅上落，其中12個月遠期匯率折讓幅度徘徊在40至265點子之間（1點子相當於0.0001元）。

貨幣市場

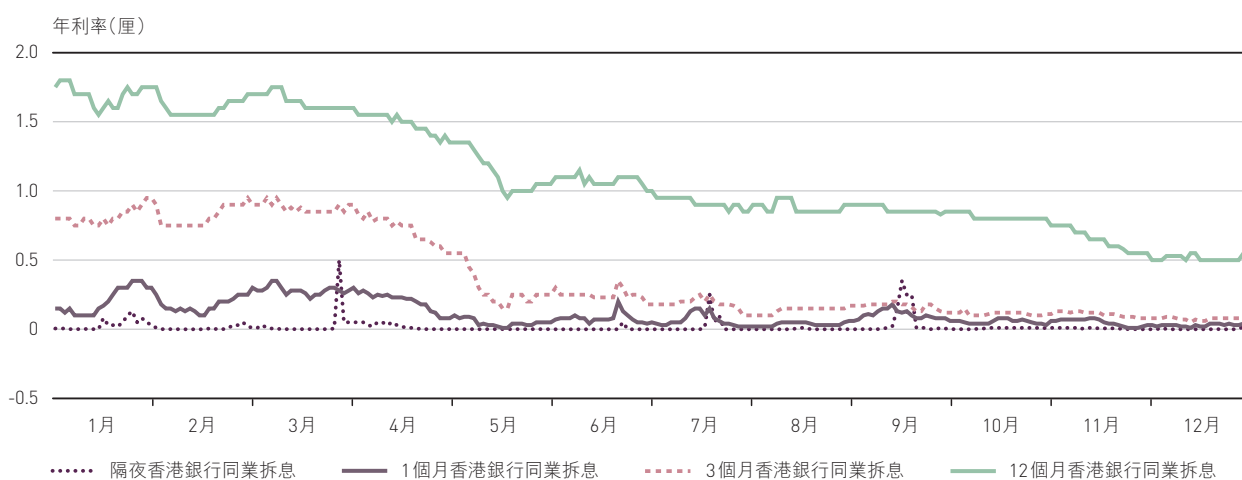
香港銀行同業市場在接近2008年底時回穩，並於2009年大致回復正常。財政司司長及金管局於2008年推出的多項金融措施奏效，流動資金壓力顯著緩和，市場對本港銀行體系的信心亦大為增強。年內各種期限的香港銀行同業拆息均降至極低水平，反映總結餘大幅增加，以及同期美元利率走勢向下（圖3）。隔夜香港銀行同業拆息大部分時間貼近零，只是間中因首次公開招股活動引發的資金需求而上升。

儘管港元銀行同業市場運作大致回復正常，但市場對優質且高流動性的貨幣市場工具（港元流動資金的其中一種形式）的需求仍然強勁；這一點從外匯基金票據市場交投活躍反映出來。鑑於市場需求殷切，金管局在2009年增發總值3,744億元的外匯基金票據，總結餘則因為有關的增發行動而相應收縮。這些市場操作符合貨幣發行局制度的運作原則。另外，由於總結餘數額龐大，這些操作對匯率及利率影響不大。

退市策略

大量資金流入、銀行同業拆息處於極低水平，以及為應對全球金融危機而推出的各項措施，使本港的貨幣環境變得寬鬆。由於香港在2009年初出現嚴重衰退，因此當時的貨幣環境適宜寬鬆。然而，因應危機而採取的政策措施若施行過久，可能會引致通脹及資產價格過度波動。同時，有關措施亦可能使經濟行為出現扭曲，助長個人及企業從事不當的投資行為。因此金管局必須妥善籌劃退市策略，以維持香港貨幣及金融穩定。

圖3 2009年1月至12月港元利率



貨幣穩定

金管局在2008年9月下旬推出5項臨時措施向市場提供流動資金支持後，本港的銀行同業市場回穩。在這5項臨時措施中，市場主要利用第4及第5項措施，即與金管局進行外匯掉期及有期回購交易。有見及此，並考慮市場意見後，金管局在2009年3月26日宣布在5項臨時措施於2009年3月底屆滿後，會將外匯掉期及有期回購交易（所涉證券質素須為金管局所接受）納入其現行市場操作框架內。此舉旨在向銀行保證，它們有需要時仍會獲得流動資金支持。金管局亦決定回復以往貼現窗的安排，只接受外匯基金票據及債券作為隔夜回購協議的抵押品，以確保港元匯率在貨幣發行局制度下保持穩定。這些決定讓金管局於2009年3月底順利退出5項臨時流動資金措施。其間，香港的貨幣市場亦保持平穩。

