

現代的貨幣發行局制度

鑑於現今金融業廣泛採用先進精密的技術，貨幣以電子方式傳送，大部分交易的結算都不涉及現金，所以對於現代的貨幣發行局制度應有的結構模式也眾說紛紜。跟過去交易主要以現金進行的日子不同，現代的貨幣發行局制度需要配合和應付自由流動且反覆不定的資金流向，這些資金流向涉及的數額可能相當龐大，而且以高速四處流竄，再加上如衍生工具等多種金融工具，令這些資金流向更加難以應付。本文嘗試勾劃現代的貨幣發行局制度的理論架構。

貨幣規則

貨幣規則(Monetary Rule)是貨幣發行局制度(Currency Board System)的關鍵部分。根據貨幣規則，貨幣基礎(Monetary Base)的任何變動，只有在外匯儲備(Foreign Reserves)以指定外幣按固定匯率出現相應變動時才會發生。貨幣基礎和外匯儲備分別是貨幣發行局的負債和資產。運作上，貨幣規則一般是以兌換保證(Convertibility Undertaking)的模式運作。據此，貨幣發行局會按固定匯率將本地貨幣(Domestic Currency)兌換為外匯儲備。兌換保證可以由貨幣發行局引發，又或是一項常設措施，貨幣發行局完全沒有酌情權。兌換保證所涵蓋的本地貨幣可能只是指貨幣基礎，又或是本地貨幣的一些其他定義，而這些定義可能會包括或不包括貨幣基礎。不過，最重要的是因兌換保證而產生的交易是經由貨幣基礎結算，從而令貨幣發行局制度下的自動調節機制能夠運作，以確保匯率穩定。

貨幣發行局制度的貨幣規則幾乎是神聖不可侵犯的，對貨幣發行局制度的信心很大程度上視乎貨幣規則是否得到遵守。如果負責貨幣發行局運作的機構的宗旨，是加強外界對貨幣規則得到嚴格遵守的印象，對鞏固信心會很有幫助。維持高透明度以及披露更多資料相當重要，特別是關於貨幣基礎的各個組成部分的變動和外匯儲備的相應變動。同樣重要的，是貨幣發行局的運作保持獨立。貨幣發行局絕不可因為政治目的而受到影響，例如行使酌情權，以偏離貨幣規則、在沒有外匯儲備支持下發行貨幣，以及壓抑利率以圖減輕因嚴格遵守貨幣規則而對經濟帶來的痛楚。

外匯儲備

理論上，貨幣發行局需要持有的外匯儲備數額，只要足以寬裕地應付在緊張情況下預期貨幣基礎會出現的收縮便可。貨幣規則的關鍵是貨幣基礎的流量(Flow)而非存量(Stock)；當然，如果貨幣規則能夠涵蓋貨幣基礎的數額，貨幣發行局便會更具公信力。因此，即使因兌換保證而產生的交易必須經由貨幣基礎結算，假如貨幣發行局持有的外匯儲備超過貨幣基礎，甚或超過兌換保證涵蓋的本地貨幣的數額，在心理上便能夠產生最理想的效果。

貨幣基礎 — 定義

簡單來說，貨幣基礎是指可以用作結算交易的貨幣。幾乎所有交易都是以某種形式的貨幣來進行結算，而貨幣管理一般是透過控制貨幣基礎來實行，方法是以自動調節的機制或容許有酌情權的機制來決定貨幣的價格(不論以甚麼方式來衡量)或供應。為了能有效管理貨幣，貨幣基礎的定義必須廣泛全面，能涵蓋所有可以用作結算交易的貨幣。同時，有關定義也必須符合實際，以便能有效進行管理。要做到這一點，無可避免地貨幣基礎必須為負責貨幣管理的機構的資產負債表項目，而就我們所討論的情況而言，這個機構就是貨幣發行局。

過去的貨幣發行局制度中的貨幣基礎在很大程度上只關注紙幣，因為這是當時用作結算交易的主要媒介。到了今時今日，紙幣只用作經濟活動中的日常零售交易。大宗的交易都是以電子貨幣和其他形式的貨幣進行結算，而這些交易絕大部分都涉及銀行之間代表客戶互相進行支付來完成結算過程，其中包括支票結算。因此，只關注紙幣已不合時宜，亦有所不足，而且在理論層面已沒有這樣的需要。

