

香港貨幣發行局 制度之檢討

目 錄

	頁數
前言	2
第一章：改革的考慮	4
第二章：現代的貨幣發行局制度	8
第三章：香港貨幣發行局制度	25
第四章：表現評估	34
第五章：預防和應變措施	39
詞彙	49

前言

亞洲金融風暴的發生，令各界對我們如何保持香港貨幣穩定的興趣大增。區內其他貨幣相繼崩潰，促使許多香港以外地區的人士研究香港透過有效的貨幣發行局制度來維持匯率穩定的經驗。香港方面，由於狙擊港元的活動令利率波動，加劇本港經濟調整帶來的痛楚，很自然引起社會各界廣泛討論如何能改進貨幣發行局制度。年內，我們對貨幣發行局制度作出了不同的修訂；其中最重要的，是1998年9月推出的7項技術性措施，這些措施強化了貨幣發行局制度，有助減低因操控市場活動而引致利率波動的幅度。不過，貨幣發行局制度改革必須是一個持續的過程，由認識有關課題的人士就現行做法、基本原則和將來的可能發展方向進行全面檢討，會對改進貨幣發行局制度大有裨益。我現在公開發表這份檢討香港貨幣發行局安排的金管局內部文件，希望能進一步鼓勵目前對這個課題的建設性討論。

貨幣發行局制度是一個很技術性的課題，過去，只有古舊的金融歷史典籍會偶然談及。在最近十多二十年裏，貨幣發行局制度再次在世界各地實行，引來對貨幣發行局的運作原則的熱烈辯論。純粹主義者比較固執，戀棧過去比較簡單的日子，當時貨幣基礎幾乎只有紙幣和硬幣。本文件一方面認同貨幣發行局必須按某些核心原則運作，但也採取比較切合實際的觀點：嘗試列出必要的核心原則，讓貨幣發行局能有效運作，又具有公信力；以及研究需要作出修訂和改進的地方，以便能配合急速改變的技術、通訊和全球金融市場。本文件檢討香港在推行貨幣發行局方面所取得的15年實際經驗，並嘗試提出一個理解及發展現代貨幣發行

局制度的概念性架構，以刺激討論。本文件亦根據這個概念性架構來評估香港的聯繫匯率制度，並研究可以作出改進的地方。

我在8月初完成這份文件。其後發生了不少事件，本文件建議的許多改進措施都已付諸實行，而且亦運作良好。這些改進措施包括兌換保證、外匯基金票據和債券與總結餘之間的可轉換性，以及在外匯基金諮詢委員會下設立貨幣發行委員會。儘管有這許多重要發展，我基本上沒有對本文件作出修改：支持有關措施的論據和詳細內容仍然適用，而許多已推行的措施在本文件內仍然保留為建議，而不是以事後作為解釋的形式出現。本文件觸及的許多其他課題仍須進行大量研究：其中較重要的是兌換保證的範圍和貨幣基礎不同組成部分之間的可轉換性。

這份內部文件的第二章所載的理論研究已刊載於上月出版的另一份文件內，文件的標題為「現代貨幣發行局制度」。這份文件的刊發收到正面效應，有助刺激市場人士、學者、政界人士以至社會大眾對有關課題的討論，有見及此，我決定將整份內部文件公開，希望能令有關討論繼續下去。為了幫助大家明白這個專門的課題，本文件末附有技術詞彙表，以供參考。

**香港金融管理局總裁
任志剛**

1998年12月5日

第一章 改革的考慮

1 我身為金融管理局(金管局)總裁，要負責香港貨幣發行局安排的運作和其他事項。我基於四方面的考慮，決定編寫這份技術文件。

2 **第一方面**的考慮是比較學術性的。鑑於在現今金融體系中，一切的制度安排都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並不涉及現金，所以對於今時今日貨幣發行局制度應有的結構模式也眾說紛紜。國際貨幣基金組織在1996年12月20日發出兩份有關貨幣發行局安排的內部文件供執行董事會討論。文章對目前若干經濟體系實行的貨幣發行局安排進行了廣泛研究，研究結果顯示即使研究對象數目不多，但它們所推行的貨幣發行局制度結構也各有不同。

3 儘管現行的各個貨幣發行局制度的結構模式主要視乎本地環境而定，但似乎一直以來都沒有一些關於貨幣發行局制度理想結構模式的討論，就是理論上的討論也欠奉。這種情況存在一定程度的危險，原因是本地環境的發展往往由政治壓力主導，可能會令貨幣發行局偏離貨幣規範化的運作原則，最終打擊制度的公信力。

4 **第二方面**的考慮是政治性的。由於香港本身的情況不斷轉變，特別是目前政府與政治團體之間關係，因而令我有這方面的考慮。無論香港的議員是直選或間選產生，他們都能夠致力服務社會，而且也越來越有效和認真地將社會大眾的意見表達出來。議員們有權要求政府聽取他們的意見，而政府在制定政策時，即使關於貨幣管理這個深奧難懂的範疇，議員們的意見也有很大參考價值。然而，如果規範化的貨幣發行局制度要長遠維持其公信力，便必須確保其日常運作不會受到任何形式的短期政治干擾，無論其本意有多好，也是不能接受的。一個負責任的政府不應該只顧眼前利益，而危害社會整體的長遠福祉。

5 香港實在很幸運，因為它的立法機構和政府都明白到保障貨幣發行局制度不受短期政治干擾的重要性。然而，為了確保和加強這項保障，我們必須有穩固的理論和制度基礎，以便能夠在這個基礎上以高度專業和高透明度的方式來制定和推行有效的制度安排。類似的例子在其他司法地區的中央銀行制度安排中屢見不鮮。

6 **第三方面**是技術性的考慮。儘管貨幣發行局制度中的貨幣規則相當簡單，但在實際安排中卻有許多變化。香港實行的貨幣發行局制度自1983年10月設立以來，也經歷了不少重大轉變。其中許多特色一方面反映在香港的貨幣管理歷史中不同階段的獨特之處，另一方面也是因為在不同時間參與貨幣制度運作的人無可避免地會對貨幣制度產生影響，因而形成這些特色。我有幸在過去16年一直緊密參與香港的貨幣管理事宜。事實上，除了聯繫匯率以外，我可以坦然地說香港大部分近期的貨幣改革措施的設計、推出以至執行，不論功過、成敗，也是我的責任。至於聯繫匯率本身，則是當時從英倫銀行借調任職金融事務科副金融司 Anthony Latter 的傑作，而我當時有幸作為首席助理金融司，與他一同合作。我們不應該忽略他對香港貨幣穩定的莫大貢獻，雖然當時尚有其他人以不同身分參與或聲稱有份參與有關工作，但他的貢獻實在遠遠超過這些人。

7 儘管香港的貨幣發行局制度多年來一直運作良好，並發揮了應有作用，但仍算不上是典範。嚴格來說，香港的貨幣發行局安排其實要到1996年12月才建立起適當的基礎。當時香港的支付系統實行即時支付結算系統，作為配合，所有持牌銀行都要在金管局，即負責操作貨幣發行局的機構開設結算戶口。直到這時，貨幣基礎中的主要組成部分才根據貨幣規則受到適當管理。技術安排經常都會有可以改進的地方，而這更是一個持續的過程，就如我們

