

# 歐元區貨幣政策操作方式之研究與借鏡

蕭 翠 玲

一、研究動機：歐元自 1999 年確立法律地位及 2002 年正式發行以來，已成為除美元外之最重要外匯資產，歐元區穩定發展，更可能隨歐盟之擴大而日益擴展，歐洲央行貨幣政策對世界經濟金融走勢之影響力將續加大，對歐洲央行貨幣政策相關政策擬定及操作方式之持續及深入之瞭解，已成為各國央行必要探討之課題，作者爰於 2004 年 9~10 月間奉派赴位於德國法蘭克福之歐洲央行、德國央行等相關金融機構考察，並於 2004 年底完成考察報告「歐元區貨幣政策操作之方式與政策目標之達成」。

作者在央行服務多年，其中十餘年從事公開市場操作相關業務，鑒於歐元區貨幣政策操作之重要性，完成考察報告後，作者公餘繼續奮鬥三個月，除整理原有章節、增列 2004 年 3 月 ECB 調整公開市場操作架構成效之初步檢討、並說明 2005 年版「歐元體系貨幣政策工具及操作程序手冊」所揭示主要改革動向外，作者另用顯著之篇幅作 1999 年歐元區實施歐元單一貨幣政策以來，我國與歐元區貨幣政策操作方式之比較及建

議，希望提供作為我國央行改進相關操作之參考。

歐元區 12 國自 1999 年起實施經濟貨幣聯盟 EMU 第三階段，外匯操作及公債發行開始以歐元計價，區內開始實施歐元單一貨幣政策，並自 2002 年正式發行歐元紙幣硬幣取代各國通貨，以德、法為首之歐元區成為全球第二大經濟體，其結合歐洲央行、區內各國中央銀行及會員國金融機構所形成之歐洲央行體系 ESCB，也成為 FED 以外另一個影響全球經濟走向之重要貨幣政策制定及執行機構。

歐洲央行以物價穩定為其貨幣政策首要目標，並利用經濟分析及貨幣分析兩大支柱架構分析物價穩定之風險，有效避免誤失資訊。歐洲央行貨幣政策架構下，包括常備邊際放款利率及存款利率所形成之利率區間，能引導利率走勢、管理市場流動性，以有效引導短期利率走勢；同時能精確地就貨幣政策走向提供政策訊息。

二、研究經過：為前述考察研究之需，作者透過德意志銀行台北分行及花旗銀行台

北分行安排，訪問位於德國法蘭克福之金融機構包括：歐洲央行（European Central Bank, ECB）、德國央行（Deutsche Bundesbank）、德意志銀行總行（Deutsche Bank）、德國聯邦債券經理公司（Bundesrepublik Deutschland Finanzagentur GmbH）及花旗集團德國金融市場部門（Citigroup Global Markets Deutschland AG & Co. KGaA）等機構，透過與相關部門人員洽談及資料收集，瞭解有關貨幣政策策略制定、政策執行、市場反應及互動，尤其瞭解相關操作有無可供我國借鏡之處。

作者九〇年代亦曾到訪法蘭克福，作過「德國聯邦銀行貨幣政策工具運作」之專題研究，法蘭克福由於歐洲央行之進駐，使得以維持金融重鎮之地位，但德國央行由於部分功能被歐洲央行所替代及銀行業進行整合，因而面臨部分組織縮編或改制；至於歐洲央行則訪客不斷，歐元區國家之政策配合溝通、歐盟非歐元區國家金融整合之準備工作、其他重視國際金融走勢國家均不斷派員至歐洲央行取經或溝通；似乎對歐元區貨幣政策之深入瞭解，已成為各國央行必要瞭解之課題。

由於網路資訊發達，作者訪問之前已閱取操作相關背景文件及資料，並撰擬訪談議題綱要（附錄一）電轉受訪機構，

對充實訪談內容很有幫助。回國後續從德國央行及歐洲央行相關網站上就洽談內容及新訂子題增加資訊收集，獲得後續相關資料及查詢統計數據作為研究佐證。另作者就多年來工作相關涉列資料，並就央行網站、主計處網站及路透資訊系統蒐集相關資訊以利比較研究之用。作者亦就操作方式相關主題部分製作比較圖表，並提出個人對「歐元區貨幣政策操作對我國央行相關操作之參考價值」之相關淺見供參。

三、內容摘要：本文除前言外，共分五段，包括歐洲央行體系及貨幣政策策略、貨幣政策操作架構、歐洲央行體系貨幣政策操作工具之運作、歐元區貨幣政策目標之達成檢討、歐元區與我國貨幣政策操作方式之比較及借鏡。

首段歐洲央行體系及貨幣政策策略，介紹歐洲中央銀行體系、各國中央銀行職責、貨幣政策目標、傳遞機制、貨幣政策策略之一般原則及傳遞機制之關鍵貨幣市場。次段貨幣政策操作架構，述及貨幣政策操作架構之功能及主要貨幣政策操作資訊。

三段歐洲央行體系貨幣政策操作工具之運作為本文核心之一，涵蓋貨幣政策操作工具架構、三大工具（公開市場操作、常備窗口機制、最低準備制度）、合格交易對手、操作作業程序、合格資

產及 2004 年操作架構之調整。四段歐元區貨幣政策目標之達成檢討，係從歐洲央行體系提供流動性調節短期利率、中期物價之穩定及長期幾項代表性數據，例如經濟成長、失業率、貨幣總計數 M3、匯率影響支出、長期利率是否持穩等層面，檢討貨幣政策目標是否達成。此外，另說明 ECB 初步檢討 2004 年調整公開市場操作架構之成效，以及 2005 年歐元體系貨幣政策工具及操作程序手冊所揭示主要改革動向。

五段歐元區與我國貨幣政策操作方式之比較及借鏡，係引介歐元區施行貨幣政策經驗，探討是否有我國央行可以借鏡之處並作建議，內容涉及貨幣政策目標、貨幣總計數、經濟成長趨勢下之匯率走勢、利率結構及走勢、央行資產負債結構隱含貨幣政策操作之特色、存款準備金制度、央行融通制度、公開市場操作、合格交易對手等，最後說明對我國央行相關操作之參考價值。

\*\*\*\*\*

## 一、歐洲央行體系及貨幣政策策略

### (一) 歐洲中央銀行體系

#### 1. 歐洲貨幣整合

歐洲自 1958 年建立歐洲經濟共同體 (European Economic Community, EEC)，續經 1991 年簽訂馬斯垂克 (Maastricht) 歐洲聯盟條約，1999 年開始實施歐元單一貨幣政策，2002 年 12 國開始轉換使用歐元，歷經 40 餘年始完成貨幣之整合 (詳附錄二)。期間自 1990 年至 2002 年推動之經濟貨幣聯盟 (Economic and Monetary Union, EMU) 三階段重要措施 (附錄三、四)，對整合區間之經濟貨幣條件俾利在歐元區 12 國施行單一貨幣政策具關鍵意義。2004 年 10 月歐盟 25 國簽署歐洲憲法 (附錄五)，雖離正式生效還

有漫漫長路，但仍可預期歐洲未來會有更廣範圍之貨幣整合，歐洲央行體系貨幣政策之施行及其影響相更深、更廣、更遠；歐洲央行之相關操作更值得我們加以重視。

#### 2. 歐洲中央銀行體系組織結構

歐洲央行體系 (the European System of Central Banks, ESCB) 包括歐洲中央銀行 (the European Central Bank, ECB) 及歐盟 (the European Union, EU) 會員國家之中央銀行，其決策及管理機構為歐洲央行 (圖 1)。

歐元區 (Euro area)：包括奧地利、比利時、芬蘭、法國、德國、希臘、愛爾蘭、義大利、盧森堡、葡萄牙、西班牙及荷蘭等

圖 1：歐洲中央銀行體系 ESCB 圖



原圖來源：德國央行

十二個國家。此外，歐元通貨亦在鄰近之摩洛哥、聖馬利諾及梵蒂岡等三小國流通使用。

歐盟會員國（EU member state）包括歐元區國家、丹麥、瑞典、英國、愛沙尼亞、拉脫維亞、立陶宛、波蘭、捷克、斯洛伐克、匈牙利、斯洛維尼亞、塞普陸斯及馬爾他合計二十五個國家。

2004 年 9 月底，歐洲中央銀行 ECB 共 25 會員國，股權應為 55.65 億歐元，實繳 39.78 億歐元，其中三大股權國為德國佔 21.14%、法國佔 14.87%、義大利佔 15.05%。

### 3. 歐洲中央銀行體系之決策架構

歐洲央行管理委員會（the Governing

Council of the ECB）負責制定貨幣政策，而執行理事會（the Executive Board）則執行管理委員會之決策或指導原則，並在所有會員國家中以統一用語及條件進行操作，其架構參表 1。

### （二）歐洲中央銀行與歐洲各國中央銀行職責之差異

歐洲央行體系之主要目的在於維持物價穩定，並在不侵害物價穩定之前提下支持一般經濟政策。在追求目標時，歐洲體系需遵循公開市場經濟之原則，採用自由競爭方式，使資源有效配置。歐洲中央銀行與歐洲各國中央銀行各行其職責，相輔相成以達政策目標。根據 Wagner（2004），歐洲中央銀

表 1：歐洲中央銀行體系之決策架構表（2004 年 10 月）

決策 架構	執行理事會 (Executive Board)	管理委員會 (Governing Council)	一般委員會 (General Council)
組織	成員：6 位 任期 8 年 ECB 總裁 Jean-Claude Trichet 法籍 ECB 副總裁 Lucas Papademos 希臘籍 3.4 位輪值理事（歐元區 12 家央行 總裁輪值）目前為德國西班牙、奧 地利及義大利籍	成員：18 位 執行理事會成員 歐元區 12 家央行總裁	成員：27 位 ECB 總裁及副總裁 歐盟 25 家央行總裁 每年召開 4 次會議
主要 任務	1. 準備管理委員會相關會議 2. 根據管理委員會所訂貨幣指導原 則，執行相關政策	1. 擬定歐元區貨幣政策 2. 核准指導原則及就受託事 項作決策	1. 處理成為會員國之相關事宜如 貨幣政策協調 2. ECB 顧問功能、收集統計資 訊、歐盟國家成為歐元國家前 達成確定匯率之相關準備事宜

作者依德國央行提供資料彙整。

行及各國中央銀行職責區分原則如次：

- |   |  |
|---|--|
| 1. 歐洲中央銀行專屬職責<br>(1) 制定貨幣政策（集中決策）<br>(2) 確立歐洲中央銀行體系 ESCB 之法規<br>架構、組織架構及後勤作業架構<br>(3) 授權鈔券之發行<br>(4) 發布法定法案：如法規、建議案及決 | 策<br>(5) 對適當機構或團體提供建議<br>(6) 決定歐洲中央銀行體系對外代表<br>(7) 準備及說明歐洲中央銀行體系貨幣政<br>策相關業務年報<br>(8) 實施單一貨幣政策 |
|   | 2. 歐洲各國中央銀行專屬職責  |

(1)對各國保有外匯資產進行操作

(2)實施各國法律所賦予之功能（參與金融機構監理、參與國際組織、財政代理人、跨國支付仲裁機構、各國央行技術性合作）

3.歐洲中央銀行及歐洲各國中央銀行重疊性功能

(1)實施貨幣政策操作

(2)發行鈔券

(3)收集統計資料

(4)執行對公共機構之操作

(5)執行對第三國之操作及參與國際貨幣機構

實務操作時仍遵循集中決策、分散施行之原則。

4.編制縮減中之德國央行

德國央行（或歐洲央行體系中之其他央行）因貨幣政策決策功能由歐洲央行取代，加上德國銀行機構自 1992 年約 4,000 家，至 2004 年合併縮減為 2,500 家；德國央行之分行亦自高峰之 190 家縮減目前之 70 家左右，並規劃在 2008 年縮減為 40 家左右。

### （三）貨幣政策目標

1. 物價穩定為首要目標

ECB 以物價穩定為其貨幣政策首要目標，其認為央行控制貨幣基數（準備貨幣）之供給能影響經濟發展。長期來看，雖然貨幣供給影響一般物價水準而非實質所得或就業水準，但一般咸認為通貨膨脹終究是一種

貨幣現象，唯有物價穩定才能提高經濟成長之潛能。物價穩定提高相關價格之透明性、降低利率之通膨風險加碼、避免不必要之避險（hedging）行為等，唯有維持物價穩定央行才能有助於其他經濟目標，包括兼顧經濟成長之其他經濟目標。

歐洲央行管理委員會（Governing Council）對物價穩定之數量化定義：在中期內（over the medium term，如 5 年內），歐元區消費者物價調和指數（Harmonised Index of Consumer Prices, HICP）之年增率低於 2%，但接近 2%。另據 ECB 人員口頭告知，理想值為 1.7%~1.9%。

2. 未採行其他貨幣政策目標之原因

ECB 訂定貨幣政策策略亦曾考量物價穩定以外之目標，但未採行，其中主要可能目標及未採行原因包括：

(1)貨幣目標：貨幣成長率目標應與通膨目標相容，且應在短期內受到控制，且貨幣數量以外影響物價之總體經濟變數應受重視，爰未逕採貨幣目標。

(2)直接通膨目標：預期通膨之數據無法提供一項具涵蓋性及可靠性架構，以確認威脅物價穩定之特質何在；況且歐元區經濟結構有很多不確定因素，爰多方分析經濟資料較單一通膨數據為佳。

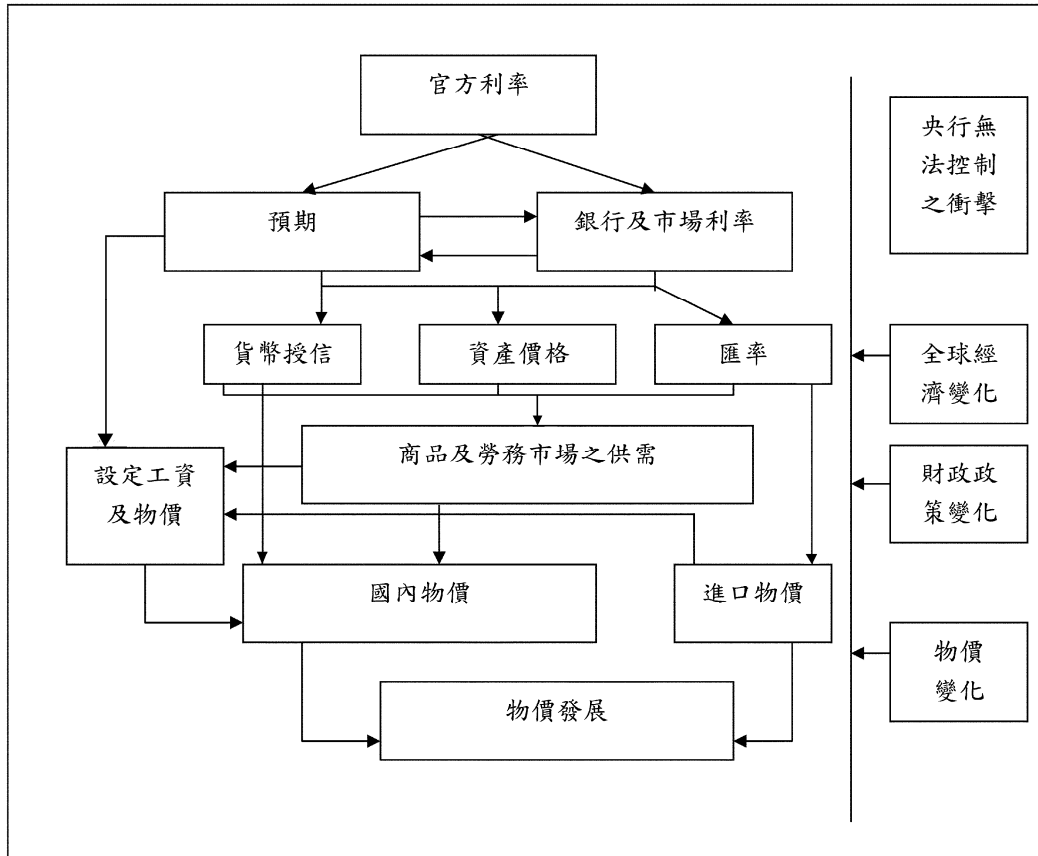
(3)匯率目標：匯率目標較適用於小型開放經濟，生產及使用國際貿易財為該經濟之主要構成，則匯率透過進口對物價有顯著效

果；但歐元區為大型及相對封閉之經濟體，較不適用匯率目標。

(四) ECB 之貨幣政策傳遞機制

1. 學理下之傳遞機制 (參圖 2)

圖 2：ECB 貨幣政策傳遞機制



原圖來源：德國央行提供

2. 實證下之傳遞機制

ECB 實證資料顯示調整政策利率有如下之影響：提升利率將依時程及模型不一，對實質經濟及消費者物價造成不同程度之影響。如簡單以平均數概述，則提高政策利率 1%，未來 4 年，平均每年 GDP 下降 0.41% 及平均每年物價下跌 0.25% (表 2)。

(五) ECB 之貨幣政策策略之一般原則

1. 管理委員會 Governing Council 設定官

方利率

貨幣政策要能有效箝制通膨預期，管理委員會擬定歐元區貨幣政策，核准貨幣政策指導原則，設定官方利率（短期利率），俾利執行理事會進行各項貨幣政策操作。

2. ECB 設定數量化物價穩定之定義及目標標準

藉此，有效箝制通膨預期外，並能提高 ECB 之透明度及可靠性。

表 2：歐元區政策利率提升 1% 對 GDP 及物價之影響程度表 單位:%

	實質 GDP				消費者物價調和指數			
	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年
模型一	-0.34	-0.71	-0.71	-0.63	-0.15	-0.30	-0.38	-0.49
模型二	-0.22	-0.38	-0.29	-0.14	-0.09	-0.21	-0.31	-0.40
模型三	-0.34	-0.47	-0.37	-0.28	-0.06	-0.10	-0.19	-0.31

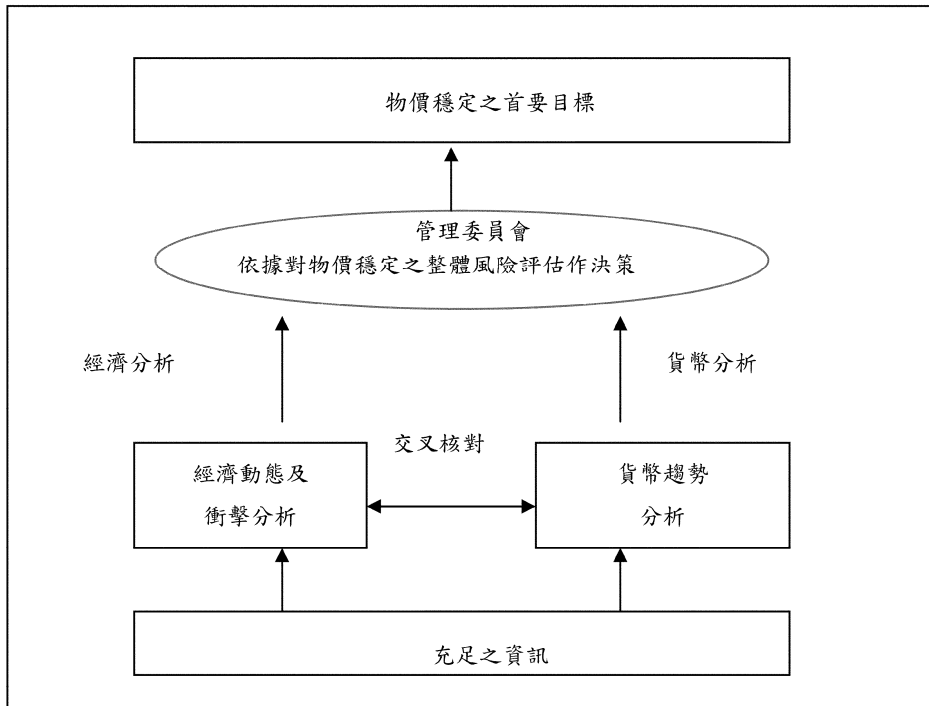
資料來源：”Recent finding on monetary transmission”, ECB Monthly Bulletin, October 2002

歐元區貨幣政策之中期目標為物價穩定，目前 HICP 目標低於 2%，但接近 2%（ECB 人員口頭告知，理想水準應在 1.7~1.9%之間）。

lars) 2003 年 5 月以來，ECB 為分析物價穩定之風險，利用兩大支柱架構將資訊有效組織，避免誤失有效資訊（圖 3）。兩大支柱係

3. ECB 貨幣政策策略兩大支柱（two pillars）指：

圖 3：ECB 穩定導向之貨幣政策策略



原圖來源：The Monetary Policy of the ECB 2004



(1)經濟分析：評估物價發展之短期至中期決定因素，著重實質經濟活動及金融狀況。主要因素包括物價（以HICP為主）、產出和需求、國際收支等。

(2)貨幣分析：探討貨幣及物價之較長期關連，只充當交叉分析方法；即貨幣成長僅具參考價值。主要因素包括貨幣成長、流動性分析、授信狀況等。

4.ECB 強調貨幣政策透明化以提高政策之有效性

ECB 認為透明化可提高政策施行之有效性原因在於：產生央行之可信度、使政策制定者有所自律、提供市場指導方針使市場預期更正確。因為央行只能直接控制極短期利率，因而對長期利率走勢之預期及對不確定性之風險加碼均對貨幣政策傳導致經濟運作有重要影響。

ECB 強化對外溝通之方式以提高透明化：

(1)每月首次管理委員會開會後由ECB總裁或副總裁召開記者會，通常政策利率如有調整即在此記者會中宣佈。

(2)每月統計月報（bulletins）

(3)每季ECB總裁出席歐洲議會經濟及貨幣事務委員會之說明事項

(4)管理委員會及總裁之相關談話

#### （六）歐元區貨幣市場~傳遞機制之關鍵市場

歐元區貨幣市場是歐洲央行貨幣政策傳遞機制之最重要市場，爰簡述如次：

1. 無擔保市場：EONIA、EURIBOR

65%為隔夜期，30%為1個月內其他天期，5%為1年內其他天期，短天期內盛行係因無擔保市場之風險考量。近年來歐元地區跨國交易盛行，區內 EONIA、EURIBOR 市場已高度整合。

