



**過** 去數年，金融管理局推行多項金融改革措施，使維持滙率穩定的能力大為提高。一九九四年，金融管理局修訂了貨幣市場操作的模式、擴闊在流動資金調節機制下貼現抵押品的範圍，以及逐步擴大外滙基金票據及債券計劃，金融管理因而進一步加強。

### 金融政策目標

香港金融政策的目標，是透過健全的外滙基金管理、金融政策操作及其他必須的方法，使港元滙率在聯繫滙率制度下保持穩定。聯繫滙率制度的主要特點，是在發行及贖回負債證明書時，採用1美元兌7.80港元的固定滙率。香港法例規定，發鈔銀行須持有負債證明書，支持所發行的鈔票。

如市場滙率顯著偏離聯繫滙率，金融管理局可進行適當的外滙市場干預及貨幣市場操作，以穩定滙率。為求滙率穩定，金融管理局實施多項金融改革措施，使其能夠有效地控制銀行同業流動資金水平，從而影響短期銀行同業拆息。這些措施包括一九八八年與結算所管理銀行的會計安排、一九九零年實施的外滙基金票據計劃，以及一九九二年的流動資金調節機制，亦即香港式的貼現窗。

聯繫滙率是本港金融的支柱，而其他經濟變數，包括貨幣供應及價格，則因應不斷變化的內外環境而作出相應調節。在過

去十一年，這制度已多次證明它對連串外來衝擊具有極強的韌力，亦對香港整體的金融穩定貢獻良多。

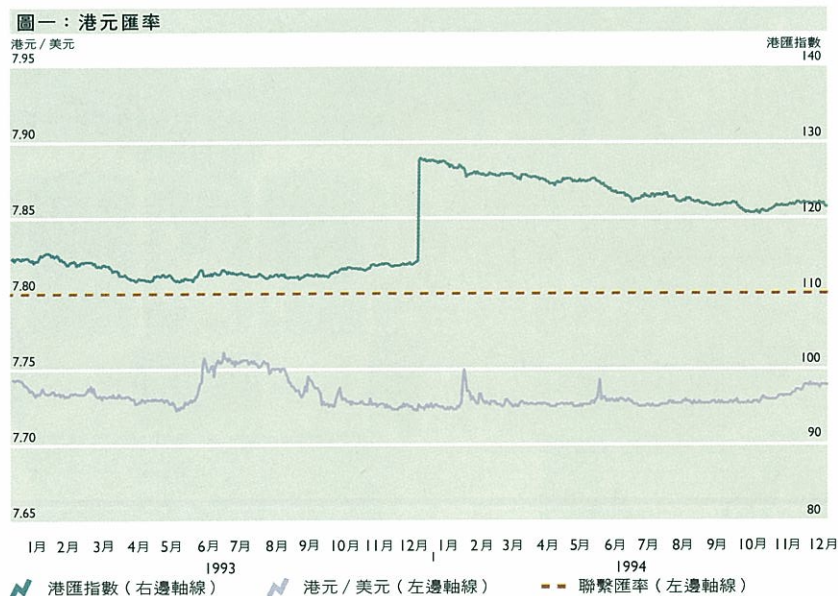
### 港元滙率

一九九四年，美元兌港元的滙率一直保持平穩，非常接近並輕微偏強於7.80的聯繫滙率水平（見圖一）。

年內，港元市場滙率大部份時間稍強於聯繫滙率，維持於7.73左右的水平。去年十一月及十二月，股市因美元利率持續上升而出現調整，導致部份資金外

流。然而，這並沒有對港元滙率造成任何明顯的影響，年底收市時為7.7375。

九四年內，港元滙率曾有兩次輕微而短暫的波動。第一次是在二月四日，當時美國聯邦基金利率多年來首次上升，隨後數天多種貨幣兌美元的滙價轉弱，而且部份的跌幅頗大，然而，港元滙率只是稍為回軟至7.7525水平，便瞬即回升至原來水平。第二次發生在六月十日，當日市場謠傳中國領導層發生變化，港元滙率輕微轉弱至7.7460的全日低位，但翌日很快便回復過來。