過去15年來不斷改進聯繫匯率制度的運作一樣。我們需要有一個比較明確的架構來研究這些技術事項，因為市場對技術事項都相當敏感，而且有關的目的又往往會被人誤解。

8 **第四方面**的考慮是策略性的。全球金融秩序正急速轉變，主要特色是資金流向反覆不定。資訊和電訊技術先進精密，大大提高了全球金融體系的效率。在高效率的體系下，個別經濟體系，特別是那些小規模的開放型經濟體系一旦出現政策錯失，便會受到嚴厲的懲罰，目前亞洲部分經濟體系所面對的困境正是例證。隨著日本持續受到經濟困難和金融體系的結構性問題困擾，以及歐元面世，全球金融體系越來越受到美元和歐元這兩種貨幣支配，而日圓和其他次要貨幣的重要性則相對下降。這些貨幣也成為外匯市場中常見的投機對象。

9 上述發展對個別經濟體系的匯率政策產生策略性影響。在投機活動的刺激下，資金流竄的浪潮變得更為洶湧，令一個又一個的固定匯率制度相繼倒下，一種貨幣與另一種貨幣之間要建立鬆散掛鉤制度的空間正在消失。即使有審慎的政策，普遍意見均認為只有自由浮動匯率或強如貨幣發行局制度下的固定匯率才可以繼續運作下去。同時，貨幣的匯率如何釐定，最終都會受到金融世界裏的每一個人嚴密監察，特別是那些貨幣狙擊手，它們伺機行動，隨時準備狙擊那些弱勢貨幣。

10 我認為即使是最堅固的小船，也不可能長久在驚濤駭浪中破浪前進。小船只會被拋來拋去，直至它破損沉沒。小船最好還是與可見範圍內最大的輪船牢牢地焊接起來，緊隨這艘船航行。儘管小船有時會沒入水裏，有時會露出水面，但它不會沉沒。所以，為審慎計，在海面再次翻起巨浪之前，我們最好還是看看港元與美元的聯繫是否夠緊密，又或者是否牢固得足以應付滔天巨浪。

11 這份技術文件的第二章嘗試勾劃現代貨幣發行局制度的理論架構，還會討論應如何安排這種制度的結構模式等實際事項，並提出一個模型制度作結。第三章則會在這個背景下，闡述香港現今實行的貨幣發行局安排，而第四章會嘗試評估過去15年來這個制度的表現。第五章會提出一些強化香港的貨幣發行局的預防和應變措施，以鞏固對港元的信心以及促進匯率穩定。

12 非常感謝倫敦經濟學院的Charles Goodhart教授就本文件早期的版本給予我寶貴的意見。自1983年就聯繫匯率提供意見至今，長久以來，他一直參與香港的貨幣管理事務。此外，我也要多謝我三位非常能幹的副總裁—簡達恆、沈聯濤和陳德霖，他們也就本文件內論述的事項提供了寶貴意見。我亦獲益於財政司司長曾蔭權和財經事務局局長許仕仁的指導和鼓勵，這超乎於財金官員一般給央行行長的支持。不過，本文件若有任何錯失，全都是我的責任。

**香港金融管理局總裁
任志剛**

1998年8月5日

第二章

現代的貨幣發行局制度

13 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並不涉及現金，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而出現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，而且以高速四圍流竄，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。本章嘗試勾劃現代的貨幣發行局制度的理論架構。

貨幣規則

14 貨幣規則是貨幣發行局制度的關鍵部分，根據貨幣規則，貨幣基礎的任何變動，只有在外匯儲備以指定外幣及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的模式運作。據此，貨幣發行局會按固定匯率將本地貨幣兌換為外匯儲備。兌換保證可以由貨幣發行局發動，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的結算是經由貨幣基礎進行，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。

15 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是旨在加強外界對貨幣規則的確得到嚴

格遵守的印象，那麼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的資料。貨幣發行局的運作保持獨立也同樣重要。貨幣發行局絕不可因為政治目的而受到影響，如因政治目的而行使酌情權，使其偏離貨幣規則，亦絕不可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貨幣規則的運作原則而對經濟帶來的痛楚。

外匯儲備

16 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而非存量；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，在心理上，如果貨幣發行局持有的外匯儲備能夠多於貨幣基礎，甚或超過兌換保證涵蓋的本地貨幣的數額便最理想。這一點是不論因兌換保證而產生的交易是否經由貨幣基礎結算。

貨幣基礎 — 定義

17 以簡易的話來表達，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基礎的價格（不論以甚麼方式來衡量）或貨幣基礎供應。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在負責貨幣管理的機構的資產負債表上，而在我們現在所討論的情況下，這個機構就是貨幣發行局。

18 過去的貨幣發行局制度中的貨幣基礎在某程度上只關注紙幣，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，而且在理論上已沒有這樣的需要。

19 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持有的結餘總額（總結餘）。本章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，則可能會牽涉偏離貨幣規則及打擊貨幣發行局的公信力的風險。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之情況下，在貨幣基礎中的總結餘創造額外貨幣。

20 然而，我們可以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。

21 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有外匯儲備作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。其實，由於貨幣發行局債券可為銀行用貼現方式提供流動資金以結算交易，因此實際上是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予以擴闊，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。

22 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，他們能夠實際觸摸到的貨幣事實上是由外匯儲備支持的，並可按固定匯率兌換為外幣，實在會令人感到很穩妥。這就如你持有本地貨幣，就等於持有該種外幣一樣。

23 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。只要紙幣是以總結餘作為支持發行和贖回，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，貨幣發行局可以只在有關銀行的結算戶口結餘中扣除所需數額。隨著總結餘下跌，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。

24 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之內。假如支付系統的责任規定貨幣發行局要提供流動資金，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之內，但這些債券必須有外匯儲備支持。

25 無論如何，在沒有法定的準備金制度以及銀行同業支付系統快捷妥善的情況下，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」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，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

26 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，全都由外匯儲備提供十足支持。

27 紙幣與總結餘之間的可轉換性是很敏感的問題。如果真的可以這樣進行轉換，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的方式進行支付，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用紙幣與貨幣發行局交易時有一個選擇。它們可以按固定匯率用外匯取得紙幣，或透過它們在貨幣發行局的結算餘額以本地貨幣換取紙幣。

28 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。

29 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，當然如果這樣做能按一個較市場匯率低的價錢取得外匯儲備又當別論。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。

買家大可利用存款，而銀行亦可以利用其於貨幣發行局的結算戶口，這些做法都比以紙幣購買貨幣發行局債券方便許多，特別是在紙幣可以轉換為總結餘情況下。

30 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也無補於事。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。

31 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。制度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。炒家無須花費太多，便可以令總結餘耗盡或出現負數累積了的本地貨幣好倉，令利率飆升，並從中圖利。

32 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讓性。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。