EONIA：歐元隔夜期指數型平均利率（Euro OverNight Index Average）是歐元區隔夜期利率指標。

EURIBOR：歐元銀行業拆款利率（EURO Inter Bank Offered Rate）是歐元區1、3、6、12月期定期存款利率指標。

2. 擔保市場：repo、EUREPO、FXswap

在近年銀行營運重視風險控制及有擔保借款所適用資本適足率較低下，抵押品擔保現金借款（即repo），現金擔保借券（即reverse repo）均顯見成長。

由於債權獲擔保，承作天期略見延長，其中55%為隔夜期，25%為1個月內其他天期，20%為1年內其他天期。但由於擔保證券之標準尚未完全一致，此歐元地區跨國交易市場尚未高度整合。惟2002年4月以來，EUREPO 已成為有擔保貨幣市場之重要指標，其天期包括 T/N 天期，1、2、3週期，1、2、3、6、9、12月期。

3. 衍生性市場：利率交換、EONIA 利率

交換、EURIBOR 期貨

EONIA 利率交換成長快速，1個月期以下交易占一半以上，流動性極高，1年期以下

交易亦具流動性。3 個月期 EURIBOR 期貨交易活絡，成長快速。

4. 短期證券：1 年期以下授信機構存單、

非金融機構商業本票之發行總餘額，少於各式債券之十分之一，跨國短期票券整合仍需時日。

## 二、貨幣政策操作架構

### (一) 貨幣政策操作架構之功能

貨幣政策策略在於決定要求何種貨幣市場利率水準，以使物價在中期維持穩定。而貨幣政策操作架構，則在決定如何運用可採行之貨幣政策工具，包括工具種類及操作程序以達該利率水準。貨幣政策操作透過吸收流動性及提供資金融通，以影響銀行體系相對於央行之結構性部位，其功能包括：

1. 控制功能：使歐洲央行體系能引導利率走勢、管理市場流動性，有效控制其操作目標（短期利率）。

2. 提供政策訊息之功能：使歐洲央行體系能足夠精確地，就貨幣政策走向提供政策訊息。

亦有直接稱相關操作之三大目的，包括引導利率走勢、管理市場流動性及提供貨幣政策狀態之訊息。

ECB 藉設定下列利率以提供市場所想達成之利率水準訊息：

(1) 主要再融通最低投標利率（目前為 2%）

(2) 存款機制利率（1%）：吸收隔夜流動性，是 EONIA 利率之下限。

(3) 邊際放款機制利率（3%）：提供隔夜

流動性，是 EONIA 利率之上限。

### (二) 歐洲央行主要貨幣政策操作資訊

歐洲央行在網站上公布貨幣政策操作資訊，如最重要之公開市場操作資訊如表 3：

1. 選擇貨幣政策工具之指導原則

(1) 操作效率性原則（最重要之原則）：有效執行操作功能，係指操作架構能使政策決定得以精確、迅速地影響貨幣市場利率；並經由貨幣政策傳遞機制，影響物價水準。

(2) 工具應順應市場原則。

(3) 公平對待原則：歐洲央行體系應不論機構規模或所在地，平等對待所有得使用其機制之金融機構。

(4) 操作工具及程序應簡單、透明、持續性、安全性並具成本效率。

(5) 分散化原則：運用各國央行廣泛之操作經驗。

(6) 持續性原則：儘量依賴現有架構及各國央行之經驗。

(7) 工具儘量齊一化使得可進行跨國承作。

(8) 貨幣政策工具體系應使執行理事會能隨時控制貨幣政策，並與歐洲央行體系之決策架構一致化。

表 3：ECB 公開市場操作資訊表

	主要再融通操作	較長期再融通操作			其他操作
交割日	02-03-2005	23-12-2004	27-01-2005	24-02-2005	無
到期日	09-03-2005	31-03-2005	28-04-2005	26-05-2005	
最低投標利率	2.00%	---	---	---	
邊際得標利率	2.05%	2.12%	2.09%	2.08%	
加權平均利率	2.06%	2.14%	2.10%	2.09%	
分配金額	€ 275 bn	€ 25 bn	€ 30 bn	€ 30 bn	bn：10 億歐元

### 三、歐洲央行體系貨幣政策操作工具之運作

#### (一) 貨幣政策操作工具架構

歐元區貨幣政策操作工具主要包括公開市場操作、常備窗口機制及最低準備金制度，僅表列其交易種類、操作期限、操作程序如表 4，並摘要說明相關事宜如次：

##### 1. 公開市場操作 (open market operations)

(1) 公開市場依其目標、經常使用程度及操作程序分類包括：主要再融通操作、較長期再融通操作、微調操作、結構性操作。

(2) 公開市場操作五項交易方式包括：附買回交易、買賣斷交易、發行債務憑證、換

匯交易、收存定期存款。

(3) 公開市場操作三項交易程序包括：標準程序、快速標程序、雙邊直接交易。

##### 2. 常備窗口機制 (standing facility)

包括邊際放款機制及存款機制。

##### 3. 最低準備率 (minimum reserves)

歐元地區最低準備率適用於所有授信機構，藉以穩定貨幣市場利率，並創造或擴大結構性流動性短缺。為穩定貨幣市場利率，準備金提存採提存期平均法，授信機構持有之應提準備按主要再融通利率計息。

##### 4. 交易對手 (counterparties)

歐元區貨幣政策架構下，希望廣泛交易

表 4：歐洲央行體系貨幣政策操作工具及方式表

貨幣政策操作 工具	交易種類		操作 期限	操作 頻率	操作程序
	釋出流動性	吸收流動性			
<b>一、公開市場操作</b> (揭示 ECB 貨幣政策立場、引導利率、提供銀行體系流動性)					
主要再融通操作	附買回交易	—	1 週期	每週 1 次	標準標
較長期再融通操作	附買回交易	—	3 個月期	每月 1 次	標準標
微調操作	附買回交易	附賣回交易 收存定期存款	無一定期限	不定期	快速標 雙邊直接交易
	換匯交易	換匯交易			
	買斷交易	賣斷交易	—	不定期	雙邊直接交易
結構性操作	附買回交易	發行債務憑證	無一定期限	定期/ 不定期	標準標
	買斷交易	賣斷交易	—	不定期	雙邊直接交易
<b>二、常備窗口機制 (控制隔夜拆款市場利率)</b>					
邊際放款機制	附買回交易	—	隔夜	合格交易對手自由參加	
存款機制	—	存款	隔夜	合格交易對手自由參加	
<b>三、最低準備金制度 (創造對央行資金需求、穩定每日之流動性)</b>					
提存機構	計提基礎及準備率	提存期	實際準備	扣除額	應提準備補償息
各授信機構	到期日不超過 2 年之存款及負債按 2% 計提	約落後計算基準日 2 個月, 實際按準備金提存期日程表	所在國央行帳戶存款	10 萬歐元	按提存期主要再融通操作利率計息

對手之參與。需提存準備金之機構得洽作常備窗口機制，或參與標準標之公開市場操作。該體制下，亦可擇定特定交易對手參與快速操作。買賣斷交易則無對手限制，至於貨幣政策目的之換匯交易則對手需為經選定之一組外匯市場交易活絡者。

#### 5. 合格擔保資產 (underlying assets)

授信操作須有充足合格資產充當擔保品，兩級合格擔保資產包括：

#### (1) 第一級合格擔保資產 (tier one)

第一級合格擔保資產包括符合歐洲央行所訂定，適用於全歐洲之合格規範的各項具市場性債務工具。

#### (2) 第二級合格擔保資產 (tier two)

第二級合格擔保資產包括額外資產，不限具市場性或不具市場性，該資產對該國金融市場或銀行體系重要，並由各國央行在歐洲央行同意下，自訂合格性標準。

兩類資產在資產品質或其擔任貨幣政策操作工具之合格性，並無差異；惟買賣斷交易較不以第二類資產為標的。

跨國使用擔保品可透過相互往來中央銀行模式（the correspondent central banking model, CCBM），或使用歐盟證券清算系統（EU securities settlement systems, SSSs）之合格性連結。貨幣政策操作合格性資產亦得作為日間授信合格性資產。

#### 6. 貨幣政策架構之修正

歐洲央行理事會得隨時更改操作工具、條件、規範及程序，以執行歐洲體系貨幣政策。

#### （二）公開市場操作

歐洲央行透過公開市場操作引導利率走勢、管理市場流動性及提供貨幣政策狀態之

訊息，公開市場操作在其執行貨幣政策上，扮演非常重要之角色。

#### 1. 公開市場操作之主要分類：

公開市場另依目標、經常使用程度及操作程序分類包括：

(1) 主要再融通操作（the main refinancing operations, MROs）

由各國央行負責執行之主要再融通操作，依標準標程序逐週進行 1 週期（2004 年 3 月起，之前為 2 週期）附買回交易，提供大量流動性給金融部門。

主要再融通操作是達成公開市場操作目標最重要之樞紐工具，其所設定主要再融通最低投標利率是歐洲央行體系最重要之利率指標。主要再融通操作傳遞利率訊息，影響準備部位，亦為市價之創造者。

(2) 較長期再融通操作（the long-term refinancing operations）

較長期再融通操作以附買回交易提供流動性，亦由各國央行依標準標程序，逐月進

表 5、較長期再融通操作金額

單位：10 億歐元

年	1999	1999	2000	2000	2001	2002	2002	2003	2004	2005
		/10.11.12	上半年	下半年		上半年	下半年			
操作金額	15	25 因應千禧年	20	15	20	20	15	15	25	30

行 3 個月附買回交易。係提供交易對手額外長期融通，非對市場釋出政策訊息，亦未設定最低投標利率，爰一般僅作市場利率之接受者。

ECB 大致在年初公佈當年較長期再融通操作每次固定操作金額，但下半年可能作修正，理事會亦可在在出現非預期流動性需求時，調整操作金額。

ECB 對每月進行之較長期再融通操作設有每次固定操作金額如表 5：

#### (3) 微調操作 (fine-tuning operations)

依流動性特別需要進行操作，可為吸金操作或釋金操作，尤其在彌平非預期流動性波動因素時進行操作，亦可為掌控利率進行操作。多為附買回交易，亦可為買賣斷交易、換匯交易或收存定期存款交易。其所需工具及程序依選擇之交易而定，多由各國央行依快速標程序或雙邊直接交易進行，必要時亦可由歐洲央行逕自執行。

實務上，ECB 甚少進行微調操作，頻率大約一年二次，只維持工具之可運用性而已，係為彌平非預期流動性波動，提供一項彈性工具。

#### (4) 結構性操作 (structural operations)

結構性操作包括發行 ECB 債務憑證 (ECB debt certificates)、附買回交易及買賣斷交易。操作時機決定於歐洲央行需調節其與金融部門結構性部位時進行；其中附買回交易及收存定期存款由各國央行以標準標程

序執行，至於買賣斷交易則依雙邊直接交易進行。

#### 2. 公開市場操作另依交易特質分類如次：

##### (1) 附買回交易 (the reverse transaction)

附買回交易係最重要之公開市場操作工具，可用於主要再融通操作、較長期再融通操作、微調操作及結構性操作。除微調操作交易對手受限外，其餘廣大交易對手均得與該國央行承作。

央行進行附買回交易可採買賣斷說 (資金需求者之資產所有權移轉至資金提供者) 或融資說 (資金需求者之資產所有權未移轉至資金提供者，僅以資產為融資之擔保品)；如採前者，買回價款已含息；如採後者，需於交易時，明定相關擔保品利息之計算及兌償方式。一般單利計息，並以實際交易期間/360 計算。

##### (2) 買賣斷交易 (outright transactions)

歐洲央行體系買賣斷合格資產；微調或結構性操作可以買賣斷操作方式進行，以雙邊直接交易，依市價交易；交易對手較無限制但須以第一類合格資產作交易標的。

##### (3) 發行債務憑證 (the issuance of debt certificates)

歐洲央行透過各國央行向所有交易對手發行存單，藉以調整金融部門之結構性部位，即創造或擴大市場之流動性不足狀況。

存單以登錄形式發行，其移轉不受限制。存單貼現發行，到期值 (= 面額) 即等於

發行值加計利息，利息單利計息，並以實際交易期間/360 計算。存單可定期或不定期發行，發行期間小於一年。

發行值=面額/(1 + 利率 \* 天數/360)

(4)換匯交易 (foreign exchange swaps)

貨幣政策換匯交易同時進行外匯遠期及即期反向交易，係微調操作之一環，藉以調整市場流動性及引導利率走勢。ECB 與對手藉契約明白規範相互權利義務關係，基本上交易幣別多樣化，但多以活絡交易之幣別為限，ECB 依市況決定換匯點數後交易，以美元簡要說明如次：

即期匯率：S = 美元/ 歐元

遠期匯率：F = 美元/ 歐元

換匯點數=F-S

可用於提供或吸收歐元流動性，無固定承作期間或頻率，可經由快速標程序或雙邊直接交易操作，交易由各國央行承作或必要時由 ECB 承作，且交易對手須符合特定規範。

(5)收存定期存款 (the collection of fixed-term deposits)

歐元系統之交易對手 (亦可受限) 亦可在該國央行以固定利率存放定期存款，配合微調操作以達吸收流動性目的。存款單利計息，並以實際交易期間/360 計息。操作頻率及期間不定，使用快速標程序或雙邊直接交易進行，交易由各國央行承作或必要時由 ECB 承作。

### (三) 常備窗口機制

常備窗口機制在提供或吸收隔夜流動性，對貨幣政策一般狀態提供訊息，並為隔夜利率限制範圍，通常由各國央行自行分散管理。交易對手經審慎接洽後得進行邊際放款機制 (marginal lending facility) 及存款機制 (deposit facility)。

#### 1. 邊際放款機制

##### (1)交易目的及利率

ECB 交易對手向該國央行提供合格擔保品，即可以預定利率獲取隔夜融通，並無額度限制；邊際放款機制通常是隔夜市場利率之上限。

全歐元區適用單一邊際放款機制，該融通可以買賣斷說之附買回交易，或以擔保融通方式達成。

##### (2)承作機構及承作方式

由符合一般合格條件之交易對手向該國央行申請承作，惟僅得於即時總額交割系統 (RTGS)，及歐盟證券清算系統 (SSSs) 運作日始得交易。申請時間需在當日即時總額交割系統結束 (通常為下午 6 點) 30 分鐘內，但在準備金提存期底可另再延 30 分鐘。融通期間為隔夜並在次一營業日，即時總額交割系統及歐盟證券清算系統運作啟動後即予扣還。

單日計息一年按 360 天計算；擔保品須在交易完成前提足，融通金額視擔保品而定，原則上並無另外設限，惟 ECB 依據其貨

幣政策考量保有延緩核貸之權力。

## 2. 存款機制

ECB 交易對手得在該國央行作隔夜存款，存款單日計息，一年按 360 天計算。全歐元區適用單一邊際存款利率，且存款通常亦無收存限額，該利率遂成為隔夜市場利率之下限。

交易在即時總額交割系統 RTGS 運作日始得交易，申請時間需在當日 RTGS 結束（通常為下午 6 點）30 分鐘內，但在準備金提存期底可另再延 30 分鐘。存款在次一營業日，即時總額交割系統 RTGS 啟動後即予退還，惟 ECB 依據其貨幣政策考量，保有延緩核存之權力。

### （四）最低準備制度

#### 1. 最低準備制度摘述

ECB 要求所有授信機構（credit institutions）遵循本制度，即依據計提基礎於提存期內，按平均水準，在該國央行帳戶提存最低準備，且該應提準備全額按歐元體系主要再融通操作之利率計息。

#### 2. 本制度之貨幣政策功能

##### （1）穩定貨幣市場利率

透過平均提存機制，賦予機構彌平暫時性流動性波動之誘因，以達協助穩定貨幣市場利率。

##### （2）創造或擴大結構性之流動性短缺

透過創造或擴大結構性之流動性短缺，

有助於提升歐洲央行體系有效擔任流動性供給者。

#### 3. 應提存準備之機構

##### （1）應提存機構

會員國家之授信機構均應提存準備，授信機構指收受存款、收受未來需償付基金或發行電子貨幣之機構。

##### （2）例外機構

包括特殊目的機構、非積極與其他存款信用機構競爭承作銀行業務之機構、或所收存款已指定協助地區性或發展性之特殊用途者。ECB 公告應提存準備金融機構名單，及可免除提存名單及免除原因。

#### 4. 提存方式

##### （1）提存期

實際提存準備較應提準備月份落後兩個月，在應提提存期底後呈送期底報表作計算應提基礎。小型機構則可落後一季並再延用兩個月，如 3 月底報表可作為 6 月、7 月、8 月之計提計算基礎。

##### （2）計提基礎

（2）-1. 包含於應提準備基礎且目前需提存準備之負債

（目前準備率 2%）

（a）存款：隔夜存款、到期日不超過 2 年之存款、不超過 2 年之可贖回存款。

（b）發行債務工具：到期日不超過 2 年之債務工具



授信機構如以二年以下債券或貨幣市場工具充當應提準備基礎，則有 10 % 扣除額，2000.1.24 起提高為 30 %。

(2)-2. 包含於應提準備基礎但目前免提存準備之負債

(目前準備率 0 %)

(a) 存款：到期日超過 2 年之存款、超過 2 年之可贖回存款、附買回交易。

(b) 發行債務工具：到期日超過 2 年之債務工具

(2)-3. 不包含於應提準備基礎之負債

(a) 對其他需提存準備機構之負債

(b) 對 ECB 及各國央行之負債

5. 應提準備

(1) 提存期間日程表

每年底前 3 個月公佈次一年應提準備提存日程表 (表 6)，首次提存期開始於首次主要再融通操作之交割日。

(2) 應提準備之計算

隔夜存款、到期日不超過 2 年之存款、不超過 2 年之可贖回存款；加上到期日不超過 2 年之債務工具。上述總額乘上存款準備率即為應提準備；但應提準備得有 EUR100,000 之扣除額。

(3) 存款準備率

法定準備率區間：0~10 %；實際準備率：2 %。

6. 實提準備

表 6、2005 年 ECB 準備金提存期日程表

管理委員會會議日期	準備金提存期開始日	準備金提存期結束日	按月提送應提準備金資料機構之計提基準月份	按季提送應提準備金資料機構之計提基準月份	提存期日數
2005.1.13	2005.1.19	2005.2.7	2004.11	2004.9	20
2005.2.3	2005.2.8	2005.3.8	2004.12	2004.9	29
2005.3.3	2005.3.9	2005.4.12	2005.1	2004.12	35
2005.4.7	2005.4.13	2005.5.10	2005.2	2004.12	28
2005.5.4	2005.5.11	2005.6.7	2005.3	2004.12	28
2005.6.2	2005.6.8	2005.7.12	2005.4	2005.3	35
2005.7.7	2005.7.13	2005.8.9	2005.5	2005.3	28
2005.8.4	2005.8.10	2005.9.6	2005.6	2005.3	28
2005.9.1	2005.9.7	2005.10.11	2005.7	2005.6	35
2005.10.6	2005.10.12	2005.11.8	2005.8	2005.6	28
2005.11.3	2005.11.9	2005.12.5	2005.9	2005.6	27
2005.12.1	2005.12.6	2006.1.17	2005.10	2005.9	43

表 7：歐元體系準備金提存狀況表(2004 年 12 月)

單位:10 億歐元

計提基礎	金額	準備率	應提準備
2 年期以下存款	6,593.70	2%	131.87
2 年期以下債券	458.10	2%	9.16
2 年期以上存款	1,565.20	0%	0.00
2 年期以上債券	2,885.30	0%	0.00
附買回交易	913.70	0%	0.00
合計	12,415.90	<b>1.14%*</b>	141.03

## (1)合格準備金帳戶

應於設立地央行設立準備金提存帳戶，機構之清算帳戶得作為準備金帳戶；準備金帳戶得作為日中清算之用，並以其日終餘額計算為實際準備。金融機構如有其特殊營運背景，亦得以攸關其營運之中介機構帳戶計算實提準備。

## (2)實提準備之計息

實提準備得在應提準備範圍內，根據平均提存水準，按提存期間，依主要再融通利率計息；惟超額準備不計息。ECB 稱付息之用意在避免加諸銀行負擔並避免阻礙資源有效運用。

## (3)抵補額之計算

無超提或提存不足導致跨期計算之問題。

## (4)準備金實際提存狀況

歐元體系應提準備率 2%，如將超過 2 年

期之存款及附買回餘額計入，則表 7 案例，實際準備率僅 1.14%。（此為一概算金額，2004 年 12 月之實際提存期為 2005 年 2 月 8 日至 3 月 8 日）

## 7. 報表呈核

呈報應提基礎及計算應提準備之報表，應於實際提存期間開始前 3 個營業日申報。

充當實際提存準備之中介機構者，亦須向 ECB 申報。

## 8. 實提準備不足之懲處

ECB 可擇定下列標準之一，懲處不足提存之金融機構：

(1)罰息率最高得達邊際放款利率 + 5%。

(2)罰息率最高得達邊際放款利率之 2 倍。

(3)相關金融機構需按不足提存額之 3 倍，存放 ECB 或設立地央行所設立不計息帳戶，期間不超過不足提存之期間。

(4)嚴重提存不足時，ECB 得限制機構參與公開市場操作。

#### 9. 應提準備與準備部位之調整

歐元區銀行體系準備金不足有兩大因素，包括通貨發行額在內之自發性因素及應提準備金（長期而言，各約佔一半）。

ECB 認為歐元區短期利率穩定，非由於其微調措施得宜，而繫於每週一次再融通操作、常備放款機制之存在，及準備金提存期長達一個月，且得以平均數充抵；事實上，準備金制度對準備部位之約束力，僅出現在準備金調整期末。

#### (五) 合格交易對手

##### 1. 一般合格交易對手

歐洲體制貨幣政策架構下，希望廣泛交易對手（counterparties）之參與。需提存準備金之機構得洽作常備窗口機制，或參與標準之公開市場操作。該體制下，亦可擇定受限交易對手參與快速操作，至於買賣斷交易則無對手限制。為貨幣政策目的所訂定交易對手合格標準，旨在使廣泛金融機構得以參加歐洲體系貨幣政策操作。ECB 為提高對待歐元區不同金融機構之公平性，並確認交易對手確實具有特定操作性及審慎性要件，爰訂定其義務及權利如次：

##### (1) 義務

(a) 交易對手均需提存最低準備金，即提存準備金之金融機構才可以使用常備窗口機

制或參與公開市場操作。

(b) 交易對手需財務健全，須受制於該國主管機關所執行歐盟或歐洲經濟區域之協調性金融監理之一環。

(c) 交易對手需遵循歐洲央行或個別中央銀行之規定或約定下之操作規範，藉以確認有效執行歐洲體系貨幣政策操作。

##### (2) 權利

(a) 得使用常備窗口機制

(b) 得按標準參與歐洲體系公開市場操作

金融機構依標準程序使用常備窗口機制或進行公開市場操作，均需透過該國中央銀行進行。各金融機構即使另有分行，在單一國家僅能提出一項申請。

##### (3) 一般交易對手家數

按 ECB 公佈截至 2003 年 6 月底止各交易對手家數如次：

應提存存款準備金之授信機構：6,776 家

公開市場操作交易對手：2,243 家

邊際放款作交易對手：2,749 家

接受存款機構：3,188 家

主要融通操作：252 家

較長期再融通操作：136 家

茲另以 2004 年 1 月準備金提存機構說明歐洲央行交易對手，合計 6,589 家銀行，分布如表 8：

##### 2. 快速標及雙邊直接交易之交易對手

表 8：歐洲央行交易對手表

國家	家數	國家	家數
比利時	108	義大利	803
德國	2,222	盧森堡	171
希臘	60	荷蘭	483
西班牙	347	奧地利	814
法國	937	葡萄牙	199
愛爾蘭	80	芬蘭	365
合計家數： 6,589			