在聯繫匯率制度下，以貿易加權有效匯率指數（EERI，簡稱港滙指數）衡量的港元整體匯價，主要是受美元兌其他主要貨幣的走勢所影響。一九九四年一月三日，由於港滙指數修改計算方法，由原來使用的人民幣官方匯價（1美元兌5.80元人民幣），改為使用外滙調劑中心匯價（約1美元兌8.70元人民幣），導致港滙指數急升13.2點。修改港滙指數的計算方法，是因為人民幣官方匯價已由九四年一月起與調劑中心匯價並軌。十月中以前，由於美日長期的貿易糾紛、美元與歐洲各國貨幣的息差收窄，以及美國債券市場急跌，美元兌日圓及主要歐洲貨幣的滙率持續轉弱。因此，港滙指數亦逐步下跌，於十月最後一星期跌至120.5的低位（見圖一）。

在十月二十六日創出新低後，市場消息報導美國聯儲局在外滙市場干預，以及美國財政部發表支持美元的聲明使美元得到支持。港滙指數因而回升，年底收市時為121.4。

雖然在發行及贖回負債證明書時繼續沿用1美元兌7.80港元的固定滙率，但自一九九四年一月起，各銀行之間實施新的鈔票交易安排。在此以前，發鈔銀行與其他銀行之間的鈔票交易，是按1美元兌7.80港元的固定滙率以美元價值計算。因此，當港元滙率處於聯繫滙率的強勢時，銀行從客戶收回現鈔，再向發鈔銀行按7.80價格贖回美元將會出現滙率虧損。有見及此，銀行遂向客戶徵收鈔票手續費，以彌補虧損。這類手續費並不受銀行客戶的歡迎。

這個問題在一九九四年一月二十四日獲得圓滿解決。三間發鈔銀行在諮詢金融管理局後，協議今後與其他持牌銀行的鈔票交易，以港元價值計算。由當日起，持牌銀行同意停止徵收鈔票手續費，有關鈔票交易的新安排對維持本港滙率穩定並無影響。

## 金融管理

一九九四年，港元利率的走勢緊貼着美元利率（見表一）。年內，美國聯儲局先後加息六次，包括三次調高美國貼現率。鑑於美國利率上升，金融管理局相應三度調高流動資金調節機制借入及拆出息率共175個基點，至年底時分別升至3.75厘及5.75厘。

隨着流動資金調節機制的息率上調後，本港利率因而全面調

表一：一九九四年港元及美元息率變動情況表

月份	生效日期	美國官方利率		香港流動資金調節機制息率		香港銀行公會		最優惠貸款利率
		貼現率	聯邦基金利率	借入息率	拆出息率	定期存款*	儲蓄存款	
二月	4	-	+25	-	-	-	-	-
三月	22	-	+25	-	-	-	-	-
	28	-	-	-	-	+75	+50	+25
四月	18	-	+25	-	-	-	-	-
五月	17	+50	+50	-	-	-	-	-
	18	-	-	+50	+50	-	-	-
	23	-	-	-	-	+75	+50	+50
八月	16	+50	+50	+50	+50	-	-	-
	22	-	-	-	-	+50	+50	+50
十一月	16	+75	+75	+75	+75	-	-	-
	21	-	-	-	-	-	+75	+75
總計		<b>+75</b>	<b>+250</b>	<b>+175</b>	<b>+175</b>	<b>+200</b>	<b>+225</b>	<b>+200</b>

