

鞏固香港的貨幣發行局制度

金管局在1998年9月5日推出多項技術性措施，以進一步鞏固貨幣發行局制度，以及減低市場被操控的機會。這些技術性措施的兩項要旨，是要清楚表明政府維持聯繫匯率制度的決心，以及抑制過度而且危害金融穩定的利率波動。

引言

聯繫匯率制度在過去15年來一直行之有效，香港特別行政區政府堅決維持聯繫匯率制度和遵循貨幣發行局(Currency Board)制度的原則。事實證明這個制度在亞洲有史以來最厲害的金融風暴中，成為了維持香港以至境外金融體系穩定的支柱。同時，聯繫匯率制度更得到香港各界人士以及國際金融界，特別是各政府當局和國際組織的支持。

隨着金融市場開放，再加上先進的資訊和電訊技術，全球金融體系近期出現國際資金極之波動的情況。從過去一年發生的事件可見，這個情況對全球經濟構成極大風險和動盪，規模較小的開放型經濟體系所受影響尤甚。要充分體現資金自由流動的好處，我們需要妥善管理這些風險，確保金融穩定。

香港並不相信外匯管制。事實上，《基本法》明確規定香港特別行政區不實行外匯管制。同時，香港有決心亦充分準備承受在聯繫匯率制度下經濟調整，包括利率調整帶來的痛楚。但為了管理資金自由流動所帶來的風險，包括因為金融市場可能受到操控而令市場大幅波動和經濟調整過度的風險，我們有需要鞏固香港聯繫匯率制度中的貨幣發行局機制。

七項技術性措施

為了鞏固香港的貨幣發行局制度，金管局在1998年9月5日公布七項技術性措施。財政司司長在諮詢外匯基金諮詢委員會後，已同意推行這些措施。

第一項技術性措施是金管局給予持牌銀行明確保證，可以按7.75港元兌1美元的固定匯率，把它們的結算戶口(Clearing Account)內的港元兌換為美元，亦即兌換保證(Convertibility Undertaking)。此舉清楚表明政府維持聯繫匯率制度

的決心。選擇7.75，是因為這是金管局現行的干預匯率水平。然而，金管局清楚表明，市況許可時，金管局會將兌換保證適用的匯率轉為7.80，也就是在聯繫匯率制度下，適用於發行和贖回支持銀行紙幣的負債證明書(Certificates of Indebtedness)的固定匯率。經諮詢香港銀行公會、存款公司公會和香港財資市場公會等業內公會以及學者的意見後，金管局在1998年11月26日公布兌換保證的適用匯率由目前7.75的水平，每1公曆日調整1點子(即0.0001港元)，直至調整至7.80的水平為止。即是說，適用匯率要500公曆日才會調整至7.80，然後在該水平固定下來。在一段為期500日的期間內逐步調整適用匯率，一方面能夠讓兌換保證適用匯率與發行和贖回負債證明書適用的匯率趨於一致，另一方面亦能盡量減低對外匯和貨幣市場造成的干擾。

由1998年9月7日星期一香港開市起，所有持牌銀行均可為其本身或為其客戶的需要，按照兌換保證與金管局進行交易。不過，持牌銀行必須確保它們的結算戶口在結算日當天有足夠港元進行結算。為了監察在兌換保證下交易進行的情況，以及確保這項安排沒有被濫用，持牌銀行需要提供有關資料。金管局可能會另行與個別持牌銀行處理這個問題。

第二項技術性措施是撤銷流動資金調節機制¹(Liquidity Adjustment Facility)的拆入息率(Bid Rate)。流動資金調節機制是在1992年推出，配合當時香港政府推行的會計安排(Accounting Arrangements)，以促進銀行同業市場活動有秩序地進行。香港在1996年底實行即時支付結算系統(Real Time Gross Settlement System)時，所有持牌銀行都需要在金管局開立結算戶口，會計安排因而被取消。銀行同業支付系統的效率被提高後，持牌銀行能更有效管理流動資金，金管局因而無須在日終經流動資金調節機制拆入資金。

第三項技術性措施是釐定流動資金調節機制拆出息率(Offer Rate)。拆出息率改稱為基本利率(Base Rate)，流動資金調節機制亦更名為貼現窗(Discount Window)。金管局根據持牌銀行經貼現窗進行隔夜回購協議所用的外匯基金票據／債券(Exchange Fund Bills/Notes)數量釐定適用的貼現率(Discount Rate)時，會以基本利率作為計算基礎。在釐定基本利率時，有需要確保利率能充分反映資金流量的情況，同時亦能抑制過度而且危害金融穩定的利率波動情況。經諮