兌換保證 — 結算

33 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。

34 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以結餘總額來完成結算，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

35 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，而結餘總額的槓桿效應，亦不能期望所有公眾人士都能完全明白。

36 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。由於結餘總額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，從而增加結餘總額。

37 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之時，會使銀行須以高昂的息率來借入銀行同業資金，以彌補結算戶口資金的不足，這樣銀行便可能要承擔風險。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結餘總額減少，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。

38 **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，透過結餘總額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。

39 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結餘總額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。結餘總額與外匯儲備相比是個小數目，兌換保證只適用於結餘總額應無問題，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。

40 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

41 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，這項規則就是：兌換保證不落實履行，結餘總額便會完全不變。

42 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。

43 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。

44 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

45 無論貨幣發行局制度在貨幣基礎定義、貨幣基礎組合成分的可轉換性，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。

46 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。

47 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。

48 **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。

49 **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。

50 **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。

51 **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結餘總額，便沒有現鈔套戥的需要。

52 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結餘總額來進行，資金流入或流出便會引致結餘總額相應的變動，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。

53 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的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。這方面牽涉若干因素，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。

54 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，當局應提供結餘總額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結餘總額預測數字。這些資料將有助銀行作好準備，以免受到結餘總額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

55 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，應盡量減少無辜的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「止痛速效配方」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。

56 此外，必須明白結餘總額的槓桿效應十分強大，可以將調整的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），結餘總額減少甚或變成負數，銀行都迫於要向貨幣發行局交出外匯，以使結餘總額回復原有水平，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

57 因本地或外來震盪（包括貨幣狙擊）引起的必要調整可望只是暫時性的。不過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，也有可能令本地貨幣的信心崩潰。在這個情況下，集中在本地利率高企的調整壓力可能會令借款人尋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。有可能需要立法以便令這些過程順利進行。如果貨幣發行局與之掛鈎的外幣是美

元的話，這個過程實際上等同「美元化」，本地貨幣逐漸地和有秩序地停止流通。但在整個過程中，匯率仍應會保持穩定。

制度模式

58 根據本章較早前提到的理論層面的討論，我在下文勾劃現代的貨幣發行局制度模式。我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結餘總額來結算。

- (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結餘總額和預測數字，以及貨幣發行局持有的外匯儲備。

第三章 香港貨幣發行局制度

59 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的安排，亦顯示貨幣制度不同參與者對其造成的各種影響。因此，從本章闡述香港貨幣發行局制度的實況中，可見它與前章所述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一直行之有效，對香港發揮良好作用。

總結餘的控制

60 香港貨幣發行局制度的一個特點，就是在1983年10月至1988年7月期間，貨幣基礎的核心部分——總結餘——毋須遵守貨幣規則（這安排已經修改）。1983年10月最初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。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。因此，滙豐銀行是總結餘的控制人，因而亦可創造貨幣。

61 當時並無安排規定滙豐銀行必須使總結餘符合貨幣規則，亦無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，是它的貨幣及外匯市場活動，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。在這個安排下，由於無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預期所見的並不一致。

62 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，便制定了貨幣發行當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。總括來說，滙豐銀行無需像其他商業銀行一樣要為本身的商業活動籌劃資金，亦不用考慮貨幣規則的限制，便可創造貨幣（即增加總結餘），而貨幣發行局則須收回新創造的貨幣（即減少總結餘）。

63 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其資產負債表上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。

64 及至1988年7月有了所謂的「會計安排」，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互相對調，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支付懲罰性息率。由於這項戶口結餘只可透過與貨幣發行局進行交易才会有增減，總結餘至此才得以確定，並間接受到貨幣發行局的控制。

65 1996年12月香港銀行同業結算推行即時支付結算系統，會計安排亦由另一項較常規的安排取代。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

66 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時，大致上均已遵守總結餘的貨幣規則，只有在充份理由的情況下才有例外。

67 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，這將會在本章稍後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

68 正如現時的定義及理解一樣，貨幣基礎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

69 關於對支持銀行紙幣發行的負債證明書所作的兌換保證，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兌換成為外匯儲備。

70 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。

71 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。

72 有人可能認為在1988年7月或1996年12月，總結餘初次確定及後正式歸入貨幣發行局的資產負債表內，貨幣發行局應該正好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。但由於香港其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造成重大影響。

支付系統責任

73 總結餘既已置入貨幣發行局控制之中，並被正式撥入貨幣發行局資產負債表內，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。

74 1990年外匯基金票據及債券計劃面世，流動資金調節機制（「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，

以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。

75 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) 是以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」。

76 此外，發行外匯基金票據 / 債券所得收入大致上都被轉為外匯儲備內，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

77 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，但根據一貫的規定，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它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。

78 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

79 總括而言，香港貨幣發行局制度根據第二章所述理論架構可以摘要如下：

- (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，或透過代理的持牌銀行購入。
- (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。

第四章 表現評估

80 若論維持匯率穩定的功能，香港的貨幣發行局制度實施近15年以來表現良好，而較深入地探討其結構、演變過程及運作機制時，即可發現幾個有趣的方面。本章將會評估香港貨幣發行局制度的表現及分析其15年來不同的發展歷程，最後以現制如何偏離本文第二章所述的模式制度作結，希望日後環境因素有變以致此制需作修訂改善時，本文能具參考作用。

早期

81 最初由1983年10月至1988年7月推出會計安排的接近五年期內，貨幣發行局制度運作並非完全暢順。根據貨幣規則，貨幣基礎的變動必須同時有外匯儲備的變動作配合，但嚴格遵守貨幣規則的只是銀行紙幣部分，總結餘卻不受限制。兌換保證亦只適用於負債證明書，並不適用於銀行紙幣本身。此外，由於銀行都不鼓勵客戶從存款帳戶提走或存入大量銀行紙幣，有意義的銀行現鈔套戩從未出現。

82 這段時期匯率之所以維持穩定，只是靠在外匯市場的干預。由於總結餘被歸入一家商業銀行，而非貨幣發行局的資產負債表內，外匯市場干預行動不能保證必定同時能對貨幣市場產生良好的效果。貨幣發行局是非銀行客戶，干預行動的代理銀行是香港銀行公會結算所的管理銀行——滙豐銀行。在干預行動中，滙豐銀行代貨幣發行局在市場出售美元，但透過滙豐銀行本身或代

其客戶進行的貨幣市場活動，被購入的港元便會循環流返或滲回銀行同業市場內。貨幣發行局當時的基礎其實並不穩固。

中期

83 1988年7月至1996年12月是香港貨幣發行局制度發展的中期。在此期間，貨幣發行局建立較穩固的基礎，總結餘被歸入貨幣發行局的資產負債表內，因而須遵守貨幣規則。但在會計安排下，貨幣發行局仍須透過滙豐銀行（香港銀行公會結算所的管理銀行）的資產負債表發揮作用，因此它對總結餘僅具有間接的控制。