資料來源：德國央行

買斷交易無對手資格限制。

快速標程序及雙邊直接交易所進行其他操作（如微調反向操作及收存定期存款）時，各國央行自訂其交易對手選擇標準，惟主要依據最重視貨幣市場之業務活絡性，另亦注重交易部門之效率性及報價能力。

快速標程序及雙邊直接交易之交易對手係由各中央銀行自其微調操作對手中輪流選定，以示公平。若 ECB 亦需自行承作雙邊微調操作，其交易對手亦是輪流擇定。

### 3. 外匯干預操作及換匯交易之交易對手

歐洲央行體系為貨幣政策進行之外匯干預操作及外匯換匯交易所選定之交易對手，與其他內部設立標準不一，而依下列兩項標準擇定：

#### (1) 審慎性原則（principle of prudence）

(a) 信用度（creditworthiness）：歐洲央行體系以金融機構外來信評及歐洲央行體系

內部就金融機構資本適足率及重要營運指標加以評定。

#### (b) 受適當監理

#### (c) 高道德標準及良好聲譽

#### (2) 效率考量（efficiency considerations）

(a) 競價行為及處理大量交易之能力甚至在市場波動時亦能持續。

#### (b) 提供品質優良涵蓋度佳之資訊。

整體外匯干預操作交易對手要足以在進行干預操作時，提供充足之彈性，使歐洲央行體系能在不同干預管道中做選擇，即可在不同時區不同地區透過交易對手在國際金融中心操作。實際上，交易對手多在歐元區，所以換匯操作對手與干預操作對手一致。各國央行並對單一對手交易信用風險設限。

貨幣政策下，換匯交易之交易對手與外匯干預之交易對手標準一致，必要在所有市況下，均能有效進行大量外匯操作。

#### 4. 交易對手未盡義務時之懲處

##### 4-1. 罰金

(1) 違反投標操作規定、雙邊直接交易操作及使用擔保品相關規定者，在 12 個月內之頭兩次違規均需科以罰金，利率按邊際放款利率加 2.5% 計算（目前為 5.5%）。

金額方面：如係違反投標操作及雙邊直接交易操作規定者，以擔保品為計算基礎，並乘上 7/360；如係違反使用擔保品相關規定者，以不合格資產金額為計算基礎，並乘上 1/360；如合格資產變成不合格資產需在 20 工作天內移出系統，否則比照違反使用擔保品相關規定受罰。

(2) 違反日終結算及邊際放款機制相關規定，將按 5% 科以罰金，12 個月內，每增 1 次犯規，將累增 2.5%，並以違反部份之金額計算。

##### 4-2. 非罰金之處罰

歐洲央行體系得暫時中止交易對手權利：

(1) 如係 12 個月內第 3 次違反投標操作規定及雙邊直接交易操作者，除仍須繳罰金外，並將中止其參與公開市場操作之權利。

(a) 如未移轉擔保品或現金在應移轉之 40% 內，則中止 1 個月。

(b) 如未移轉擔保品或現金在應移轉之 40%~80% 內，則中止 2 個月。

(c) 如未移轉擔保品或現金在應移轉之 80~100% 內，則中止 3 個月。

(2) 如係 12 個月內第 3 次違反使用擔保品相關規定者，除仍須繳罰金外，並將中止其參與公開市場操作之權利。

(3) 如違規情節重大如金額過大，或有特殊考量，則有可能未來 3 個月內停止對其所有交易。必要時，相關處罰得擴及設於歐元區其他國內之分支機構。

#### (六) 操作作業程序

##### 1. 投標程序

歐洲央行體系操作多以投標程序進行，其流程如次：

##### (1) 標準標程序 (standard tenders)

主要融通操作、較長期再融通操作及結構性操作，均按標準標程序（表 9）進行操作。

##### (2) 快速標程序 (quick tenders)

歐洲央行體系投標程序又分為標準標及快速標，其程序一致，差異在快速標程序時間簡短及交易對手範圍大幅縮小；此外，僅微調操作按快速標程序進行操作。

第一小時內：執行步驟一~四

T 日 選定時點 宣布投標

T 日 25 分鐘內截止投標

T 日 再 30 分鐘內宣布投標結果

2005 年 5 月起，快速標自宣布投標資訊至宣布投標結果之操作時程，由原 60 分鐘內，將增加 30 分鐘至 90 分鐘，以因應 2004 年 3 月調整操作架構，所造成準備金提存期底隔拆利率走高，需較經常性進行微調操作

表 9：公開市場操作標準程序

<p><b>【T-1 日】</b> 下午 3:30 下午 4:00</p>	<p>步驟 1 一：宣布投標 a、ECB 透過公開網路宣布 b、各國央行透過該國網路宣布或直接通知個別對手</p>
<p><b>【T 日】</b> 上午 9:30 以前 上午 10:00 以前 上午 11:15 以前 上午 11:20 上午 11:45 以前</p>	<p>步驟二：交易對手準備及傳送標單 步驟三：各國央行彙整標單，並傳至歐洲央行彙整。 步驟四：分派投標並宣布投標結果 a、ECB 執行理事會（Executive Board）決標 b、宣布投標結果 步驟五：確認個別投標結果</p>
<p><b>【T+1 日】</b> 上午 11:00</p>	<p>步驟六：交易交割</p>

以降低短率之波動幅度。

另二小時內：執行步驟五~六

2005 年 5 月起之新制，因決標過程加長，全部交易仍 3 小時內完成，因而交割時間對等縮短。

(3)雙邊直接交易（bilateral procedures）

交易對手雙方按照市場慣例或雙方約定程序進行交易。

2. 固定利率標或變動利率標

(1)固定利率標

ECB 先宣布利率，而交易對手申報想交易之數量。

(2)變動利率標

交易對手向 ECB 申報想交易之利率及數

量。

(3)固定利率標變成變動利率標

1999 年 ECB 運作初期使用固定利率投標（即申報數量）進行主要融通操作，至 2000 年時，因為當時短期利率顯著高於主要再融通利率，銀行預期 ECB 將調升利率，因而嚴重超額報價，使分派比率由 10%驟降為 1%。2000 年 6 月 27 日 ECB 改採變動利率投標，並給操作設定融通最低投標利率（a minimum bid rate），該利率亦取代原固定融通利率，成為貨幣政策訊息指標。

(4)發布預估銀行體系流動性需求作為變動利率標之配套措施

ECB 自 1999 年起即發布銀行逐日之流動

性狀況，為利交易對手投變動利率標，並自 2000 年 6 月起，於發布主要融通操作時，連帶發布當時至次一融通交割日期間，預估銀行體系平均流動性需求及主要影響項目（政府存款、國外淨資產、持有歐元資產、通貨發行、待清算支票金額）；如期間適逢準備金調整期底，將發布二階段預估數據。銀行體系流動性需求攸關銀行準備金之提存，及影響歐洲央行體系資產負債項目之調整。

ECB 所預估銀行體系平均流動性需求及主要影響項目，係依據每週三 8:35 前各國央行傳送 ECB 之數據所彙整；並據以決定主要

再融通操作之金額。

### 3. ECB 決標考量因素

ECB 決標考量因素除銀行體系平均流動性需求外，尚包括公開市場操作已提供之流動性，銀行體系應提準備金與實提準備金之差異，銀行體系合理超額準備水準，及決標多寡影響準備金提存和緩完成與合理利率水準等因素。

### 4. 投標日程表

#### (1) 主要及長期再融通操作

ECB 每年 8 月即已宣布次年投標日程表（表 10），其中主要再融通操作係逐週進

表 10：歐洲央行體系 2005 年主要及較長期再融通操作時程表

January-2005		February-2005		March-2005		April-2005		May-2005		June-2005	
01 Sat		01 Tue	MRO allot.	01 Tue	MRO allot.	01 Fri		01 Sun		01 Wed	MRO settl.
02 Sun		02 Wed	MRO settl.	02 Wed	MRO settl.	02 Sat		02 Mon	MRO ann.	02 Thu	
03 Mon	MRO ann.	03 Thu		03 Thu		03 Sun		03 Tue	MRO allot.	03 Fri	
04 Tue	MRO allot.	04 Fri	MRO ann.	04 Fri		04 Mon	MRO ann.	04 Wed	MRO settl.	04 Sat	
05 Wed	MRO settl.	05 Sat		05 Sat		05 Tue	MRO allot.	05 Thu		05 Sun	
06 Thu		06 Sun		06 Sun		06 Wed	MRO settl.	06 Fri		06 Mon	MRO ann.
07 Fri		07 Mon	MRO allot.	07 Mon	MRO ann.	07 Thu		07 Sat		07 Tue	MRO allot.
08 Sat		08 Tue	MRO settl.	08 Tue	MRO allot.	08 Fri		08 Sun		08 Wed	MRO settl.
09 Sun		09 Wed		09 Wed	MRO settl.	09 Sat		09 Mon	MRO ann.	09 Thu	
10 Mon	MRO ann.	10 Thu		10 Thu		10 Sun		10 Tue	MRO allot.	10 Fri	
11 Tue	MRO allot.	11 Fri		11 Fri		11 Mon	MRO ann.	11 Wed	MRO settl.	11 Sat	
12 Wed	MRO settl.	12 Sat		12 Sat		12 Tue	MRO allot.	12 Thu		12 Sun	
13 Thu		13 Sun		13 Sun		13 Wed	MRO settl.	13 Fri	MRO ann.	13 Mon	MRO ann.
14 Fri		14 Mon	MRO ann.	14 Mon	MRO ann.	14 Thu		14 Sat		14 Tue	MRO allot.
15 Sat		15 Tue	MRO allot.	15 Tue	MRO allot.	15 Fri		15 Sun		15 Wed	MRO settl.
16 Sun		16 Wed	MRO settl.	16 Wed	MRO settl.	16 Sat		16 Mon		16 Thu	
17 Mon	MRO ann.	17 Thu		17 Thu		17 Sun		17 Tue	MRO allot.	17 Fri	
18 Tue	MRO allot.	18 Fri		18 Fri		18 Mon	MRO ann.	18 Wed	MRO settl.	18 Sat	
19 Wed	MRO settl.	19 Sat		19 Sat		19 Tue	MRO allot.	19 Thu		19 Sun	
20 Thu		20 Sun		20 Sun		20 Wed	MRO settl.	20 Fri		20 Mon	MRO ann.
21 Fri		21 Mon	MRO ann.	21 Mon	MRO ann.	21 Thu		21 Sat		21 Tue	MRO allot.
22 Sat		22 Tue	MRO allot./LTRO ann.	22 Tue	MRO allot.	22 Fri		22 Sun		22 Wed	MRO settl.
23 Sun		23 Wed	MRO settl./LTRO allot.	23 Wed	MRO settl.	23 Sat		23 Mon	MRO ann.	23 Thu	
24 Mon	MRO ann.	24 Thu	LTRO settl.	24 Thu	MRO ann.	24 Sun		24 Tue	MRO allot./LTRO ann.	24 Fri	
25 Tue	MRO allot./LTRO ann.	25 Fri		25 Fri		25 Mon	MRO ann.	25 Wed	MRO settl./LTRO allot.	25 Sat	
26 Wed	MRO settl./LTRO allot.	26 Sat		26 Sat		26 Tue	MRO allot./LTRO ann.	26 Thu	LTRO settl.	26 Sun	
27 Thu	LTRO settl.	27 Sun		27 Sun		27 Wed	MRO settl./LTRO allot.	27 Fri		27 Mon	MRO ann.
28 Fri		28 Mon	MRO ann.	28 Mon		28 Thu	LTRO settl.	28 Sat		28 Tue	MRO allot./LTRO ann.
29 Sat				29 Tue	MRO allot./LTRO ann.	29 Fri		29 Sun		29 Wed	MRO settl./LTRO allot.
30 Sun				30 Wed	MRO settl./LTRO allot.	30 Sat		30 Mon	MRO ann.	30 Thu	LTRO settl.
31 Mon	MRO ann.			31 Thu	LTRO settl.			31 Tue	MRO allot.		

July-2005		August-2005		September-2005		October-2005		November-2005		December-2005							
01	Fri	01	Mon	MRO ann.	01	Thu	LTRO settl.	01	Tue	MRO ann.	01	Thu	LTRO settl.				
02	Sat	02	Tue	MRO allot.	02	Fri		02	Sun		02	Fri	MRO ann.				
03	Sun	03	Wed	MRO settl.	03	Sat		03	Mon	MRO ann.	03	Thu	MRO settl.				
04	Mon	MRO ann.	04	Thu		04	Sun		04	Tue	MRO allot.	04	Fri	04	Sun		
05	Tue	MRO allot.	05	Fri		05	Mon	MRO ann.	05	Wed	MRO settl.	05	Sat	05	Mon	MRO allot.	
06	Wed	MRO settl.	06	Sat		06	Tue	MRO allot.	06	Thu		06	Sun		06	Tue	MRO settl.
07	Thu		07	Sun		07	Wed	MRO settl.	07	Fri		07	Mon	MRO ann.	07	Wed	
08	Fri		08	Mon	MRO ann.	08	Thu		08	Sat		08	Tue	MRO allot.	08	Thu	
09	Sat		09	Tue	MRO allot.	09	Fri		09	Sun		09	Wed	MRO settl.	09	Fri	
10	Sun		10	Wed	MRO settl.	10	Sat		10	Mon	MRO ann.	10	Thu		10	Sat	
11	Mon	MRO ann.	11	Thu		11	Sun		11	Tue	MRO allot.	11	Fri		11	Sun	
12	Tue	MRO allot.	12	Fri	MRO ann.	12	Mon	MRO ann.	12	Wed	MRO settl.	12	Sat		12	Mon	MRO ann.
13	Wed	MRO settl.	13	Sat		13	Tue	MRO allot.	13	Thu		13	Sun		13	Tue	MRO allot.
14	Thu		14	Sun		14	Wed	MRO settl.	14	Fri		14	Mon	MRO ann.	14	Wed	MRO settl.
15	Fri		15	Mon		15	Thu		15	Sat		15	Tue	MRO allot.	15	Thu	
16	Sat		16	Tue	MRO allot.	16	Fri		16	Sun		16	Wed	MRO settl.	16	Fri	
17	Sun		17	Wed	MRO settl.	17	Sat		17	Mon	MRO ann.	17	Thu		17	Sat	
18	Mon	MRO ann.	18	Thu		18	Sun		18	Tue	MRO allot.	18	Fri		18	Sun	
19	Tue	MRO allot.	19	Fri		19	Mon	MRO ann.	19	Wed	MRO settl.	19	Sat		19	Mon	MRO ann.
20	Wed	MRO settl.	20	Sat		20	Tue	MRO allot.	20	Thu		20	Sun		20	Tue	MRO allot./LTRO ann.
21	Thu		21	Sun		21	Wed	MRO settl.	21	Fri		21	Mon	MRO ann.	21	Wed	MRO settl./LTRO allot.
22	Fri		22	Mon	MRO ann.	22	Thu		22	Sat		22	Tue	MRO allot.	22	Thu	LTRO settl.
23	Sat		23	Tue	MRO allot.	23	Fri		23	Sun		23	Wed	MRO settl.	23	Fri	
24	Sun		24	Wed	MRO settl.	24	Sat		24	Mon	MRO ann.	24	Thu		24	Sat	
25	Mon	MRO ann.	25	Thu		25	Sun		25	Tue	MRO allot.	25	Fri		25	Sun	
26	Tue	MRO allot./LTRO ann.	26	Fri		26	Mon	MRO ann.	26	Wed	MRO settl./LTRO ann.	26	Sat		26	Mon	
27	Wed	MRO settl./LTRO allot.	27	Sat		27	Tue	MRO allot./LTRO ann.	27	Thu	LTRO allot.	27	Sun		27	Tue	
28	Thu	LTRO settl.	28	Sun		28	Wed	MRO settl./LTRO allot.	28	Fri	LTRO settl.	28	Mon	MRO ann.	28	Wed	MRO ann.
29	Fri		29	Mon	MRO ann.	29	Thu	LTRO settl.	29	Sat		29	Tue	MRO allot./LTRO ann.	29	Thu	MRO allot./settl.
30	Sat		30	Tue	MRO allot./LTRO ann.	30	Fri		30	Sun		30	Wed	MRO settl./LTRO allot.	30	Fri	
31	Sun		31	Wed	MRO settl./LTRO allot.				31	Mon					31	Sat	

原表來源：歐洲央行網站公告

行，大多週二進行交易；較長期再融通操作係逐月進行，大多每月最後一個週三進行交易，確實日期尚將各國假日之不同考量在內。

### (2)結構性操作

結構性操作經由標準標程序進行，未制訂特定時程，惟均選定於各國共同營業日進行。

### (3)微調操作

微調操作未定特定時程，但僅在歐洲體系營業日進行，即交易日、交割日及償還日，均與歐洲央行營業日相同之各國央行參

與操作。

### (4)結構性操作

結構性操作經由標準標程序進行，未制訂特定時程，惟均選定於各國共同營業日進行。

### (5)微調操作

微調操作未定特定時程，但僅在歐洲體系營業日進行，即交易日、交割日及償還日，均與歐洲央行營業日相同之各國央行參與操作。

### 5. 投標通知

投標通知透過電子網路宣布，涵蓋資訊



包括：投標序號、投標日期、到期日、操作種類（吸金或釋金）、貨幣政策工具種類、固定或變動利率、荷蘭標或美國標、操作數量（一般僅在較長期再融通操作公佈）、固定利率投標之利率、換匯幣別金額與點數、換匯之即期匯價、最低或最高可接受利率、發行存單到期日、存單面額與類別序號、投標期間。

有時也會宣布最高投標限額、最低個別分配金額、最低分配比率。

為提高微調操作之透明度，ECB 有時也會對大眾預告快速標時程，而其仍選定特定機構進行操作。

#### 6. 呈送標單及相關規定

交易對手由總行或特定分行向所在地央行遞送規定格式標單。固定利率標僅呈報數量，變動利率標（最多 10 標）呈報標價與數量。利率需為 0.01% 之倍數，換匯點數需為 0.01 點數之倍數。

主要融通操作、微調操作及結構性操作最低投標額為 EUR1,000,000，並為 EUR100,000 之倍數；較長期再融通操作最低投標額為 EUR10,000~ EUR100,000（由各國央行擇定），並為 EUR10,000 之倍數。

ECB 得在宣布投標資訊時，規定最高投標金額，以避免單一機構投標數量過大。截標前可退回重投，投標總金額過大時，可全數廢止。不符數量或價格相關規定，亦會導致廢標，由該國央行在決標前通知。

#### 7. 投標分配程序

##### (1) 固定利率投標

按投標金額比率分配，單一得標額可設下限。

##### (2) 變動利率投標

(a) 提供 EURO 流動性之釋金操作：由利率最高者先行依序得標，最後同價者比率分配；單一得標額可設下限。

(b) 減少 EURO 流動性之吸金操作：由利率最低者先行依序得標，最後同價者比率分配；單一得標額可設下限。

##### (3) 變動換匯點數操作

(a) 提供 EURO 流動性操作：由換匯點數最低者先行依序得標，最後同價者比率分配。

(b) 吸收 EURO 流動性操作：由換匯點數最高者先行依序得標，最後同價者比率分配。

##### (4) 美國標或荷蘭標

變動利率或變動換匯點數投標中，依利率或點數依序得標，如採美國標，則依原投標利率或點數得標。如採荷蘭標，則依最後得標價格得標。

#### 8. 得標通知

標準標及快速標係由網路公告資訊，一般訊息包括：投標序號、投標日期、操作種類、到期日、投標總額、投標數、得標金額、得標比率、換匯之即期匯價、邊際得標利率/數量/換匯點數之平均分配比率、操作

日、到期日或生效日、存單面額及序號。

有時也會宣布最低個別分配金額、最低分配比率。

各國央行逕行通知得標交易對手，至於廢標者在分配前即已通知。

#### 9. 雙邊操作程序

##### (1) 適用操作種類

微調操作或結構性買賣斷操作可以雙邊直接交易進行。如有需要，亦可用於附買回交易、買賣斷交易、換匯交易及收受定期存款交易。

##### (2) 交易交割方式

歐洲央行體系直接與一家或少數幾家對手，透過非投標方式交易，程序可由雙方決定，並經過交易所或代理機構完成交割。歐洲央行體系端可由 ECB 直接進行或選擇幾家中央銀行進行交易，但交割一定是透過各國央行完成。

##### (3) 資訊宣布

雙邊操作事先不宣布，事後亦可不宣布。

##### (4) 操作時機

微調操作只選定交易日、交割日及償還日均為 ECB 營業日之央行進行操作；結構性買賣斷交易只選定各國共同營業日進行。

#### 10. 交割程序

##### (1) 交割帳戶

透過交易對手在該國央行或在 TARGET1 之清算銀行帳戶進行清算；確定券移轉後再進行款項移轉。相關資產則透過歐盟證券清

算系統 (EU securities settlement systems, SSSs) 進行並須達最低標準。因而相關資產應先存放在央行保管帳戶，或透過 SSSs 系統，在日中完成款券同步移轉。央行並訂有交割契約以便雙方遵循。

##### (2) 交割清算

以標準標進行之公開市場操作（主要再融通操作、較長期再融通操作及結構性操作）在次一 RTGS 及 SSSs 系統均運作之營業日 (T+1 日) 交割。主要再融通操作及較長期再融通操作之交割時點，並儘量與前一次操作到期交割時點一致。

以快速標及雙邊直接交易進行之操作則在交易日 (T 日) 交割；但買賣斷交易或換匯交易，則可能另外指定日期交割。

##### (3) 每日清算時點

各國即時總額清算系統或歐洲即時總額清算系統 TARGET 之每日清算時點依各國約定而行。TARGET 之清算時點為下午 6 點，申請再融通為清算截止後 30 分鐘內。未足額清算視同申請邊際放款。

