

國際金融參考資料

第五十五輯

中央銀行經濟研究處編印
中華民國九十七年六月

國際金融參考資料

第五十五輯

目 錄



1. 主權財富基金的興起及其影響.....	朱美智、鐘世靜.....	1
2. 獨立之中央銀行在憲政體制中的地位		
—從美國獨立機關制度談起.....	李 靜 惠.....	32
3. 從美國國際交易統計看美國國際收支失衡問題		
及對我國的啟示.....	程 玉 秀.....	69
4. 美國 Fed 新種暫時性短期資金標售工具(TAF)		
與五大央行聯合干預之政策意義.....	黃 富 櫻.....	101
5. 2007 年泰國央行貨幣政策操作架構改革之探討.....	廖 俊 男.....	128
6. 韓國服務業發展現況及其對台灣的啟示.....	劉 邦 海.....	140
7. 主要國家央行推廣金融教育的比較與借鏡.....	黃 富 櫻.....	152
8. 我國與亞洲主要國家 M2/GDP 比率之比較.....	黃曼芬、盧世勳 廖俊男、劉雨芬 廖幸嫻	197



版權所有，未經同意，請勿轉載。

主權財富基金的興起及其影響

朱美智、鍾世靜

摘要

一、主權財富基金的興起

根據 IMF 的定義，主權財富基金（Sovereign Wealth Funds, SWFs）係由政府擁有或控制之特殊用途的公共投資基金或安排，握持或管理資產主要是為了中長期的總體經濟與金融目標，諸如降低握持外匯存底過高的機會成本、或支付政府資產負債表上的退休金債務等。

SWFs 設立的風潮始於 1996 年挪威成立全球政府退休基金。自 1990 年代中期以來，由於石油等能源價格一路上漲、全球總體經濟失衡不斷擴大以及全球外匯準備資產累積持續增加，致使中東石油出口國及亞洲開發中國家紛紛設立 SWFs。過去 10 年來，全球 SWFs 之總資產規模以驚人的速度成長。IMF 指出，SWFs 的規模目前介於 1.9 兆~2.9 兆美元。鑑於國際油價持續飆升以及國際貿易擴展，IMF 預測 SWFs 所管理的國外資產到 2013 年將達 6 兆~10 兆美元。

二、主權財富基金之正面與負面影響

SWFs 的資產及所產生的收益，對母國的公共財政、金融情況、國際收支狀況及資

產負債表會產生重大影響。設計良好的 SWFs 能支持穩健的財政政策與貨幣政策，然而，SWFs 也可能成為總體經濟政策的挑戰。

SWFs 可能影響各國的資本移動、資產價格以及國際收支。此外，對國際金融市場的正面影響包括：（1）在全球金融市場，可以發揮穩定的作用；（2）增加全球流動性；（3）促進亞洲、中東、北非及其他新興國家金融市場的發展；（4）促進亞洲地區金融中心的發展；（5）就接受 SWFs 資金流入的國家而言，這些資金移動可能強化經濟、提升生產力水準以及刺激良性競爭。

SWFs 產生之負面影響則包括：（1）SWFs 的規模巨大加上偏好較高的投資風險，可能會擴大全球市場的波動性；（2）可能助長資產泡沫；（3）可能增高全球槓桿作用；（4）SWFs 可能利用其金融影響力於政治或其他非經濟目的。

三、針對主權財富基金相關風險的因應方式

由於 SWFs 具備特殊的國家利益色彩，而且可能引發潛在的金融風險，致使各國政

府及重要國際金融組織採取以下因應方式：

(1) IMF 正在為 SWFs 制定一套自願遵守的最佳行為準則；(2) OECD 正在研擬投資接受國行為準則；(3) 根據互惠待遇原則限制 SWFs 的營運活動；(4) 建議 SWFs 透過外部資產經理人進行投資；(5) 建議 SWFs 購買風險分散的指數型工具。

四、結論與建議

只要 SWFs 的投資活動以最佳行為準則為基礎並符合自由與公平競爭之精神，而且 SWFs 投資接受國對 SWFs 抱持開放的態度，這波 SWFs 設立的風潮勢將繼續推動全球經濟的成長與繁榮。

鑑於我國退休基金的國外投資相當大，目前是以分散式地委託許多國際資產管理公司代操，資金分散，投資績效也不一致。因此，建議政府或可仿效新加坡、南韓或中國等國，成立我國的 SWFs，統籌運用政府退休基金，在國際間尋找收益率較高的投資標的，以提升國內退休基金的長期投資績效。而該基金似可以下列方式運作：由獨立於中央銀行之外的投資機構法人，負責基金管理與投資策略；而且，與政府相關部門協議，籌募本國貨幣之資金，例如強制性退休準備金，然後直接在外匯市場購買投資國外所需之外幣。

一、前 言

2007 年下半年美國次級房貸危機爆發以來，股市暴跌、不動產抵押貸款債權之相關商品價格直落，金融機構因資產價值大幅縮水，導致不斷虧損甚或倒閉，許多國際知名金融機構如花旗、美林亦深陷風暴之中，紛紛尋求其他融資管道來解決龐大的資金缺口。此時，來自亞洲新興國家或中東產油國的主權財富基金（Sovereign Wealth Funds，SWFs）適時挹注大量資金，使這些受創的大型金融機構彷彿注入了強心劑。不過，國際間 SWFs 的規模日益坐大，業已引發諸多的爭議與因應措施，諸如若干國家已著手限制外來的 SWFs 收購其策略性企業。

伴隨國際間 SWFs 的風起雲湧，國內亦

引發應否設立 SWFs 的爭議。持反對意見者認為，中國、新加坡等民主化程度不高的國家或許可以設立 SWFs，但台灣政治生態並不適合如此操作。然而，持贊成意見者表示，中央銀行應該在兼顧流動性與安全性的考量下，運用外匯存底作策略性投資。再者，本行彭總裁於 2008 年 3 月 9 日答覆立委質詢時指出，是否要成立主權基金值得考慮，他不反對台灣成立 SWFs。他表示，SWFs 多採單獨立法，自行承擔風險，並獨立於中央銀行之外，不能列入中央銀行的資產負債表，至於主管機關也會在立法中明定，此外，成立 SWFs 可以靠發行債券來籌資。

鑑於 SWFs 受到國內外高度的關注，本

文擬探討 SWFs 的興起及其影響，主要架構除前言外，擬先說明 SWFs 的意義、類型、與成長概況；其次探討國際間對於主權財富管理者的安排模式；接著討論其策略性資產

配置；進而分析 SWFs 的影響，並說明因應 SWFs 相關風險的政策主張；最後則是本文的結論與建議。

二、主權財富基金的意義與類型

(一) 主權財富基金的意義

迄今 SWFs 並無一致的定義，各機構所提出的定義略有差異，其中，根據國際貨幣基金（IMF）所提出的定義，SWFs 係由政府擁有或控制之特殊用途的公共投資基金或安排，握持或管理資產主要是為了中長期的總體經濟與金融目標，諸如降低握持外匯存底過高的機會成本、或支付政府資產負債表上的退休金債務等。原則上，SWFs 的類型包括：穩定基金（stabilization funds）、儲蓄基金（savings funds）、外匯準備投資公司（reserve investment corporations）、發展基金（development funds）及退休準備基金（pension reserve funds）（註 1）；而不包括：政府僱員退休基金、社會安全基金、政府優惠貸款基金及國有銀行。這些基金的資金來源通常來自原物料出口收入、官方外匯干預、財政盈餘或國營企業民營化收入。這些基金採取多元化的投資策略，其中包括投資國外金融資產（註 2）。此外，美國財政部將 SWFs 定義為，政府所投資的外匯資產，而且這些資產與貨幣當局的官方準備有所區隔（註 3）。金融時報指出，所謂的 SWFs 係指，各國政府設

立運用外匯存底或國家儲蓄進行投資的基金或機構。

(二) SWFs 與官方外匯準備、政府退休基金及國有企業的異同

主權國家財富有四種包括：官方外匯準備、政府退休基金（public pension funds）、國有企業（state owned enterprises）及 SWFs。SWFs 與官方外匯準備的來源相似，但 SWFs 與持有準備資產的政府機構不同，前者是一種全新的專業化及市場化的投資機構，以獲取更大利益為目標，採取更多元化及更強風險承受能力的投資策略，後者以穩定幣值為目標，採取以規避風險為目的之流動性管理模式。

SWFs 與政府退休基金及國有企業雖有相似之處，但也有很多不同之處。SWFs 以政府為擁有者，它們的投資決策過程有明確的權責制度；它們有潛在的機會，採行非商業性動機所驅動的策略。政府退休基金的資金來源為政府因應未來退休金給付而提存的準備金；它們有明確的負債，以限制其投資策略及範圍；它們以本國貨幣計價，通常較少投資於外國資產，不過，可以預期的是，越來

表 1 主權國家財富的比較

	主權財富基金	國有企業	政府退休基金
資產擁有者	政府	主要是政府	退休金計畫成員
主要目標	呈多樣化	呈多樣化	確定給付債務
資金來源	原物料/非原物料	政府/公司盈餘	成員繳費
政府控制	完全	明顯	不明顯
揭露資訊程度	呈多樣化	呈多樣化	透明
金額或數量的成長幅度	高	穩定	穩定

資料來源：主權財富基金協會（SWFs Institute）網站（網址：www.swfinstitute.org）。

越多的退休基金將進行海外投資，在某些情況下，還利用 SWFs 來管理它們的資產；它們適用具體的國際準則，往往比 SWFs 接受更加嚴密的監管。國有企業是一國政府對其有顯著控制權的公司；它們可以進行海外投資，所涉足的產業包括製造業與金融業等（註 4）（參見表 1）。

（三）主權財富基金的類型

SWFs 至少可按下列兩項標準分類：

（1）資金來源；（2）主要政策目標。

1. Kimmitt（2008）根據資金來源，將

SWFs 分為兩類：

（1）原物料基金（commodity SWFs）

這類基金的資金來源為原物料出口收入，其中原物料係指石油、天然氣、銅及鑽石等，收入係以政府為擁有者，或被政府課以重稅。這類基金有不同的政策目標包括：紓緩財政收入波動的衝擊、讓子孫後代分享財富等。鑑於原物料價格目前持續上漲，許多基金最初設立的目的為穩定財政收入，後來發展為儲蓄基金。這類基金以中東地區國

家為代表。

（2）非原物料基金（noncommodity SWFs）

這類基金的母國之外匯準備資產累積往往肇因於中央銀行的匯率干預，該干預涉及國內流動性增加，必須藉著發行國內債券來吸收過剩的流動性，以避免發生通貨膨脹。在這種狀況下，如果成立非原物料基金，由該基金發行本國幣債券來籌資購買外匯準備，可以取代中央銀行發行國內債券吸收流動性的操作。

由於龐大的國際收支順差，非原物料的出口國家將超額的外匯準備資產轉換為 SWFs，以追求更高的投資報酬。非原物料基金的成立方式主要是透過發行本國幣債券獲得資金，然後向中央銀行購買外匯進行投資。它們的淨收益，取決於投資所獲得收益與支付國內債券利息之間的差額。這類基金以亞洲的中國、馬來西亞等國為代表（註 5）。

2. Kern（2007）將 SWFs 的資金來源分為五類：

(1) 天然資源的出口收入

針對天然資源出口收入設置基金，其中以能源類型最為常見。這些國家之所以利用貿易盈餘籌組SWFs，一是由於國內金融體系無法吸納鉅額的石油美元收入，例如中東產油國；二是希望藉由穩定基金之成立，降低天然資源出口收入的大起大落對該國幣值造成大幅波動的影響，例如俄羅斯等國。

(2) 財政盈餘的累積

例如新加坡的政府投資公司與淡馬錫控股公司、澳大利亞的政府未來基金等。

(3) 公共基金準備金

政府為追求公共基金之更高收益而組建基金，其中以挪威與新加坡為代表。挪威政府退休基金與新加坡的退休、住宅公積金等公共基金，均主要透過SWFs的方式活躍在國際市場，並有良好的投資表現。

(4) 外匯存底的累積

以超過流動性或預防性目的所握持外匯存底來成立基金，主要是採取出口導向型策略的東亞國家，例如中國、馬來西亞及南韓等。

(5) 國際援助

以烏干達的貧困援助基金為代表。

3. 根據主要政策目標，SWFs可區分為以下類型：

(1) 穩定基金 (stabilization funds)

由蘊藏豐富天然資源的國家所設立，旨在防止預算及經濟受到初級產品（通常是石

油）起伏不定的價格衝擊。此類基金係在有大量財政盈餘的年度擴增資產，以備貧乏年度的需要。

(2) 儲蓄基金 (savings funds)

成立的目的是為了讓子孫後代分享財富。對天然資源豐富的國家而言，透過儲蓄基金將稀有資產轉換成分散化的國際金融資產投資組合，以造福子孫後代或用於追求其他長期目標。

(3) 外匯準備投資公司 (reserve investment corporations)

此為獨立的機構，成立的目的是在降低握持外匯存底過高的機會成本，或追求較高的投資報酬。此類安排所涉及的資產通常仍包括在外匯存底的統計之列。

(4) 發展基金 (development funds)

成立的目的是為了配置資源以融通優先的社經計畫，例如，建設基礎設施等。

(5) 退休準備基金 (pension reserve funds)

成立的目的是為了支付政府資產負債表上的退休金債務及或有負債（註6）。

SWFs的其他目標尚包括提高初級產品出口收入與財政收入管理的透明度。實際上，SWFs往往有多項目標，有的目標還會隨著時間逐漸改變。例如，就某些出口天然資源的國家而言，最初設立穩定基金是為了紓緩財政收入波動的衝擊，隨著基金資產不斷成長並超越價格穩定所需的水準，國家當局可能

會加諸其他的目標並重新設計基金的結構，這往往導致將資產依其目的分割成許多層級，或導致設立目標各異的單獨基金（註7）。

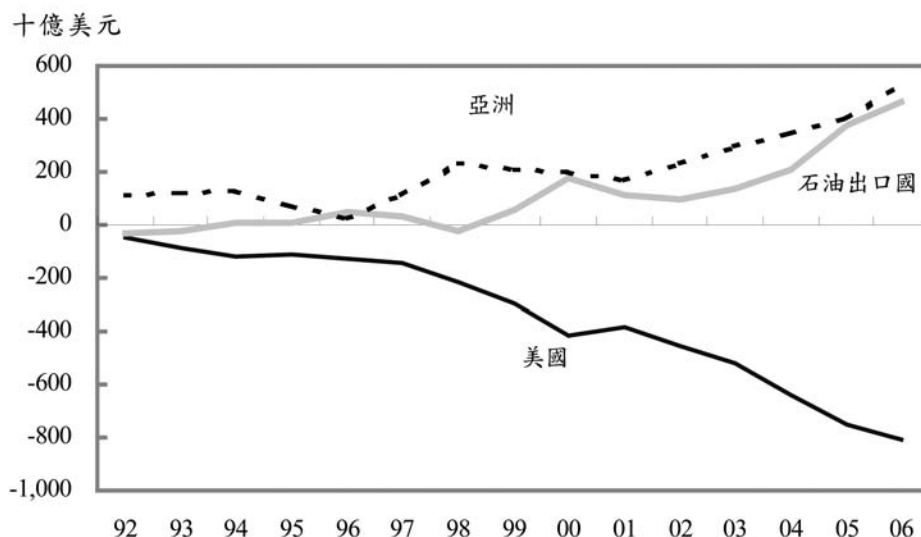
三、主權財富基金的成長概況

SWFs不是一種新現象，事實上已存在數十年。科威特於1953年透過石油出口收入的累積，成立一般準備基金（General Reserve Fund，簡稱GRF）與未來世代基金（Future Generations Fund，簡稱FGF）來管理出口石油所得的大量財富，其目的在於將多餘的石油收入予以投資，以減輕該國對其有限原油資源的依賴，稍後成立直屬投資機構—科威特投資局（Kuwait Investment Authority，簡稱KIA）掌管前述兩大基金，目前其資金規模大約為2,130億美元。其後，SWFs相繼設立，基本上分為兩波，第一波發生在1970年

代後半期，第二波始於1996年挪威成立全球政府退休基金（Government Pension Fund-Global，GPFGlobal）。自1990年代中期以來，由於全球總體經濟失衡不斷擴大及全球外匯準備資產累積持續增加，致使中東石油出口國及亞洲開發中國家紛紛設立SWFs。

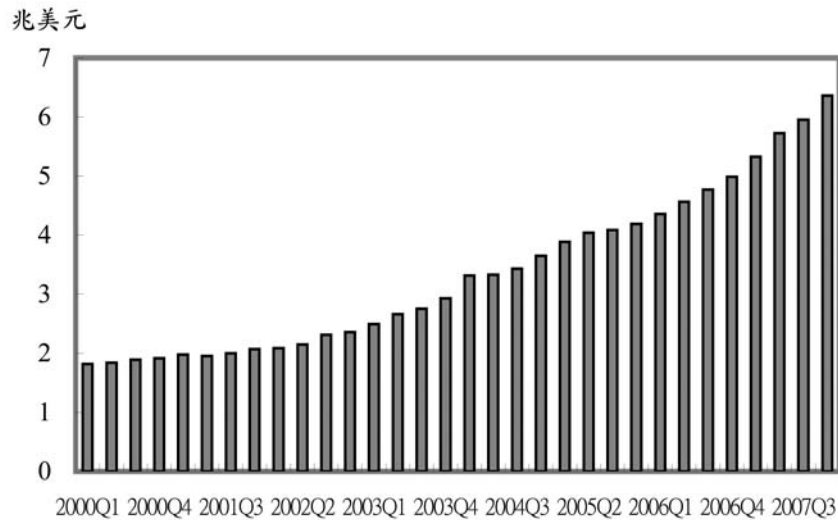
圖1顯示，美國的經常帳逆差自1992年以來逐年增加，在2006年，逆差超過8,000億美元或GDP的6%。如此龐大的經常帳逆差就美國而言是史無前例的結構性失衡。美國的經常帳逆差增加反映於東亞國家與石油出口國的經常帳順差增加。

圖1 1992年以來主要地區的經常帳餘額



資料來源：IMF, WEO Database, April 2008。

圖 2 全球外匯準備資產累積



資料來源：AREMOS「IMF 國際金融統計 (IFS) 資料庫」。

就東亞順差地區國家而言，他們的貨幣釘住美元，造成官方外匯準備資產迅速累積。圖 2 顯示，自 2000 年以來，全球外匯準備成長已超過 2 倍，在 2006 年底超過 5 兆美元。就石油出口國而言，石油出口收入主要是撥給政府，較多的石油收入因此轉化為更多的政府預算盈餘。

(一) 東亞國家 SWFs 成長的背景

亞洲各國央行握持約 3.0 兆美元，占全球總額的 60%。中國與日本是目前亞洲最大的外匯準備資產握持國。在 2006 年底，中國人民銀行握持 1.1 兆美元，日本央行握持 8,749 億美元。香港、印度、馬來西亞、新加坡、南韓及台灣是全球前十大外匯準備資產握持國，總共握持約 1 兆美元。亞洲主要 8 國央行所握持外匯準備占 GDP 的比重皆為二位數，最小是印度的 19.4%，最大是新加坡的

99.4% (參見表 2)。

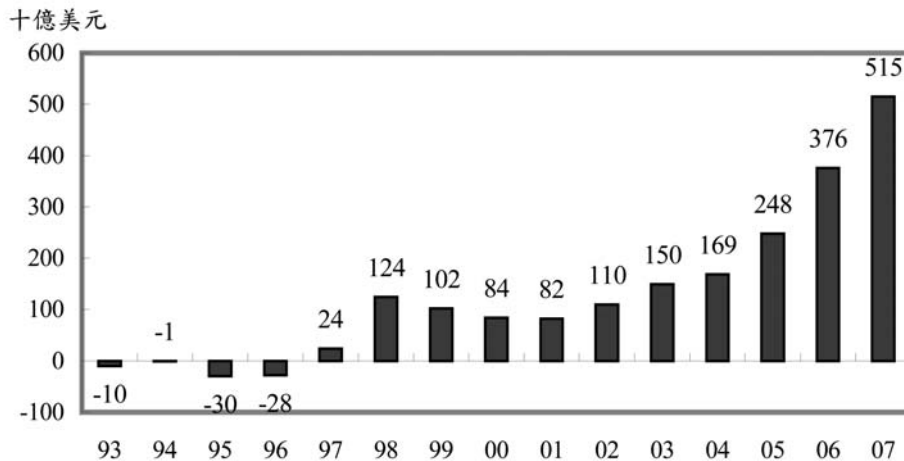
亞洲央行累積龐大外匯準備資產係基於兩項主要原因：(1) 預防動機：在 1997 年亞洲金融危機期間，該地區許多經濟體貨幣價值巨幅下跌，造成經濟嚴重衰退。(2) 匯率管理：此為目前外匯準備累積過程的主要驅動力。自從亞洲金融危機以來，該地區經濟體受益於出口的快速成長，除了日本以外，從經常帳逆差國轉變為經常帳順差國 (參見圖 3)。經常帳順差加上外資流入，通常造成本國貨幣升值。然而，為了維持該地區的出口競爭力，亞洲央行在外匯市場進行干預，買入外國貨幣 (主要是美元) 同時賣出本國貨幣，以防止本國貨幣快速升值。鑑於亞洲經濟體事實上將其貨幣釘住美元，因此一些經濟學家稱上述現象有若布里敦森林制度 (Bretton Woods System) 復活。

表 2 全球前十大外匯準備資產握持國
(2006 年底)

國家或地區	外匯準備資產 單位：10億美元	外匯準備資產 /GDP	變動率	
			與2005年12月底比較	與2002年12月底比較
中國	1,066.3	40.3%	30.2%	272.3%
日本	874.9	20.0%	5.6%	93.8%
俄羅斯	295.3	29.9%	68.1%	570.3%
台灣	266.1	72.8%	5.1%	64.6%
南韓	238.4	26.8%	13.5%	97.3%
印度	170.2	19.4%	29.9%	154.0%
新加坡	135.8	99.4%	17.4%	66.5%
香港	133.2	70.1%	7.2%	19.0%
馬來西亞	81.7	52.4%	17.8%	152.1%
墨西哥	75.4	9.0%	3.3%	51.2%

資料來源：IFS line 1d.d Foreign Exchange；IMF, WEO Database, April 2008。

圖 3 亞洲經常帳順差



註：此處亞洲包括台灣、南韓、新加坡、香港、印尼、馬來西亞、菲律賓、泰國、越南、及中國。

資料來源：IMF, WEO Database, April 2008。

源自 1990 年代接二連三之新興市場危機，肇致大量的文獻關心最適外匯存底的相關問題。在這些文獻中，有許多衡量最適外匯存底的基準被提及，諸如：

1. 所握持的外匯存底應等於短期外債的規模

一國如易受到金融帳危機傷害，其所握持的外匯存底需能夠支應未來一年內到期的所有外債。此一基準，即是有名的 Green-span-Guidotti 法則，其不僅被廣泛用來作為衡量易受金融帳危機傷害的指標，而且其與防範通貨危機的關聯性，亦得到堅強的實證支

持。

2. 所握持的外匯存底須能支應 3 個月的進口值

此一基準特別適用於易受到經常帳衝擊，且未明顯涉足國際資本市場之低所得國家。

根據上述兩項最適外匯存底的基準指出，亞洲央行目前所握持的外匯準備，遠超過為維持匯率穩定所需的水準，茲簡單說明如下：

1. 所握持的外匯存底應等於短期外債的規模，或 Greenspan-Guidotti 法則

衡量結果顯示，8 個主要亞洲央行（註 8）必須握持約 0.9 兆美元外匯準備，以支應短期

外債，亦即擁有超額外匯準備 2.1 兆美元（參見表 3）。

2. 所握持的外匯存底須能支應 3 個月的進口

衡量結果顯示，8 個主要亞洲央行必須握持約 0.7 兆美元外匯準備，以支應 3 個月的進口，亦即擁有超額準備 2.3 兆美元（參見表 4）。

亞洲央行累積龐大外匯準備資產，雖然有助於近年來全球金融市場流動性的增加，但是有其成本與風險，說明於后。

1. 機會成本

以 Greenspan-Guidotti 法則推估，在 2006 年底，亞洲央行大約擁有超額準備 2.1 兆美

表 3 以 Greenspan-Guidotti 法則推估主要亞洲央行握持超額外匯準備
(2006 年底)

家或地區	外匯存底 (A)	短期外債 (B)	超額外匯 準備 (A) - (B) = (C)	機會 成本 (C)×5%	機會成本 /GDP	外匯存底 /短期外債 (A) / (B)
	單位：10億美元				單位：%	最適水準為1.0
中國	1,066.3	80.5	985.8	49.3	1.9	13.2
日本	874.9	402.0	473.0	23.6	0.5	2.2
台灣	266.1	38.4	227.8	11.4	3.1	6.9
南韓	238.4	93.8	144.6	7.2	0.8	2.5
印度	170.2	45.4	124.8	6.2	0.7	3.8
新加坡	135.8	104.3	31.6	1.6	1.2	1.3
香港	133.2	95.7	37.4	1.9	1.0	1.4
馬來西亞	81.7	24.7	57.0	2.9	1.8	3.3
合計	2,966.7	884.7	2,082.0	104.1	1.1	3.4

註：假設選擇投資較高報酬的投資組合，收益率比美國政府短期債券高出5%。

資料來源：IFS；外債聯合中心（Joint External Debt Hub）網站（網址：www.jedh.org）由國際債權人所提供的各國短期外債數據，該數據包括 loans and other credits (debt due within a year) 及 debt securities (debt due within a year)。

表 4 以外匯準備須能支應 3 個月進口值的法則推估主要亞洲央行握持超額外匯準備 (2006 年底)

國家或地區	外匯存底	3個月進口值	超額外匯準備	機會成本	機會成本/GDP	外匯存底/進口值
	(A)	(B)	(A)-(B)=(C)	(C)×5%*		(A) / (B) ×3
	單位：10億美元				單位：%	單位：月數 最適水準為3
中國	1,066.3	165.0	901.4	45.1	1.7	19.4
日本	874.9	144.9	730.0	36.5	0.8	18.1
台灣	266.1	50.7	215.5	10.8	2.9	15.8
南韓	238.4	77.3	161.0	8.1	0.9	9.2
印度	170.2	43.8	126.3	6.3	0.7	11.6
新加坡	135.8	59.6	76.2	3.8	2.8	6.8
香港	133.2	83.7	49.5	2.5	1.3	4.8
馬來西亞	81.7	32.7	49.0	2.4	1.6	7.5
合計	2,966.7	657.8	2,308.9	115.4	1.2	13.5

註*：假設選擇投資較高報酬的投資組合，收益率比美國政府短期債券高出5%。

資料來源：IFS line 1d.d Foreign Exchange 及 line 71 Imports, c.l.f.； IMF, WEO Database, April 2008。

元。由於它們本可以將這筆資金投入到收益較高的機會中，因此，所放棄的收益係反映一項重大的機會成本。假設選擇投資較高報酬的投資組合，收益率可能比美國政府短期債券高出 5%，因此僅 2006 年一年，亞洲主要 8 國的機會成本達 1,041 億美元，占總 GDP 的 1.1%。隨著貿易順差的累積，亞洲外匯準備的機會成本將變得更大。

2. 總體經濟風險

(1) 通貨膨脹風險

外匯存底累增所帶來的貨幣性通膨壓力，央行可藉由發行本國貨幣資產等沖銷操作來抵銷。雖然目前八個亞洲主要國家支付國內借款的利率沒有超過外匯存底的孳息，因此沒有發生直接的財政成本，但是若未完

全沖銷，它們仍冒著使貨幣政策太寬鬆、激勵過度投資及通貨膨脹的風險，例如，中國的通貨膨脹率在 2007 年中期達到 5.6%。

(2) 潛在資本損失

若本國貨幣相對於美元及其他主要貨幣升值，則央行可能面對資本損失。雖然投資若不結束，投資損失便不會實現，但亞洲央行高度曝險於美元匯價變動，假如美元貶值，央行股本可能大幅減少。

為了取得比官方外匯準備收益水準更高的報酬率，有些亞洲國家政府已經開始將準備資產的一部分轉換為 SWFs，俾使它們的資產更加多元化。儘管 SWFs 不像退休基金有固定的債務必須清償，或共同基金有各種投資者可能撤回資金，所以有更多的機會投資

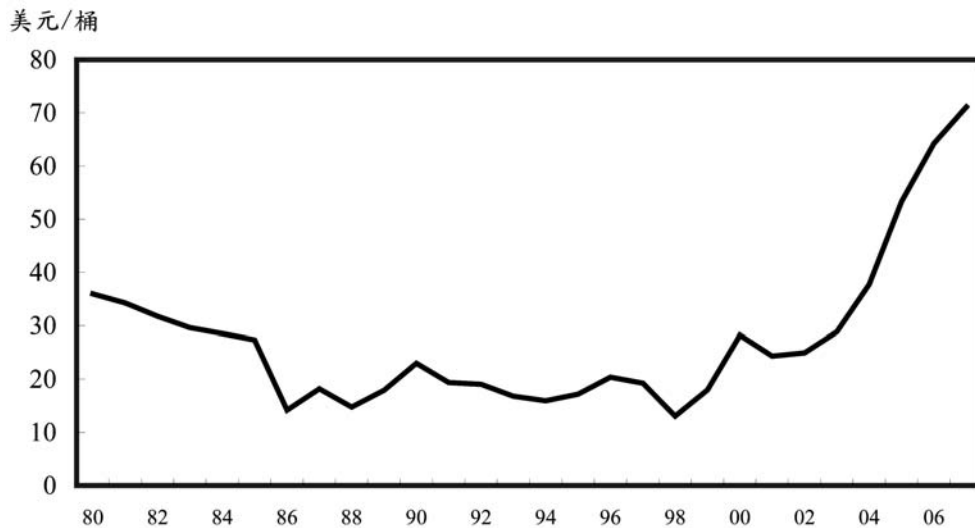
於較高風險報酬的資產，但亞洲 SWFs 被視為「老百姓的錢」，受限於需要維持股本，因此背負謹慎投資的責任。

(二) 中東國家 SWFs 成長的背景

油價自 2000 年以來一路上漲（參見圖 4），對消費者來說是一種稅負，對石油出口國來說是一大筆出口收入，益以這些石油出口國的公共部門對私人出口商的收入課以重

稅，使得較多的石油收入因此轉化為更多的政府預算盈餘。為了達成下列的目標：（1）透過縱向與橫向部門多樣化，降低對資源的依賴性；（2）因應預期的人口老化壓力，同時平衡資源枯竭時子孫後代的消費水準；（3）提高生產效率，以促進未來經濟成長；中東石油出口國利用這些資金設立 SWFs，使其成為全球金融市場強大的參與者（註 9）。

圖 4 油價



註：原油價格為布倫特原油(Dated Brent)現貨價，美國西德州中級原油(West Texas Intermediate)現貨價及杜拜原油(Dubai Fateh)現貨價的指數之簡單平均。
資料來源：IMF, WEO Database, April 2008。

四、主權財富基金的資產規模

(一) 全球 SWFs 的總資產規模

過去 10 年來，全球 SWFs 之總資產規模以驚人的速度成長，惟由於大多數的 SWFs 通常不揭露有關其運作及管理資產的詳細資訊，加以各機構對於 SWFs 的定義略有差異，

因此所做的估計結果稍有不同。

1. 目前規模

IMF 指出，1990 年 SWFs 的規模約 5,000 億美元，目前則介於 1.9 兆~2.9 兆美元。美國財政部指出，目前約介於 1.5 兆~2.5 兆美

元。渣打銀行估計，目前全球 SWFs 的規模約 2.2 兆美元。德意志銀行估計，全球 SWFs 資產規模已達 3 兆美元。

2. 相對規模

目前由 SWFs 管理的資產，占全球總金融資產（190 兆美元）的比重僅不到 2% 而已。如圖 5 顯示，它們的資產，雖然超過由對沖基金（1.5 兆美元）及私募股權基金（0.7 兆美元）所管理的資產，但是，與全球退休基金（21.6 兆美元）及共同基金（19.3 兆美元）所管理的合併資產相比，SWFs 所握持的資產仍然很小。

3. 未來規模

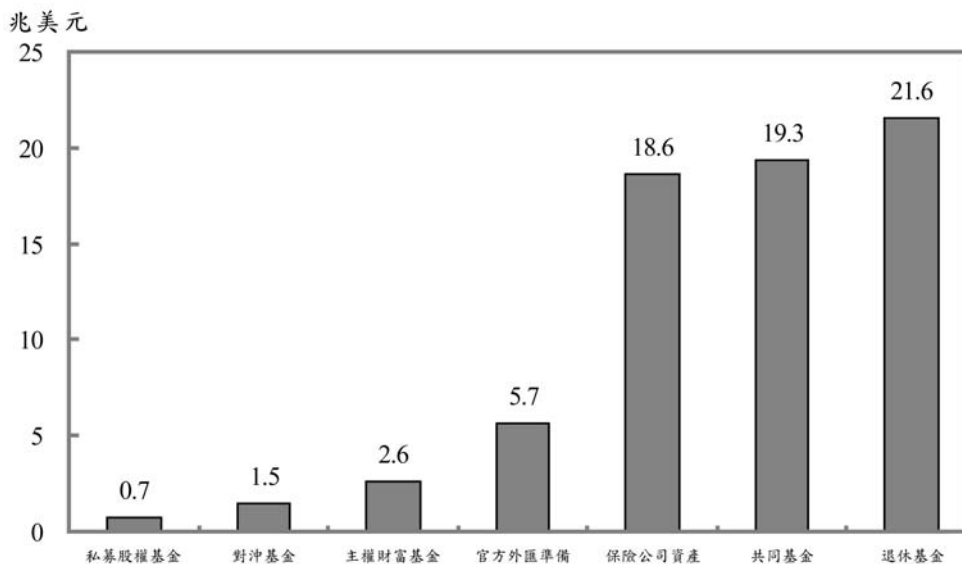
鑑於國際油價持續飆升以及國際貿易擴展，IMF 預測 SWFs 所管理的國外資產到 2013 年將達 6 兆~10 兆美元。美林證券估

計，到 2011 年 SWF 的規模將達 7.9 兆美元（註 10）。摩根史坦利預估，到 2011 年可能超過 7 兆美元（註 11）。渣打銀行預測，10 年後可望成長至 13.4 兆美元。德意志銀行預估，未來 5 年，SWFs 資產總值將超過 5 兆美元，而未來 10 年將達 10 兆美元（註 12）。經濟合作暨發展組織（OECD）預測，SWFs 的規模未來 10 年將達 17 兆美元（註 13）。

（二）全球主權財富基金俱樂部

自 1990 年代中期以來，SWFs 數量快速成長，設立 SWFs 的國家，包括一些已開發國家及資源豐富國家，也包括一些新興市場國家及資源貧乏國家。截至 2008 年 2 月底，加入全球 SWFs 俱樂部的經濟體擴增至 29 個，SWFs 的個數增加至 35 個（詳附表）（註 14）。

圖 5 SWFs 的相對規模



取材自：Philipp Hildebrand (2007) 投影片 1。

就 SWFs 個別資產規模而言，阿拉伯聯合大公國阿布達比投資局（Abu Dhabi Investment Authority，簡稱 ADIA）最大，占全球 SWFs 總資產規模的 30%；挪威 GPFG 次之，占 13%；新加坡政府投資公司（Government of Singapore Investment Corporation，簡稱 GIC）占 11%；沙烏地阿拉伯各種型態基金占 10%；科威特 KIA 占 7%；中國的中國投資公司（China Investment Company，簡稱 CIC）占 7%；6 個基金總共握持全球 SWFs 資產的 78%。就資產規模大於 1,000 億美元的 SWFs 而言，不是來自石油出口國，就是來自東亞國家。此外，圖 6 顯示，前 14 大 SWFs 資產的 77% 由中東與亞洲國家握持，16% 由已開發國家握持。

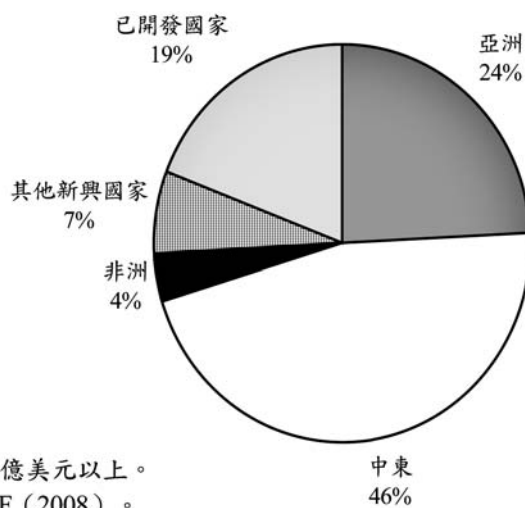
多數的 SWFs 很少公佈其資產、負債或投資策略的相關資訊，茲根據個別 SWFs 有

限的資訊，簡介數個規模較大的 SWFs。阿拉伯聯合大公國 ADIA 的證券投資組合為：5-8% 是不動產，10% 是私募股權基金，50-60% 是股票，20-25% 是固定收益證券及銀行存款，10% 是其他資產；70% 的基金透過外部資產經理人進行投資；再者，該基金很少進行直接投資。挪威 GPFG 是最透明的大型 SWFs，廣泛投資於工業化國家與新興市場的證券，對於投資標的一般沒有尋求享有管理控制權。至於亞洲四個規模較大的 SWFs，則說明如后。

1. 新加坡政府投資公司（Government of Singapore Investment Corporation，簡稱 GIC）

成立於 1981 年，目前資產估計達 1,000 億~3,300 億美元，其中 250 億美元的資產由外部經理人管理。多元化的投資組合包括，

圖 6 大型 SWFs*的母國之區域分佈圖



股票、固定收益證券、貨幣市場工具、外匯、原物料及不動產等。資金基本上是投入海外市場，投資遍佈全球 30 多個國家 2,000 多家上市及未上市公司，其中，一半資金投資在美國及加拿大，1/4 在歐洲國家，1/4 在日本及東南亞國家。該公司以財政準備金、退休準備金及外匯準備進行投資，所以採取穩紮穩打的投資策略，以爭取穩定的報酬，例如，自 1981 年以來，GIC 平均每年投資報酬率為 9.5%（按美元計算），扣除通膨因素後的平均實質投資報酬率為 5.3%。

2. 新加坡淡馬錫控股公司 (Temasek Holdings)

成立於 1974 年，目前資產估計達 1,080 億美元，是新加坡最大的國有控股公司，直接管理 23 家國有企業，間接管理或控制的企業達 2,000 多家，其所控制國內公司的總營業額占新加坡 GDP 的 13%；另外，也積極拓展海外的投資項目，以亞洲市場與已開發國家市場為投資目的地，目前大約接近一半的資產是在新加坡以外地區。該公司進行可承擔較高風險的投資，經營績效良好，淨資產報酬率每年平均超過 18%。

3. 韓國投資公司 (Korea Investment Corporation, 簡稱 KIC)

設立於 2005 年，截至 2008 年 2 月底擁有 300 億美元的資產，預計在 2012 年成長至 1,000 億美元。KIC 與新興亞洲地區其他 SWFs 不同的是，南韓央行保留在緊急情況下

行使「撤回投資權利」，而且其多元化投資侷限於流動性相對高的工具，例如，投資組合的目標為，70 % 是債券，30 % 是股票。目前 KIC 在資產運用上大約 90% 委託給外部投資機構管理，例如巴克萊環球投資管理公司 (Barclays Global Investors) 及道富環球投資管理公司 (State Street Global Advisers)。收益目標訂定在 G3 (美國、日本及德國) 的平均通膨率。KIC 除了以獲取更大收益為目標以外，另一個重要目標為，協助韓國發展為主要的區域金融中心及資產管理中心。

4. 中國投資公司 (China Investment Company, 簡稱 CIC)

設立於 2007 年，管理的資產規模達 2,000 億美元。資金的很大部分預期投資於股票及風險性較高資產。一部份的投資組合可能外包給外部資產經理人，其目的主要是讓內部專業人員藉此汲取市場知識與資訊。該公司於 2007 年 6 月完成第一筆投資交易，以 30 億美元取得總部設在紐約之私募股權基金—黑石集團 (Blackstone Group) 9 % 不能行使投票權的列席股權。

此外，我國已有類似 SWFs 之投資機構，諸如：(1) 行政院國發基金：該機構統籌中央政府由歷年財政預算提撥成立的基金，包括行政院開發基金以及中美基金等。

(2) 四大退休基金：國內四大退休基金包括公務人員退休撫恤基金(簡稱退撫基金)、舊制勞退基金、新制勞退基金以及勞保基金，

2008年3月底四大基金之資產規模高達新台幣1兆5,170億元，資產配置依序為銀行存款占36.1%、本國股票及受益憑證占27.8%、國

外投資(以美國債券為主)占14.9%、本國債券占10.0%、短期票券占7.9%等(註15)。

五、國際間對於主權財富管理者的安排模式

SWFs的管理模式，可分為專門投資機構管理及中央銀行直接管理兩種，茲說明如下：

(一) 由中央銀行外部的另一個獨立機構負責

該模式之目的在嚴格區隔外匯存底管理者與主權財富管理者的不同角色。就這些具有獨立法律人格的SWFs而言，管理的依據分為兩種：

1. 由專門法規管理

有些SWFs專門制訂法規，以明確界定其職能。例如，南韓國會通過「韓國投資公司法」，設立獨立的主權財富管理機構—韓國投資公司(KIC)，該法對於KIC的運作有明確的規定，諸如，該公司由韓國政府全資持有，資本總額為1億美元，計畫管理外匯準備資產的初始規模為200億美元，其中，由南韓央行委託170億美元，財政暨經濟部的外匯安定基金委託30億美元(註16)；KIC投資以債券為主，但投資股票的比例可在30%至40%之間；在制衡機制方面，設立由財政暨經濟部長、央行總裁在內的指導委員會(委員人數的上限為12人)，負責對KIC的監控。

2. 由一般公司法管理

有些SWFs採私營公司的法律形式，由一般公司法管理，並由金融監管當局等對其進行監管，茲說明數例如下：

(1) 新加坡政府投資公司(GIC)

該公司係由新加坡財政部全資設立的資產管理公司。GIC受財政部與金融管理局的協議委託作為受託人對基金進行管理。其資金來源有三，亦即財政盈餘、中央公積金(Central Provident Fund)及超額外匯準備。基金委託人不過問公司的具體經營，只設定基金管理目標並對其經營業績進行評估。GIC則接受委託人支付的費用與管理成本，藉以維持其正常營運。由於受託管理的是部分外匯準備，因此GIC要接受新加坡國會的直接監管，並要向新加坡總統提交財務報告，其預算也須經過總統認可，且總統有權隨時要求GIC提供有關公司的所有資訊。至於該公司的盈利則受新加坡公司法的規範。此外，其董事會或經營管理團隊還須向公眾提出營運報告。

(2) 新加坡淡馬錫控股公司(Temasek Holdings)

該公司係由新加坡財政部全資組建，接

受政府財政盈餘（而非外匯準備）進行投資的公司。新加坡政府透過董事會制度，對淡馬錫控股公司進行監控。董事會每年向財政部提交業績報告，並向財政部支付股息。但是，新加坡政府並不直接介入淡馬錫控股公司的商業決策，而是由淡馬錫控股公司的董事會與管理階層決定。

（3）中國投資公司（CIC）

該公司係隸屬於國務院直接管理的國有獨資企業。其資金來源為外匯準備。其成立方式是透過發行財政部的財政債券來籌措

2,000 億美元的資本，財政部使用募得的資金向中央銀行購買外匯交給 CIC 管理。

（二）在中央銀行屋簷下分設不同的投資組合運作

香港金融管理局（HKMA）依據不同的目標、風險形式、或時間，分設兩個不同的組合去運作，一方面基於流動性的目的，維持一支持性的投資組合，去支撐港元兌美元的固定平價；另一方面，基於財富管理目的，設置一追求較高報酬的投資組合（註 17）。

六、主權財富基金的策略性資產配置

SWFs 的資產配置及分配，通常需要考慮兩項因素：一是基金未來現金流量的累積及取用規則；二是基金的目標。這兩項因素決定策略性的資產配置，而策略性資產配置（Strategic Asset Allocation，簡稱 SAA）則反映報酬目標、風險承受度及已知的限制因素（例如，流動性需求與融資需求、投資標的期限及法律與管制要求等）。

不同類型的 SWFs 因追求的目標與所受的限制不同，可能實行明顯不同的資產配置策略。例如，穩定基金的資產配置策略一般較為保守，投資標的期限較短，以及追求較低風險的報酬。追求長期目標的 SWFs，例如，儲蓄基金，可能較能夠調節資產報酬的短期波動。不僅如此，儲蓄基金及退休準備

基金亦著眼於保留最低的實質資本，以確保基金的購買力（註 18）。

SWFs 的 SAA 從傳統以規避風險為目的之流動性管理模式，朝向更多元化及風險承受能力更強之模式發展。這種轉變使得 SWFs 能夠在有效風險控制的前提下，架構更有效率的投資組合，進而獲取更高的投資報酬，因此其資產分佈不在集中於安全性高、流動性佳的七大工業國（G7）政府公債，而是著眼於包括股票與其他風險性資產在內的全球性多元化資產組合，後者包括各國長期公債、資產擔保證券（asset-backed securities）、公司債、商品期貨、對外直接投資及非傳統投資類別（諸如房地產、對沖基金、私募股權基金）等。

當執行 SAA 時，有些 SWFs 純粹投資於公開上市的金融資產（如債券與股票），而有些 SWFs 投資涉及所有主要資產類別，包括收購企業等。

目前 SWFs 有相當大的資金投資在股票。例如，挪威 GPF 目前投資約 40 % 在股票，預計到 2010 年投資 60 %。市場觀察家預計，新成立的 SWFs 將朝此方向發展。