84 在確保總結餘符合貨幣規則的新責任上，貨幣發行局亦花費了一段時間才能適應。由於來自貨幣市場的壓力，以及在會計安排下只能間接控制總結餘的情況下，貨幣發行局的有效運作是經常遇到困難的。有見及此，在不改變當時結構的前題下，貨幣發行局亦對運作模式作出一些試驗，但在事後檢討發現這些試驗其實亦不甚成功。因此，說實在的，這一個中期的發展過程並不是一帆風順的。此外，貨幣發行局作為最後貸款人的身分，亦使事情更複雜。貨幣發行局透過滙豐銀行在該局所設戶口的結餘的形式來管理總結餘時，並非一直能完全堅守貨幣規則，有時亦會以利率或總結餘為市場操作目標而技術偏離了這規則。雖然每次偏離貨幣規則的情況都有充分理據，但需要經過一段頗長時間才產生一套貫徹的操作模式。此外，除了1995年初墨西哥危機對整體新興市場造成憂慮而引致的一次貨幣衝擊外，這段期間貨幣從未因炒賣活動而出現貶值壓力。但在墨西哥危機的沖擊中，貨幣發行局管理總結餘時緊守貨幣規則，成功化解當時的問題。

現代化

85 1996年12月推出即時支付結算系統，總結餘亦同步地直接歸入貨幣發行局的資產負債表內，有關總結餘的貨幣規則便告穩健建立。貨幣發行局在無意間偏離貨幣規則的範圍亦被削減。

86 鑑於1997年7月2日亞洲金融危機在泰國爆發，上述制度的現代化工作推行正好及時，從而有效應付一些真正的考驗。香港貨幣發行局制度極為穩健，有龐大的外匯儲備作為後盾，因此是最後才受金融危機侵襲的經濟體系，所受影響亦最少。但港元確實受過多次間斷的衝擊，迄至撰寫此文時，港元已先後在1997年10月、1998年1月及1998年6月遭受衝擊，而在這三次事件中，貨幣發行局一直堅守總結餘的貨幣規則，雖然銀行同業息率急升，但匯率仍保持十分穩定。

87 1997年10月出現大量沽空港元交易時，情況更是如此。售予貨幣發行局的港元數量(1997年10月21日進行的現貨交易)比總結餘多出很多倍。即使貨幣發行局在上兩日已多次提出警告，但銀行在結算日(10月23日)才開始明白這種情況，而銀行同業市場資金根本極為緊絀，拆借息率被推至極高水平。其後經過了好一段時間，還有貨幣發行局反覆詳細解釋，銀行才明白補充總結餘的唯一方法就是由它們向貨幣發行局售回手上的美元。結果，銀行逐漸把美元售予貨幣發行局，然後套回港元資金，而這些交易都是即日結算，有別於第二個工作日結算的現貨外匯交易。這種做法可使總結餘得到補充，以及紓緩銀行同業市場的緊絀情況。

88 為協助銀行更有效地安排本身的港元資金需要，並避免市場恐慌及利率過度調整，貨幣發行局於6月開始每小時公布未來兩日及以後的總結餘變動的預測。此舉對維持市場平穩氣氛大有幫助，而且這項公布措施推行以來，港元第三次受到衝擊時的震盪已遠比1997年10月的為小（儘管前者沽空港元的數額也較小）。

89 但息率始終維持偏高。撰寫此文時，港元最優惠貸款利率比美元同等利率高出125個基點，3個月期銀行同業拆息也高出約3個百分點。引致息差持續高企的原因難有定論，但亞洲金融危機出現以來，亞洲各地貨幣（除港元及人民幣外）已大幅度貶值，人們很自然地擔心香港貨幣發行局下的匯率制度可能不保，這種憂慮是最重要的理由之一。市場氣氛普遍不安，資產價格暴挫及經濟增長大幅度倒退，更如雪上加霜。此外，政治情況轉變後即使是這類性質的技術事情都倍受關注，加上利息高企，失業率上升，資產股票價格急跌，經濟增長為負數，對市民大眾形成極大痛楚，這類事情被受各界關注也不難理解。

90 高息的問題曾被歸咎於貨幣發行局的運作方式。在紓緩利率痛楚的建議辦法中，有些認為即使是貨幣受到衝擊，貨幣發行局也可同時達到維持匯率穩定及利率低企的雙重目的。可是，若非冒險偏離貨幣規則，以致損害貨幣發行局制度的公信力，這些辦法都無一可行。1998年4月公布的《金融市場檢討報告》已對此作出詳細評述。

91 不過，現時香港的貨幣發行局制度不是完全沒有弱點。事實上，將第二章所述理論架構（尤其是模式制度）與香港的貨幣發行

局作一比較，便可發現後者確實有下述的偏離情況：

- (a) 貨幣基礎包括總結餘及支持銀行紙幣發行的負債證明書。由貨幣發行局發行並以外匯儲備支持的外匯基金票據／債券，則不是貨幣基礎的一部分。但即時支付結算系統的即日回購安排及流動資金調節機制（即使具備一些限制條件）可容許它們轉換成為總結餘的一部分。
- (b) 貨幣基礎按照定義要以外匯儲備提供十足支持，並須遵守貨幣規則，而利用即時支付結算系統的即日回購安排及流動資金調節機制借取資金則屬例外。
- (c) 貨幣基礎兩個組成部分均以外匯儲備提供十足支持，但兩者之間不得進行內部轉換。
- (d) 除了對支持銀行紙幣的負債證明書作出兌換保證外，並無有關適用範圍及形式的任何明確兌換保證；至於銀行紙幣本身，也無這類兌換保證。
- (e) 貨幣發行局只會短暫地執行兌換保證，在外匯市場購入被售出的本地貨幣，這種做法雖然具備靈活性或有建設性的不明確，但也造成不明朗因素。
- (f) 執行兌換保證所用的是貨幣發行局不時定出的非公開匯率，而不是7.80港元兌1美元的固定匯率，這樣使市場匯率顯著偏離固定匯率，更可能令制度的穩健性受到質疑。

第五章 預防和應變措施

92 無論經濟困境是否因為高利率引致，都會打擊對貨幣的信心。鑑於目前經濟衰退形勢嚴峻，為審慎計，我們應該研究一下可以對香港的貨幣發行局安排推行那些措施，以加強社會整體對港元的信心。主要目標必須是加強香港貨幣發行局制度保持匯率穩定的能力，而不是任何其他有可能會影響這項能力的事情。相同的原則也適用於負責貨幣發行局安排的運作的機構，我們必須鞏固其聲譽和公信力。

93 這些措施能否令利率下調僅屬次要的考慮。在前幾章所作的分析的基礎上，我會在這一章裏提出幾項建議，並討論一下這些建議的影響。這些措施或從這些措施變化出來的方案可作為預防措施來推行，以加強對港元的信心或預防信心會受到打擊，也可作為應變措施，當對港元的信心受到動搖時予以推行。

貨幣發行委員會

94 儘管金管局出版了許多刊物，介紹香港貨幣發行局制度的理論和實際推行的情況，但社會人士仍普遍認為有關的技術細節難以明白。即使是銀行界，對於主要範疇的理解仍屬有限。凡此種種都極有可能削弱社會對貨幣發行局制度的支持。同樣，對港元和對香港的貨幣管理的信心以致金管局的聲譽都有可能被削弱。