\*自一九九四年十月一日起，過去受香港銀行公會利率規則規管的一個月以上定期存款利率已解除管制。

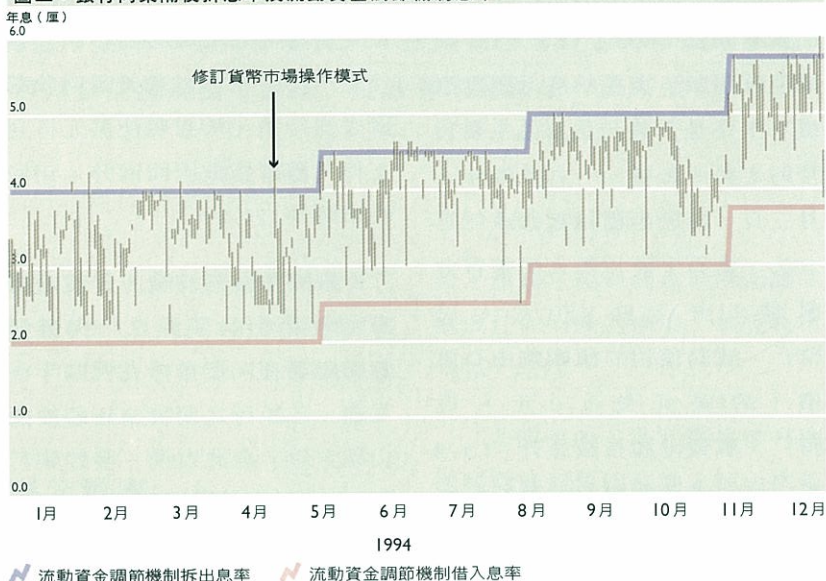
升。在利率普遍趨升的情況下，香港銀行同業隔夜拆息率大致在流動資金調節機制借入與拆出息率的範圍上落（見圖二）。有效的金融管理運作成功減少香港銀行同業隔夜拆息率的波動，對維持港元匯率的穩定有很大幫助。一九九四年間，香港銀行同業拆息水平大體上與歐洲美元拆息水平相若，三個月期的香港銀行同業拆息率與相應的歐洲美元存款利率之間的平均息差只有16.1個基點。

至於零售利率方面，貨幣市場利率的改變亦瞬即影響銀行的存款及貸款利率。經過香港銀行公會四輪加息後，受利率規則規管的儲蓄存款利率及定期存款利率分別較一年前上升225及200個基點，主要銀行的最優惠貸款利率亦上升200個基點至年底時的8.5厘水平。

由十月一日起，香港銀行公會分階段放寬利率規則對定期存款利率的管制，並首先放寬一個月以上的定期存款利率限制。解除管制後的存款利率，大致跟隨銀行同業拆息率向上的趨勢。一九九四年零售銀行存款利率放寬管制，並無對金融管理造成任何影響。

為加強管理銀行同業流動資金的能力，金融管理局於一九九四年三月修訂了貨幣市場操作的

圖二：銀行同業隔夜拆息率及流動資金調節機制息率



模式。在新模式下，貨幣市場操作所針對的是銀行同業隔夜拆息，而非銀行同業流動資金水平。過往的經驗顯示，短期銀行同業拆息與匯率，有較穩定和直接的關係。

銀行同業流動資金是指所有持牌銀行結算戶口內所持的流動資金淨額。金融管理局是通過調節結算所的管理銀行在外匯基金的戶口結餘（或稱銀行結餘）來調節銀行同業流動資金。以往，金融管理局只是偶爾調節銀行同業流動資金水平，但在實施修訂後的貨幣市場操作模式後，便可靈活地調節銀行結餘，以穩定短期銀行同業拆息在流動資金調節機制借入與拆出息率的範圍內。

為配合金融操作模式的轉變，金融管理局亦修改了在路透社屏幕上顯示貨幣市場操作資料的版面設計，以增加市場操作的透明度。自九四年三月十四日開始，新的屏幕版面設計可提供日間不同時段有關注入或抽出流動資金累計變動的資料。

為滿足季節性資金需求，月底及季末通常會有較多流動資金注入銀行同業市場，導致銀行結餘短暫驟增。九四年最大的一次注資行動是在十二月三十日，當時因為資金需求在接近年底時急增，香港銀行同業隔夜拆息率一度升上6.0375厘的全日高位，較流動資金調節機制拆出息率5.75厘還要高。在注資48億港元入銀行體系後，香港銀行同業拆息率立即回軟（見圖三）。注資行動

