

外匯基金諮詢委員會轄下的貨幣發行委員會1999年1月8日會議的記錄¹

(本會議記錄經外匯基金諮詢委員會於1999年1月28日批准公布。)

貨幣發行局制度的運作

貨幣發行委員會(委員會)獲悉在1998年11月9日至12月31日期間,貨幣基礎總額的變動,與用作支持貨幣基礎的外匯儲備的變動一致,完全符合貨幣發行局制度下的貨幣規則。委員會同意,為了進一步提高貨幣發行局運作的透明度,可將提交給委員會的貨幣發行局制度運作報告(見附錄A)與會議記錄一併公布。這項建議將提交外匯基金諮詢委員會批准。

委員會獲悉因應11月初資金流入,金管局在7.74左右的水平買入美元,使總結餘輕微上升。雖然金管局沒有預先公布買入美元的匯率,與在總結餘兌換保證下賣出美元的做法不同,但這項交易完全符合貨幣發行局制度的運作原則。

流通硬幣的支持安排

委員會討論了為流通硬幣的支持提供清晰和具透明度的機制的建議。目前,發行和回收硬幣均以港元結算。過去發行硬幣所得收入在一段時間內均已被轉為外匯儲備,但這並不是一個自動機制。這種做法與港元紙幣發行的安排不同。為了確保硬幣也按照符合貨幣規則的方法得到支持,委員會建議發行和回收硬幣也應按1美元兌7.80港元的固定匯率以美元結算。

委員會也研究了其他安排,如定出內部規則,把將來發行硬幣所得到的港元收入轉為外匯,或是透過總結餘發行和回收硬幣,但委員會認為這兩個方案都不太適合。委員會認為上述提出的建議透明度較高,而且與發鈔過程類同。因此,委員會同意把建議提交外匯基金諮詢委員會批准。同時,

金管局會就有關的操作程序諮詢其負責儲存和分發硬幣的代理銀行。

外匯基金票據和債券的利息

委員會檢討了外匯基金票據和債券的利息支付程序。目前,利息是記入有關銀行的結算戶口,而金管局則會透過其後進行的港元操作,抵銷利息對貨幣基礎造成的影響。涉及的利息金額每年約為60億港元。委員會獲悉,容許貨幣基礎因外匯基金票據和債券的利息而有秩序地擴充是有充分理由的。首先,外匯基金票據和債券的利息是得到指定用作支持貨幣基礎的美元資產組合所賺取的利息支持。因此,讓這些利息擴充貨幣基礎,符合貨幣規則的要求,即貨幣基礎的變動,都必須與用作支持貨幣基礎的外匯儲備的變動一致。為了確保貨幣基礎自動獲得十足外匯支持,在用作支持貨幣基礎的美元資產的利息收入較外匯基金票據和債券的利息支出為少的情況下,透過這個機制增加的貨幣基礎數額,將以美元資產的利息收入為限。其次,讓外匯基金票據和債券的利息包括在貨幣基礎內,能提供一個讓貨幣基礎逐步擴充的機制,以應付因應經濟和金融活動整體增長而出現流動資金持續增加的情況。

委員會獲悉,除了讓總結餘因為利息開支而一直增加外,不時發行新的外匯基金票據和債券來吸納總結餘增加的數額也是恰當的做法。這種發行額外外匯基金票據和債券的機制應具有透明度。

委員會同意,在制定具體建議提交外匯基金諮詢委員會批准前,應先行與學者和市場人士商討。

¹ 我們在1998年11月號的季報(第10頁)中介紹了外匯基金諮詢委員會轄下的貨幣發行委員會成立的詳情,以及委員會的職權範圍。由那時起至今,委員會的成員經歷了3次變動。現時的成員計有:主席任志剛(金管局總裁)、梁小庭(中國銀行)、張建東(畢馬威會計師事務所)、李國寶(東亞銀行)、祈連活(景順投資管理有限公司)、曾樹基(香港浸會大學)、王于漸(香港大學)、簡達桓(金管局副總裁)、陳德霖(金管局副總裁)和黎定得(金管局副總裁)。外匯基金諮詢委員會同意貨幣發行委員會每次例會的記錄,連同在每次會議上提交的貨幣發行局運作報告應予公開。目前這些文件是在會議舉行後數日內發給各傳媒機構的。外匯基金諮詢委員會也決定在季報刊出有關文件。