在現代的貨幣發行局中，貨幣基礎應至少是指銀行在貨幣發行局開設的結算戶口(Clearing Account)持有的結餘的總額—即總結餘(Aggregate Balance)。本文較後部分提到貨幣發行局制度中的利率自動調節機制主要是透過總結餘來運作，以確保匯率穩定。這實際上要求貨幣發行局也同時負責管理銀行同業結算系統；若未能謹慎處理這項功能，則可能會偏離貨幣規則及打擊貨幣發行局的公信力。原因是要發揮這項功能，貨幣發行局需要提供流動資金，以便銀行同業交易能順利進行結算，而此舉可能涉及在外匯儲備沒有相應增加的情況下，在總結餘或貨幣基礎創造額外貨幣。

然而，我們可以兩種方法來管理這些無可避免的風險。第一是適當地安排銀行同業支付系統的結構，從而將風險減至最低。利用即時支付結算系統可以盡量減低貨幣發行局提供日終流動資金支持的需要，而即使有需要提供日終流動資金支持，涉及的金額也相當小，而且這些流動資金可以進一步以有抵押品的形式提供，即以貨幣發行局發行、由外匯儲備支持的貨幣發行局債券為抵押品。不過，如果貨幣基礎的定義僅包括總結餘，則此舉仍然會令貨幣基礎增加，而貨幣發行局持有的外匯儲備卻沒有相應增加。這種情況可以被視作偏離貨幣規則，而對純粹主義者來說，這樣偏離貨幣規則非常危險。就是基於這個原因，經由貨幣發行局提供的日終流動資金需要減至最少。同時，也要按足以起懲罰作用的高息來提供這些日終流動資金，以免這個機制被濫用作為逃避貨幣發行局的貨幣規則和長期創造更多貨幣的途徑。

第二，擴闊貨幣基礎的定義，從而完全消除這種風險。假設貨幣發行局的確有一批由外匯儲備提供十足支持的貨幣發行局債券，那麼貨幣基礎便可定義為總結餘和這些債券兩者的總和。由於銀行可以貼現方式用貨幣發行局債券獲取流動資金以結算交易，因此實際上有需要把這些債券列為貨幣基礎的一部分。在此情況下，貨幣發行局接受這些債券為提供即日或日終流動資金的抵押品，只涉及將其債券形式的負債轉換為總結餘。由於貨幣基礎的定義已經擴闊，在上述交易中貨幣基礎沒有因此而增加，所以外匯儲備亦無須增加。

貨幣基礎也可包括已發行紙幣(和硬幣)，這種做法在心理上能夠加強紙幣持有人的信心。一向以來，紙幣都是貨幣基礎的一部分，而在以前的年代，紙幣可能是貨幣基礎中的唯一元素。如果公眾手持的貨幣實際上是由外匯儲備支持，並可按固定匯率兌換為外幣，將有助鞏固信心，原因是持有本地貨幣，就等於持有該種外幣一樣。

不過，儘管這種情況很理想，但嚴格來說，在現代的貨幣發行局制度中無須具備這個特徵。只要紙幣的發行和贖回是經由總結餘進行，透過規定銀行不能從總結餘透支，銀行體系便會被迫間接向貨幣發行局交出外匯儲備，以支持發行紙幣。因此，當貨幣發行局向某家銀行發行紙幣時，貨幣發行局應在有關銀行的結算戶口結餘中扣除所需數額。隨着總結餘下跌，銀行體系整體很快便會發覺需要向貨幣發行局出售外匯儲備，以便令總結餘回復到原來水平。儘管並沒有就紙幣作出任何明確的兌換保證，這個操作過程表明紙幣的發行得到外匯儲備支持。

如何就貨幣基礎選擇適當的定義，取決於本地其他貨幣管理安排的特色，以及當時設立貨幣發行局制度的環境。外匯儲備是否足夠顯然是關鍵因素。信心方面的考慮亦會要求把紙幣連同總結餘一起包括在貨幣基礎的定義內。假如為了履行支付系統的責任，貨幣發行局需要提供流動資金，以確保交易結算能順利進行，則貨幣基礎的定義也應充分考慮到這個情況。恰當的做法是設立適當的制度安排，將可以用作流動資金抵押品的貨幣發行局債券也包括在貨幣基礎的定義內，但這些債券必須有外匯儲備支持。