#### (七) 合格資產

##### 1. 兩級合格資產

歐元區由於統合區內十二個國家，其各國金融市場交易工具及交易慣例均有差異，爰在建立初期建立兩級合格資產清單 (表 11)，俾作參與央行操作之擔保品，惟其將於 2005 年 5 月公布單一合格資產清單，並要求會員國依序調整。

(1)第一級合格資產 (tier one)

第一級合格資產擔保品包括符合歐洲央行所訂定，適用全歐元區之合格規範的各項具市場性債務工具，包括各國央行發行債券、固定面額無負債現金流量、高信用評等、登錄式發行、須在歐洲經濟區域 EEA 發行及保管，或 EEA 財務健全機構所保證者。

(2)第二級合格資產 (tier two)

第二級合格資產擔保品由各國央行規

範，包括對各國金融市場及銀行體系具重要性之市場性或非市場性工具、股票及未上市資產（銀行放款），該資產對該國金融市場或銀行體系重要，並由各國央行在歐洲央行同意下，自定合格性標準。

兩類資產在資產品質或其擔任貨幣政策操作工具之合格性，並無差異；惟買賣斷交易較不以第二級資產為標的。

跨國使用擔保品可透過中央銀行聯行模

表 11：歐元體系貨幣政策操作兩級合格資產清單

項目	第一級合格資產	第二級合格資產
資產種類	ECB 債務憑證 其他具市場性債務工具	具市場性債務工具 不具市場性債務工具 上市權益證券
清算程序	以登錄式保管於央行帳戶或 SSSs 帳戶（另須符合 ECB 最低標準）	需移轉日入該國央行系統並在央行第二級合格資產清單上
發行者	中央銀行 公部門 私部門 國際或跨國機構	公部門 私部門
信用標準	ECB 視為最高品質（包括 EEA*財務健全機構所保證者）	各國央行視為最高品質並包括在其第二級清單上（包括歐元區財務健全機構所保證者）
發行者設立地	EEA 或非 EEA 之 G10 國家	歐元區
資產所在地	發行地：EEA 清算地：歐元區	歐元區
幣別	歐元	歐元
跨國使用	可	可

\* EEA 歐洲經濟區域聯合包括 25 歐盟國家、冰島、列支斯敦及挪威等國家形成國際市場，以促使商品、勞務、資本及人員在區內自由移動。

式 (the correspondent central banking model, CCBM)，或使用歐盟證券清算系統之合格性連結。貨幣政策操作合格性資產亦得作為日間授信合格性資產。歐洲央行體系運作之初，因各會員國各有其不同金融市場背景，為便利貨幣政策操作，爰妥協建立兩級合格資產名單。

### 2. 將改採單一層級合格資產

歐洲央行體系 2004 年 5 月發布為提高歐元區市場運作效率、平等對待所有交易對手及金融工具發行機構，並增加擔保品架構之透明度，緩步將兩級合格資產清單轉變為單一合格資產清單 (a single list)。ECB 將於 2005 年 5 月公告單一合格資產清單，並於 2007 年 5 月達成單一合格資產清單。其調整原則包括：

(1)第一層級中新增合格擔保品項目：所在地在十國集團 G102 會員國但非屬歐洲經濟區 EEA3\*會員國的機構所發行歐元債務工具，包括美國、日本、加拿大和瑞士四國。此等工具需在 EEA 發行，並在歐元區持有及清算，且歐元體系對該債務工具的權益能依法執行。

(2)2004 年 8 月修改上述債務工具之合格標準，合格資產將包括貸款，亦將包括原來僅於愛爾蘭列為合格之抵押貸款債券；但刪除部分國家原列為合格之權益證券。新單一標準預定於 2005 年 4 月發布，喪失合格性之資產項目，必須於 2007 年 5 月以前以其他合

格擔保品替換。

(3)合格標準修改方面，在受監理市場（歐盟執委會依照投資服務準則— Investment Services Directive 所指定市場）登記上市或報價的債務工具仍為合格擔保品。未在受監理市場登記上市或報價的債務工具，必須由各會員國央行提請 ECB 進行個案評估，評估原則包括安全性、透明度及歐元體系得參加該市場之能力而定。

### 3. 風險控管措施

歐洲央行體系允許 ECB 或會員國央行對交易對手，以合格資產進行附條件或買賣斷交易，或以合格資產為擔保品進行融通，原為配合各歐洲會員國資產性質不一所設定兩級合格資產。為保障擔保品之安全性，歐元體系亦採用風險控管措施：包括擔保品僅適用部份乘數，擔保品需定期評價。相關風險控管措施如次：

(1)擔保品計價原則：各擔保品以計價日前一營業日特定市場市價作為其參考價格，如無前一營業日市價則以最後一筆交易價作為參考價格，如價格多於一筆則以最低者為參考價格。

(2)折價幅度：歐元體系為確保債權，對各擔保品參考價格訂有折價幅度（詳表 12）。

如為反浮動債券或第二級合格資產，則其折價最高可達 25%，至於合格權益證券則折價平均約為 22%。

表 12：第一級合格資產流動性歸類及折價幅度表

單位：%

工具種類	第一類		第二類		第三類		第四類	
	中央政府債券 中央銀行債券		地方/區域政府債券 政府機構擔保大額抵押 權債券 政府機構債券 跨國債券		傳統抵押權債券 授信機構債券 公司債		資產擔保證券	
殘餘年限	固定計息	零息	固定計息	零息	固定計息	零息	固定計息	零息
0-1	0.5	0.5	1	1	1.5	1.5	2	2
1-3	1.5	1.5	2.5	2.5	3	3	3.5	3.5
3-5	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6
5-7	3	3.5	4.5	5	5.5	6	6.5	7
7-10	4	4.5	5.5	6.5	6.5	8	8	10
> 10	5.5	8.5	7.5	12	9	15	12	18

(3)原始保證金：歐元體系亦得在提供流動性時，除擔保品現值外並要求提供原始保證金（initial margins）。

(4)必要時得對單一發行人、債務人或擔保人之暴險額度設限，或要求交易需有保證人。

#### (八) 2004 年操作架構之調整

##### 1. 調整目的

##### (1)避免不足額競標或超額競標

1999 年 ECB 運作初期使用固定利率投標（即申報數量）進行主要融通操作，2000 年因為當時短期利率顯著高於主要再融通利率，銀行預期 ECB 將調升利率，因而嚴重超額競標（overbidding），使分派比率由 10%

驟降為 1%；同時，當銀行反向預期 ECB 將調降利率時，也可能嚴重不足額競標（underbidding）。

ECB 認為上述超額競標或不足額競標，係因準備金提存期（每月 24 日至次月 23 日）與管理委員會宣布政策利率之週期不一所引起。

##### (2)使貨幣政策工具運作更具效率化

原主要再融通操作為二週期，在提存期作最後一次調節時，因到期日跨越另一提存期，或因銀行預期 ECB 可能調整利率，導致本期再融通標售行為受影響，降低貨幣政策工具運作之效率。

##### 2. 調整內容

(1)改變準備金提存期之時間

2004年3月起準備金提存期由每月24日至次月23日改為公告提存期日程表(表13),該表提存期開始於每月首次管理委員會後首次主要再融通操作之交割日。因而,常備放款機制如有變動,其新利率適用期間將與新提存期間一致。

彈性準備金提存期,以2004年為例,長短在28~46天期間不等(2005年各提存期則在20~43天不等),惟因事前已與金融機構溝通,且均事前公布提存期間表,所以金融

機構均可接受。

新制優點在於提存期第一天及最後一天均為營業日,支付系統均已運作,有助調節。且金融機構亦不會在同一提存期內,原以較低利率運用資金,卻因政策調整,而須以較高利率補進準備金基數。

(2)將主要再融通操作之到期日由二週減為一週

優點:本措施係準備金提存期彈性調整之配套措施,藉以避免金融機構標購主要再融通資金時,出現不足額標購。

表 13：2004 年 3 月準備金改制後之準備金提存期日程表

管理委員會 會議日期	準備金提存期 開始日	準備金提存期 結束日	按月提送應提準備 金資料機構之計提 基準月份	按季提送應提準備 金資料機構之計提 基準月份	提存期 日數
-	2004.1.24	2004.3.9	2003.12	2003.9	46
2004.3.4	2004.3.10	2004.4.6	2004.1	2003.12	28
2004.4.1	2004.4.7	2004.5.11	2004.2	2003.12	35
2004.5.6	2004.5.12	2004.6.8	2004.3	2003.12	28
2004.6.3	2004.6.9	2004.7.6	2004.4	2004.3	28
2004.7.1	2004.7.7	2004.8.10	2004.5	2004.3	35
2004.8.5	2004.8.11	2004.9.7	2004.6	2004.3	28
2004.9.2	2004.9.8	2004.10.11	2004.7	2004.6	34
2004.10.7	2004.10.12	2004.11.8	2004.8	2004.6	28
2004.11.4	2004.11.9	2004.12.7	2004.9	2004.6	29
2004.12.2	2004.12.8	2005.1.19	2004.10	2004.9	43

資料來源：按 ECB 公告日程製作

缺點：金融機構亦有認為僅一期主要再融通操作，可能增加其操作風險，因為金融機構有可能墊高其投標利率，以確保安全得標。

此外，原另規劃停止較長期再融通操作，經 ECB 調查，大型金融機構較持反對態

度，減少較長期資金調整措施，造成銀行間拆款市場之長期間資金交易減少。授信機構認為提供較長期操作有助於健全的流動性管理，尤其在市場資金緊縮時為然，因而仍續維持較長期再融通操作。

#### 四、歐元區貨幣政策目標之達成檢討

##### (一) 歐洲央行體系提供流動性

歐洲央行體系透過提供銀行體系流動性，引導貨幣市場利率走勢，藉以傳導貨幣政策脈動至全歐元區。融通措施成功結合包括每週一次之主要再融通操作，及每月一次之較長期再融通操作；其成功達成下列目標：

1. 長期上，適度提供授信機構所需流動性
2. 短期內，提供歐元體系足夠彈性以精準引導流動性走勢
3. 操作架構健全能夠在緊急時運作，對處理預期外狀況具高度彈性，如有效因應 2000 年電腦時序轉換及 2001 年 911 恐怖攻擊。

從表 14 央行資產負債表結構，可以確定：

貨幣政策操作所提供流動性  $A1+A2-B2=$  自發性資金影響因素  $B3+B4-A3+B5 +$  準備金戶 B1

另從表 15 ECB 操作實例，可以驗證央行資金供給扣除銀行自發性及應提準備兩項資金需求，即是銀行體系超額準備。

##### (二) 歐洲央行體系運作以來之利率結構

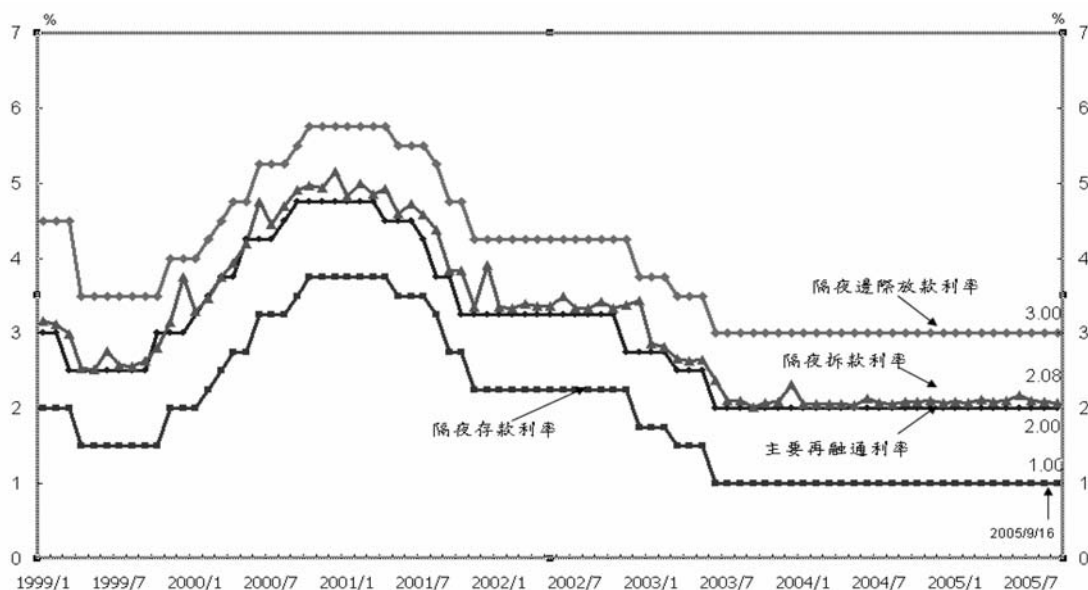
1. 常備邊際放款利率及存款利率所形成之利率區間

邊際放款由於只要具備合格擔保品，其額度原則未設限，因而形成隔夜拆款市場利

表 14：央行資產負債表結構

資產項目	負債項目
A1 對授信機構融通	B1 授信機構往來戶（準備金戶）
A2 邊際放款機制	B2 存款機制
A3 淨國外資產	B3 通貨發行額
	B4 政府存款
	B5 其他因素淨額

圖 4：歐元區短期利率趨勢圖



率 (EONIA) 之上限利率；另授信機構亦得在央行存款而不必閒置資金，其額度原則亦未設限，因而形成隔夜拆款市場利率 (EONIA) 之下限利率 (參圖 4)。

## 2. EONIA 利率之指標性

EONIA 利率由 ECB 每日負責計算，係根據貨幣市場活絡交易銀行下午 6:30 前所電傳隔夜無擔保拆款利率所計算之加權平均利率，並於每交易日下午 7:00 前在 TELERATE 頁面上公告；而該利率之傳播及其他運用則由歐洲銀行聯盟 (the European Banking Federation) 所管轄。EONIA 利率是隔夜指標利率，具兩項特性，其一，EONIA 利率與主要再融通利率趨近，足以解釋該操作係歐元系統最主要之貨幣政策工具；其二，EONIA 利率仍有大幅上揚情況，其表現與準備金制度

有關。

## 3. 重要政策利率之調整

1999 年歐元區採行單一貨幣政策以來，以主要再融通利率為主之政策利率共計調整 19 次，其中 4 次調整結構，7 次調升利率、8 次調降利率。主要再融通操作利率由 1999 年初之 3.0%，降為目前之 2.0% (表 16)。

## 4. 利率水準清楚提供貨幣政策訊息

ECB 以主要再融通利率清楚提供市場貨幣政策訊息，無論是 2000 年 6 月之前之固定利率，或其後之最低競標利率。在最低競標利率下，實際得標利率與其相距不遠，且短期貨幣市場利率之波動度亦不高。

## (三) 通膨目標之達成

### 1. 主要歐元區 HICP 之組成

2003 年歐元區 HICP 之組成權數：商品



表 15：銀行體系流動性狀況表(2004 年 7 月)

單位:百萬歐元

日期	ECB 公佈之欄位						作者計算之欄位			
	公開市場 操作	邊際放款 機制	存款 機制	自發性因 素*	應提準備金 *	央行往來 戶	央行資金供 給	資金需求*	資金超 額供給	超額準 備
	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)	(X)= (A)+(B)+(C)	(Y)= (D)+(E)	(X)+(Y)	(F)+(E)
01/07/2004	331001	26	-33	-189305	-137982	141689	330994	-327287	3707	3707
02/07/2004	331001	1	-549	-190175	-137982	140278	330453	-328157	2296	2296
03/07/2004	331001	1	-549	-190175	-137982	140278	330453	-328157	2296	2296
04/07/2004	331001	1	-549	-190175	-137982	140278	330453	-328157	2296	2296
05/07/2004	331001	1355	-305	-190223	-137982	141828	332051	-328205	3846	3846
06/07/2004	331001	5826	-468	-189317	-137982	147042	336359	-327299	9060	9060
07/07/2004	328000	8	-35	-189199	-138460	138774	327973	-327659	314	314
08/07/2004	328000	248	-54	-191214	-138460	136980	328194	-329674	-1480	-1480
09/07/2004	328000	10	-63	-190461	-138460	137486	327947	-328921	-974	-974
10/07/2004	328000	10	-63	-190461	-138460	137486	327947	-328921	-974	-974
11/07/2004	328000	10	-63	-190461	-138460	137486	327947	-328921	-974	-974
12/07/2004	328000	3	-48	-187122	-138460	140833	327955	-325582	2373	2373
13/07/2004	328000	4	-67	-184898	-138460	143039	327937	-323358	4579	4579
14/07/2004	317502	3	-50	-186716	-138460	130739	317455	-325176	-7721	-7721
15/07/2004	317502	7	-55	-178066	-138460	139388	317454	-316526	928	928
16/07/2004	317502	11	-69	-177375	-138460	140069	317444	-315835	1609	1609
17/07/2004	317502	11	-69	-177375	-138460	140069	317444	-315835	1609	1609
18/07/2004	317502	11	-69	-177375	-138460	140069	317444	-315835	1609	1609
19/07/2004	317502	5	-69	-176069	-138460	141369	317438	-314529	2909	2909
20/07/2004	317502	21	-83	-172119	-138460	145321	317440	-310579	6861	6861
21/07/2004	334501	4	-54	-185540	-138460	148911	334451	-324000	10451	10451
22/07/2004	334501	106	-46	-186408	-138460	148153	334561	-324868	9693	9693
23/07/2004	334501	0	-23	-197681	-138460	136797	334478	-336141	-1663	-1663
24/07/2004	334501	0	-23	-197681	-138460	136797	334478	-336141	-1663	-1663
25/07/2004	334501	0	-23	-197681	-138460	136797	334478	-336141	-1663	-1663
26/07/2004	334501	1	-27	-198068	-138460	136407	334475	-336528	-2053	-2053
27/07/2004	334501	268	-37	-198100	-138460	136632	334732	-336560	-1828	-1828
28/07/2004	333002	2	-35	-194478	-138460	138491	332969	-332938	31	31
29/07/2004	333001	232	-35	-199776	-138460	133422	333198	-338236	-5038	-5038
30/07/2004	333001	1	-34	-201760	-138460	131208	332968	-340220	-7252	-7252
31/07/2004	333001	1	-34	-201760	-138460	131208	332968	-340220	-7252	-7252
平均數	328324	264	-119	-189265	-138367	139204	328469	-327632	837	837
	(A)/(X)	(B)/(X)	(C)/(X)	(D)/(Y)	(E)/(Y)					
比率	99.96	0.08	-0.04	57.77	42.23		*資金需求面因素列負債			

類物價比重 59.1%服務類物價比重 40.9%。

1999 年歐元區單一貨幣政策運作以來，

2. HICP 通膨年增率及扣除食品及能源之

歐元區中期內 (over the medium term, 如 5 年

HICP 年增率之達成

內), 消費者物價調和指數 (Harmonised In-

表 16：ECB 重要利率之調整

生效日期			存款利率	主要再融通操作利率		邊際放款利率
年	月	日		固定利率投標之利率	變動利率投標最低投標利率	
1999	1	1	2.00	3.00	—	4.50
	1	4	2.75	3.00	—	3.25
	1	22	2.00	3.00	—	4.50
	4	9	1.50	2.50	(再融通+ -1%)	3.50
	11	5	2.00	3.00	—	4.00
2000	2	4	2.25	3.25	—	4.25
	3	17	2.50	3.50	—	4.50
	4	28	2.75	3.75	—	4.75
	6	9	3.25	4.25	—	5.25
	6	28	3.25	(改採變動利率標)	4.25	5.25
	9	1	3.50	—	4.50	5.50
	10	6	3.75	—	4.75	5.75
2001	5	11	3.50	—	4.50	5.50
	8	31	3.25	—	4.25	5.25
	9	18	2.75	—	3.75	4.75
	11	9	2.25	—	3.25	4.25
2002	12	6	1.75	—	2.75	3.75
2003	3	7	1.50	—	2.50	3.50
	6	6	1.00	—	2.00	3.00

註：1.數據摘自 ECB 網站。

2.1999.4.9 開始採行主要再融通利率分別+ -1%為邊際放款利率及存款利率之機制。

3.2000.6.28 主要再融通操作由固定利率改為變動利率。

表 17：ECB 於 2005 年 3 月發布其 HICP 年增率預測值

	2004	2005	2006
2005 年 3 月發布	2.1%	1.6~2.2%	1.0~2.2%
2004 年 12 月發布	2.1~2.3%	1.5~2.5%	1.0~2.2%

ECB staff macroeconomic projections for the euro area, ECB Dec. 2004, March 2005

dex of Consumer Prices, HICP) 之年增率低於 在 2.5%之下。

2%，但接近 2%之目標大致已達成 (參表 (四) 經濟成長之表現

17)；扣除食品及能源之 HICP 年增率大致亦 表 18、表 19 顯示，歐元區之經濟成長率

表 18：歐元區簡要經濟金融指標表

期間	GDP	HICP	失業率	M3	ECB <sup>調整</sup> 主要再融通利率	10Y 債券利率	匯率
1999Q1	1.8	0.8	10.3	5.4	3.0	4.0	1.122
Q2	2.0	1.0	10.0	5.4	2.5	4.26	1.057
Q3	2.5	1.1	9.9	5.7	2.5	5.05	1.049
Q4	3.1	1.5	9.7	5.9	3.0	5.32	1.038
2000Q1	3.4	2.0	9.5	5.9	3.5	5.61	0.986
Q2	3.7	2.1	9.2	6.2	4.25	5.43	0.933
Q3	3.3	2.5	8.7	5.4	4.5	5.44	0.905
Q4	3.0	2.7	8.5	5.1	4.75	5.28	0.868
2001Q1	2.4	2.5	8.5	4.8	4.75	4.99	0.923
Q2	1.6	3.1	8.3	4.4	4.5	5.19	0.873
Q3	1.4	2.5	8.3	5.9	3.75	5.12	0.890
Q4	0.6	2.2	8.4	7.6	3.25	4.81	0.896
2002Q1	0.3	2.6	8.1	7.6	3.25	5.13	0.877
Q2	0.7	2.1	8.2	7.3	3.25	5.26	0.919
Q3	0.9	2.1	8.3	7.0	3.25	4.77	0.984
Q4	1.3	2.3	8.4	7.0	2.75	4.54	0.999
2003Q1	0.7	2.3	8.7	7.6	2.5	4.16	1.073
Q2	0.2	1.9	8.8	8.4	2.0	3.96	1.137
Q3	0.4	2.0	8.8	8.2	2.0	4.16	1.125
Q4	0.7	2.0	8.9	7.6	2.0	4.36	1.189
2004Q1	1.4	1.7	9.0	6.4	2.0	4.15	1.2497
Q2	2.1	2.3	8.8	5.3	2.0	4.36	1.2046
Q3	1.8	2.2	8.9	5.6	2.0	4.21	1.2220
Q4	1.6	2.3	8.8	6.1	2.0	3.84	1.2977
2005Q1	1.3	2.0	8.8	6.6	2.0	3.67	1.3113
Q2	1.1	2.0	8.8	7.0	2.0	3.41	1.2594