總結餘與外匯基金票據和債券之間的可轉換性

委員會獲悉，目前外匯基金票據和債券作為貨幣基礎的組成部分，可以透過貼現窗轉換為總結餘。至於是否應該允許逆向轉換，即由總結餘轉換為外匯基金票據和債券，以及如何可以做到則尚未確定。

委員會獲悉，讓貨幣基礎的不同組成部分可相互轉換固然理想。然而，這個辯題相當複雜，而且會帶來重大影響，需要仔細研究。委員會同意應就此徵詢學者和市場人士的意見。⊕

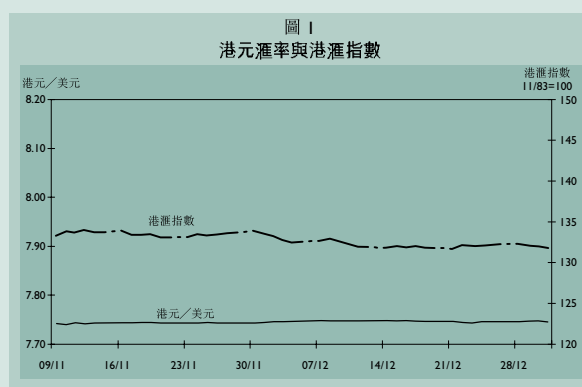
貨幣發行局制度運作報告

本報告的報告期為1998年11月9日至12月31日。報告期內，貨幣基礎總額的變動，與用作支持貨幣基礎的外匯儲備的變動一致，完全符合貨幣發行局制度下的貨幣規則。

港元匯率與利率的走勢

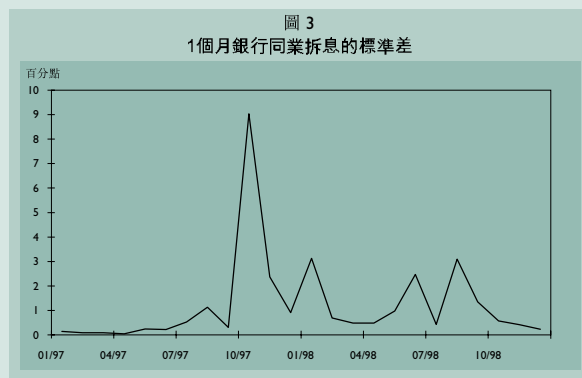
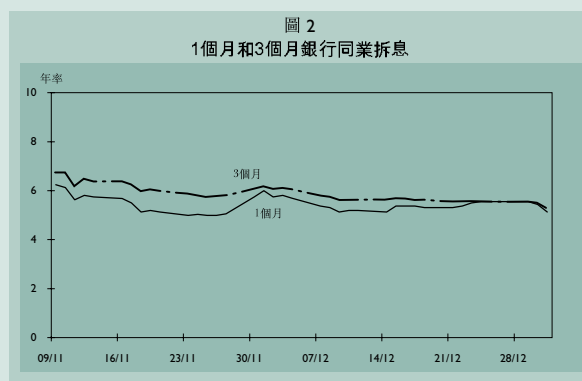
港元匯率

1. 報告期內，港元匯率保持穩定，在7.740與7.748之間上落。相信受本地金融市場氣氛好轉刺激，11月初有資金流入。港元在11月10日升至7.740的高位。同日，金管局沽港元買美元，沽出的港元數額為1.934億港元，港元匯率遂回軟至7.744水平。其後，港匯一直維持在7.743至7.748之間（圖1）。



利率

2. 隨着美國利率下降，11月份香港利率也繼續下調。美國聯邦基金目標利率繼9月和10月連續下調兩次後，11月17日再下調25基點，香港利率也隨之全面下降。1個月和3個月銀行同業拆息分別由11月9日的6.25厘和6.75厘，大幅下降至11月26日的5.00厘和5.75厘（圖2）。受到月終效應的影響，隔夜銀行同業拆息在11月30日曾一度升至6.13厘的高位。然而，這種由季節性因素引致的緊縮現象很快過去。12月初，隔夜銀行同業拆息回軟至4.0厘，1個月銀行同業拆息則回落至5.4厘左右，並且在報告期內餘下時間一直保持穩定。
3. 自本年8月以來，利率波幅已顯著下降（圖3）。1個月銀行同業拆息的標準差（是量度利率波幅方法），已由1997年10月份9.0%的高位，降至1998年12月份的0.2%，接近1997年金融風暴爆發前的水平。



