

香港金融管理局於九月二十五日宣布更改釐定流動資金調節機制利率的參考利率，由美國貼現率改為美國聯邦基金目標利率。此舉是由於聯邦基金目標利率更緊貼倫敦銀行同業隔夜借入美元息率以及更能反映美國貨幣政策，而且其透明度又與貼現率一樣。

流動資金調節機制的功能

流動資金調節機制¹是香港式的貼現窗。作為加強香港貨幣管理改革措施之一，該機制於一九九二年六月推出。流動資金調節機制在管理銀行同業流動資金水平方面發揮多項重要作用：

- (a) 讓銀行可以在同業市場收市後調整其流動資金水平；
- (b) 讓金融管理局可以向銀行體系提供額外流動資金或自銀行體系抽走過剩的流動資金；
- (c) 流動資金調節機制拆出及借入息率實際上決定了港元銀行同業市場拆息率的上限。

根據上文(c)，流動資金調節機制有助防止由於銀行同業流動資金需求的短期變化，而引致短期利率大幅波動的情況。因此，流動資金調節機制能防止因利率波動對匯率造成的可能干擾。儘管在正常情況下，流動資金調節機制利率會跟隨參考利率的變動作出調整，但有時也可另外作出調整，以維持港元匯率穩定。

參考利率的選擇

在聯繫匯率制度下，港元利率正常應緊貼主要的美元利率。就此而言，最理想的做法是參考倫敦銀行同業借入息率，即歐洲美元市場存款利率，來釐定流動資金調節機制借入及拆出息率。但這種做法的問題是流動資金調節機制利率會跟隨一個不斷變動的目標，需要經常作出調整。

因此，自流動資金調節機制設立開始，金管局便選擇了以美國貼現率²作為釐定流動資金調節機制利率的參考利率。選擇美國貼現率的原因有多方面；首先，流動資金調節機制與美國貼現窗的功能相若。第二，美國貼現率具有很高的透明度³，有關貼現率的任何改變均會作出公布。第三，美國貼現率傳統上是美國貨幣政策的明確指標。調整貼現率一般均具有強烈的政策導向。

以往幾年的經驗

一九九二年六月推出流動資金調節機制時，美國貼現率與聯邦基金目標利率⁴相同，該情況一直維持至一九九三年年中(圖一)。然而，在一九九四年二月至一九九五年二月美國利率處於周期

1 流動資金調節機制於星期一至星期五下午四時至五時，及星期六上午十一時三十分至中午十二時香港銀行同業市場收市後運作。銀行如發覺它們的結算賬戶出現負結餘，可透過流動資金調節機制向金融管理局尋求流動資金協助；這類流動資金是以預先確定的拆出息率，透過合格債券的回購協議的形式提供。流動資金調節機制亦備有存款機制。銀行的結算賬戶如有額外資金，可透過流動資金調節機制，按借入息率將資金存入外匯基金。