95 我們有必要繼續向社會各界解釋清楚固定匯率政策最適合香港，而為了達到這個目的，香港應該實行貨幣發行局機制。同樣

重要的，是我們必須繼續反覆闡明香港的貨幣發行局制度的運作原則對經濟和貨幣管理造成的影響。為此，我們必需確保貨幣發行局運作的獨立性。當其活動已經有相當高的透明度及資料公開的同時，它亦應該避免受到短期的政治干預。觀乎現時的利率波動：當為了令利率痛楚減低而有違貨幣發行局規則的誘惑漸大。要求我們向這種誘惑屈服的 political 壓力亦愈強的時候，要確保貨幣發行局運作獨立性的原則顯得更為重要。

96 無論在任何政治制度下，最有效保障貨幣管理的健全性的方法，仍然在於負責貨幣發行局運作的機構的專業水平和獨立性，而這專業性和獨立性受到社會的認同。

97 考慮過這項因素後，現在需要比較集中討論的，是關乎香港貨幣發行局安排的運作的三個改革方向。**第一**，貨幣發行局的運作與金管局其他活動有更清晰的劃分，讓貨幣發行局的運作更為獨立，可以的話，最好有獨立帳目。**第二**，貨幣發行局的主要項目，即貨幣規則、貨幣基礎、兌換保證等，其實都是比較簡單的課題，可以更具體地加以闡明或定義。**第三**，公開有關資料，好讓貨幣發行局安排的運作情況，特別是在貨幣基礎方面有否遵守貨幣規則等，可以有更高的透明度，並隨時受到公眾監察。

98 為了達到上述目的，建議成立一個貨幣發行委員會，監察貨幣發行局的運作。這個委員會成員不應太多，並應由金融管理專員任主席，3位副總裁以金管局代表的身分出任委員會成員，另外4位成員來自金管局以外。一個低調的做法是將這個委員會設立為外匯基金諮詢委員會轄下的小組委員會，成員由財政司司長委任。

這種安排可以減低委員會因為想參與貨幣發行局運作的政治人物而變得政治化。因此，4位來自私營機構的成員應從外匯基金諮詢委員會中選出來，儘管這樣會大大縮窄了選擇範圍。其中應有學術界和會計界的成員，而其餘兩位成員則應由銀行家出任，最好其中一位是香港銀行公會主席銀行的代表。

99 貨幣發行委員會近似其他司法地區的中央銀行轄下的貨幣政策委員會，例如是美國聯邦儲備體系下的聯邦公開市場委員會，主席是聯邦儲備局主席格林斯潘；英倫銀行的貨幣政策委員會，主席是英倫銀行行長喬治。不過，很明顯貨幣發行委員會的職能與其他司法地區的貨幣政策委員會又有所不同，這個委員會的職能並不是要行使酌情權進行貨幣管理。相反，其職責基本上是要確保有關方面不能行使有違貨幣規則的酌情權。

100 貨幣發行委員會應定期開會，至少在初期應每月開會一次。委員會經外匯基金諮詢委員會向財政司司長匯報。貨幣發行委員會應盡快成立，其職責範圍應為：

- (a) 確保香港貨幣發行局安排是按照財政司司長經諮詢外匯基金諮詢委員會後決定的政策來運作；
- (b) 經外匯基金諮詢委員會向財政司司長匯報香港貨幣發行局安排的運作情況；
- (c) 在適當情況下，經外匯基金諮詢委員會向財政司司長建議提高香港的貨幣發行局安排的穩健性和成效的措施；

- (d) 通過刊發有關香港貨幣發行局安排的運作的資料，確保貨幣發行局的運作保持高透明度；及
- (e) 促進對香港貨幣發行局安排的理解。

貨幣發行局帳目

101 貨幣發行委員會需要首先研究的事項，是提供更多有關香港貨幣發行局運作的資料。我們可以透過貨幣發行局帳目的形式來提供這些資料。除了負責貨幣發行局安排的運作以確保匯率穩定外，金管局尚要履行其他重要的中央銀行職能。金管局為了履行這些職能而進行的市場活動，往往會被誤解，以致會損害貨幣發行局的公信力。舉例來說，金管局自政府一般收入接收財政儲備，並撥入外匯基金帳目內，然後在銀行同業市場拆出資金以便這些資金回流至銀行體系，從而令貨幣基礎免受影響，這種行動往往被誤解。結果，傳媒會報道金管局在銀行同業市場大手拆出資金，以遏抑利率。所以，如果貨幣發行局安排能夠有獨立的帳目並定期公布，讓公眾監察，應能增進了解，讓公眾更明白我們是非常嚴格地遵守香港貨幣發行局安排的運作原則，同時也希望藉此提高貨幣發行局制度的公信力以及社會整體對港元的信心。

102 現建議外匯基金的資產負債表初步作出劃分，以清晰顯示貨幣發行局資產負債表。資產負債表的資產方是具體指定為作支持貨幣基礎之用的外匯儲備。這些外匯儲備可能需要獨立管理，並以美元流動資產方式持有。資產負債表的負債方是貨幣基礎的組成部分，目前是負債證明書和總結餘，而假如貨幣基礎重新定義，並將已發行外匯基金票據和債券也包括在內，則再加上此項目。

這個資產負債表會非常簡單，能夠因應需要公開資料的次數而經常編製。鑑於現時我們即時公開總結餘的做法，反應非常理想，我們亦可考慮將這個資產負債表即時公布，以作配合。

貨幣基礎重新定義

103 貨幣發行委員會也應檢討貨幣基礎的定義。事實證明目前以負債證明書和總結餘兩者之和為定義的做法有問題存在。現時分別經由即時支付結算系統和流動資金調節機制進行即日回購安排以提供即日和日終流動資金的做法，被部分人士評為偏離了貨幣規則。然而，由於貨幣發行局持有持牌銀行的結算戶口，顯然有需要確保銀行同業交易能順利進行。因此，可用作取得流動資金以結算銀行同業交易的外匯基金票據和債券應作為貨幣基礎的一部分。

104 事實證明總結餘規模太小，會令銀行同業利率大幅波動，並會引來投機者覬覦，貨幣市場和外匯市場的炒家會刻意製造這些波動情況並從中圖利。由於外匯基金持有龐大的外匯儲備，因此我們有理由提出擴大貨幣基礎，把外匯基金票據和債券列為新的組成部分，並在適當管理的情況下，容許外匯基金票據和債券與總結餘兩者之間在某程度上可以互相轉換。這樣安排便可除去對重覆使用流動資金調節機制借取流動資金的銀行收取懲罰性利息的威脅，有助利率保持穩定。

105 另外，貨幣基礎的各組成部分之間的可轉換性這個一般性問題也需要處理。根據本文件的分析，得出的結論是貨幣基礎的三個組成部分相互之間能完全自由轉換在理論上是可行的，可以產生匯率穩定的效果，更可能會減輕利率波動的情況。不過，要由