1 編者按：由1998年9月7日起，「流動資金調節機制」已由「貼現窗」所取代。

詢銀行公會和學者等有關各方後，基本利率的釐定方法已予落實。由1998年11月26日起，金管局會採用以下方案來釐定貼現窗適用的基本利率。

- (a) 下限 — 基本利率的下限會參考美國聯邦基金目標利率(Fed Funds Target Rate)，並按一個系數(現定為150基點的溢價)作出調整。外匯基金諮詢委員會轄下的貨幣發行委員會將會不時檢討調整系數，並在適當情況下向外匯基金諮詢委員會建議及尋求批准作出修訂；
- (b) 參考利率 — 在遵守(a)項規定的下限的情況下，基本利率會根據隔夜和1個月香港銀行同業拆出息率的5天移動平均數的簡單平均數計算而得；
- (c) 例外情況 — 金管局保留權利，在特殊情況下對個別銀行應用不同的基本利率，例如是相信銀行助長市場操控活動。金管局會就這些例外情況向外匯基金諮詢委員會及其轄下的貨幣發行委員會匯報；及
- (d) 檢討 — 外匯基金諮詢委員會轄下的貨幣發行委員會不時或在情況需要時，檢討這種釐定基本利率的方法。

第四項技術性措施關於持牌銀行在香港貨幣市場收市時，運用外匯基金債券／票據經貼現窗向金管局取得隔夜港元流動資金的方法。由於外匯基金債券／票據事實上是得到外匯儲備(Foreign Reserves)十足支持的，所以金管局打算讓持牌銀行可以更多利用外匯基金債券／票據經貼現窗以回購協議(Repurchase Agreement)形式取得日終流動資金。在符合金管局所推出的第六項技術性措施的條件下，有關對重複使用外匯基金債券／票據訂立回購協議的銀行徵收懲罰性利息的規定，由1998年9月7日星期一起取消。

第五項技術性措施是由金管局作出明確保證，只會在有資金流入，使新發行的外匯基金債券／票據獲得外匯儲備十足支持的情況下，金管局才會發行這些新的外匯基金債券／票據。此舉是確保銀行利用外匯基金債券／票據作為抵押品，經貼現窗進行的回購協議不會違反貨幣發行局制度的嚴格原則。至於已發行的外匯基金債券／票據，因為它們已有外匯儲備支持，所以均會在到期日續期。

第六項技術性措施，是按照持牌銀行使用貼現窗涉及的外匯基金債券／票據數量佔其所持該等債券／票據總額的百分比，制定適用的貼現率（見下表）。

持牌銀行所持 外匯基金債券／票據的百分比數量	適用的貼現率
最初的50%	基本利率 基本利率加5厘，或港元隔夜銀行同業拆息 當天的水平，兩者以較高者為準
餘下的50%	

第七項技術性措施，是關於現時除外匯基金債券／票據以外適用於流動資金調節機制的合資格證券(Eligible Paper)的處理方法。有關機構仍可利用這類證券作為抵押品，以進行隔夜回購協議。適用於外匯基金債券／票據的不同貼現率，亦同樣適用於AAA級的債券及指定工具¹。至於其他合資格證券的適用貼現率水平，將會是根據適用於外匯基金債券／票據貼現率再加0.25厘的溢價。若有關機構利用外匯基金債券／票據以外的合資格證券作為抵押品而重複使用流動資金調節機制（應按照現時定義解釋何謂「重複使用」），將仍須向金管局支付作為遏抑措施的懲罰性息率。由於這些證券並無外匯儲備支持，為免持牌銀行利用該等證券作為抵押品，以借取大量流動資金，貼現窗將不會接受外匯基金債券／票據以外的新發行證券。

提高透明度及增加資料披露

除了七項技術性措施外，金管局亦宣布將會主動採取措施，進一步提高其貨幣發行局運作的透明度，以及披露更多有關資料。關於持牌銀行在金管局所持結算戶口的總結餘(Aggregate Balance)資料，現時已幾乎是即時公布。這項措施在任何其他市場絕無僅有。自1998年11月25日起，金管局每日公布貨幣基礎總額及其分項數字。

金融管理局在路透社的最新專頁(專頁名稱：HKMA)將會顯示貨幣基礎總額與各分項數字，其中包括負債證明書(支持在香港發行銀行紙幣之用)、流通硬幣、銀行體系總結餘，以及外匯基金票據與債券未償還總額。此外，專頁亦顯示進行貼現窗活動前的數字。上述資料將於每日貨幣市場收市後公布。