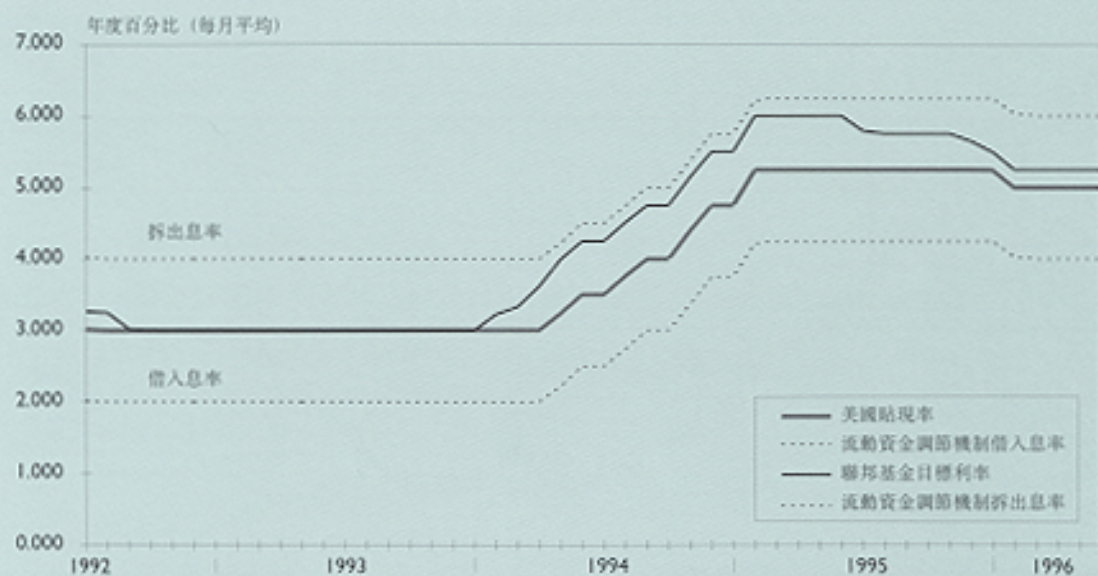
2 這是指商業銀行向貼現窗進行有抵押借款所支付的息率。

3 這表是指基本貼現率，季節性信貸，延期信貸和緊急信貸均有不同的貼現率。

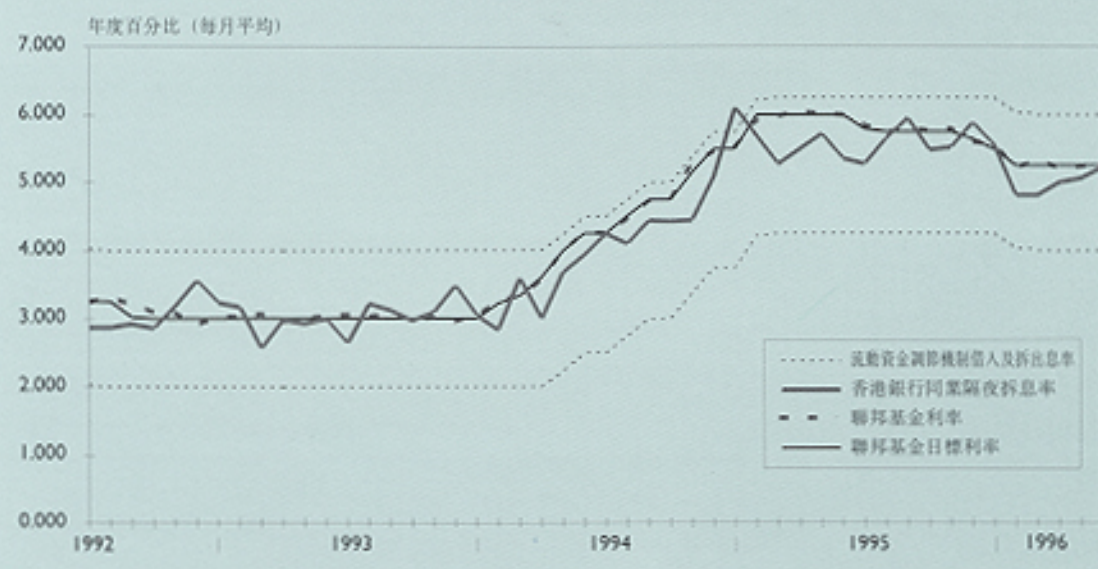
4 在美國，存款機構可以在聯邦基金市場相互買賣存放於聯邦儲備局的儲備基金。聯邦基金利率是借取這些儲備基金以取得隔夜資金的成本。聯邦基金目標利率則為聯邦儲備局所希望聯邦基金利率逗留的水平。假如聯邦儲備局認為聯邦基金利率偏離目標利率太遠，可能會進行貨幣市場操作，以影響聯邦基金利率。

