

香港貨幣發行局制度

香港貨幣發行局制度自1983年設立以來經歷了重大變遷，其不少現有的特色正好反映香港貨幣史上不同時期貨幣安排的獨特之處，亦顯示貨幣制度不同參與者所造成的各種影響。因此，從本文闡述香港貨幣發行局制度的實況中，可見它與根據理論架構發展出來的模式制度之間有顯著分別。儘管這樣，但事實證明這個制度多年以來在香港一直行之有效。

總結餘的控制

香港貨幣發行局 (Currency Board) 制度的一個特點，就是在1983年10月至1988年7月期間，貨幣基礎 (Monetary Base) 的核心部分 — 總結餘 (Aggregate Balance) — 無須遵守貨幣規則 (Monetary Rule)，不過這種情況現已修正。1983年10月開始推行聯繫匯率制度時，負責管理銀行同業結算系統的是一家商業銀行，而不是貨幣發行局。當時，香港銀行公會結算所的管理銀行是香港上海滙豐銀行有限公司 (滙豐銀行)。香港所有持牌銀行均直接在滙豐銀行或間接透過另一家結算銀行在該行開立結算戶口 (Clearing Account)。因此，滙豐銀行是總結餘的控制人，因而亦可創造貨幣。

當時並無規定滙豐銀行必須按照貨幣規則管理總結餘，亦沒有適用於總結餘的兌換保證。總結餘水平取決於滙豐銀行的商業活動 (更具體來說，是它在貨幣及外匯市場的活動，以及其客戶的活動)；當滙豐銀行貸款給其他銀行或購入外匯等資產，或滙豐銀行的客戶開出支票而收款人為其他銀行的客戶時，總結餘便會增加。由於沒有規定要求滙豐銀行自籌資金，該行自然亦無此需要，致使銀行同業市場有時出現的情況，與貨幣發行局制度下自動調節機制發揮穩定匯率作用時所預期的並不一致。

一項特別安排自然衍生另一項相關的特別安排。由於不像貨幣發行局制度下總結餘須遵守貨幣規則時一樣，銀行同業市場收緊銀根的現象不會自動出現，為了人為地製造這種緊絀的條件，便制定了貨幣發行局在銀行同業市場借入資金的計劃。具體上滙豐銀行代貨幣發行局在銀行同業市場借入港元，以使總結餘水平下降。這即是說，滙豐銀行無須像其他商業銀行一樣要為本身的商業活

動籌措資金，貨幣在無需遵守貨幣規則的情況下被創造(即增加總結餘)，而貨幣發行局則須消除新創造的貨幣所造成的影響(即減少總結餘)。

由於貨幣發行局當時是滙豐銀行的非銀行客戶，在結算這類借款活動時，滙豐銀行的港元債務將會從當時屬於該行的資產負債表項目的總結餘轉撥至貨幣發行局的存款戶口內。這些借款的利息成本很高，但最後存入滙豐銀行的存款卻不計息，貨幣發行局顯然要付出頗高昂的代價，而且在銀行同業息率高企的吸引下，無法預防可能會有新貨幣被創造及滲入總結餘內(即使可能不是刻意造成)，以致要進行越來越多的借貸才能收緊銀根。

及至1988年7月有了所謂的「會計安排」(Accounting Arrangements)，總結餘才歸由貨幣發行局控制(貨幣發行局先後由當時的外匯基金管理局及現時的香港金融管理局負責運作)。會計安排把原來貨幣發行局及滙豐銀行之間的客戶與銀行的關係對調，滙豐銀行須在貨幣發行局開設結算戶口。滙豐銀行仍是結算所的管理銀行，所有其他持牌銀行均直接或間接地在滙豐銀行設有結算戶口，在「會計安排」下，滙豐銀行須透過進行銀行同業活動，以使銀行體系其他成員的淨結餘不會超過滙豐銀行本身在貨幣發行局的戶口結餘。這項戶口結餘如同對滙豐銀行創造貨幣的能力設定上限，滙豐銀行超出此限便須為有關部分按懲罰性息率支付利息。由於這項戶口結餘只可透過與貨幣發行局進行交易才會有增減，總結餘至此才得以確定，並間接受到貨幣發行局的控制。

1996年12月香港銀行同業結算推行即時支付結算系統 (Real Time Gross Settlement System)，會計安排亦由另一項較常規的安排取代。新的安排規定所有持牌銀行不再透過一家商業銀行，而是直接與貨幣發行局進行結算戶口的交易。至此，作為貨幣基礎核心部分的總結餘才被正式確定，並被直接置入貨幣發行局的資產負債表內。

貨幣規則的制約

在1988年7月以前，貨幣發行局制度的貨幣規則只適用於負債證明書(Certificates of Indebtedness)的發行及贖回，因此亦間接適用於銀行紙幣的發行及贖回。由於作為貨幣基礎核心部分的總結餘，並不屬於貨幣發行局資產負債表的一部分，因此不受貨幣規則約束。但貨幣發行局不論在1988年7月至1996年12月期間負責管理會計安排，或是從1996年12月起至今負責管理即時支付結算系統，大致上均已遵守總結餘的貨幣規則，只有在充分理由的情況下才有例外。