4. 報告期內，港元和美元息差大幅收窄，反映市場對港元的信心增強。1個月銀行同業拆息的息差，由11月9日的98基點收窄至12月31日的7基點。同期，3個月期的息差也由136基點收窄至19基點（圖4）。
5. 報告期內，外匯基金債券收益率代表的長期利率大幅下降。自11月初起，整條收益率曲線向下移。5年期和10年期外匯基金債券收益率分別下跌109基點和95基點，至6.17%和6.36%，低於金融風暴爆發前1997年6月底的水平（圖5）。
6. 由於外匯基金票據及債券收益率下降幅度超過美國國庫券，所以兩者間各種年期的收益率差距均收窄。報告期內，5年期和10年期的長期債券收益率差距分別由259基點和229基點，大幅收窄至156基點和163基點（表1）。
7. 零售市場方面，銀行公會在報告期內三度調低受利率規則約束的儲蓄利率，合共調低了75基點。隨着銀行同業拆息回落，44家認可機構所報的1個月定期存款（不受利率規則約束）加權平均利率降至1998年12月24日的6.47厘，比11月初的水平下降29基點。最近幾個月，存款顯著地由港元定期存款轉移至往來和儲蓄存款。港元往來和儲蓄存款在11月內分別增加5.5%和9.9%，而定期存款則減少3.2%。粗略估計，加權存款利率（按存款類別和期限加權計算的利率平均數）由1998年8月的7.24厘，下跌至1998年11月的5.90厘（圖6）。報告期內，主要銀行所報的最優惠貸款利率也由9.75厘的水平下調75基點，至9.0厘。

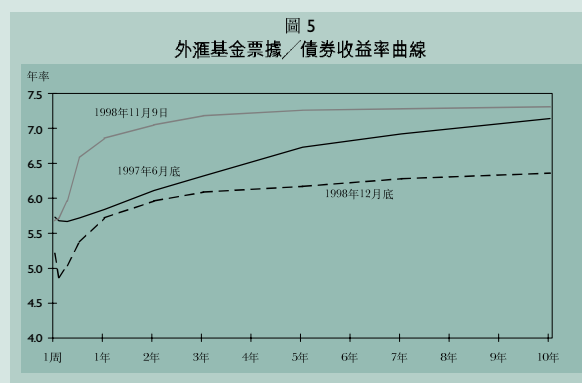
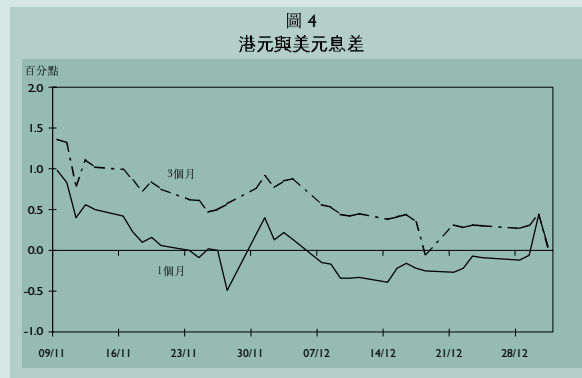
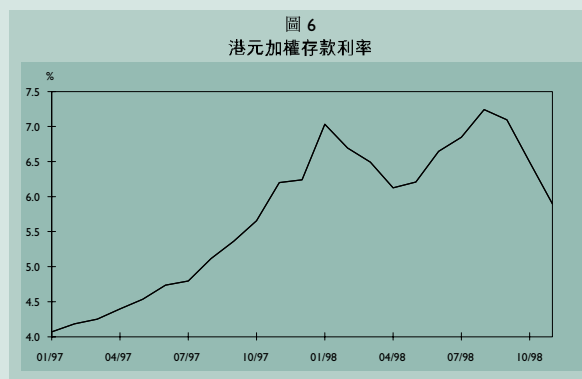


表1
外匯基金票據／債券與美國國庫券
的收益率差距（基點）

	27/6/97	09/11/98	31/12/98
3個月	56	116	54
1年	21	211	122
3年	3	242	139
5年	27	259	156
10年	54	229	163



8. 報告期內，按最優惠貸款利率與1個月銀行同業拆息計算的實質利率分別下降75基點和112基點，至9.70厘和5.83厘。實質利率下跌，主要是因為名義利率下跌(表2)。不過，實質利率仍然遠高於金融風暴爆發前的水平。