有些 SWFs，包括挪威 GPF 及來自中東部分規模較大的基金，依據市場指數進行證券投資，有時訂定個別公司最大持股比例，以期確保投資多樣化。有些 SWFs 將目標訂在長期間使絕對報酬最大化，可能獲得它們認為有利可圖公司的較大股權，惟目前還不清楚，這些 SWFs 在這些公司如何發揮作用；然而，證據顯示，SWFs 一般採取被動式的長期投資，沒有慾望藉著積極運用投票權來影響公司決策。

有些 SWFs 遵循社會責任或道德準則，投資標的排除不符合其社會責任與道德目標的特定行業，諸如煙草及軍事等。

為了積極提高風險調整後的報酬，大部分 SWFs 尤其是較新的 SWFs，依賴外部經理人。雖然公共部門的投資經理人如準備資產經理人，擁有固定收益市場豐富的經驗，但是他們往往對投資其他資產類別（諸如股票）能力有限。因此，SWFs 依賴外部基金經理人在能力有限的市場上執行 SAA。不過，

有些 SWFs 的內部擁有高度專業化投資經理人，例如，挪威 GPF、阿拉伯聯合大公國 ADIA 及新加坡 GIC 等，較少依賴外聘基金經理人。有些評論家強調，SWFs 藉著將部份資金交由投資銀行、私募股權基金、對沖基金或傳統資產管理公司等外部專業投資機構作為其外部管理人，不僅可獲得較高的預期投資報酬，亦可取得外部專業機構所提供的投資研究報告、市場情報資訊及投資管理經驗等，同時可避免直接出面在國際市場上競購資產，以相當程度地減少所面臨的特殊市場風險與政治風險。

雖然有些 SWFs 使用槓桿操作策略，但是與對沖基金及私募股權基金相比，SWFs 通常較少使用槓桿操作策略（註 19）。

SWFs 的投資組合除了涉及更多元化的資產配置以外，還涉及更廣泛的地理分散性。由於 SWFs 側重長期投資，估計握持相當多的新興市場股票。該類股票趨於在長期間波動幅度較大，但報酬較高。舉例來說，根據麥肯錫公司的研究估計，來自波斯灣的資本約有 22 % 投資在亞洲、中東與北非洲。OECD 的「政策洞悉」（*Policy Insights*）指出，一些 SWFs 大量投資亞洲公司，例如，新加坡淡馬錫控股公司的投資組合約 40 % 投資在亞洲，中國 CIC 正在計畫投入部分資金於亞太國家。

七、主權財富基金對母國總體經濟的影響

SWFs的資產及所產生的收益，對母國的公共財政、金融情況、國際收支狀況及資產負債表會產生重大影響。設計良好的SWFs能支持穩健的財政政策與貨幣政策，並減輕「荷蘭病」(註20) (Dutch disease) 的影響。然而，SWFs也可能成為總體經濟政策的挑戰。因此，要達成總體經濟政策目標，SWFs必須與財政及貨幣管理當局適當協調。以下分四個方面探討SWFs對母國總體經濟的影響：

(一) 財政政策

SWFs可以是一項有用的財政政策工具，只要它們與整體財政管理架構完善地結合在一起。特別是，SWFs可以促進財政穩定，並為了長遠的目標（例如準備面對人口老化或促進世代間財富移轉）儲蓄財政資源。SWFs也可以引進更多專業投資及風險管理架構，以加強政府金融資產管理的透明度與權責。此外，SWFs的健全管理，可以產生較高的風險調整後報酬，並幫助減少或消除握持準備資產的機會成本。

不過，當SWFs管理不善時，可能構成財政風險，尤其是當控制與監測機制疲弱時，對於資源配置與現金管理的效率，有潛在的負面影響。此外，由於SWFs可能產生損失，財政當局在確保SWFs有充足的風險組合及健全管理方面，有直接的利害關係。

再者，評估SWFs的成立與否必須將公共部門的償債能力及債務可持續性考慮在內。

(二) 貨幣政策

在某些情況下，例如匯回國外投資報酬，SWFs的活動可能影響匯率。因此，SWFs考量投資國內或國外的決策時，必須與貨幣當局協調。否則，龐大國外資產轉換為國內資產，可能造成貨幣當局沖銷操作的困難。SWFs投資於國內資產，也會引起額外的問題，諸如增加內需，可能造成本地資產價格泡沫；挹注大量流動性至金融體系，可能造成貨幣政策操作更加複雜。

(三) 公共部門的資產負債

建立SWFs的動機之一是，改善公共部門的資產負債表管理，並確保SWFs資產管理策略與經濟體系的財政目標一致。SWFs的目標將影響到其資產管理策略，舉例來說，

- (1) 穩定基金有短期到中期的目標，通常採取較保守的資產配置策略、較短的投資期間、及較低的風險報酬組合。
- (2) 有長期目標的SWFs通常著眼於在較長的投資期間創造較高的風險報酬組合。
- (3) 以規避國家風險為目標的SWFs，可能握持與該國主要出口產品呈負相關的資產，以抵銷貿易條件的衝擊。
- (4) 有明確或隱含負債的SWFs必須考慮投資組合誤置及資產負債穩健風險，諸如，在國內借款以累積國外資產的SWFs，財

政風險將大幅增加，而且整體政策組合的充足性將容易啟人疑竇。(5)有多重目標的SWFs必須闡明與限定目標，否則當不同目標互相衝突時可能會產生問題。

(四) 外部穩定性

SWFs對一國經常帳與金融帳的穩定性可能有重大影響，因此，SWFs可能是評估其母國外部穩定性的關鍵部分。一國外部經濟部門的穩定需要其淨國外資產部位，以一種與該國經濟結構與基本面（通常以經常帳收支

衡量）一致的方式發展。(1)就商品出口國而言：在資源被提取期間，經常帳可能處於順差；在資源已枯竭期間，可能可以動用資產。所以，外部穩定性的評估必須考慮暫時性價格衝擊與天然資源枯竭的影響。(2)就其他國家而言：在某些情況下，淨國外資產的累積可能涉及匯率政策，該政策可能聚焦於以出口為導向的發展策略，或自我規避經濟與金融風險的企圖。所以，外部穩定性的評估必須考慮準備充足性的問題(註21)。

八、主權財富基金對國際金融市場的影響

從準備資產轉換至SWFs，可能影響各國的資本移動、資產價格以及國際收支，主要係因與傳統的準備資產相較，SWFs投資更多元化的資產組合，及更高風險性的資產所致。最近私營部門研究證實此點，例如，麥肯錫公司的研究報告指出，更多的油元資金投入到新興市場，尤其是亞洲；美國外交關係協會(Council on Foreign Relations)成員Brad Setser推測ADIA減少投資美國股票，增加投資新興市場資產。另外，IMF的研究指出，全球資本移動的模式將受到SWFs高風險性資產增加的影響，使得工業國家獲得較少的資本流入，新興市場國家吸引大量的資本流入。該研究的實證結果顯示，資本流入美國平均每年減少相當於美國GDP的1/4-1/2%，美國實質利率上升10-20基本點，美元貶值2-5%，美國經常帳逆差改善相當

於美國GDP的1/4-1/2%；在世界其他地區，較多的資本流入會導致實質利率下降、當地貨幣升值及國內需求增加；再者，模型假設經常帳順差國家沒有採取調整措施，因此預測經常帳逆差將出現在歐洲等地區。

上述SWFs的投資組合日益多樣化使美國實質利率上升的效果似乎在一定程度上被日前挹注美國銀行部門的龐大資本所抵銷。IMF等這類研究會受到很多限制，包括資產配置轉變不明朗及其他投資者的反應沒有考慮在內等，但它們表現出影響的可能方向，也受到其他研究的支持，例如，Warnock and Warnock(2006)指出，外國官方資本被估計使十年期美國公債名目殖利率降低100個基本點(註22)。

此外，再分述SWFs對國際金融市場的正反面影響如下：

(一) 正面影響

SWFs的迅速崛起無疑帶來許多好處，其中之一最近變得特別明顯，在目前歐美金融市場身陷次貸泥沼之際，SWFs已成了受歡迎的資金來源，使一些受創的大型金融機構彷彿注入了強心劑。以下討論 SWFs 帶給國際金融市場的機會。

1. 在全球金融市場，可以發揮穩定的作用

SWFs可以扮演穩定市場的角色，主要原因有四：（1）SWFs 為長期投資者，不須面對外部投資者撤回資金的要求，而且主要握持無槓桿操作的投資部位，因此在市場不景氣時，能投資更長期間，甚至能違逆市場趨勢進行操作。（2）大型 SWFs 逐步式地進行投資組合的重新配置，使它們的交易活動不致對價格產生不利的影響。（3）SWFs 的投資活動有助於提高市場的深度與廣度。（4）SWFs 進行全球性多元化的長期投資，有助於使市場提高效率及降低波動性（註 23）。

在近期的金融風暴，SWFs證明它們可以減輕市場壓力。根據最近公佈的消息，來自東亞與中東 SWFs 大量挹注資本到幾個大型國際金融機構，2007年3月至2008年4月期間總值約為450億美元，包括新加坡 GIC 與阿拉伯聯合大公國 ADIA 參與花旗集團；新加坡淡馬錫、韓國 KIC、及科威特 KIA 參與美林證券；中國 CIC 參與摩根史坦利；新加坡 GIC 參與瑞士銀行。這些 SWFs 可能便利

於重要金融機構的股本增資，有助於遏制大型銀行損失對信貸市場的影響，使銀行信用不至於緊縮。

2. 增加全球流動性

亞洲「流動性紅利」(liquidity bonus) 擴展到美國固定收益市場以外的市場。此外，上漲的油價為石油出口國創造大筆收入，這些收入的大部分進入石油出口國的 SWFs 或其他投資者的投資組合，然後，這些資金的大部分又在全球金融市場循環，擴增了金融市場的流動性。

3. 促進亞洲、中東、北非及其他新興國家金融市場的發展

只要目前匯率管理的政策持續，亞洲國家所投資的資產將維持大部分為美元資產，可能係透過央行準備資產購買，或者透過 SWFs 投資的方式。因此，短期而言，亞洲 SWFs 可能大幅投資美元資產，諸如股票、高收益債券、及其他投資工具。但是，長期而言，如果亞洲貨幣變得比較有彈性，亞洲 SWFs 投資目的地有較大比重可能落於亞洲，從而激勵該地區金融市場的發展，及提高該地區金融深化的程度。

因為中東 SWFs 的投資期間比較長，所以對有長期經濟成長潛力的投資標的強烈感興趣。例如，ADIA 推估，未來全球經濟成長至少 1/3 由新興市場驅動，因此將投資組合的 14% 配置至新興市場股票。

此外，中東 SWFs 可能促進中東與亞洲

之間的資本移動增加，並導致亞洲金融市場加快金融深化的腳步。再者，中東 SWFs 亦可能促進中東及鄰近金融市場（諸如埃及與約旦等）的成長，中東地區企業民營化及發行股票的潮流亦為成長的助力。

4. 進亞洲地區金融中心的發展

舉例來說，中國所選擇設立 CIC 總部的城市，在角逐成為區域金融中心方面，將具有重大優勢，因為該城市將有大批資產經理人、交易商、分析師及其他金融機構陸續進駐。

5. 就接受 SWFs 資金流入的國家而言，這些資金移動可能強化經濟、提升生產力水準以及刺激良性競爭

美國財政部提供的數據顯示，2007 年當中，包括 SWFs 在內的海外諸國淨擁有的美國資產規模已達到 1 兆 9,000 億美元。據估計，如此規模的資產在該年當中為美國創造近 1,000 萬個就業機會，提供大約 13% 的研究與發展開支。

但是，接受 SWFs 資金流入的國家必須深入瞭解 SWFs 資金流入的性質與動機，才能採取較適當的因應對策，並減輕這種資金移動可能突然逆轉的傷害。

（二）負面影響

SWFs 對全球金融市場亦形成挑戰，其一是，有些較大型 SWFs 的資產配置變動可能導致市場價格失序的調整，可能危害金融體系的穩定；其二是，SWFs 所作出的投資，可

能引起相當大的政治爭議。以下討論 SWFs 所帶來的隱憂。

1. SWFs 的規模巨大加上偏好較高的投資風險，可能會擴大全球市場的波動性

由於在市場的部位龐大，且往往公開資訊有限、目標多樣化、及制度性結構與投資策略透明度不足，在某些情況下，SWFs 像其他大型機構投資者一樣可能會擾亂市場秩序。舉例來說，實際或謠傳的交易活動可能影響特定部門的相對評價，並導致「群聚行為」（herd behavior），加劇市場波動性，及破壞市場穩定性，此種影響在淺碟型市場可能特別顯著。同樣地，如果 SWFs 追求的是高風險的投資策略，特別是涉及使用槓桿操作，可能會擴大經濟循環週期。前交易專業人士、金融業界權威李爾希（Raymond Learsy）指出，SWFs 的確擁有足夠規模的資金，可以在商品市場上興風作浪，讓那些對於自己財富累積具有重大意義的商品價格上漲，例如，在 2004 年間，沙烏地阿拉伯與石油出口國家組織有力地操縱市場，造成全球油價上漲。

不過，它們的投資組合多樣化降低了這些基金可能使金融市場波動性加大的風險。此外，歷史紀錄顯示，石油美元投資者對巨大資金的廣泛影響保持敏感，並使用衍生性商品與媒介來減輕其影響，例如，ADIA 將基金的 70 % 透過外部資產經理人進行投資。

最後，SWFs 參與金融部門，在面對金融

風暴的衝擊時，可能使中央銀行的危機管理與協調任務變得更為複雜(註 24)。

2. 可能助長資產泡沫

一些觀察家擔心，SWFs所產生的流動性正在對資產價格產生通膨效應，也許會助長泡沫的產生。根據經濟學人智庫的研究，2000年以來，已開發國家的房地產價值增加30兆美元，2005年達到70兆美元，遠遠超過同期的GDP成長。這種增加不僅反映中東SWFs對全球房地產的偏好，還反映較低的利率與風險利差使房屋淨值貸款及更高額的抵押貸款成為可能。

不過，上述的擔憂在股票市場理由並不充分。儘管股票的市值自2000年下跌以來快速增加，但企業盈利能力的提高應是主要原因。

雖然到目前為止世界經濟還沒有出現引人注目的通貨膨脹，但是未來也許會發生變化。例如，非流動性投資(如房地產與藝術品)的市場目前正有價格上漲壓力，如果這種壓力超出那些市場的範圍，潛在的資產價格泡沫就可能破裂(註 25)。

3. 可能增高全球槓桿作用

不像共同基金、退休基金及保險公司，中東SWFs沒有可能撤資的外部投資者，也沒有必須於未來清償的債務，因此，有餘裕進行長期投資，及冒更大的風險，以獲取更高的報酬。所以，中東SWFs使對沖基金得以增多，私募股權基金得以繁榮。舉例來

說，ADIA自1980年中期以來就一直投資於對沖基金，目前可能是全球對沖基金及私募股權基金最大的機構投資者(註 26)。

4. SWFs可能利用其金融影響力於政治或其他非經濟目的

此種擔憂已經引起歐洲與美國金融市場監管者越來越多的關注。這些有限透明度與巨大規模的投資者所作出的投資，可能引起有些觀察家對隱藏在它們投資策略背後的動機提出質疑，這些國家投資者在海外市場將尋求利潤的最大化與長期成長呢？還是它們的投資將反映它們政府的政治目的與它們本國企業的利益呢？這是因為SWFs經常成為成熟市場上的大型投資者，挑戰一些有關全球經濟如何運作的假設。

SWFs所挑戰的三項假設分別是：(1)自1980年代初期以來，一股強勢的政治動力持續地進行開放經濟結構及增強市場力量在經濟發展的角色。該加強自由競爭市場角色的趨勢，大大促進了世界經濟的繁榮。在此背景下，大型且政府控制的SWFs對成熟經濟體的投資代表一種對市場力量自由運作的潛在威脅。(2)開放的全球資本市場基本前提之一是，資本在全球自由流通以尋求產生最適風險調整後報酬率的投資機會。SWFs大量投資在其他國家的私有公司，引發投資接受國政府可能懷疑其投資背後的動機，可能摻雜很多非經濟的成分。(3)一般而言，金融資本應從經濟體系核心國家流向周邊國

家。最近，從周邊國家向核心國家的資本移動顯然增加，SWFs在其中發揮潛在的重要影響。該全球性資本移動扭轉事實上不是新現象，而是盧卡斯矛盾現象（Lucas Paradox）的變異體。但是，資本從周邊國家流向核心國家越來越多，可能牽動核心國家政治的敏感神經（註 27）。

在此過程中，SWFs的投資決策，冒著引發成熟國家採取防禦性反應的風險。特別是，許多國家反對 SWFs 控制其私人企業的叫聲日益高漲，諸如，在 2005 年中國國有石

油企業 CNOOC 收購美國石油企業優尼科（Unocal），阿拉伯聯合大公國 Dp World 取得美國數個大港口的營運權，在 2006 年 1 月淡馬錫控股公司從當時泰國首相 Thaksin Shinawatra 家族購買泰國電信公司 Shin Corp 的控股權，全都引發不良的政治反應。如果任其發展，後果可能是引起接受 SWFs 資金流入的國家採取資本管制與金融保護主義（financial protectionism）形式的反彈，對全球金融全球化的進程將形成極大的風險（註 28）。

九、因應主權財富基金相關風險的政策主張

由於 SWFs 具備特殊的國家利益色彩，而且可能引發潛在的金融風險，致使各國政府及重要國際金融組織如 IMF、OECD 等，皆陸續對 SWFs 近來的快速發展提出分析與回應，以下說明目前五種主要的因應方式。

（一）IMF 正在為 SWFs 制定一套自願遵守的最佳行為準則（code of best practices）

2007 年 10 月份，G7 財政部長與設有 SWFs 的國家代表舉行會談，雙方同意為 SWFs 在體制、風險管理、透明度及權責制方面制定一套自願遵守的最佳行為準則。美國財政部也呼籲 IMF 與世界銀行（World Bank）發揮監督的作用。IMF 正著手進行制定行為準則，它希望該行為準則有助於提高 SWFs 的專業性，使 SWFs 能像私有投資基金

一樣運作。IMF 預定該準則的內容涉及 SWFs 投資策略的制定，及確保它們的投資決策符合其投資策略；還有部分內容擬涉及 SWFs 的結構，例如，對基金的監事會及管理購買行為的委員會都有明文規定；IMF 還將就 SWFs 應揭露何種金融資訊、向那些機構揭露、及揭露的頻率提出建議。

此外，美國智庫彼得森國際經濟研究所（Peterson Institute for International Economics）的杜魯門（Ted Truman）為 SWFs 的最佳行為準則發展出一套方案，他稱為「SWFs 從事跨國投資的國際標準」，該標準包括四個主題，諸如目標與投資策略（objectives and investment strategy）、治理（governance）、透明度（transparency）及行為（behavior）（註 29）。此外，瑞士央行副總裁

希爾德布蘭德 (Philipp Hildebrand) 認為該準則應就 SWFs 對外國私有公司進行股權投資的上限作出規定 (註 30)。

除了未來將推出最佳行為準則以外，IMF 也建議 SWFs 可以根據一些相關倡議自願提高透明度，例如，IMF 的外匯準備管理指導準則 (guidelines for foreign exchange reserve management)、國際收支與國際投資部位資料 (balance of payments and international investment position data)、證券投資聯合調查 (coordinated portfolio investment survey) 以及健全財政透明度施行準則 (code of good practices on fiscal transparency) 等。還可遵循一些專門性倡議，例如，共同石油資料倡議 (the joint oil data initiative) 及採礦業透明度行動倡議 (extractive industries transparency initiative) 等 (註 31)。

IMF 對外關係處處長艾哈麥德 (Masood Ahmed) 表示，IMF 已展開與 OECD 及世界銀行協調有關監理主權財富基金的工作。他說，IMF 的董事會將於 2008 年 3 月討論一份有關 SWFs 的準備文件。該文件係要求 IMF 執行董事批准 IMF 開始準備「一套對主權財富基金最佳行為準則 (a set of best practices for sovereign wealth funds)」。此套最佳行為準則的草案將於 2008 年 10 月 IMF 與世界銀行舉行年會之前提交 IMF 執行董事會。

(二) OECD 正在研擬投資接受國行為準則

一些歐美政界人士要求立法限制 SWFs

投資於戰略性部門的公司。例如，德國已草擬相關法案，使政府當局能夠否決收購德國公司股權 25 % 或以上並可能危及國家安全的外國投資案。美國通過「2007 年外商投資與國家安全法案」(Foreign Investment and National Security Act of 2007) 對外資併購的審查，訂出更複雜的程序規定，並擴大審查的範圍與強度。此外，OECD 正在編寫投資接受國行為準則，並將努力確保投資接受國對 SWFs 的投資能夠平等對待，不歧視任何基金。

(三) 根據互惠待遇原則限制 SWFs 的營運活動

一些政界人士建議，將互惠原則作為允許 SWFs 進入本國市場的指導原則。嚴格來說，互惠原則係指，SWFs 只被允許投資於外國，如果該國的公司被允許自由投資於 SWFs 的母國。由於許多 SWFs 設在金融開放程度低於 OECD 會員國的國家，嚴格實行互惠原則，將強烈限制 SWFs 的投資活動 (註 32)。

(四) 建議 SWFs 透過外部資產經理人進行投資

美國經濟學家 Larry Summers 強調，如果 SWFs 投資透過中介的資產管理公司，大部分的市場與政治風險將得到緩解，而且這種間接投資的好處是，可以產生較佳的風險報酬組合 (Risk/return profile) (註 33)。

(五) 建議 SWFs 購買風險分散的指數型工具

Aizenman and Glick (2007) 主張，促進 SWFs 投資在充分多元化的指數型投資工具，諸如美國標準普爾 500 指數 (S&P 500)、威爾夏 5000 指數 (Wilshire 5000)、道瓊威爾夏全球市場總指數 (Dow Jones Wilshire Glo-

bal Total Market Index) 等，不僅能使投資者獲得多樣化的好處，同時能減少基於狹隘國家主義而選擇性收購企業實體的活動，並且可能可以將 SWFs 在邁向金融全球化道路上所扮演的角色，從絆腳石變為踏腳石。

十、結論與建議

(一) 結論

美國財政部副部長金米特 (Robert Kimmitt) 指稱，SWFs 對投資接受國能帶來多少好處，取決於該種投資在多大程度上受經濟目的，而非政治目的推動；如果這些投資是經濟動機，而非政治動機所驅動，投資接受國應有重大責任，對 SWFs 的投資提供公開、透明、可預測、及非歧視性的投資架構 (註 34)。由此可見，為促進全球經濟的蓬勃發展，SWFs 投資接受國與 SWFs 母國雙方皆有責任。只要 SWFs 的投資活動以最佳行為準則為基礎並符合自由與公平競爭之精神，而且 SWFs 投資接受國對 SWFs 抱持開放的態度，這波 SWFs 設立的風潮勢將繼續推動全球經濟的成長與繁榮。

(二) 建議

根據 Greenspan-Guidotti 法則估計，我國的超額外匯準備規模頗大。例如，在 2006 年底，我國握持外匯準備 2,661 億美元，而依據外債聯合中心 (Joint External Debt Hub) 網站由國際債權人所提供的短期外債數據，我國的短期外債有 384 億美元，所以，我國之

超額外匯準備約 2,278 億美元，占 GDP 的比重為 62.3%。但是，因為我國外債大部分集中在長期外債使得短期外債數據很小，益以當前的兩岸關係複雜微妙，加上我國非 IMF 會員國，因此，該超額外匯準備恐有高估之嫌。

不過，以下的情況似乎是不爭的事實。我國退休基金規模龐大，而且長期持續成長，年增率約為 5.2%。目前這些基金仍以傳統方式投資，大部分配置在流動性高但收益率低的資產上，因此退休基金的收益率普遍較低。這些基金的國外投資也相當大，金額為新台幣 2,266 億元，目前是以分散式地委託許多國際資產管理公司代操，資金分散，投資績效也不一致 (註 35)。

因此，建議政府或可仿效新加坡、南韓或中國等國，成立我國的 SWFs，統籌運用政府退休基金，在國際間尋找收益率較高的投資標的，以提升國內退休基金的長期投資績效。而該基金似可以下列方式運作：由獨立於中央銀行之外的投資機構法人，負責基金管理與投資策略；而且，與政府相關部門協

議，籌募本國貨幣之資金，例如強制性退休準備金，然後直接在外匯市場購買投資國外所需之外幣。

此外，截至目前為止，已有部分 SWFs 進入我國的市場，例如新加坡淡馬錫控股公司取得玉山金控的 15% 股權與董事席次。當

前市場的相關法規雖未針對 SWFs 進行規範，但外資進入我國市場均有一定的進程序，惟建議主管當局參考歐美政府因應 SWFs 所做的調整，重新審視外資持股之相關規定，如重要產業範圍劃分及外資持股比例上限等，以利於市場的管理。

附 註

(註 1) 該類基金沒有明確的退休金債務。

(註 2) 參考 IMF (2008)。

(註 3) 參考 United States Department of the Treasury (2007)。

(註 4) 參考 Kimmitt (2008)。

(註 5) 參考 Kimmitt (2008)。

(註 6) 該類基金在某種程度上直接或間接與長期財政承諾連結。

(註 7) 參考 IMF (2007b)。

(註 8) 中國、日本、台灣、南韓、印度、新加坡、香港及馬來西亞。

(註 9) 參考 McKinsey & Company (2007)。

(註 10) 參考 IMF (2008)。

(註 11) 參考 Jen (2007)。

(註 12) 參考 Kern (2007)。

(註 13) 參考 Santiso (2008)。

(註 14) 參考 IMF (2007b)。

(註 15) 參考李光輝 (2008)。

(註 16) 南韓外匯準備的資金融通來源有二：(1) 政府發行的外匯安定債券 (foreign exchange stabilization bonds)；(2) 南韓央行發行的貨幣安定債券 (monetary stabilization bonds)。大約有 20% 的外匯準備係由外匯安定債券融通，而剩餘的 80% 則由貨幣安定債券融通。因此，20% 的外匯準備係由政府合法地擁有；80% 則由央行擁有。

(註 17) 參考李榮謙 (2007)。

(註 18) 參考 IMF (2007b)。

(註 19) 參考 IMF (2008)。

(註 20) 「荷蘭病」係指中小型國家經濟的某一初級產品部門異常繁榮而導致其他部門的衰落的現象。

(註 21) 參考 IMF (2008)。

(註 22) 參考 IMF (2008)。

(註 23) 參考 IMF (2008)。

(註 24) 參考 IMF (2008)。

(註 25) 參考 McKinsey & Company (2007)。

- (註 26) 參考 McKinsey & Company (2007) 。
(註 27) 參考 Hildebrand (2007) 。
(註 28) 參考 Aizenman and Glick (2007) 。
(註 29) 參考 Truman (2007) 。
(註 30) 參考 Hildebrand (2007) 。
(註 31) 參考 IMF (2007b) 。
(註 32) 參考 Aizenman and Glick (2007) 。
(註 33) 參考 Hildebrand (2007) 。
(註 34) 參考 Kimmitt (2008) 。
(註 35) 參考李光輝 (2008) 。

參考文獻

- 李光輝 (2008) : 「成立國家主權財富基金之芻議」, 中央銀行內部參考資料, 97 年 4 月。
- 李榮謙 (2007) : 「國際間對主權財富基金的憂心日益升高」, 國際貨幣金融資訊簡報 128 期, 中央銀行, 96 年 11 月。
- Aizenman, Joshua and Reuven Glick (2007), "Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?" *FRBSF Economic Letter*, No. 2007-38, Nov. 30.
- CentralBankNews (2008/2/22)、(2008/2/25)、(2008/2/26)、(2008/2/28)。
- Hildebrand, Philipp (2007), "The challenge of sovereign wealth funds," *Speech at the International Center for Monetary and Banking Studies*, Geneva, Dec..
- IMF (2007a), "Box 1.3. Sovereign Wealth Funds," *Regional Economic Outlook : Asia and Pacific*, Oct..
- (2007b), "Annex 1.2. Sovereign Wealth Funds," *Global Financial Stability Report : Financial Market Turbulence — Causes, Consequences, and Policies*, Sept..
- (2008), "Sovereign Wealth Funds-A Work Agenda," *IMF Survey Magazine*, March.
- Jen, Stephen (2007), "How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015 ? " *Morgan Stanley Global Economic Forum*, May 4.
- Kern, Steffen (2007), "Sovereign wealth funds—state investments on the rise," *Deutsche Bank Research*, Sept..
- Kimmitt, Robert (2008), "Public Footprints in Private Markets," *Foreign Affairs*, Jan./Feb..
- McKinsey & Company (2007), "The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity are Shaping Global Capital Markets, Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles," *McKinsey Quarterly*, Oct..
- Rozanov, Andrew (2005), "Who Holds The Wealth of Nations ? " *State Street Global Advisor*, Aug..
- Santiso, Javier (2008), "Sovereign Development Funds," *OECD Policy Insights*, No. 58, Jan..
- Truman, Edwin (2007), "Sovereign Wealth Funds : The Need for Greater Transparency and Accountability," *Policy Brief*, Number PB07-6, Peterson Institute for International Economics, Aug..
- United States Department of the Treasury (2006), "Appendix 3 : The Adequacy of Foreign Exchange Reserves," *Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies*, Dec
- (2007), "Appendix 3 : Sovereign Wealth Funds," *Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies*, June.

(本文完成於 97 年 6 月, 作者為本行經濟研究處專員)

附表 全球 SWFs

國別	基金名稱	資產（截至2008年2月底）	資金來源	所有權及投資管理	投資策略及資產配置策略（SAA）
阿拉伯聯合大公國	阿布達比投資局（ADIA）/ 阿布達比投資委員會（ADIC）	2,500億~8,750億美元	石油	阿拉伯聯合大公國所擁有，自1976年起 ADIA 係將石油盈餘投資海外；最近，已建立另一獨立的法人機構 ADIC，據以鼓勵其與 ADIA 競爭。阿拉伯聯合大公國的盈餘目前配置在 ADIA 與 ADIC。	全球大型投資機構；投資策略及資產配置不明。
挪威	全球政府退休基金	3,800億美元	石油	1996年成立，政府所擁有，並由挪威央行旗下的投資管理公司負責管理。	全球資產配置：40%投資在股權；60%投資在全球固定收益證券。
沙烏地阿拉伯	沒有特定名稱	2,890億美元	石油	沙烏地貨幣管理局管理外匯資產；2,250億美元握持在自身的資產負債表上，部分係視為外匯存底，510億美元係代理各政府當局管理。	全球大型投資機構。雖然知道資產規模，但僅大致瞭解投資策略與資產配置。
科威特	科威特投資局（KIA） 一般準備基金（GRF）及未來世代基金（FGF）	2,130億美元	石油	KIA 成立於1953年，是具自主性的政府部門，代理科威特政府管理 GRF 及 FGF。	GRF 投資在當地、阿拉伯及國際金融市場；FGF 則在經 FGF 理事會允許下，根據投資指令進行全球資產配置。
新加坡	政府投資公司（GIC）	1,000億~3,300億美元	非原物料	獨立的投資公司，成立於1981年，政府全資擁有。	在全球配置資產。

附表 全球 SWFs (續)

國別	基金名稱	資產 (截至2008年2月底)	資金來源	所有權及投資管理	投資策略及資產配置策略 (SAA)
新加坡	淡馬錫控股 (Temasek Holdings)	1,080億美元	非原物料	淡馬錫控股是私人公司，成立於1974年，持有及管理以前主要股東 - 財政部的投資。	SAA 權重不清楚。地區性的分配 (截至2006年3月底): 38%投資於新加坡; 40%投資在亞洲; 20%投資在 OECD 國家; 2%投資在其他國家。
中國	中國投資公司	2,000億美元	非原物料	政府所擁有，成立於2007年9月。	已投資黑石集團30億美元; 並以1,250億美元收購中國的中央匯金投資公司股權。
俄羅斯	準備基金及國家福利基金	1,570億美元	石油	成立於2003年，政府所擁有，由俄羅斯央行管理。	大部份投資在固定所得資產，其中44%為美元; 46%為歐元; 10%為英鎊。
香港	投資組合 (香港金融管理局)	1,400億美元	非原物料	成立於1998年。	
利比亞	利比亞投資公司準備基金	500億美元	石油	NA	
澳大利亞	澳大利亞政府未來基金	540億美元	非原物料	成立於2006年; 政府所擁有，並由未來基金管理局管理; 成立目的在承諾支付政府的未來退休金負債。	

附表 全球 SWFs (續)

國別	基金名稱	資產 (截至 2008年2月 底)	資金來源	所有權及投資管理	投資策略及資 產配置策略 (SAA)
卡達	卡達投資局 (QIA) 國家準備基金/ 平衡基金	300億~500 億美元	石油	成立於2000年。	
阿爾及利亞	準備基金/收入 管理基金	430億美元	石油	NA	
美國 (阿 拉斯加)	阿拉斯加永久 準備基金	400億美元	石油及礦產	阿拉斯加州政府所擁 有；成立於1976年；由州 政府所有的阿拉斯加永 久基金公司管理。	SAA 包括53% 的股權；29% 的固定所得； 10% 的不動 產；8%為其他 資產。
汶萊	汶萊投資局一 般準備基金	300億美元	石油	成立於1983年，政府所擁 有，並由汶萊投資局管 理。	大部份投資在 全球金融及不 動產投資組合。 SAA 並未公開。
哈薩克	哈薩克國家基 金	210億美元	石油、天然 氣、金屬	成立於2000年。	
南韓	韓國投資公司	300億美元	非原物料	成立於2005年，受託管理 200億美元的外匯存底，其 中170億來自南韓央行；30 億來自政府。	計劃投資於全 球資產配置。 SAA 尚無法獲 悉。
馬來西亞	國庫控股公司	190億美元	非原物料	成立於1993年。	
加拿大	亞伯達傳統基 金	160億美元	石油	成立於1976年，亞伯達省 政府所擁有，由亞伯達省 財政廳管理。	投資於全球的 SAA，其中30%為 固定所得；45%為 股權；10%為不動 產；15%為其他資 產。

附表 全球 SWFs (續)

國別	基金名稱	資產 (截至 2008 年 2 月 底)	資金來源	所有權及投資管理	投資策略及資 產配置策略 (SAA)
奈及利亞	過剩原油帳戶	110億美元	石油	成立於2004年。	
伊朗	石油穩定基金	90億美元	石油	成立於1999年。	
智利	經濟暨社會 穩定基金	149億美元	銅	成立於2006年；政府所擁有， 並由智利央行代為管理。	SAA 包括72% 於政府債券及 28%於貨幣市 場工具（以美 元、歐元及日 圓計價）。
	退休準備基金	15億美元	銅	成立於2006年；政府所擁有， 並由智利央行代為管理。	
波紮那	普拉基金	47億美元	鑽石	由政府及波紮那央行共 同擁有。 政府對普拉基金的持股 帳列波紮那央行資產負 債表。	投資在工業化 經濟體的公開 上市股票及固 定所得工具。 由於新興市場 可能高度依賴 初級產品，該基 金不在新興市 場進行投資。
亞塞拜然	國家石油基金	25億美元	石油	成立於1999年。	
阿曼	國家一般穩 定基金	20億美元	石油、天然 氣	成立於1980年。	
東帝汶	東帝汶石油 基金	14億美元	石油、天然 氣	成立於2005年。	
委內瑞拉	總體經濟穩 定投資基金	8億美元	石油	成立於1998年。	
千里達及 托巴哥	收入穩定基 金	5億美元	石油、天然 氣	NA	
吉里巴斯	收入平衡準 備基金	4億美元	磷酸鹽	成立於1956年。	
烏干達	貧困援助基金	4億美元	援助	成立於1998年	

資料來源：IMF (2007a)、(2007b)、(2008)；Kern (2007)。

獨立之中央銀行在憲政體制中的地位

— 從美國獨立機關制度談起 —

李 靜 惠

一、前 言

(一) 緣起

中央銀行設立之目標，在制定及執行國家貨幣政策，以追求並達成物價之穩定。為實現此一目標，避免中央銀行貨幣政策遭受政治干預—特別是為配合選舉造勢，以擷取短期利益，而不顧長期成本增加—中央銀行的獨立性，遂成為達成其任務不可或缺之先決要件。近數十年來，包括我國在內之各國政府，無不自制度面及法律面，致力於強化中央銀行之獨立性。由於絕大多數國家之中央銀行多屬政府部門，因此，所謂「獨立性」，是否係獨立於政府之外？與其他政府部門之關係，亦即與行政、立法及司法各部門之關係如何？其在國家憲政體制中的定位，與非獨立機關有無不同？有稱央行為第四權者，其精義如何？是否已改變了國家憲政體制？凡此問題，皆有深入研究必要。

(二) 我國央行制度發展及其目前於憲政體制定位

探討中央銀行作為獨立機關之定位問題，自應就我國中央銀行制度發展之沿革，

以及其在憲政體制中的地位，簡要敘明。中央銀行於民國 13 年創立於廣州，當時軍閥割據，把持財稅收入，惟中央銀行以「現兌」方式，使國民政府於廣東之金融、幣制及財政得以改善，成效卓著。民國 16 年國民政府定都南京後，制定「中央銀行條例」，明定中央銀行為國家銀行，由國庫撥款設立，有發行國幣、經理國庫及募集公債等特權，總行設於上海。

民國 24 年「中央銀行條例」修正為「中央銀行法」，明定由國民政府設置(註 1)，總行設於首都；其後近 10 年間，有關國幣發行、外匯收付、國庫經理、金融檢查及調劑金融等業務，逐漸集中於中央銀行。民國 38 年 12 月，因大陸撤退，中央銀行隨中央政府遷台，惟功能大幅萎縮。民國 50 年，依據總統核定之「中央銀行復業方案」，在台北復業。

我國憲法第 107 條第 9 款明定，「幣制及國家銀行」由中央立法並執行之。此之「國家銀行」，即中央銀行之謂。由於前述

中央銀行法係制定於憲法施行前之訓政時期，當時中央銀行係隸屬於國民政府，於行憲後乃歸總統。

民國 68 年中央銀行法修正草案於立法院審議時，部分立法委員提出：中央銀行所職掌之貨幣、信用及外匯政策，皆屬國家金融政策，金融政策與國家行政攸關；憲法規定，行政院為國家最高行政機關，並對立法院負責（註 2）。為合乎憲政體制，乃將中央銀行改隸行政院（註 3），並修正明定，貨幣、信用及外匯政策事項之審議，為中央銀行理事會之職權（註 4）。準此，於現行憲政架構下，中央銀行係中央二級行政機關，其職掌之金融政策，與其他各中央部會均間接對立法院負責。惟因作為國家銀行，並由國庫撥給資本以為業務營運之用，故其預算及財務之處理，與一般中央行政機關有別，且人事制度與事業機構較為類似。

（三）外國央行制度入憲實例

中央銀行制度始自擔任一國貨幣專責發行機構，其後逐漸發展成為調節貨幣供需、平抑物價，並作為該國資金之最後融通者，其功能與國家主權，息息相關。各國央行定位為政府機關者眾，但於憲法明定中央銀行制度者，則尚不多見。上述我國憲法雖明定幣制及國家銀行，由中央立法及執行，惟似尚未對央行定位，有明確規定。以下列舉二則央行制度入憲之實例。

1. 瑞士國家銀行（Swiss National Bank,

SNB）

2000 年 1 月 1 日生效之瑞士聯邦憲法第 99 條（註 5）明定，貨幣印鑄、發行，係聯邦專屬權力。瑞士國家銀行為獨立之中央銀行，應與聯邦（Confederation）合作，並於聯邦監督下，以貨幣政策追求達成國家整體利益。新舊憲法條文之主要不同，係舊條文規定貨幣專有發行權，由聯邦經由特殊管理之國家銀行行使，或授權中央股份組合銀行行使（註 6）；新條文則明定瑞士國家銀行為獨立之中央銀行，行使貨幣政策以達成國家整體利益。現行瑞士國家銀行法（National Bank ACT, NBA 2003 年 10 月 3 日瑞士聯邦議會通過，2004 年 5 月 1 日生效）乃依據新憲法條文，於第 1 條、第 6 條分別明定，瑞士聯邦中央銀行為依特別法設立之合資公司（special statute joint-stock company），稱為瑞士國家銀行；於執行其法定職權時，該行及其成員均不得尋求或接受聯邦委員會（Federal Council）、聯邦議會（Federal Assembly of the Swiss Confederation）及其他人之指示。（註 7）

2. 瑞典國家銀行（Riksbank）

瑞典係君主立憲國家，該國並無名為憲法之文件，而其基本法係由包括政府組織法（the Instrument of Government）等 4 種法律組成（註 8）。該法第九章「財政權」第 13 條（註 9），明定瑞典銀行為瑞典王國之中央銀行，並為隸屬國會之機關（an authority under

Riksdag)。瑞典銀行負責貨幣政策，其他機關不得干預該行貨幣政策之決策。該行理事會（Governing Council 或譯為 General Council）11 名理事，由國會選出；再由理事會所任命之執行委員組成之執行委員會（Executive Board）（註 10），督導該行行務。理事會僅得於執行委員無法執行其法定職務或因重大疏失犯罪時，始得將其免職。

以上兩國憲法明文規定央行制度，並對其定位、法定職權及運作方式，有初步規範，甚或明定其獨立性，除可確保中央銀行依法獨立行使權限外，並使其建置及在政府組織架構內之定位明確，似可供參考。

（四）本文研究重點

我國政府於民國 91 年起，進行中央行政機關組織改造計畫，並參考美國聯邦政府機關等組織態樣，於機關依職掌事項行使職權，須具備較高專業資格要求，且應避免政治力干預者，規劃設立或改制數個獨立機關。中央銀行亦規劃為獨立機關之一。民國 93 年 6 月 23 日立法院三讀通過「中央行政機關組織基準法」（以下簡稱基準法），其中第 3 條第 2 款明定，獨立機關定義為：「依法獨立行使職權，除法律另有規定外，不受其他機關指揮監督之合議制組織」；並限定獨立機關數量不得超過 5 個（註 11）。未來中央銀行於配合上開基準法之規定完成修法後，將正式納入我國獨立機關建制體系。

獨立機關應依法獨立行使職權，原則上

不受其他行政機關之指揮監督，故與內閣及其他隸屬行政院部會行政一體之特性，似有不同。由於基準法對獨立機關之組織及運作，僅有初步規範，故我國獨立機關未來之運作，尚有待考慮憲政體制、業務上實際需要，參考國外制度或慣例，自憲法或行政法體系進一步予以補充。

承前述，我國中央銀行目前主要組織架構、經營目標及職掌、業務等事項，係依民國 68 年修正之中央銀行法規定內容而來。為配合近年來政府組織改造計畫，提高獨立性並發揮功能，已積極研議中央銀行法修正草案，以資因應。由於中央銀行之組織、職權及人事、財務制度，與一般行政機關不同，其擔任我國貨幣、信用及外匯政策之決策及執行主管機關之角色，與其他規劃中之獨立機關之情形，亦有差異。故中央銀行作為獨立機關，除研究其與行政、立法及司法三權間之關係外，其與其他同級行政機關，包括其他獨立機關間之異同，均為值得研究之問題。

（五）各章內容簡介

本文前半部第二章及第三章，嘗試依美國聯邦憲法、行政法、法院判決實例、實務運作及學理等，對美國聯邦憲政架構，以及獨立機關之制度，作簡要介紹。

美國聯邦準備理事會（Board of Governors of the Federal Reserve System，以下簡稱聯準會）係美國之中央銀行，設立於 1913

年，為美國聯邦政府獨立機關之一，其獨立性及作為該國貨幣決策重要影響機關之權威地位，向為世所矚目。本文後半段係以美國聯邦準備理事會為研究對象（註 12），嘗試說明其在美國憲政體制中的地位。第四章介紹聯邦準備制度架構，以及聯準會作為獨立機關，其組織建制、經營目標、法制事務、人事制度、財務事項之獨立性；第五章說明國

會對聯準會及聯邦準備體系之監督，以及聯邦準備體系理事會與總統及其他行政部門之關係，並藉由部分案例，說明司法機關對該理事會及聯邦準備制度有關事項之司法審查權。

本文第六、七章，將提出研究結論，並歸納美國獨立機關及聯邦準備體系理事會制度可供我國參考之處。

二、美國聯邦政府機關憲政架構概述

美國係典型之立法、行政及司法三權分立國家。1789 年所制定之聯邦憲法，對於聯邦政府機關架構，僅明定三個要角，即國會、總統及法院（Congress, President, Court），分別賦予立法、行政及司法（Legislative Power, Executive Power and Judicial Power）之權力，並以三權分立為主軸，透過三機關間之制衡，降低任一機關權限過大，使人民無法控制的風險，以防止獨裁。雖然聯邦憲法僅以總統為行政權之規範對象，並未明定實際執行各項行政事務之個別聯邦機關，惟此三權之行使，對聯邦個別行政機關均有監管之權限，茲以憲法規定說明如下：

（一）立法權－國會

1. 立法權限內容摘要

聯邦憲法第 1 條（Article I）第 1 項（Section 1）明文規定，將所有立法權限歸於兩院制之國會，即參議院（Senate）及眾議院（House of Representatives）。第 8 條第 18 款

明定，由國會制定必要且適當之法律，以執行其職權，以及憲法所賦予美國政府、政府機關或官員之權力。學者咸認為，此即係憲法賦予國會以法律創設政府機關，以及同意個別機關或人員擔任職務及行使職權之依據。