資料來源：作者整理 ECB 金融統計月報數據（1999 年~2005 年相關期次）

表 19：ECB 於 2005 年 3 月發布其實質經濟成長率預測值

	2004	2005	2006
2005 年 3 月發布	1.8%	1.2~2.0%	1.6~2.6%
2004 年 12 月發布	1.6~2.0%	1.4~2.4%	1.7~2.7%

ECB staff macroeconomic projections for the euro area, ECB March 2005

大致表現成熟經濟體緩步成長之步調，其年增率大致維持在 1~2%。

### (五) 偏高之失業率

#### 1. 平均失業率 8.9%

歐元區 1999 年開始實施單一貨幣政策以來至 2004 年止，平均失業率 8.9%，相較 2004 年美國之 5.5%、日本之 4.7% 及英國之 2.8%，均呈偏高現象。

#### 2. 金融業者之看法

作者訪問法蘭克福某知名銀行時，業者表示 ECB 以物價穩定為最高貨幣政策目標，固有其優點，如 ECB 能仿效其他先進國家央行，同等看待失業率及物價上漲率之嚴重性，應更能提高整體貨幣政策之價值。

### (六) 貨幣總計數 M3 之參考價值

#### 1. 歐元區貨幣總計數之定義

$M1 = \text{通貨流通額} + \text{隔夜存款}$

$2,892.3 = 453.3 + 2,439.0$  (2004 年 12 月/單位：10 億歐元)

$M2 = M1 + 2 \text{ 年期以內存款} + 3 \text{ 個月期以內可通知贖回存款}$

$5,564.6 = 2,892.3 + 1,037.4 + 1,634.9$

$M3 = M2 + \text{附買回餘額} + \text{貨幣市場基金} + 2 \text{ 年內到期之債務證券}$

$6,528.5 = 5,564.6 + 243.2 + 619.4 + 101.2$

#### 2. 貨幣成長參考值

ECB 管理委員會 1999 年 12 月正式確認貨幣總計數 M3 年度成長率參考值為 4 1/2 %。計算基礎包括實質經濟成長趨勢為年增率 2

%~2 1/2 %；M3 流通速率在 1/2 %~1% 間；消費者物價調和指數 HICP 年增率低於 2%。

1999 年 12 月之前 M3 年增率係採三個月移動平均值為參考值，其後 2000 年至 2002 年 12 月間 ECB 三度確認 M3 年度成長率參考值為 4 1/2 %；惟至 2003 年 5 月 ECB 宣布：1998 年以來適用之物價穩定定義不變，ECB 維持中期 (medium term) 物價穩定，貨幣政策決策仍著重廣泛分析物價穩定之風險，並公布相關之經濟及貨幣分析；惟強調貨幣成長率係適合作為較長期評估貨幣發展之指標，所以不再逐年檢閱參考值，但仍繼續評估相關經濟金融基本狀況。

#### 3. 1999 年以來 M3 年增率趨勢

對 ECB 而言，貨幣總計數 M3 年增率是觀察長期物價走勢之指標之一，而非最重要短期維持物價穩定之指標，早期設定 M3 年增率 4 1/2 % 為參考值，惟近年來其重要性大幅降低，ECB 亦不再設參考值，如 2003 年 M3 平均年增率 8.0%，高於 1999~2001 年間之 5.5% 或 2002 年之 7.2%，當年 ECB 反而兩次調降主要再融通最低投標利率。

### (七) 歐元匯率大幅波動影響支出

歐元匯率除受國際美元走勢、國際資金流動影響外，部分也反映經濟表現之強弱。1999 年歐元啟用首季歐元對美元之匯率為 1.122，2000 年第 4 季匯率為 0.868，跌幅 22.6%；按 2004 年 12 月歐元匯率 1.3408 之水準估算，即較低檔大幅升值約 54%。

圖 5：歐元區與美日兩國公債殖利率趨勢圖



這一波歐元升值之顯著效用則反映在明顯降低油價對歐元區之衝擊。依據 ECB 2004 年 11 月之月報，2003 年 10 月至 2004 年 10 月一年間，歐元區之油價漲幅，如以美元計價漲 67%，如以歐元計價，則僅上漲 56%。反觀 1999 年 1 月至 2003 年 10 月期間，油價如以美元計價漲 198%，如以歐元計價，因歐元曾跌至低點，則反映油價大幅上漲 297%。

**(八) 長期利率大致持穩惟近期滑落**

1999 年初~2004 上半年，從圖 5 可以看出，ECB 主要再融通利率大致在 3.4% + - 1.4% 區間內波動，惟在 ECB 維持物價穩定之政策前提下，歐元長期利率持穩，指標債十年期大致在 4.8% + - 0.8% 狹幅區間內波動，

歐元區長期利率走勢較其利率水準較近之美國和緩；其後，美國連續升息，而歐元區政策利率持平，其長期利率卻顯著滑落，具 ECB 稱，主要肇因於壽險基金投資需求強勁，導致長期債券風險加碼節節縮減所致。

**(九) ECB 初步檢討 2004 年 3 月調整公開市場操作架構之成效**

1. 新制摘述及其目的

(1) 背景：金融機構預期 ECB 調降利率，導致主要再融通操作不足額競標。

(2) 新制：(a) 存款準備金提存期彈性化，提存期開始於每月首次理事會後首次主要再融通操作之交割日，藉由提存期開始日

與新利率適用日一致，且每次主要再融通操作一定適用單一利率，有效消除對當期政策利率變動預期，避免影響短期利率波動。

(b) 主要再融通操作之到期日由二週減為一週，避免金融機構在本提存期內承做最後一次主要再融通操作時，預期下一提存期利率變動而影響本期投標行為。

(3) 配套：ECB 避免市場對其為穩定流動性狀況，而需承作主要再融通之額度有所錯估，該行不但每週宣布主要再融通操作時，公佈影響準備部位自發性因素（非 ECB 操作項目，但影響授信機構之流動性部位者）之估計值；並在其宣布或分配主要再融通操作時，亦發布對沖資金影響因素所需承作基準操作量（benchmark amounts），目前大約以 5 億歐元為基本單位。ECB 公佈預估金額，藉以協助市場了解所操作金額係對沖自發性因素或有意增減流動性以達新目標，該行認為資訊透明化及加強溝通有助於控制投標行為。

(4) 目的：藉著消除對主要 ECB 利率調整可能產生負面影響之預期，以穩定市場參與者對主要再融通操作之投標行為。

## 2. 授信機構對主要再融通操作之投標行為分析

(1) 依據 ECB 所發布資訊，操作期限由兩週改一週造成操作金額倍增：基準交易量大致因通貨發行額墊高而增加，僅在實行初期出現不足額標購，2004 年 11 月主要再融通操

作投標額達 3,840 億歐元高峰，2004 年 12 月配標額達 2,835 億歐元高峰。

(2) 實際主要再融通操作承作利率與最低投標利率由貼近擴大至近 10bp。

(3) 擔保品需求倍增，惟操作期間較短，ECB 之交易對手仍可有效運用擔保品。

(4) 每次基準操作量或實際操作量之變動量，大致由 330 億歐元降為 70 億歐元，其原因在於主要再融通操作到期日與基準操作量所要求流動性目標之區間一致。

(5) 投標倍數大致減少，實施前一年則大致在 0.8~2 倍間，實施以來大致維持在 1~1.5 倍間，部分對手每週等額投標。

(6) 2004 年底主要再融通操作交易對手大致為 2,100 家，每週投標數大致由實施前 300 家，實施初期約增至 400 家，再回降至 300 家，ECB 認為係新制更簡化及透明化所致。

## 3. 隔夜拆款利率受影響

(1) 新制下，當週主要再融通操作一經交割，需俟 8 日才可回補資金，爰一般資金匡計期為 8 日，對 8 日期間累積自發性因素預測值標準差為 70 億歐元；而舊制下，平均大致 5 日即有機會調節資金，爰資金匡計期為 5 日，資金估測標準差僅 30 億歐元。

(2) 惟 ECB 強調溝通之方式，公佈資金自發性因素變動預估值及基準操作金額，有助於業者作調節，綜合上項因素，隔夜拆款利率與主要再融通操作最低投標利率之差價，在準備金期末最可能擴大。

(3)實施後，銀行間隔夜拆款利率與主要再融通操作最低投標利率之差價縮小至10bp，惟準備金提存期底，差價因而大幅擴大有時近80bp，ECB只得祭出四次微調操作因應。

#### 4. ECB 流動性政策操作之因應

(1)穩定市場利率之原則及例外：ECB向以沖銷流動性變動因素，避免利率更動預期，即以穩定貨幣市場利率為操作原則，新制前O/N利率變動幅度較小，但ECB亦認為利率如有波動，有助於銀行前來承作主要再融通操作。

(2)增加調節頻率以因應準備金提存期底之利率波動：實施後，投標金額及投標利率均顯示銀行之投標意願續有提升，因而ECB認為無須提高利率波動之可容許範圍，以免對銀行間貨幣市場流動性及相關衍生性市場之運作有負面影響，爰進行四次微調操作，其中2004.5.11及2004.12.7係吸金操作，而2004.11.8及2005.1.18係釋金操作。

(3)強化資金預估：主要因自發性因素預估錯誤，平時自發性因素誤差導因於通貨發行額及政府存款之錯估，這方面ECB已與歐元區各國溝通改善估測之道。至於準備金調整期末，超額準備多寡，亦成為重要資金影響因素。

(4)繼續觀察調整：綜合導致期末微調操作，ECB表示將繼續觀察後續市況決定是否調整現行流動性調整政策。

#### 5. 結論

整體而言，新制運作順暢，投標利率及投標倍數平穩，可能係ECB與市場就影響流動性自發性因素預估及基準操作量加強溝通；交易對手投標行為穩定亦因每週基準操作量之波動減少所致。因而準備提存期中之銀行隔拆利率與主要再融通操作最低投標利率之差價平穩，但期底流動性不平衡，導致利率不當波動；ECB以微調操作作期底調整，以維持隔拆利率之平均波動度。

#### (十) 2005年版「歐元體系貨幣政策工具及操作程序手冊」所揭示主要改革動向

2005.2.21ECB發布新版「歐元區貨幣政策操作之施行－歐元體系貨幣政策工具及操作程序手冊」(The Implementation of monetary policy in euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures)，本手冊修正2004年版本，並自2005.5.30起適用，其主要差異及改革動向如次：

##### 1. 主要修正動向係採行相關措施，俾利於2005年5月如期公告單一合格擔保資產清單：

(1)自原非合格擔保資產，引介成為第一層級合格資產項目，包括G10國但非屬歐洲經濟區會員國，如美國、日本、加拿大和瑞士四國之機構所發行歐元債務工具。歐元體系會評估新債之相關法律規範，以保障體系之權益，並於2005.5.30發布新債清單。

(2)歐元體系開始評估未受監理市場可接受度之原則（安全度、透明度及歐元體系得參加該市場之能力），以協助歐元體系執行其擔保品管理功能。此類相關債券清單亦將於 2005.5.30 發布，並每年至少評估乙次。原列合格資產之未受監理市場債券，如 2005.5.30 未通過本項評估，則將於 2007 年 5 月喪失合格性。

(3)第一層級合格資產原需由信用評等公司就發行計畫或發行期別進行評等，放寬為僅需發行機構取得評等即可。

(4)原列歐元體系授信操作之第二層級合格資產項目之權益證券，原機構自 2005.4.30 起需撤回。

2. 附帶更新如次內容：

(1)定義與交易對手關係中，有關密切連結、保證人等用語。

2004 年原版本已規範交易對手擔保品債

券，不得為其關係密切（close links）機構所發行或擔保之債券。2005 年新版本則明確規範關係密切指發行機構對 ECB 交易對手持股超過 20%，或 ECB 交易對手對發行機構持股超過 20%，或第三家機構對 ECB 交易對手及發行機構持股均超過 20%。

2004 年原版本已規範保證機構需建置在歐元區，2005 年新版本增訂一些保障歐洲央行體系之條款，如保證要無條件、不可撤銷，擔保效力之等級不得低於保證人其他無擔保債務；如保證機構受單一以上主權之管轄，則需增提法律確認書（legal confirmation），以確認保證之有效性。

(2)將快速標自宣布投標資訊至宣布投標結果之操作時程，增加 30 分鐘，以因應 2004 年 3 月調整操作架構，造成準備金提存期底隔拆利率走高，需較經常性進行微調操作以降低短率之波動幅度。

## 五、歐元區與我國貨幣政策操作方式之比較及借鏡

表 20：我國與歐元區貨幣政策目標比較表

貨幣政策目標	歐元區	我國
最終目標	物價穩定優先，後才兼顧經濟成長等其他經濟目標	促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定、於上列目標範圍內協助經濟之發展
中間目標	（運用經濟及貨幣分析廣泛注意影響物價因素）	M2（M2+債券型基金）
操作目標	（引導短期利率在主要再融通利率左右水準）	準備貨幣 / 金融業隔夜拆款利率



## (一) 貨幣政策目標比較

貨幣政策操作目標影響貨幣政策操作方式，爰簡要比較我國與歐元區貨幣政策目標如表 20：

1. 歐元區方面：ECB 最重視物價穩定，但認為多方分析經濟資料較單一通膨數據為佳，爰未直接採行通膨目標；ECB 認為亦應重視貨幣以外之影響物價因素，爰運用經濟及貨幣分析廣泛注意影響物價因素，引導短期利率在主要再融通利率左右水準。依表 18 歐元區簡要經濟金融指標來看，1999 年至 2004 年歐元區主要貨幣政策目標 HICP2% 以下，以季平均 2.075% 來看，略超過目標值。短期利率方面，在主要再融通提供政策訊息指標及提供短期流動性，存款機制及邊際放款機制限利率波動幅度，EONIA 大致平

穩。

2. 我國方面：央行重視物價金融穩定，亦重視經濟成長；央行自 1992 年設定 M2 年增率為貨幣政策中間目標並設定目標區逐年達成，至於貨幣政策操作目標則兼顧準備貨幣及金融業隔夜拆款利率。依表 21 我國簡要經濟金融指標來看，儘管央行大致能將 M2 年增率維持在目標區內，惟實質經濟面我們仍經歷（90 年）經濟負成長，反映貨幣政策效果仍有其限制；但如從穩定物價來看，1999 年以來除經歷小幅 disinflation 外，物價控制大致良好；2004 年 10 月以來，央行為因應通膨潛在壓力及避免實質負利率，已五度調升重貼現等相關融通利率，近期國際油價如再走揚，又如部分國家經濟繼續熱絡帶動原物料價格翻升，或主要國家央行繼續調升利

表 21：我國簡要經濟金融指標表

期間	GDP	CPI	失業率	M2		準備貨幣	央行 <sup>(期底)</sup>		10Y 債券 利率	匯率 (期底)
				年增率 目標區	實際值		年增率	重貼現		
1999	5.32	0.17	2.92	6~11%	8.33	5.37	4.500	-	5.80	31.395
2000	5.78	1.26	2.99	6~11%	7.04	5.00	4.625	-	5.63	32.992
2001	-2.22	-0.01	4.57	5~10%	5.79	1.13	2.125	2.275	4.03	34.999
2002	3.94	-0.20	5.17	3.5~8.5%	3.55	1.78	1.625	1.675	3.46	34.753
2003	3.33	-0.28	4.99	1.5~5.5%	3.77	5.28	1.375	1.050	2.16	33.978
2004	5.71	1.62	4.44	2.5~5% 4~8% <sup>重修*</sup>	7.45	11.38	1.750	1.210	2.66	31.917
2005(f)	3.65	1.97	-	3.5%~7.5%	-	-	-	-	-	-
2005 實際	3.03 Q2	2.13 1-8 月	4.17 1-7 月		6.03 1-6 月	7.82 1-6 月	2.125 9/16	1.39 9/16	1.7443 9/16	32.931 9/16

\*2004 年底央行依據當年修正後經濟成長率及物價上漲率重設目標區間

M2+債券型基金：2003 年，目標區 3~7%，實際值 5.25%

2004 年，目標區 4~8%（5~9%重修），實際值 8.14%

率，導致國內外利差過大，市場推估 2005 年內央行亦有可能再度升息，以因應未來物價走高之挑戰。

3. 貨幣政策最終目標一般不外物價穩定及經濟成長，至於中間目標一般著重與最終目標關係穩定且得以正確預測者，操作目標與中間目標關係密切，央行對該變數具可測性及可控性。貨幣政策架構之擇定及採行，有賴實證研究各國經濟金融變數之關係及其可測性、可控性等，而後擇定較適架構。現有國際趨勢下，貨幣總計數作為貨幣政策中

間目標已較少見；國際上反而較為重視有效控制短期利率水準並建立有效利率政策傳遞機制。

## （二）貨幣總計數之比較

雖說物價是一種貨幣現象，但不同央行對貨幣總計數有不同之權重，我國央行明白逐年設定貨幣總計數 M2 年成長率目標區，而歐元區貨幣總計數 M3 僅是一衡量通膨之重要參考值，茲比較我國與歐元區貨幣總計數相關定義及是否達成央行之預設值等如表 22：

表 22：我國與歐元區貨幣總計數比較表

貨幣總計數	歐元區	我國
M1 定義	M1=通貨流通額+隔夜存款（存於貨幣金融機構及中央政府）	M1A=通貨淨額+支票存款+活期存款 M1B=M1A+活期儲蓄存款
M2 定義	M2=M1+3 個月內可通知提前贖回存款（短期儲蓄存款）+存於貨幣金融機構及中央政府 2 年內定存（短期定期存款）	M2=M1B+準貨幣 準貨幣=定期存款+定期儲蓄存款+外匯存款+郵政儲金+外國人新台幣存款
M3 定義	M3=M2+市場性工具（附條件交易、貨幣市場基金）+貨幣金融機構所發行 2 年內債務證券	（M2+債券型基金）
首要貨幣總計數/目標區或參考值	M3 成長率參考值 1999~2002 年連續 4 年訂有年度成長率參考值 4 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> %。	M2 成長率目標區 1992 年起每年訂有 M2 成長目標區 2003~2004 年另訂 M2+債券型基金成長目標區
分析貨幣成長之用途	為分析物價穩定之風險，貨幣分析作為經濟分析之交叉分析方法。	充當貨幣政策中間目標盡力達成
達成狀況	依表十八數據，1999 年~2004 年 M3 平均年增率 6.32%，2003 年 5 月 ECB 宣布不再逐年檢閱參考值	1992 年~1994 年 M2 年增率較當時目標區 10~15% 平均高 1.8%，其後至 2005 年大致能維持在目標區內（圖 6）

1. 歐元區：以貨幣總計數 M3 作貨幣分析，著重貨幣與物價之較長期關聯，原設參考值，後因 M3 超過參考值日益擴大，而物價卻一直在可接受範圍內，因而ECB2003年5月起宣布不再逐年檢閱參考值。

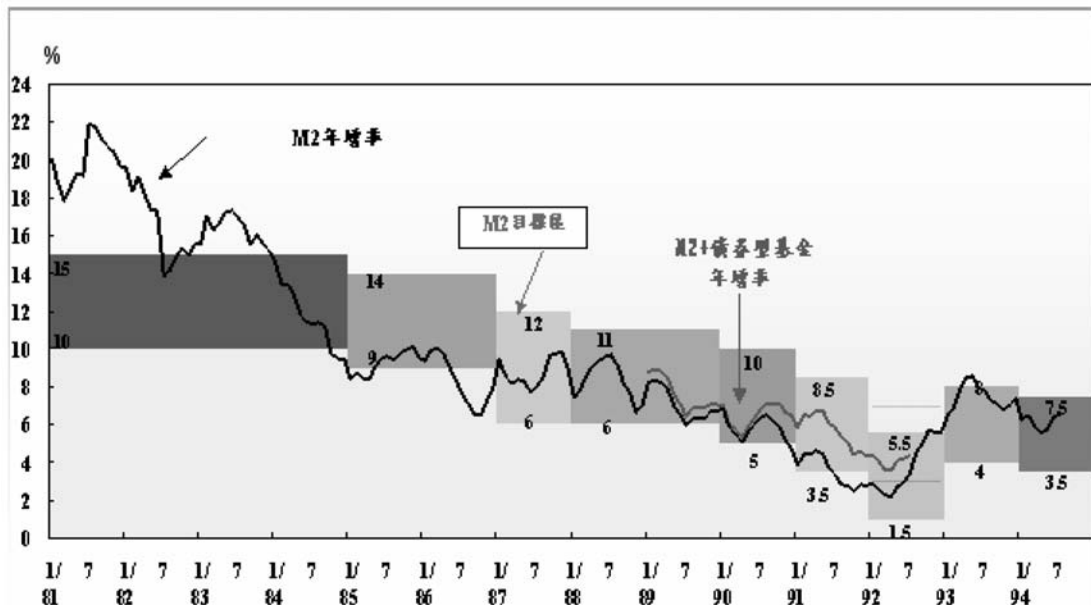
2. 我國：1992年起以 M2 為貨幣政策中間目標，並開始正式公布 M2 貨幣成長目標區。1998年起，央行為強化貨幣政策的透明度，將貨幣成長目標區的設定說明對外公佈。2003年起，受銀行存款與債券型基金之間資金移動影響，M2 指標性減弱，央行基於 M2+債券型基金較能吸納銀行存款與債券型基金之間相互轉移之衝擊，且順應金融商品多樣化之發展趨勢，增訂 M2+債券型基金成長目標區，但仍同時觀察多項貨幣總計數指

標，以便於綜合研判（圖 6）。

央行續於 2004 年 12 月 30 日，依當年修正後經濟成長率及物價上漲率重設目標區間；另因債券型基金之貨幣性降低及央行視貨幣市場基金為準貨幣納入 M2 中，爰央行 2005 年起不再訂定 M2+債券型基金年增率之成長目標區。

3. 不同貨幣政策操作架構下，貨幣總計數之角色不同，我國央行設定貨幣總計數 M2 成長目標區，並努力逐年達成目標；ECB 對貨幣總計數 M3 曾設參考值卻又稱不再逐年檢閱參考值。以貨幣政策最終之穩定物價（或兼顧經濟成長）目標來看，貨幣政策對實質經濟之影響面似有其限制；另有人稱，長期而言通貨膨脹是一貨幣現象來看，央行

圖 6：我國貨幣供給額年增率趨勢圖



維持貨幣之適度成長應是合理且必要之選擇。我國在直接金融持續成長下（2005年8月直接金融比率28.07%），央行未來除貨幣總計數外似宜更加重視貨幣政策操作相關利率對金融市場利率之影響效果。