這些例外情況包括兩類：一是與促進銀行同業交易順利結算的需要有關，這將會在本文稍後討論支付系統責任一節詳細析述；二是市場上出現與貨幣炒賣無關的大規模港元商業交易(如首次發售新股)，以致可能會造成銀行同業市場出現極端異常的情況，影響匯率穩定。為遏抑這些異常情況，貨幣發行局可能會從銀行同業市場短暫地借出或借入港元。

貨幣基礎

正如現時的定義及理解一樣，貨幣基礎¹包括總結餘及已發行銀行紙幣。銀行紙幣是透過貨幣發行局向發鈔銀行發出的負債證明書(目的是支持發鈔銀行所發銀行紙幣)，間接成為貨幣基礎的一部分。銀行紙幣(或負債證明書)及總結餘之間不存在轉換的可能性。

兌換保證

關於對支持銀行紙幣發行的負債證明書所作的兌換保證(Convertibility Undertaking)，一直已有明確定出，只是這項保證並不直接適用於銀行紙幣本身而已。但是，貨幣發行局從未作出明確的兌換保證，按照7.80港元兌1美元的固定匯率，將總結餘或任何定義的本地貨幣(Domestic Currency)兌換成為外匯儲備(Foreign Reserves)。

反而貨幣發行局在認為有需要時，可酌情決定以外匯儲備兌換在外匯市場出售的本地貨幣，並透過總結餘進行結算。所謂有需要的時候，是當貨幣受到衝擊的情況。但正常來說，貨幣發行局都會讓外匯市場自由運作，使匯率可以在自由市場力量下偏離7.80港元兌1美元的固定匯率。

此外，貨幣發行局進行兌換所用的匯率，並不一定是固定匯率，例如，它最近便一直在較7.80為強的市場匯價水平進行兌換。此舉目的是免使市場匯率在回復至接近7.80水平時出現過於急劇的反應，以致在市場恐慌下，沽空港元的活動如雪球般越滾越大，最終演變成不可控制的局面。但一旦貨幣發行局決定在某個接近固定匯率的水平進行兌換，它便會被動地以外匯儲備在外匯市場購入所有被售出的本地貨幣，並且透過總結餘進行結算。

¹ 編者按：除總結餘和已發行紙幣外，由1998年9月起，香港的貨幣基礎的定義已擴闊至包括外匯基金票據及債券。

有人可能認為在1988年7月總結餘初次確定，或1996年12月總結餘正式歸入貨幣發行局的資產負債表時，貨幣發行局便應該利用這些時機作出某種形式的明確兌換保證。例如，貨幣發行局可以作出承諾，在商業銀行要求的時候以固定匯率將總結餘兌換成為外匯儲備（及將外匯儲備兌換成總結餘）。又如，貨幣發行局可以大膽作出本地貨幣的兌換保證，形式不拘，只要結算是透過總結餘來進行即可。但由於香港當時所用的機制一直行之有效，盡量保持原狀不變是重要的考慮因素，況且本地貨幣根本從未受過任何重大壓力，因此亦無從提出太大的改變。此外，兌換保證可能會窒礙外匯市場的發展，以致對香港的國際金融中心地位造成重大影響。

支付系統責任

總結餘既已置入貨幣發行局控制之中，並被正式成為貨幣發行局資產負債表項目，銀行同業結算系統的管理工作亦交由貨幣發行局負責。因此，貨幣發行局有責任向銀行體系提供即日及日終流動資金，以促進銀行同業交易的順利結算。為履行這項責任，貨幣發行局可能要在外匯儲備沒有相應增加的情況下創造貨幣及增加總結餘或貨幣基礎。這樣的話，便帶來了貨幣發行局可能違背貨幣規則的風險。

1990年外匯基金票據及債券計劃面世，流動資金調節機制(Liquidity Adjustment Facility)（「調節機制」）及即時支付結算系統亦先後在1992年及1996年推出，這些安排組成了一個適當的機制，大大減低上述提及的風險。在外匯基金票據及債券計劃下，持牌銀行持有相當大量的已發行外匯基金票據及債券，可以作為抵押品，向貨幣發行局取得即日及日終流動資金。但為免使貨幣基礎在外匯儲備沒有相應增加的情況下任意擴大，持牌銀行於日終利用外匯基金票據／債券進行貼現，向調節機制進行貸款時，會受制於重複使用調節機制的懲罰性息率。

貼現外匯基金票據／債券（透過在調節機制達成隔夜回購協議）所用息率（即調節機制拆出息率）是美國聯邦基金目標利率再加150個基點。（另有調節機制拆入息率，即貨幣發行局日終接受剩餘資金存款所付的利息，是美國聯邦基金目標利率減去150個基點。但此項拆入息率是基於其他因素而存在，並不關乎貨幣發行局運作的貨幣理由。）重複使用調節機制所付的利率，是根據貨幣發行局酌情而定。按照定義，一家銀行在任何25日期間向調節機制借貸8次，