上述參眾議院組成之國會，與其他兩院制國會不同之處，在於除憲法明定或依憲政慣例專屬各該議院之權限外－如僅參議院得行使同意權、彈劾案審判權；僅眾議院得提出（originates）徵稅法案（revenue bills）及慣例由其提出預算草案（appropriation bills）－由參眾兩院平等行使憲法所賦予之立法權限（have equal legislations and powers with certain exception）。參眾二院乃各自依據憲法授權，訂定其議事規則（註 13），對於各項提案或議案進行審議，並完成立法、達成聯合決議、共同決議或個別決議（註 14）。（The work of Congress is initiated by the introduction

of a proposal in one of four forms: the bill, the joint resolution, the concurrent resolution, and the simple resolution)。

(1) 提案權：法案來源及提案名義人

立法權限與行政有關者，主要包括各類法案及國家年度預算案之審查及制定。其中法案來源 (sources of legislation) 範圍甚廣，包括各議員競選時提出之政見 (emanates from the election campaign)、民眾請願事項 (petitions)、議員經諮商議院立法諮詢部門提出之法案等 (a member may consult with legislative counsel of the House or Senate to frame the ideas in suitable legislative language and form) (註 15)，而近年來，則以行政部門之立法建議為最大宗，通稱為「行政溝通」(Executive Communication)。

行政溝通方式，主要由閣員、獨立機關首長，甚或總統，以書信或書面方式，向眾議院議長及參議院議長 (註 16)，提出提案事項草案 (the communication is usually in the form of a message or letter from the member of the President's Cabinet, the head of an independent agency, or the President himself, transmitting a draft of a proposed bill to the Speaker of the House and the President of Senate)。

由於聯邦憲法第 2 條第 3 項明定，總統應隨時向國會報告美國國務事項，並提出必要而權宜之政策，供國會審議，故接續總統國會報告後之行政溝通，即依上述方式送交

國會之聯席委員會 (standing committee) 或主管相關事務之各該委員會，並隨即原案或經由增修後，以擔任各該委員會主席之議員名義正式提出 (註 17)，並形成慣例 (註 18)。形式上而言，各該議案提案名義人為國會議員 (sponsor)，並多有連署人 (co sponsors) 共同提出；經提出之法律草案，隨即依受理之議院，分別編列 H.R. (House of Representatives) 或 S (Senate)；如兩議院同時受理者則稱之為 companion bill。國會圖書館 (The Library of Congress) 網站 (註 19) 對於聯邦立法程序有專文介紹，並提供各法案於參眾兩院審查之各項動態資料。

行政溝通主要議案，厥為總統向國會提交之聯邦年度預算案 (budget proposal)。此類提案與聯邦政府各部門官員於國會預算委員會之證言，共同構成眾議院預算委員會所提出之預算草案 (appropriation bills) 基礎。

承上述，參、眾議院對於法律草案均有同等之審查權力，其程序之進行則以交由各該議院相關委員會進行聽證 (註 20)、審查及討論 (通常係經由 sub-committee 通過後，送交 full-committee)，通過後提交各該議院院會；於兩議院均表決通過，且於該屆眾議院議員任期兩年內通過，才完成立法程序；未完成者，須重新提出草案，再依上述程序審理。法案於委員會審查時之審查報告，於交付表決時雖非表決事項範圍，惟對於已通過法律於適用時之解釋，卻是重要參考文件。

(2) 美國聯邦政府機關法律提案權與我國制度之比較

依我國憲法第 58 條第 2 項、第 87 條及大法官釋字第 175 號解釋，對立法院有法律提案權之機關，包括行政院、考試院、司法院及監察院等；再依立法院職權行使法第 8 條第 2 項規定，立法委員有法律案提案權。準此，我國立法院法案來源與提案權，包括國會議員及中央一級機關，與美國國會僅以議員名義提案之實際運作不同。

其次，依憲法第 58 條第 2 項規定，各部會首長須將應行提出於立法院之法律案，或涉及各部會共同關係之事項，提出於行政院會議議決之。此項規定，以行政院為最高行政機關，各部會首長由行政院長提請總統任命之背景，似屬當然，但對於定位為中央二級行政機關之獨立機關而言，如其主管事項之法律案亦須提行政院會議議決，始得送交立法院審議，則獨立機關依法獨立行使職權，不受其他機關指揮監督之本旨，恐將難以落實。

上述美國憲政運作實務，聯邦機關法案以國會議員為提案人，其屬獨立機關之法案，於國會審查前，有明文規定行政部門不得要求事先提交審查，以避免行政干預，似值得進一步深思。

2. 對立法權之制衡

由於聯邦憲法明定，聯邦政府、任何政府機關及官員所行使之權限或執行之事項，

以國會所制定之法律或通過之條約範圍為限。為避免立法權過大，憲法明定國會議員不得在任期內，擔任聯邦政府其他機關之任何職位；反之，聯邦政府其他機關人員，亦不得在任職期間，擔任國會議員，以貫徹權力分立原理；而兩院制國會，以及總統對國會通過法案否決權（Veto）之設計，係避免立法權限過於集中所為之制衡機制。

3. 對行政機關之控制（Legislative Control of Administrative Agencies）

國會立法設立行政機關，並以法律授權行政機關行使權力。立法權對行政機關之監督，大致可分為四類：

(1) 法律授權（Authorization；Delegation）：聯邦憲法明定立法權專屬國會，透過立法，可創設、變更、廢止行政機關之組織、權限，亦可將特定事項，授權由行政機關訂定規定（rulemaking）據以執行（註 21）。逾一世紀以來，為因應聯邦政府實際運作之需要，國會對於類似立法事項之行為，於未逾越法律授權範圍內，乃藉助於行政部門協助辦理；其逾越授權範圍者，國會得予修正或廢止（註 22）；司法審查亦有宣告其無效之例。

(2) 否決權（Veto；Revision）：否決權係國會反制或糾正行政機關行政行為之另一項機制。自 1932 年起，聯邦行政機關重組條例出現否決權條款，透過立法否決條款之牽制，國會授權總統得重組行政機關或部

門。其後 50 年間，包括移民驅逐、預算變更及機關重組等法律，均大量增訂否決權條款。同時期，國會行使否決權共達 230 次。

(3) 預算審議權 (Appropriation)：年度預算審查，係國會對行政機關進行監督之有效工具，特別是總統與國會多數議員分屬不同政黨時，預算審查常成為政黨角力場所 (註 23)。預算審議須經參眾兩院通過並送請總統核可，總統亦可否決國會通過之預算。

(4) 其他立法監督權 (Oversight)：包括對總統所任命官員行使同意權 (senatorial approval)、對政府官員之彈劾權 (impeachment)、進行調查 (investigation)、聽證 (public hearing) 等，對官僚系統進行有效的立法監督 (註 24)。

4. 國會控制機關

由參眾二院組成之國會所通過之法律、預算，係行政機關行使職權之基礎，各院、委員會、次級委員會，或個別參眾議員 (註 25) 與行政機關有關之決議或個別行動，對行政部門也有一定程度之影響，故各行政機關均極為重視與國會之關係。除首長或重要主管列席法案、預算之審查、聽證外，並有專責部門或人員，擔任國會聯絡事宜。

由於國會對行政權監督之實際需要，導致其編制及工作人員大幅增加。其中最重要之監督部門，包括預算局 (Congress Budget Office; CBO) 及審計局 (Government Accounting Office; GAO) (註 26)。此二部門對

行政職權均有重大影響。

預算局約有 230 名職員，多數為經濟專家，主要任務在於年度預算審查時，對國會議員提供分析及建議。因此，預算局與預算委員會及各政府機關關係均極密切，與隸屬於總統之管理及預算局 (Office of Management and Budget; OMB)，同為各政府機關財務及預算之重要審查機關。

審計局係法定之獨立機關 (U.S.C.A 5§104 (2), 31§704)，約有 3270 名職員，其首長為主計長 (Comptroller General of the United States)，由總統於參眾議院議長所推舉之三位候選人中任命，任期 15 年。主要任務在於分析及稽核聯邦政府機關職權行使及經費支出，查察其有無瀆職、浪費或不當情事，故審計局經常派員赴各政府機關辦理稽查，並就稽核結果，連同被稽查機關之答辯或改善措施等書面聲明，向國會提出稽核報告。此外，主計長對於機關擬訂支出認有不正當或不合法者，該機關原定支出計畫之執行亦受影響。近年來，經由國會立法授權，審計局就政府機關減少財政赤字計畫、法規命令草案之審查及採購合約爭議事項等，均有預聞之權。

(二) 行政權—總統

1. 行政權內容

聯邦憲法第 2 條第 1 項前段明文規定，將行政權歸於總統；第 2 項明定總統為三軍統帥，得命令各部長官以書面提出與其職務

有關事項之意見 (opinion, in writing)，以及頒布減刑、赦免之權；除法律另有規定外，總統得經由參議院之諮議及經出席三分之二以上參議員之同意，任命大使、公使、領事、最高法院法官，以及其它政府首長；國會亦得同意由總統自行任命首長以外之官員及其他法院法官。第 3 項明定，總統應向國會提出報告，並以其所認為必要而便宜之政策咨送國會，以備審議；總統並應注意確保法律規定得以忠實執行，並任命文武官員。

2. 對行政權之制衡

聯邦憲法將大量未經界定範圍之行政權，歸於經由選舉產生之單一行政首長—總統，使其掌控全盤行政事務，但實際執行之機關，其組織及權限有關之法律，須經由國會制定，且總統對各該行政機關首長之任命，須經參議院同意；總統須就政策事項向國會提出報告。此外，國會更可進一步藉由法案及預算之審理，對行政部門進行監督。

3. 對行政機關之監管 (Executive Control of Administrative Agencies)

總統為聯邦最高行政首長，總統對行政機關之監管權限可分為下列：

(1) 任命及解任權 (Appointment & Removal Power)

對政府機關首長之任免，應屬總統最基本之控制權 (註 27)。經由選任認同其政策之僚屬，給予指令，以及罷黜不能配合或執行其命令之官員，藉以達成其施政目標。

然而國會可經由立法，明定擔任特定職務者之資格條件、任期 (註 28)、解任事由，或限制機關決策成員屬同一黨派員額等，對總統之任命及解任權限，加以限制 (註 29)。其中，法律明定，聯邦準備體系決策機關之公開市場操作委員會，其 12 名成員中有 5 名係屬私領域之聯邦準備銀行代表，非由總統所任命，更是總統任命權之特例，在第 4 章會有較詳細說明。

關於總統對政府官員之解任權，聯邦憲法並無明文規定。一般而言，政治任命之官員雖得由總統隨時解任 (註 30) (serves at the pleasure of the President)，惟對於法律明定有任期保障之獨立機關官員，總統之解任權似乎受到限制，我們會在下章舉具體案例說明。

(2) 政策諮商 (Opinion, in writing)

聯邦憲法明定，總統對行政部門之重要官員，得要求其提出與職務—通常係法律所定該機關 (官員) 之職掌事項—有關之書面意見。因此總統要求行政機關決策前先行諮商，係重要控制手段。

過去 30 餘年來，此一控制手段由非正式而不拘形式之方式，演變為明顯之中央控制制度 (註 31)。自新政 (New Deal) 以來，美國總統要求機關官員於提出法案，或為法案作證前，應事先提報並向白宮 (註 32) 當面說明，俾機關間得彼此協調、化解歧見，並使法案與總統施政目標及計畫一致。1970 年代

起，尼克森總統要求聯邦機關於所訂定法規對國家經濟有顯著衝擊者，應於發布前向白宮提出經濟影響評估（Economic Impact Analysis）；雷根總統繼而要求各機關每年須就下年度法規計畫向其報告（註 33）；柯林頓總統則將此控制分為 2 部分（註 34）。其一（註 35），將各機關下一年度法規計畫列入白宮之法規議程（October Unified Regulatory Agenda），各法規草案內容須合於總統優先、效益成本評估、法律授權及公共利益等原則，並已考慮其他替代方案。該等法規草案內容經相關機關同意，管理及預算局審查無違上開原則，並經法規會議通過後，刊載於聯邦政府公報（Federal Register），供民眾及利害關係人之事先閱覽。其二（註 36），各機關預告法規草案前，應就草案內容向管理及預算局提出書面評估，於可能產生重大影響者，應另撰寫法規影響分析（Regulatory Impact Analysis），具體說明法規施行之成本及效益，並說明未採行其他可能替代方案之理由。法規草案經管理及預算局同意後，連同該書面評估，一起刊登公報預告，供公眾評論。其後之修正版本及定稿版本，亦同。（註 37）

上述控制手段，係總統以行政命令（Executive Order），要求或指揮行政機關採行配合之措施，以顯示其忠誠及政府部門之公信力，此固為憲法所賦予之權力範圍，惟當行政命令內容逾越行政權或與法律規定抵

觸時，法院判決亦不吝給予譴責（註 38）。

4. 控制機關（The White House staff）

上述總統以行政命令作為控制行政機關之手段，實際上經常係由白宮幕僚所發動。總統之控制機關包括副總統（註 39）、經濟諮詢委員會（註 40）、白宮顧問（註 41）、管理及預算局（OMB），以及資訊及法務局（Office of Information and Regulatory Affairs；OIRA）等機關。

管理及預算局 OMB 之前身為預算局（Bureau of Budget），與審計局係依據同一法律於 1921 年設立（註 42）。其主要職責，在於協助總統就聯邦機關之預算，向國會提出年度政府總預算案，以改變原先各機關個別向國會提預算案之作法。管理及預算局由總統指派主任一人及少數政治任命者督導，由於負責政府機關年度預算之統籌，其對於各機關職務運作甚為熟悉，因其法定職掌包括監督行政部門運作、協調機關間之共通事務及爭議之解決，並協助總統提出各項立法計畫等，其意見對於機關決策有實質之影響。

資訊及法務局 OIRA 主要職責，在於督導行政機關遵循行政命令第 12866 號，有關經濟影響分析及法規草案諮商事宜。此外，協調及督導各機關有關政府資訊政策，並執行聯邦政府電子化、資訊公開法有關事項。

（三）司法權－法院

1. 司法制度

聯邦憲法第 3 條第 1 項明定，將司法權限，歸屬最高法院及國會所指定或設立之其他法院（The Judicial Power of the United States, shall be vested in one supreme court, and in such inferior courts as the Congress may from time to time ordain and establish）。上述法院法官由總統經由參議院議員同意任命，係終身職。

眾所週知，美國司法體系承襲英國司法制度，屬普通法司法系統（common law judicial system），判例、上級法院先前對同類案件之見解，與憲法及法律規定，對於法院之判決，均有拘束力；對法律條文之解釋，亦深受先前有關判決之影響。其中，最高法院之判決，實質上產生對憲法之非正式修正，或創設法律規定之效果。

2. 司法審查

由於美國司法制度並未依審查或審判案件性質，區分行政法院及一般民刑法院。故於憲法架構下，法院與聯邦行政機關間之關係，在於個案審查時，釐清訴訟案件是否為聯邦行政機關依法行使職權之範圍，並就行政法明定行政機關有裁決權事項，進行司法監督。亦即，法律就影響民眾權益之程序或事項，授權行政機關予以裁量，並由法院對行政機關進行監督。

司法審查大致可分為法定審查（Statutory Review）及非法定審查（Non-Statutory Review）；前者係法律明定賦予特定法院對特

定事項進行之審查；後者係當事人於符合一定要件時，即得提請審查（註 43），但法律明定排除審查及法律授與行政機關全權決定（committed to agency discretion by law）之事項，不得提起司法審查（註 44）。

3. 法院審級架構

（1）最高法院（The Supreme Court）

最高法院由 9 位法官組成，審理上訴案件，採合議庭制。基於如此有限之審判編制（註 45），向最高法院上訴者，必須提出重要之法律理由，例如，下級法院對此類案件判決見解相互衝突等，該案件始有受理之機會。最高法院判決所持見解，對於全國法院及機關均有拘束力，惟其拒絕受理之案件，則並無拘束效力。

（2）巡迴法院（The Circuit Courts of Appeal）

最高法院之下，係依地理區域劃分（註 46）設立，各自獨立審理各該區域內所有聯邦司法案件之巡迴法院。除法律有特別或除外規定外，聯邦行政法各項爭議，當事人可自行選擇向華盛頓特區、其住所地，或事件發生地之巡迴法院，要求審理。

全國約有 170 位法官分配於各巡迴法院，以輪流由 3 位法官組成之合議庭，巡迴於各該區商業或法律中心審理爭訟案件，包括不服地方法院判決之上訴案件，及聯邦機關有關司法審查案件。

（3）地方法院（The District Courts）

全國分為 93 個司法區域，每區分別設置數個聯邦地方法院，目前配置約有 650 名法官，審理各類民刑事及司法審查案件。對行政機關之司法審查，不採陪審團制度，由法官選擇依法律規定自行裁判，或以其為聯邦事項非屬管轄範圍，不予受理。

(四) 小結

三、美國之獨立機關 (Independent establishments)

美國獨立機關自發展迄今，已有 120 年歷史，獨立機關總數共有數十個之多，惟美國聯邦憲法及行政法，並未對「獨立機關」之性質，有定義規定。其他與獨立機關有關規定，十分有限(註 47)。

依美國法典 (United States Code; 以下稱 USC) 第 5 篇 (Title 5) 第 104 條之規定(註 48)，獨立機關 (Independent establishment)，包括 (1) 屬行政體系 (非美國郵政總局或郵政費率委員會) 但非行政部門、軍事部門、國營事業或隸屬以上機關之部門，亦非獨立機關所屬部門；(2) 審計局 GAO。

依上述規定，美國之獨立機關屬行政體系，但非內閣或其他行政部門，並不受白宮之直接指揮。至於各獨立機關之組織、職權、人事及運作等事項，係由個別法律另予規定。

為進一步認識美國獨立機關，以下說明其由來、類型及與政府各部門間之關係。

由於聯邦憲法僅規定政府機關三種權力及代表之機關，於行政權並未規定實際執行各該職務之機關 (bureaucracy)，實際運作結果，聯邦行政機關乃由國會制定法律設立並賦予權限、由總統督導其依法律執行其職務，以及由法院確認其行為合於法律。

(一) 獨立機關之由來及類型

1887 年美國國會通過州際商務法，並依據該法律設立一兼具立法、司法及行政職權之機關-即州際商務委員會(註 49) (Interstate Commerce Commission)，為獨立機關之設立，揭開序幕。因其兼具三項政府機關之權能，且其決策人員之任免及職權之行使，不完全受制於總統之行政權，與聯邦憲法所揭諸之三權分立、權力制衡之架構顯有不同，立法過程引發極多爭辯，待下節詳述。

其後，聯邦政府為了因應社會急速之發展及變遷，分別於 1913 年設立聯邦準備理事會，1915 年聯邦貿易委員會(註 50) (Federal Trade Commission)，1934 年證券交易委員會(註 51) (Securities and Exchange Commission) 及聯邦通訊委員會(註 52) (Federal Communication Commission)，1935 年勞工關係委員會(註 53) (National Labor Relations Board)，1977 年聯邦能源管理委員會(註 54) (Federal Energy Regulatory Commission) 等

(註 55)，1980 年後數年間，於國會各會期多有獨立機關之法案或提案提出。

上述獨立機關統稱為 Independent Regulatory Commission (註 56)。依 Professor Geoffrey Miller 之定義 (註 57)，其性質 (characteristics) 包括 (1) 決策採合議制型態；(2) 決策成員為政治任命，惟同一政黨成員總數不得超過二分之一；(3) 就職掌事項得自行訂定各項規章 (broad rule-making authority)；(4) 採行正式紀錄之裁決聽證 (conduct on-the-record adjudicative hearings)；(5) 有調查權，並得聲請法院或自行採取執行行為；(6) 成員對機關主管事項領域具專業資格 (註 58)；(7) 總統對於決策成員解任權，受其任期保障之限制。

1970 年，國會又創設另一種不受白宮指揮監督，採首長制，首長為政治任命之獨立行政機關，學者稱為 Independent Executive Agency，其中又以環境保護署 (註 59) (Environmental Protection Agency；EPA) 為代表。依其建制，環境保護署職權具高度技術及專業之要求，其各項決定經常對產業及公眾生活品質有重大影響，故須避免政治干預，但要求高度透明化。

(二) 獨立機關之性質及定位

國會於制定州際商務委員會法或聯邦貿易委員會法等法律時，部分議員質疑，賦予該等機關得訂定管理規定 (註 60)、調查違規 (註 61)、認定事證並作成裁決、以機關名義

發布停止命令 (cease and desist order) 或提出告訴 (註 62)，且不受總統之行政監督，而上述權限均為一般行政機關所無 (註 63)，此種立法嚴重違背憲法三權分立之基本原則，此類機關行使職權時，將對民眾權益有所侵犯 (註 64)。

惟最高法院相關判決 (註 65)，似並未對上述違憲之說法，給予鼓勵。歸納其原因，約有下列數點：

1. 獨立機關行使上述權力，係以多數決議為基礎，不致成為獨裁，或違反正當程序 (denial of due process of law)。

2. 憲法三權分立之原則有其彈性，並非技術性的法律原理，不應率爾作為論述基礎。

3. 憲法三權分立，係規範憲法所賦予之三權，而不及於獨立機關所兼具之準立法 (Quasi-legislative) 準司法 (Quasi-judicial) 及行政權力。

4. 賦予獨立機關之職權，對於處理較具專業性或複雜度高之事項有其必要，並有益於公眾利益。

5. 獨立機關職權行使所為裁決，為司法審查所及，對其不正當行使裁決，仍有法律救濟途徑。(註 66)

上述最高法院認為獨立機關係混合 (blend；hybrid) 立法、司法、行政權之主管機關 (Administrative Agency)，與一般行政機關 (Executive Agency) 不同，似於聯邦

憲法三權分立架構下，創造出第四權。惟針對此點，最高法院判決見解，似又認為聯邦機關均應納入憲法三權分立之個別權力架構範圍內(註 67)。大法官 Miller, Sutherland(註 68) 分別於判決文表明，三權架構下，政府部門定位應確實釐清；如非第一、第二類，則當屬第三類。然則，大法官 Holms 認為，國會既創設州際商務委員會，賦予三項權力，似無必要、亦無可能依數學方式，精確切割出其屬性。

較為重要者，似應釐清此類機關與其他政府部門間之關係，以下將分述之。

(三) 獨立機關與其他政府部門之關係

1. 獨立機關與國會

茲依聯邦憲法授予立法權之監督機制，分別說明如下：

(1) 法律提案權

獨立機關首長固可以行政溝通方式，向國會相關議員提出立法建議，惟該建議提交國會之法案提案名義人，仍為各該議院之議員。故獨立機關經由行政溝通提立法建議之程序，與一般行政機關相同，惟就法案內容而言，獨立機關相關之法律或議案，與一般行政機關比較，似有下列差異：

(a) 國會以立法將特定事項授權獨立機關自行決定，提高其獨立性。(註 69、70)

(b) 國會透過立(修)法或共同決議，逕授權或要求獨立機關執行特定事項。

(c) 國會明定獨立機關決策成員之選任

資格及任期，並限制總統解任權之行使，以法定解任事由為限，提高其獨立性(註 71)。

(2) 預算案審查權

獨立機關之年度預算案，仍須經由國會之審查，其預算執行情形並受審計局之監督，此與一般行政機關相同；惟獨立機關預算數占聯邦政府總預算比例偏低(註 72)、部分獨立機關自有收入來源，並非全部以政府經費支應，而聯邦準備理事會作為獨立機關，其所需營運經費係由各聯邦準備銀行共同支應，並不列入聯邦政府預算案，凡此與一般行政機關略有不同。

(3) 列席報告及備詢義務

獨立機關建置考慮因素之一，在於避免行政權之干預，並相對加強對其立法監督。固然，行政部門因法案及預算案審查等事項，慣例均與國會有密切之聯繫，包括應邀出席公聽會、報告、作證等；而獨立機關相關之立法，更明確規範獨立機關決策成員應定期、或因應國會要求，於國會報告、提出各類書面報告、作證及備詢等義務。

2. 獨立機關與總統

作為行政部門之一員，獨立機關由於避免行政權干預之考量，與其他行政機關有下列不同之處：

(1) 總統任命權受限制：總統雖任命獨立機關決策成員，惟其任命對象須合於法律所訂定之資格條件(或無消極資格)，並遵守黨派比例之限制規定。

(2) 總統解任權受限制：由於憲法條文未明定總統之解任權，且獨立機關決策成員任命及任期等規定，與一般政治任命者不同，故獨立機關決策成員之解任，成為敏感問題。法律規定及法院判決之見解曾引起諸多討論，茲擇要說明如下：

I 國會可否以法律限制總統解任權之相關問題

雖然少數學者及判決主張，依憲法所賦予總統之任命權，及憲法明定總統應確保法律忠實執行之規定，總統之解任權係絕對之權力，不可以立法限制(註 73)，*Myers v. United States*, 272 U.S. 52 1926 即持此一見解。

惟多數主張及最高法院似均認為，個別法律對於獨立機關決策成員既有任期之規定，且明定其決策成員之解任條件，則總統僅得於各該法律所定之解任條件成就時，始對該獨立機關決策成員有解任權。其中，經常被引用之判決，係 *Humphreys' Executor v. United States*, 295 U.S. 602 1935。大法官 *Sutherland* 在判決理由中主張，國會得透過立法，限制總統對聯邦貿易委員會（美國獨立機關之一）委員之解任須有法定事由；至國會得以立法限制之標準，應視機關性質而定，*Myers* 一案有關總統之無條件解任權，僅適用於單純之行政機關官員（*purely Executive officers*），而不適用於這類兼具準立法及準司法權限之主管機關官員（*Administrative officers*）。

至於解任事由，則個別法律規定不同，通常雖列舉包括無效率、怠忽職守、不適任、行為不當，或有不法行為（*inefficiency, neglect of duty, incompetence, misconduct or malfeasance*）等，但亦有僅單純規定有正當理由（*for cause*）者。當法律未明定正當理由之範圍時，總統可否以獨立機關不遵守其所頒定之行政命令而解任其決策成員，特別是主事者，便即可能成為爭議話題。

II 解任程序

除解任事由外，部分法律尚明定解任程序，1938 年之國家勞工關係委員會法明定，解任須先通知並經聽證程序（29 USCA §153 (a)）。於 *Shurtleff v. United States* (註 74) 一案，最高法院即認為，通知及聽證是解任之必要程序，用以認定被解任者是否有法定事由。經總統依此程序予以解任者，為貫徹三權分立原則，法院應無行使審查權餘地。

(3) 總統行政命令（*Executive Order*）效力受限制：前曾述及總統可下達行政命令，要求行政部門配合或遵循辦理，其中行政命令 12866 號，明令機關應將下一年度法規計畫，列入白宮之法規議程，並受行政審查及與其他機關協調之事項，即未包括獨立機關在內(註 75)。

(4) 預算之行政審查權受限制：政府年度預算於送交國會審查前，應先提交行政審查，以確定並協調政府施政之優先順位。獨立機關之預算案雖經由總統向國會提出，惟

法律明定，部分獨立機關預算案並不受行政事先審查之限制。

3. 獨立機關與法院

法院對於獨立機關之司法審查權範圍，大略可分為對獨立機關決定之實質內容（conclusions and findings）及其程序要件（methods and procedure）之審查。

實質內容審查部分說明如下：

（1）對於法律授予行政裁量權（Administration Discretion）之事項，係政策問題（Question of Policy），無司法審查權，否則即有悖權力分立原則。Federal Radio Commission v. General Electric Company 一案，最高法院拒絕受理聯邦電信委員會對於核可或更新電台執照案件之審查，其理由為法律明定授予該委員會以公共便利、利益及必要性，作為核可或更新執照之條件，則該委員會所為執照之核可或更新，係單純之行政行為（purely Administrative Function）。

（2）獨立機關對於法令之解釋，係法律問題（Question of Law），屬司法審查範圍。著名案例 Shreveport case，州際商務委員會依法律之授權，以德州政府所定費率遠低於合理費率為由，下令德州鐵路局停徵州政府課征之運費。由於此一命令是否為法律授權，有無逾越授權範圍係法律問題，應受司法審查。

（3）獨立機關所訂定規定是否為法律授權，係法律問題，仍屬司法審查之範圍。著

名案例 Gratz case 1920，聯邦貿易委員會法授權該委員會對「不公平之商業競爭行為」有調查及發布停止命令（cease and desist order）之權力，該委員會認為其對「不公平之商業競爭行為」之界定有決定權，最高法院認為該法律對於所稱「不公平之商業競爭行為」並無定義，且並無授權聯邦貿易委員會訂定，法院判決始有最終決定權。

（4）獨立機關認定之構成事實（constitutional facts）及管轄事實（jurisdictional facts），屬法律問題，亦為司法審查範圍。前者如 Prentis v. Atlantic Coast Line 1908，最高法院認為，鐵路公司權利有無受損，端視對其財產價值、擬定費率、得收取數額及兩者間之比例等事項之評估，此等事實應受法院之審查；後者如 Crowell v. Benson 一案，最高法院認為，法院對於獨立機關認定是否為其職權範圍之事實認定，有審查權。

程序部分審查說明如下：

獨立機關作成決定之方式及程序是否合於規定，亦為司法審查之範圍。獨立機關行政行為須合於正當程序（due process of law），並應遵循法定程序要式（follow all statutory mandates as to procedure），即使法律授權獨立機關訂定程序規定，該等規定亦應嚴格遵循，並屬法院審查之範圍。

由於對行政行為之司法審查範圍，除特定事項外，憲法或法律並未有明確之規定，上述依實務運作所歸納之原則，於個別案件

認定有時而窮。故司法審查對個案仍保留彈性，其最高原則即保護個別權益，於因機關或官員之行政行為受到損害時，作為請求救濟之途徑。

（四）小結

美國獨立機關制度之形成及運作，隨其法律規定及法院判決之補充，日趨成熟。至於獨立機關與一般行政機關之差異，隨著美國行政法體制日趨完備，各類聯邦政府行政法律，包括行政程序法（Administrative Procedure Act）、資訊自由法（Freedom of Information Act）、隱私權法（Privacy Act）法、政治獻金法（Government in the Sunshine Act）等，相繼制定施行，對於行政機關及獨立機關，原則上係一體適用而無區別。再由於獨立機關雖係合議制組織，但其仍係官僚

體系之一部門，故有關人員進用、預算支出、甚或訂頒法令等，均與一般行政機關相同，或仍須與其他行政部門協調，故有部分學者主張獨立機關與一般行政機關之差異並不顯著（註 76）或無區分必要（註 77）。但下列差異仍得注意：

1. 部分法律明定，賦予獨立機關具有職掌事項之決策權，故獨立機關並非僅執行法律或既定政策；惟該授權之法律亦相對要求其決策之透明化，並明定對獨立機關決策權相應之監督機制。

2. 法律明定賦予部分獨立機關於擬定法律案、預算案，提交國會審議前，甚或於國會之證言，無先提經總統或其他行政機關審查之義務（註 78）。

四、獨立的聯邦準備理事會

美國聯邦準備體系（The Federal Reserve System; 以下簡稱 FED），係國會於 1913 年以法律設立，並依法授與貨幣政策決策權，使其透過對貨幣供給額之控制，影響金融市場資金狀況，達到低通貨膨脹、低失業率，以及調節金融市場利率之制度。聯邦準備理事會係 FED 之重要組織，並為獨立機關。

FED 之法律依據，為 USC 第 12 篇第 3 章聯邦準備體系（Title 12 Chapter 3 Federal Reserve System）第 221 條以下，法律通用名稱（Popular Name）為聯邦準備法（Federal

Reserve Act）。

前已述及，聯邦行政法並未對於獨立機關之性質（characteristics）加以定義，或為總則性規定，而係透過個別法律逐一規範。為說明聯邦準備理事會作為獨立機關之特性，特先依法律條文，分別就 FED 組織架構、職掌事項、法律提案、人事制度、財務等說明其獨立性，為便利參閱，將相關條文標示於括弧內。

（一）組織架構及特色

1. 組織架構

FED 組織包含 4 個公私機關（構），此項設計係基於其形成之特殊背景，兼顧聯邦與各州權限之均衡，並藉此避免因中央集權而影響其獨立性，分述如下：

（1）聯邦準備理事會（The Board of Governors of the Federal Reserve System；下稱聯準會）

位於華盛頓特區，由 7 位專任理事組成（註 79）。理事由總統提名，經諮詢參議院及三分之二參議員同意後任命；聯準會係聯邦獨立機關，屬公領域部門。理事除因正當事由經總統解任（removed for cause）外，任期 14 年，採任期交錯制，每 2 年輪流退任一位；理事出缺時，其繼任理事任期，至原理事任滿為止；任滿 14 年者，不得再連任。理事任職期間，不得兼任其他銀行、銀行機構及信託公司職務，或持有其股份，亦不得擔任國會議員。

總統於 7 名理事中提名 1 位，經參議院同意後，擔任理事主席（Chairman），對外代表聯準會；另 1 位擔任副理事主席（Deputy Chairman），任期均為 4 年，期滿得再連任。（USC 12 §241、242、245、303）理事主席對聯準會、FOMC 有關貨幣政策之決議，以及聯邦準備制度之運作，有極大之影響力，歷屆理事主席之任命，均極受全國及國際金融界之矚目。

（2）12 家聯邦準備銀行（Federal Reserve Banks，下稱準備銀行）

聯準會依法將美國領土（含阿拉斯加州及夏威夷州），劃分為 12 個聯邦準備區（Federal Reserve Districts，簡稱聯準區），各區設立 1 準備銀行（註 80）。

準備銀行由聯準區內之聯邦許可銀行出資設立，由其董事會督導，屬私領域部門。準備銀行董事會成員 9 名，任期 3 年，分為 ABC 三類，每類 3 名；class A 由會員銀行選出，並為會員銀行代表；class B 由農工商業、勞工及消費者代表選出，代表公眾利益；class C 由聯準會選任農工商業人士出任，亦代表公眾利益，且不得擔任任何銀行之職員、受雇人或股東，亦不得為國會議員。（USC 12 §222、301、302、303）

（3）聯邦公開市場操作委員會（the Federal Open Market Committee；以下簡稱 FOMC）

係聯邦準備體系貨幣政策決策單位，其成員共 12 位，包括聯準會理事 7 位，紐約準備銀行總經理，以及每年由其餘 11 家準備銀行分成 4 組輪流（by rotating）擔任委員之總（資深副總）經理 4 位（註 81）（USC 12 §263）。

FOMC 會議由聯準會理事主席召集，紐約聯邦準備銀行總經理擔任副主席，每年至少於華盛頓特區舉行 4 次會議，討論各州、全國及國際有關經濟、金融情勢，並對於聯邦準備體系將採取之貨幣政策及措施，經由投票結過，作成決議。各準備銀行即依

FOMC 之指示及規定，從事及進行本法所規定之交易或操作（USC 12 §263）。

實際運作結果，FOMC 每年定期召開 8 次會議，除聯準會 7 位理事外，12 家準備銀行總經理（或資深副總經理），均參與會議並報告各該準備區域各項經濟金融狀況，惟僅當年度輪值之準備銀行代表，具有投票權。FOMC 會議議程於前一年度對外公布，其議事錄（Minute）於該次會議結束後 6 週內公布；至委員發言紀錄（Transcript），則於 5 年後公布。

（4）聯邦諮詢委員會（Federal Advisory Council）

由 12 個準備銀行董事會於各該準備區選任代表 1 人共同組成。每年於華盛頓特區舉行會議至少 4 次，通常因聯準會之邀請而召集。委員係每年選出，如有出缺，仍由該缺額代表所屬準備銀行推舉，任期至出缺者任滿為止。委員之職權，包括就一般商業狀況與聯準會理事交換意見、就其所屬聯邦準備銀行董事會職權有關事項，提出書面或口頭說明，以及對其所屬聯準區之貼現率、重貼現率、準備狀況、公開市場操作業務等事項，提出建議（USC 12 §261、262）。

2. 組織架構之特色

上述組織兼顧獨立性及權責化（accountability）（註 82），分析如下：

（1）聯準會理事任期為 14 年，遠長於總統及國會議員任期，其任滿一屆者，不得

連任，有助於增加獨立性。正副理事主席任期 4 年，且得連任，獨立性程度雖不如前者，但每 4 年對正副理事主席重新提名及行使同意權，係總統及國會對聯準會之重要監督，透過理事主席之任命，可對聯準會運作發生作用，加強其權責化。一般正常狀況下，每屆總統僅得任命一位理事主席及 2 位理事成員（註 83），惟總統於其 4 年任期內，極有可能須與上屆總統所任命之聯準會理事主席及其他理事共處，故對理事成員變動及合議制結果之影響，似尚屬有限。

（2）FOMC 為貨幣政策決策單位，其成員包括聯準會理事 7 人（公領域），以及準備銀行之代表 5 人（私領域）。此項設計除使貨幣政策兼顧地方（各州）經濟利益，避免過度中央集權外，由於各準備銀行代表均非總統任命，其參加為貨幣政策之決策成員，可中和因聯準會理事為政治任命，造成行政及立法權對貨幣政策決策干預之程度。惟此項設計使未經政治任命者參與決策，被質疑為不符責任政治原則且違憲，曾數度經參議員向法院提起訴訟。法院認為 FOMC 係依法律規定組成，係立法部門經由反覆辯論後基於衡平獲致之決議，屬立法權範疇，無違憲問題，均予駁回（註 84）。

（3）各準備銀行之董事會及聯邦諮詢委員會成員，包含銀行業、農工商業及社會公益之代表，提供相關行業及公眾參與聯邦準備制度及表達意見之管道，亦形成 FED 組織

架構之一項特色。

(二) FED 職掌事項之獨立性

聯準會及 FOMC 法定職掌事項，為維持與長期經濟成長所增產量相當之長期貨幣及信用總計數，以有效增進就業率、穩定物價及適度 (moderate) 之長期利率等目標 (USCA§225a) (註 85)。

上述規定僅明定 FED 之經營目標，至於為達成其目標，FED 可自行決定採取多種法定貨幣政策措施，包括調整融通利率、存款準備率及進行公開市場操作等；而此等措施之決定及施行，毋庸經過總統或國會許可。亦即，貨幣政策之目標及工具，雖由法律明定，但選擇以何種法定工具達成目標，則由決策成員依其專業全權議定；一般所稱貨幣政策之獨立性，即指此而言，論者有謂此係手段上之獨立性 (instrument independence) (註 86)。

由於 FED 貨幣政策目標涵括三項要素，部分學者曾質疑此三項目標其實互有衝突，特別於過渡期間 (time inconsistency)，貨幣政策可能傾向於經濟景氣之復甦，提高就業率，而以較高之通貨膨脹率為其代價 (trade-off)，故認為貨幣政策應以維持物價穩定為目標，而不應企圖達成提高就業率或其他經濟目的。持相同看法之學者認為，貨幣政策目標與央行獨立性密切相關，以物價穩定為貨幣政策之唯一或最優先目標者，其獨立性較高 (註 87)，FED 貨幣政策有多重目標，論

者有謂此不免影響其獨立性。

其次，貨幣政策目標與財政政策有時發生衝突。一般而言，行政部門為預算或赤字控制考量，傾向於降低政府舉債之成本、費用，特別是戰爭期間，軍費支出甚高，會要求央行配合降低利率，甚或對政府借款或給予融通。貨幣政策於國家遭逢特殊狀況時，因應行政部門之財政需求，通常有與一般時期不同之考量。

(三) 法案提案及訂頒法規之獨立性

1. 法制獨立之相關規定

固然，依美國聯邦憲政運作慣例，聯邦機關之法案，形式上係經由行政溝通方式，由參、眾院議員以其自己之名義，向所屬參、眾議院提出，聯邦各行政機關並不於法案具名。而基於行政監督考量，聯邦機關之法案或法規命令草案，慣例上先提交總統辦公室，經管理及預算局 OMB，以及資訊及法務局 OIRA 審查或協調。獨立機關法案於經由行政溝通程序提交國會審查前，須否事先經由總統或其他行政部門之審查或協商，似係獨立行使職權之重要指標之一。

依法律規定 (USCA 12 §250) (註 88)，任何聯邦機關或官員，均不得要求聯準會或 FOMC 於向國會提出立法建議、證言或評論之前，先經該機關或官員之許可、評論或審議。準此，聯準會及 FOMC 職權有關之法律案，不必經由總統或總統指定部門之事先許可或審查，亦無須與其他行政部門協調，此

係聯準會獨立性之重要規定之一(註 89)。

再者，法律亦明定(USCA 5 §807)(註 90) 聯準會及 FOMC 所訂定，涉及或為執行貨幣政策事項之各項規章(Rules)，毋庸經國會審查或行政機關之審查。

2. 立法建議提出及國會審查之實務

上述規定之實際執行情形，可分就立法建議提出階段及國會審查階段加以說明。

FED 職掌事項大略可分為數類，包括貨幣政策之制定及執行、金融監理(對金融控股公司及其會員銀行等)、支付系統之經營及管理，以及涉及信用及金融業務之消費者保護事項等。其中，貨幣政策有關事項，涉及與之有關之立法建議、政策決議及執行、相關法令之訂定，均排除行政部門，包括白宮及聯邦機關之事先審查。

有關金融監理、支付系統或消費者保護等有關立法建議事項，聯準會則視個別實際需要，主動邀集相關機關會商。其所擬訂之金融監理或消費者金融保護之法規草案，雖無須於前置作業階段，依前述之總統行政命令 12866 號，辦辦法規影響評估，惟於依行政程序法預告時，仍依該行政命令，與管理及預算局 OMB 及資訊及法務局 OIRA，進行有關法規草案之聯繫及協商。(註 91)

至於 FED 立法建議，不論係貨幣政策有關或其他立法建議，經提案後在國會審查之實際情形，據聯準會法律部門相關人員表示，於聽證階段(重要法案都有公聽會)，

除 FED 理事主席及相關人員應邀至參、眾議院作證或聽證外，其他聯邦機關，包括財政部在內，如與聽證法案有關者，國會議員亦可邀其派代表參加；其他聯邦機關亦可寫信給國會議員，表達對與 FED 有關法案規定之看法。然於法案審查階段，則係參眾議院各委員會之議員，進行審查、討論及表決。

(四) 人事制度獨立

聯準會依法得僱用律師、專家、助理人員、文書或其他執行聯準會業務所需要之人員(12USCA 3§244、248(1))。上述人員之雇用、薪資、離職及相關支出費用，均依聯準會所訂定之規定或標準，個人之薪資及相關費用，由聯準會事先核定，並依同一方式支付。

為吸引、激勵及留住經濟、金融及法律等各業菁英加入，聯準會對於職員之薪資及獎金，分別訂有如下之章則：

1. 職員薪資標準(Compensation Guideline)：規範包括新進人員薪資標準、績效評定及薪資晉級比率、升降級之敘薪及特別調薪因素等。

2. 職務加給及獎金制度(Alternative Pay Programs)。

3. 加班及假日工作給付辦法(Premium Pay for Overtime and Holidays)。

4. 非志願離職給付(Severance Pay)。

5. 特殊績效獎金辦法(Special Achievement Awards Program)。

6. 績效管理制度 (Performance Management Program)。

聯準會中職務與貨幣政策有關者，均屬經濟學家，也是聯準會與經濟學界間之橋樑。自 1960 年代起，聯準會即利用財務上之彈性，以優厚薪資及工作條件，吸引學界及政府菁英加入，成效顯著。以 1969 年至 1981 年間為例，約有 53% 職員，係該國排名前十或十一名大學之經濟系博士。聯準會因人事制度之獨立性，得以吸引優秀人才加入，並成為該準備制度之重要資產。

(五) 財務上之獨立性

聯準會財務之獨立，係由於其各項經費之來源，由各準備銀行每半年依聯準會所訂定應負擔之比率，向聯準會繳付，而非由政府以預算撥款 (12USCA§243)。由於聯準會經費自籌，無須向白宮及國會提報預算案，得以避免因預算案之審查，對聯準會或 FOMC 相關之決議或措施，予以干預。其他獨立機關，雖有少部分預算案之提出，免報經行政系統之預先審查，但與聯準會無須提報預算案相較，其財務獨立程度，則仍有差距。

聯準會財務獨立另一項重要制度，即法律就聯準會對政府之融通，有明文限制規定。於第一次世界大戰時，FED 貨幣政策亦曾受限及配合行政部門之要求，並直接承購政府債券。1935 年，法律明定 FED 僅得於公開市場買賣政府債券，不得於發行時認購，

或給予政府墊款。第二次大戰期間，FED 配合政府財政支出，將利率固定於較低水準，以減少政府資金調度成本。於 1951 年經由參議員折衝，財政部門與 FED 官員達成協議，FED 貨幣政策無義務配合政府債務而固定利率水準，惟雙方將建立協商機制，以因應必要狀況。

與聯準會財務有關之規定，尚包括盈餘繳庫及稽核、審計事項，說明如下：

1. 準備銀行應將股利分配後之盈餘，轉由聯準會以解繳國庫。法律明定，FED 於 2000 會計年度應繳盈餘數額為 37 億 5200 萬元 (註 92)，並由聯準會決定各準備銀行應繳之數額 (12USCA§289 (b))。據了解，國會僅偶而將 FED 應繳庫金額，明定於法律中，且因法定繳庫金額均遠低 FED 實際繳庫數額，一般認為並未對聯準會運作造成影響或干預。

2. 聯準會每年應責由獨立稽核，稽查準備銀行及聯準會之財務狀況 (12USCA§248b)，屬 FED 內部控制事項。

3. 國會對行政權之控制機關—審計局—稽查對象亦包括聯準會及準備銀行在內 (註 93)。但其對聯準會及準備銀行之稽查，不得涉及貨幣政策有關之商議、議決或執行措施，包括貼現窗口操作、準備金提存、存款利率或公開市場操作等事項 (31USCA§704)。

(六) 與其他獨立機關相同之特性

聯準會既為獨立機關，法律所賦予之權

限，除上述外，尚包括其他獨立機關所具備之權限，例如得以聯準會或 FOMC 名義擔任訴訟當事人，得就職掌事項自行訂定管理法規，得以聯準會名義，對違規者為強制執行等。

(七) 獨立程度之比較

茲依上述標準，比較聯準會與其他獨立

機關及行政機關（以財政部為代表）於組織及運作上獨立程度之差異，作成下表。值得注意的，於法律所定聯邦準備制度之法定目標範圍內，以聯準會為主之聯邦公開市場委員會有貨幣政策決策權；其他獨立機關及行政機關則未必有獨立決策權：

機關名稱	機關屬性	組織態樣	法案是否提經 白宮審查	預算須否提經國 會審查 (註94)	人事權是否 獨立 (註95)
聯準會	獨立機關	委員會制	否	否 (財務自主)	是
商品期貨交易委員會 Commodity Futures Trading Commission	獨立機關	委員會制	否	是 (惟無需經行政 審查)	無規定
農業信用局 Farm Credit Admission	獨立機關	首長制	無規定	是	否
消費者產品安全委員會 CPSC Consumer Product Safety Commission	獨立機關	委員會制	否	是 (惟無需經行政 審查)	否
聯邦選舉委員會 Federal Election Commission	獨立機關	委員會制	否	是 (惟無需經行政 審查)	否
聯邦住宅融資委員會 Federal Housing Finance Board	獨立機關	委員會制	否	是	否
聯邦貿易委員會 FTC Federal Trade Commission	獨立機關	委員會制	無規定	是	否
證券交易委員會 SEC Securities and Exchange Commission	獨立機關	委員會制	否	是	否
國際貿易委員會 United States International Trade Commission	獨立機關	委員會制	無規定	是	否
環保署 EPA Environmental Protection Agency	獨立機關	首長制	是	是	否
財政部	行政機關	首長制	是	是	否

五、聯準會與其他政府部門之關係

獨立性甚高之聯準會，與其他政府部門之關係，特別是與其權責化有關之制度設計，是重要探討議題。聯準會內部曾就 FED 於聯邦政府機關之地位作專題研究 (註 96)，本文嘗試於本章各節略加以分析。

(一) 聯準會與國會之關係

聯準會與國會關係最為密切者，主要係參議院之銀行、住宅及都市事務委員會 (Committee on Banking and Housing, and Urban Affairs of the Senate) 及眾議院之銀行及

金融服務委員會 (Committee on Banking and Financial Services of the House of Representatives)。此外，聯準會財務除與貨幣政策有關者外，亦依法受審計局之稽查。

國會對於聯準會之監督主要包括

1. 法案之提出與審查

本項係國會對聯準會最基本而有效之監督方式。與聯準會有關之法案，除聯準會自行向國會提出者外，國會議員亦經常自行或連署，提出與聯準會有關之法案。依國會統計資料，於 1979-90 年之國會會期間，共有 200 個與聯準會有關之法案 (Bills)、307 項提案 (Proposals)。各該法案總計涵括 56 項議題，其中法案連署議員較多之主要議題包括：對貨幣政策目標範圍或授權事項之修正 (註 97)、決策程序權責化之加強、總統及行政部門影響程度之增減、聯準會組織架構民主化之加強 (democratizing) 及 FOMC 成員之改組等。

2. 要求聯準會理事主席定期至國會報告或列席聽證

聯準會理事主席應每年各 2 次，或應邀請，分別出席於參、眾議院相關委員會，就聯準會及 FOMC 有關貨幣政策之行動、措施或計畫，進行聽證；並於聽證同時，就貨幣政策、經濟發展、未來各項經濟事務有關展望，提出書面報告 (12U.S.C.A§225a)。

除貨幣政策有關事項外，聯準會依法律規定應向國會遞交之年度報告 (annual re-

port) 包括：

(1) 信用機會平等法報告 (15U.S.C.§1691f)。

(2) 聯準會年度業務報告，包括理事會之內部預算審查 (budget review) 資料等 (12U.S.C.§247)。

(3) 聯準會及 FOMC 政策及執行情形詳細紀錄之報告 (12U.S.C.§247a)。

(4) 聯準會依社區再投資法應執行事項之報告 (12U.S.C.§2904)。

(5) 聯邦存款保險法有關行政事務之報告 (12U.S.C.§1817 (j) 14)。

(6) 聯邦貿易法有關防制銀行不正當交易或詐欺行為之報告 (15U.S.C.§57a (f) (7))。

(7) 國際銀行法要求之報告 (12U.S.C.§247note)。

(8) 誠實借貸法規定之報告 (15U.S.C.§1613)。

聯準會依法律規定應向國會遞交之其他定期報告 (periodic report) 包括：

(1) 行政程序法有關機關主要法規 (major rules) 草案送交國會審查之報告 (5U.S.C.§801)。

(2) 電子化政府法之報告 (44U.S.C.§3501notes)。

(3) 經濟成長及文書管制減輕法之報告 (12U.S.C.§252)。

(4) 電子資金移轉法規定之報告 (15U.