基本利率

9. 隨着美國聯邦基金目標利率調低25基點，基本利率在11月18日由6.5厘下調至6.25厘(圖7)。11月26日，金管局宣布釐定基本利率的公式。根據這項公式，基本利率定為當日美國聯邦基金目標利率加150基點，或過去5個交易日的隔夜和1個月銀行同業拆息的5天移動平均數的平均數，兩者中以較高者為準。自此時起，基本利率一直保持在6.25厘的水平(即美國聯邦基金目標利率加150基點)。到目前為止，事實表明基本利率並未限制隔夜銀行同業拆息下降走勢。

貨幣基礎

10. 貨幣基礎包括未償還負債證明書、流通硬幣、總結餘和未償還外匯基金票據和債券。貨幣基礎總額由11月9日的1,887.3億港元增加至12月31日的1,924.7億港元(表3)。其各組成部分變動情況詳列於下文。

負債證明書

11. 未償還負債證明書在11月下旬有所增加，主要是受到月終效應影響所致(圖8)。由11月26日至12月7日期間，3家發鈔銀行向外匯基金共繳交3.94億美元，因而負債證明書由11月26日的809.9億港元增加至840.6億港元。在聖誕和新年前的12月21至24日期間，3家發鈔銀行再繳交4.94億美元，換取價值38.5億港元的負債證明書。

表2
實質利率 (%)

	27/6/97	09/11/98	31/12/98
最優惠 貸款利率	3.15	10.45	9.70
1個月 同業拆息	0.46	6.95	5.83
1個月 存款利率	-0.11	5.73	5.44

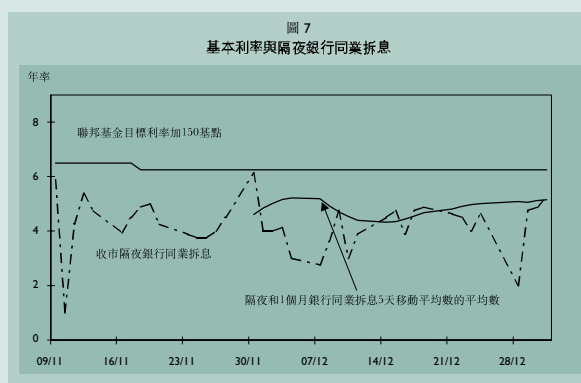
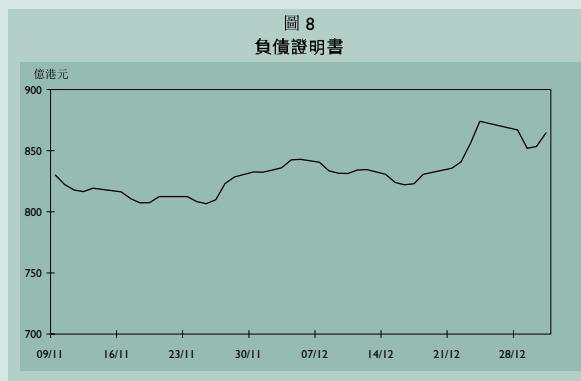


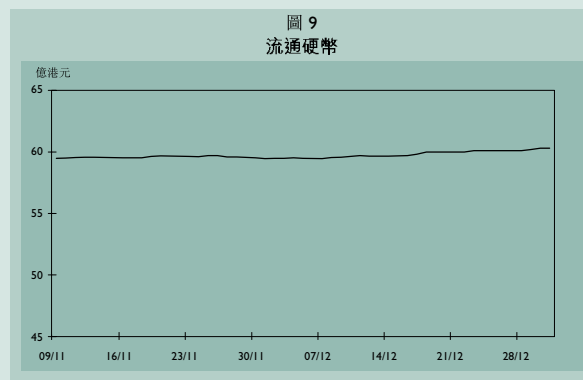
表3
貨幣基礎

(億港元)	9/11	31/12
負債證明書	830.1	864.7
流通貨幣	59.5	60.3
總結餘	23.3	25.2
未償還外匯基金 票據和債券	974.5	974.5
貨幣基礎	1,887.3	1,924.7