現行安排轉變至這個理論上可行的情況需要非常謹慎的處理。這項行動引來誤解的機會相當高。

106 舉例來說，容許銀行紙幣可自由轉換為總結餘，或以總結餘為支持來發行銀行紙幣，都會引來部分人士懷疑銀行紙幣是否得到外匯儲備十足支持。同時，從外匯市場的現貨港元 / 美元買賣活動減少的角度來看，這項行動也要付上代價。不過，我們並不急於要一次過處理以上全部問題。貨幣基礎有三個組成部分，而以兩個組成部分為一組，便等於有六種轉換的方向，每種組合的實際重要性也有不同。我們可以在適當時候按著它們的重要性依次研究和處理，並由外匯基金票據和債券可轉換為總結餘這個組合開始進行研究。

兌換保證

107 以目前香港的貨幣發行局安排來說，加強對港元信心的其中一個重要範疇，是澄清兌換保證。我們需要再次從兌換保證所引起的交易的結算、兌換保證涵蓋的範疇以及兌換保證的形式來全面研究。

108 我要再次強調，無論兌換保證涵蓋那些範疇，以及是怎樣的形式也好，兌換保證所引起的交易的**結算**必須透過總結餘進行。這一點決不可妥協。總結餘的槓桿效應必須予以保障。我們沒有其他可行的選擇。

109 我們可以在一個相當廣泛的範圍內釐定**兌換保證涵蓋的範疇**。不過，這個選擇在心理上的重要性比技術上的重要性大，儘管我們也要考慮在運作上的相關因素。要從一個範圍外將金錢轉移至這個範圍內相當容易，而且也可以在不同層面作出這類安排。無

論我們作出那個抉擇，我們必須承認兌換保證實際上是向所有人作出的保證，無論這些人是投機者或持有港元存款的人或其他任何人。只要持牌銀行願意透過總結餘為他們提供結算服務，他們便會受到兌換保證的保障。

110 在本文件所作分析的基礎上，我們可以就**兌換保證的形式**有以下幾種選擇：

- (a) 按7.80買入和沽出，沒有酌情權；
- (b) 按所公布的接近7.80的價格買入和沽出，沒有酌情權；
- (c) 按7.80買入本地貨幣，沒有酌情權；並由貨幣發行局行使酌情權按市價沽出；
- (d) 如現時一樣，按貨幣發行局不時釐定的未經公布匯率被動地買入本地貨幣，並由貨幣發行局行使酌情權按市價沽出；及
- (e) 由貨幣發行局行使酌情權按7.80左右的市價買入和沽出。

111 貨幣的信心問題(如果出現的話)並非一個對稱的問題，這是因為貨幣轉弱的趨勢遠較貨幣轉強令人憂慮。因此，兌換保證的形式也可以是不對稱的；所以儘管(a)項最能確保匯率穩定，但(c)項可能比較適合。這些選擇每一項都會對港元兌美元的外匯市場有影響。在研究兌換保證涵蓋的範疇時，也應一併考慮這些影響。

銀行紙幣

112 香港紙幣的發行和贖回安排比較獨特，而這項安排會削弱有關銀行紙幣的兌換保證的成效。貨幣發行局的確有作出這項保證，

但銀行紙幣持有人未能真正從中得益。得益的是發鈔銀行，它們因為所持有作為銀行紙幣支持的負債證明書而得益；如果它們在匯率強於7.80時發行額外銀行紙幣，便有機會從中獲取利潤。由於流通銀行紙幣的數額會隨著時間而增加，發鈔銀行便可能會在它們影響所及的範圍內，令匯率處於偏強水平。基於以上的形勢，貨幣發行局一直都願意讓這種情況繼續存在。

113 然而，正如本文件較早前提到，嚴格來說，我們無須就銀行紙幣或負債證明書作出獨立的兌換保證。以前者銀行紙幣而言，發鈔銀行與持牌銀行之間，銀行紙幣的發行和贖回已經是透過持牌銀行結算戶口結餘進行。後者負債證明書方面，是可以在貨幣發行局與發鈔銀行之間以發鈔銀行的結算戶口結餘來發行和贖回，即通過總結餘進行結算，致使銀行紙幣要有外匯儲備支持。但銀行紙幣實質得到外匯儲備提供十足支持在心理上帶來的益處是不容忽視的。

114 考慮過這些理據後，我們可以有以下的選擇：

- (a) 不作任何改變，讓發鈔銀行繼續在其影響所及的範圍內，將匯率保持在7.80偏強的水平，並讓匯率繼續自動傾向這個偏強的方向；
- (b) 擴大兌換保證至包括所有已發行銀行紙幣；
- (c) 取締有關負債證明書的具體兌換保證，改為透過總結餘進行結算；及

(d) 由貨幣發行局負責履行發行香港紙幣的職能。

115 每個選擇都有贊成和反對的論據。(a)項的風險最低。現行安排雖然未盡完美，但卻是歷史悠久，而且是公認的傳統，所以最好不要變更。這項論據表示雖然(d)項令整個安排更井然有序，但卻並非理想做法。(b)項在心理上會帶來很好的效果，因為這個選擇明確肯定你手頭的港元就如美元一樣。然而，這個選擇會涉及一些相當繁瑣的行政安排。貨幣發行局要滿足把港元兌換為美元的需求，所以要儲存足夠數量的美元鈔票，並要確保具備所需的行政管理能力來處理有關事項。如果信心真的崩潰(儘管這不大可能發生)，在運作上，這項選擇會造成相當難處理的後果。選擇(c)在技術上是正確的，但由於公眾普遍對總結餘的槓桿效應認識不足，可能會弄巧反拙，進一步打擊信心。所以這個選擇只可以在貨幣處於強勢，公眾對貨幣的信心位於高水平時才可進行，而不可作為一項刺激信心的措施。此外，我們也須連同銀行紙幣和總結餘之間的可轉換性來一併考慮。也許最好還是暫時不要在這方面作出任何改變，至少是待其他更為重要的問題都已解決了才再作考慮。

建議提要

116 下文總結本文件所提出的建議：

- (a) 首要是成立貨幣發行委員會，其職責範圍如本章所述。
- (b) 貨幣發行委員會應具體研究公布貨幣發行局帳目或有關香港貨幣發行局安排的運作的管理資料。
- (c) 貨幣發行委員會的首要任務，是檢討貨幣基礎的定義，特別是研究外匯基金票據和債券是否也應列為貨幣基礎