S.C.§1693p)。

(5) 緊急貸款保證法規定之報告 (15U.S.C.§1851)。

(6) 聯邦存款保險公司改善法有關之報告 (12U.S.C.§1831n (c))。

(7) 聯邦資訊安全管理法規定之報告 (44U.S.C.§3545)。

(8) 聯邦準備其他定期報告 (12U.S.C.§225,225b,347b (b))。

(9) 資訊公開法規定之報告 (5U.S.C.§552 (e))。

(10) 政府績效評定法規定之報告 (31U.S.C.§1115,1116)。

(11) 房屋貸款揭露法規定之報告 (12U.S.C.§2807)。

由上述聯準會自行整理資料，聯準會就其職掌應向國會提交之書面報告，有 20 種之多。此外，尚有依法律與財政部或其他機關共同出具之書面報告數種。此亦為國會對聯準會重要監督機制。

3. 對聯準會成員同意權之行使

本項權力雖係處於被動狀態，惟由於參議員任期 6 年，至少有 1 次機會，對理事主席及副理事主席之任命，行使同意權；至少有 3 次機會，對理事之任命，行使同意權；於總統與國會多數黨分屬不同黨派時，此項同意權之行使，更有其影響力 (註 98)。故同意權之行使，亦有一定程度之監督效果。

4. 對聯準會財務之查核及主要法規草案

之審查

聯準會雖財務自主，其預算由理事會審定，國會並無審查其預算權限，但其財務收支情形，除法定豁免事項外，仍應受審計局之查核；其所擬訂主要法規草案，除涉及貨幣政策者外，仍應報送國會，並先經審計局之審查。此部分監督未涉及貨幣政策，似與國會對一般行政機關或其他獨立機關之監督相同。

國會可經由各種不同手段，諸如議員信函、演講、聽證會、委員會共同決議、法案提出等，表達對貨幣政策之意見；國會對聯準會貨幣政策之監督 (oversight) 與干預 (direct involvement)，有時交錯並行。過去數十年間，特別是經濟景氣較差或利率水準甚高或上升時，國會企圖透過以立法或決議方式，直接指揮貨幣政策之情形，更為明顯。1975 年，參議院通過共同決議 (Concurrent Resolution 133)，要求 FED 降低長天期利率，並採行寬鬆貨幣政策，以刺激景氣復甦，FED 官員並須參與國會定期舉辦之有關貨幣政策之聽證會。迨至 1982 年，42 位民主黨參議員決議，要求 FED 致力降低利率，以促進經濟成長，降低失業率；該年底該黨眾議員通過之續行決議，則僅要求 FED 應注意抑制通貨膨脹，實質上將貨幣政策裁量權交由 FED 主導。

理事主席與國會之關係，尤受矚目。理事主席列席國會報告、作證、參加聽證等次

數，於 1980-89 年間，約每年 15 次；1990 年起，增加約 20 次；2000 年間為 25 次，其中 7 次與貨幣政策有關。其餘理事列席國會之頻率，近年來約為 18 次至 22 次之多。國會議程以外，議員與聯準會官員間之會談，則多屬對金融法律草案或金融管理有關問題交換意見。聯準會之幕僚，間或應邀對於銀行、消保、社區再投資等有關法律草案之訂修，提供技術援助。

（二）聯準會與總統及其他行政機關之關係

總統為聯邦行政首長，聯準會既為行政部門之一，則總統與聯準會之關係即深受矚目。前聯準會理事 Mr. Andrew Brimmer 即曾撰文，探討總統對聯邦準備制度之控制（註 99）問題。

依法律之規定，總統與聯準會最重要之關係，即對於聯準會理事主席、副理事主席及其他理事之任命及解任。總統對於貨幣政策發生影響之最有效途徑，即選任認同並配合其政策之理事主席，並撤換不配合之聯準會成員。據 Mr. Brimmer 之觀點，總統與聯準會對於貨幣政策之意見時有衝突，自聯邦準備制度成立以迄其文章發表期間，14 位總統（自威爾遜總統至老布希總統期間）除柯立芝及福特之外，均曾對 FED 貨幣政策發表評論或加以批判，意欲將貨幣政策納入總統影響力所及範圍，並以任命權之行使達到其目的。1970 年尼克森總統提名伯恩斯（Arther Burns）取代任滿之馬丁（William McChesney

Martin）；1978 年卡特總統任命米勒（William Miller）取代伯恩斯；1987 年雷根總統任命葛林斯班（Alan Greenspan）為理事主席等是。

持相反觀點者，華盛頓大學教授 John T. Woolley 認為 1965-82 年間，FED 貨幣政策決策，仍以支持聯邦最高行政首長總統之意見居多（註 100），其理由包括聯準會與行政部門高階人事（特別是經濟學者）之交流、經常且密切之互動、及因此對問題之達成共識（註 101）。故總統與聯準會間如有政策歧見，通常都極力溝通化解，且聯準會與行政部門之官員，均屬於主流（mainstream）立場，並共同承受政策之成敗責任（in the same boat），即便政策上不能完全一致，亦不致有公開衝突之情形。

舉例而言，艾森豪總統設立經濟成長及穩定資訊委員會（ABEGS），成員包括聯準會、經濟諮詢委員會首長及部分閣員，以為政策諮商之論壇。甘迺迪總統任內，就財經問題之解決所須部會間之聯繫協調，設置 Quadriad 機制，由經濟諮詢委員會 CEA、管理及預算局 OMB、財政部及聯準會首長，定期集會；首長以外其餘人員亦經常有電話聯繫、餐會、跨部門小組等之交流，增進部門間政策之和諧。現在聯準會、財政部及經濟諮詢委員會間，仍有定期之聯繫或跨機構間之主題會商機制，交換貨幣政策以外之其他共同關切問題。此外聯準會理事主席、證期

會主任委員、財政部長以及商品期貨交易委員會主任委員，擔任總統之金融市場工作小組（Working Group）之共同成員，經常就金融市場所發生或重要之問題，交換意見。

"選舉"似乎為中央銀行貨幣政策與總統可能產生衝突之主要原因。雖然絕大多數研究之結論，現任總統競選連任者，偏向以刺激經濟景氣之手段營造經濟榮景，以達到勝選目的；選後則採行緊縮政策，以消除通膨之損害，此種理論即所謂政治景氣循環（Political Business Cycle: PBC）。在美國而言，儘管行政部門常認為 FED 所採行之貨幣政策偏於溫和，未能盡速達到預期效果，但除極少數證據外（註 102），選舉期間 FED 貨幣政策似均盡量避免採行明顯之措施，並以穩定為最高考量，以免中央銀行與政治相互牽扯。而依 Pro. John T. Woolley 對 1955-77 年 FED 重貼現率及存款準備率變動之觀察，他認為選舉年（雙數年）期間貨幣政策似傾向於寬鬆，而非選舉年（單數年）則趨向於緊縮；聯邦基金利率（Federal Fund Rate）之年度變動率，於總統選舉年為 0.819，於非選舉年為 0.892，似顯示 FED 貨幣政策對選舉因素並未全然置之度外（indifferent to what is going on），僅盡量避免捲入其中。

綜言之，總統對聯準會及 FED 之貨幣政策，雖無法律上之指揮權，但作為最高行政首長，透過政治資源之運作及安排，似並非完全無影響作用，主要端視總統行事風格而

定（註 103）。再者，行政部門與聯準會間之關係，雖無法律明文之規範，但就涉及管理或參與國際經濟事務之事項，其彼此之聯繫則更為密切。故 FED 於貨幣政策之獨立性，與其與總統或行政部門間之關係似可併行不悖。

（三）聯準會與法院之關係

聯準會居於獨立機關之角色，其所採取措施或行為，屬司法審查範圍，聯準會並以自己名義，擔任訴訟之一造。實務上與聯準會或 FED 有關之司法案件似不多見，除前所述及參議員以 FOMC 部分成員未經總統提名經由參議院同意任命，以之為違憲（註 104），提請司法審查外，其他案例包括民間機構以聯準會所頒訂法令逾越法律授權（The Board did not act within its statutory authority in defining "Bank" as it did），對之提起司法審查（註 105）。

較為重要者，貨幣政策係法律明定授權 FOMC 決行（committed to agency discretion by law），依行政程序法規定（U.S.C.A. 5§701），不受司法審查，此項原則並經法院判決確認（註 106）。故依美國聯邦法律規範架構，FED 對貨幣政策具完全之決定權（Discretion），免受立法、行政及司法之審查。

（四）其他權責化配套機制

除上述國會及司法院之監督外，聯邦準備體系貨幣政策決策機構 FOMC 會議議事錄（Minute）及紀錄（Transcript）之定期公布，亦係聯邦準備體系決策透明化、接受各

界檢視之重要權責化措施。原則上，FOMC 一年舉行 8 次定期會議；必要時，召集臨時會議。自 1996 年起，FOMC 定期會議（常會）時間，均於年度之初公布，其議事錄則於下次定期會議之前公布；自 2005 年起，定

期會議議事錄公布時間，提前至會議議決之日起 3 週內為之。至於詳細會議紀錄，則以年度為期，於滿 5 年後，始對外公布該年度各次會議之會議紀錄。

六、結 論

（一）為避免獨立機關遭受干預，影響其功能之發揮，在制度設計上固賦予其較一般行政機關更多之決策權限，以致產生所謂“第四權”之比喻。惟深入探討，民主國家三權（五權）分立之基本架構，並未因獨立機關之設置而發生變更。獨立機關在憲政體制下，仍屬行政權之一環（註 107）。

（二）惟為達成設置獨立機關之目的，獨立機關在行政體系內，或與立法、司法體系，仍產生有別於一般行政機關之關係。就我國中央銀行而言，於其完成獨立機關之建置後，其與行政院、立法院及司法院間，將產生下列關係：

1. 中央銀行不列計為行政院所屬機關；其總裁非內閣閣員，毋須參與內閣之政務運作及行政院院會。惟如涉及中央銀行政策或業務之議題，或不影響央行獨立行使職權，而基於機關間溝通聯繫之必要，仍得依行政

院之邀，列席院會或參加院內其他會議。

2. 央行總裁毋須隨同行政院長列席立法院提出施政報告並備總質詢。但立法院院會或有關委員會邀請央行總裁前往報告掌理之政策或業務時，得列席報告，並接受立法委員就其業務績效所提出之質詢。

3. 央行決策不受行政院或其他機關之指揮監督；央行因行使職權，對個案所為處分，受行政法院之適法性監督。

4. 中央銀行具有貨幣政策決策權。此項決策權之行使，應以國家整體利益為考量，由理事會依其專業全權決定，不受行政及立法部門之指示或干預；中央銀行應就其決策及執行成效，定期公布工作報告，以供公眾及輿論監督，作為現行工作考成之替代機制。

5. 中央銀行主管之法律，係其職權行使之基礎；於立法院審查前，應免除行政部門之事先審查，以落實獨立性。

七、建 議

基於研究所得結論，謹提出下列建議：

（一）央行法第 6 條第 1 款，可參考聯

邦準備法賦予 FOMC 之貨幣決策權，修正為：「有關貨幣、信用及外匯政策事項之審

議及核定」，以使我國中央銀行理事會作為貨幣政策決策機構之角色，臻於明確。

(二) 鑒於我國憲政體制對於中央行政機關法律提案權之制度設計，最初並未考慮獨立機關之性質；而獨立機關法案提交立法院審查前避免行政機關之干係，係落實獨立性之重要基礎。中央銀行法似可參考聯邦準備法之制度設計，明定中央銀行之法律草案，於提交立法院審查前，不須經過行政部門之審查，以限制行政部門要求審查中央銀行所提法案之權力。

(三) 鑑於貨幣政策決策及執行，須具

備較高之專業資格條件，各國中央銀行立法例對於決策成員之任命，多有專業資格限制。此外，聯準會對於該會人員之進用，基於專業及素質之要求，係由聯準會自行訂定及決定人員進用之條件、薪資、遷調及其他各項人事制度，並因人事制度之彈性，得以吸引眾多優秀人才為其效力，獲致良好績效。我國中央銀行人事制度向與一般行政機關依公務人員任用法規定任用者不同，改制為獨立機關後，於人事制度似亦可比照上述聯準會之人事制度，俾得網羅多方人才，提升績效。

附 註

- (註 1) 第 1 條及第 6 條分別明定，中央銀行為國家銀行，由國民政府設置之；資本總額為銀本位幣 1 萬萬元，由國庫撥足。
- (註 2) 憲法第 53 條及第 57 條。
- (註 3) 立法院公報第 68 卷第 65 期第 33-2-33 頁；同卷第 69 期第 2-11 頁參照。
- (註 4) 中央銀行法第 1 條及第 6 條參照。
- (註 5) 本條係 1999 年 4 月 18 日投票通過。
- (註 6) 1951 年修正後之瑞士聯邦憲法第 39 條。
- (註 7) 為確保其有責任性及透明化，第 7 條明定該行應定期與聯邦委員會討論聯邦經濟政策有關議題；雙方於採行重要貨幣或經濟政策決策前，應相互通知；該行年報及年度帳目，應先送陳聯邦委員會核可。此外，該行就其貨幣政策執行目標情形，應每年向國會提出報告，並對相關委員會詳盡說明，且應定期對外公告其貨幣政策及意向 (intention)。
- (註 8) 其他三種分別是王位繼承法、出版自由法及國會法，請參國民大會秘書處 85 年編印之新編世界各國憲法大全。
- (註 9) 本法係 1974 年制定，其後經數次修正。本條內容係該國憲法網站登載內容，但未標明修正時間。
- (註 10) 依瑞典國家銀行法第 1 章第 4 條規定，理事會任命執行委員共 6 人，並以委員會主席擔任總裁；副主席至少一人，為副總裁，任期均 6 年，輪流退任。
- (註 11) 依政府組織改造計畫規劃，擬議之獨立機關除中央銀行外，其餘為中央選舉委員會、行政院公平交易委員會、行政院金融監督管理委員會及國家通訊傳播委員會等，各該機關之組織法有待配合完成修 (立) 法程序。
- (註 12) 筆者於 94 年 8 月 26 日至同年 11 月 11 日，前往美國喬治城大學法學院 (Georgetown University Law Center) 進行短期研究。期間曾拜訪美國聯邦準備銀行理事會資深律師 (Senior Counsel) Ms. Jean C. Anderson 及 Mr. Jonathan D. Stoloff；理事會法律圖書館 Mr. Richard J. McKinney，紐約準備銀行助理副總經理 Mr. Joseph H. Sommer 及紐約大學法學院中央銀行研究中心 (New York University Center for the Study of Central Banks) 主任 Professor Geoffrey P

Miller。蒙諸位先生女士提供寶貴意見及資料，謹此致謝。

- (註 13) 每屆眾議院於改選後第一次集會時頒定議事規則；參議院議事則遵循同一規則，僅間或修改若干條款。
- (註 14) 法案、聯合決議及共同決議事項，或由個別議院提案，或屬兩院共通事項，均須兩議院議決通過。至個別決議，係分屬各議院事項，由個別議院審議通過即可。
- (註 15) 行政部門亦多有雇用法律諮詢人員，負責法案研議事宜。有時亦應國會要求，草擬職掌有關之法案。
- (註 16) 參議院議長，係由副總統兼任，並由其同黨之參議員擔任臨時議長。此外，參議院領袖尚有多數黨及少數黨召集人及黨鞭等。
- (註 17) Bills to carried out the recommendations of President are usually introduced “by request” by the chairman of the various committees or subcommittees thereof which have jurisdiction of the subject matter.. (How our laws are made)
- (註 18) 聯邦憲法或法律，並未明定此類行政溝通所提政策建議事項成為法案之要式；惟其憲政運作結果，不論國會多數黨是否與總統所屬黨派相同，行政部門之提案程序循此模式。
- (註 19) 該網站全名 Library of Congress 網址 <http://www.loc.gov/>。創始於 1995 年 1 月，免費提供公眾聯邦立法資訊。
- (註 20) 重要法案審查前，通常都有聽證程序。國會可邀請相關行政部門人員列席或作證；行政部門亦可於法案審查期間，以書信向個別議員表達意見。但由於聯邦法案係以國會議員名義提案，故各國會內部討論審查法案時，並無行政部門代表參與，此與我國情形不同。
- (註 21) 19 世紀末，法院對於國會對行政機關給予類似立法授權之支持，原僅限於補充法律規定 (fill up the detail)；20 世紀初期，Hampton & Co. v. U.S. 394 (1928) 一案，法院始認可，於法律條文對行政機關之授權範圍明確訂定 (an intelligible principle) 時，國會可授予政策決定權 (policymaking authority)，但此項授權最初僅限於少部分機關，特別是獨立機關，並不及於其他行政機關，詳後說明。
- (註 22) 1996 年增訂國會對行政機關法規 (rulemaking) 草案之審查 (review) 及不同意 (disapproval) 之規定 (5 USCA§ §801、802)。
- (註 23) 1995 年 1 月，民主黨柯林頓總統與國會眾議院議長金瑞奇，因預算審查僵持數天之久。最後，金瑞奇及其同黨同夥藉由輿論，大敗柯林頓政府。
- (註 24) 美國學者 Mr. Barry Weingast 及 Mr. Mark Moran 將此類比喻為經由看不見的手 (invisible congressional hand) 的監督。
- (註 25) 參議員 100 名，任期為 6 年，每 2 年改選三分之一；眾議員 435 名，每兩年改選一次。
- (註 26) Government Accounting Office 原名為 General Accounting Office，為法律明定之獨立機關，與其他獨立機關不同者，其並非行政部門。
- (註 27) 聯邦政府員額總數約有 300 萬之鉅，其中，總統以政治任命者約有 5000 名。包括具決策權之合議制機關重要官員在內之大多數人員，均有任期保障。
- (註 28) 政治任命官員中，有任期保障者多數為採合議制之獨立機關成員。由於任期制之規定，總統於其 4 年任期中，僅有機會任命獨立機關中少部分之決策成員。
- (註 29) 最顯著的例子即前述審計局長之任免，總統僅得任命國會議長所提名之人。
- (註 30) 最高法院曾經由 2 個判決，肯定總統對官員之解任權，並認為國會對總統解任權之介入，係違反憲法三權分立原則。該判決為 Myers v. United States 272 U.S. 52 (1926)；Bowsher v. Synar 478 U.S. 714 (1986)。
- (註 31) 此緣於 1969 年環境政策法 (National Environmental Policy Act 1969) 立法時，國會責成總統辦公室設環境政策諮詢委員會 (Council on Environmental Policy)，並由其督導相關機關，對於該法案對環境可能產生之重大影響及其防制措施，提出分析及評估。
- (註 32) 白宮辦公室窗口即管理及預算局。

- (註 33) Executive Order 12291
- (註 34) Executive Order 12866 (列入聯辦法規 58 CFR 51735)
- (註 35) 此項控制，適用於內閣部門及獨立機關。
- (註 36) 此項控制，僅適用於內閣部門，不及獨立機關。
- (註 37) 1946年行政程序法 (Administrative Procedure Act 1946) 對聯邦機關法規訂修程序，有明文規定 (5 USCA 5§553)，主要係有關公眾參與之事項。此外，亦明定國會對聯邦機關法規草案審查之權力及程序 (5 USCA 5§801)
- (註 38) 杜魯門總統於韓戰爆發期間，曾試圖以行政命令收管鋼鐵工廠，以避免因鋼鐵場罷工引發戰爭所需物資生產受影響。最高法院判決即宣告，此一行政命令未經法律授權，已侵害立法權限。(Youngstown Sheet and Tube Co. V. Sawyer 343 U.S. 579 1952)
- (註 39) 現任副總統是總統無法任意解任之官員之一，惟副總統之權限大小，完全視總統態度而定。雷根總統委以副手布希協助以行政命令處理政務運作；老布希總統使副手奎爾 (Quayle Janes Danforth) 折衝爭議事項；柯林頓總統首度以行政命令 12866，明定賦予副總統對於行政機關法規草案之各項審查、協調權限。
- (註 40) The Council of Economic Advisors，成員 3 人，其職務在分析國內經濟情勢，俾對經濟政策提出建議；對聯邦政府各項經建計畫成效，加以評定，並準備各項統計資料，以供總統對國會年度經濟報告之用，聯邦準備理事會主席常與此一委員會主席職務密切相關；已卸任之聯邦準備理事會理事主席 Mr. Alan Greenspan 現為此一委員會主席。
- (註 41) The White House Counsel，其職務係提供總統個人各項法律諮詢意見及協助。與司法部門首長之檢察總長 (Attorney General)，負責聯邦政府民刑事法律事務，並就該等事項向總統提供法律建議者不同。
- (註 42) 預算局於 1939 年移置白宮，並變更為現在名稱。
- (註 43) 行政程序法 (Administrative Procedure Act 1946；APA) 第 7 章明定對於行政機關提起司法審查之程序規定。
- (註 44) 同法 (5 USCA 7§701)。
- (註 45) 最高法院審理案件期間，為每年 10 月第 1 個週一至次年度 10 月第一個週一。平均每年約僅受理 150 件，最近幾年有時更低於 100 件。
- (註 46) 全國共分為 12 個地理區。
- (註 47) 美國行政法並未定明獨立機關之定義，或指明個別獨立機關之名稱，而係透過各獨立機關法律所定組織架構、決策成員產生、授權行使之事項、國會監督及司法審查等機制，確立其屬獨立機關。
- (註 48) 美國法典第 5 篇規定聯邦政府組織、權力、行政程序等事項；其第 1 章 (Chapter 1) 第 101 條至第 105 條即政府組織之規定。行政機關共分為行政部門、軍事部門、國營事業及獨立機關等四類。第 1 類行政部門 (Executive departments) 包括國務院、財政、國防、司法、內政、農、工、商業交通等部會；第 2 類軍事部門 (Military departments) 分陸海空部門；第 3 類國營事業 (Government corporation)，指美國政府所擁有或控制之公司；第 4 類即獨立機關 (Independent establishment)，包括 (1) 屬行政體系 (非美國郵政總局或郵政費率委員會) 但非行政部門、軍事部門、國營事業或隸屬以上機關之部門，亦非獨立機關所屬部門；(2) 審計局。
- (註 49) 訂定跨州商業交易之各項費率，管理及協調州際間商業交易之費率差異。
- (註 50) 職責在反制商業交易之欺詐，並與司法部聯手監管企業組織有無違反托拉斯法。
- (註 51) 管理有價證券之發行，及有價證券於交易所或櫃台之買賣。
- (註 52) 管理通訊及傳播事業。
- (註 53) 監管中大型企業勞資關係事項。
- (註 54) 監督能源價格及分配。
- (註 55) 其他獨立機關還有 Commodity Futures Trading Commission，the Consumer Product Safety Commission，the Nuclear

Regulatory Commission , and the Federal Election Commission 等。

- (註 56) 國內學者譯為獨立行政管制委員會，林子儀教授所著「美國總統的行政首長權與獨立行政管制委員會」一文，民國 81 年 3 月 21 日發表於文化大學美國研究所舉辦之「美國總統及其權能學術研討會」，可資參照。
- (註 57) Independent Agencies, 1986 Supreme Court Review 41 (1987)
- (註 58) 國會立法時，多透過對此類成員資格明文規定之方式，限制總統提名權之行使，惟並未被挑戰為違憲。
- (註 59) 設立於 1970 年；2000 年之員額為 18400 人，預算 70 億美元。主要任務在防制及執行有關環境污染之控制事項。
- (註 60) 1946 年美國行政程序法制定公布前，除獨立機關外，其他行政機關是沒有訂定管理規定 (ruling making) 或進行調查之類似立法權限。法院認為，依憲法架構，授與行政部門類似立法之法規制定權力，有違三權分立原則，United States v. Grimaud 20 U.S. 506, 516 1911 可資參照。其後，最高法院亦曾因國家工業復甦法授與總統訂定公平競爭之標準，且未明確規定其範圍及要件，而宣告該法律授權無效，Panama Refining Co. v. Ryan 293 U.S. 388 1935。至於獨立機關所被授與之權限 rulemaking 本質上雖係立法權，但僅限於法律所定範圍及標準之內，與憲法之立法權不同，Humphreys' Executor v. United States, 295 U.S. 602 1935。換言之，審判者認為獨立機關與行政部門屬性有不同，且法律明確規範授權條件，其可據此審查被授權者有無切實遵循，抑或憑己意裁奪。
- (註 61) 聯邦憲法僅明定國會有調查權。
- (註 62) 僅獨立機關得以機關名義擔任訴訟之原告或被告，其他行政機關於其職掌事項範圍內涉訟者，均須以美國政府名義為之，並承擔訴訟結果，無報上級機關核准之問題。
- (註 63) 我國一般行政機關均有上述制定法規命令、調查違規、給予裁罰或強制執行之處分權限，並得以機關名義，於民事及行政訴訟，擔任訴訟之一造當事人。惟依美國聯邦憲法三權分立規定之精神，其聯邦行政機關於獨立機關設立之初，並無類似立法及司法之權力，值得注意。
- (註 64) 美國政府曾對於獨立機關建制之合憲性問題，作過 2 次評估。1937 年，羅斯福總統任命組成 Brownlow Committee 所作評估報告指出，獨立機關已成為無人督導之美國政府第 4 部門 (a headless fourth branch of the Government)，毋庸負擔政治責任，違反三權分立之制衡機制。惟 1949 受命之 Hoover Commission 卻提出，獨立機關決策不受單一政黨影響，可兼顧行政效率及決策持續性，其與行政部門之協調及責任歸屬問題，理論性衝突大於實際狀況。
- (註 65) Federal Trade Commission v. Kelsner, 280 U.S. 19 27 1929；Brinkley v. Hassig, 83 F. 2d 351, 356-357 (C.C.A. 10th 1936)；Sears, Roebuck & Co. v. Federal Trade Commission 258 Fed. 307, 311 (C.C.A. 7th 1919)；Interstate Commerce Commission v. Brimson, 154 U.S. 447, 474 1984 等。
- (註 66) 美國律師協會 A.B.A 於 1936 年，曾自三權分立角度，對獨立機關之建置作深入分析，並提議應設置行政法庭以為獨立機關及其成員行使職權之司法審查，作為配套。1936 61 A.B.A. Rep. 720-794
- (註 67) Kilbourn v. Thompson 103 U.S. 168 190 1881；Springer v. Philippine Islands 277 U.S. 189, 201 202 1928。
- (註 68) Mr. Justice Sutherland 曾任參議員及最高法院大法官，並多次參與獨立機關之立法或判決，而其對獨立機關定位之見解，前後曾有不同。容後敘明。
- (註 69) Kendall v. United States ex rel. Stokes, 12 Peters 524, 610-613 (U.S. 1838)
- (註 70) Federal Reserve Act 將貨幣政策權限授權由 FOMC 決定及執行，不受總統之指揮干預，容後述之。
- (註 71) Humphreys' Executor v. United States, 295 U.S. 602 1935。
- (註 72) OMB 所公佈 2007 會計年度聯邦政府預算書附錄資料，2005 年度實際總預算支出 24722 億美元，國防預算 4744 億美元；獨立機關之環保署 79 億美元、航太總署 156 億美元、人事管理局 595 億美元、證交會、聯邦貿易委員會及其他獨立機關共僅 148 億美元。
- (註 73) 相關判決 Bowsher v. Synar, 478 U.S. 714 1986

- (註 74) 189 U.S. 311 1903
- (註 75) 本文所列舉總統以行政命令要求聯邦機關配合辦理之法規改革，始自卡特政府 (Executive Order 12033、12044、12291)，其後雷根總統 (Executive Order 13193) 沿襲為之，但當時並未將獨立機關明文列入。雷根總統請當時副手布希寫信，要求獨立機關配合該計畫，共有 7 個獨立機關回信，表示願配合辦理。
- (註 76) Strauss Peter L. *The Place of Agencies In Government: Separation of Powers and the Fourth Branch*, 84 *Columbia Law Review* 573 (1984)。
- (註 77) Note, *Incorporation of Independent Agencies into the Executive Branch*, *The Yale Law Journal* Vo.;94:1766, 1985。
- (註 78) 各該豁免機關及事項包括：商品期貨交易委員會法規定，該委員會之法律、預算草案及證言，不受行政審查 (7 USC §4a (h) (1982))；消費者產品安全委員會法規定內容同前 (15 USC §2076 (k) (1982))；聯邦選舉委員會法規定內容同前 (2 USC §437d (d) (1982))；州際商務委員會法規定，該會預算案不受行政審查 (31 USC §1105 (1982))。
- (註 79) 1935 年聯邦準備法修正前，財政部長 (Secretary of the Treasury) 及通貨局局長 (Comptroller of the Currency) 為聯準會之當然理事。
- (註 80) 於各該區域之聯邦許可銀行 (national banks)，均應加入各該聯邦準備銀行，成為會員銀行。
- (註 81) 此 4 組所各包含之聯邦準備銀行分別為 Boston Philadelphia and Richard 一組；Cleveland and Chicago 一組；Atlanta, Dallas, and St. Louis 一組；Minneapolis, Kansas City and San Francisco 一組
- (註 82) 本文與聯準會權責化有關之內容，尚見於 (1) FOMC 會議議事錄及委員發言紀錄之定期公布，以及 (2) 聯準會與國會關係一節，國會對聯準會法案之提出與審查、聯準會理事主席定期或應邀至國會報告或聽證、聯準會向國會提交年度書面報告、國會審計局對聯準會財務之查核，國會對聯準會重要法規草案之審查等。
- (註 83) 聯準會前任理事主席 Mr. Alan Greenspan 於今 (2006) 年 1 月 31 日屆滿，經布希總統任命 Mr. Ben S. Bernanke 為本屆理事主席；而布希總統第 2 屆任期將於 2009 年屆滿。
- (註 84) 1981 年密西根州參議員 Mr. Donald W. Riegle 時任參議院銀行委員會主席，以 FOMC 中聯邦準備銀行之代表未經總統提經參議院同意任命，係屬違憲，而提起訴訟。上訴法院認其起訴雖屬當事人有理由 (had standing)，惟認為此係立法權範疇，當事人可經由修法途徑尋求解決，乃駁回其訴，以避免以司法決定干預立法事務，此為衡平裁量 (equitable discretion) 所為決定。1986 年蒙他拿州參議員 Mr. John Melcher 復向哥倫比亞特區地方法院提起同一訴訟，經法院駁回，判決理由認為 FOMC 係立法部門經由反覆辯論後，因應異常困境所達成之解決方案，故 FOMC 成員不必非屬美國政府官員，其代表性無違憲問題。Mr. John Melcher 提起上訴，1987 年上訴法院以 equitable discretion 同一理由，駁回上訴。
- (註 85) 上述條文係於 2000 年 12 月 27 日修正，刪除聯準會依 Full Employment and Balanced Growth Act of 1978 (亦稱為 Humphrey Hawkins Act) 每年定期向國會所提出之報告，包括：1. 匯率變動趨勢分析；2. 當年度貨幣或信用總計數成長或消滅之具體目標或計畫，以及 3. 上述目標或計畫與總統提經國會核准之經濟報告所設定之短期目標間之關聯。
- (註 86) 央行得自行訂定貨幣政策最終目標者，稱其具有目標之獨立性 (goal independence)，惟此一獨立性並不為多數立法例採用。上述所稱手段上之獨立性，另須具備下列要件 1. 央行為貨幣政策主管機關，立法或行政部門均不得否決其決定；2. 政府官員不得參與貨幣政策會議。
- (註 87) ECB、Bundesbank 及瑞士央行，均被評為獨立性甚高之中央銀行。其他以物價穩定為貨幣政策唯一或最優先目標作為央行獨立性之重要評斷標準之學者，包括 Professor Geoffrey Miller, Dr. Rosa M. Lastra 及 Professor A. Cukierman 等。
- (註 88) 本條係於 1999 年 11 月 12 日修正明定。原文略以 No officer or agency of the United States shall have any authority to

require ...the Board of Governors of the Federal Reserve System...submit legislative recommendations, or testimony, or comments on legislation, to any officer or agency of the United States for approval, comments, or review, prior to the submission of such recommendations, or testimony, or comments to the Congress.

- (註 89) 筆者於參訪聯準會時，曾詢問其資深法律顧問有關本條規定於其法制實務適用之情形。答覆意見表示，聯準會立法建議不須先經行政部門或任何個人之同意；僅涉及金融監理事項，因與其他聯邦機關之金融監理職權有關，實務上經常彼此交換意見。至於聯準會有關之法案於國會審查時，不論其法案性質，國會議員可能邀請與法案規定有關機關代表以作證、報告等方式提供意見。
- (註 90) Nothing in this Chapter shall apply to rules that concern monetary policy proposed or implemented by the Board of Governors of the Federal Reserve System or the Federal Open Market Committee.
- (註 91) 依美國行政程序法之規定，聯邦機關法規草案應於訂頒前定一定期間預告，使與法規內容有利害關係者有表示意見機會。
- (註 92) 實際上，聯準會盈餘繳庫金額，遠高於本條所規定之金額。故聯準會認為，本條有關盈餘繳庫規定，對其獨立性並無實質影響。
- (註 93) 審計局審查之金融機關（構）包括：金融檢查委員會、聯準會、準備銀行、聯邦存款保險公司及通貨監理局等。
- (註 94) 除環保署外，大多數獨立機關年度預算占聯邦政府歲出金額甚低（請參考附註 72），部分獨立機關如證券交易委員會並有規費收入，可供自行運用。
- (註 95) 本欄所指人事權之獨立，係指機關可自行進用人員、決定待遇、福利標準，及訂定各項人事規章制度等。
- (註 96) 該研究報告存放於聯準會法律圖書館，屬聯準會內部重要參考資料，婉拒提供外界參考。
- (註 97) 近幾年來，參眾議員提案，建議修正貨幣政策以物價穩定為唯一或最優先目標者，以及明定物價穩定之具體數值標準（numerical target）者，間或出現於各會期。但多數國會議員仍強烈反對 FED 貨幣政策排除對充分就業之承諾。
- (註 98) 因為考慮理事任命應經參議院之同意，2000 年間聯準會理事有 2 位出缺，未重新任命；另一位因繼任理事尚未完成任命程序，於任期屆滿後仍未離職。
- (註 99) 文章標題為 Politics and Monetary Policy: President Efforts to Control the Federal Reserve，於 1989 年發表。
- (註 100) 其所著書 Monetary Politics - The Federal Reserve and the Politics of Monetary Policy by Cambridge University Press 1986 第六章亦論及總統與聯準會之關係。
- (註 101) 聯準會與總統及行政部門之交流最密切者，就業務方面包括經濟諮詢委員會 CEA、財政部及通貨監理局等；就法規訂定則與管理及預算局 OMB 及資訊及法務局 OIRA。
- (註 102) 1972 年之美國總統大選，當時總統尼克森被認為有上述干預貨幣政策之情形。
- (註 103) 聯準會前理事 Mr. Laurence Mayer 即推崇柯林頓總統不僅兩度續任其前手所任命之聯準會理事主席葛林斯班，並且於其主政 8 年期間，從未干預或評論聯準會貨幣政策之決定。
- (註 104) John Melcher v. FOMC District of Columbia Civ. A. No.84-1335 1986 ; John Melcher v. FOMC District of Columbia Circuit No.86-5692 1987。
- (註 105) Board of Governors of the Federal Reserve System v. Dimension Financial Corp. 1986 本案緣於被上訴人以聯準會修正 Regulation Y，對於銀行一詞之定義，與 1956 銀行控股公司第 2 條（c）規定不同，認為聯準會上述修正已逾越法律授權範圍，提起司法審查。聯準會一審敗訴而提起上訴，案經第 10 區巡迴法院維持原判決駁回上訴。
- (註 106) 詳見 Melcher vs. FOMC , 644 Fed. Supp.510 US Dist. Court, D.C. 1986 及 Melcher vs. FOMC, 266 U.S. App.D.C.397 F. 2d 561; 1987
- (註 107) 少數國家如瑞典中央銀行，係隸屬於國會。

參考資料

- Buiter William H., Sibert Anne C, "Designing a Monetary Authority, 173 Challenge for Central Banking," .
- Currie (1985) , "Incorporation of Independent Agencies into the Executive Branch," Volume 94: 1766.
- Cushman Robert E (1938-9) , "The Constitutional Status of the Independent Regulatory Commissions," Cornell Law Quarterly 13 163.
- Goodman John B, "Central Bank-Government Relations in Major OECD Countries" .
- M. A. Akhtar, Howard Howe, "The Political and Institutional Independence of U.S. Monetary Policy" ; Federal Reserve Bank of New York
- Meyer Laurence, Remarks at the University of Wisconsin La Crosse, Wisconsin, "The Politics of Monetary Policy: Balancing Independence and Accountability," .
- Miller Geoffrey P (1987) , "Independent Agencies,1986 Supreme Court Review 41"
- Miller Geoffrey P, Lastra Rosa M (December 3,1999) ., Stockholm, presented at a conference : Central Bank Independence: the Economic foundations, the Constitutional Implications and the Democratic Accountability, "Central Bank Independence in Ordinary and Extraordinary Times," .
- Parker Reginald (1960) , "The Removal Power of the President and the Independent Administrative Agencies" , 36 Indiana Law Journal 63.
- Sterzel Fredrik (2001) , The Riksbank: Constitutionality, Democracy and Accountability, 123 Central Bank Independence, Kluwer Law International
- Strauss Peter L (1984) , *Administrative Justice in the United States* (second edition) Carolina Academic Press.
- Strauss Peter L (2002) , "The Place Of Agencies In Government : Separation of Powers and the Fourth Branch" , 84 Columbia Law Review 573
- Wood Geoffrey, "Central Bank Independence: Historical Evidence and the Recent British Experience" .
- Woolley John T (1986) , "Monetary Politics - The Federal Reserve and the Politics of Monetary Policy," Cambridge University Press.
- Mr. Ney, Presented; Charles W. Johnson, Revised and Updated (June 30, 2003) , Parliamentarian, United States House of Representatives, "How our laws are made, ".http://thomas.loc.gov/home/laws_made.html.
- Robert B. Dove (Updated: February 1997) , Parliamentarian, United States Senate, "Enactment of a Law," http://thomas.loc.gov/home/laws_made.html.

Statutes

United States Code:

- Government Organization 5 §§101-105
- Administrative Procedure 5 §§551-559, §§561-568, §570
- Judicial Review 5 §§701-706
- Congressional Review of Agency rule-making 5 §§801-808
- Federal Reserve System 12 §§221-522

Executive Orders:

President Regan's Executive Orders No. 12291 (3C.F.R.§127 (1982))

President Clinton's Executive Orders No. 12866 (58 Fed. Reg. 51735) Sep. 30, 1993

Case

Myers v. United States, 272 U.S. 52 (1926)

Humphrey's Executor v. United States, 295 U.S. 602 (1935)

Bowsher v. Synar, 478 U.S. 714 (1986)

Riegle Vs. FOMC, 655 F. 2d 873 D.C. Cir.1981

Melcher vs. FOMC , 644 Fed. Supp.510 US Dist. Court, D.C. 1986

Melcher vs. FOMC, 266 U.S. App.D.C.397 F.2d 561; 1987

Board of Governors, Federal Reserve System v. Dimension Financial Corp., 474 U.S. 361 (1986)

Independent Agencies

Independent establishments are created by Congress to address concerns that go beyond the scope of ordinary legislation. These agencies are responsible for keeping the government and economy running smoothly.