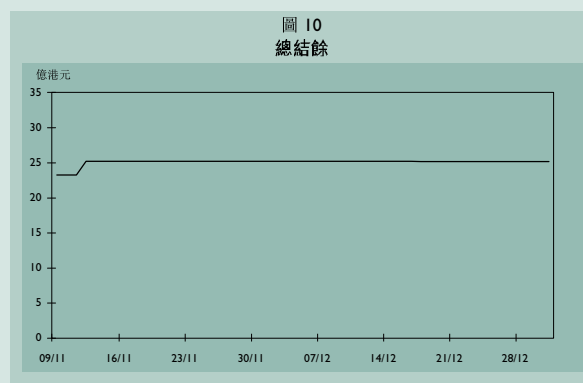
硬幣

12. 流通硬幣總額(已就1997年發行的紀念金幣面值作出調整)保持穩定, 12月31日的總額為60.3億港元(圖9)。



總結餘

13. 按照貨幣發行局制度的貨幣規則, 銀行體系總結餘因應資金流入和流出港元而有所變動。在有資金流入的情況下, 金管局於11月10日沽出1.934億港元。總結餘因此由11月11日的23.3億港元增加至11月12日的25.2億港元, 並在報告期內餘下的時間一直保持在這個水平(圖10)。
14. 金管局11月26日公布了把總結餘兌換保證的適用匯率由目前7.75的水平調整至7.80的安排。由1999年4月1日起, 總結餘兌換保證的適用匯率每1公曆日調整1點子(即0.0001港元)。即是說, 適用匯率要500公曆日後才會調整至7.80的水平。這項安排的公布沒有影響貨幣和外匯市場。



未償還外匯基金票據和債券

15. 遵照貨幣發行局制度的運作原則, 金管局承諾只在持續有資金流入時, 才會再發行外匯基金票據和債券, 確保新發行的外匯基金票據和債券得到外匯儲備的十足支持。報告期內, 並無發行任何新的外匯基金票據和債券。未償還外匯基金票據和債券總額維持在974.5億港元的水平。報告期內, 20批已到期外匯基金票據和1批已到期外匯基金債券續期。這些票據和債券大受市場歡迎(表4)。銀行體系繼續增加所持的外匯基金票據和債券, 由11月9日的783.6億港元(佔未償還總額的80.4%)增加至12月31日的810.3億港元(83.2%)。

表4
外匯基金票據／債券的投標結果
(9/11/98 - 31/12/98)

	發行數量	超額認購倍數
1個月期票據	6批	1.15-2.82
3個月期票據	8批	0.51-2.02
6個月期票據	4批	1.25-2.58
1年期票據	2批	3.43-3.98
2年期債券	1批	1.41
總額	21批	-

貼現窗運作情況

16. 11月9日至12月31日期間，銀行透過貼現窗向金管局借取合共約102.2億港元。一般情況下每日涉及的金額不足5億港元。11月30日受到月終結算影響，貨幣市場狀況比較緊張，銀行在該日透過貼現窗借取約26億港元(圖11)。
17. 期內借出的款項絕大部分(96.9億港元，佔總額的94.8%)均以外匯基金票據和債券為抵押。其中4宗借款(0.89億港元)涉及的外匯基金票據和債券超過有關銀行所持有的外匯基金票據和債券總額的50%。因此，這些銀行須按基本利率加5厘繳付利息。
18. 報告期內，合共有32家銀行透過貼現窗借取隔夜流動資金，其中只有2家使用貼現窗超過4次(表5)。

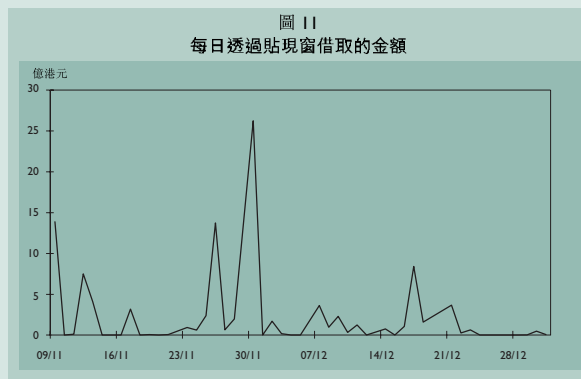


表 5
個別銀行使用貼現窗的次數

使用貼現窗的次數 (9/11-31/12)	銀行數目
1	25
2	3
3	2
4	0
>4	2
總額	32

支持組合

19. 由1998年10月1日起，已指定外匯基金中一批美元資產用作支持貨幣基礎。報告期內，貨幣基礎的增加，與支持組合內的美元資產的增加一致。🔄