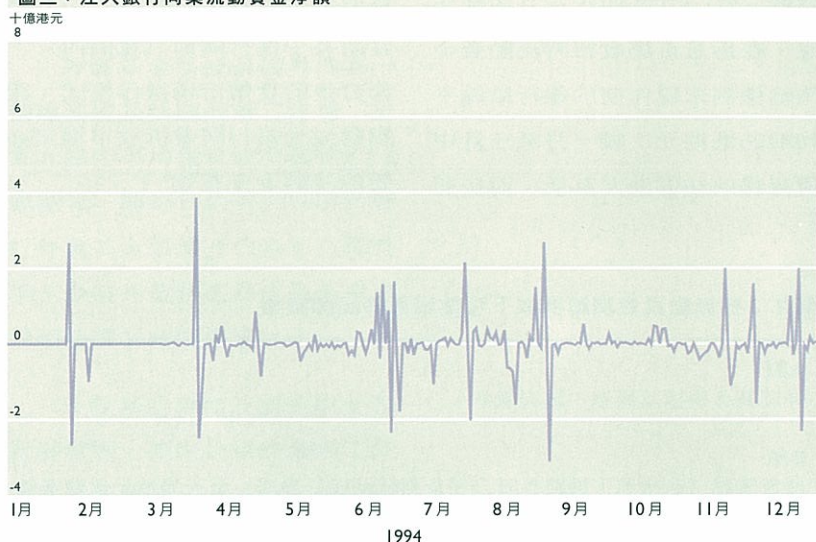
令年底結餘處於相對較高的62億港元水平。

在上市公司招股期間，金融管理局亦會注入流動資金，因為招股通常會凍結大量認購款項。雖然一九九四年新股認購活動的規模遠較一九九三年為小，但股份上市仍不時會導致銀行同業拆放市場出現緊張的情況。例如，金融管理局於九四年一月二十九日暫時注入約26億港元的流動資金，幫助銀行體系退還申請認購快訊國際集團有限公司股份的款項，緊絀的資金遂得以紓緩；在十一月亦分別注資21億港元及19億港元，以紓緩由於嘉禾娛樂事業（集團）有限公司及廣南（集團）有限公司公開發售股份而導致銀行同業拆放市場短暫的緊張情況。此外，較小規模的注資行動亦不時進行，以減少香港銀行同業拆息率的波幅。

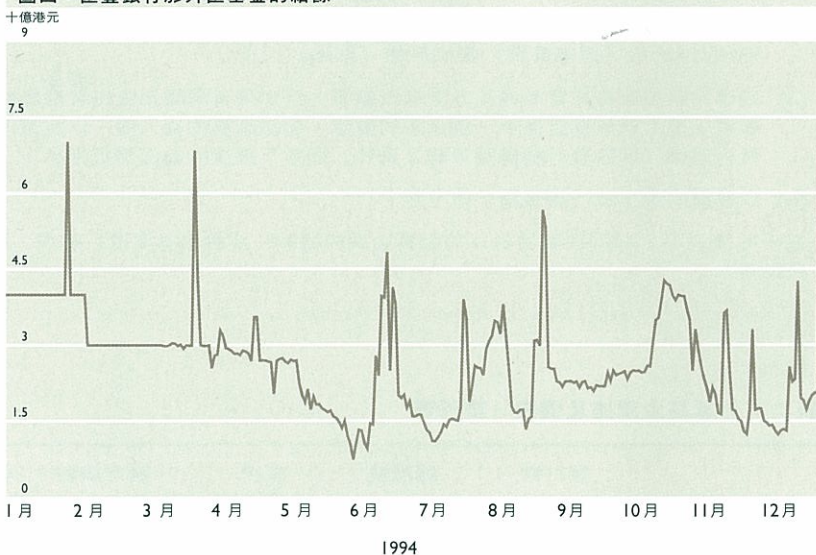
注入銀行同業的流動資金，一般屬短期性質。當銀行同業市場的緊張情況紓緩下來後，過剩的流動資金即會被抽回。一九九四年，過剩的流動資金經常由流動資金調節機制的借入機制吸納。