A

* African Development Foundation

C

* Central Intelligence Agency (CIA)

* Commission on Civil Rights

* Commodity Futures Trading Commission

* Consumer Product Safety Commission (CPSC)

D

* Defense Nuclear Facilities Safety Board

E

* Election Assistance Commission

* Environmental Protection Agency (EPA)

* Equal Employment Opportunity Commission (EEOC)

* Export-Import Bank of the United States

F

* Farm Credit Administration

* Federal Communications Commission (FCC)

* Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)

* Federal Election Commission (FEC)

* Federal Housing Finance Board

* Federal Labor Relations Authority

- * Federal Maritime Commission
- * Federal Mediation and Conciliation Service
- * Federal Mine Safety and Health Review Commission
- * Federal Reserve System
- * Federal Retirement Thrift Investment Board
- * Federal Trade Commission (FTC)

G

- * General Services Administration (GSA)

I

- * Institute of Museum and Library Services
- * Inter-American Foundation
- * International Broadcasting Bureau (IBB)

M

- * Merit Systems Protection Board

N

- * National Aeronautics and Space Administration (NASA)
- * National Archives and Records Administration (NARA)
- * National Capital Planning Commission
- * National Council on Disability
- * National Credit Union Administration (NCUA)
- * National Endowment for the Arts
- * National Endowment for the Humanities
- * National Labor Relations Board (NLRB)
- * National Mediation Board
- * National Railroad Passenger Corporation (AMTRAK)
- * National Science Foundation (NSF)
- * National Transportation Safety Board
- * Nuclear Regulatory Commission (NRC)

O

- * Occupational Safety and Health Review Commission
- * Office of Compliance
- * Office of Government Ethics
- * Office of Personnel Management
- * Office of Special Counsel
- * Office of the National Counterintelligence Executive
- * Overseas Private Investment Corporation

P

- * Panama Canal Commission

* Peace Corps

* Postal Rate Commission

R

* Railroad Retirement Board

S

* Securities and Exchange Commission (SEC)

* Selective Service System

* Small Business Administration (SBA)

* Social Security Administration (SSA)

T

* Tennessee Valley Authority

* Trade and Development Agency

U

* United States Agency for International Development

* United States International Trade Commission)

<資料來源：<http://www.firstgov.gov/Agencies/Federal/Independent.shtml> >

(本文完稿於95年6月，作者為本行法務室第一科科長)

從美國國際交易統計看美國國際收支失衡 問題及對我國的啟示

程 玉 秀

摘 要

美國的經常帳逆差是否會引發美元與美國經濟崩盤而衝擊全球經濟與金融的穩定一直是全球關注的焦點。本文從美國國際交易統計的內涵去探討支撐美國國際收支失衡的因素，並由美國的發展經驗看我國目前與未來需要加強的業務，提供相關主管單位參考。

對美國經常帳逆差能否持續，悲觀與樂觀者的看法有極大的差異。有哈佛學者認為美國官方高估經常帳逆差與低估國外資產，理由是官方低估美國的對外直接投資。學者以淨投資順差按 5% 的投資收益率反推對外投資的餘額，根據他們的估計 2004 年底美國的國外資產低估了 3.1 兆美元，國際投資部位應由淨負債 2.2 兆美元反轉為淨資產 0.9 兆美元，經常帳逆差也要同幅下修，他們認為這樣的結果才能合理解釋美國的對外交易帳。

編製統計的商務部經濟分析局則反駁統計不是以假設條件去推估，應該依循國際規範，以資料的可觀測價值（儘量按市價）計算，並對外界的質疑，包括淨負債與所得順差並存的原因，經常帳逆差並未高估提出說

明；對學者推估美國是淨資產，則以銀行業為例，銀行對家庭是淨負債，惟因貸款利率高於存款利率，銀行對家庭有投資所得淨收入。若以淨收入的 5% 反推銀行的部位將永遠是淨資產，顯然這種推估的方式是不合理的。

其次，從美國國外關係企業間貿易統計，顯示貿易逆差的主要來源是非關係企業之間的貿易，在美國的外國子公司居次；美國母公司與其國外子公司則為貿易順差，而且由高額的直接投資所得順差顯示在全球生產鏈中，高附加價值的部分仍掌握在美國母公司這一端。由於美國是全球最大的對外直接投資國與被投資國，相當重視國外關係企業對美國經濟貿易的影響，美國也是全球最先完成國外關係企業貿易統計的國家，其相關的統計做法值得我國學習。

本文經過深入的研究，提出美國國際收支失衡可以維持並逐步微調縮小的結論，理由是美國的經常帳逆差是美國的國際政策使然，美國認為以國際貿易幫助新興經濟體的經濟發展與成長的效果，遠較提供開發援助

的效果要好，使美國成為全球最大的商品進口國，尤其是一些新興經濟體最重要的出口市場。再觀察美國的商品貿易結構，美國的消費財與「原油及其產品」逆差比重高達 72.8%；資本財與工業原材料製造業則仍深具國際競爭力，占出口比重達 66.1%。只要減少消費要縮小美國貿易逆差不難，更何況美國擁有全球最大經濟規模、全球金融領導地位與美元貶值不會造成美國企業倒閉或金融危機等優勢。事實上，本（2007）年以來美元對歐元與加元大幅貶值已發揮支出移轉效果，經常帳逆差與占 GDP 的比重均呈下降。

全球匯率制度仍以管理浮動制度為主。全球資金的大量移動與利差交易盛行，聯合國在 2007 年的「貿易與發展報告」中即表示反對完全由市場力量主導的匯率調整機制，因為當匯率的升貶未能軋平未拋捕的利率平價時，完全浮動的匯率制度可說是投機者的

天堂，尤其是小型開放的經濟體，其外匯市場規模不夠大，更是投機者最容易獲利的市場。此外，為因應國際貿易結構與型態迅速的變化，先進國家計算有效匯率指數之方法改採年環比指數公式，每年變動權數，通貨權數分配納入第三市場競爭效果，並擴大通貨籃範圍。本行亦已採用上述方法試算新台幣有效匯率指數，提供匯率政策參考。

最後從美國經驗對照我國的現況提出六點政策建議，分別是：1. 唯有投資才能維繫經濟的永續發展；2. 建立台商海外資金的回流機制以提升國內的投資；3. 檢討現行對外投資的管理模式，直接投資主管機關籌劃開辦國外關係企業貿易統計；4. 宜加強對美國的出口及直接投資；5. 區塊經濟貿易的發展模式強化同一區塊內各國通貨匯率的比價效應；6. 積極跟上國際統計標準，及時掌握全球化的脈動。

壹、研究動機

美國持續擴大的經常帳逆差一直是全球關注的焦點。從 1985 年廣場協定至今的 22 年間，只有在 1991 年出現小幅順差（28 億美元），其後，經常帳又轉呈逆差，且逐年擴大，至 2006 年經常帳逆差已是 1985 年的 6.5 倍，占 GDP 的 6.1%，遠超過國際貨幣基金 (International Monetary Fund, 以下簡稱 IMF) 認為美國經常帳逆差應維持在其 GDP 的 3% 的水準。然而，許多人擔心的美元與美國經濟

崩盤衝擊全球經濟與金融穩定的大災難一直到目前並未出現，到底是什麼因素支撐美國的國際收支？又美國自 1989 年由債權國轉為債務國，至 2000 年已是全球最大的（淨）債務國，惟其所得帳卻一直是淨收入，又是怎麼回事？近年來，已經有一些研究報告將研究方向移轉至美國的國際投資部位 (International Investment Position, 以下簡稱 IIP) 或是美國的國外關係企業貿易 (Foreign Affiliate Tra-

de, 以下簡稱 FAT) 統計的內涵。

IIP 與 FAT 兩項新興統計逐漸受到國際間的重視是因應國際資本交易自由化與生產模式全球化的需求, 使得傳統上被視為內容周延、品質備受肯定的國際收支 (Balance of Payments, 以下簡稱 BOP) 平衡表在有效掌握對外交易資訊上漸有不足。於是, 國際貨幣基金推出國際投資部位統計(IIP), 提供存量基礎的對外交易資訊; 美國則力倡國外關係企業間貿易(FAT), 分析多國籍企業的營運對母國或被投資國的影響。本研究除了從傳統的國際收支, 並就 IIP 與 FAT 兩項新興統計觀點分析美國經常帳逆差外, 其他相關的議

題, 還包括全球匯率制度的趨勢、有效匯率指數的編製新法與資本移動等也是本研究的重點。

我國的外貿順差一直是經濟成長的重要來源, 惟近年來在國內生產成本大幅提高與產業加速外移後, 母公司與國外關係企業間的貿易占整體對外貿易的比重已大幅提高, 惟國內尚無 FAT 統計。美國是全球第一個完成 FAT 統計的國家, 其經驗值得我國學習。此外, 我國雖已完成 IIP 統計, 惟資料蒐集系統與推估方法仍然有改進的空間, 亦可參考美國的做法。

貳、美國國際交易統計的爭議性議題

一、經常帳逆差的持續性問題

根據工業化國家過去的經驗, 認為經常帳逆差占 GDP 比率若超過 5%, 就是採取調整國際收支失衡的底限。IMF 也認為美國經常帳逆差占 GDP 的比率應維持在 3% 才算適當。惟 2005 年美國經常帳逆差占 GDP 的比率已高達 6.34% (註 1) (圖 1), 但美元與美國經濟並未崩盤, 反而有人認為美國的經常帳逆差並不如美國商務部經濟分析局(the Bureau of Economic Analysis, 以下簡稱 BEA) 公布的數字那麼大, 不是急需解決的問題, 因為美國雖是全球最大的 (淨) 債務國, 然而, 其國際收支中的所得收支卻呈現順差 (圖 2), 表示美國對外投資的報酬遠高於外

資在美國投資的報酬, 因此, 經常帳逆差導致的淨債務持續擴大, 不會發生無法償還債務的問題。悲觀與樂觀者對美國經常帳逆差能否持續, 顯然有極大的差異。

二、哈佛學者質疑美國經常帳逆差被高估

對美國持續擴增的經常帳逆差以及國際投資淨負債, 與投資所得順差增加共存的矛盾現象, 也有人認為美國 BEA 的統計有問題。哈佛大學甘迺迪學院的學者 R. Hausmann and F. Sturzenegger (2006 年) 最先提出神秘物質 (dark matter) 來解釋上述的矛盾現象。他們認為官方發布的美國的淨負債部位是錯的, 主要的理由是 BEA 低估美國的國外資產, 尤其是低估母公司對其海外關係企業擁

圖 1 美國經常帳逆差占 GDP 比率與 REER 走勢

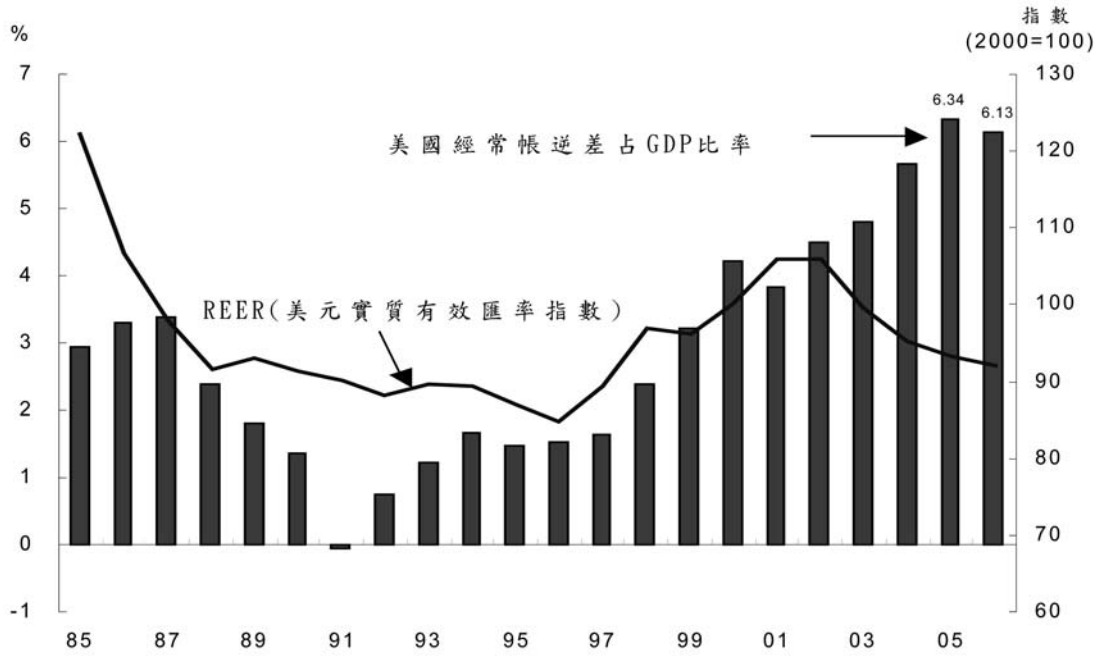
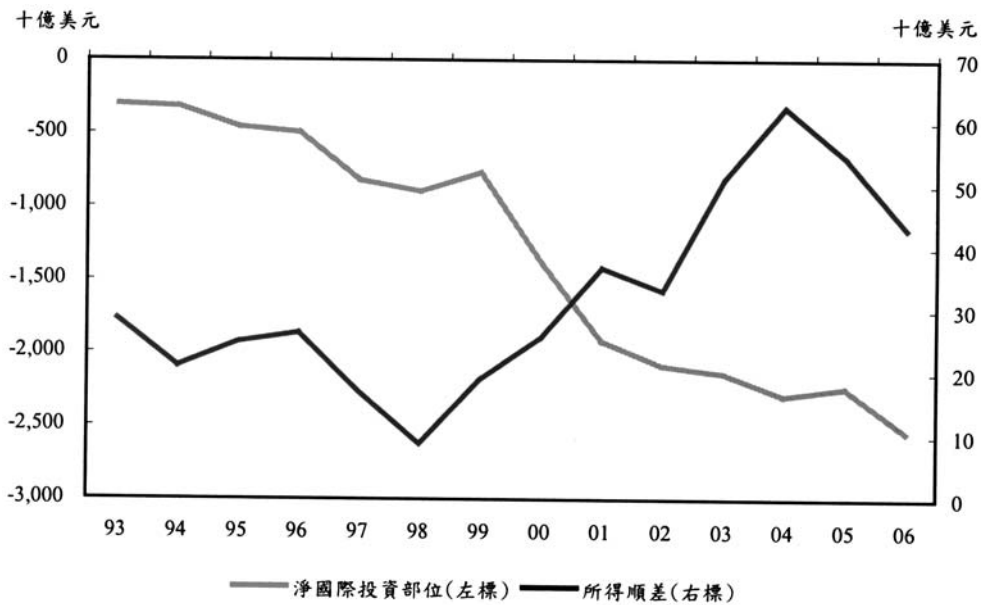


圖 2 美國的淨投資部位與所得順差



有很大的無形資產。他們以淨投資收入按 5% 的投資收益率反推對外投資的餘額，並以此一餘額減去 BEA 的數字定義為 dark matter。根據他們的估計 2004 年底美國的國外資產低估了 3.1 兆美元，亦即 2004 年底的 dark matter 為 3.1 兆美元，而 BEA 公布的國外資產是 11.6 兆美元。若根據 Hausmann and Sturzenegger 的估計，則 2004 年底美國的國際投資部位應由淨負債 2.2 兆美元反轉為淨資產 0.9 兆美元，他們認為這樣的結果才能合理解釋美國的投資所得是順差。

由於國際投資部位是國際收支平衡表中金融帳的存量統計，若國際投資部位由淨負債轉呈淨資產，美國國際收支平衡表中的金融帳淨流入與經常帳逆差應大幅減少，因此，Hausmann and Sturzenegger 一併主張美國母公司對其國外關係企業有很大的無形資產的輸出，美國的經常帳逆差應該遠低於 BEA 公布的數字，也就是 BEA 低估美國對外國的輸出與金融帳的流出。

三、BEA 的反駁

BEA 認為各國的 BOP 或 IIP 統計都應該依循國際間認可的規範，也就是國際貨幣基金的手冊編製，以資料的可觀測價值（儘量按市價）計算，而不是以假設條件去推估。並對哈佛學者的研究報告提出下列反駁：

- (一) BEA 統計的直接投資並非是帳面價值，並未低估國外資產的價值

Hausmann and Sturzenegger 認為 BEA 採

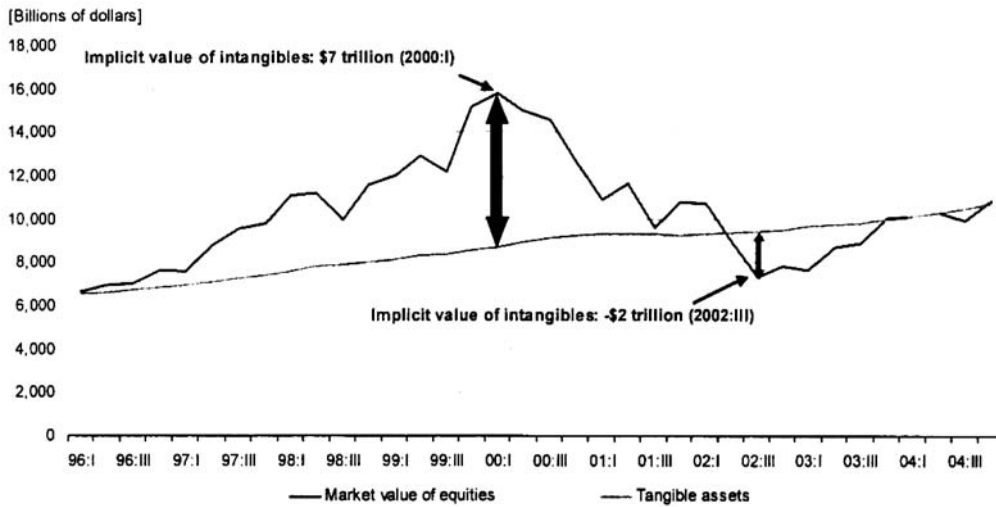
用帳面價值計算直接投資部位是造成美國國外資產價值低估的主要原因，BEA 則說明這是學者的誤解。事實上，自從 1991 年（註 2）起 BEA 也採用股價指數與有形資產的重估價值公布按市價計算的直接投資部位。雙方差異的主要來源是無形資產的價值認定。BEA 遵循國際規範，在公司發生購併或買賣時，有經過市場認可的無形資產價值重估時，才會把無形資產重估的價值計入相關的統計。而不是以比價的資料去推估全體無形資產的市價，因為如此做法將導致資料劇烈的波動或大幅的扭曲。BEA 即認為 Fed 編製的資金流量統計，2000 年第 1 季無形資產的隱含價值增加 7 兆美元，2002 年第 3 季則減少 2 兆美元，而無形資產的規模（註 3）仍穩定成長（詳圖 3）。

(二) 投資所得呈現順差主要係因：

1. 美國對外直接投資占美國國外資產的比重（32%）遠高於外資在美國的直接投資占美國國外負債的比重（21%）。
2. 美國對外投資的收益率，尤其是直接投資，高於外資在美國的投資收益率。

Hausmann and Sturzenegger 的研究係建立在報酬率高的資產的價值高於報酬率低的資產的假設上。惟根據 BEA 的資料，過去數十年，美國對外直接投資的平均報酬率比美國國內非金融性公司的報酬率高一個百分點，其所顯示的意義並非美國國外資產的價值高於國內非金融性公司資產的價值，而是

圖 3 美國無形資產的價值



Source: FRB Flow of Funds (L.102 and B.102) release March 9, 2006. Data based on nonfarm nonfinancial corporate business.

國外的投資風險較高。外資在美國的直接投資的報酬率則低於美國國內非金融性公司的報酬率。外資在美國的直接投資報酬率較低的原因可能很多，例如：

(1) 市場占有率愈低，其利潤率愈低。根據 BEA 的研究，外資擁有的美國公司在各產業中所占的比重相對偏低。

(2) 許多外資在美國的直接投資的融資來源是國外，而主要外資投資國的長期利率，平均來說，已有一段期間均低於美國的長期利率。一些主要的投資國，特別是日本，其長期利率非常低，因此，日本的投資者在美國的投資報酬率雖然相對較低，但仍然高於其國內投資的報酬率，因此，低利率國家樂意投資美國的資產。

(3) 外資在美國設立子公司，並經由子公

司在美國的行銷，享有美國這個大市場的規模經濟利益，可以提高其母公司的報酬率。

(三) 經常帳逆差並未高估，主要理由如下：

1. 利用移轉訂價低報出口價格，高報進口價格的理由並不充分

也有研究認為外國直接投資者與其美國子公司之間利用價格移轉（即低報出口價格，高報進口價格）的方式壓低其在美國的投資利潤。有研究（註 4）指出一年的價格移轉金額約有 1,000 億美元，也就是說美國經常帳逆差的金額一年約可減少 1,000 億美元。長久以來，這個問題經常被討論，而且估計的金額眾說紛紜。BEA 認為美國的公司所得稅率並沒有特別高，與主要貿易對手國比較，美國的平均有效公司所得稅率低於義大利與日本，高於荷蘭、墨西哥與英國，與加拿

大、德國的稅率相當。因此，支持價格移轉的理由並不充分。

2. 價值變動不能視為實質的貨物交易而增加商品或服務的輸出

根據當前的國際金融統計標準，若用投資報酬率反推得到的較大的美國對外投資餘額，並非美國與非居民之間的交易，美國的出口是不能因此而增加的。如同圖 3 所顯示的無形資產的隱含價值的變動，也不能計入出口，頂多只能計入國際投資部位的價值變動項。若採用 Hausmann and Sturzenegger 的說法，國民所得帳也必須隨之更改。因為 $GDP=C+I+G+X-M$ ，輸出（X）是 GDP 的組成項目，輸出上調，經濟成長率應該也要調高。

3. 管理與智慧財產權收入已計入經常帳
外界認為美國的對外投資因為優質的管理與擁有優勢的智慧財產權，所以投資報酬率較高，事實上，管理與智慧財產權收入在國際收支經常帳的服務項已有紀錄。

（四）用理論的假設條件推估統計數字會產生嚴重扭曲

如果國際投資部位與國際收支採用 Hausmann and Sturzenegger 的估計方法，為顧及統計方法的一致性，那麼，其他的統計也該一律適用。例如，銀行業的存款大多來自家庭部門，放款對象則為企業與家庭，所以，銀行對家庭為淨負債部位，且由於貸款利率高於存款利率，銀行對家庭一定是有投資所得淨收入。若以淨收入的 5% 反推銀行的部位將永遠是淨資產，推估得來的淨資產與實際淨負債的差額，則視為銀行的金融服務收入，也就是國民所得帳中個人消費支出，從而提高 GDP 成長率。顯然的，這種推估的方式將嚴重破壞整套國際經濟金融與國民所得統計。所有統計帳的編製均應依循國際間接受的準則，與分析這些統計帳戶的技巧是兩回事，許多的分析技巧是很有創意的，但是對統計卻造成嚴重的扭曲。

參、美國的國外關係企業貿易統計

從上一章的討論，可以知道美國國際交易統計的爭論焦點在於美國的對外直接投資的資產價值與高額的直接投資所得收益。再加上美國是全球最大的直接投資（淨）輸出國（註 5），眾多的國外關係企業對美國的經濟發展到底扮演著什麼樣的角色？關係企業間的貿易對美國經常帳逆差是加分還是減分？自然是值得研究的議題。美國也是全球第一

個完成 FAT 統計的國家，目前絕大多數研究 FAT 統計的人員是不會錯過 BEA 的經驗。

一、FAT 統計的定義以及其與國際收支的差異

FAT 是以主要投資者（註 6）的國籍為基礎的統計，有別於國際收支以經濟利益為基礎的統計，簡單的說，FAT 是以企業所有權者的國籍為基礎；BOP 則是以企業的所在地

為基礎。例如，在台北的 A 公司的母公司是美國企業，在國際收支統計中，A 公司是台灣國際收支的國內企業，A 公司與台灣國內任一家企業或個人的交易均非國際收支交易；但 A 公司與美國母公司或台灣以外的任何個體的交易均算入台灣的國際收支統計。FAT 則將統計重點放在 A 公司的營運對台灣的影響以及與美國母公司之間的交易對美國的影響。

國際收支統計的概念著重在交易者的經濟利益所在地，如上述的 A 公司設在台北，它的經濟活動以台北為主，它的銷售、採購、雇用員工、繳稅都直接有利於台灣的經濟發展。但是，隨著全球化的普及，跨國直接投資的快速成長，國際間的比較利益法則不再僅用於商品貿易，企業更善於利用在國外建立生產基地或營業據點的方式，以便更接近當地的消費者，並以其優勢的生產技術或管理知識來獲取最大的利潤。而多國籍企業投資利潤的處理與流向，以及營運項目（如 R&D 或製造地）的分配，均是 FAT 統計的重點。

二、所有權基礎的經常帳

BEA 從 1990 年代即開始 FAT 統計。目前每年 1 月 BEA 會發布兩年前的以所有權為基礎（註 7）(ownership-based)的經常帳統計，例如 2007 年發布 2005 年的資料。所有權基礎的經常帳係在國際收支基礎下，將與關係企業有關的交易獨立列帳，可以視為經常帳

的一個衛星帳。由於跨國直接投資的普遍化，以所有權為基礎的國際貿易統計可提供從另外一個角度來衡量各國經濟的強弱、適當的幣值或提供產業發展決策者的參考。

從 1995 年至 2005 年所有權基礎的美國經常帳可以發現下列趨勢（表 1 列出 1995、2000 與 2005 年的資料，趨勢與全期間是一致的）：

（一）商品與服務貿易逆差的主要來源是非關係企業之間的貿易

美國對關係企業的商品與服務的輸出、入占總商品與服務輸出、入的比重均呈現遞減，輸出從 1995 年的 25.2% 降至 2005 年的 18.7%；輸入從 1995 年的 30.8% 降至 2005 年的 23.6%，這種遞減的趨勢符合直接投資帶動的貿易成長效果會隨時間而遞減。就商品與服務貿易淨額言，逆差金額雖然從 1995 年的 791 億美元增至 2005 年的 2,525 億美元，但是，商品與服務貿易逆差占經常帳逆差的比重卻是呈現遞減，從 1995 年的 69.7% 降至 2005 年的 31.9%，表示近年來持續擴大的商品與服務貿易逆差的主要來源是非關係企業之間的貿易。

（二）美國母公司與其國外子公司為貿易順差；在美國的外國子公司與其母公司集團則為貿易逆差

將關係企業分為美國母公司與其國外子公司，以及在美國的外國子公司與其母公司集團兩類，可以發現美國母公司與其國外子

表 1 所有權基礎的美國經常帳

單位：十億美元，%

	1995		2000		2005	
	金額	比重	金額	比重	金額	比重
1. 商品、服務與所得收入	1,004.7	100.0	1,421.5	100.0	1,749.9	100.0
3. 商品與服務輸出	794.4	79.1	1,070.6	75.3	1,275.2	72.9
5. 對關係企業的輸出	253.3	25.2	314.4	22.1	327.8	18.7
7. 對美國母公司的國外子公司	187.1	18.6	234.1	16.5	227.8	13.0
9. 對在美國有子公司的外國母公司集團	66.2	6.6	80.3	5.6	100.0	5.7
所得收入	210.3	20.9	350.9	24.7	474.7	27.1
11. 美國母公司因國外子公司銷售產生的直接投資所得順差	95.3	9.5	151.8	10.7	251.4	14.4
其他所得收入	115.0	11.4	199.1	14.0	223.3	12.8
2. 商品、服務與所得支出	1,080.1	100.0	1,778.1	100.0	2,455.4	100.0
4. 商品與服務輸入	890.8	82.5	1,448.2	81.4	1,992.0	81.1
6. 自關係企業的輸入	332.4	30.8	504.5	28.4	580.3	23.6
8. 自美國母公司的國外子公司	129.7	12.0	209.9	11.8	233.2	9.5
10. 自在美國有子公司的外國母公司集團	202.7	18.8	294.6	16.6	347.1	14.1
所得支出	189.3	17.5	329.9	18.6	463.4	18.9
12. 在美國的國外子公司付給母公司因銷售產生的直接投資所得逆差	30.3	2.8	56.9	3.2	117.0	4.8
其他所得支出	159.0	14.7	273.0	15.4	346.4	14.1
經常帳餘額(逆差=a+b)	-113.5	100.0	-415.2	100.0	-791.6	100.0
a. 商品、服務與所得淨額(逆差=1-2)	-75.4	66.4	-356.6	85.9	-705.5	89.1
對關係企業的商品與服務貿易淨額(=5-6)	-79.1	69.7	-190.1	45.8	-252.5	31.9
美國母公司與其國外子公司(=7-8)	57.4		24.2		-5.4	
在美國的國外子公司與其母公司集團(=9-10)	-136.5		-214.3		-247.1	
關係企業因銷售付給母公司的投資所得淨額(順差=11-12)	65.0		94.9		134.4	
b. 經常轉移淨額	-38.1	33.6	-58.6	14.1	-86.1	10.9

資料來源：作者整理自 "Ownership-Based Framework of the U.S. Current Account" BEA, January 2007

公司的貿易差額在 2004 年以前均呈現順差，2005 年才轉呈小幅逆差 54 億美元；相對的，在美國的外國子公司與其母公司集團的貿易差額則持續呈現逆差，且逆差呈現小幅成長，金額從 1995 年的 1,365 億美元增至 2005 年的 2,471 億美元。

(三) 高額的直接投資所得順差顯示在全球生產鏈中，高附加價值的部分仍掌握在美國母公司

不過，所有權基礎經常帳最重要的一項資訊是統計經由直接投資方式所產生的投資所得，即表 1 的第 11 項：「美國母公司因國外子公司銷貨產生的直接投資所得淨收入」與第 12 項：「在美國的外國子公司付給母公司因銷貨產生的直接投資所得淨支出」。BEA 認為上述的直接投資所得與證券投資、存放款投資等投資所得顯示的經濟意義是不同的。直接投資所得代表的是美國公司為了提高效率、降低運輸成本或避免貿易壁壘等因素將生產基地外移國外的獲利情形，也可以將這些直接投資所得的一部分視為美國母公司對國外子公司的管理收入；證券投資、存放款投資等投資所得則屬於被動性質的投資所得，因為獲利率主要是掌握在被投資國手中。

若從投資所得觀察，美國母公司因國外子公司銷貨產生的直接投資所得順差則自 1995 年的 953 億美元逐年快速增加至 2005 年的 2,514 億美元，遠大於在美國的外國子公司

付給母公司因銷貨產生的直接投資所得逆差（1995 年為 303 億美元，2005 年為 1,170 億美元），收支相抵，關係企業因銷貨付給母公司的投資所得淨額持續呈現順差且持續成長，從 1995 年的 65 億美元增至 2005 年的 1,344 億美元，是美國所得帳呈現順差的最大的因素。例如，2005 年美國的直接投資所得順差僅 113 億美元，扣除上述的直接投資所得順差 1,344 億美元，其他項目（包含證券投資、其他投資與薪資所得）的所得逆差高達 1,231 億美元，占美國國際投資部位中直接投資以外的淨負債 32,735 億美元的 3.8%，也就是美國淨債務的平均利率約為 3.8%，由此觀之，BEA 的統計仍相當合理，並無哈佛學者所質疑的 dark matter 的存在。

更深一層的意義是美國的商品貿易逆差如此龐大，但是，美國母公司與其國外子公司因銷貨所產生的高額直接投資所得收入可以彌補部份的商品貿易逆差，顯示在全球生產鏈中，高附加價值的部分仍掌握在美國母公司這一端。

(四) 2001 年以後，美國幾乎每年均下修其經常帳逆差

由於投資所得收入的資料來自美國財政部與聯邦準備理事會的年度調查，資料落後一年以上，因此，BEA 通常在年中會修正前一年以及過去數年的國際收支與國際投資部位統計。本（2007）年 6 月修正 2006 年經常帳逆差減少 452 億美元（註 8），主要係因所得

順差增加 439 億美元，其中，所得收入增加 284 億美元；所得支出減少 155 億美元。而所得順差增加則因國際投資部位淨負債修正減少 4,554 億美元所致。

在本節介紹的所有權基礎的經常帳的資料係來自 BEA 的兩項調查：「在美國的外國子公司的營運」與「美國國外子公司的營運」，這兩項調查提供了企業國際化經濟活動的詳細資訊與數據，也是美國制定國際經濟政策與產業政策的重要依據。以下兩節分別說明其統計內涵，可進一步由美國多國籍企業的營運觀察美國經常帳逆差的來源與衡量其持續性。

三、在美國的外國子公司的營運

(一) 產出的附加價值與雇用員工數

BEA 大約於每年 8 月 (註 9) 會發布兩年前提在美國的外國子公司的營運資料，例如 2007 年 8 月發布 2005 年的資料 (註 10)，包括美國母公司與其國外關係企業間，以及在美國的外國子公司與其母公司集團間的總資產、廠房設備總值、廠房設備支出、銷貨、所得淨額、附加價值、員工薪資、雇用員工數、商品貿易與研究發展 (Research and Development, 以下簡稱 R&D) 支出。惟 BEA 最重視的是附加價值與雇用員工數，因為這兩項數據與美國的經濟發展關係最為密切。附加價值與雇用員工數還按產業別與母國作細項分類。目前最新的資料為 2004 年。

根據外國子公司的產出附加價值分析，

2004 年的附加價值為 5,150 億美元，占美國非銀行私部門附加價值的 5.7%，較 2003 年增加 8.4%。主要的外國子公司 (註 11) 母國最大者為英國，比重為 20.8%，其次依序為德國、日本、荷蘭、法國與加拿大，比重為 12.9%、12.8%、8.5%、8.4% 與 7.8%；若按產業別分類排序，最主要的產業還是製造業，其次是批發業、資訊業、零售業與非銀行的金融保險業。製造業與批發業的生產附加價值占全部外國子公司生產附加價值的比重分別達 46.5% 與 18.0%，主要係因有些外國子公司係從事原油代煉與石油批發，油價上漲提高了他們的附加價值。其次是資訊業，比重為 6%。

若從外國子公司的雇用員工數分析，2004 年雇用人數為 170 萬人，占美國非銀行私部門雇用員工人數的 4.5%，較 2003 年減少 2.4% (註 12)，減少的原因為 2004 年有數件外國母公司出售美國子公司的持股，致外國母公司持股低於 50%，而使其美國子公司不計入本項分析的樣本，並且大多數的這些被出售的子公司是屬於勞力密集的產業。BEA 在雇用員工數未作國別分析；在產業別中，則仍然以製造業雇用員工數最多，比重為 11.8% (詳見表 2)。

綜合上述分析，在美國的外國子公司的生產附加價值占美國非銀行私部門的比重是 5.7%，高於雇用員工數的比重 (4.5%)，顯示在美國的外國子公司的勞動生產力相對較

表2 在美國的外國子公司（非銀行）的營運

2004年	附加價值			雇用員工		
	金額（百 萬美元）	比重 ¹	與上年比 較增減	人數 （千人）	比重 ¹	與上年比 較增減
合計	514,957	5.7	8.4	5,116.0	4.5	-2.4
主要投資國				NOT AVAILABLE		
英國	107,220	20.8	13.8			
德國	66,424	12.9	5.0			
日本	66,054	12.8	6.3			
荷蘭	43,775	8.5	1.0			
法國	43,071	8.4	4.6			
加拿大	40,333	7.8	13.7			
主要產業						
製造業	239,641	46.5	8.6	1,707.6	11.8	-3.5
批發業	92,485	18.0	6.8	420.4	7.3	2.3
資訊業	30,975	6.0	18.9	198.1	6.3	-7.9
零售業	28,989	5.6	4.1	598.5	3.8	3.9
金融保險業	24,957	4.8	8.7	190.9	4.5	-15.9

¹ 在合計與主要投資國指的是占美國非銀行私部門的比重；在主要產業則是占美國該產業的比重。

資料來源：作者整理自 "Operations of U.S. Affiliates of Foreign Companies " BEA, August, 2006

高，原因如上所述，是有些外國子公司係從事原油代煉與石油批發，油價上漲提高了他們的附加價值。此外，排名第三的外國子公司行業為資訊業，也是勞動生產力較高的行業。

（二）國際商品貿易

在美國的外國子公司的國際商品貿易占美國總貿易比重（出口比重約為 20%、進口比重約為 25%）遠高於上述的附加價值與雇用員工數兩項比重，顯示在美國的外國子公司（尤其是批發業）的業務偏重在國際貿易，而且大約 50%的出口、80%的進口都是

與其母公司集團間的企業內貿易，換算企業內貿易占美國總出口與總進口比重分別為 8-10%與 20-25%。

從長期觀察，1987 年以來，在美國的外國子公司的商品出口占美國總出口比重與對母公司集團的出口比重一直穩定在 20%與 9% 上下；商品進口占美國總進口比重與自母公司集團的進口比重則均呈下降，分別由早期的 33%、25%降至 2004 年的 26%與 20% 上下（圖 4）。由於出口比重持穩，進口比重下降，在美國的外國子公司的商品貿易逆差金額雖然從 1987 年的 941 億美元增加至 2004

年的2,242 億美元，惟比重則由53%降至35%（圖5）。

若從母公司國別分析，在美國的外國子公司的主要投資國前五名分別為日本、德國、英國、法國和南韓。日本子公司的貿易值一直都是名列第一，2004年自母公司集團的進口即占全體外國子公司進口的36.2%，

主要進口品是運輸設備（汽車），且進口遠大於出口，貿易逆差比重亦高達41.3%。值得注意的是南韓子公司的急速竄升，2004年出口增加40.1%並成為出口值的第五大，主要出口品為晶片、半導體與通信設備；進口亦增加29.7%，為第三大，主要進口品為電子產品與運輸設備（汽車）。我國子公司的

圖4 在美國的外國子公司的商品貿易比重

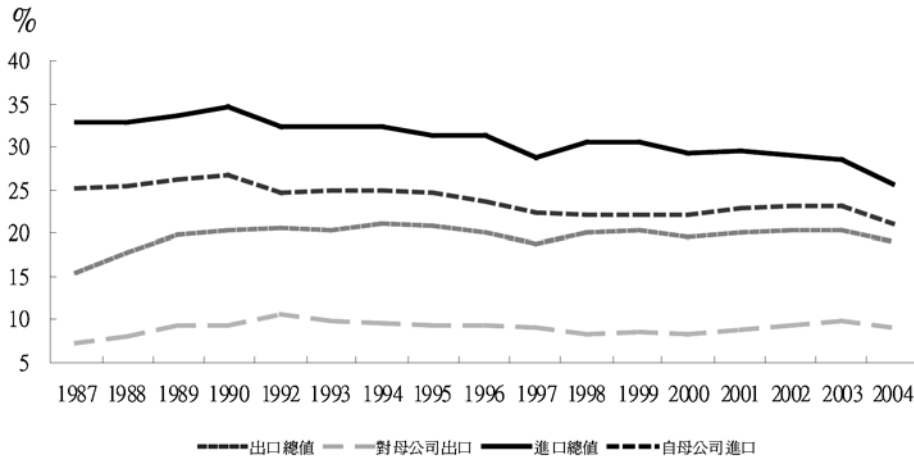


圖5 在美國的外國子公司的商品貿易逆差比重

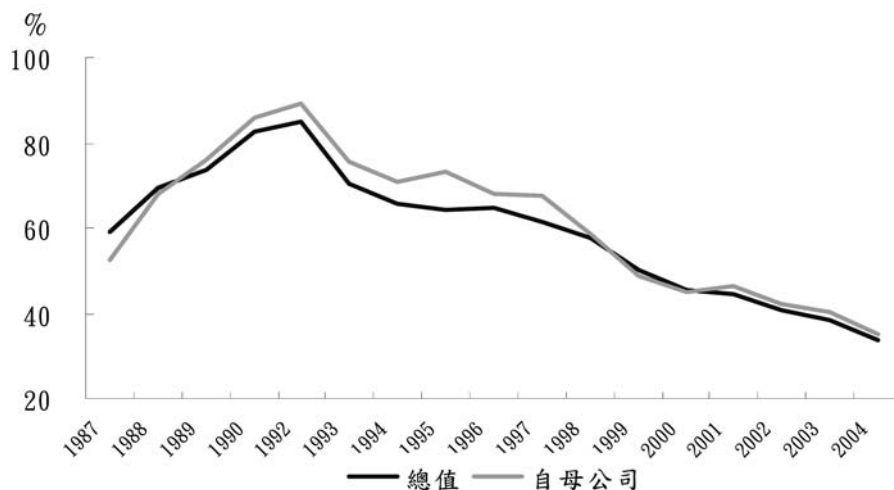


表3 在美國的外國子公司（非銀行）的商品貿易

2004年	出口			進口			貿易差額(逆差)		
	金額(百 萬美元)	比重 ¹	與上年比 較增減	(百萬美 元)	比重 ¹	與上年比 較增減	金額(百 萬美元)	比重 ¹	與上年比 較增減
合計	153,902	100.0	4.2	378,111	100.0	6.0	-224,209	100.0	7.2
主要投資國									
日本	44,260	28.8	7.9	136,924	36.2	2.8	-92,664	41.3	0.5
德國	32,343	21.0	0.1	61,744	16.3	-0.5	-29,401	13.1	-1.1
英國	14,752	9.6	8.4	26,339	7.0	3.0	-11,587	5.2	-3.1
法國	9,365	6.1	-3.9	15,393	4.1	6.2	-6,028	2.7	27.0
南韓	7,295	4.7	40.1	28,632	7.6	29.7	-21,337	9.5	26.4
台灣	1,074	0.7	34.5	2,043	0.5	23.7	-969	0.4	13.6

資料來源：作者整理自"Operations of U.S. Affiliates of Foreign Companies" BEA, August, 2006

貿易規模則相對小於南韓甚多，出口僅達南韓的15%，進口亦僅有7%。法國子公司出口減少係因法國母公司將一些子公司賣給美國（表3）。

四、美國國外子公司的營運

BEA在2006年11月發布2004年美國多國籍企業的營運基準調查結果，顯示多國籍企業的營運重心仍在美國的母公司，比重70%，國外子公司僅占30%；80%的國外子公司設在高所得國家（註13）；最主要的行業是商品製造業，比重達68%。調查的資料包括美國母公司以及其國外關係企業的總資產、銷貨、所得淨額、資本支出、產出的附加價值、員工薪資、雇用員工數與商品貿易。惟BEA最重視的仍是產出的附加價值與雇用員工數，這兩項數據還按產業別與被投資國作細項分類。

（一）產出的附加價值與雇用員工數

根據國外子公司的產出附加價值分析，2004年的附加價值為8,243億美元，最大的國外子公司所在地亦為英國，比重為18.2%，其次，才是加拿大，比重為11.6%，若再加上德國（比重9.0%）、法國（比重5.8%）、日本（比重5.3%）和義大利（比重3.6%），則比重達53.6%，顯示一半以上的產出附加價值來自這6個高度發展的富有國家。亞洲國家的比重均不大，惟值得注意的是，我國的比重從1999年的1.1%降至2004年的0.7%，減幅甚大；相對的，中國的比例則由0.7%升至1.6%，增幅相當顯著，印證生產基地移出台灣的廠商也包括美國的台灣分公司。若按產業別分類排序，最主要的產業還是商品製造業，比重高達68%，其次是專業科技服務業、非銀行的金融保險業、資訊業與批發業，比重則小了許多，介於7%至3%之間。

若把產出的附加價值對照雇用員工數分

析，發現美國國外子公司在英國、日本與新加坡的雇用員工數比重相對低於產出附加價值的比重，亦即在這3個國家雇用較少的人，生產較高附加價值的產品，也意味著在這些國家的產業是低勞動密集產業；在中國的情況則相反，雇用員工數比重為4.7%，產出附加價值比重為1.6%，惟在中國的成長率分別是以20%與53%的高年增率成長；我國與南韓的兩項比重則相當。在產業別方面，仍然以製造業雇用員工數最多，比重為50.0%，但是，主要產業中的製造業、專業科技服務業、非銀行的金融保險業與資訊業的雇用員工數比重均低於產出附加價值的比重，只有批發業的雇用員工數比重高於產出附加價值

的比重（詳見表4）。

（二）國際商品貿易

2004年美國與其國外子公司的商品貿易占美國總貿易比重，出口為22.5%、進口為15.8%；其中，出口的84.1%、進口的85.8%為企業內貿易。美國與其國外子公司的商品貿易雖亦呈現逆差，惟其中54%逆差來自設在加拿大的子公司，其次為愛爾蘭與中國，三國的逆差合計比重即高達91%；相對的，設在英國、日本、台灣和南韓的子公司卻呈現順差，與該四國設在美國的子公司的商品貿易均呈逆差是完全不同的貿易型態（表5）。

美國母公司對國外子公司的出口65%是

表4 美國國外子公司（非銀行）的營運

2004年	附加價值			雇用員工		
	金額(百 萬美元)	比重 ¹		人數 (千人)	比重 ¹	與上年比 較增減
		1999年	2004年			
合計	824,336	100.0	100.0	8,617.2	100.0	4.5
被投資國						
英國	132,527	18.2	16.1	1,166.3	13.5	1.1
加拿大	94,205	11.6	11.4	1,065.1	12.4	0.4
日本	46,491	5.3	5.6	227.6	2.6	-3.5
中國	13,336	0.7	1.6	407.9	4.7	20.4
新加坡	13,353	1.7	1.6	110.7	1.3	14.7
南韓	6,902	0.6	0.8	79.6	0.9	2.8
台灣	5,927	1.1	0.7	75.2	0.9	9.8
主要產業		100.0	100.0		100.0	
製造業	563,320	68.6	68.3	4,309.2	50.0	2.2
專業科技服務	50,887	6.9	6.2	475.1	5.5	10.4
金融保險業	39,845	4.4	4.8	242.8	2.8	-15.4
資訊業	35,916	3.9	4.4	318.3	3.7	-2.2
批發業	30,144	5.2	3.7	733.5	8.5	-3.5

¹指的是占美國全體非銀行國外子公司的比重。

資料來源：作者整理自"Operations of U.S. Multinational Companies" BEA, November, 2006

表 5 美國國外子公司（非銀行）的商品貿易

2004年	美國對子公司的出口			美國自子公司的進口			貿易差額(逆差)	
	金額(百 萬美元)	比重 ¹	與上年比 較增減	金額(百 萬美元)	比重 ¹	與上年比 較增減	金額(百 萬美元)	與上年比 較增減
合計	184,143	100.0	5.0	231,518	100.0	9.5	-47,375	31.9
被投資國								
加拿大	58,898	32.0	2.7	84,518	36.5	8.7	-25,620	25.9
英國	11,850	6.4	8.9	9,783	4.2	-3.6	2,067	179.7
德國	6,168	3.3	-0.8	6,146	2.7	20.1	22	-98.0
愛爾蘭	2,224	1.2	8.6	15,533	6.7	3.4	-13,309	2.6
日本	9,409	5.1	-0.8	2,644	1.1	30.2	6,765	-9.3
新加坡	7,946	4.3	18.0	9,895	4.3	19.0	-1,949	23.5
中國(含香港)	5,402	2.9	7.1	9,719	4.2	19.3	-4,317	39.0
台灣	3,099	1.7	27.2	1,184	0.5	7.5	1,915	43.4
南韓	1,917	1.0	14.7	303	0.1	1.7	1,614	17.6