無論如何，由於沒有儲備要求，銀行同業支付系統又快捷妥善，總結餘相對於每日銀行同業的資金流量來說，規模可能相當細小。因此，即使小規模的資金流量，只要涉及與貨幣發行局進行交易，都可能會引致銀行同業拆息出現不必要的大幅波動。換句話說，總結餘的「槓桿效應」(Leverage) 雖然能有效帶來必要的調整，但卻可能會對金融體系，尤其是銀行體系造成過大壓力。在這種情況下，如貨幣基礎的定義較為廣泛，讓其他組成部分具備某程度的可轉換性(Transferability)，可以轉換為總結餘，則會有助減少利率出現不必要波動的情況。

貨幣基礎 — 內部可轉換性

無論貨幣基礎如何定義，我們都應該小心處理其不同組成部分之間的可轉換性。理論上，只要貨幣基礎的所有組成部分都得到外匯儲備的十足支持，則可容許各組成部分之間進行轉換。不過，詳細研究這種可轉換性的影響會很有幫助。為此，我假設貨幣基礎的定義包括總結餘、紙幣和貨幣發行局債券，而且三者都由外匯儲備提供十足支持。

紙幣與總結餘之間的可轉換性是很敏感的問題。如果真的可以進行轉換，即是說銀行可以將紙幣存入貨幣發行局，然後在其於貨幣發行局的結算戶口增加相應數額，又或者提取紙幣，並經貨幣發行局自其結算戶口扣除有關款額。這項安排影響深遠，一方面這種安排會令人覺得紙幣的發行和贖回並非以外匯儲備進行，亦即沒有得到外匯儲備的十足支持，更可能會進一步影響對有關貨幣以至貨幣發行局本身的穩健性的信心。另一方面，這種可轉換性讓銀行與貨幣發行局進行紙幣交易時有一個選擇。它們可以按固定匯率取得外匯，或以貸記它們在貨幣發行局的結算戶口的方式取得本地貨幣；此外，它們還可以自其結算戶口提取紙幣，或以外匯換取紙幣。

這種選擇權讓銀行有機會在市場匯率偏離固定匯率水平時進行紙幣套戥。例如，當匯率轉弱時，銀行可以在市場按較低的市場匯率出售外匯以換取本地貨幣，然後自其於貨幣發行局的結算戶口提取有關紙幣，並按固定匯率將這些紙幣退回予貨幣發行局以換取外匯，從而償付較早前售出的外匯並賺取利潤。事實上，這種套戥等同貨幣發行局保證按固定匯率將總結餘兌換為外匯。如果能夠有一個明確的兌換保證，便無須進行在操作上異常繁瑣的紙幣套戥。

相對來說，紙幣與貨幣發行局債券之間的可轉換性的重要性較低。貨幣發行局債券持有人並沒有特別原因要出售這些債券以換取紙幣，除非這樣做能按一個較市場匯率低的價錢取得外匯儲備，則又當別論。此外，雖然貨幣發行局債券附有利息，而紙幣則沒有，但也是沒有甚麼特別原因要以紙幣購買貨幣發行局債券。買方大可把紙幣作為存款，而銀行亦可以利用其於貨幣發行局的結算戶口（特別是紙幣可以轉換為總結餘），這些做法都比以紙幣購買貨幣發行局債券方便許多。

貨幣發行局債券與總結餘之間的可轉換性是一個需要慎重處理的問題。當貨幣發行局買入和出售其債券時，不論是被動或主動，都可能被視作行使酌情權進行貨幣市場操作，這常見於按照其他貨幣政策目標運作的中央銀行。此舉會打擊貨幣發行局的公信力，即使貨幣發行局債券已定義為貨幣基礎的一部分，並得到外匯儲備十足支持，但也於事無補。外界會無可避免地認為貨幣發行局的目的是要通過行使酌情權，影響利率水平或銀行同業流動資金水平。