金管局推出的另一項向銀行提供流動資金支持的安排，就是在2008年10月8日調整基本利率的計算方程式。金管局檢討基本利率計算方程式後，

在2009年3月26日宣布保留美國聯邦基金目標利率加50基點這個較小的息差，以取代原來150基點的息差，並重新把香港銀行同業拆息部分納入計算方程式，以便於需要時在貨幣發行局制度下發揮利率調節功能，以及鼓勵銀行審慎管理其日常流動資金。在2009年全年，金管局根據新的方程式計算，把基本利率維持在0.5厘的水平（即聯邦基金目標利率目標範圍下限加50基點）。

儘管本地銀行體系一直保持穩定，無需啟動備用銀行資本安排及臨時的百分百存款保障，但年內金管局仍然為將來退出這兩項措施作好準備。香港存款保障委員會提出把現行存款保障計劃的保障上限調高至50萬元的建議，待立法會通過後即可生效。根據擬議計劃，全港約九成存戶不會因為存款擔保在2010年底屆滿而受到影響。金管局、馬來西亞中央銀行及新加坡金融管理局亦在7月成立三方聯合工作小組，以協調百分百存款擔保在2010年底於其各自所屬地區屆滿時的退出策略。

在宏觀層面，退出寬鬆的貨幣環境主要由市場主導。其中一個可能觸發退出寬鬆貨幣環境的情況，是美國貨幣政策回復正常促使資金流向逆轉。在貨幣發行局制度下，外匯儲備因資金流入而增加，因此金管局可以按符合貨幣發行局制度的原則，以及在2005年推出的3項優化措施的框架下，向市場出售美元資產。貨幣發行局制度下的利率自動調節機制亦會就匯率的下調壓力提供緩衝。金管局亦可按需要在兌換範圍內進行外匯操作，確保利率有序調整，從而維持匯率穩定。

金融穩定及聯繫匯率制度的運作

聯繫匯率制度實施至今26年，對香港高度外向型的經濟產生穩定作用，一直是香港貨幣與金融穩定的基石。最近的金融危機表明，一個健全的貨幣制度必須充分顧及金融穩定。香港在危機中的經驗顯示，金管局對維持貨幣與金融穩定所採取的方法切合香港的實際需要。

穩健的銀行體系是聯繫匯率制度正常運作的關鍵。在1月20日，金管局與中國人民銀行訂立貨幣互換協議，互相向對方提供最高達2,000億元人民幣（或2,270億港元）的流動資金支持，為期3年。是項雙邊貨幣互換協議讓兩地商業銀行能向設於另一方的分支銀行提供短期流動資金支持，從而鞏固香港的銀行及金融穩定。金管局又檢討及強化了最後貸款人安排，擴大可獲取港元流動資金的設施以及合資格資產類別，日後若個別銀行面對流動資金壓力，可根據這些安排尋求協助。

年內金管局密切留意銀行體系所承擔的資產市場相關風險，以及資產價格波動的情況。金管局採取審慎監管措施減低銀行的按揭貸款風險，以確保銀行體系保持穩定。金管局在10月23日發出通告，要求認可機構將價值2,000萬元或以上的物業的按揭成數上限調低至六成，價值2,000萬元以下的物業則繼續沿用七成按揭成數上限，但實際貸款額不可超過1,200萬元。