¹ 指的是占美國全體非銀行國外子公司的比重。

資料來源：作者整理自 "Operations of U.S. Multinational Companies" BEA, November, 2006

為了再製造，35%則是為了銷售。製造業則是 94%是為了再製造，再製造的比率較全部行業高出甚多。

五、美國多國籍企業的角色與影響

根據聯合國的統計，多國籍企業在全球經濟活動的比重急劇上升，2005 年國外關係企業的銷售值已達 22 兆，是全球出口值的 2 倍；相較於 1990 年時，國外關係企業的銷售值僅是全球出口值的 25%。美國對外直接投資規模名列全球第一，這些母公司在美國的多國籍企業在全球化的過程中對美國或被投資國的影響，當然也引起美國相關決策者的高度注意。本節即介紹 2006 年 1 月 BEA 發表其對美國多國籍企業一些值得關切的問題所做的研究結果。我國對外直接投資規模在 2006 年底亦已高達 1,270 億美元，經濟部也

曾對我國的多國籍企業母公司作過類似調查研究，但是美國多國籍企業的歷史悠久，渠等經驗應值得我國參考。

BEA 的研究結果採問答方式如下：

問題一：多國籍企業如何影響母國與被投資國的產出、所得與就業？

研究結果：美國多國籍企業在海外投資的最主要原因是進入國外的市場，多國籍企業在美國本土的產出附加價值、資本支出與雇用員工數在 2003 年分別占其全球比重的 74%、74%與 72%；較 1997 的 75%、79%與 78%降低，惟在美國本土的比重仍然達 2/3，顯示多國籍企業的經營重心仍在美國。此外，多國籍企業增加國外新的投資，與母國以及對被投資國的產出均呈現正相關，亦即同時增加母國與被投資國的產出。對雇用員

工數與薪資的影響則不顯著。

問題二：多國籍企業如何決定生產地點？

研究結果：美國 2/3 的對外直接投資是在高所得國家，而非選擇去低工資國家從事生產。投資的目的是要打入發展潛力大的當地市場，設計符合當地市場需求的產品，以便銷售其產品或服務，其次的考量因素還包括稅負或減少轉運成本。

問題三：多國籍企業如何因應貿易與投資壁壘？

研究結果：利用在稅負較低的國家成立控股公司因應，控股公司占對外直接投資比重由 1982 年的 9% 上升至 2004 年的 34%，2006 年則降至 30%。

問題四：多國籍企業對貿易量與貿易餘額的影響？

研究結果：一般認為對外直接投資會帶動貿易量的增加，美國公司的海外關係企業確實自母公司進口大部分的半成品，惟這種投資帶動的效果會隨時間的拉長而遞減。

問題五：多國籍企業的投資係著眼於垂直式的生產整合或水平式的擴張業務？

研究結果：BEA 認為大多數美國企業的對外直接投資是水平式的擴張，而非在不同國家生產不同階段產品，藉以降低成本的垂直式的整合，惟著眼於降低生產成本垂直式的整合投資愈來愈多。

問題六：多少工作機會已經外移？

研究結果：估計多少工作機會已經移往

境外是相當困難的。因為有許多公司並不知道自己的業務是由境外的公司來執行的。例如，一家美國公司將一項工作外包給另一家美國公司，第二家美國公司再將部分工作委由外國公司承做，美國的生產與工作機會確實移轉到外國，但是這兩家美國公司並未外移，也就無法估計多少工作機會已經外移。更何況有些外包工作與美國的生產活動是互補，而非替代，工作者因為工作外包轉而從事更有生產力與高獲利率的新工作。

另一項困難是缺少相對的比較情境，很難量化。例如一家美國公司若不外移，卻很可能結束營業，美國失去了這家公司的生產與雇用；相對的，外移的公司卻可能蓬勃發展，連帶的在美國的母公司仍然持續運作，持續雇用員工與部分的產值。因此，評估產業外移對國內就業的影響是不容易的。

一國的人口成長、勞動參與率與教育訓練決定整體就業水準與結構。美國 40 年前與現在的失業率均約在 4.5%，並未因工作外包或企業對外直接投資而使失業率上揚；同期間，美國的勞動力就業增加兩倍，不過，就業結構則從製造業移轉至服務業，目前服務業市場已是最重要的就業市場。

觀諸美國國際收支資料更可清楚說明此一趨勢。美國的經常帳逆差雖因商品貿易逆差的擴大而持續惡化，惟其服務順差卻不斷增長，從 1987 年的 76 億美元增至 2005 年的 622 億美元，18 年間成長了 8 倍；2005 年美

國的服務貿易輸出占全球服務貿易輸出的15.1%；服務貿易輸入占全球服務貿易輸入的12.8%，美國是全球最大的服務貿易輸出國，也是最大的服務貿易輸入國，同時也是最大的服務順差國。

問題七：多國籍企業在國際金融流量所扮演的角色？

研究結果：無法有明確的答案。因為金融操作的複雜性與日俱增，不可能釐清哪些金融流量是與多國籍企業相關的。

研究結論：

雖然從BEA的研究資料並不能回答所有大眾關心的企業外移的問題，但是，BEA的研究結果顯示在經貿全球化、自由化的趨勢下，產業競爭更加艱鉅，基於各國競爭條件與比較利益差異，多國籍企業、產業垂直分

工、外包生產是企業維持競爭力必備的經營方式。美國企業在國際激烈的競爭環境中，一直是以生產技術創新獨占鰲頭，加上先進的通訊與運輸設備，降低美國多國籍企業的成本並增加利潤，使美國企業的經營更加多元化，不論新的市場出現在哪裡，美國多國籍企業均得以優勢的競爭力掌握住機會。因此，以通關統計計算的商品貿易出超或入超，其經濟意涵是否仍然如以前一樣值得重視，還是應該關心貿易自由化讓美國享受著全球物美價廉的商品與其高額的對外直接投資利潤的歸屬才更為重要？開發中國家出口1億件襯衫的金額才等於進口波音公司1架民航客機，而1億件襯衫的利潤則遠低於1架民航客機，如果是代工名牌襯衫，則利潤可能更低。

肆、美國國際收支失衡可以維持並逐步微調縮小

一、美國的經常帳逆差是全球貿易失衡的結果

理論上，將全球各國的經常帳餘額加總應該是零，也就是某些國家的經常帳順差就是其他國家的經常帳逆差。觀察1996年與2006年全球的經常帳變化顯示，美國以外的已開發國家的經常帳順差由1996年的1,559億美元增至2006年的2,042億美元，計增加483億美元，惟日本即增加了1,047億美元，歐元區與英國則是逆差增加較多的地區，美國的經常帳逆差增額6,867億美元大於全體已

開發國家的逆差增額（6,384億美元）；相對的，發展中國家的經常帳則由1996年的逆差828億美元轉呈順差，且順差大幅增加至7,260億美元，尤其是受金融危機傷害過的國家，經常帳順差顯著增加，如東亞國家的香港、南韓、泰國與台灣；拉丁美洲的巴西與阿根廷。此外，中國是經常帳順差增加最多的國家，中東產油國則居次。整體而言，美國的經常帳逆差增額約略等於新興經濟體與產油國經常帳順差的增額（詳見圖6與表6）。

圖 6 主要國家（地區）的經常帳餘額

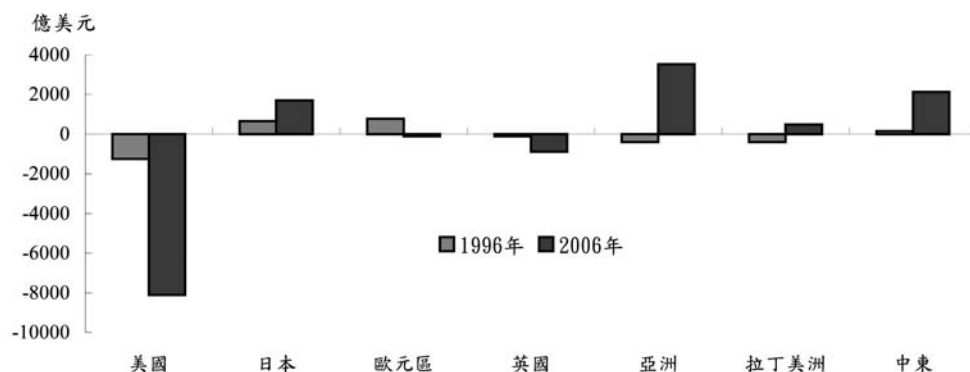


表 6 主要國家（地區）的經常帳餘額

	億美元		
	(1)1996年	(2)2006年	(2)-(1)
已開發國家	311	-6,073	-6,384
美國	-1,248	-8,115	-6,867
日本	657	1,704	1,047
歐元區	773	-111	-884
法國	234	-283	-517
德國	-140	1,464	1,604
義大利	368	-416	-784
西班牙	-14	-1,080	-1,066
其他	129	450	321
澳洲	-154	-409	-255
加拿大	34	215	181
瑞士	220	698	478
英國	-105	-883	-778
美國以外的已開發國家	1,559	2,042	483
發展中國家	-828	6,432	7,260
亞洲	-402	3,521	3,923
中國	72	2,499	2,427
香港	-40	206	246
南韓	-231	61	292
台灣	109	247	138
泰國	-144	32	176
拉丁美洲	-391	487	878
阿根廷	-68	52	120
巴西	-235	136	371
墨西哥	-25	-15	10
中東	151	2,124	1,973
中國以外的亞洲開發中國家	-474	1,022	1,496

註：無符號表示經常帳順差；負號表示經常帳逆差。

資料來源：IFS, Aug.2007

二、美國的優勢條件

美國經常帳逆差是全球貿易失衡的結果，以出口為經濟支柱的國家將商品大量賣到美國，以維持經濟成長；出超國又將所得的資金投資美國的資本市場，融通美國的進口。在此循環之下，美國的國際收支失衡逐年擴大，但是，美國的國際收支失衡是可以維持的，不會引爆國際間的金融危機，主要係因美國有下列的優勢條件：

（一）全球最大的經濟規模與強勁的經濟成長

以美國全球第一的經濟規模，一年的國內生產毛額達 13 兆美元以上，最近五年還能以平均 3% 的年增率成長，即可知美國經濟的強勁，在工業國家中是相當優異的表現，超越歐元區國家與日本。而在高經濟成長的另一面，即是其高進口需求所造成商品貿易逆差。事實上，美國的國際政策即認為以國際貿易幫助新興經濟體的經濟發展與成長的效果，遠較提供開發援助的效果要好（註 14），因此，美國是全球最大的商品進口國，尤其是一些新興經濟體最重要的出口市場。

另一方面，美國最具活力與生產力的公司也是以出口為導向的製造業：包括飛機、營建設備、資本財、科學性儀器、塑膠與化學等出口廠商，其擁有較先進的技術、能夠給付較高的薪酬與創造較多的就業機會。非屬製造業的軟體開發、線上服務的美國高科技公司也是深具國際競爭力的佼佼者。而這

些公司透過設立國外生產據點、外包以維持其優勢的競爭力，高附加價值的部分仍掌握在美國母公司的這一端，國際收支中的所得順差即是這些頂尖公司的貢獻。

此外，美國在服務貿易一直是全球最強的，它的服務貿易順差一年約有 600 至 700 億美元，是全球各國中最大的順差，尤其是在專利權、版權與商標，「商業、專業與技術服務」（包括法律、財務會計、工程、建築設計、電影、均是技術、軟體開發等）、金融、旅行以及教育，這些高附加價值的服務業，都是美國的優勢項目。2006 年上述各項服務淨收入分別高達 360 億美元、316 億美元、286 億美元、137 億美元以及 102 億美元（詳表 7）。這些服務貿易的收入都是相當穩定，且領先其他國家甚多，是支撐美國經常帳逆差最大的支柱。

（二）全球金融的領導地位

美國除了領導全球的政治與經濟，其廣度與深度兼具的金融市場，再加上美元是全球最普遍被接受的國際通貨，美國在最近的半世紀一直是全球金融的霸主。

以出口支撐經濟成長而擁有經常帳順差的國家，長久以來將國內的超額儲蓄投資在美國的金融市場，一方面可穩定本國的通貨匯率，避免打擊出口競爭力，另一方面也是因美國金融市場的流動性、安全性，甚至是獲利性與穩健性都比其他市場高。這種經常帳順差國家與美國雙方互惠的局面不會因美

表 7 2006 年美國的服務貿易

億美元；%

	出口		進口		貿易差額	
	金額	比重	金額	比重	金額	比重
旅行	857	20.9	720	21.0	137	20.4
客運	222	5.4	275	8.0	-53	-7.9
其他運輸	463	11.3	653	19.1	-190	-28.4
專利權、商標等	624	15.2	264	7.7	360	53.7
其他民間部門的服務	1,877	45.8	1,165	34.0	712	106.3
關係企業間	576	14.1	482	14.1	94	14.0
美國母公司	325	7.9	260	7.6	65	9.7
在美國的外國子公司	251	6.1	222	6.5	29	4.3
非關係企業間	1,301	31.8	683	19.9	618	92.2
教育	146	3.6	44	1.3	102	15.2
金融	371	9.1	85	2.5	286	42.7
保險	93	2.3	336	9.8	-243	-36.3
通信	62	1.5	46	1.3	16	2.4
商業、專業與技術	474	11.6	158	4.6	316	47.2
其他	155	3.8	14	0.4	141	21.0
其他	51	1.2	347	10.1	-296	-44.2
合計	4,094	100.0	3,424	100.0	670	100.0

資料來源：作者整理自 U.S. International Transactions Data, "Survey of Current Business" BEA, July & August, 2007

元的貶值而崩潰，因為歐元區的經濟規模與進口市場不及美國，無法容納新興國家對美國的出口移轉至歐元區，況且歐元區國家也需要仰賴出口維持其經濟成長。因此，自 2002 年美元高點以來，美元對歐元持續貶值，至本（2007）年 9 月底已對歐元貶值 34%，惟歐元區也已經出現要歐洲中央銀行注意歐元升值對歐元區國家出口的不利影響。由此觀之，歐元很難取代美元全球關鍵通貨的地位。在全球經貿互動緊密的環境中，美元應該會採取對不同地區的通貨有不

同的匯率政策，對開發中國家的通貨貶值的幅度與速度都將有限，以避免傷害這些發展中國家的經濟。也就是說，美元國際通貨的地位繼續維持，商品貿易順差國家的超額儲蓄仍然會持續投資美國，美國全球金融霸主的地位也不會動搖。

（三）美元貶值不會造成美國企業倒閉或金融危機

美元貶值不會造成美國企業倒閉或金融危機是美國的另一項優勢，因為美國企業與銀行的資產負債表的資產與負債絕大多數以

美元持有，沒有幣別不對稱的問題，也就是沒有匯率風險，當美元大幅貶值時，不會因為國外負債增加而倒閉，反而是美國企業的國外資產在美元貶值時，換算成美元的國外資產增加，淨負債反而減少，有利於縮小經常帳逆差。2006年美國的國際投資部位的國外淨負債僅增加3,013億美元，遠低於2006年的經常帳逆差8,115億美元，主要原因即在於國外股市大漲以及外國貨幣對美元升值，美國持有的外國資產增值所致。美元貶值對美國多國籍企業國外獲利的增加有相當的助益，在美國國內經濟降溫的時候，海外的獲利更加顯現其重要性。

(四) 美國的資本財與工業原材料製造業仍
深具國際競爭力

若從美國的商品貿易結構觀察，要縮小美國的貿易逆差並不困難。美國的出口以資本財與工業原材料為主，占出口比重達66.1%；顯示美國在資本財與工業原材料領域

的製造能力很強；若以出進口相抵之後的貿易差額言，消費財與「原油及其產品」逆差比重高達72.8%，只要減少消費財與「原油及其產品」進口，增加其出口，使其貿易逆差減少一半，即可降低經常帳逆差占GDP比重達2.3%，使經常帳逆差占GDP比重接近3%（表8）。

觀諸美國社會目前的生活型態，平均每人消耗的汽油與自用汽車的密度高居全球第一，汽油價格低於許多開發中國家，甚至日常生活用品與食品價格也低於台灣。由於車輛、汽油與一般消費品價格低廉，美國消費者享受著高所得、低物價的生活，也因此被指為是「揮霍」的一群。當美元貶值，進口品價格上升，美國消費者要減少消費，犧牲一些生活的享受，適度減緩生活水準成長，進口消費品減少對美國經濟的傷害並不大，且商品貿易逆差就可以減少。美國經常帳逆差調整的代價較其他遭受金融危機創傷的國

表8 2006年美國的商品貿易結構

	出口		進口		貿易差額	
	金額	比重	金額	比重	金額	比重
食物與飲料	660	6.4	749	4.0	-89	1.0
工業原材料	2,673	25.9	2,901	15.4	-228	2.7
原油及其產品	--	--	3,024	16.1	-3,024	35.6
資本財	4,139	40.2	4,183	22.2	-44	0.5
車輛	1,072	10.4	2,567	13.7	-1,495	17.6
消費財	1,300	12.6	4,461	23.7	-3,161	37.2
其他	462	4.5	919	4.9	-457	5.4
合計	10,306	100.0	18,804	100.0	-8,498	100.0

資料來源：作者整理自U.S. International Transactions Data, "Survey of Current Business" BEA, July & August, 2007

家要低很多。

然而，美國的經常帳逆差終須受到控制。美元貶值確實可以發揮支出移轉效果，使美國國內原用於購買外國產品的支出移轉為對本國產品的支出。根據本年 10 月最新資料，2006 年美國經常帳逆差占 GDP 的比重由 2005 年的 6.34 降為 6.13，為 2002 年以來首度下降，占 GDP 的比重亦由過去 4 年平均每年增加 0.62 個百分點反呈減少 0.21 個百分點；經常帳逆差年增率已從過去 4 年平均 20% 降為 2.5%，預期本年經常帳逆差將會持續減少，占 GDP 比重將進一步下降。本年 1-7 月美國商品貿易逆差已經減少 4%，其中，由於

美元對加元與歐元的大幅貶值，對加拿大(註 15)與歐元區的貿易逆差減少最為顯著。若加上服務貿易，逆差減幅達 8%，美元貶值的效果已經逐漸顯現。

由於我國是典型的小型開放經濟體，輸出入占 GDP 的比重高達 126%，相對的，美國的輸出入占 GDP 的比重僅 28%，國外交易對其經濟金融的影響較小，對我國的影響則要比美國大很多，尤其是，國際資本移動與匯率變動。因此，在評估美國經驗對我國的啟示與提出政策建議之前，以下兩節先說明全球匯率制度與國際收支發展的最新情勢。

伍、全球匯率制度的趨勢

全球經濟金融的緊密關連，國際資金的自由移動增強匯率的傳染效果，幾次國際的金融危機(註 16)使得全球的匯率制度往釘住的固定匯率與浮動匯率兩個極端發展，原有的介於釘住與浮動的爬行或區間匯率制度都禁不住國際資金流動的衝擊而紛紛被各國放棄。浮動匯率制度又分為完全獨立的浮動與管理浮動，目前除了少數國家採行完全獨立的浮動匯率制度，大多數國家普遍採行的是管理浮動匯率制度。

聯合國在 2007 年的「貿易與發展報告 (Trade and Development Report)」中即表示反對完全由市場力量主導的匯率調整機制，因為當匯率的升貶未能軋平未拋捕的利率平

價時，完全浮動的匯率制度可說是投機者的天堂，因為投機者可以大量移動資金，影響匯率往有利於投機者的方向波動，在外匯市場有領頭羊的示範效果，尤其是小型開放的經濟體，其外匯市場規模不夠大，更是投機者最容易獲利的市場。因此，該報告建議開發中國家的匯率政策宜降低潛在投機資金移動的動機，維持平穩與有競爭力的實質匯率。事實上，在目前的國際金融市場，沒有任何經濟體的匯率機制是不受國際因素影響的，除了尋求實質匯率與市場力量的均衡，貿易對手國匯率的動向也是調整機制中的重要指標。

以主要貿易對手國一籃通貨與本國貨幣

雙邊匯率以及相對物價計算的實質有效匯率指數，由於較均衡匯率模型計算方便，可以掌握最即時的匯率變動，分析本國貨幣對外國貨幣升、貶值幅度，顯示本國產品國際競爭力的高低，一直是國際組織與各國貨幣當局倚重的匯率政策指標。目前國際間計算有效匯率指數之方法大致分為兩種，一種採年環比指數(annually chain-linked index)公式，每年變動權數，通貨權數分配納入第三市場競爭效果，並擴大通貨籃範圍（以下簡稱新法）；另一種為傳統計算公式，固定權數，用雙邊貿易比重計算通貨權數，不考慮第三市場競爭（以下簡稱舊法）。美國、日本及

英國央行已改採新法。這樣的改變主要也是因應全球化以及新興市場國家在全球貿易體系之重要性日益提升，國際貿易結構與型態迅速的變化。

不過，由於新法計算繁複，且每年變動權數，尤其是計算第三市場競爭效果，致IMF及歐洲中央銀行(European Central Bank, 以下簡稱ECB)仍採傳統的計算公式；然而，為能兼顧反映國際貿易結構的轉變，IMF每五年變動基期與權數以為因應（關於新舊有效匯率指數與上述各機構計算方法之比較表請詳見附錄一）。

陸、國際收支的發展階段

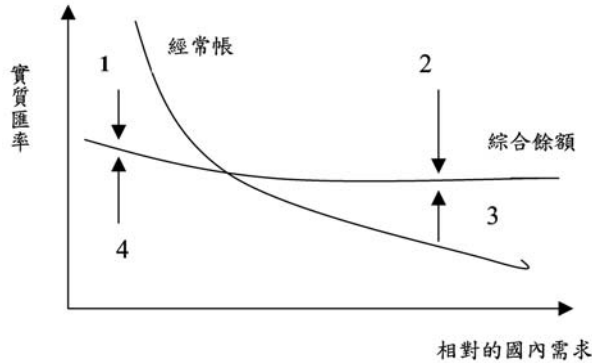
國際收支的發展階段與一國經濟發展關係密切，法國學者 Lafay Gerard 以下列圖形說明國際收支發展的四個階段：區域 1 是經常帳順差，資金流出，達到國際收支均衡，實質匯率保持平穩；區域 3 是經常帳逆差，資金流入融通經常帳逆差，國際收支與實質匯率保持平穩；區域 2 是經常帳大額逆差，實質匯率必須貶值以增強本國產品的出口價格競爭力，增加出口、減少進口，縮小經常帳逆差，並且由於本國貨幣貶值，吸引外國資金流入，達到國際收支均衡；相對區域 2 是區域 4，表示經常帳大額順差，實質匯率必須升值，縮小經常帳順差，達到國際收支均衡。區域 1 以已開發國為主，區域 3 則主要

是開發中國家，已開發國家的實質匯率較高，經由資金的流出至開發中國家，使雙方的國際收支皆能達到均衡。區域 2 與 4 則因經常帳順（逆）差過大，必需經由實質匯率的升貶來矯正失衡。

惟實務上，交易是動態的，是商品貿易主導資本移動，還是資本移動影響商品貿易變動是很難釐清的，加上經常帳中的所得收支主要受資本流出入的影響，因此，在這四種階段類型中，再把所得獨立出來，共可分成 11 種類型。本文鑒於 11 種類型過於複雜，另外介紹 1957 年哈佛學者 Crowther W. G. 的 6 種國際收支發展階段類型如表 9。

目前全球各國的國際收支，有許多開發

圖 7 國際收支均衡圖解



較遲的國家仍然在第一階段的不成熟債務國，也有一些國家因為經濟發展，如巴西與俄羅斯已進展到債務償還國，如中國大陸更進展至不成熟債權國。然而，受生產全球化與資金國際化影響，目前衡量國際收支的角度與 70 或 80 年代是有不同的：

一、經常帳的組成細項重要性提升

由於企業基於降低生產成本、取得原物料或接近消費市場等不同考量因素，生產據點的設置走向全球化，造成商品貿易型態不

變，復出口、復進口與加工貿易的規模擴大，通關統計的商品貿易出入超的重要性漸趨式微，加上服務業貿易的比重提高、跨國資金的大量移動與自然人跨國工作漸趨普遍，經常帳中的服務、所得與移轉交易規模與重要性提高，因此，經常帳失衡是否需要政策調整以及該採用哪一種政策，必須看失衡的來源與失衡的持續性而定。

其次，經常帳逆差表示的可能是一國的投資高於儲蓄，只要能夠吸引國際資金持續

表 9 Crowther W. G. 的國際收支發展階段類型

發展階段	經常帳	商品與服務	所得	資本及金融帳
1 不成熟債務國	-	-	-	+
2 成熟債務國	-	+	--	+
3 債務償還國	+	++	-	--
4 不成熟債權國	++	+	+	-
5 成熟債權國	+	-	++	-
6 債權處置國	-	--	+	+

註：正號在經常帳、「商品與服務」以及所得表示順差，在資本與金融帳表示逆差（資本淨流入）；負號在經常帳、「商品與服務」以及所得表示逆差，在資本與金融帳表示順差（資本淨流出）。

的流入，融通其經常帳逆差，對其經濟發展反而有益；相對的，經常帳順差可能是一國的儲蓄大於投資，投資若長期低迷，對其經濟發展反而有害。在不同的經濟發展階段，會有不同的國際收支結構，如何將資源配置在最有效益的部門或產業，遠比經常帳或國際收支順、逆差來得重要。

二、加強金融紀律、深化與廣化，吸引國際資金流入有競爭力的投資，促進經濟發展

目前國際金融市場的緊密結合，資金移動的動機不僅著眼於經濟前景榮枯與匯率升貶的預期，不同貨幣間的利率差距也是資金移動的重要因素（即利差交易），加上金融

商品的創新，各國貨幣與金融監理當局都比以往面臨更大的挑戰。開發中國家從經常帳逆差轉呈順差，普遍有超額儲蓄，資金輸出的現象，同時由於金融市場的開放，也有外國資金流入，如何導引資金流入有競爭力的固定投資，幫助經濟持續發展，同時又能兼顧金融市場的穩定，就必須深化與廣化金融市場，並建立金融市場的有效監理制度。

不論已開發或開發中國家，金融帳交易的規模多大於經常帳，成為影響各國國際收支順差或逆差的主要因素，但是，金融帳中的直接投資、證券投資與其他投資的資金性質差異甚大，對不同的資金宜採不同的管理政策，以配合國內經濟發展階段的不同需求。

柒、對我國的啟示（註17）

一、美國的經驗：唯有投資才能維繫經濟的永續發展

美國的經驗明確顯示，持續的經濟發展必須不斷的投資。目前美國的製造業、服務業與金融市場均居全球領導地位，造就美國全球最大的經濟產值。美國高技術的飛機、營建設備、資本財、科學性儀器、塑膠與化學製造業是國際間深具競爭力與高獲利的產業，而外移的企業仍把高附加價值的部分留在美國母公司；美國也擁有全球最大的服務順差，穩定的服務與所得順差是支撐美國商品貿易逆差的主要來源。金融市場的流動性、安全性，甚至是獲利性與穩健性都比其

他市場高。而我國年年經常帳順差，超額儲蓄率達8%以上，宜提升國內投資意願往製造業升級或服務業發展。

二、建立台商海外資金的回流機制以提升國內的投資

健全的資金流出入機制可提升資金的有效配置。根據我國國際投資部位表，2006年底我國民間非銀行部門的國外資產餘額達3,843億美元，直接投資餘額也有1,270億美元，若這些國外資產的投資收益或海外子公司的獲利可以回流國內，或反映在台灣母公司的獲利，讓國內投資股東可以分享企業全球佈局的利益，或將獲利的一部分回饋投資

在國內較高技術層次的產品或建置研發中心，將有助於國內產業升級或提升固定投資的規模。

三、檢討現行對外投資的管理模式，直接投資主管機關籌劃開辦 FAT 統計

我國多年來累積了大額的經常帳順差，自然是一個資金的輸出國，加上全球化潮流的推波助瀾，對外投資與全球佈局的生產模式是企業維持或提升競爭力的發展途徑。美國與其他先進國家的發展軌跡很可能是像我國這樣的開發中經濟邁向已開發經濟的方向。既然對外投資的潮流不可逆，與其限制資金的移動而換來迂迴模糊的資訊，不如採取直接開放政策，讓企業與政府的立場不再對立，主管單位可以掌握確實的對外投資資料。經濟部目前每年都有「製造業對外投資實況調查」，似可擴大籌劃開辦母公司與國外關係企業統計（FAT），幫助產業政策的釐定。美國的國外投資所得可以支撐美國商品貿易逆差，國外關係企業間的統計可以如此完整，均值得我國學習。

四、加強對美國的出口及直接投資

不論從美國或我國的統計，我國對美國的商品出口比重與出超金額均大幅下降。從我國的通關統計，對美出口比重從 1984 年的 49% 下降至本（2007）年 1 至 9 月的 13%，貿易出超的巨額減少更是由來已久，惟本年 1 至 9 月我對美出口減少、進口增加，致出超較上年同期大幅減少 51%；從美國的統計也

反映相同的趨勢，本年 1 至 8 月美國整體的貿易入超減少 6%，對台灣的貿易入超則大減 25%，在主要的貿易對手國中僅次於對英國入超的減幅 39%，對英國的入超大幅減少尚可歸因於英鎊對美元的大幅升值，惟新台幣對美元並未升值。美國對我國的主要貿易對手-南韓-的入超仍然持續增加。

若從我國與南韓在美國的子公司的商品貿易值觀察，我國子公司的貿易規模僅有南韓子公司的 8.7%（請見表 3），入超金額更是只有南韓的 4.5%。美國的進口需求是全球最大，經貿主管當局宜深入輔導我國企業增加對美國的直接投資，以便更接近美國消費者，設計符合當地市場需求的產品並就近提供服務，扭轉嚴重衰退的對美國的商品出口。

五、區塊經濟貿易的發展模式強化同一區塊內各國通貨匯率的比價效應

歐元區與自由貿易區的運作將全球經濟貿易推向區塊發展，亞洲也積極推動自由貿易區、區域換匯協定和發展亞元。更由於中國經濟的快速成長，帶動東亞國家在直接投資與區域內貿易的蓬勃發展，同時也使得彼此間的匯率連動性比以往更為密切，形成比價效應。再加上國際資金移動對各國匯率的傳染效果，各國貨幣當局亟需維持平穩與有競爭力的實質匯率，因此，衡量一國的匯率是否適當，以一籃子通貨的加權平均有效匯率指數取代單純的雙邊匯率，是比較客觀的

標準。惟在浮動匯率制度與貿易結構快速變化的影響下，國際間最新計算有效匯率指數已採年環比指數(annually chain-linked index)公式，每年變動權數，通貨權數分配納入第三市場競爭效果，並擴大通貨籃範圍等的方法來計算有效匯率指數，美國、英國與日本均已採用上述方式計算其通貨的有效匯率指數。本行亦已採用新法試算新台幣有效匯率指數，提供匯率政策參考。

六、積極跟上國際統計標準，及時掌握全球化的脈動

全球化帶來生產模式與金融市場劇烈的改變，使得國際組織在最近 10 年間更新原有的統計手冊或推出新的統計手冊的數量是史上最多(註 18)，國際組織聯手推動的統計調查規模也愈來愈大，整合國際統計的差異性也比以往更為積極。可惜的是，我國政治上的孤立，常常無法參與一些重要國際組織的

訓練或研習，若主管單位亦未主動搜尋國際間的資訊，就會抱殘守缺，落後而不自知，失去與國際比較的標準。

統計是一種國際語言，各項統計資料為便於國際比較，其編製方法應參照聯合國、國際貨幣基金或國際清算銀行等國際組織之規範。雖然統計人員必然面對比過去更多的挑戰，惟遵循國際組織所制定的統計標準是基本的要求，否則，花費了人力與財力卻編製一些不合時宜的統計，不僅是浪費，而且讓我國的經濟金融失去可用的指標。此外，積極尋找其他的管道加強國際統計資訊交流，增進國際統計合作與連繫，吸取各國統計新知、經驗及研究成果，突破無法參加國際組織活動的限制，以提升統計的範疇與服務品質。國際進步是很快的，唯有跟上國際的規範與掌握國際的潮流，才不會讓台灣與世界的距離愈來愈遠。

【附錄一】

新舊有效匯率指數計算方法之比較表

	IMF	ECB	Fed	BOJ	BOE
公式	傳統公式(舊法) $REER_t = \prod_{j=1}^N \left(\frac{e_j / P_j}{e_i / P_i} \right)^{w_j} = \prod_{j=1}^N \left(\frac{P_i}{P_j} \times \frac{e_j}{e_i} \right)^{w_j}$		年環比(chain-linked)指數公式(新法) $REER_t = REER_{t-1} \times \prod_{j=1}^{N(t)} \left(\frac{e_{j,t} \cdot P_i / P_{j,t}}{e_{j,t-1} \cdot P_{i-1} / P_{j,t-1}} \right)^{w_{j,t}}$		
(指數基期)	2000年	1999第1季	1973年3月	1973年3月	2005年1月
權數	進口、雙邊出口及第三市場權數	同IMF ¹	同IMF ¹	出口權數	同IMF ¹
(權數基期)	固定權數		移動權數		
	1999-2001	1995-1997及1999-2001			
通貨籃	ULC : 20	24	26	15	狹義 : 15 廣義 : 24
物價指數	ULC或CPI	詳註2	CPI	PPI或WPI	CPI

註1：整體通貨權數均為進口權數、雙邊出口權數及第三市場競爭力權數的線性組合，惟係數計算方法與IMF不同。

註2：實質有效匯率平減指數包括CPI、PPI、GDP deflator、製造業單位勞動成本(ULCM)及整體單位勞動成本(UCLT)。

【附錄二】

訪問美國商務部經濟分析局與聯邦準備理事會，除了報告內容外，其他屬於統計實務的結論如下：

一、在衡量國際收支統計品質方面，不再僅重視第四版國際收支手冊所設的評量標準：即誤差與遺漏除以商品出口與進口之和若大於5%，即需檢討國際收支統計的品質。主要的原因係金融帳交易的規模已大過商品交易，美國更重視的是各項調查的回收率與

查核資料的正確性。

二、美國國民所得帳中的對外交易帳與國際收支經常帳中的商品與服務的差異，主要係因國民所得帳只統計五十州的資料，而國際收支還包括波多黎各與北Mariana群島。

三、國際投資部位與資金流量統計的淨國外負債差異，主要則因編製單位不同，各自有不同的資料來源，國際投資部位由BEA編製；資金流量統計由Fed編製，彼此對資

料的範圍、資料的選擇與對交易的處理方式均有不同。而且，在短期內兩個單位並未計畫相互調和彼此的差異。

四、國際貨幣基金國際收支手冊規範投資國外不動產計入直接投資。惟購買國外不動產供營業用或自住用，交易性質差異甚大，似不宜一律計入直接投資。BEA 亦認為自住用的不動產投資宜計入其他投資或資本移轉而非直接投資，俾與供營業用有所區分。

五、BEA 認為雙邊（地區）統計會愈來愈受重視，在 10 年前 BEA 仍未感受到雙邊資料的重要，惟現在 BEA 認為雙邊資料比全球資料更正確、更實用。

六、國外關係企業間貿易（FAT）統計就投資關係有按中間投資人或最終投資人兩種定義，美國的 FAT 則兩種定義均有編製，且結果相差甚遠。

七、就查核國際交易資料正確性方面，BEA 表示困難度日益提高，有賴高功能的資料庫與統計技巧，高素質的人力亦不可缺少。

八、Fed 的訪問主題為其編製的美元有效匯率指數：

1. Fed 改採年環比指數（annually chain-linked）公式編製美元有效匯率指數，主要係因此公式計算的指數值與其他經濟金融變數的解釋程度較高。惟權數採 1/2, 1/4 與 1/4 全為主觀設定，並非經過計量模型決定。目前亦未計畫重新檢討改變此三項係數。亦未考慮加入服務貿易去計算權數。

2. 由於美元匯率政策屬於美國財政部的職責，美元有效匯率指數卻由 Fed 編製，與談者亦不知當初是如何分工的。不過，Fed 在許多方面的研究均使用有效匯率指數，包括對外貿易、物價、利率、資金移動…等。

附 註

(註 1) 2006 年美國經常帳逆差占 GDP 的比重由 2005 年的 6.34 降為 6.13，為 2002 年以來首度下降。

(註 2) 資料則追溯自 1989 年開始。

(註 3) 無形資產的帳面價值。

(註 4) 請參閱 D. Gros, "Foreign Investment in the U.S. (II): Being Taken to the Cleaners?", Centre for European Policy Studies Working Document No. 243, April 2006.

(註 5) 根據國際投資部位統計，美國是全球最大的直接投資輸出國，同時也是最大的直接投資輸入國，輸出入相抵後，則仍是全球最大的直接投資淨輸出國。

(註 6) BEA 對關係企業的定義係以主要投資人的持股在 10% 以上為界定的標準。惟因持股在 50% 以下的資料過於零散，因此，在作 FAT 統計分析時，大多以持股在 50% 以上者為對象。

(註 7) 所有權基礎架構下的統計是以多數股權(50%以上)為界定的標準。

(註 8) 2004 與 2005 年的經常帳逆差則分別修正減少 251 億美元與 367 億美元，約占 GDP 的 2%。

- (註 9) BEA 的作業程序是優先處理與所有權基礎有關的經常帳資料，因此，所有權基礎的經常帳發布時間較早。
- (註 10) BEA 於每年 4 月會先發布兩年前在美國的外國子公司簡要的營運資料，主要是雇用員工數、資本支出與銷貨的總數。2005 年資料尚未發布。
- (註 11) 此處的外國子公司是以非銀行且多數股權(50%以上)為對象。由於銀行的股權變動比較固定，BEA 只有在每 5 年一次的基準調查時才調查銀行的資料；每年的調查則以非銀行為調查對象。
- (註 12) 2004 年美國的私部門雇用員工數較 2003 年仍增加 1 %。
- (註 13) 高所得的標準是根據世界銀行最新的分類，係指 2005 年 per capita 在 10,726 美元以上的國家。
- (註 14) 世界銀行將開發中國家分為「全球化者 (globalizers)」與「未全球化者 (nonglobalizers)」兩組，前者的貿易占 GDP 的比重，在過去 20 年上升了兩倍，經濟成長率由 1970 年代的平均每年 2.9%，加速上揚至 80 年代的 3.5% 與 90 年代的 5%；後者的貿易占 GDP 的比重則呈現下跌，經濟成長率由 1970 年代的平均每年 3.3%，加速上揚至 80 年代的 0.8% 與 90 年代的 1.4%。
- (註 15) 2007 年 9 月加幣對美元匯率升破 1 元，是自 1976 年以來 1 加元首次超越 1 美元，較 2002 年美元高點價位升幅達 59%。
- (註 16) 例如亞洲金融危機，外國資金反向流出導致匯率過度貶值，並傳染給區域內國家的痛苦經驗。
- (註 17) 訪問美國商務部經濟分析局與聯邦準備理事會，除了本報告內容外，其他屬於統計實務的結論請參見附錄二。
- (註 18) 國際組織更新原有的統計手冊或推出新的統計手冊比較重要的有聯合國：1. 國民經濟會計制度 (System of National Account, SNA93)、2. 國際商品貿易統計 (International Merchandise Trade Statistics, IMTS04)；國際貨幣基金：1. 貨幣金融統計 (Monetary and Financial Statistical Manuals, MF5M05)、2. 國際收支統計 (Balance of Payments Manual, BPM6)、3. 外債統計 (External Debt Guide, EDG, 2003) 以及 (Quarterly External Debt Survey, QEDS, 2004) 4. 國際投資部位 (International Investment Position, IIP, 1993)、5. 聯合證券投資調查 (Coordinated Portfolio Investment Survey, CPIS, 1997)、6. 資產負債表法 (Balance Sheet Approach, BSA, 2002)、7. 金融衍生性商品 (Financial Derivatives, FD, 2002)；世界貿易組織：國際服務貿易統計手冊 (Manual on Statistics of International Trade in Services, MSITS, 2002)。

參考資料

1. 黃慧雯，"先進國家編製有效匯率指數之新方法：兼論 Fed 方法於新台幣匯率的應用" 中央銀行經濟研究處未發表之研究報告，2005 年 9 月。
2. Ben S. Bernanke "Global Imbalances: Recent Developments and Prospects " Board of Governors of the Federal Reserve System, September 2007
3. Brahim Razgallah "The balance of payments stages "hypothesis": A reappraisal" EIU Conference, May 2004
4. Crowther W. G., (1957), Balances and imbalances of payments, Graduate school of Business Administration, Harvard U.P.
5. Diego Valderrama, "The U.S. Productivity Acceleration and the Current Account Deficit", FRBSF economic Letter 2007-08, March 30, 2007
6. Jeffrey H. Lowe "An Ownership-Based Framework of the U.S. Current Account, 1995-2005" Bureau of Economic Analysis, January 2007
7. Mico Loretan, (2005) "Indexes of the Foreign Exchange Value of the Dollar", Federal Reserve Bulletin, winter
8. Ralph Kozlow, "Statistical Issues Related to Global Economic Imbalances: Perspectives on "Dark Matter"" IMF Committee on Balance of Payments Statistics, October 2006
9. Ralph Kozlow, "Globalization, Offshoring, and Multinational Companies: What Are the Questions, and How Well Are We Doing

- in Answering Them?" Research Report, Bureau of Economic Analysis, January 6, 2006
10. Raymond J. Mataloni Jr. and Daniel R. Yorgason "Operations of U.S. Multinational companies-Preliminary Results From the 2004 Benchmark Survey" Bureau of Economic Analysis, November 2006
 11. Ray Mataloni "Summary Estimates for Multinational Companies: Employment, Sales, and Capital Expenditures for 2005", Bureau of Economic Analysis, April 2007
 12. R. Hausmann and F. Sturzenegger, " Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations" January, 2006
 13. Thomas W. Anderson and William J. Zeile, "U.S. Affiliates of Foreign Companies Operations in 2004" Bureau of Economic Analysis, August 2006
 14. United Nations Conference on Trade and Development "Trade and Development Report, 2007, Chapter 1" September 2007/11/7
 15. Whichard, Obie G. "Measuring Globalization: the Experience of the United States of American, Prepared for the 22nd CEIES Seminar, Copenhagen, Demark. June 2003

(本文定稿於96年11月，作者現為本行經濟研究處研究員)

美國 Fed 新種暫時性短期資金標售工具 (TAF) 與五大央行聯合干預之政策意義

黃 富 櫻

摘 要

- (一) 本文分析美國 Fed 新種暫時性短期資金標售工具(TAF)與五大央行聯合干預之操作情形，並探討其政策意義。
- (二) 兩度貨幣市場癱瘓，央行操作截然不同：在美國次級房貸事件引發全球金融市場信心動搖之下，2007 年夏季以來曾兩度引發貨幣市場癱瘓，造成信用緊絀，短期拆款利率飆高。第一次發生於 8 月初至 9 月間，各國央行依據自己的操作準則各自進行必要的調節；第二次發生於 11 月底至 12 月間，各國央行採聯合干預操作。
- (三) 2007 年 G20 會議為五大央行聯合干預之源頭，同年 12 月美國股市大跌則為導火線：2007 年末 G20 財政部長與央行總裁會議建議各國央行應推出新種操作工具，共同迎戰全球信用危機。但其真正導火線來自同年 12 月 11 日美國股市大跌，爰由美國 Fed 主導選定於 12 月 12 日推出新種 TAF 工具，並與歐洲央行、英國、瑞士、加拿大等五大央行共同發佈聯合干預措施，Fed 另與歐洲央行及瑞士央行簽定換匯協定。
- (四) 五大央行聯手出擊旨在舒緩全球信用緊絀的危機，特別是全球美元 LIBOR 利率攀升的問題：在市場信心渙散時，央行例行性公開市場操作、貼現窗口融通或常設性窗口操作，對控管極短天期拆款利率（如隔拆利率）變動，有實質的效果，但對一、三、六個月等短天期利率之影響效果不大，此實係美國 Fed 新設 TAF 工具及五大央行聯合干預之最根本原因，期待暫時性 TAF 融資方式，能有效拉低一、三、六個月等短天期 LIBOR 利率。
- (五) Fed 新種 TAF 工具之特質：TAF 具備合格擔保品範疇較寬、合格融資對象較多、融資期限較長、融通利率較貼現融通利率低、及不對外公布個別銀行得標資料之匿名方式等五大特質，能有效補足公開市場操作及貼現窗口融通之缺失。TAF 係改善整體的市場運作，而非金融危機個別銀行之緊急救援。
- (六) 五大央行完成勝利出擊：近一個半月期間

五大央行共計釋金 1,941 億美元，操作期限介於 17 天至 35 天，操作利率介於 3.123% 至 4.79%。上述聯手操作對舒緩全球信用緊絀，拉低一、三個月等短天期 LIBOR 拆款利率具有顯著的效果。2008 年 1 月 31 日各種幣別 LIBOR 拆款利率均較聯手操作前 2007 年 12 月 11 日之利率顯著降低，其中以美國之降幅最大，一及三個月 LIBOR 拆款利率之降幅達 206 及 589 個基本點。

(七) 美國法令對 Fed 的束縛較多：美國的法令規範較歐洲央行等他國央行嚴，美國 Fed 須在理事會核准下修訂貼現窗口融通規章 (Regulation A)，才能新創新種操作工具，其在操作時效上，似較其他四大央行欠缺彈性。

(八) 對央行貨幣政策的啟示

1、當市場信心危機影響整個市場，而非個別銀行時，央行有必要就金融緊俏所衍生之所有風險加以衡量，並進行必要冒險。央行若能適時舒緩資金緊俏壓力，即能同時減低採用調降利率等其他措施之壓力。