然而，摒棄貨幣發行局和總結餘之間的可轉換性卻會令銀行同業拆息出現較大幅的波動。總結餘可能會因為外匯儲備小規模地流入和流出貨幣發行局而經常出現起跌，如果那些經濟體系的對外貿易環節規模相對較大，有大量對外交易，則波動情況會更嚴重。體系易受到這種波動的影響，對經濟來說並不理想。事實上，這個弱點更可以被利用。累積了本地貨幣好倉的炒家無須花費太多，便可以令總結餘耗盡或出現負數，令利率飆升，並從中圖利。

由於貨幣發行局有責任確保銀行同業市場運作暢順，所以需要謹慎限定貨幣發行局債券與總結餘之間某程度的可轉換性。貨幣發行局可以容許以其債券作為在即時支付結算系統下提供即日流動資金的抵押品，以及經貼現窗取得日終流動資金的抵押品。如果貨幣發行局能夠被動地進行這個過程，就能避免產

生貨幣發行局行使酌情權進行貨幣市場操作的印象，不過貨幣發行局仍要決定貼現率(Discount Rate)。

兌換保證 — 結算

兌換保證包含三個層面。第一個亦可能較重要的是：根據兌換保證進行的交易如何結算。第二個是兌換保證的適用範圍，第三個是兌換保證的形式。

不論兌換保證的適用範圍和形式如何，根據兌換保證進行的交易均須經由總結餘來完成結算，這對貨幣發行局的成功與否非常重要。例如，貨幣發行局在兌換保證下接受交易對手提供的本地貨幣(並將外幣儲備交予該對手)時，應從交易對手所用的銀行的結算戶口中扣除所需的本地貨幣金額。然後，該銀行應從交易對手在銀行的存款戶口中扣除等額的本地貨幣，或以其他自行選擇的方法完成付款。當然，交易對手可能就是銀行本身，在此情況下，結算程序可以較簡單。

兌換保證 — 適用範圍

關於兌換保證的適用範圍，可以有幾個選擇。第一個簡單又大膽的選擇，就是由貨幣發行局提出承諾，不論任何人均可隨時按照固定匯率向貨幣發行局買入本地貨幣，付出外匯，或賣出本地貨幣以換回外匯。但這在執行上對貨幣發行局來說卻嫌過於累贅，原因是貨幣發行局在操作上可能沒有足夠的能力來應付兌換的需求。兌換保證的公信力可能也構成問題：不論外匯儲備如何豐厚，但國際資金數量卻非常龐大，本地貨幣和有關資產的情況亦然，而且亦不能期望所有公眾人士都能完全明白總結餘的「槓桿效應」。

因此，與貨幣發行局進行交易的交易對手範圍似有必要受到限制。由於總結餘是在貨幣發行局進行結算的銀行所持的結餘(或資產)總和，因此作為第二個選擇，兌換保證應只適用於銀行，而貨幣發行局只會與銀行進行交易。只要銀行在結算戶口內持有資金，貨幣發行局都承諾可以將之兌換為外匯，並在其結算戶口內扣數。同樣地，只要銀行交出外匯，貨幣發行局亦承諾可以向其結算戶口貸記本地貨幣，從而增加總結餘。

實際上，得到兌換保證保障的銀行應該有能力向更多非銀行客戶提供兌換保證，而這樣亦可增加對本地貨幣的信心。但由於非銀行客戶在透過銀行來進行兌換保證的交易，銀行便可能要以高息借入銀行同業資金，以彌補結算戶口資金的不足，這樣銀行便要承擔資金風險。儘管這種風險與銀行提供日常客戶融資服務時所承受的分別不大(唯一不同就是這些日常業務一般都不會引致總結餘減少，而根據兌換保證與貨幣發行局進行交易卻會)，但這方面的顧慮可能已足以使銀行不願替非銀行客戶進行兌換保證的交易，或為此收取服務費。但如果在考慮本身經濟體系的具體情況後，銀行為非銀行客戶進行這類交易被視為有利的，貨幣發行局便必須確保銀行遵守制度的規定，甚至監管或禁止收取任何有關費用。