的新組成部分，並就此提出建議，而假如研究結果是肯定的，則這個安排對流動資金調節機制的運作會有甚麼影響。

- (d) 貨幣發行委員會應研究以下事項並提出建議：貨幣基礎各組成部分之間的可轉換性；兌換保證的範疇和形式；以及發行銀行紙幣的安排。

**香港金融管理局總裁
任志剛**

1998年8月5日

詞彙

會計安排

1988年7月，當時的財政司以外匯基金管理人的身分與作為香港銀行公會結算所管理銀行的香港上海滙豐銀行有限公司(滙豐銀行)訂立的協議。根據會計安排，滙豐銀行須於外匯基金開立結算戶口，只有金管局可更改結算戶口內的結餘(結餘)。會計安排規定滙豐銀行須因應其在金管局開立的戶口內的結餘水平，管理除滙豐銀行以外其他銀行的淨結算餘額(淨結算餘額)。假如淨結算餘額超過結餘，金管局會就超出的金額(相等於滙豐銀行超借予銀行體系內其他銀行的金額)向滙豐銀行徵收懲罰性利息。假如淨結算餘額為負數，則會對借方餘額徵收懲罰性利息。隨著1996年12月推出即時支付結算系統，所有持牌銀行都在金管局開立結算戶口，會計安排也隨之告終。

總結餘

商業銀行在中央銀行開設的結算戶口和儲備帳戶的結餘總額。以香港而言，總結餘是指持牌銀行為結算銀行同業的收支和銀行與金管局之間的收支而在香港金融管理局(金管局)開設的結算戶口的結餘總額。總結餘代表銀行同業流動資金水平。

套戥

利率套戥：試圖從利率差距和遠期匯率與現貨匯率之間的差距的利率等值兩者間的差額賺取利潤的活動。

現鈔套戥：經濟個體試圖從適用於發行和贖回銀行紙幣的官方匯率與市場匯率兩者間的差額賺取利潤的機制。例如，若市場匯率比官方匯率強，銀行可以在外匯市場購入外幣，然後按固定匯率售予貨幣發行局以換取本地貨幣，這樣便可從兩個匯率之間的差額中賺取利潤。

自動調節機制

在香港的貨幣發行局制度下，當資金流入並涉及金管局購入銀行主動向其出售的美元時，結算餘額以及貨幣基礎便會擴張；原因是金管局在結算時，會把結算所需的港元注入向其出售美元的銀行的結算戶口。反過來說，當資金流出涉及銀行主動出售港元予金管局時，金管局在結算時會從有關銀行的結算戶口扣除涉及的港元款額，因此結算餘額以及貨幣基礎便會收縮。貨幣基礎擴張和收縮，會分別引致本地利率下降或上升，形成所須的市場狀況以抵銷原有的資金流向，令匯率回復穩定。

銀行紙幣

由銀行發行的紙幣，承諾隨時向持有人支付紙幣的面值。

基本利率

釐定經貼現窗進行回購交易時適用的貼現率的計算基礎。金管局每日在香港銀行同業市場開市前公布基本利率。

最優惠貸款利率

銀行向其最佳客戶（一般適用於零售客戶）提供貸款所收取的

最低利率。最優惠貸款利率一般被用作計算按揭貸款利率的基礎。

負債證明書

根據《外匯基金條例》，發鈔銀行須從外匯基金取得負債證明書，作為其發鈔的保證。

結算戶口

銀行或其他機構在中央銀行或結算所開立的帳戶，用作支付和結算銀行同業之間或銀行與中央銀行之間的交易。

銀行公會結算所

在1996年12月實行即時支付結算系統以前由香港銀行公會提供的結算機制。當時的銀行同業結算系統分為三級，包括結算所管理銀行（香港上海滙豐銀行有限公司），10家結算銀行和171家副結算銀行。副結算銀行分別在其各自的結算銀行設立結算戶口，而結算銀行則在管理銀行設立結算戶口。

兌換保證

中央銀行或貨幣發行局承諾按固定匯率將本地貨幣兌換為外幣的保證。以香港而言，金管局承諾按7.75港元兌1美元的固定匯率把持牌銀行在金管局開設的結算戶口中持有的港元結餘兌換為美元。由1999年4月1日起，有關總結餘的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。

貨幣發行局帳目

貨幣發行局帳目列出與貨幣發行局運作有關的各項資產和負債項目。資產方顯示支持貨幣基礎和貨幣發行局其他負債的外匯儲備，負債方則顯示貨幣基礎(包括已發行銀行紙幣與硬幣，總結餘和貨幣發行局發行的債券的未償還數額)。

貨幣發行局制度

遵守貨幣規則的一種貨幣制度，據此規則，貨幣基礎只有在以指定外幣為單位的外匯儲備按固定匯率出現相應變動時才可變動。貨幣規則的運作形式一般是由貨幣發行局作出保證，會按固定匯率將本地貨幣兌換為外匯儲備。

紙幣

銀行或貨幣發行局發行的票據，承諾隨時向持有人支付票據面值。香港的紙幣由發鈔銀行發行。

貼現率

持牌銀行通過貼現窗利用外匯基金票據 / 債券或其他合資格債券以回購協議形式向金管局借取隔夜港元流動資金適用的利率。貼現率分為兩級：

持牌銀行所持的外匯基金票據 / 債券的百分比數量	適用的貼現率
最初的50%	基本利率
餘下的50%	基本利率加5厘，或當日的香港銀行同業隔夜拆息，以較高者為準

貼現窗

在香港，貼現窗是指持牌銀行通過回購協議利用合資格證券作為抵押品向金管局借取隔夜港元資金的機制。

美元化

以外幣取代本地貨幣，作為儲存價值、記帳單位和交易媒介。

歐羅

歐洲聯盟的單一貨幣，將於1999年1月1日推出，初期將取代歐盟中個別國家合共15種貨幣中的11種。

外匯基金

根據《貨幣條例》(其後更名為《外匯基金條例》)於1935年設立，作為支持香港銀行紙幣發行的儲備。1976年，政府一般收入帳的大部分外幣資產和硬幣發行基金(即因發行硬幣而收到的款項)的所有資產均撥入外匯基金，外匯基金並就此發行債務證明書作為交換。自此，可用作維持調節港元匯價的資源均集中由外匯基金持有。外匯基金的控制權由財政司司長掌管，主要用作「直接或間接影響港幣匯價」。此外，財政司司長也可為保持香港作為國際金融中心的地位，而運用外匯基金以保持香港貨幣金融體系的穩定健全。外匯基金可以港幣、外匯、黃金或白銀持有，或由財政司司長投資於他在諮詢外匯基金諮詢委員會後認為合適的證券或其他資產。金融管理專員由財政司司長委任，除其他職責外，也負責管理外匯基金。

外匯基金諮詢委員會

根據《外匯基金條例》第3(1)條，財政司司長經諮詢外匯基金諮詢委員會後，對外匯基金行使其控制權。財政司司長是外匯基金諮詢委員會的當然主席，委員會其他成員則由香港特別行政區行政長官委任。委員會就外匯基金的運用和投資的一般策略向財政司司長提供意見。

外匯基金票據及債券

外匯基金票據及債券是金管局為外匯基金發行的債務工具。外匯基金票據及債券計劃在1990年3月推出，過去多年來不斷擴充。目前，未償還總額約達975億港元，年期由3個月伸延至10年。這些票據和債券由外匯儲備提供十足支持。金管局亦已承諾只會在有資金流入時才發行新的外匯基金票據及債券，確保額外發行的外匯基金票據和債券獲得外匯儲備的十足支持。