2、五大央行的聯手操作雖可暫時解除全

球信用危機，但無法解決總體經濟面問題，亦無法解決銀行懷疑交易對手信用風險之恐懼與互不信任之根本問題。

3、在當今多元、快速發展的世界中，貨幣政策似乎更難有效引導各期別利率依央行期望水準變動。在市場信心喪失時，各國央行當前之附買回公開市場操作、常設性窗口融通或貼現窗口融通，確能有效控管隔夜拆款利率緊沿著央行政策利率目標或期望水準變動，但對壓低銀行間短天期（如一、三、六個月）拆款利率之效果不大，央行似應採行更有效之操作機制，才能承擔守護金融安定之天職。

(九) 本行無須新創工具，公開市場實務操作即可達成 TAF 功效：

本行公開市場實務操作較類似歐洲央行，亦提供較長天期之資金標售作業，達到 TAF 之融資功效。目前合格擔保品綽綽有餘，亦無放寬擔保品範疇之迫切性。未來必要時，則可參酌他國央行經驗，研擬是否放寬合格擔保品規定。

一、前 言

美國次級房貸風波餘波盪漾，所引發之全球信用危機並未因歐洲央行、美國及英國等央行於 2007 年 8、9 月間大舉緊急救援而

稍有歇止，貨幣市場短期利率仍居高不下，特別是一、三、六個月期之短期拆款利率，其與央行政策利率間之差距日益拉大，業已

引起先進國家央行之不安與關切。而 2007 年年關資金需求殷切導致短期利率攀升，雖屬傳統上的季節性原因，但因 8 月以來之資金緊俏繼續發威，若干市場專家甚至預言貨市緊俏將延燒至 2008 年，無怪乎各國央行更為驚恐。除宣布於年關之前進行必要之公開市場操作之外，美國、英國、瑞士、加拿大及歐洲央行等五大央行（以下簡稱五大央行）另宣布聯合進場干預，Fed 並推出新種暫時性短期資金標售工具（Term Auction Facility, 以下簡稱 TAF），並與歐洲央行及瑞士央行簽

訂換匯交易提供美元資金。

研究本文旨在剖析美國 Fed 新種 TAF 工具及五大央行聯合干預之政策意義。全文計六節，除本前言外，第二節首先說明五大央行聯合干預之緣起與目的，並介紹 Fed 新種 TAF 工具；第三節則說明五大央行聯合干預操作情形；第四節利用 2007 年 7 月以來短期利率之日資料，比較分析聯合干預之效果；第五節則扼要說明我國短期利率的變動概況；最後為結論。

二、五大央行聯合干預與 Fed 新設的 TAF 工具

2007 年 12 月 12 日，Fed 與歐洲央行、英國、加拿大及瑞士等國央行同步發佈聯合干預措施，挹注短天期資金至貨幣市場，以舒緩全球信用緊絀的現象。Fed 同時推出新種暫時性短期資金標售工具，並與歐洲央行及瑞士央行分別簽訂 200 億美元及 40 億美元之換匯協定，期間為 6 個月。五大央行的合作舉措，係繼 1985 年 Plaza Accord 以來央行的最大合作，也是繼 2001 年 911 事件後央行的最大釋金行動。

（一）五大央行聯合干預之緣起與目的

事實上，12 月 12 日五大央行之聯合干預措施，係源自 11 月中旬世界 20 大經濟體（G20）財政部長及央行總裁在南非開普敦的會議，而該次會議促使央行合作的緣起，則來自 2007 年 8 月間美國次級房貸事件引發的

全球金融混亂。當時歐洲央行、美國 Fed 及英格蘭銀行等紛紛進場釋出暫時性資金，舒緩歐元地區及美國與英國的資金緊張氣氛。各國央行依據自己的操作準則獨立作業，而跨國的市場資訊混亂，亦為各國央行帶來困擾，因此，事後學者專家建議各國央行應建立合作機制，相互分享即時訊息，及諮商因應措施。

G20 會議商訂建議措施大綱，在維持金融安定部分，與會者建議應增加供應流動性的新種工具，以因應日益壯大的金融市場。12 月初隨著市場資金惡化，及 12 月 11 日美國股市大跌（註 1），G20 的上述討論立即產生迫切性，並由美國 Fed 主導進行五大央行合作出擊。

（二）Fed 新設的 TAF 工具

TAF 短期資金標售工具是 Fed 新推出的一種暫時性貨幣政策工具，用來同時解決銀行使用貼現窗口污名化 (stigma) 的恐懼及短天期拆款利率特別是美元 LIBOR 拆款利率居高不下之問題。茲分別由不同構面觀察新種 TAF 工具的由來。

1、銀行對貼現窗口融通的污名化恐懼與 Fed 貼現窗口融通的重要改革

貼現窗口融通污名化疑慮一直是 Fed 及存款機構長久以來揮之不去的夢魘。其歷史

背景來自 1984 年 Continental Illinois National Bank 因財務困窘，向聯邦準備銀行借入大筆窗口資金應急，而使貼現窗口融通與銀行經營危機劃下等號，體質健全的銀行爰不願向央行貼現融通，以免損及聲譽。

為強化貼現窗口融通作為貨幣市場緩衝器的功能，Fed 曾對貼現窗口融通制度進行若干次的修訂或改革，其中近期較重要的三次改革如下 (參見表一)：

(1) 2003 年初 Fed 大幅改革其實施超過 90

表一 Fed 貼現窗口融通工具之重要改革

日期	改革目的	主要改革內容
2003/1/9	(1) 1913 年開始使用之貼現窗口舊制，其貼現率低於市場利率，具有補貼性質，致申貸行政作業規定既繁瑣又嚴苛，申貸銀行復有污名化之疑慮，導致銀行使用意願不高，影響貼現窗口作為調節貨幣市場緩衝器之功能。 (2) 為發揮貼現窗口工具作為調節貨幣市場緩衝器之功能，Fed 大幅改革貼現窗口工具，改採類似他國央行之市場導向機制。 (3) 面臨金融危機時，提供聯邦準備銀行快速調降主要融通利率之快捷處理方式。	(1) 放棄貼現率低於市場利率之傳統融通方式，改採高於市場利率之融通機制。 (2) 以市場價格導向及合格融通對象取代往昔之行政作業規定。 (3) 主要融通及次要融通取代舊制之調節性融通及延長性融通。 (4) 主要融通是一種 "No-questions-asked" 及 "How much for how long" 的融通方式。 (5) 主要融通利率與次要融通利率與聯邦資金利率目標間之差距分別為 100 個基本點及 150 個基本點。
2007/8/17	(1) 為維護金融市場秩序，Fed 暫時調整貼現窗口主要融通工具，直至市場秩序獲得改善為止。 (2) 此次調整主要在降低融通成本，及提高取得資金之便利性。	(1) 調降主要融通利率 50 個基本點至 5.375%，主要融通利率與聯邦資金利率目標間之差距，由原先之 100 個基本點縮小為 50 個基本點。 (2) 延長融通期限最長為 30 天。 (3) 持續接受較為寬廣之合格擔保品範圍，包括不動產抵押證券及相關資產。
2007/12/12	用來舒緩短天期資金緊俏的壓力。	(1) 放寬參與對象、合格擔保品範圍、及融通期限。 (2) 採單一利率標之標售方式，利率水準低於主要融通利率。

資料來源：Fed 網站之 Press Release。

年之久之貼現窗口制度，放棄貼現率低於市場利率具補貼色彩的角色，改採近似他國央行的市場導向機制，以聯邦資金利率目標加 100 個基本點之高於市場利率水準之方式計息，同時取銷許多行政規訂；

(2) 2007 年 8 月間為紓解次級房貸風暴引發之資金緊俏，於 8 月 17 日調降主要融通利率兩碼，並放寬單擔保品規定及延長融通期限為 30 天；

(3) 2007 年 12 月 12 日為紓解第二次資金旱象，除與五大央行聯手干預貨幣市場外，亦同時推出新種暫時性短期資金標售工具。該工具係一種功能介於公開市場操作及貼現窗口融通之間的新種貼現窗口融通工具，其目的主要在解決貼現窗口污名化恐懼的問題，以不公佈個別銀行得標資料之匿名方式鼓勵存款機構踴躍參與資金標售。

2、理事會修訂貼現窗口融通規章(Regulation A)，以取得新種 TAF 工具的法源

Fed 理事會依據 Section 10B of the Federal Reserve Act 的規定，修定 Regulation A-part 201，新增 201.4(e)及 201.51(e)兩項條文，並立即生效，俾新種貨幣政策工具具備法源基礎。

Section 10B of the Federal Reserve Act 明訂各聯邦準備銀行依規定，得對其區域內之存款機構提供四個月以內之擔保融通，但 Fed 當時之貼現窗口融通規章中多屬短天期之融通期限，及採窗口直接申貸之融通之方式。

為提供 30 天左右之融通期限，並採標售方式，Fed 須修訂其貼現窗口融通規章，爰增訂 TAF 工具(註 2)及單一價格標操作利率(註 3)之新規範。

3、Fed 具備公開市場操作及貼現窗口工具，仍需新設 TAF 工具之理由

Fed 目前公開市場操作及貼現窗口融通等兩項政策工具仍維持正常操作，仍需新設 TAF 工具之主要原因，係因該兩項工具具備下列缺失：

(1) 公開市場操作及貼現窗口融通對控管聯邦資金利率變動，確實能發揮效果，但無法控管一、三、六個月等短天期利率波動。2007 年 11 月底至 12 月間短天期利率居高不下，因此需要有新的操作工具。

(2) 公開市場操作的合格交易對手較少，限於 20 家公債主要交易商，可使用的合格擔保品範圍亦較窄。

(3) 貼現窗口融通之合格融通對象較廣，合格擔保品範圍亦較寬，但存款機構使用貼現窗口融通普遍存在污名化的疑慮，導致貼現窗口無法發揮貨幣市場緩衝器的功能。

4、Fed 如何消除存款機構使用 TAF 工具之污名化疑慮

存款機構參與競標 TAF 資金，Fed 採匿名方式，並未公佈得標者名單，各區域聯邦準備銀行只按週公佈 TAF 融通總餘額。此外，Fed 亦一再鼓勵銀行踴躍使用貼現窗口，

表二 Fed 三種操作工具之比較

	公開市場附買回操作	主要融通之貼現窗口工具	TAF 短期資金標售工具
融通對象	較少/主要交易商 (20 家)	較多/體質健全之存款 機構 (500 家)	較多/體質健全之存款 機構 (500 家)
融通利率	接近聯邦資金利率目標	聯邦資金利率目標加 50 個基本點	低於主要融通利率
融通期限	隔夜或數天	隔夜或數天	較長 (一個月以上)
合格擔保品範圍	較窄	較寬	較寬
操作方式	標售	直接申貸	標售
控制利率效果	有效控制極短天期之隔拆 利率	有效控制極短天期之隔 拆利率	期望能有效控管短天期 利率

資料來源：作者製表。

並重申使用貼現窗口是一種正常的籌資行為，不會影響銀行的信譽，且默許銀行取得央行融通資金後，再拆出以賺取利差。

5、TAF 與公開市場操作及貼現窗口融通之比較

新種 TAF 工具係針對公開市場操作及貼現窗口融通的缺失而設計，在融通對象、期限、利率及合格擔保品範圍方面有相當大的差異，在控制利率效果方面亦有所區隔。茲分別說明如下（參見表二）：

(1) 融通對象：TAF 的融通對象與貼現窗口的主要融通相同，體質健全的存款機構均可參加，計約 500 家存款機構；公開市場操作則僅限於 20 家主要交易商。

(2) 融通利率：TAF 的融通利率採標售方式，其水準值低於主要融通利率（以聯邦資金利率目標加 50 個基本點），但仍高於公開

市場操作利率（接近聯邦資金利率目標）。

(3) 融通期限：TAF 的融通期限較長，長達一個月以上，公開市場操作及貼現窗口融通大多為隔夜及數天。

(4) 合格擔保品範圍：TAF 的合格擔保品範圍與貼現窗口的主要融通相同，較寬，亦包括與房屋抵押貸款有關之證券。公開市場操作的合格擔保品範圍則較窄，只限於政府債券及類似政府債券等級的證券。

(5) 操作方式：公開市場操作採標售方式，貼現窗口融通採直接申貸方式，TAF 則採標售方式。

(6) 控制利率效果：TAF 的設計旨在控制一至六個月等短天期利率的變動。公開市場操作及貼現窗口融通，對控管極短天期之聯邦資金利率的效果不錯，但卻無法用來控管短天期拆款利率。

三、五大央行聯合干預操作情形

本小節主要說明美國等五大央行聯合干預之操作情形，最後進行彙總分析。

(一) 美國 Fed

表三顯示美國 Fed 暫時性之短期資金標售作業。Fed 總計進行四次標售，前兩次為 2007 年 12 月 14 日及 19 日，後兩次為 2008 年 1 月 11 日及 1 月 25 日。前兩次的標售金額分別為 200 億美元，後兩次則追加分別為 300 億美元，四次標售總計釋出資金 1000 億美金。融通期限除第二次為 35 天外，其於三次均為 28 天。Fed 每次標售均設定最低投標

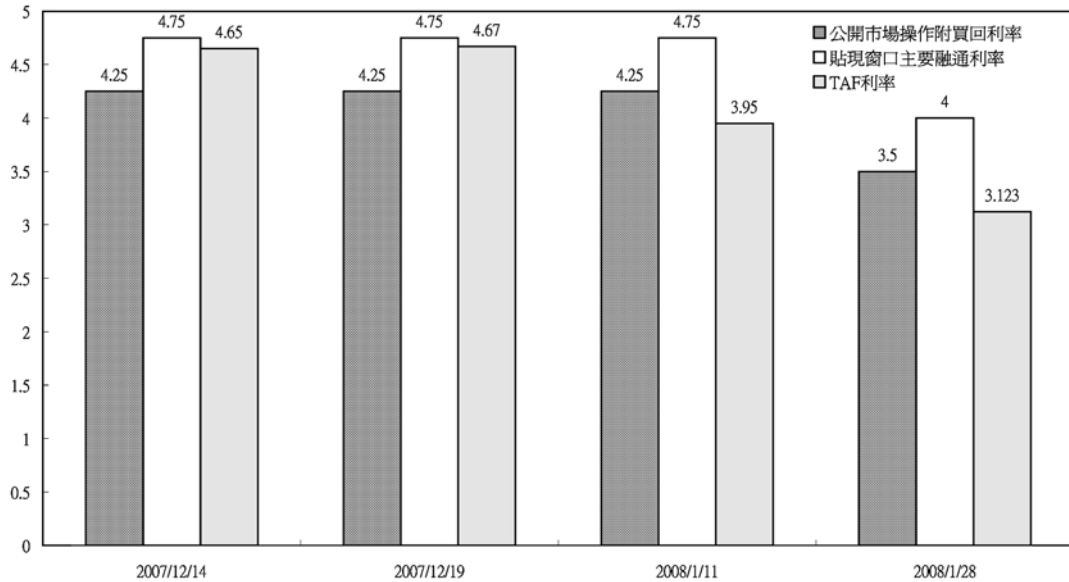
利率、每單位最低投標金額、以及每家存款機構之投標總上限。就四次參與投標家數及投標對得標之比率觀察，均呈漸次降低走勢，前者由第一次之 93 家降至最後一次之 52 家，後者之比率亦由 3.08 降至 1.25，雙雙顯示資金早象有明顯紓解的現象。最後就最低得標利率觀察，四次的最低得標利率分別為 4.65%、4.67%、3.95% 及 3.123%，亦大多呈下降走勢，皆介於聯邦資金利率目標及主要融通利率之間，明顯低於主要融通利率，後兩次之最低得標利率甚至低於主要融通利率

表三 美國 Fed 之暫時性短期資金標售作業

價格標		宣布操作			
		2007/12/14	2007/12/19	2008/1/11	2008/1/25
宣布 投標 內容	投標日期	2007/12/17	2007/12/20	2008/1/14	2008/1/28
	公佈投標結果之日期	2007/12/19	2007/12/21	2008/1/15	2008/1/29
	交割日期	2007/12/20	2007/12/27	2008/1/17	2008/1/31
	操作金額	200 億美元	200 億美元	300 億美元	300 億美元
	期限	28 天	35 天	28 天	28 天
	到期日	2008/1/17	2008/1/31	2008/2/14	2008/2/28
	每一標單最低投標金額	1 千萬美元	1 千萬美元	1 千萬美元	1 千萬美元
	單位投標金額	10 萬美元	10 萬美元	10 萬美元	10 萬美元
	每家銀行最高投標金額	20 億美元 (操作金額之 10%)	20 億美元 (操作金額之 10%)	30 億美元 (操作金額之 10%)	30 億美元 (操作金額之 10%)
	最低投標利率	4.17%	4.15%	3.88%	3.10%
	單位投標利率	0.001%	0.001%	0.001%	0.001%
		公佈得標			
		2007/12/19	2007/12/21	2008/1/15	2008/1/29
公佈 得標 結果	最低得標 (Stop-out) 利率	4.65%	4.67%	3.95%	3.123%
	投標總金額	615.53 億美元	576.64 億美元	555.26 億美元	374.52 億美元
	得標總金額	200 億美元	200 億美元	300 億美元	300 億美元
	投標/得標比率	3.08	2.88	1.85	1.25
	參與投標家數	93	73	56	52

資料來源：作者根據 Fed 網站資料製表。

圖一 美國 Fed 三種操作利率之比較



資料來源：作者繪圖。

平均約 84 個基本點（參見圖一）。

(二) 歐洲央行

表四顯示歐洲央行之暫時性短期資金標售作業。歐洲央行原先只宣佈於 2007 年底進行兩次操作，2008 年初則進一步宣佈於一月間再進行兩次操作。每次操作的金額均為 100 億美元，共計釋金 400 億美元。操作期限除第二次為 35 天外，其於三次皆為 28 天。至於操作利率部分，歐洲央行採固定利率之數量標，新聞稿中明確宣布操作利率與 Fed 同，因此，歐洲央行之操作日期均尾隨 Fed 之後。圖二顯示，歐洲央行之操作利率明顯低於邊際融通利率，後兩次之操作利率甚至低於公開市場操作附買回之央行政策利率。投標佔得標之比率及參與投標家數均漸次下滑，前

者由 2.208 下滑至 1.24，後者參與投標家數亦由 39 家大幅減少為 19 家。

(三) 英格蘭銀行

表五顯示英格蘭銀行的暫時性短期資金標售作業。英格蘭銀行的操作幣別與期限皆與其他四家央行顯著不同。英格蘭銀行提供英鎊資金，而非美元資金；其操作期限包括三、六、九及十二月等四大類，但以三個月為主。英格蘭銀行於 2007 年 12 月 18 日及 2008 年 1 月 15 日進行兩次操作，共計釋金 226.5 億英鎊。茲以三個月期為例加以說明，三個月期之兩次操作金額為 100 億英鎊及 99.99 億英鎊，約佔九成左右；其投標佔得標比率分別為 1.09 及 1.31。第一次的比率接近 1，主要係投標踴躍，英格蘭銀行順勢擴大總

表四 歐洲央行之暫時性短期資金標售作業

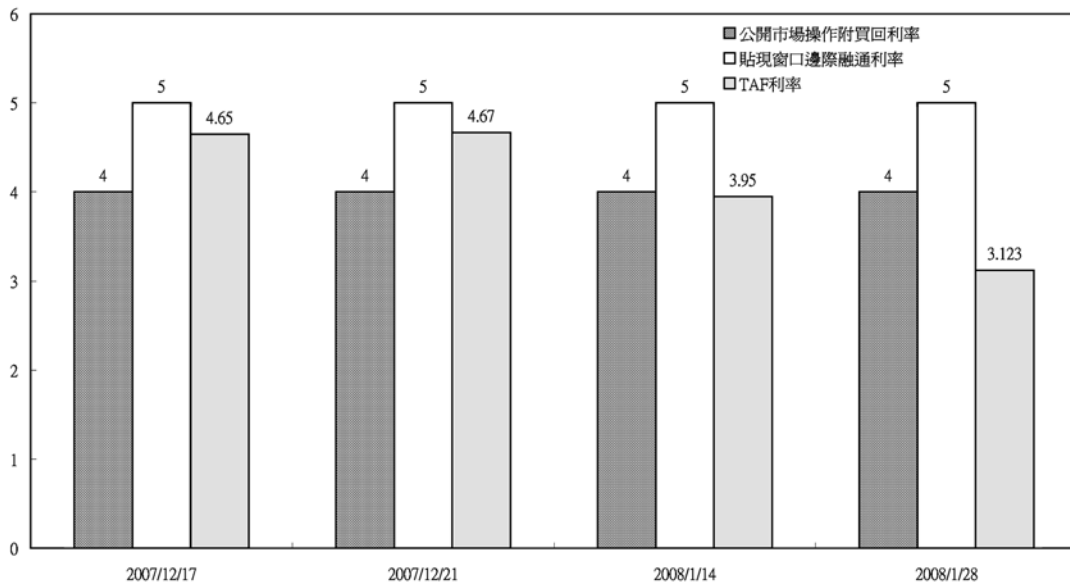
固定利率之數量標		宣布操作日期			
		2007/12/17	2007/12/21	2008/01/14	2008/1/28
宣佈投標內容	融通幣別	美元	美元	美元	美元
	操作金額	100 億美元	100 億美元	100 億美元	100 億美元
	期限	28 天	35 天	28 天	28 天
	到期日	2008/01/17	2008/01/31	2008/02/14	2008/2/28
	交割日期	2007/12/20	2008/12/27	2008/01/17	2008/01/31
	固定利率	4.65%	4.67%	3.95%	3.123%
	最低投標金額	0.1 億美元	0.1 億美元	0.1 億美元	0.1 億美元
	最高投標金額	10 億美元	10 億美元	10 億美元	10 億美元
同日公佈得標結果					
公佈得標結果	得標金額	100 億美元	100 億美元	100 億美元	100 億美元
	投標金額	220.8 億美元	141.15 億美元	147.9 億美元	124 億美元
	得標比率	45.2899	70.8466	67.6133	80.6452
	投標/得標比率	2.208	1.4115	1.4790	1.24
	參與投標家數	39	27	22	19

註：(1)歐洲央行的操作屬其他型式之公開市場操作，以與主要轉融通操作及長時期轉融通操作有所區隔；固定利率以美國 Fed TAF 之最低得標利率為基準。

(2)歐洲央行於 2007 年 12 月 12 日宣佈進行兩次暫時性短期資金操作，2008 年 1 月 10 則宣佈增加兩次暫時性短期資金操作。

資料來源：作者製表。

圖二 歐洲央行三種操作利率之比較



資料來源：作者繪圖。

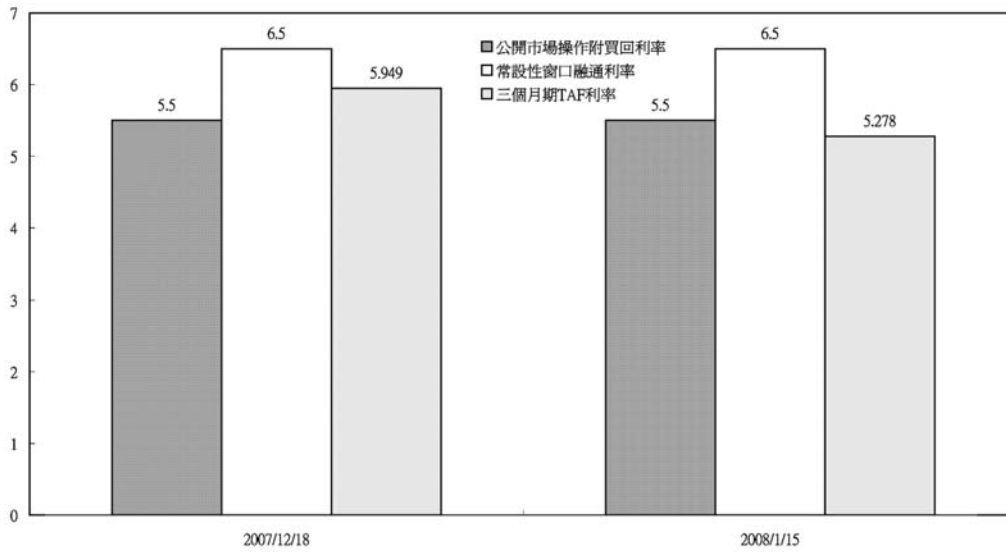
表五 英格蘭銀行之暫時性短期資金標售作業

Long Term Repo (價格標)		操作日期	
操作期限	主要內容	2007/12/18	2008/01/15
3 個月期	到期日	2008/03/19	2008/04/16
	操作金額	100 億英鎊	100 億英鎊
	投標金額	108.5 億英鎊	131.3 億英鎊
	得標金額	100 億英鎊	99.99 億英鎊
	投標/得標比率	1.09	1.31
	最低得標率	5.360%	5.14%
	最低得標者所佔比重	75.00%	34.67%
	最高得標利率	6.600%	5.630%
	加權平均得標利率	5.949%	5.278%
	加權平均利率與最低得標利率間之差距	0.59%	0.14%
6 個月期	到期日	2008/06/18	2008/07/16
	操作金額	7.5 億英鎊	7.5 億英鎊
	投標金額	15.5 億英鎊	7 億英鎊
	得標金額	7.5 億英鎊	7 億英鎊**
	投標/得標比率	2.07	0.93
	最低得標率	5.381%	4.800%
	最低得標者所佔比重	20.00%	100.00%
	最高得標利率	5.43%	5.020%
	加權平均得標利率	5.41%	4.988%
	加權平均利率與最低得標利率間之差距	0.03%	0.19%
9 個月期	到期日	2008/09/17	2008/10/15
	操作金額	4 億英鎊	4 億英鎊
	投標金額	9.85 億英鎊	5.35 億英鎊
	得標金額	4 億英鎊	4 億英鎊
	投標/得標比率	2.46	1.34
	最低得標率	5.345%	4.870%
	最低得標者所佔比重	75.00%	40.00%
	最高得標利率	5.370%	4.950%
	加權平均得標利率	5.351%	4.940%
	加權平均利率與最低得標利率間之差距	0.01%	0.07%
12 個月期	到期日	2008/12/17	2009/01/14
	操作金額	2 億英鎊	2 億英鎊
	投標金額	7.35 億英鎊	6 億英鎊
	得標金額	2 億英鎊	2 億英鎊
	投標/得標比率	3.68	3.00
	最低得標率	5.285%	4.850%
	最低得標者所佔比重	50.00%	100.00%
	最高得標利率	5.320%	4.850%
	加權平均得標利率	5.303%	4.850%
	加權平均利率與最低得標利率間之差距	0.02%	0.00%
操作金額	小計	113.5 億英鎊	113.0 億英鎊
	兩次合計	226.5 億英鎊	

** 未售完金額將列入下次例行性公開市場操作中。

資料來源：作者製表。

圖三 英格蘭銀行三種操作利率之比較



資料來源：作者繪圖。

操作金額，由原先宣佈之 28.5 億英鎊提高為 113.5 億英鎊。其加權平均得標利率亦明顯低於常設性窗口融通利率，第二次的操作利率甚至低於公開市場附買回操作之央行政策利率，爰引發英格蘭銀行對銀行取得央行廉價

資金再於市場拆出從中謀取可觀利差的關切（參見圖三）。

(四) 瑞士央行

表六顯示瑞士央行的暫時性短期資金標售作業。與美國、歐元地區及英國比較，瑞

表六 瑞士央行的暫時性短期資金標售作業

項目	內容
宣佈操作及標售日期	2007/12/17
交割日期	2007/12/20
到期日	2008/01/17
期限	28 天
融通幣別	美元
標售方式	美式價格標
操作金額	40 億美元
最低投標利率	4.17%
最低得標利率	4.50%
加權平均利率	4.79%
最低得標者所佔比率	30.28%
投標金額	170.13 億美元
得標金額	40 億美元
投標/得標比率	4.2533

資料來源：作者製表。

士拆款市場之資金需求較不殷切，瑞士央行配合五大央行聯手出擊，只於 2007 年 12 月 17 日進行一次標售作業，40 億美元之操作金額相當於該行與 Fed 的美元換匯額度，期限為 28 天，加權平均得標利率為 4.79%，明顯高於其政策利率目標（註 4）2.75%。儘管其得標利率偏高，但投標相當踴躍，投標佔得標之比率高達 4.2533。

(五) 加拿大央行

表七顯示加拿大央行暫時性短期資金標售作業。加拿大央行於 2007 年 12 月 12 日及 17 日進行兩次操作，每次之操作金額皆為 20 億美元；期限則分別為 28 天及 17 天；兩次之加權平均得標利率分別為 4.302% 及 4.317%，皆略高於央行的隔夜拆款利率目標 4.25%。加拿大央行的操作規模亦較小，近似瑞士央行。

(六) 五大央行之彙總分析

表八彙總五大央行聯合干預之實際操作資料。五大央行在一個半月期間總計釋金約 1,941 億美元，操作期限介於 17 天至 35 天，操作利率介於 3.123% 至 4.79%，其中 Fed 採單一價格標，俗稱之荷蘭標，以最低得標利率作為單一操作利率；歐洲央行採固定利率標，其每次的操作利率與 Fed 同；英格蘭銀行、瑞士央行及加拿大央行則採美式價格標。

值得加以說明的是，相較歐洲央行等大型央行，Fed 所受到的法令束縛較多，Fed 需先獲得理事會同意，修訂 Regulation A 後才能推出新種 TAF 操作工具；亦須獲得聯邦公開市場操作委員會（FOMC）同意後，才能與歐洲央行及瑞士央行簽訂 240 億美元之換匯協定。相反地，其他四大央行在法令賦予權責下，其操作甚具彈性，無需修法。

表七 加拿大央行暫時性短期資金標售作業

Repo 操作	宣佈操作日期	
	2007/12/12	2007/12/17
標售及交割日期	2007/12/13	2007/12/18
到期日	2008/01/10	2008/01/04
期限	28 天	17 天
操作金額	20 億美元	20 億美元
最低得標利率	4.26%	4.29%
最高得標利率	4.40%	4.35%
加權平均利率	4.302%	4.317%

資料來源：作者製表。

表八 五大央行聯合干預之實際操作情形

央行實際 操作情形	2007年						2008年					小計	
	12/12	12/14	12/17	12/18	12/19	12/21	01/11	01/14	01/15	01/28	01/29		
美國	金額 億美元		200			200		300			300		1000
	期限		28天			35天		28天			28天		
	利率		4.65%			4.67%		3.95%			3.123%		
歐洲 央行	金額 億美元			100			100		100			100	400
	期限			28天			35天		28天			28天	
	利率			4.65%			4.67%		3.95%			3.123%	
英國	金額 億英鎊				113.5					113.0			226.5
	期限				3,6,9, 12個月					3,6,9, 12個月			
	利率				5.88%					5.24%			
	方式												
瑞士	金額 億美元			40									40
	期限			28天									
	利率			4.79%									
加拿 大	金額 億美元	20		20									40
	期限	28天		17天									
	利率	4.30%		4.32%									
合計	1,480億美元及226.5億英鎊(約461億美元)，合計1,941億美元												

註：(1)日期係指央行宣佈操作日期；(2)美國的操作利率係最低得標利率；(3)歐洲央行採固定利率之數量標，其他央行價格標；(4)英國的操作利率係各期別加權平均利率。(5)資料來自表三--七。

資料來源：作者製表。

四、比較分析五大央行聯合干預之效果

2007年下半年全球金融市場受美國次級房貸波及，各國的貨幣市場在市場信心潰散之快速傳染下，歷經兩次緊絀。一次發生於2007年8月初，另一次則發生於11月底。在第一次信用緊絀發生時，各國央行各自進行自己的操作，第二次再度發生信用緊絀時，美國等五大央行則進行合作，聯手出擊，共

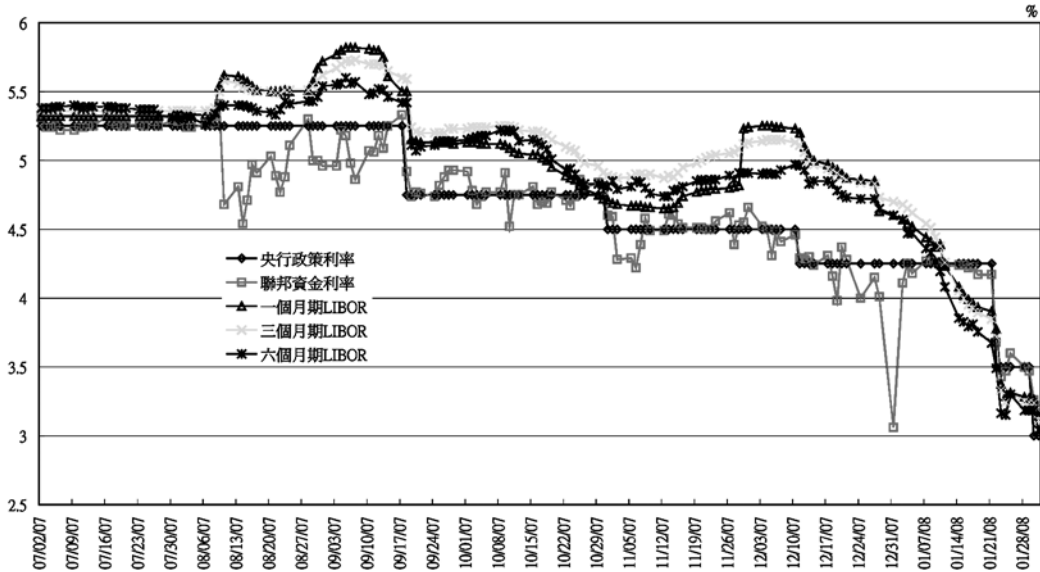
同舒緩全球信用市場的緊張氣氛，並試圖找回市場信心。

本節將由各國之短天期LIBOR利率之變動情形及其與央行政策利率間之利差，分別說明五大央行聯手操作前後之效果。圖四至圖十三取各國央行網站及Browse LIBOR Data (<http://www.economagic.com/libor.htm>)公

佈之資料，分別顯示美元、歐元、英鎊、瑞士法郎及加元拆款 LIBOR 利率與央行政策利率間之變動情形。就該八張圖觀察，美元、

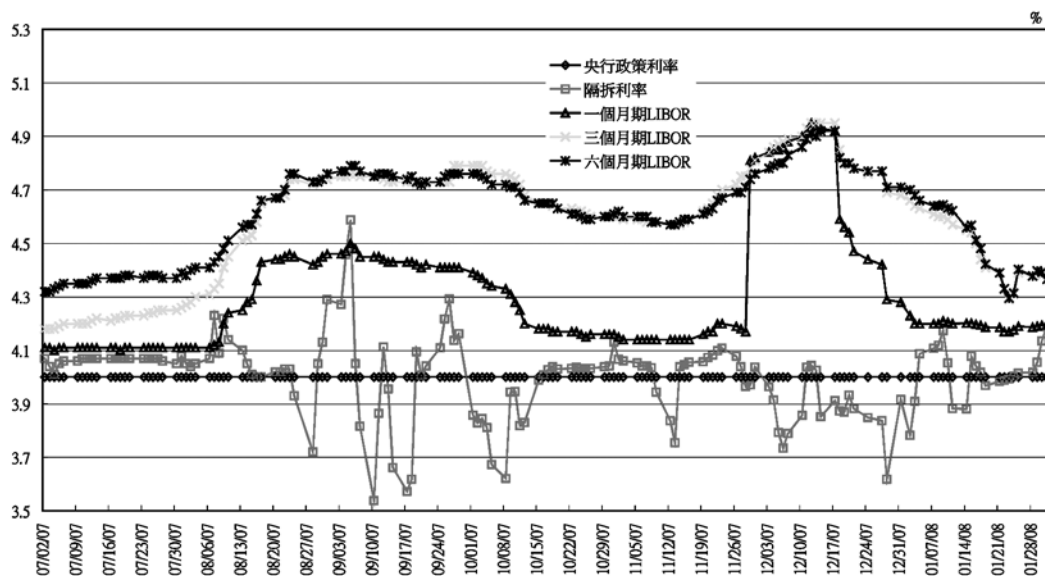
率在 2007 年下半年以來之利率變動，大致呈現五大階段，7 月至 8 月初持穩；8 月初至 9 月中旬受美國次級房貸影響，短天期 LIBOR 利率飆高；9 月下旬至 11 月底在央行緊密臨

圖四 美元拆款 LIBOR 利率與央行政策利率



資料來源：作者繪圖。

圖五 歐元拆款 LIBOR 利率與央行政策利率



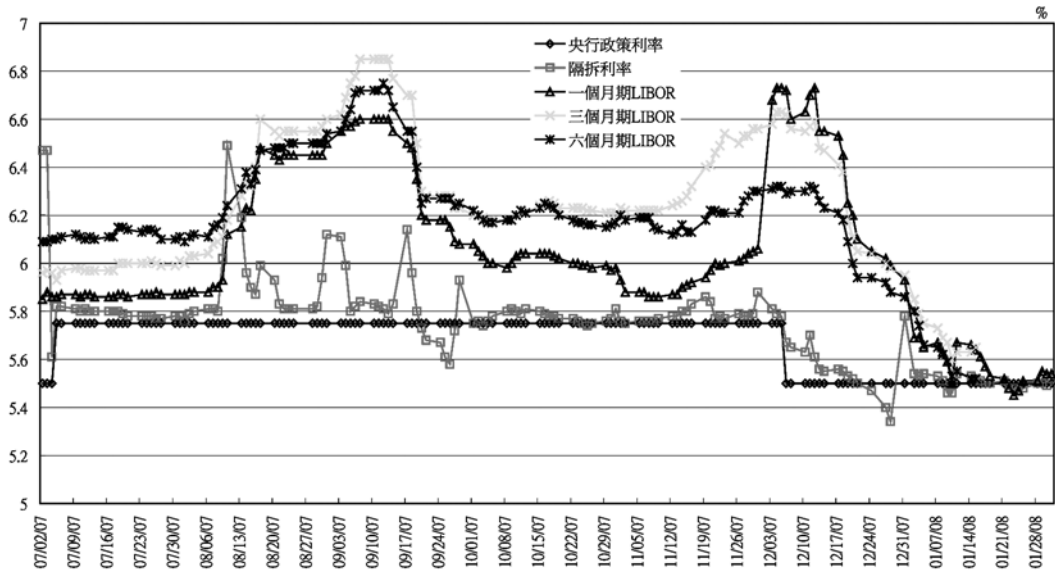
資料來源：作者繪圖。

時性釋金調節後恢復平穩；11 月底至 12 月 11 日短天期利率再度飆高，12 月底以來在五大央行聯手操作後，再度顯著下降。

(一) 聯合干預前短期利率的變動情形

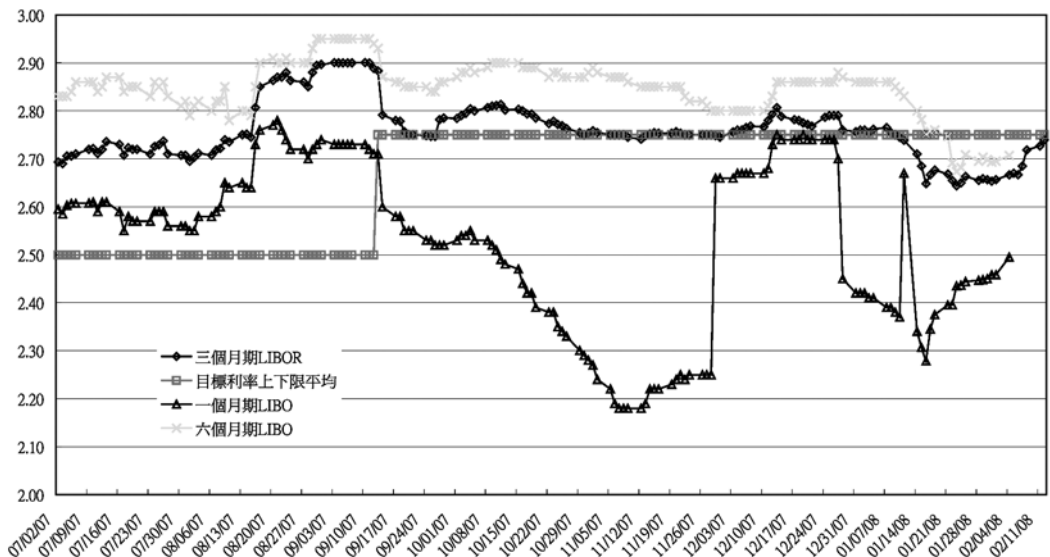
五大央行聯手出擊以前，各幣別短天期 LIBOR 利率歷經兩波段緊俏。大體而言，各

圖六 英鎊拆款 LIBOR 利率與央行政策利率



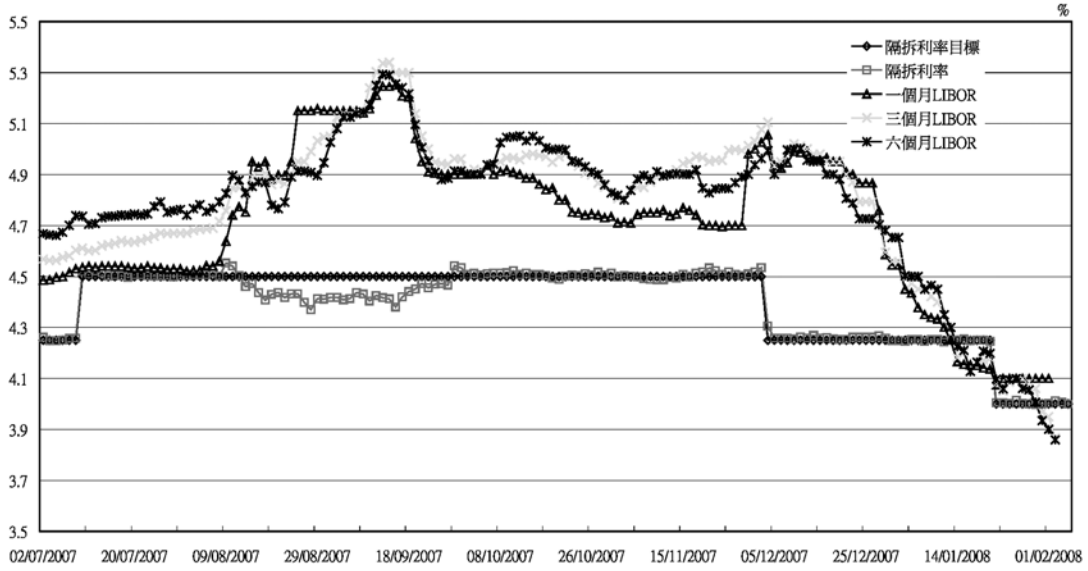
資料來源：作者繪圖。

圖七 瑞士法郎拆款 LIBOR 利率與央行政策利率 (目標利率上下限平均)