第三個選擇就是貨幣發行局只向非銀行客戶提供兌換保證，原因是他們發揮的作用最大，他們是本地貨幣和有關資產的持有人，而最具關鍵性的是他們對本地貨幣的信心，而不是一些手上沒有本地貨幣，只是靠銀行所借資金進行炒賣的投機者的信心。因此，貨幣發行局可以具體地對所有非銀行的本地貨幣持有人(不論以何種形式持有該貨幣)作出兌換保證，並規定銀行必須合作，透過總結餘來結算在兌換保證下進行的交易。在此情況下，銀行可能亦會有所抗拒，但當局仍必須規定銀行按章辦理，並只收取合理費用。

但正如第一個選擇一樣，保證適用範圍太大會有缺點，就是貨幣發行局可能沒有足夠能力履行兌換保證。一般來說，公眾人士對貨幣事務的技術細節，以至貨幣發行局制度總結餘的槓桿效應都認識不多。如果外匯儲備只相當於兌換保證所適用的本地貨幣數目的一個細小比率，可能會有公信力的問題。總結餘與外匯儲備相比是個小數目，兌換保證只適用於總結餘應無問題，但若將範圍擴大至本地貨幣所有部分，卻可能會使貨幣發行局無法應付。一個經濟體系擁有外匯儲備再大，其數量也不過相當於存款總額或貨幣供應量的一小部分。

為確保兌換保證的公信力，並使人們明白能夠受惠於兌換保證的指定對象是合理的，貨幣發行局可考慮第四個選擇，就是將兌換保證局限於某個較小的範圍。小額存戶便是這樣的一類受惠對象。但必須明白，防止本地貨幣從局限範圍以外轉移至範圍以內，根本不可能亦無必要。

兌換保證 — 形式

兌換保證的確實形式亦很重要，在靈活與不變、(有建設性的)含糊與清晰之間都可有所選擇。兌換保證可以是一項僵硬、經久不變的保證，有關的受惠方隨時可按照固定匯率要求貨幣發行局履行保證，貨幣發行局在這方面並無酌情考慮的空間。另一種選擇就是提出較具靈活性的兌換保證，由貨幣發行局在其認為有需要(如遇到貨幣炒賣)時採取主動，在固定匯率或接近固定匯率的水平進行有關的兌換交易。應該注意一點，較靈活的方法並無偏離貨幣規則，原因是兌換保證不落實履行，總結餘便會完全不變。

在對貨幣的信心成疑的情況下，毫無貨幣發行局酌情考慮的僵硬的兌換保證，可能是最佳形式。但若外匯儲備數量龐大，亦沒有貨幣信心的問題，在兌換保證中滲入多少靈活性可能較理想。在這方面，應注意貨幣發行局制度將會遏抑外匯市場的發展：假使兌換保證形式一成不變，所用的是固定匯率，並對任何方面一律適用，亦可隨時由本地貨幣持有人主動要求履行，根本便沒有外匯市場的需要。人人只要有需要，都可簡單地在貨幣發行局將本地貨幣兌換成外匯，或將外匯兌換成本地貨幣。

由此可見，假使外匯市場被視為有利於經濟，兌換保證便應具備若干靈活性。靈活性的形式可以是這樣的：在正常情況下，貨幣發行局會任由外匯市場獨自在固定匯率附近範圍探求適當的水平；但當貨幣發行局認為情況有需要時，它應有權隨時以固定匯率或接近固定匯率的某一水平提出兌換的交易。毫無疑問，即使這種靈活處理具備絕對的透明度，它的公信力都可能受到影響。由於兌換保證在貨幣發行局認為有需要時才會出現，當中涉及的酌情權考慮可能引發貨幣發行局有否充分遵守貨幣規則的疑問。貨幣發行局的決定更可能會令市場人士遭受損失，不滿和不信任的反應亦隨之而生。

不論何種原因使兌換保證受到質疑，貨幣發行局可要求有關受惠方付出一項為換取承諾保障的合理代價。更重要的是，這樣做的話，兌換保證便不再是貨幣發行局的一紙空頭承諾，而是可以在法庭上強制執行的合同。有關的代價可以採取保險費的形式，由小額存戶等受惠對象支付，但與此同時，這些對象亦應可選擇是否購買有關的保險。這項代價(或保險費)可以本地貨幣高於外幣的內在息差的形式出現。