透過金融管理運作與流動資金調節機制拆借活動雙管齊下，便可因應銀行同業拆放市場的情況，以及特別是香港銀行同業隔夜拆息的水平，來適當調節銀行

圖三：注入銀行同業流動資金淨額



圖四：匯豐銀行於外匯基金的結餘



結餘。從一九九四年三月中到年底，在拆息市場收市時流動資金調節機制未運作前的銀行結餘平均約25億港元，較一月至三月中所錄得的36億港元為低；而按照

舊的貨幣市場操作模式，結餘在當時甚少進行調節（見圖四），修訂後的貨幣市場操作模式，證實對減少銀行同業拆放市場不必要的波動十分有效。

為進一步提高流動資金調節機制的成效，在流動資金調節機制下可貼現的抵押品範圍於三月得以擴闊，將法定團體及私營機構發行的高質素港元債務票據包

#### 附文：在流動資金調節機制下可貼現抵押品的資格

##### A類

外匯基金票據及債券、政府債券

##### B類

法定團體（包括地下鐵路有限公司及臨時機場管理局）發行的港元債務票據，以及獲標準普爾評為AAA級的港元債務票據或同級票據。這些證券須存放在由金融管理局管理的債務工具中央結算系統，並須透過該系統進行結算。

##### C類

符合以下準則，並須獲金融管理局批准的港元債務證券：

- (i) 該票據須存放在金融管理局管理的債務工具中央結算系統，並透過該系統進行結算；
- (ii) 由銀行發行的票據，其評級在任何時間均須不低於A一級（標準普爾）或A3級（穆迪），如發行人並非銀行，則須有A評級（標準普爾）或A2評級（穆迪）；及
- (iii) 為確保票據擁有買賣市場及方便每天報價，至少須有兩間為金融管理局接納的機構願意不時因應金融管理局的要求，盡力就該批證券中一個合理的數額，報出確實的買入價，以及每天向金融管理局提供價格資料。結構性發行票據（即除發行結構簡單的工具外）通常不獲接納為回購抵押品。
- (iv) 該票據的最少發行總額為十億港元。

在一般情況下，A類及B類證券以流動資金調節機制一般拆出息率進行貼現，而C類證券則以拆出息率加25個基點進行貼現。

表二：外匯基金票據及債券—發行人

種類	發行額 (百萬港元)	儲備額 (百萬港元)	首次 發行日期	發行周期	滿一周期 發行次數	於31/12/94的 實際發行總額 (百萬港元)	獲准發行 最高總額 (百萬港元)	
91天票據	1,500	300	14-03-90	每星期	13	23,400	23,400	
182天票據	800	160	31-10-90	每兩星期	13	12,480	12,480	
364天票據	500	150	27-02-91	每四星期	13	8,060*	8,450	
2年期債券	500	100	18-05-93	每季	8	4,200	4,800	
3年期債券	500	100	26-10-93	每季	12	3,000	7,200	
5年期債券	500	100	27-09-94	每季	20	1,200	12,000	
						<b>總額</b>	<b>52,340</b>	<b>68,330</b>

\*包括三次發行共值4億港元（另加1.2億港元儲備）的票據

括在內（見附文）。至一九九四年底，三批發行總值合計達80億港元的私營機構債務票據獲批准成為合資格的抵押品。擴大流動資金調節機制下可貼現的抵押品範圍，不但有助推動港元債務市場的發展，更方便了銀行管理流動資金。