### （三）經濟成長趨勢下之匯率走勢

#### 1. 不同之經濟成長結構

以2004年及2005年之經濟成長率來看，歐元區主要依賴民間、政府消費，以及明顯成長之固定資本形成來達成；我國則主要依賴民間消費，固定資本形成則2004年較為強勁，2005年則寄望商品及勞務淨輸出能有所成長。在輸出國是國際市場價格之接受者前提下，國內匯率走升可能對輸出產生負面影響（詳表23）。

#### 2. 歐元及新台幣匯率走勢

雖然一國匯率之合理走勢可以其經貿往來頻繁國家之一籃貨幣為合理衡量基準，惟對歐元區及我國而言，對美元之匯率均甚重要。茲以對美元匯率來看，1999年以來，歐元匯率大致呈現先跌後漲趨勢，1999年初歐元兌美元匯率約為1.174，至2000年10月底跌至0.846左右，跌幅約28%；2005年初回漲至近1.356之高檔價位，較低檔升值60%，亦較1999年初升值15%。歐元匯率升跌與同期歐元區之整體經濟表現及利率水準似無絕對關係，在歐元正式流通以來，歐元在國際金融交易計價基礎及外匯存底運用幣別之角色上，已成為美元之重要替代品，因而其強弱也反映美元在國際市場之反向走勢。（參

表 23：2004 年及 2005 年歐元區及我國物價及經濟成長率對照表

	歐元區		我國	
	2004 年	2005 年 (f)	2004 年	2005 年 (f)
物價上漲率	2.1	1.6~2.2	1.62	1.67
經濟成長率	1.8	1.2~2.0	5.71	4.21
民間消費	1.1	1.2~1.8	3.13	3.00
政府消費	1.5	0.7~1.7	-0.69	0.09
固定資本形成	1.7	1.6~4.2	15.40	7.59
存貨增加	—	—	-4.22	1.14
商品勞務輸出	6.1	4.0~7.0	15.27	2.56
商品勞務輸入	6.5	4.7~8.1	18.56	0.80

數據來源：ECB staff macroeconomic projections for the euro area, ECB March, 2005；我國行政院主計處國內生長毛額之處分資料, 2005年2月。

圖 7：歐元與新台幣匯率趨勢圖

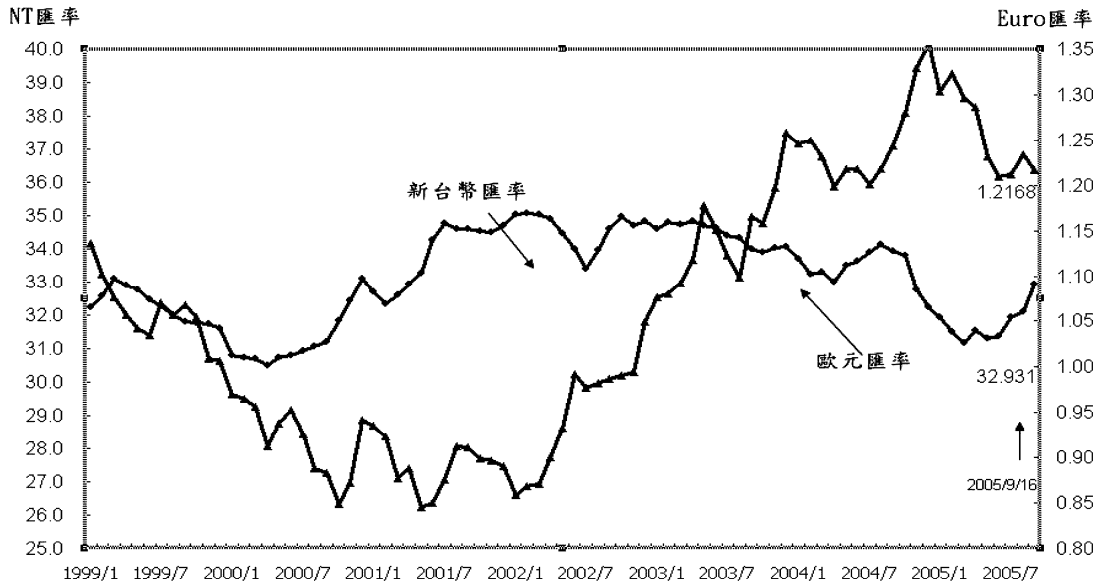


圖 7)

1999 年以來，新台幣對美元匯率之升貶幅度較歐元升貶幅度平緩，1999 年初新台幣匯率約為 32.18，2000 年 4 月升至 30.43 價位，2002 年 2 月底幾乎要貶破 35 元，而後國際美元大致走貶，2005 年以來美元回升，9 月新台幣對美元之價位在 33 元左右。

### 3. 匯率走勢對央行之可能影響

(1) 在開放經濟體制下，匯率不但直接影響商品勞務之輸出輸入，亦影響金融帳之進出，歐元是國際通貨，影響其走勢之因素非常複雜，也增加歐洲央行採行貨幣政策之考量層面。惟相較於我國央行，歐洲央行無須直接負責各國外匯資產之操作，該操作係各國央行所專屬職責。

(2) 我國央行與一般央行一樣肩負穩定物

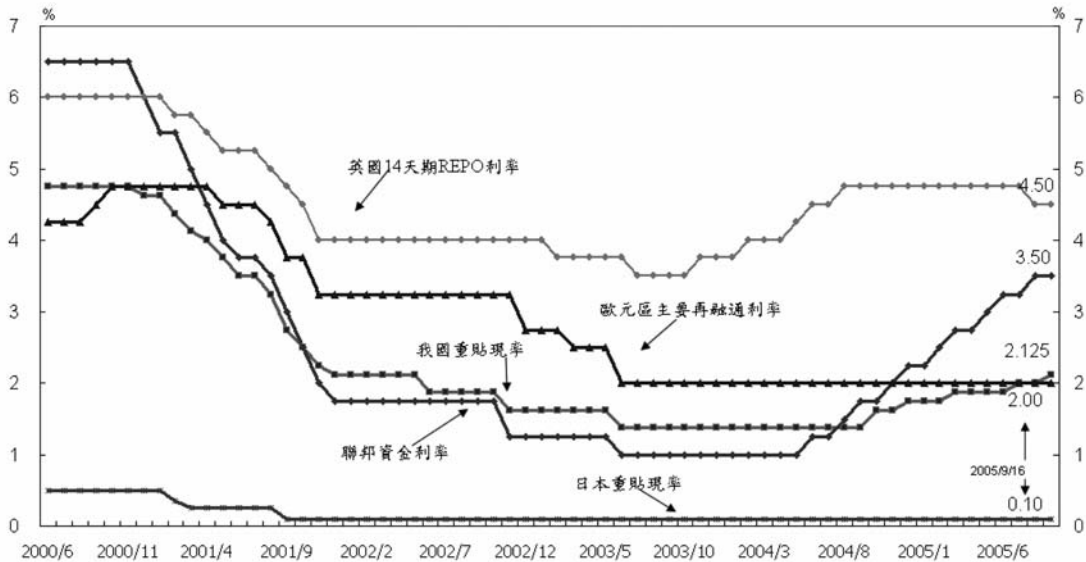
價及協助經濟成長之角色，須維持匯率於適當水準，尤其以下兩項因素更加重我國央行之責任：其一.我國是一所謂小型開放經濟體，在金融自由化背景下，有可能成為大額國際流動資金之投機標的。其二.我國央行除執行貨幣政策外，同時需負責管理及運用外匯存底（2005 年 8 月底為 2,540.86 億美元）；如何維護匯率及利率達適度水準並兼顧外匯存底運用之收益性，實考驗央行之智慧。鑒於歐元是全球第二大外匯資產，對央行外匯資產管理及國內經濟走勢均有重要影響，爰我國央行對 ECB 貨幣政策可能對歐元走勢之影響均應密切關注。

### (四) 利率結構及走勢

#### 1. 我國與主要國家利率走勢

(1) 各國央行政策利率

圖 8：我國與主要國家政策利率變動圖



2000 年 6 月我國上一波連續 15 次調降重貼現率前夕以來，我國與主要國家政策利率大致呈現先降後升，其中美國為因應經濟走緩，13 次調降聯邦資金目標利率合計達 5.5%，復因通膨壓力及美元走弱而 11 次提高同一利率合計 2.75%，其變動幅度最大。英國利率之變動相對緩和，我國之變動幅度又稍高於歐元區，尤其歐元區近二年來未調整政策利率，日本則自 2001 年起增採量化寬鬆政策迄今（圖 8，表 24）。

另以較近之 2004 年觀之，日本央行因經濟無顯著改善，仍維持其量化寬鬆政策；英國與美國央行因應通膨均調升政策利率，歐元區經濟成長率雖自 2003 年之 0.5% 上升至 2004 年之 1.7%，惟 2003 年及 2004 年物價年增率約在 2.1% 左右、失業率維持在 8.9% 左

右，加上歐元在國際市場大幅升值，爰其政策利率自 2003 年 6 月起一直維持在 2.0%，我國央行則主要考量通膨壓力並避免實質利率為負值，五度調升重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率。

從各國央行調整政策利率次數來看，美國調整 24 次最為頻繁；歐元區調整 9 次，次數最少；我國之 20 次居間。期間政策利率最高最低之差距，美國 5.5% 最大，我國之 3.375% 次之，歐元區之 2.75% 則再次之。日本雖然最高最低之差距僅 0.4%，惟其量化寬鬆目標自 2001 年之 5 兆日圓迄今維持在 30~35 兆日圓，差距亦大（表 24）。

(2) 各國 10 年期公債殖利率走勢

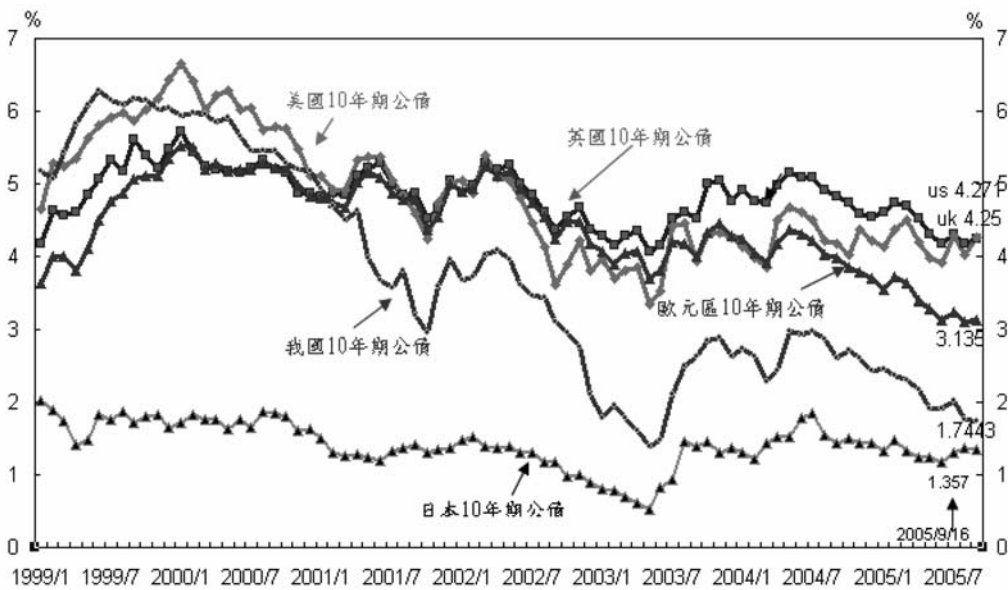
經觀察各國 10 年期公債殖利率走勢（詳圖 9），1999 年我國利率曾較美、英、日及

表 24：我國與主要國家政策利率調整情形表

期間	期底利率 利率水準 次數/調幅	美國 聯邦資金 目標利率	日本 重貼現率/ 量化 寬鬆目標	英國 14 天期 REPO	歐元區 主要再融通利 率	我國 重貼現率
2000.6	利率水準	6.5%	0.5%	6.0%	4.25%	4.75%
2000.7~	利率水準	6.5%	0.5%	6.0%	4.75%	4.75%
2000.11	次數/調幅	0	0	0	2/+0.5%	0
2000.12~	利率水準	1.0%	0.1%	3.5%	2.0%	1.375%
2003.10	次數/調幅 量化 寬鬆目標	13/-5.5%	3/-0.4% 9/27~32 兆日圓	9/-2.5%	7/-2.75%	15/-3.375%
2003.11~	利率水準	1.75%	0.1%	4.75%	2%	1.375%
2004.9	次數/調幅 量化 寬鬆目標	3/+0.75%	0 1/30~35 兆日圓	5/1.25%	0	0
2004.10~20	利率水準	3.75%	0.1%	4.5%	2%	2.125%
05.9	次數/調幅	8/+2.0%	0	1/0.25%	0	5/+0.75%
2000.6~	次數/調幅 量化寬鬆目標	24/-2.75%	12/-0.4% 9/30~35 兆日圓	15/-1.5%	9/-2.25%	20/-2.625%
2005.9	最高/最低 差距	6.5% / 1.0% 5.5%	0.5% / 0.1% 0.4%	6.0%/3.75% 25%	4.75%/2.0% 75%	4.75%/1.375% 3.375%

註：2005.9.16 我國調升重貼現率至 2.125%，2005.9.20 美國調升聯邦資金目標利率至 3.75%。

圖 9：我國與主要國家十年期公債殖利率趨勢圖



歐元區為高；2000~2002 年則以美國利率較高，其後迄今多以英國利率為高限；日本利率水準一直維持低檔；我國部份，除期初較

高外，2000~2003 年 10 年債利率在國內資金寬鬆而公債籌碼不足下，殖利率下降甚為顯著，使該利率均遠低於美國、英國及歐元區

之水準；2004 年以來，央行多次調升利率，而 10 年債在長債籌碼欠缺及次級市場投機熱絡下，其利率不升反跌。

2. 歐元區：利率結構及走勢

(1)以主要再融通利率 $\pm$ 1%構成短期利率區間：以 2005.9.16 為例，ECB 主要再融通（最低投標）利率為 2.0%、邊際放款利率為 3%、存款利率為 1%。歐元區 1999 年單一貨幣政策施行初期，邊際放款利率高於主要再融通利率 0.25%~1.5% 不等（詳表 16），及至 1999 年 4 月才成為目前結構。

(2)銀行間隔夜拆款利率與 10 年期公債殖利率：以 1999.1~2005.9 月資料來看，拆款利率平均高於主要再融通（最低投標）利率 0.17%；10 年期公債殖利率平均高於邊際放款利率 0.46%。

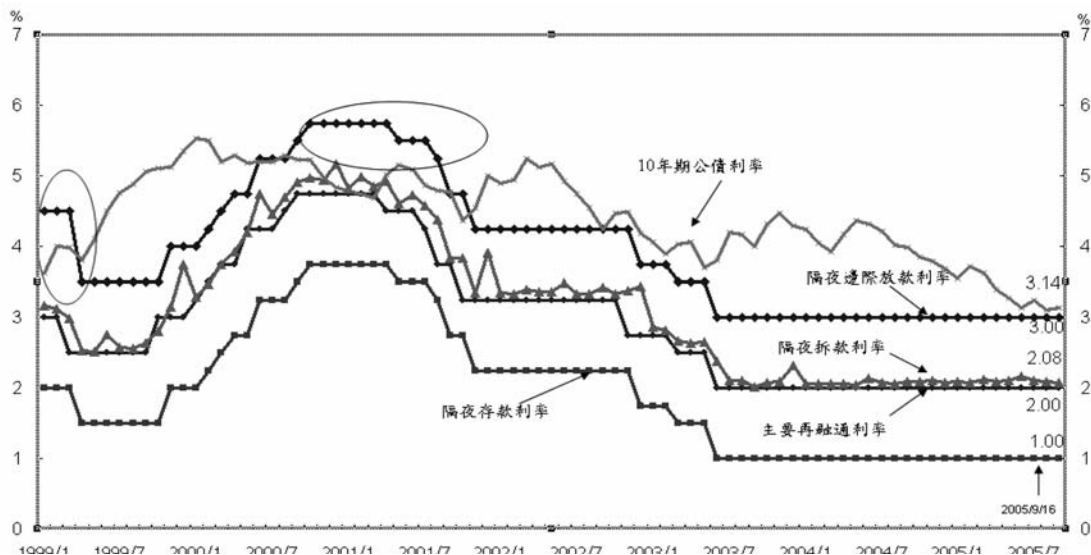
(3)10 年期公債殖利率應為調整政策利率

重要參考指標：十年期公債因期間較長因流動性溢酬，其利率應較邊際放款利率為高，以圖 10 觀察，有兩階段出現不合理現象：

其一，1999 年施行單一貨幣政策之初，其利率結構未定，所訂邊際放款利率高過 10 年期公債殖利率；惟在同年 4 月調整利率水準後，其利率結構已趨合理。

其二，2000 年下半年（這一波連續 3 年全球主要央行調降政策利率前夕），我國及美、英、日各國均無調漲政策利率，而同年 9~10 月間，ECB 在 2000 年前二季 GDP 年增率續超過 3% 背景下，短期內連續兩次進行升息，使得主要再融通利率達 4.50%、4.75% 之高峰，隔夜邊際放款利率（5.25%、5.75%）也高出 10 年期公債殖利率（5.1% 上下），實屬不合理；及至 2001 年，歐元區 HICP 物價年增率在 2.5% 左右，失業率維持在 8.3% 上

圖 10：歐元區重要利率趨勢圖





下，GDP 成長率走緩在 2% 之下，並可能繼續下挫，5~11 月間 ECB 連續 4 次降息以提振景氣，雖有賴後續政策措施以解決歐元區景氣趨緩現象，惟已消除前揭利率結構不合宜現象。

就前述實務經驗來看，如確認市場健全運作，ECB 似可將 10 年期公債殖利率視為邊際放款利率上限之一項參考指標，避免政策利率過度調漲。

### 3. 我國：利率結構及利率走勢

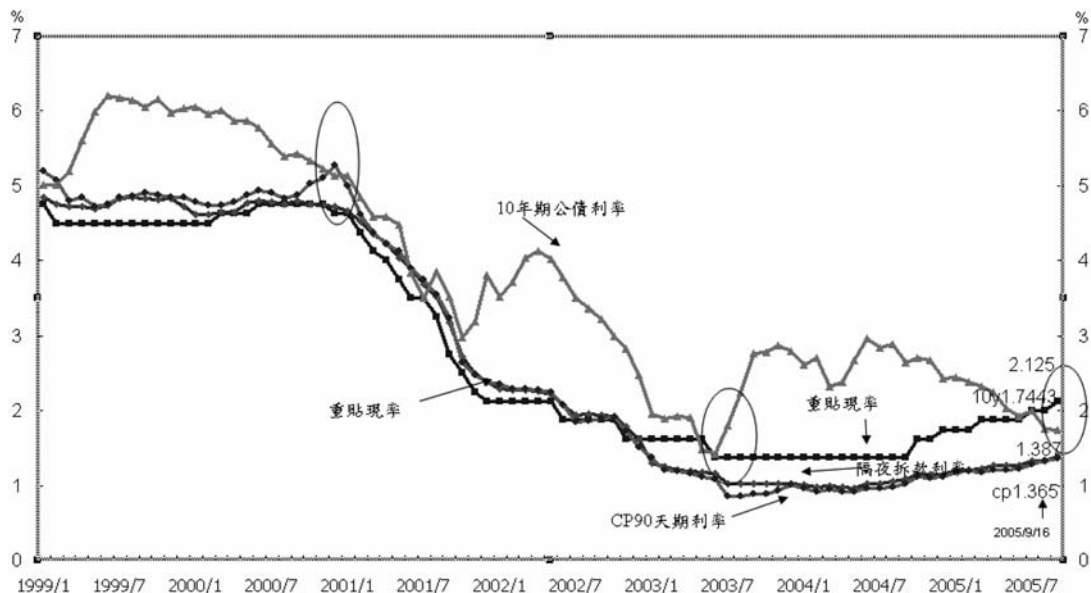
(1) 重貼現率與隔夜拆款利率之利差：重貼現率早期為市場之下限利率，2002 年底我國央行宣布「為增進央行公開市場操作彈性，未來隔夜拆款利率將維持在重貼現率上下波動，而不以重貼現率為底限」。反映在圖 11，1999.1~2002.11 期間，我國重貼現率

平均較拆款利率低 17bp，2002.12~2005.9 期間，我國重貼現率平均較拆款利率高 44bp。

(2) 10 年期公債殖利率應高於隔夜拆款利率或商業本票利率：一般而言，除非通貨緊縮，10 年期利率應較隔夜拆款利率或（31~90 天期）商業本票次級市場利率等短期利率為高；以 1999.1~2005.9 月平均利率來看，10 年期公債殖利率因期間長，含流動性溢酬，平均高出隔夜拆款利率 1.04%，也高出央行金融統計月報所使用之貨幣市場代表利率，即 31~90 天期商業本票次級市場利率約 1.01%。特殊狀況包括：

其一、2000 年底前後，前揭商業本票利率貼近甚或超越 10 期債券利率，經查係因 2000 年 10 月 Economist 雜誌對我國金融有負面報導、後因國際油價高漲、國內股市隨國

圖 11：我國重要利率趨勢圖



際股市下挫、且新台幣有貶值壓力，加上年關將近行庫預籌資金等所致。

其二、2003年6月，全球債市在經濟前景看淡下，各國具代表性之10年期公債殖利率低檔如次：英國：2003.6.13 / 3.85%；歐元區：2003.6.13 / 3.457%；美國：2003.6.13 / 3.114%；日本：2003.6.12：0.435%。此外，我國2003年上半年亦受到SARS之攻擊，綜合影響下，2003.6.16 / 1.315%之利率甚至低於我國央行當時之重貼現率 1.625%，至於2003年6月以 1.385%最低利率標下10年期債券者，加上存續期間超過8.5年，嗣後在利率反彈下，均蒙受重大損失。

其三、2005年以來，10年期指標債續出現不正常爆量交易，7月之後殖利率再度低於重貼現率，亦低於全年CPI年增率預估值；因而，標購或交易10年期公債之利率低於短期性質之重貼現率，應是市場運作出現不合理結構，有待相關機關共同研議修正。

(3)商業本票利率容易過度反映市場或資金情勢：近年來商業本票發行餘額由高峰之1.8兆元降至2003年起餘額僅在8千億元上下，其籌碼減少或信用品質不一，容易使持有者過度反映市場利率。其一，如前所述，在2000年10月市場突然有不利因素之際，除資金因素外，商業本票購票人因信用風險考量，交易利率大幅增高；其二、2003年下半年，在游資氾濫，公債利率創新低之後，短期性籌碼之商業本票在供給續見減少下，利