調節機制

無論貨幣發行局制度在貨幣基礎定義、貨幣基礎組成成分的可轉換性，以及兌換保證的適用範圍和形式方面如何具體定出，理論上調節機制大致分為兩種——現鈔套戥和利率調節。

有了按照固定匯率進行紙幣兌換的兌換保證，一旦市場匯率偏離此固定匯率，理論上便會形成套戥的機會，因而使市場匯率保持在接近固定匯率的水平。假設市場匯率低於固定匯率，某人若要進行套戥，他可以按照市場匯率出售外匯，換回本地貨幣，並從銀行提出現鈔，再利用兌換保證向貨幣發行局買回他較早前以較有利的固定匯率出售的外匯，因而賺得一筆利潤。

現鈔套戥是否可行，很明顯有賴若干因素的配合。第一，兌換保證顯然很重要，但由於這是貨幣發行局的一項明確承諾，履行這項承諾應沒有困難。

第二，銀行是否容許客戶從存款帳戶中提取大量現鈔，卻成疑問。尤其是當銀行要以不利的匯率在市場上獲取外匯，交予貨幣發行局，以換取紙幣支付給客戶時，以上情況便更明顯，以致銀行可能會收取處理大量紙幣的費用，而以百分比計，該項收費將會反映市場匯率和固定匯率之間的差價。這樣的話，現鈔套戥對確保匯率穩定的作用便會受到限制。

第三，一家商業銀行從貨幣發行局運出或運入大量紙幣，亦可能涉及交易成本，因而進一步遏抑現鈔套戥作為一種有效的調節機制。

第四，外匯交易通常都以現貨價進行，即在交易後兩日結算，而不是以即日價進行。換言之，在決定進行現鈔套戥和完成套戥交易之間已相隔兩日，對於當事人來說可能是太長時間，尤其在市場匯率疲弱，以及有關貨幣發行局可能支持不來的謠言不絕於耳時，這種情況特別嚴重。因此，現鈔套戥是否一種有效的調節機制，以確保貨幣發行局制度下的匯率穩定，將會引起疑問。

第五，如果結餘總額和紙幣之間可以進行轉換，而兌換保證按照固定匯率適用於總結餘，便沒有現鈔套戥的需要。

現代貨幣發行局制度中較有效的調節機制，是透過利率來進行的。本地貨幣的兌換保證既然透過總結餘來進行，資金流入或流出便會引致總結餘相應的變動，從而影響銀行同業拆息。在公信力沒有問題的情況下，由此引致的息差將會形成利率套戥機會，因而產生足以抵銷原來資金流向的相反作用。與此同時，視乎兌換保證的形式而言，市場匯率(假使存在的話)仍會維持在接近固定匯率的水平。

這種透過利率發揮作用的調節機制，顯然不但使為圖短利而進行本地貨幣炒賣的投機者受損，甚至所有本地貨幣的貸款人，以致整個經濟體系均要承受痛楚。視乎人們對本地貨幣有多少信心和炒賣衝擊的嚴重程度而言，這種痛楚可以相當劇烈和持久。這方面牽涉的因素包括但不限於：政府對嚴格遵守貨幣發行局制度的決心；財政和其他經濟政策的公信力；外在環境，包括鄰近地區和全球金融體系等的市場氣氛等；本地社會、經濟和政治環境；本地經濟體系調節的能力等。此外，貨幣發行局制度結構上的技術細節亦可能影響人們的信心。若是將具備靈活性的兌換保證，與沒有貨幣發行局酌情空間，而且在法律上可強制執行的兌換保證相比，後者對維持人們的信心，特別是本地貨幣持有人的信心當然較為有利。社會大眾遇到痛楚，很自然要追究責任，而負責製造痛楚(儘管原因是制度結構而非運用酌情權)的貨幣發行局便往往成為眾矢之的。但為了避免信心受到損害，不應輕易考慮修改技術細節。這個敏感問題只能根據本地具體情況才可處理。