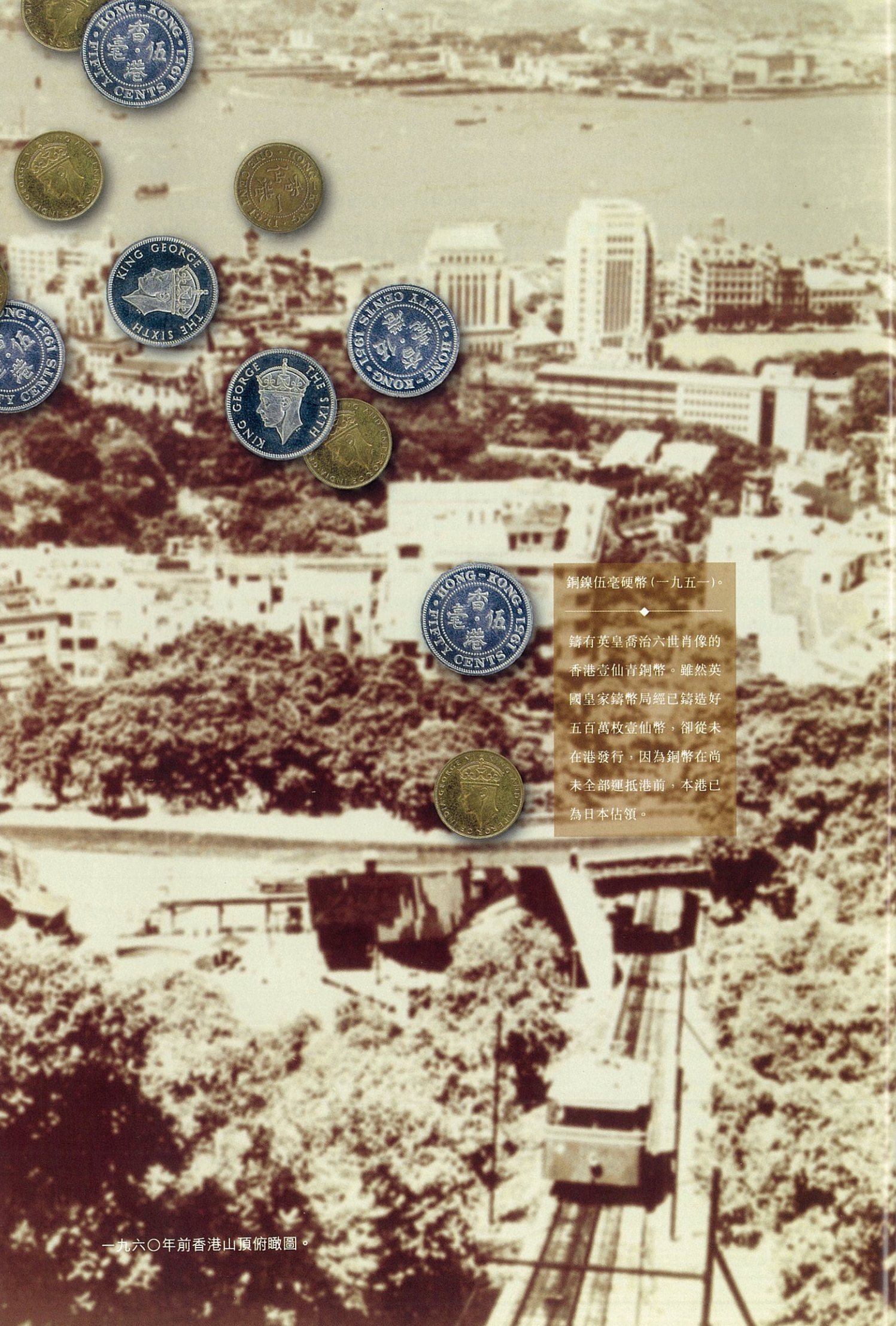
### 外匯基金票據及債券計劃

外匯基金票據計劃自於一九九零年推出後，一直是金融管理局進行公開市場操作的有效工具。一九九四年十二月底，外匯基金票據及債券的總發行額達523億港元，幾乎相等於20倍該年銀行同業流動資金的平均水

平。

外匯基金票據及債券擁有一個極流通且活躍的第二市場，一九九四年平均每日成交額達223億港元，即每日約有55%的已發行外匯基金票據及債券在市場轉手，令這些債務工具成為全球交投最活躍的政府票據之一。

外匯基金票據及債券廣受投資者歡迎，原因是這些債務工具的信用評級甚高、具有龐大的買賣市場，及有完善的市場基礎設施以提高票據的流通性。第二市場流通性高，亦有賴具效率的結算制度及市場莊家安排，使獲委任的市場莊家能夠進行拋空活動（見表二）。



銅鑲伍毫硬幣（一九五一）。

◆

鑄有英皇喬治六世肖像的香港壹仙青銅幣。雖然英國皇家鑄幣局經已鑄造好五百萬枚壹仙幣，卻從未在港發行，因為銅幣在尚未全部運抵港前，本港已為日本佔領。

一九六〇年前香港山頂俯瞰圖。