圖一

流動資金調節機制利率、聯邦基金目標利率及美國貼現率

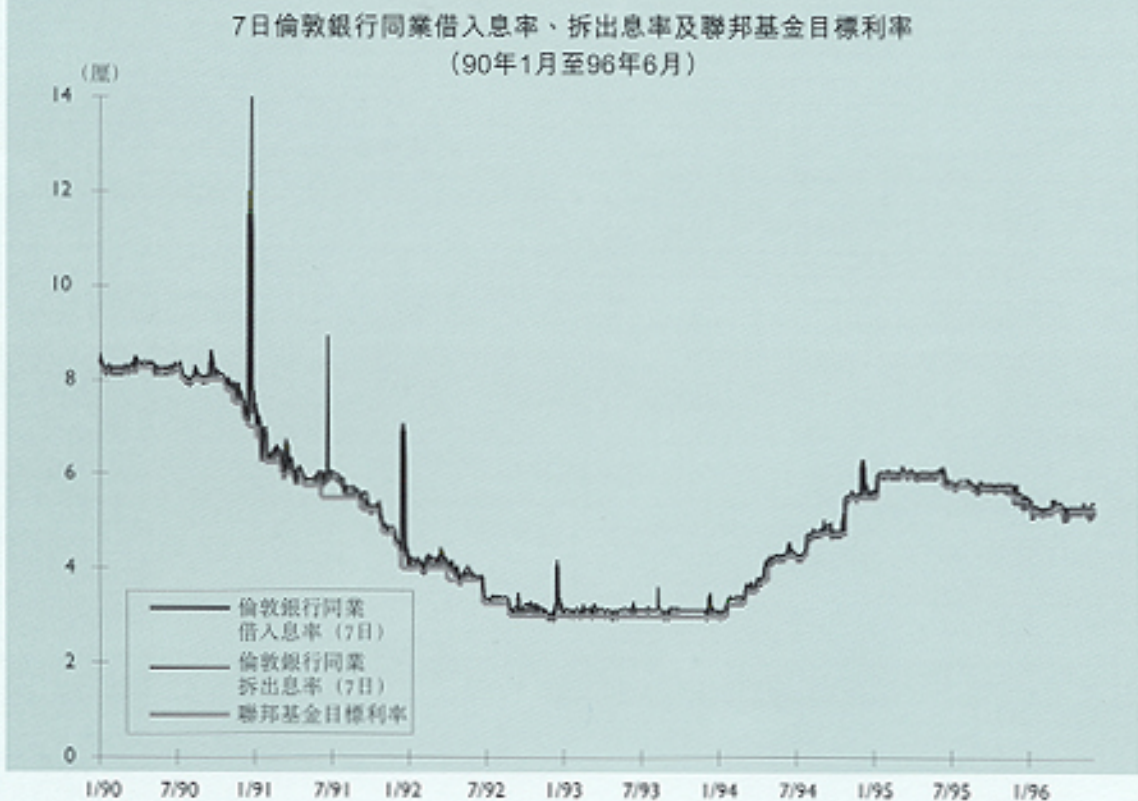
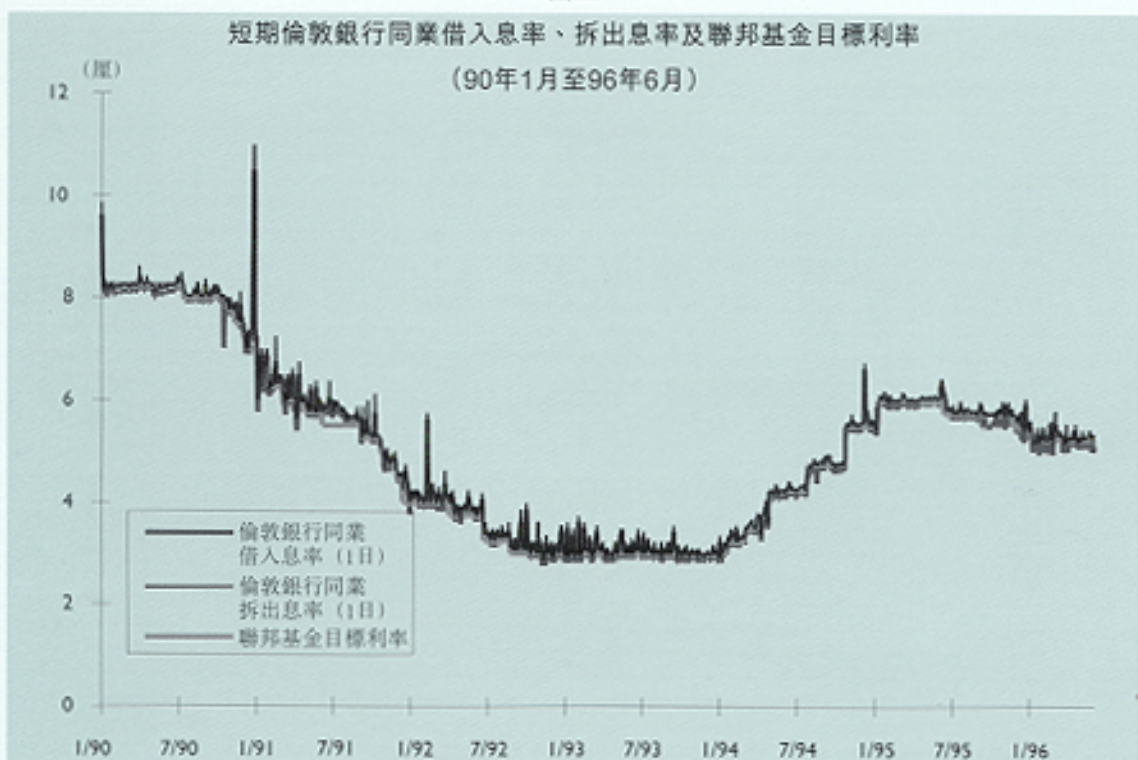