率大幅滑落，約略半年後，其利率才又貼近金融業拆款利率。

### (五) 央行資產負債結構隱含貨幣政策操作之特色

央行貨幣政策操作，可透過調整操作利率、金額或其他條件（對象、天期、擔保品等）影響操作效果，其中操作金額多寡有絕對之影響力，且均呈現在央行資產負債表上，以下依據表25 歐元區與我國央行資產負債表之結構項目，說明貨幣政策操作方式之差異：

經比較表25 歐洲央行體系資產負債表及表26 我國央行資產負債表，可以知道歐洲央行與我國央行有其不同操作特色：

#### 1. 歐洲央行體系維持一個相對較小之資產負債表（詳表27）

#### 2. 主要資產項目

(1)從與貨幣政策操作較有直接相關之項目來看，2004年底歐洲央行體系對授信機構貸款佔39.03%，且金額是準備金帳戶之2.5倍，反映歐洲央行體系有極大自主空間透過再融通操作影響利率水準及準備部位；其中主要再融通操作佔資產30.54%，而較長期再融通操作佔資產8.48%，邊際放款機制僅佔0.01%，微調操作及結構性操作無餘額。至於國外資產約佔20.09%，但扣除國外負債後，淨額約12.85%。

(2)我國央行資產面91.97%是國外資產，匯率之穩定影響央行盈餘外，亦攸關全國經

表 25：歐洲央行資產負債表（2004 年底）

資產			負債		
	百萬歐元	比率%		百萬歐元	比率%
黃金	125,730	14.22	通貨流通額	501,256	56.69
對授信機構貸款	345,113	39.03	歐元區銀行存款	138,734	15.69
主要再融通操作	270,001	30.54	往來戶－準備金	138,624	15.68
較長期再融通操作	75,000	8.48	存款機制	105	0.01
微調操作	0	—	微調操作	0	—
結構性操作	0	—	發行債務證券	0	—
邊際放款機制	109	0.01	保證金戶存款	5	—
保證金債權	3	—			
對授信機構其他債權	3,763	0.43	對授信機構其他債務	126	0.01
國外資產	177,638	20.09	國外負債	64,030	7.24
持有政府債券	41,317	4.67	其他負債	57,016	6.45
持有其他債券	70,244	7.94			
其他資產	120,428	13.62	評價帳戶	64,842	7.33
			資本準備	58,229	6.59
資產總額	884,233	100.00	負債+淨值	884,233	100.00

表 26：我國中央銀行資產負債表

2004 年底

資產			負債及淨值		
	新台幣億元	比率%		新台幣億元	比率%
國外資產	78,327	91.97	通貨發行額	8,570	10.06
公開市場買進操作	—	—	準備性存款	8,627	10.13
對政府放款	—	—	政府存款	1,776	2.09
對金融機構債權	4,903	5.75	其他存款	19,010	22.32
其他資產	1,940	2.28	央行存單 (公開市場操作)	35,629	41.84
			其他負債	3,284	3.85
			淨值	8,274	9.71
資產總額	85,170	100.00	負債+淨值	85,170	100.00

表 27：央行資產規模與 GDP 規模

	歐元區	我國
A.央行資產規模（2004 年底）	8,842 億歐元	85,170 億元
B.GDP 規模（2004 年）	76,011 億歐元	98,442 億元
A/B	11.63%	86.52%

濟消長；一般先進國家央行常進行之公開市場買進操作（如歐洲央行體系之主要再融通操作），在我國央行無操作餘額，惟另有政策性放款佔 5.75%。

### 3. 主要負債項目

(1)2004 年底歐洲央行體系資產負債表中，通貨流通額 5,013 億歐元，占（負債+淨值）56.69%；2004 年歐元區通貨流通額增加發行 670 億元，其中下半年隨著歐元大幅升值，通貨流通額增加 500 億元；準備金帳戶佔 15.69%，至於屬於公開市場操作一環之定期存款操作則掛 0。存款機制餘額僅 105 百萬歐元，顯示存款機制及邊際放款機制並非被大幅使用，惟其係仰賴隨時可使用之機制，而非透過大量成交，以提供平穩市場利率之功能；至於國外負債毛額則佔 7.24%。

(2)同期我國央行負債項目中，通貨發行額 8,570 億歐元，占（負債+淨值）10.06%；當期我國通貨發行額逐步增加 718 億元；準備金帳戶佔 15.69%，至於國外資產大幅增加，則主要依賴佔負債+淨值超過四成之央行定期存單沖銷過剩之流動性。

### （六）存款準備金制度

#### 1. 歐元區與我國存款準備金制度結構比較

央行存款準備金制度主要在創造或增加金融機構對央行資金之需求，央行透過提供央行資金以影響準備部位水準，間接影響短期利率水準。茲比較歐元區與我國準備金制度之運作如次（參表 28）：

#### 2. 歐元區準備金制度之特色

##### (1)一般制度上之特色：

歐元區準備金制度相較於我國，其特色包括目前準備金計提基礎僅及於二年期以下存款及債票券、具計提基礎抵減額、單一存款準備率（我國依存款性質、存款幣別而採不同準備率）、庫存現金並非合格準備金項目、計算期採月底資料、公告彈性提存期期間、實際提存期較應提月份落後 2 個月、小型機構則可落後一季並再延用兩個月、應提準備有扣除額、應提準備 100%計息、實提準備不足之懲處亦可採不足額倍數存放 ECB、如計提基礎無存款年限限制則實際準備率約為 1.4%。

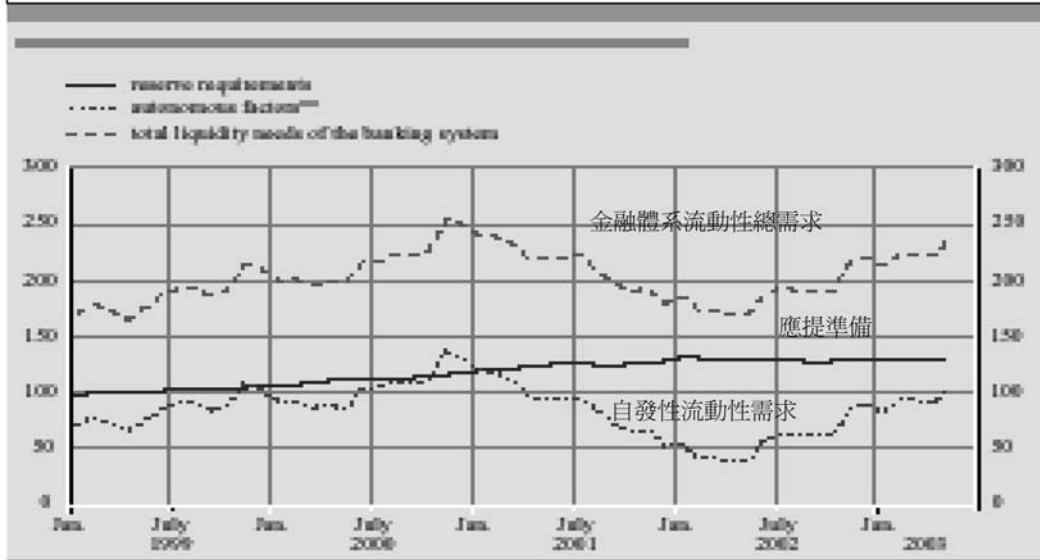
##### (2)協助穩定短期利率上之特色：

(a)存款準備金制度創造約 1/2 央行資金

表 28：歐元區與我國存款準備金制度結構比較表

	歐元區	我國
制度目標	創造對央行資金之需求 穩定每日之流動性	創造對央行資金之需求 準備貨幣目標
應提準備金計提基礎	隔夜存款、2 年期以內之存款、2 年期以內之債券、貨幣市場票券 (2 年期以上之存款、2 年期以上之債券、附條件交易)	各類新台幣存款：支票存款、活期存款、活儲存款、定期存款、定儲存款、外匯存款
現行準備率	2% (0%)	支存 10.75%、活存 9.775%、活儲 5.5%、定存 5%、定儲 4%、外匯存款 0.125%
計提基礎 抵減額	2 年期以內之債券、貨幣市場票券：30%(2000 年 1 月之前為 10%)	無
合格準備金項目	央行準備金帳戶，可作清算帳戶(特殊營運需求可以攸關營運之帳戶計算實提準備)	庫存現金、存放央行甲乙戶、中央登錄公債戶餘額、跨行業務結算擔保專戶餘額
計算期	公告之計提基準月份月底資料	1 個月(曆月制)
提存期 2004.3 以後	公告之準備金提存期限 <sup>原則週三開始</sup> (2004:28~43 天/2005:20:43 天)	1 個月
提存期落後	實際提存期較應提月份落後 2 個月，小型機構則可落後一季並再延用兩個月。	落後 3 天
應提準備 扣除額	10 萬歐元	無
抵補額	否	法定準備 1%
充當央行融通擔保品	否	是
計息方式	實際準備在應提準備範圍內完全按主要再融通利率(2%)計息	應提準備之 55%存準備金乙戶，按 1.5% 利率計息，目前為重貼現率 1.875% -0.375%
實提準備不足之懲處	1.罰息率最高得達邊際放款利率+5%(=8%)或邊際放款利率之 2 倍。(=6%) 2.按不足提存額之 3 倍，存放 ECB 或設立地央行所設立不計息帳戶，期間則不超過不足提存之期間；或限制機構不得參與公開市場操作。	按短期融通之 1.2 倍(=4.95%)罰息，並得依銀行法 132 條處以 50-250 萬元罰鍰
最高法定存款準備率	10%	25%
實際存款準備率	2% (2004 年 12 月)；如增納目前適用 0 準備率之計提基礎，則為 1.14%	平均 5.27% (2004 年 12 月)
準備性存款佔央行負債+淨值比重	2004 年 12 月:15.68%	2004 年 12 月:10.13%

圖 12：應提準備與自發性流動性影響因素圖



原圖來源：The Monetary Policy of the ECB 2004, p.90

需求：應提準備金及自發性因素大致均提供對央行資金之一半需求。（表 15、圖 12）

(b) 歐元區庫存現金並非合格準備金項目，強化央行資金之重要性。

(c) ECB 視提存期平均達成提存為穩定短期利率之機制

準備金提存期開始於每月首次理事會後首次主要再融通操作之交割日，藉由提存期開始日與新利率適用日一致，且每次主要再融通操作一定適用單一利率，有效消除當期政策利率變動之預期。

### 3. 我國是否參採歐元區制度之幾點考量

(1) 我國準備性存款佔央行負債+淨值僅約一成比重（2004 年 12 月:10.13 %），央行其餘九成資產負債項目之變動，可能較應提存

款準備金對資金水準有更重大之影響。

(2) 另從 93 年準備貨幣變動因素來看，準備貨幣淨增加 982 億元，增加因素主要包括國外資產增加及金融業減少其在央行存款，係依賴央行增發存單及減少對金融機構債權予以沖銷；即我國準備金制度創造對央行資金需求，藉以影響短期利率水準之功能，因其他資金因素而受到很大之限制。

(3) 我國仍偏重以準備金制度達成貨幣數量目標，準備金提存之合宜落後時間，需另加以檢定；惟在直接金融續見成長下（2004 年 12 月:28.13 %），央行有效影響市場利率水準益形重要。

(4) 歐洲央行視以平均數達成應提準備為穩定短期利率之機制，我國雖也採平均提存

制度，但影響超額準備之因素較廣，除往來戶外，尚包括庫存現金、抵補額、準備金計息戶等，加上應提準備對往來戶之影響程度遠不及其他資金因素對往來戶之影響，因而相較於歐洲央行，我國央行準備金制度即使

有所變革，其成效均較會受到結構性限制。

(七) 央行融通制度

1. 歐元區與我國央行融通制度結構比較  
如前所述，準備金制度創造對央行資金之需求，融通制度則提供央行資金，央行如

表 29：歐元區與我國央行融通制度結構比較表

	歐元區 (2005 年 3 月底)			我國 (2005 年 3 月底)		
政策利率	主要再融通最低投標利率 2%			重貼現率 1.875%		
融通種類 * 亦為 OMO	主要再融通操作*	較長期再融通操作*	邊際放款機制	重貼現 <b>*2005.9.16 2.125%</b>	擔保放款融通 <b>2.5%</b>	短期融通 <b>4.375%</b>
融通利率	2.05 % 2005.3.9	2.09 % 2005.2.24	3% = MRO +1%	1.875%	2.25% = 重貼現率+0.375%	4.125 % = 重貼現率+2.25% (無合格擔保品部分)
融通用途	以公開市場操作方式滿足銀行體系流動性需求 (以市場為主體之融通)		授信機構本身流動性需求	產銷需要	政策放款、央行同意之緊急需求	週轉金、準備金、日間透支
擔保品	合格資產清單所列擔保品：兩級合格資產清單參表十一，另 ECB 將於 2005 年 5 月公告單一合格資產清單，並於 2007 年 5 月僅能使用單一合格資產清單之擔保品			實際產銷之 BA、CP	合格證券或準備金乙戶	合格證券 = 重貼現票據、政府債券、央行存單
融通天期	7 天	3 個月	1 天	工商票據 < 90 天 農業票據 < 180 天	< 360 天	< 10 天
融通額度	配合貨幣政策滿足市場需求		擔保品價值	銀行存款規模	無明文限額	平均 < 應提準備 10%
融通餘額	2,700 億歐元	750 億歐元	0.1 億歐元	0	約 2,000 億元	0
融通餘額佔負債+淨值比重	30.54%	8.48%	0.01%	0	2.40%	0

能有效掌握央行資金供需，則能有效影響短期利率水準；惟我國在長期貿易出超，外匯準備繼續累積下，央行資金供給過剩，所以我國央行融通制度較具宣示性質，實質面影響較低；而歐元區之融通制度結合公開市場操作成為最重要之準備部位影響工具（參表 29）。

## 2. 歐元區融通制度之特色

(1)一般制度上之特色：歐元區融通制度相較於我國，其特色包括主要再融通操作最低投標利率為政策利率並構成短期利率定價基礎、利率結構簡明清楚、融通只需充足擔保品無須闡明融通細項用途、融通期間規格化等。

(2)主要再融通與較長期再融通操作，原則雖屬於公開市場操作，惟實質上係一種融通行為。邊際放款機制係個案融通，其利率已經加碼，尚非最重要之參考指標，惟邊際放款只要擔保品充足原則上無額度限制，此其特色之一。

(3)融通擔保資產：為配合歐元區跨國施行政策之特色，先設兩級合格擔保資產清單，再逐步整合為單一合格擔保資產清單；擔保資產主要仍以債券位主，權益證券在執行單一合格擔保品階段已遭剔除。

### (4)協助穩定短期利率上之特色：

(a)ECB 無調整市場過剩流動性之壓力，是短期資金之主要提供者，較能主導短期利率走勢。

(b)邊際放款機制：在管價不管量之前提下，只要授信機構擔保品充足，即可隨時足額取得邊際放款，爰短期利率較無上漲壓力。

## 3. 歐元區融通制度特色及參採價值

(1)我國央行在管理外匯存底（2005 年 8 月為 2,540.86 億元）任務下，央行資產九成以上為國外資產，使央行無法以經常性融通操作調節市場資金。

(2)以實質交易票券為基礎之重貼現率與一般先進國家之以合格資產擔保融通之作法不一，似可參採歐元區完全採用合格債券（包括央行存單）為擔保品。

(3)我國重貼現、擔保放款融通及短期融通，三種融通之用途、適用擔保品、適用利率等架構較為繁複，似可簡化。

## 4. 合格擔保資產方面

ECB 整合後之單一合格擔保品清單適用其所有貨幣政策操作，較為簡明；該制度並對擔保品採取風險控管措施包括原則以市價作債券參考價格「詳三之(七)」，實際承作時續對參考價格按其流動性訂定折價幅度，或要求原始保證金或要求保證人，或對單一發行人、債務人或擔保人之暴險額度設限。我國目前對擔任融通擔保品之債券採面額計價，即利息部份可作為央行之額外擔保品；惟未來市場出現分割公債之後，擔保品之債券不宜再採面額計價，歐元體系制度可作為新擔保品計價之參酌。



(八) 公開市場操作

1. 歐元區與我國公開市場操作制度比較  
近年來在金融市場益趨發展下，各國央行多以公開市場操作作為最重要貨幣政策操作工具，歐元區央行之公開市場操作為釋金操作，而我國央行則發行存單作公開市場吸金操作。茲列示其差異如表 30：

2. 歐元區公開市場操作制度之特色  
(1)一般制度上之特色：

歐元區與我國央行均以公開市場操作為最重要之貨幣政策操作工具，我國央行進行吸收流動性操作，惟 ECB 多進行釋出流動性操作；歐元區係逐週操作，不似我國央行發行存單係逐日進行。ECB 將換匯交易、收受定期存款、發行債務憑證均納入廣義之公開市場操作。

- (2)採行不同操作方式因應不同目標  
(a)主要再融通操作：是達成公開市場操

表 30：歐元區與我國公開市場操作制度比較表

	歐元區				我國	
性質	主要在提供流動性				主要在沖銷過剩流動性	
提供市場政策訊息首要指標	主要再融通最低投標利率				30 天期存單申購利率	
央行操作最重要參考指標	利率水準				準備貨幣水準（貨幣政策中間目標為 M2）、金融業隔夜拆款利率	
操作種類	主要再融通操作	較長期再融通操作	微調操作*	結構性操作*	發行央行定期存單	公開市場買進操作
頻率	每週	每月	必要時	必要時	每日	必要時
操作期限	1 週	3 個月	不一定	不一定	30.91.182 天 最長可 3 年期	短期/不一定
交易方式	附買回	附買回	附買回/買斷.SWAP	附買回/買斷.	標售/申購	附買回
單次承作金額	2,700 億歐元 上下	300 億歐元	視需要	視需要，少作	如到期金額較多，單次甚可達千億元以上	近年鮮少承作，如作亦在百億之內
2004 年底餘額	2,700 億歐元	750 億歐元	0	0	35,629 億歐元	0
餘額佔央行負債+淨值比重	30.54%	8.48%	—	—	41.84%	—
* 如要吸收流動性則附賣回交易取代附買回交易，賣斷交易取代買斷交易，可作相反方向之 SWAP，亦可發行債務憑證。						

作目標最重要之樞紐工具，其利率是歐洲央行體系最重要之利率指標。主要再融通操作傳遞利率訊息，影響準備部位，亦為市價之創造者。

(b)較長期再融通操作：係提供交易對手額外長期融通，非對市場釋出政策訊息，亦未設定最低投標利率，爰一般僅作市場利率之接受者。

(c)微調操作：在彌平流動性非預期波動因素時進行操作，亦可為掌控利率進行操作。多為附買回交易，亦可為買賣斷交易、換匯交易或收存固定期存款交易，為 ECB 提供一項彈性工具。

(d)結構性操作：包括發行 ECB 債務憑證、附買回交易及買賣斷交易。操作時機決定於歐洲央行需調節其與金融部門結構性部位時進行。

### (3)積極影響短期利率之特色：

ECB 十分重視其公開市場操作相關制度之建制，是否便於其進行操作時，能充足有效地引導市場短期利率走勢。（一般狀況下，短期利率是否有效影響長期利率之重要影響因素，尚包括市場傳遞機制、市場對景氣預期、對通膨之預期及相信央行可有效控制通膨之能力。）因而除應提準備金造成市場對央行流動性需求與自發性資金變動因素金額相當、及常備窗口機制之邊際放款利率及存款利率成為短期利率之上下限外；公開市場操作積極影響短期利率之特色如次：

(a)主要再融通操作、較長期再融通操作、微調操作、結構性操作，機動因應長短期資金需求。

(b)每月首次管理委員會後首次主要再融通操作之交割日為存款準備金提存期開始日，藉提存期開始日與新利率適用日一致，且每次主要再融通操作一定適用單一利率，有效消除對當期政策利率變動之預期。

(c)主要再融通操作之到期日由二週減為一週，在本提存期內承作最後一次主要再融通操作時，避免金融機構預期下一提存期利率變動而影響本期投標行為。

(d)縮短操作時程之負面影響：依據 ECB 之統計，改为一週後因主要再融通操作承作量加大，實際主要再融通操作承作利率與最低投標利率由貼近擴大至近 10bp。此外，銀行間隔夜拆款利率與主要再融通操作最低投標利率之差價縮小至 10bp，惟準備金提存期底，差價因而大幅擴大有時近 80bp，ECB 只得祭出四次微調操作因應。

### 3. 我國央行現行發行存單之特點及考量

近年來我國由於經常帳持續順差及外資不定期匯入投資，基本上央行公開市場操作係以發行存單吸收過剩流動性，此與歐洲央行公開市場操作係提供流動性不同，惟兩者均對市場調節資金。我國央行存單發行之特點如次：

(1)央行存單發行天期考量到期金額及銀行需求：我國央行目前發行 30 天、91 天、

182 天三種天期存單，其期間較歐元區之公開市場操作 7 天期及 3 個月期為長。存單天期未再縮短發行天期，係因目前存單到期續發金額已偏高，存單天期未再延長發行天期，則係因目前全球利率似有繼續走升現象，而我國央行存單目前採固定利率申購發行，金融機構對較長天期存單較無需求所致。

(2) 央行以申購方式發行存單有助於穩定市場利率：我國目前存單發行採用申購制，係避免部分銀行自其國外母行或聯行取得便宜之國外資金，續再國內承作換匯交易，其換匯隱含之新台幣利率偏低，如允許其標購本行定期存單，雖有助於央行降低公開市場操作沖銷成本，惟較便宜之新台幣資金搶標我國央行無風險定期存單，不但使正常營運商業銀行無法洽購央行存單以運用其餘裕資金，頗不公平，亦可能帶動市場利率不合理下滑；本國以收受存款為主力資金來源之銀行，如因無法充分申購央行存單而調降存款利率，將使存款人受害。所以央行採申購制核定存單發行，可使弱勢存款人受惠，並有助於穩定市場利率。

(3) 央行存單發行利率已能反映利率走勢：我國央行存單如以銀行申購最多之 30 天期存單來看，其 94 年 9 月底利率 1.39% 較台銀同天期定期存款之 1.425% 略低，惟亦高於民營銀行如誠泰銀行 1.335% 之水準。且央行 2004 年 10 月以來五度調升重貼現率，央行存單目前利率水準及調升幅度如次：30 天期：

1.39% (+34bp)；91 天期：1.45% (+39bp)；182 天期：1.52% (+43.5bp)；存單發行利率已能反映利率走勢。

(4) 央行逐日操作機動性高惟需充分掌握市場資金流向：央行逐日操作機動性高，但逐日之到期金額可能成為影響市場資金之最重要因素，目前央行係透過每日匡計銀行體系準備部位，充分掌握市場資金流向；加上央行存單利率與市場利率差異不大，銀行申購額均高於央行存單實際發行額，爰尚不致影響市場之穩定。