財政儲備帳

政府在外匯基金持有以累積其財政盈餘的帳戶。1976年，政府一般儲備帳的大部分外幣資產均撥入外匯基金。自此，政府開始把一般儲備帳的盈餘存入外匯基金。

固定匯率制度

本地貨幣和一種外幣(或黃金等商品或一籃子貨幣)的匯率保持固定的匯率制度。一般來說，固定匯率制度的形式是貨幣管理當局 / 中央銀行承諾把匯率維持在既定的窄幅度內(不論有否公開)，以確保匯率穩定。

浮動匯率制度

本地貨幣與外幣之間的匯率由市場力量決定，政府不會在外匯市場作出干預的匯率制度（參見“管理式浮動匯率制度”）。

外匯市場

交易商和經紀購入／借入和賣出／借出現貨貨幣（即即時交收）或遠期貨幣（即未來交收）的國際交易系統。

外匯儲備

主要為無須在市場出售本地貨幣也能支付外匯款項而持有的外幣資產。在大部分經濟體系中，外匯儲備主要用作支持本地貨幣的匯率。

香港銀行同業拆出息率

銀行在同業市場提供港元貸款的適用利率，貸款期限由隔夜至1年不等。

香港銀行公會（銀行公會）

根據《香港銀行公會條例》於1981年成立，以取代香港外匯銀行公會。根據該條例，所有持牌銀行必須加入銀行公會，並遵守公會根據《香港銀行公會條例》所定的規則。銀行公會的宗旨，是促進持牌銀行的權益；為銀行業務的經營訂立規則；充任關乎銀行業務事宜的諮詢機構以及提供結算支票與其他工具的服務。

首次公開招股

證券發行人首次向公眾發售其證券以籌集資金的活動。

銀行同業市場

銀行彼此間拆借資金的市場，以應付短期資金不足的情況，或妥善處理其結算帳內的剩餘資金，以賺取回報。

國際貨幣基金組織(基金組織)

由布雷頓森林會議於1947年成立的國際組織，透過穩定匯率、消除外匯管制和改善國際收支模式與促進國際資金流動性，加強國際間在金融事務的合作。基金組織所需資金來自成員國按照它們在基金組織的份額繳納的款項。

最後貸款人

機構(通常為中央銀行)在危機發生或流動資金出現短缺等情況下，應付資金需求所履行的責任。機構履行這項職責的方式是透過在公開市場向銀行體系購買素質理想的資產，或透過貼現窗向有償債能力但暫時出現流動資金短缺的銀行提供貸款，在這種情況下，該機構常會向有關銀行徵收懲罰性利息，並會要求銀行提供良好抵押品。

持牌銀行

在香港根據《銀行業條例》獲發牌的三類接受存款機構之一。只有持牌銀行可經營往來和儲蓄帳戶，以及接受任何數額和期限的存款。

聯繫匯率制度

香港自1983年10月17日起採用的一種貨幣發行局制度。其特色

是發鈔銀行發行和贖回(為銀行紙幣提供保證的)負債證明書，都須按照7.80港元兌1美元的固定匯率以美元進行。自1983年至今，這個制度已經作出了不少重大修訂和改進。

流動資金調節機制

在1992年推出的香港式貼現窗。在這個機制下，持牌銀行可以利用合資格證券訂立回購協議，按拆出息率向金管局借取隔夜資金，並按拆入息率將隔夜資金存入金管局。流動資金調節機制於1998年9月由貼現窗所取代。

管理式浮動匯率制度

政府透過干預外匯市場，以減輕匯率波動幅度的匯率制度。

金融管理專員

財政司司長根據《外匯基金條例》第5A條委任的人，負責協助財政司司長履行其在該條例下的職能以及獲委派的其他職能。

貨幣基礎

可以用作結算交易的貨幣。為了能夠進行有效的管理，構成貨幣基礎的金融工具一般都會列在負責貨幣管理的有關當局的資產負債表上。在現代貨幣制度中，貨幣基礎的定義最少包括流通貨幣(銀行紙幣和硬幣)和銀行體系在中央銀行開設的戶口結餘(儲備戶口結餘或結算戶口結餘)兩者的總和。對香港來說，貨幣基礎包括負債證明書(以支持紙幣)和已發行硬幣，持牌銀行在金管局(代表外匯基金)開設的結算戶口餘額，及外匯基金票據和債券。

貨幣規則

在貨幣發行局制度下，貨幣規則規定貨幣基礎（貨幣發行局的負債），只有在以指定外幣為單位的外匯儲備（貨幣發行局的資產）按固定匯率出現相應變動時才可變動。

即時支付結算

按個別項目的次序不斷進行交收結算，而不是在中央銀行的帳冊上將借項和貸項互相抵銷。

重複使用流動資金調節機制的借款人

在25日內透過流動資金調節機制（現已由貼現窗取代）借款達8次或連續4日在流動資金調節機制運作的時候進行貸款的持牌銀行。金管局可對重複使用流動資金調節機制的借款人徵收懲罰性利息。金管局是在1997年11月12日發出上述定義，以改善市場秩序以及消除有關銀行使用流動資金調節機制的不明朗因素。隨著1998年9月7日以貼現窗取代流動資金調節機制起，以外匯基金票據和債券進行回購交易的有關限制已被取消。然而，對於利用外匯基金票據和債券以外的其他合資格證券經貼現窗進行的回購交易，則有關限制仍然適用。

金融市場檢討報告

香港特別行政區政府財經事務局於1998年4月發表的報告，範圍包括檢討1997年10月捍衛聯繫匯率制度的機制和證券及期貨市場的運作機制。

回購協議

一方把證券賣給另一方以換取現金，雙方並協議根據議訂的價格及日期，由賣方買回該批證券的交易。因此，回購協議的性質類似有抵押的借貸，但在法律上，在回購協議下有關證券的擁有權完全轉讓給提供現金的一方。央行廣泛地在貨幣市場上運用回購協議交易，紓緩貨幣市場短期資金不足的情況，部分央行也以回購協議交易作為貨幣管理的工具之一。

貨幣發行委員會

外匯基金諮詢委員會轄下的一個委員會，於1998年8月下旬成立，負責監察香港的貨幣發行局的運作，並在適當情況下向財政司司長提出可加強香港貨幣發行局制度的穩健性和成效的措施。該委員會主席由金管局總裁出任，其他成員包括金融界專業人士、學者和金管局高層人員。

美國聯邦基金目標利率

在美國，存款機構可以在聯邦基金市場互相買賣它們存放在聯邦儲備局的儲備。聯邦基金利率是隔夜借取這些儲備的成本，而聯邦基金目標利率則是聯邦儲備局認為理想的聯邦基金利率水平。如果聯邦儲備局認為聯邦基金利率偏離目標利率太遠，便會進行貨幣市場操作，調整聯邦基金利率。

美國聯邦公開市場委員會

由美國聯邦儲備體系理事會主席出任主席。委員會每年開會8次，釐定聯邦儲備局在公開市場操作以調整銀行信貸量和流通貨幣的指引。委員會也釐定聯邦儲備體系在外匯市場操作的政策。