或在調節機制運作期間連續4日向其借貸，便是「重複使用」，但迄今仍沒有銀行在這項定義下被界定為「重複使用者」。

此外，發行外匯基金票據／債券(Exchange Fund Bills/Notes)所得收入大致上都被轉為外匯儲備，因此這些票據／債券實際上已得到外匯儲備的十足支持。換言之，如果貨幣發行局履行其支付系統責任時導致總結餘短暫性增加，這些增加的部分亦已得到貨幣發行局所持的外匯儲備支持(縱使外匯儲備沒有相應增加)。

發鈔安排

香港貨幣發行局制度至今仍保存的另一特色，就是發行流通鈔票的不是貨幣發行局，而是3家商業銀行，因此流通鈔票稱為「銀行紙幣」更為合適。滙豐銀行及渣打銀行擔任發鈔銀行由來已久，中國銀行則是1994年5月才加入的第三家發鈔銀行。儘管這樣，根據一貫的規定，這些商業銀行在發行銀行紙幣時，必須憑貨幣發行局簽發的負債證明書作為支持，因此貨幣發行局一直以來均仍保留對發行銀行紙幣的控制權。及至1983年10月推行聯繫匯率制度後，發鈔銀行均須按7.80港元兌1美元的固定匯率以美元取得貨幣發行局發出的負債證明書。

由此可見，兌換保證只適用於支持銀行紙幣的負債證明書，對銀行紙幣本身並不適用。這項保證只是對負債證明書持有人，即發鈔銀行作出的一項兌換保證而已，持有銀行紙幣的人不能按7.80港元兌1美元的固定匯率要求將其銀行紙幣兌換成為美元。在1983年10月實施聯繫匯率制度後的一段時間內，亦曾有過安排使發鈔銀行同樣在美元的支持下向其他持牌銀行發出及贖回銀行紙幣，但由於持牌銀行處理大量銀行鈔票時，為彌補市場匯率與固定匯率之間的差價而向客戶收取費用，有關安排已於1994年1月取消。由於流通的銀行紙幣數量會隨時間自然增加，發鈔銀行在市場匯率轉強至7.80以下水平時便會獲利，反之在市場匯率轉弱至7.80以上水平時便會有損失，因此它們均傾向將匯率維持在7.80偏強的水平。

現行安排

總括而言，香港貨幣發行局制度的特色如下：

- (a) 貨幣基礎包括總結餘及銀行紙幣（後者屬於間接性質），兩者均須遵守貨幣規則，即只有在貨幣發行局所持的外匯儲備出現相應變化的條件下，它們才會有增減。
- (b) 總結餘直接地是貨幣發行局的負債，銀行紙幣則間接地（透過向發鈔銀行發出的負債證明書）是貨幣發行局的負債。
- (c) 總結餘及銀行紙幣之間不能轉換。
- (d) 對於負債證明書（這是發鈔銀行持有作為對它們所發銀行紙幣的支持），已有明確的兌換保證。但對銀行紙幣本身並無兌換保證。
- (e) 對於總結餘或任何形式的本地貨幣，並不存在明確的兌換保證。
- (f) 貨幣發行局有時候會在其認為必要及適當時，對在外匯市場出售的本地貨幣進行兌換，而所用的匯率是接近7.80港元兌1美元的水平。貨幣發行局及本地貨幣賣方之間的交易是透過總結餘來結算。
- (g) 進行兌換時，貨幣發行局以被動立場不論數目多少沽售直接從持牌銀行購入在外匯市場上的本地貨幣，或透過代理持牌銀行購入。
- (h) 透過貨幣發行局在外匯市場以市場匯率購回美元，總結餘便可獲得補充。鑑於銀行同業市場銀根緊絀，貨幣發行局此項行動所用市場匯率將會較貨幣發行局較早出售美元時所用的為強。
- (i) 為協助補充總結餘，貨幣發行局可在外匯市場進行即日結算、翌日結算或現貨（即兩天後）結算的外匯交易。
- (j) 貨幣發行局每小時均公布總結餘數字，以及未來兩日及以後的預測變動數字。

- (k) 流動資金調節機制可使總結餘在外匯儲備沒有出售予貨幣發行局的情況下仍能獲得極短暫的補充。但貨幣發行局透過調節機制提供流動資金，仍須以外匯基金票據 / 債券作為抵押品，而這些票據 / 債券亦已有外匯儲備作為支持。
- (l) 向調節機制借款須支付預先釐定的懲罰性息率，重複使用調節機制(此定義已明確定出)的機構更須支付貨幣發行局按其絕對酌情決定的息率。
- (m) 貨幣發行局可在銀行同業市場短暫借入或借出資金，以遏抑銀行同業市場的異常情況。貨幣發行局只會在市場出現與貨幣炒賣無關的大規模港元商業交易(如首次發售新股)，以致可能形成銀行同業市場的異常情況及影響匯率穩定的特殊情況下才会有此行動。