#### (九) 合格交易對手

##### 1. 歐元區與我國央行合格交易對手結構比較

歐元區央行之合格交易對手多為成熟金融市場之重要參與者，我國央行所訂之公開市場操作之一般指定交易商，需負責協助發展拆款市場、建立拆款利率指標；至於中央公債主要交易商，則需促進公債市場健全發展。茲表列歐元區與我國央行合格交易對手結構，以作比較如次（參表 31）：

##### 2. 歐元區貨幣政策操作合格交易對手之特色

(1) 一般交易對手：主要條件或義務包括需提存最低準備、需財務健全、需接受金融監理、需遵循操作規範，藉以確認有效執行歐洲央行體系貨幣政策操作。主要權利則為參與公開市場操作及使用常備窗口機制。至於快速標及雙邊直接交易則重視貨幣市場之

表 31：歐元區與我國央行合格交易對手結構比較表

	歐元區		我國		
交易種類	主要再融通操作、較長期再融通操作、結構性操作	微調操作 結構性操作	買進票券操作	發行存單操作	
合格交易對手種類*	以標準標交易之一般合格交易對手	快速標或雙邊直接交易之對手	一般指定交易商	中央公債主要交易商	銀行、信託公司、票券公司、中華郵政公司、信合社
門檻	廣泛交易對手	各國央行自訂(貨幣市場業務活絡性、效率性、報價能力)	淨值、信評、資本適足率	淨值、信評、資本適足率	—
義務	存款準備金、財務健全、接受金融監理	同左+有機會作微調操作	配合調節資金、積極競標存單、拆款交易量及拆款配合辦理事項	配合政策、參與OMO、積極央債競標 WI、次級市場雙向報價、交易量及應配合辦理事項	—
權利	使用常備窗口融通或存款、按標準參與公開市場操作	同左+有機會作微調操作	參與公開市場操作、央行協助調節資金、拆款中心之權利優惠	參與公開市場操作、央行協助調節資金、櫃買中心之權利優惠	投標及申購存單
違規之處	罰金、暫時中止交易權利		暫時停止操作及停止享有優惠		—

\*註：歐元區另對其外匯干預或換匯交易之對手訂定標準。

活絡性及交易部門之效率性及報價能力。

(2)外匯干預操作及換匯交易之交易對手：依審慎性原則(信用度、適當監理、高道德標準及良好聲譽)及效率考量(競價行為及處理大量交易能力、提供質優涵蓋度佳之資訊)擇定。

3. 我國是否參採歐元區制度之幾點考量

(1)歐元區央行吸收流動性或沖銷流動性

之交易對手原則上一致，我國因長期流動性過剩，央行吸收流動性操作(發行存單)方面之交易對手較為廣泛(只有金融機構類別限制)，而沖銷流動性操作僅限公開市場操作指定交易商(類別外另有門檻限制)。

(2)歐元區央行交易對手均需提存款準備金；我國央行所指定之公開市場操作指定交易商，其中之中央公債主要交易商如為證券

公司或票券公司則未提存款準備金。惟我國央行如要進行附買回操作均將十足擔保，應可確保債權。

(3)我國央行指定交易商另被賦予特殊義務，其中一般指定交易商除配合調節資金外、需要積極競標存單、拆款有相當交易量及達成拆款配合辦理事項；至於中央公債主要交易商除配合政策及參與 OMO 外，需積極競標央債、參與央債發行前交易、次級市場雙向報價、交易量及辦理應配合事項。這是我國央行兼顧調節金融及活絡市場之彈性措施。

(4)有關主要交易商之強制報價或活絡市場之義務：作者訪談法蘭克福銀行從業人員時獲稱：歐元體系債券市場為成熟之市場，無須強制報價，惟發展迅速之 European Covered Bonds Markets（業務範圍受限，但接受銀行監理之特殊授信機構所發行之抵押擔保債券），則設有主要交易商以活絡市場交易。

綜上，主要交易商需財務健全、信譽卓著、具市場及資訊能力均為通則，至於強制報價或活絡市場之義務，則視該國金融市場發展需要而規範之。

#### (十) 歐元區貨幣政策操作對我國央行相關操作之參考價值

歐元成為除美元外之最重要外匯資產，歐元區穩定發展，更可能隨歐盟之擴大而日益擴展，歐洲央行貨幣政策對世界經濟金融

走勢之影響力將續加大，對歐洲央行貨幣政策相關政策擬定及操作方式之持續及深入之瞭解，已成為各國央行必要探討之課題，本報告除對歐元區相關操作架構及細節說明外，本段各節亦已比較歐元區制度與我國制度之差異及檢討是否歐元區制度有參考價值，以下將作簡要彙總：

1. 貨幣政策目標及貨幣總計數方面：不同貨幣政策操作架構下，貨幣總計數之角色不同，我國央行設定貨幣政策中間目標為貨幣總計數 M2，並努力逐年達成成長目標區；ECB 對貨幣總計數 M3 曾設參考值卻又稱不再逐年檢閱參考值，惟亦能達成其穩定物價之目標。以貨幣政策最終之穩定物價（或兼顧經濟成長）目標來看，雖然貨幣政策對實質經濟之影響層面有其限制，央行維持貨幣之適度成長仍是合理之選擇。惟我國在直接金融持續成長下，央行未來除貨幣總計數外，似宜更加重視貨幣政策操作相關利率對金融市場利率之影響效果。「詳五之(一)、(二)」

2. 經濟成長趨勢下之匯率走勢方面：1999 年以來，歐元在國際金融交易計價基礎及外匯存底運用幣別之角色上，已成為美元之重要替代品，因而其強弱也反映美元在國際市場之反向走勢。同期間新台幣對美元匯率之升貶幅度較歐元升貶幅度平緩，我國央行除執行貨幣政策外，同時需負責管理及運用外匯存底，如何維護匯率及利率達適度水

準並兼顧外匯存底運用之收益性，實考驗央行之智慧；雖歐元區匯率走勢與新台幣匯率走勢並不一致，惟鑒於歐元是全球第二大外匯資產，對央行外匯資產管理及國內經濟金融走勢均有重要影響，爰我國央行對 ECB 貨幣政策可能對歐元走勢之影響，均應持續密切關注。「詳五之(三)」

3. 利率結構及利率趨勢方面：歐洲央行體系並無我國較常面臨之流動性過剩問題，其採行利率區間操作方式，邊際放款利率及存款利率是銀行隔夜拆款利率之上下限，並提供一套銀行可有較大準備部位調整裁量權之操作架構。此外從 1999.1~2005.9 之歐元區長短期利率結構來看，10 年期公債殖利率可作為隔夜邊際放款利率之參考指標；我國 2005 年以來，十年期指標債續出現不正常爆量交易，7 月之後殖利率再度低於重貼現率，亦低於全年 CPI 年增率預估值；因而，標購或交易十年期公債之利率低於短期性質之重貼現率，應是市場運作出現不合理結構，有待相關機關共同研議修正。「詳五之(四)」

4. 央行資產負債表結構與存款準備金制度方面：歐洲央行在應提存款準備金佔幾近一半之整體準備金需求下，得以掌握準備部位之調整主控權。歐洲央行視以平均數達成應提準備為穩定短期利率之機制，並為提高其貨幣政策傳遞效果，不斷檢討改善操作方式，彈性之準備金調整期限以配合貨幣政策

利率之揭示，有效消除對當期政策利率變動預期，避免影響短期利率波動。惟我國央行雖然也採準備金平均提存制度，但影響超額準備之因素較廣，除往來戶外，尚包括庫存現金、抵補額、準備金計息戶等，加上應提準備對往來戶之影響程度遠不及其他資金因素對往來戶之影響，因而相較於歐洲央行，我國央行準備金制度即使有所變革，其成效均較會受到結構性限制。「詳五之(五)、(六)」

5. 央行融通制度及合格擔保資產方面：歐元區融通制度以主要再融通操作最低投標利率為政策利率並構成短期利率定價基礎、利率結構簡明清楚、邊際放款只需充足擔保品無須闡明融通細項用途、融通期間規格化等。ECB 是短期資金之主要提供者，較能主導短期利率走勢。我國流動性過剩，央行無法以經常性融通操作調節市場資金。我國重貼現、擔保放款融通及短期融通，三種融通之用途、適用擔保品、適用利率等架構較為繁複，似可簡化。合格擔保資產方面：ECB 整合後之單一合格擔保品資產清單適用其所有貨幣政策操作，較為簡明；該行對擔保品採取風險控管措施如市價原則、折價幅度、原始保證金、保證人，或對單一交易相關人之暴險額度設限，我國未來市場出現分割公債之後，擔保品之債券不宜再採面額計價，歐元體系制度可作為新擔保品計價之參酌。「詳五之(七)」

6. 公開市場操作方面：歐洲央行多元化公開市場操作方式因應不同流動性調節需求，主要再融通著重逐週短期性調節，是市價之創造者；較長期再融通操作，進行較長期調節，是市價之接受者；微調及結構性操作提供彈性或結構性調節工具。我國央行現行發行存單之特點及考量包括：央行存單發行天期考量到期金額及銀行需求，央行以申購方式發行存單有助於穩定市場利率，央行存單發行利率已能反映利率走勢，央行逐日操作機動性高，並已透過充分掌握市場資金流向，爰可維持市場利率之穩定。「詳五之(八)」

7. 央行主要交易對手方面：歐元區央行之合格交易對手多為成熟金融市場之重要參與者，無須強制報價以協助市場發展，惟其發展迅速之歐洲抵押擔保債券市場，則設有主要交易商以活絡市場交易。我國央行所訂

之公開市場操作之一般指定交易商，需負責協助發展拆款市場、建立拆款利率指標；至於中央公債主要交易商，則需協助促進公債市場健全發展。綜上，主要交易商需財務健全、信譽卓著、具市場及資訊能力均為通則，至於強制報價或活絡市場之義務，則視該國金融市場發展需要而規範之。「詳五之(九)」

8. 他山之石可以攻錯，研究先進國家制度可作為改進我國制度之借鏡，作者認為已盡心盡力完成本報告，但是學養有限，謬誤之處，仍待學者專家或長官先進惠予賜正。作者並建議後續研究可包括：Eonia Swap 市場研究、歐元匯價對歐元區長短期利率走勢之影響研究、European Covered Bonds 主要交易商制度之研究、歐元區債票券清算制度整合之研究、公開市場操作利率對其他金融市場利率之影響或最適操作期間之研究等。

附錄一：作者 2004 年 9 月赴德國法蘭克福訪談歐洲央行 ECB、德國央行、德意志銀行、花旗銀行、德國聯邦債券經理公司之議題綱要

Subject of Research：歐元區貨幣政策操作之方式與政策目標之達成

Implementation of Monetary Policy and Achievement of Policy Goal in Euro Area

\* Economic and Financial Background：  
The management of balance sheet of the central bank (provide vs absorb liquidity)

Market for major indicator interest rate —  
Call loan market or RP market

The influence of major events on monetary policy

Capital flow status and stability of exchange rate

The performance of swap market and its

role in implementation of monetary policy	* Achievement of Policy Goal
* Implementation of Monetary Policy :	Achievement of Inflation targeting and
Major Indicator for conducting monetary policy	other policy goals
The ECB' s monetary policy strategy	The Monetary Financial Institutions' re- sponse to the adjustment of official rate
The role and movements of M3	The major market players' view on
The adjustment of official rate	ECB' s operations
The implementation of monetary policy	The booming of Euro bonds market and
— Eurosystem' s operational framework	bonds' derivative market
— Minimum reserve	The effectiveness of yield curve
— Open market operations	* Organization Related
— Standing facility	Major financial institutions or financial
— Issuance of debt securities	authorities in Frankfurt
The right and obligation of ECB' s eligible counterparties in different operations	Sep. 19, 2004~ Oct. 3, 2004

附錄二：歐洲貨幣整合重要里程

階段	時期	經濟貨幣聯盟 (Economic and Monetary Union, EMU) 重要措施
第一階段	1990.7.1	☆資本帳自由移動 ☆各國中央銀行密切合作 ☆建立歐洲中央銀行體系 ESCB、歐洲中央銀行 ECB 及歐洲貨幣機構 EMI 之法定地位
第二階段	1994.1.1	☆實質建立歐洲貨幣機構 (European Monetary Institute, EMI)，加強央行合作及協調各國貨幣政策 ☆準備建立歐洲中央銀行體系 ESCB，以便在第三階段實施單一貨幣及單一貨幣政策
第三階段	1999.1.1~ 2002.1.1	☆1999.1.1 歐元與 EMU 各國匯率固定不再變動 ☆外匯操作及公債發行開是以歐元計價 ☆開始實施歐元單一貨幣政策 ☆2002.1.1 正式發行歐元紙幣硬幣取代各國通貨

作者整理 ECB、德國央行資料



附錄三：經濟貨幣聯盟三階段重要措施

階段	時期	經濟貨幣聯盟 (Economic and Monetary Union, EMU) 重要措施
第一階段	1990.7.1	☆資本帳自由移動 ☆各國中央銀行密切合作 ☆建立歐洲中央銀行體系 ESCB、歐洲中央銀行 ECB 及歐洲貨幣機構 EMI 之法定地位
第二階段	1994.1.1	☆實質建立歐洲貨幣機構 (European Monetary Institute, EMI)，加強央行合作及協調各國貨幣政策 ☆準備建立歐洲中央銀行體系 ESCB，以便在第三階段實施單一貨幣及單一貨幣政策
第三階段	1999.1.1~ 2002.1.1	☆1999.1.1 歐元與 EMU 各國匯率固定不再變動 ☆外匯操作及公債發行開是以歐元計價 ☆開始實施歐元單一貨幣政策 ☆2002.1.1 正式發行歐元紙幣硬幣取代各國通貨

作者整理 ECB、德國央行資料

附錄四：EMU 第三階段經濟貨幣聯盟之經濟條件

條件	內容
物價穩定	物價上漲率不高於最佳三國物價上漲率+1.5%
政府預算水準	預算赤字不高於國內生長毛額 GDP 之 3% 政府債務餘額低於 GDP 之 60%
匯率	符合 ERM 匯率機制標準貨幣需維持穩定
長期利率	長期利率不高於最佳三國長期利率+2.0%

作者整理 ECB、德國央行資料

附錄五：歐盟各國簽署之歐洲憲法正式生效還有漫漫長路

據報載，歐盟 25 會員國領袖於 2004 年 10 月 29 日在義大利羅馬市政府大樓卡比托利歐廳簽署歐洲憲法，各國將在稍後由國會或公民投票等方式決定是否通過這項憲法。包括英國、西班牙、法國等 9 個國家都將以全民公投的方式決定是否實施這項憲法，至於義大利，德國等 12 個國家則將以國會表決方式複決這項憲法。而歐盟中只要有一個國家

否決歐洲憲法，這套憲法便會遭到擱置。因而完成簽署後，歐洲憲法依然有段很長的路要走。

歐盟將在 12 月審核土耳其的會員資格，是否讓回教國家也加入歐盟的行列儼然已成為歐盟的難題。另最早的可望是明年 2 月西班牙的表決。法國和英國等至少 9 國就將訴諸公投，英國可能在 2006 年初進行公投，英國國內對歐盟憲法仍有很深的疑慮，而法國的表決結果也難以預料，使得這部憲法恐難在 2007 年如期生效。

歐盟憲法意在讓擴大為 25 國後的歐盟運作更順暢，憲法中規範各會員國政府權力、歐盟組織職權及歐盟內政外交政策的制定等。根據該憲法，歐盟最高權力機構歐盟執

行委員會主席將由目前的輪值主席改為常備一名總統，任期從現行的 6 個月延長為 2 年 6 個月；增設歐盟外長負責外交政策的制定相關事務；為了讓決策更有效執行，歐盟執行委員會也將在 5 年內組織瘦身，執行委員到 2009 年由現行各會員國推薦 1 人，縮減為 15 名代表。歐盟決議機制改為「雙重多數決」，從原本只要 25 國中的 15 國通過，妥協成為需要至少 55% 的成員國支持，而且這些國家的人口需佔歐盟總人口 65% 方可通過。

2005 年 5、6 月法國及荷蘭公民投票相繼否決歐盟憲法，使歐元承受賣壓，稍後盧森堡公投通過歐盟憲法，使歐元投資人如釋重負，惟歐盟憲法如期實行之機率已渺茫。

## 附 註

- (註 1) TARGET：歐洲即時總額清算系統 TARGET，其全稱為貫通歐洲自動即時總額清算快速移轉系統 (the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system) 設立於 1999 年，至 2003 年底，計有 3,350 家銀行，43,000 家分行使用 TARGET 系統，其 2003 年平均每天處理交易 261,000 筆，約 1.65 兆歐元，佔歐洲區域大額交易值之 87% 及交易量之 58%。
- (註 2) G10 包括 G7 (美國、英國、法國、德國、日本、義大利、加拿大) 加上荷蘭、比利時、瑞典及瑞士 (非 IMF 國家) 共 11 國。
- (註 3) EEA 歐洲經濟區聯合包括 25 歐盟國家、冰島、列支斯敦及挪威等國家形成國際市場，以促使商品、勞務、資本及人員在區內自由移動。

## 參考資料

- 王文宇 (2004)，「新金融法」，元熙出版社。
- 沈中華 (1999)，「貨幣銀行學—全球的觀點」，新陸書局。
- 吳聰敏 (2003)，「總體經濟學」，吳聰敏出版，漢蘆圖書總經銷。
- 梁發進 (1995)，「貨幣理論與政策」，華泰書局。
- 許振明 (1995)，「台灣地區貨幣政策執行指標選擇之評估」，行政院國科會專題研究計畫成果報告。
- 呂桂玲 (2002)，「歐洲中央銀行貨幣與外匯政策的操作近況」，中央銀行國際金融參考資料，第 47 輯，頁 131-147。

- 林文琇、金統科摘譯（2003），「美國以外主要國家貨幣政策操作」，中央銀行國際金融參考資料，第 48 輯，頁 23-54。
- 左昭明（2003），「歐洲央行貨幣政策之執行出國報告書」，中央銀行，92 年。
- 游淑雅（2004），「歐洲中央銀行之貨幣政策策略檢討」，中央銀行國際金融參考資料，第 49 輯，頁 21-25。
- 黃富櫻（2004），「央行利率區間操作模式簡介」，中央銀行國際金融參考資料，第 49 輯，頁 26-62。
- 蕭翠玲（1992），「德國金融制度中聯邦銀行貨幣政策工具之運作」，中央銀行國際金融參考資料，第 31 輯，頁 81-185。
- 蕭翠玲（1997），「貨幣政策目標之效果及對金融市場之影響研究」，政治大學企業管理研究所碩士論文。
- 蘇慶祥譯（2003），「貨幣政策機制的國際經驗比較」，中央銀行國際金融參考資料，第 48 輯，頁 1-22。
- 劉雨芬譯（2004），「歐洲中央銀行體系及美國聯邦準備體系之概況」，中央銀行國際金融參考資料，第 49 輯，頁 1-20。
- 盧世勳譯，東京銀行著（1996），「美國貨幣政策操作之檢討」，中央銀行國際金融參考資料，第 38 輯。
- Association of German Mortgage Bank（2004），“The Pfandbrief Europe's Biggest bond market-2003 Facts and Figures”，Verband Deutscher Hypothekenbanken.
- C. Brand, D. Gerdesmeier and B. Roffia（2002），“Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth”，ECB, May.
- Carmen Nuzzo（2004），“Euro Area: Economic and Market Outlook”，Citigroup, Germany, September.
- Deutsche Bundesbank（2004），“European Economic and Monetary Union”，February.
- ECB（1999-2005），“Chronology of monetary policy measures of the Eurosystem”，ECB Monthly Bulletin, January 1999 to February 2005.
- \_\_\_\_\_（2000），“The switch to variable rate tenders in the main refinancing operations”，ECB Monthly Bulletin, July, pp.37-42.
- \_\_\_\_\_（2002），“The European Central Bank”，ECB, September.
- \_\_\_\_\_（2002），“Recent finding on monetary transmission”，ECB Monthly Bulletin, October, pp.43-52.
- \_\_\_\_\_（2003），“The European Central Bank Annual Report”，ECB.
- \_\_\_\_\_（2003）“Changes to the Eurosystem’s operational framework for monetary policy”，ECB Monthly Bulletin, August, pp.41-54.
- \_\_\_\_\_（2004）“ECB staff macroeconomic projections for the euro area”，ECB September, pp.60-64.
- \_\_\_\_\_（2004），“The Monetary Policy of the ECB 2004”，ECB, February .
- \_\_\_\_\_（2004），TARGET Annual Report 2003, ECB.
- \_\_\_\_\_（2004），“Oil Prices and the Euro Area Economy”，ECB Monthly Bulletin, November, pp.51-64.
- \_\_\_\_\_（2004），“Review of the Eurosystem's Collateral Framework: Second step towards a Single List” — Press Release 5 Aug .
- \_\_\_\_\_（2004），“Review of the Eurosystem's Collateral Framework: First step towards a Single List” — Press Release 10 May.
- \_\_\_\_\_（2004），“The Implementation of monetary policy in euro area：General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”，February.
- \_\_\_\_\_（2005），“Review of the international role of the Euro”，ECB Monthly Bulletin, January, pp.8-62.
- \_\_\_\_\_（2005），“The Implementation of monetary policy in euro area：General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures”，February.
- \_\_\_\_\_（2005），“Initial Experience with the Changes to the Eurosystem's Operational Framework for Monetary Policy Implementation”，ECB Monthly Bulletin, February, pp.65-71.
- The European Banking Federation, Euribor — the benchmark rate of the Euro money market, Euribor related web sites, <http://www.euribor.org>.
- Frederic S. Mishkin（2001），“The Economics of Money, Banking, and Financial Markets”，Six Edition, Addison Wesley Longman.
- Global Markets Research（2003），“The Market for Covered Bonds in Europe”，Deutsche Bank, March.
- Henner Asche（2004），“Monetary policy instruments and procedures”，the Deutsche Bundesbank, seminar table and chart, September 6 to 10.

Peter Bull (2004), "The development of Statistics for Economic and Monetary Union", The European Central Bank, July.

Ulrich Beckmann (2004), "Eurozone Economies at the crossroad", Deutsche Bank, Germany.

Ulrich Wagner (2004), "The institutional Framework of the Eurosystem and the role of Deutsche Bundesbank", Deutsche Bundesbank.

(本文完稿於民國 94 年 3 月，並於 94 年 9 月更新相關圖表資料，作者現為本行業務局調撥科科長)