不論貨幣發行局制度的結構如何，兌換保證是僵硬不變抑或靈活可變，貨幣發行局應時常維持高度透明，以使公眾明白貨幣規則確實被嚴格遵守。為達到這個目的，當局應提供總結餘和貨幣基礎組成部分的最新資料。由於外匯交易往往按照現貨價進行，貨幣市場交易則以即日價進行，貨幣發行局亦應提供總結餘預測數字。這些資料將有助銀行作好準備，以免受到總結餘任何劇烈轉變的影響，從而避免資金短缺造成市場恐慌，以及遏抑短期銀行同業拆息急升的趨勢，並防止利率痛楚出現過度調整。

忍受痛楚

採用貨幣發行局制度的經濟體系，應留意如何增強整個經濟承受利率痛楚的能力。舉例說，無辜的本地貨幣借款人如為了經營業務或償還按揭貸款借取本地貨幣，應盡量減少無辜受到利率痛楚的影響。這將有助防止貨幣發行局承受越來越多有關要求施以「迅速止痛配方」的政治壓力，長遠而言這些政治壓力將會損害整個體系的穩健性。鼓勵採用定息方案，對象特別是住宅按揭借款人，以及其他較少抵禦利率波動影響的能力的借款者，便是其中一個方法。

此外，必須明白總結餘的槓桿效應十分強大，可以將調整壓力轉入銀行體系內。遇到資金外流時（不論是銀行或銀行客戶所致），總結餘減少甚或變成負數，銀行都迫於要向貨幣發行局交出外匯，以使總結餘回復原有水平，否則其銀行同業交易將無法結算，它們本身亦無法履行責任。在較高息率的影響下，或許會有資金流入，造成抵銷作用，但特別是在市場出現恐慌下，根本完全不能保證是否會有資金流入。此外，銀行體系可能會被迫支用外匯，引致外匯頭寸不足。貨幣發行局面對的具體結算風險和外匯風險，必須予以審慎管理。再者，銀行在貨幣發行局制度下所承受的利率波動和利率風險，都可能比在非貨幣發行局制度下的大。銀行需要特別注意管理好這些風險，並與監管當局緊密合作，而後者將需促進銀行更充分的認識風險，並提供適當管理風險的指導。

美元化

因本地或外來震盪（包括貨幣狙擊）引起的必要調整可能只屬暫時性，但即使有貨幣發行局的兌換保證，調整過程也會持續一段時間，以致造成本地貨幣信心崩潰。在這個情況下，由於調整壓力集中在本地利率高企，借款人可能會要求貸款人同意將本地貨幣的貸款轉為外幣貸款。銀行面對其資產負債表的風險情況，也可能會要求客戶這樣做。同時，商品和服務供應商以至工人也會分別要求以外幣收取服務費用和工資。為使這些過程順利進行，當局有可能需要立法。如果貨幣發行局進行掛鈎的外幣是美元，這個過程實際上等同「美元化」（Dollarisation），而本地貨幣也會逐漸地和有秩序地停止流通。但在整個過程中，匯率仍會保持穩定。

制度模式

根據上文的理論分析，以下概述現代的貨幣發行局制度模式。假設有充裕的外匯儲備，對貨幣也有充足的信心。這要求相當高，尤其在這些情況下，根本可能無須實行貨幣發行局制度。不過這個制度模式可以作為設計新制度或修改現行制度的參考。

- (a) 貨幣基礎應包括總結餘、紙幣和數量足以令銀行同業交易結算順利的貨幣發行局債券。
- (b) 貨幣基礎應由外匯儲備提供十足支持，而整體來說，應遵守貨幣規則。
- (c) 貨幣基礎的三個組成部分相互間應該可以根據持有人的選擇自由轉換，貨幣發行局應為此提供有關安排。
- (d) 貨幣基礎的各個別組成部分可以按照貨幣規則，因應外匯儲備變動而相應變動，也可以因應貨幣基礎的其他組成部分的變動而有相反方向的變動。
- (e) 兌換保證應該是一項對所有本地貨幣持有人作出的不變保證，兌換所用的是固定匯率，貨幣發行局只在其中擔當被動角色，而在兌換保證下進行的交易將透過總結餘來結算。
- (f) 對於貨幣發行局如何嚴格遵守貨幣規則，應保持很高的透明度，並公開有關資料。
- (g) 應公布貨幣基礎所有三個組成部分的最新資料，可能的話更應即時更新總結餘的實際和預測數字，以及貨幣發行局持有的外匯儲備。