流動資金調節機制利率、聯邦基金利率及香港銀行同業隔夜拆息率



資料來源：Datastream

圖二



資料來源：Datastream

性上升階段，聯邦公開市場委員會曾經七次決定向上調整聯邦基金目標利率，漲幅共計300個基點。聯邦基金利率和倫敦銀行同業借入息率亦相應跟隨，期內共分別上升了約290個基點。另一方面，美國貼現率卻只調整了四次，共上升了225個基點。因此，美國貼現率與聯邦基金目標利率之間的差距擴闊至75個基點。雖然美國聯邦基金目標利率仍在流動資金調節機制的息率範圍。但是，銀行同業隔夜拆息率相對於美元市場利率（以美國聯邦基金目標利率作參考）可以上升的幅度，則相應縮窄（圖一）。

由於銀行同業拆息率與流動資金利率拆出息率的差距太小，會限制了銀行同業隔夜拆息率上升的範圍。這種情況可能會引致在某些時間美元利率高於港元利率，進而影響港元匯率。

以聯邦基金目標利率作為參考利率

金融管理局可以隨時在港元銀行同業拆息率上升幅度太窄的情況下，調整流動資金調節機制利率。然而，較為簡潔妥當的做法是選擇一個更能代表美元市場利率的參考利率。基於下列原因，聯邦基金目標利率是一個適當的選擇：

- (a) 聯邦基金目標利率緊貼倫敦銀行同業隔夜借入美元息率（圖二）。其差距在一九九零年至一九九五年間，平均只有約12個基點，而貼現率與倫敦銀行同業隔夜借入息率的差距則為55個基點；
- (b) 聯邦基金目標利率目前的透明度與貼現率一樣。自一九九四年二月起，聯邦公開市場委員會均在調整聯邦基金目標利率的同日公布有關調整幅度⁵；及
- (c) 目前，聯邦基金目標利率似較美國貼現率更能反映美國貨幣政策。美國商業銀行似乎愈來愈不願意向貼現窗借取資金。貼現窗的作用變成了只反映聯儲局政策立場的指標，甚至可以說是一個不夠及時的指標。

金融管理局在諮詢外匯基金諮詢委員會後，決定將釐定流動資金調節機制借入及拆出息率的參考利率，由美國貼現率改為聯邦基金目標利率。不過該決定須視乎美國聯邦儲備局是否繼續目前的做法，適時公布聯邦基金目標利率的任何轉變。⊕

本文由貨幣政策及市場部撰寫

5 以往，市場要從聯邦公開市場委員會的會議紀錄揣度其政策取向，委員會並以「略高的儲備壓力」或「較高的儲備壓力」等字句來表示擬對聯邦基金目標利率作出的調整幅度。