1 指定工具是指香港按揭證券有限公司、機場管理局和地下鐵路公司根據其各自的債券發行計劃(由金管局負責安排)發行的債務證券。

注意事項

金管局提出七項技術性措施，以及主動提高透明度和披露更多資料，目的是要鞏固香港的貨幣發行局制度。這些措施將會加強以每美元兌7.80港元作為固定匯率的聯繫匯率制度的穩健性。此外，它們亦將會減少利率過度波動，以致危害金融穩定。關於貨幣發行局制度在引入這些技術性措施後的運作情況，金管局希望銀行業特別注意以下三點：

第一，貼現窗像流動資金調節機制一樣，其原意並不是供持牌銀行協助進行有可能引致外匯或貨幣市場動盪的操控活動之用。如果當局有理由相信某家持牌銀行曾經從事這類活動，該持牌銀行將被限制使用貼現窗。

第二，由於金管局負責管理財政儲備及協助庫務局進行資金頭寸管理，因此金管局不時需要按照政府的財政狀況在外匯及貨幣市場進行活動。在進行這些活動時，例如，動用外匯儲備支持罕見的財政赤字，金管局會確保不會違反貨幣發行局制度的原則。

第三，金管局有明確責任確保貨幣市場有秩序地運作。過去一些涉及大量港元交易的例子（例如大型發售新股活動），曾引致銀行同業市場出現極端的情況。金管局總裁任志剛在1998年3月3日的一項聲明中，已清楚表明金管局在這些事例中可能會在銀行同業市場拆入或拆出資金，以紓緩這些極端的情況。這項政策至今維持不變。

貨幣發行委員會

上述技術性措施旨在加強香港貨幣發行局制度，並已於較早前由外匯基金諮詢委員會轄下的貨幣發行委員會詳細審議。該委員會近期在財政司司長批准下成立，由金管局總裁任志剛先生擔任主席，其他成員包括：

張建東先生

戴維思先生 (以香港銀行公會主席的身分)

祈連活先生

饒餘慶教授

李國寶博士

曾澍基教授

金管局副總裁簡達恆先生

金管局副總裁陳德霖先生

外匯基金諮詢委員會轄下的貨幣發行委員會的職權範圍如下：

- (a) 確保香港貨幣發行局制度的運作符合財政司司長在諮詢外匯基金諮詢委員會後所制定的政策；
- (b) 透過外匯基金諮詢委員會向財政司司長匯報關於香港貨幣發行局制度的運作；
- (c) 在有需要時，透過外匯基金諮詢委員會向財政司司長提出關於加強香港貨幣發行局制度的穩健性和成效的建議；
- (d) 透過公布香港貨幣發行局制度運作的有關資料，以確保該制度的運作符合高透明度的標準；和
- (e) 促進各界對香港貨幣發行局制度的了解。

七項技術性措施的成效

自1998年9月初推出新措施以來，市場氣氛已見顯著改善。此外，由於美國利率下調，港元利率也隨之向下調整。1個月和3個月香港銀行同業拆息分別由8月底的18厘和15厘，逐步下降至11月初的5.75厘和6.25厘。在這情況下，港元和美元的利率差距大幅收窄，3個月香港銀行同業拆息與同期美元利率的差距由9月初接近700基點，收窄至11月初約100基點。長期收益率曲線方面，10年外匯基金債券與美國國庫券的差距也在同期由456基點下跌至246基點。

1998年9月14日，由於市場對兌換保證的適用匯率會隨時由7.75轉為7.80的傳言感到憂慮，引發港元資金外流。9月16日銀行體系的收市總結餘預測下跌至負75億港元的水平。在金管局承諾可透過貼現窗提供日終流動資金的保證下，貨幣市場對這次流動資金緊絀的情況反應鎮定，繼續有秩序地運作。隔夜香港銀行同業拆息只是由5.5厘上升至當日最高9.25厘的水平（9月16日），而1個月香港銀行同業拆息則由8.25厘上升至12.25厘（9月14日）。9月16日收市時，隔夜和1個月香港銀行同業拆息已分別回落至7厘和9厘的水平。與6月份的貨幣狙擊事件中，隔夜和1個月香港銀行同業拆息在6月15日分別飆升至17厘和20厘的水平比較，9月中出現的利率調整已是相當溫和。雖然利率調整較前有秩序，但貨幣發行局制度的自動調節機制並未受到影響。資金外流的情況因為利率上升和銀行同業流動資金短缺而被迅速扭轉，在整個過程中，匯率都能保持穩定。總結餘預測也在9月16日迅速回復至正數水平。