貨幣穩定

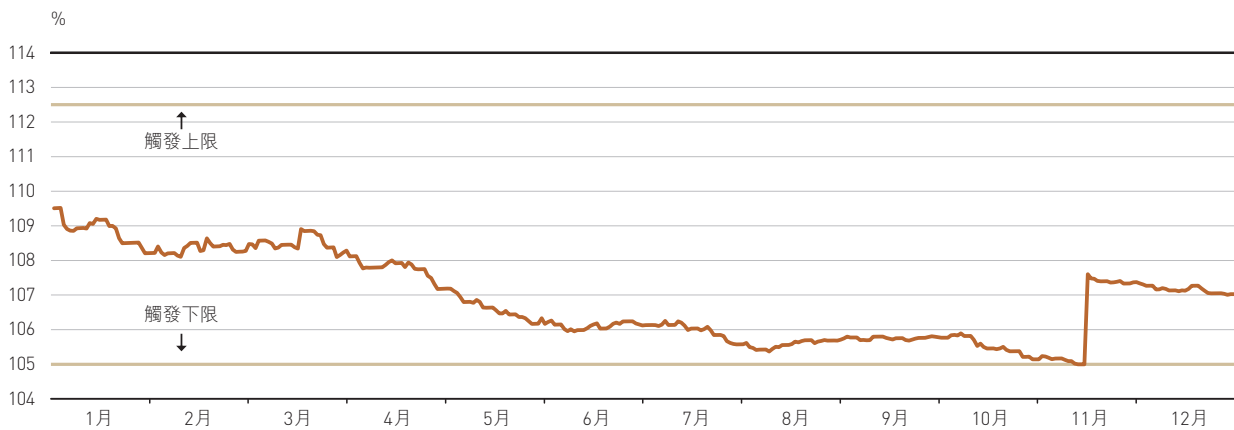
自1998年10月起，外匯基金部分資產被指定用作支持貨幣基礎，以提高貨幣發行局帳目的透明度。由於貨幣基礎顯著擴張，支持比率在2009年11月13日首次降至105%的觸發下限(圖4)。¹金管局根據財政司司長在2000年1月批准的安排，將部分美元資產從外匯基金的投資組合撥入支持組合，使支持比率回復至107.5%。支持比率於12月31日收市時報107.03%。

其他工作

外匯基金諮詢委員會轄下的貨幣發行委員會負責監察及探討與香港貨幣及金融穩定有關的課題。年內探討的課題包括：香港外匯及貨幣市場的失衡情況；監察資金流向的架構；在當前危機下美國及中國金融市場對香港金融市場的影響；以及匯率制度與資產價格泡沫的管理。貨幣發行委員會就這些課題的會議記錄及向其呈交的貨幣發行局制度運作報告，均載於金管局網站。

年內香港金融研究中心繼續支持有關貨幣政策、銀行業及金融方面的研究工作。研究中心在2009年合共邀請24位學者，以及7位博士後研究員到訪，並發表38份工作論文。

圖4 2009年1月至12月支持比率每日走勢



¹ 雖然依照貨幣發行局制度的規定，支持資產與貨幣基礎的增加數額要一致，但由於前者本身基數較大，令其比例上的增幅較小，因此貨幣基礎增加對支持比率構成下調壓力。

年內研究中心與其他機構合辦4個國際會議。第一個會議於1月12至13日與國際結算銀行亞太區代辦處合辦，集中探討房地產市場與金融市場兩者的關係。第二個會議於1月19至20日與亞洲開發銀行合辦，研究亞洲區經濟一體化的代價與益處。第三個會議於5月11至12日與哥倫比亞大學及嶺南大學合辦，探討與全球金融危機及亞洲不斷演變的金融相互依存情況相關的問題。第四個會議於6月26至27日與香港科技大學、美國全國經濟研究局及其他亞洲研究機構合辦，研究涉及商品價格及金融市場的問題。研究中心的其他活動包括：於11月舉行的第7屆中國內地經濟研討會，主題為「中國內地宏觀經濟數據及監測」；於8月舉行的第7屆年度夏季研討會，以及於6月舉行由清華大學與哥倫比亞大學合辦，研究中心贊助的2009年國際經濟研討會。此外，研究中心在年內舉辦46場公開小型研討會，探討廣泛的經濟及貨幣問題。

2010年計劃與前瞻

儘管有跡象顯示外圍環境正從全球金融危機中復甦過來，但前景仍然十分不明朗。全球各地貨幣政策當局面對的主要問題包括何時開始收緊貨幣政策，以及如何收縮各地央行因金融危機而急速膨脹的資產負債表規模。外匯市場方面，美元走勢仍然反覆，假如套息交易再度活躍或套息交易突然平倉，都可能影響香港的貨幣與金融穩定。由於2009年資產價格大幅上揚，因此資金流向一旦逆轉可能會導致市場波動。

金管局會繼續監察本地與外圍環境的風險及不穩定因素。若出現資金外流影響金融穩定的情況，金管局可按需要在兌換範圍內進行外匯操作，在不影響匯率穩定的情況下確保市場有序調整。金管局亦會審慎監管認可機構的貸款業務，以減輕銀行體系面對的潛在風險。外匯基金諮詢委員會轄下的貨幣發行委員會會繼續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的運作的建議。