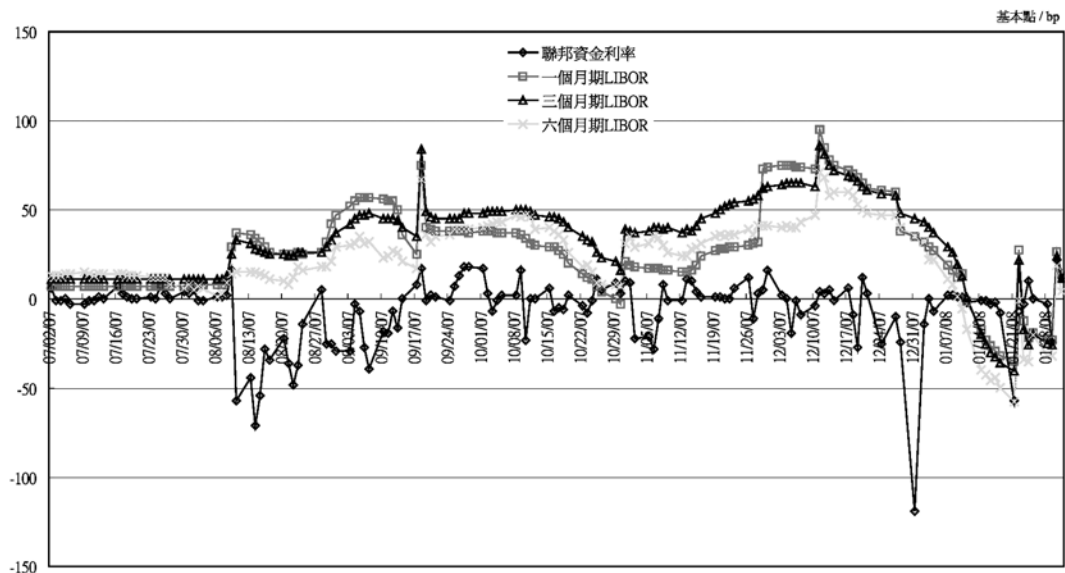
資料來源：作者繪圖。

圖八 加元拆款 LIBOR 利率與央行政策利率



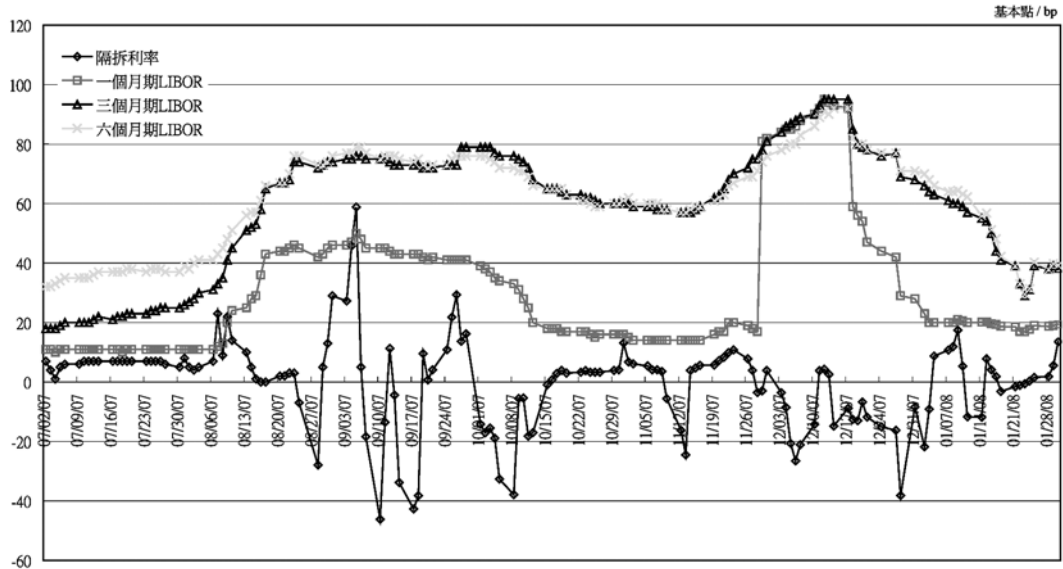
資料來源：作者繪圖。

圖九 美元拆款 LIBOR 利率與央行政策利率間之利差



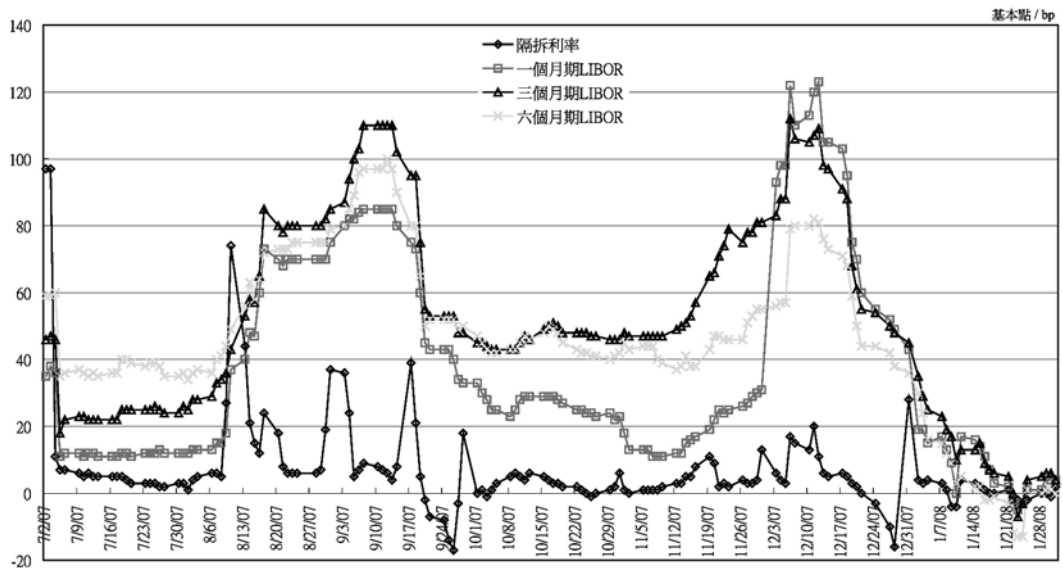
資料來源：作者繪圖。

圖十 歐元拆款 LIBOR 利率與央行政策利率間之利差



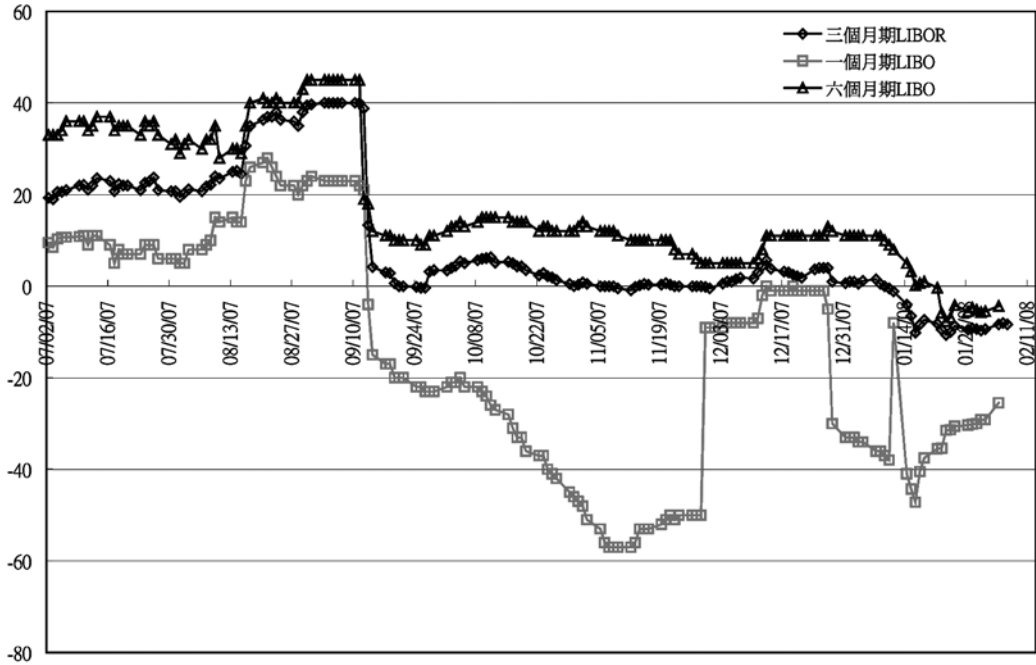
資料來源：作者繪圖。

圖十一 英鎊拆款 LIBOR 利率與央行政策利率間之利差



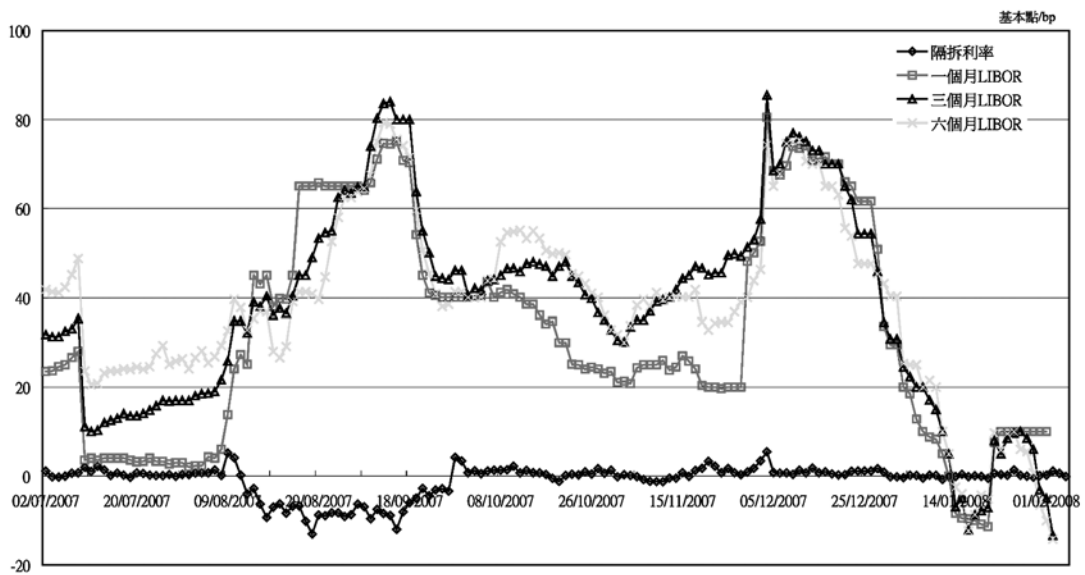
資料來源：作者繪圖。

圖十二 瑞士法郎拆款 LIBOR 利率與央行政策利率間之利差



資料來源：作者繪圖

圖十三 加元拆款 LIBOR 利率與央行政策利率間之利差



資料來源：作者繪圖

國之隔夜拆款利率大都依循央行的利率目標或期望水準變動，但一個月以上各幣別之英國倫敦拆款市場利率則沸沸揚揚，主要係因美國次級房貸事件引發市場信心危機，在各國的銀行業為求自保，大量囤積資金，及對交易對手的信用產生不確定感，減少拆借或惜售，引響所及，一個月期以上之拆款利率明顯攀升。市場人士亦分析指出，在市場信心潰散下，各國央行的附買回操作及貼現窗口融通或常設性窗口融通，只能控管隔拆利率變動，對短天期拆款利率則無影響力，此即美國 Fed 新創 TAF 新種操作工具，及五大央行聯手干預的最根本原因。

茲以美國等五大國一個月及三個月期之 LIBOR 利率為例，並以 2007 年 7 月 2 日、9 月 10 日、11 月 1 日及 12 月 11 日為基準點說明其變動情形。在第一波美國次級房貸事件時，各國之一、三個月期 LIBOR 利率明顯攀高，9 月 10 日之利率水準與央行政策利率間之差距明顯擴大，其中以英鎊最為顯著，一、三個月期 LIBOR 利率分別較央行政策利率高 85 及 110 個基本點；若取 9 月 10 日利率與 7 月 2 日平穩期水準比較，其波動幅度亦甚大，其中亦以英鎊之波動幅度最為明顯，一、三個月期 LIBOR 利率之波動幅度分別為 75 及 89 個基本點。在各國央行大舉臨時性釋金操作或採調降利率後，一、三個月期 LIBOR 利率明顯下降，其與央行政策利率間之利差明顯縮小，與 9 月 10 日之比較，其

變動幅度尤其顯著，其中以美元之降幅最大，一、三個月期 LIBOR 利率之降幅分別為 112 及 82 個基本點，次為英鎊，一、三個月期 LIBOR 利率之降幅分別為 67 及 62 個基本點；再次為加元，一、三個月期 LIBOR 利率之降幅分別為 45 及 44 個基本點。

2007 年 11 月底起，在第一波信心危機未徹底解除，亦因年底銀行業為求帳面業績之季節性資金趨緊之因素，雙雙肇使銀行業恢復囤積、惜售之心態，導致短天期 LIBOR 利率再度攀升。各國央行由第一波信用緊絀所學得的教訓中，深感須由各國通力合作，才能紓緩全球金融市場的信用緊絀。因此，在美國 Fed 主導之下，爰啟動 12 月 12 日的五大央行聯手出擊。茲取 12 月 11 日之一、三個月期 LIBOR 利率與 11 月 1 日之平穩階段之利率加以比較分析，與央行政策利率間之利差明顯擴大，其中仍以英鎊最為顯著，一、三個月期 LIBOR 利率與英國央行政策利率間之利差分別高達 120 及 107 個基本點；次為歐元，一、三個月期 LIBOR 利率與央行政策利率間之利差達 92 及 93 個基本點；再次為美元，兩者分別為 95 及 86 個基本點。另就利率變動幅度觀察，12 月 11 日與 11 月 1 日比較之變動幅度，英鎊與歐元之變動幅度頗為接近，一、三個月期 LIBOR 利率之變動幅度皆為 77 及 33 個基本點左右；美元的兩者幅度亦達 51 及 23 個基本點（參見表九）。

表九 美國等五大國一個月及三個月期 LIBOR 利率之變動情形

%/基本點

		美國		歐元地區		英國		瑞士		加拿大	
		一個月	三個月	一個月	三個月	一個月	三個月	一個月	三個月	一個月	三個月
2007/7/2	利率	5.32	5.36	4.11	4.18	5.85	5.96	2.595	2.69	4.485	4.568
	與央行政策利率之利差	6	7	11	18	35	46	10	19	24	32
2007/9/10	利率	5.81	5.70	4.45	4.75	6.6	6.85	2.73	2.90	5.158	5.24
	與央行政策利率之利差	56	45	45	75	85	110	23	40	66	74
	與 2007/7/2 比較	49	34	34	57	75	89	14	21	67	67
2007/11/1	利率	4.69	4.88	4.15	4.6	5.93	6.23	2.27	2.76	4.71	4.805
	與央行政策利率之利差	19	38	15	60	18	48	-48	1	21	31
	與 2007/9/10 比較	-112	-82	-30	-15	-67	-62	-46	-14	-45	-44
2007/12/11	利率	5.20	5.11	4.92	4.93	6.7	6.57	2.68	2.78	4.985	5.011
	與央行政策利率之利差	95	86	92	93	120	107	3	3	74	76
	與 2007/11/1 比較	51	23	77	33	77	34	41	2	28	21
2008/1/11	利率	4.24	4.26	4.2	4.57	5.67	5.63	2.67	2.74	4.25	4.3
	與央行政策利率之利差	-1	1	20	57	17	13	-8	-1	0	5
	與 2007/12/11 比較	-96	-85	-72	-36	-103	-94	-1	-4	-74	-71
2008/1/31	利率	3.14	3.11	4.19	4.38	5.54	5.54	2.46	2.65	4.1	3.968
	與央行政策利率之利差	14	11	19	38	4	4	-29	-10	10	-3
	與 2007/1/11 比較	-110	-115	-1	-19	-13	-9	-21	-9	-15	-33
	與 2007/12/11 比較	-206	-589	-73	-55	-116	-103	-22	-13	-89	-104

資料來源：作者根據網站資料製表。

(二) 聯合干預後短期利率的變動情形

五大央行在 2007 年 12 月 12 起一個半月期間總計釋金約 1941 億美元後，各種幣別一個月及三個月期 LIBOR 利率明顯下降，與央

行政策利率間之利差亦明顯縮小回復至正常水準。茲以操作後一個月之 2008 年 1 月 11 日、操作後一個半月 1 月 31 日之資料及三個月期 LIBOR 利率之變動情形分別說明如下：

1、操作一個月後短期利率下跌

前述圖四至圖十三，及表九之資料均顯示五大央行聯手出擊的效果至為顯著，2008年1月11日操作後約一個月各幣別之LIBOR利率均明顯下降，一個月及三個月期LIBOR利率與央行政策利率之利差明顯回穩，其差距大幅縮小。與2007年12月11日比較，除歐元一、三個月期LIBOR利率與央行政策利率之利差稍高（分別為20及57個基本點），但顯著低於2007年12月11日之利差外，其餘美元、英鎊、瑞士法郎及加元等與央行政策利率間之利差均大幅下滑。2008年1月11日與2007年12月11日比較之利率變動幅度，則更為可觀。其中以英鎊之變動幅度最大，2008年1月11日一、三個月期LIBOR利率較一個月前下降103及94個基本點，次為美元，一、三個月期LIBOR利率較一個月前下降96及85個基本點；再次為歐元，兩者分別下降74及71個基本點；歐元兩者的下降幅度亦達72及36個基本點。

2、操作一個半月後利率下跌效果更為顯著

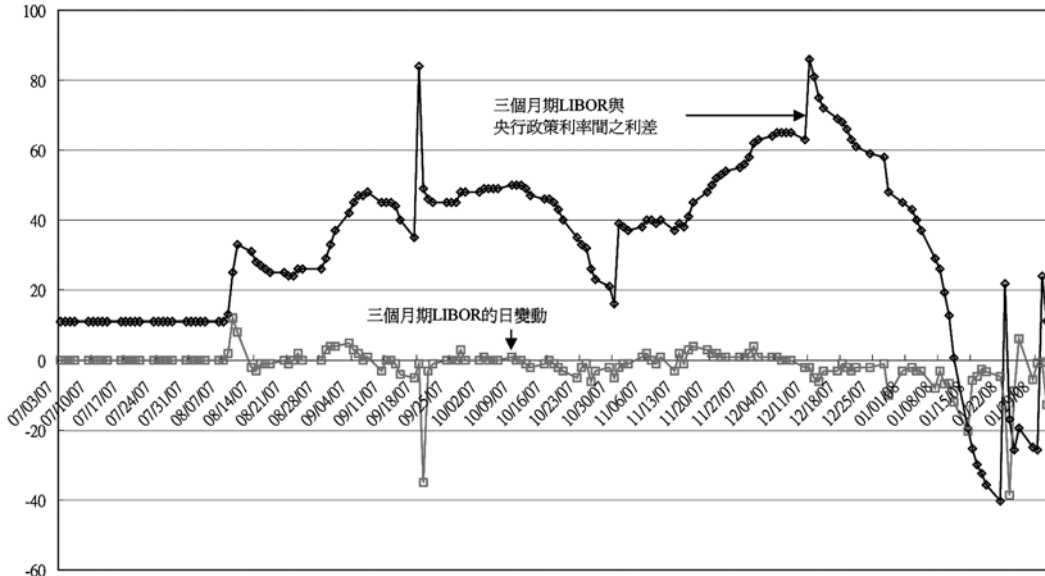
考量2008年1月下旬Fed、歐洲央行及英格蘭銀行仍陸續進場操作，爰進一步取2008年1月31日之資料，比較操作後一個半月的效果。在五大央行完成全部聯手操作後，各幣別LIBOR利率所顯示之操作效果尤為明顯。不僅與央行政策利率間之利差持續

縮小，其單日與2008年1月11日及2007年12月11日比較之利率下降幅度持續拉大。與2008年1月11日比較之下降幅度，以美元最為顯著，一、三個月期LIBOR利率分別下滑110及115個基本點；若進一步與一個半月操作前2007年12月11日之資料比較，仍以美元最為顯著，兩者分別下滑高達206及589個基本點；次為英鎊，分別下滑116及103個基本點、再次為加元，分別為89及104個基本點；歐元之一、三個月期LIBOR利率之跌幅亦分別達73及55個基本點。就上述資料觀察，五大央行堪稱完成勝利出擊，也寫下了歷史合作紀錄。

3、各國央行仍關切三個月LIBOR利率與央行政策利率間利差之波動幅度

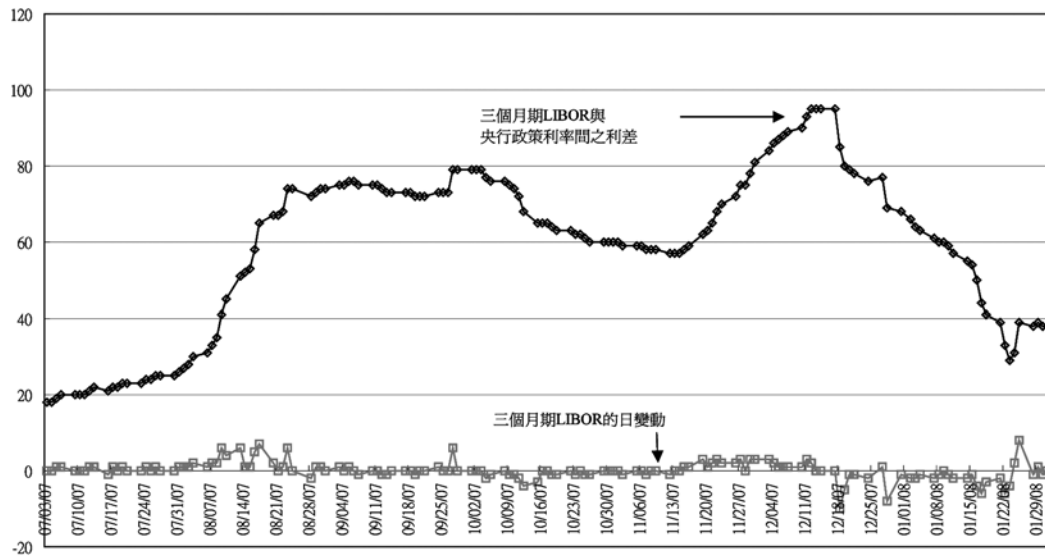
各幣別三個月期LIBOR利率向為衡量銀行資金成本之全球性利率指標，爰另繪製美元、歐元、英鎊、瑞士法郎及加元三個月期LIBOR利率與央行政策利率間之利差及其日變動資料如圖十四至十八，並加以觀察五大央行聯手操作效果。該四張圖亦顯示，2007年12月中旬以來至2008年1月底，各幣別之三個月期LIBOR利率與央行政策利率間之利差明顯下降；至於日變動資料，亦明顯下滑，但其波動幅度較小，意指各幣別三個月期LIBOR與央行政策利率間利差之波動幅度較日變動大，此亦係短天期利率回穩後，各國央行仍心存關切之處。

圖十四 美元三個月期 LIBOR 利率變動情形



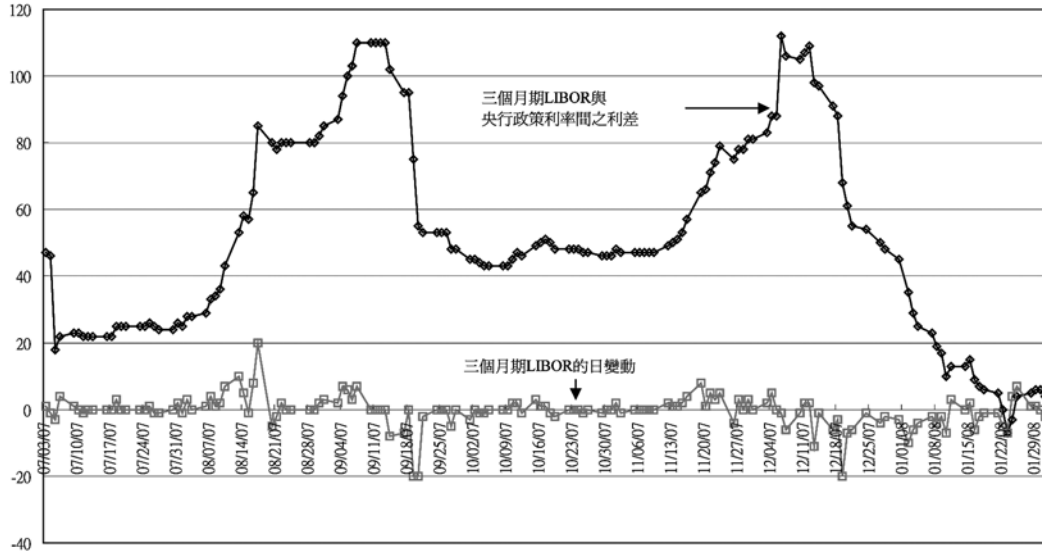
資料來源：作者繪圖。

圖十五 歐元三個月期 LIBOR 利率變動情形



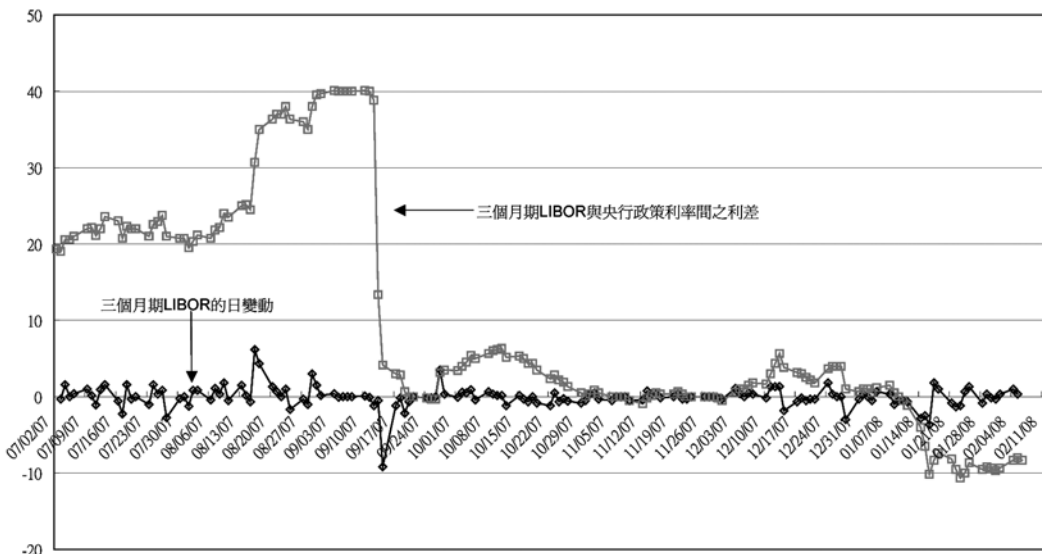
資料來源：作者繪圖。

圖十六 英鎊三個月期 LIBOR 利率變動情形



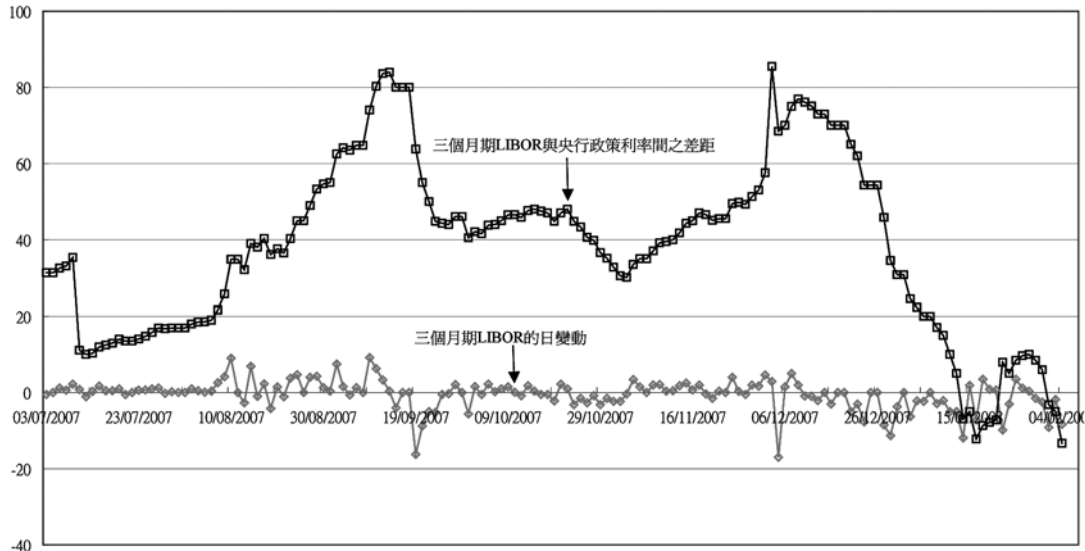
資料來源：作者繪圖。

圖十七 瑞士法郎三個月期 LIBOR 利率變動情形



資料來源：作者繪圖。

圖十八 加元三個月期 LIBOR 利率變動情形



資料來源：作者繪圖。

五、我國短期利率的變動概況

近 10 年來，我國的金融情勢大都屬資金寬鬆，游資過多之態勢。為維持短期利率特別是隔夜拆款利率的穩定，本行採發行定存單及吸收定期存款轉存款之操作方式，沖銷市場多餘的流動性。因此，本行之操作模式與他國央行釋金舒緩市場緊張氣氛之模式截然不同。2007 年下半年以來的利率走勢亦未受到美國次級房貸事件之波及，在本行之例行性操作下，除 2007 年 5 月底受到外幣資金需求增加，本行擴大賣匯影響下，新台幣資金轉趨緊俏，隔夜拆款利率呈現短期上揚外，絕大多數隔夜拆款利率均維持平穩走勢。

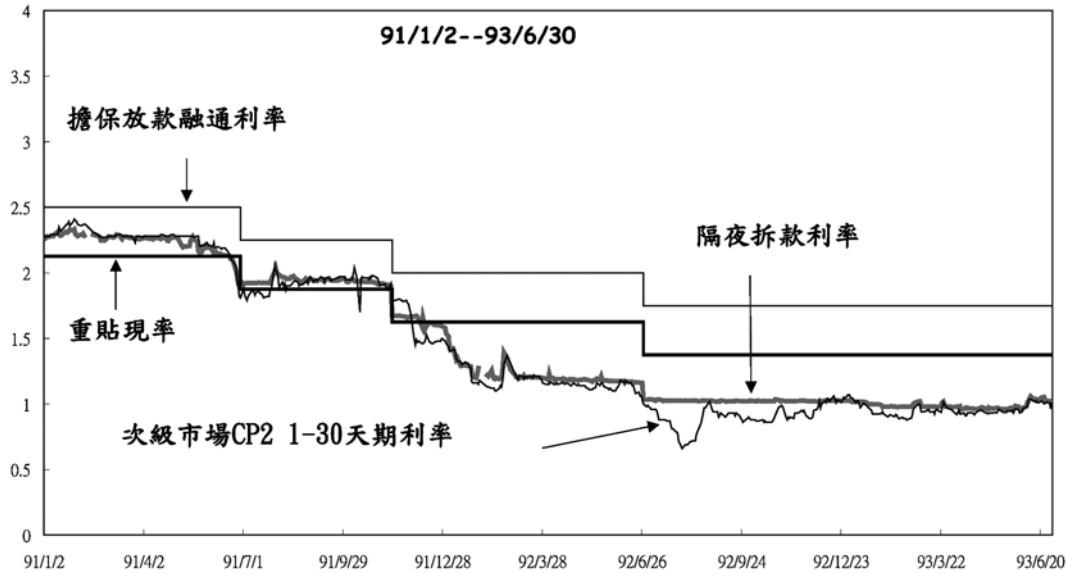
值得加以說明的是，貼現率是本行的主要政策利率，在 2002 年 12 月底以前，隔夜拆款利率在重貼現率與擔保放款融通利率之間維持平穩變動（參見圖十九），次級市場 30 天期商業本票利率則略高於隔夜拆款利率；但自 2002 年 12 月理事會議議決「自 2002 年 12 月 26 日起，為增進央行公開市場操作彈性，未來隔夜拆款利率將維持在重貼現率上下波動，而不以重貼現率為底限」以後，隔夜拆款利率維持在重貼現率之下變動，其絕對水準則略高於次級市場 30 天期商業本票利率（參見圖二十）。

綜觀全球五大央行之聯合干預具備若干

啟示，值得學習與深思。惟就我國往昔經驗加以觀察，較類似歐洲央行，公開市場實務操作亦提供較長天期之資金標售作業，達到

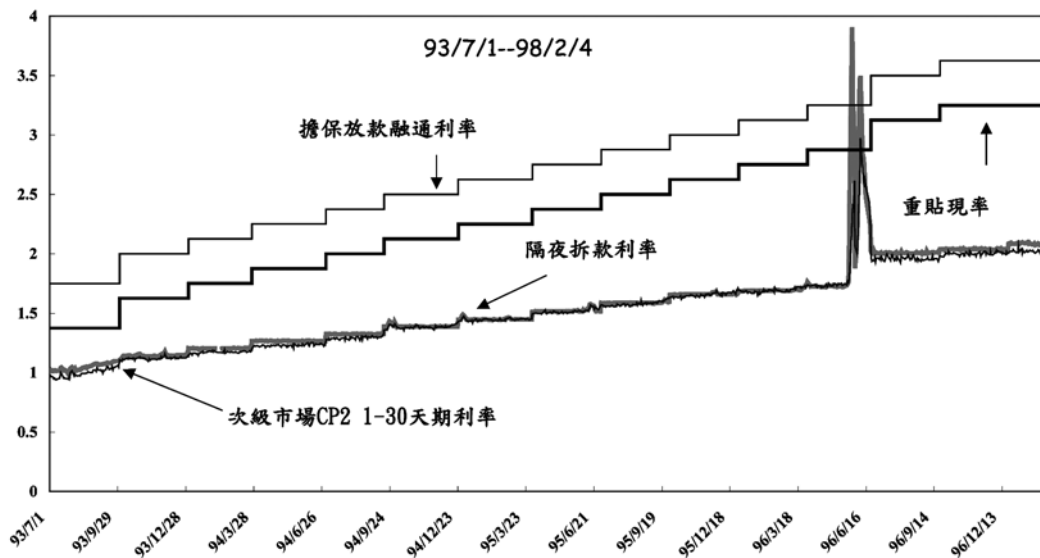
TAF 之融資功效。換言之本行無需新創新種工具，即可在資金緊俏時，承做類似 TAF 的操作。再者，當前可充當合格擔保品之央行

圖十九 我國的短期利率與央行政策利率



資料來源：作者繪圖。

圖二十 我國的短期利率與央行政策利率



資料來源：作者繪圖。

定存單及政府債券之餘額合計多達新台幣 4 兆元以上，本行目前並無放寬擔保品範疇之迫切性。惟若未來金融情勢逆轉，資金極度

緊俏而合格擔保品嚴重不足時，本行亦可參酌他國央行經驗，研擬是否放寬合格擔保品規定。

六、結 論

本文分析美國 Fed 新設立的 TAF 工具與五大央行聯合干預之操作情形，並探討其政策意義，另由五大央行之資料及利用 2007 年 7 月以來美國、歐元地區、英國、瑞士及加拿大等短天期 LIBOR 利率之日資料變動，比較分析五大央行聯手操作前後之效果，最後說明我國的短期利率變動。

(一) 本文重點結論

1、2007 年夏季以來在美國次級房貸事件引發全球金融市場信心動搖之下，曾於 8 月初至九月及 11 月底至 12 月兩度引發貨幣市場癱瘓，造成信用緊絀，短期拆款利率飆高。

2、綜觀兩度信用危機均與市場信心渙散有關，央行的操作則截然不同，第一次信用危機時，歐洲央行等主要央行依據自己的操作準則各自進行必要的調節；第二次則採聯合干預操作。2007 年末 G20 財政部長與央行總裁會議為聯合操作之源頭，同年 12 月 11 日美國股市大跌則為導火線。

3、全球五大央行聯合干預，旨在舒緩全球信用緊絀的危機，特別是全球美元 LIBOR 利率攀升的問題，期待 TAF 的暫時性融資方式，能有效拉低一、三、六個月等短天期

LIBOR 利率。

4、在市場信心渙散時，央行例行性公開市場操作、貼現窗口融通或常設性窗口操作，對控管極短天期拆款利率（如隔拆利率）變動，有實質的效果，但對一、三、六個月等短天期利率之影響效果不大，此實係美國 Fed 新創 TAF 工具之最根本原因。

5、Fed 新設 TAF 工具具備合格擔保品範疇較寬、合格融資對象較多、融資期限較長、融通利率較貼現融通利率低、及不公布個別銀行得標資料之匿名方式等五大特質，能有效補足公開市場操作與貼現窗口融通之缺失。TAF 係改善整體的市場運作，並非金融危機個別銀行之緊急救援。

6、五大央行近一個半月期間，共計釋金 1,941 億美元，操作期限介於 17 天至 35 天，操作利率介於 3.123% 至 4.79%。上述聯手操作對舒緩全球信用緊絀，拉低一、三個月等短天期 LIBOR 拆款利率具有顯著的效果，五大央行堪稱完成勝利出擊，其中以美國之降幅最大，2008 年 1 月 31 日一及三個月 LIBOR 拆款利率與 2007 年 12 月 11 日比較之降幅達 206 及 589 個基本點。

7、美國 Fed 須新設 TAF 工具之過程，

亦反映美國法令對 Fed 的束縛，較歐洲央行及英國、瑞士、加拿大等國央行為嚴，美國 Fed 須修法才能新設 TAF 工具。

(二) 對央行貨幣政策的啟示

1、當市場信心危機影響整個市場，而非個別銀行時，央行有必要就金融緊俏所衍生之所有風險加以衡量，並進行必要冒險。央行若能適時紓緩資金緊俏壓力，即能同時減低採用調降利率等其他措施之壓力。

2、五大央行的聯手操作雖可暫時解除全球信用危機，但無法解決總體經濟面之問題，亦無法解決銀行懷疑交易對手信用風險之恐懼與互不信任之根本問題。

3、各國央行當前之附買回公開市場操作、常設性窗口融通或貼現窗口融通，確能有效控管隔夜拆款利率緊沿著央行政策利率目標或期望水準變動，但在市場信心喪失時，對壓低銀行間短天期（如一、三、六個

月）拆款利率之高水準的效果不大。此係資金、風險及危機跨國快速移動之全球化衝擊下，央行當前仰賴公開市場操作、貼現窗口融通或常設性窗口融通，即能有效控管短期利率依循央行期望水準變動之信念產生動搖，央行似應採行更有效之操作機制，才能承擔守護金融安定之天職。總之，在當今多元、快速發展的世界中，貨幣政策似乎更難有效引導各期別利率依央行期望水準變動。

(三) 本行無須新創工具，公開市場實務操作即可達成 TAF 功效

本行公開市場實務操作較類似歐洲央行，亦提供較長天期之資金標售作業，達到 TAF 之融資功效。目前合格擔保品綽綽有餘，亦無放寬擔保品範疇之迫切性。未來必要時，則可參酌他國央行經驗，研擬是否放寬合格擔保品規定。

附 註

(註 1) 市場分析家稱 Fed 於 12 月 11 日調降利率，但股市卻大跌，主要係市場不滿意 Fed 的兩碼跌幅，且理事主席未清楚說明未來的利率動向使然。

(註 2) Regulation A-part 201-201.4(e) 新增 Term Auction Facility 工具：(1) 聯邦準備銀行對存款機構提供短期融通，利率依據 201.51(e) 的規定，採標售方式。存款機構必須是健全經營者，在借款期間內亦須是健全經營。(2) 理事會指定一家或多家聯邦準備銀行進行此種標售操作。(3) 操作期限由理事會決定。

(註 3) Regulation A-part 201-201.51(e) Term Auction Rate：TAF 利率係一種標售產生的利率，依投標價格超過底價的高低順序依次得標，並一律以最低得標價格作為該次的標售利率，是一種單一價格標。

(註 4) 取瑞士央行三個月期 LIBOR 利率目標上下限之平均值。

(本文完稿於 97 年 2 月，作者為本行經濟研究處研究員)

2007 年泰國央行貨幣政策操作架構 改革之探討

廖 俊 男

摘 要

泰國央行（BOT）在 2007 年 1 月中宣布貨幣政策操作架構的重大改革，有關本次改革的動機、目標、重點內容及成效等，扼要說明如下：

（一）動機：

1. 泰國央行主導之附條件交易（BOT RP）市場無法切合金融市場發展的需要；
2. 原有貨幣政策操作架構存在若干限制，使得市場利率波動較大。

（二）目標：

1. 關閉 BOT RP 市場，發展更活絡及更具效率之貨幣市場；
2. 建立更為簡單化、協調一致且依賴市場誘因與機能運作的貨幣政策操作架構，來提高貨幣政策執行效率與透明化，以及解決市場利率波動較大的問題。

（三）重點內容：

1. 採取若干措施，逐步淘汰並關閉 BOT RP 市場；
2. 將政策利率由 14 天期 RP 利率，改為 1 天期 RP 利率；

3. 準備金提存期起始日訂為與貨幣政策委員會會議同日；

4. 針對常設性隔夜窗口，除既有的融通機制之外，另設立存款機制，訂定以政策利率為中心的利率區間。

（四）成效：

1. 隨泰國央行與主要交易商進行雙向 RP 交易比重持續提高，BOT 已於 2008 年 2 月 12 日關閉 BOT RP 市場；
2. 隨市場機能順利運作，配合其他制度面的改革，隔夜拆款利率波動明顯降低，且與 1 天期 RP 利率更為密合。

（五）結語：

我國與泰國金融市場發展階段不同，且我國係採取貨幣目標，訂定 M2 年度貨幣成長目標區，並以準備貨幣為操作目標，透過調整政策利率，協助控制貨幣數量，與泰國採行通膨目標，訂定核心 CPI 年增率目標區不同，惟泰國央行積極參考國際間貨幣政策操作新趨勢的改革作為值得學習。

一、前言

泰國於 1997 年身陷東亞金融危機時，泰國央行（Bank of Thailand, 簡稱 BOT）在 IMF 的協助下，頻頻進行金融改革，2000 年 5 月首度採行通膨目標（註 1）機制，並將通膨目標訂為每季平均核心 CPI 年增率為 0~3.5%，期望以透明化、獨立性及權責化（accountability）建立央行公信力（credibility）。泰國央行並自 2001 年 10 月起實施常設性隔夜窗口機制，就亞洲地區的央行而言，為率先之舉。在當時的通膨目標架構之下，BOT 藉由選定的政策利率（14 天期附買回（簡稱 RP）利率）來影響短期市場利率，以執行貨幣政策。貨幣政策委員會（Monetary Policy Commission, 簡稱 MPC）（註 2）會議後宣布是否調整政策利率來表明 BOT 的貨幣政策立場。為執行 MPC 的利率決策，使得隔夜拆款利率貼近政策利率，BOT 使用的政策工具包括公開市場操作（Open market Operation, 簡稱 OMO）（註 3）、存款準備率及常設性隔夜窗口機制。

在 2007 年 1 月 17 日舉行的 MPC 會議之後，泰國央行宣布政策利率由 1 天期 RP 利率取代原先的 14 天期 RP 利率，此為 2000 年 5 月 BOT 採行通膨目標以來，首度變更政策利率。實際上，BOT 貨幣政策操作架構的改革之中，政策利率的更動僅為其中一環，為了進一步提高 BOT 貨幣政策執行的效率與透明化，以及促進泰國貨幣市場的發展，泰國央行亦實施若干改革，例如，關閉由泰國央行主導之附條件交易（註 4）市場（BOT-operated Repurchase Market, 簡稱 BOT RP 市場）、將準備金提存期起始日訂為與 MPC 會議同一日，以及針對常設性隔夜窗口，除既有的融通機制之外，另設立存款機制，訂定以政策利率為中心的利率區間。

本文目的即為詳細說明泰國央行貨幣政策操作架構改革的動機與目標，並陳述其具體內容，比較改革前後之差異，以及說明此次改革措施的成效，最後為本文結語。

二、泰國央行貨幣政策操作架構改革之動機

因 BOT RP 市場結構及改革前的貨幣政策操作架構無法滿足金融市場發展的需要，亦有礙貨幣政策操作透明化，促使泰國央行實施貨幣政策操作架構的改革。本節說明改革措施的兩項主要理由如后（註 5）：

（一）BOT RP 市場無法切合金融市場發展的需要

泰國 RP 市場原分為三種，分別為 BOT RP 市場、雙向 RP 市場與民間 RP 市場，其中泰國央行可透過 BOT RP 市場與雙向 RP 市

場兩種管道參與公開市場操作，暫時挹注或收縮銀行體系資金（三者之比較請參見表1）。

BOT RP 市場係建立於 1979 年 3 月，過去一直為 BOT 公開市場操作的主要管道。為維持政策利率，BOT 除了在此市場定期挹注

及收縮市場流動性外，亦同時扮演 RP 會員間資金需求者與資金供給者之經紀角色（註 6）

（BOT RP 市場之交易方式如圖 1）。另一方面，自 2000 年 6 月起，BOT 可透過雙向 RP 市場，與主要交易商進行公開市場附買回與

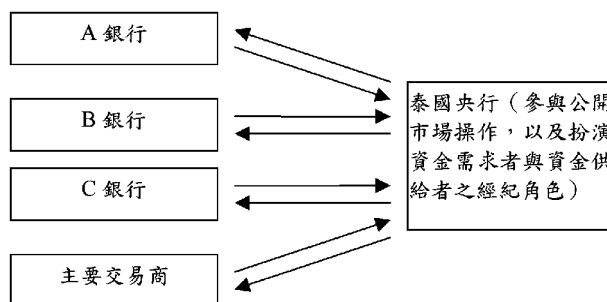
表 1：BOT RP 市場、雙向 RP 市場與民間 RP 市場之比較

項目	BOT RP 市場	雙向 RP 市場 (BOT與主要交易商)	民間RP市場
參與者	商業銀行、金融公司、金融機構發展基金 (FIDF) ¹ 及財政部核可之國營企業等	主要交易商 (造市者)	民間部門
BOT之角色	參與公開市場操作，以及扮演資金需求者與供給者之經紀角色	基於市場穩定，BOT主動調節市場流動性	BOT期望主要交易商能帶動活絡市場交易
期限	1、7、14天與 1、3、6個月	1、7、14天與1個月 (主要操作為1天期)	交易雙方共同認可
交易時段	每日下午 3:30~4:30	每日上午 9:30~10:00	全天
擔保品			
合格證券	國庫券、BOT債券、經財政部保證之國營事業公債或經BOT同意依特定法律由國營事業發行之公債	同BOT RP市場	交易雙方共同認可
訂價	面值 (之後轉為市價)	市價(視擔保品融資成數與追繳保證金而定)	市價(視擔保品融資成數與追繳保證金而定)
登記系統	RP pool系統	無實體登錄(B/E)系統	無實體登錄(B/E)系統 (若使用款券同步交割)
交割日	同日(T)	同日(T)	交易雙方共同認可
契約	依BOT規定	依BOT規定	主要標準契約

資料來源：泰國央行網站 (<http://www.bot.or.th>)。

註1：金融機構發展基金 (FIDF) 係在泰國央行法下授權成立之法人機構，任務為重建及發展金融機構體系，達成金融健全與穩定。1997年東亞金融危機之後，為提供援助所需資金，FIDF成為 BOT RP 市場主要借款者。

圖 1：BOT RP 市場之交易



資料來源：Bank of Thailand (2008)。

附賣回之雙向附條件交易（bilateral repurchase, 簡稱 BRP），影響銀行體系資金。

長久以來，因 BOT 扮演撮合成交的經紀商角色，有效消弭資金需求者與供給者交易對手之風險，因此，BOT RP 市場一向為金融機構短期流動性管理之主要管道。不過，隨金融環境轉變及國際間各項規範及準則之陸續發布，使得 BOT RP 市場無法適當發揮應有的功能，並阻礙貨幣市場的正常發展。

有關 BOT RP 市場的缺失，扼要說明如下：

1. BOT RP 市場未跟上國際潮流

由於交易簡單、成本較低及風險較小，因此泰國金融機構過去主要依賴 BOT RP 市場取得流動性。過去此種交易運作相當良好，因為其確實供應市場參與者資金需求，同時也符合過去市場及金融體系的發展。然而，隨金融市場之發展，加以國際間各種市場規範與準則陸續出爐，BOT RP 市場已不合時宜且無法符合國際規範。例如，BOT RP 市場的擔保品所有權並未轉移，它是登錄於 RP pool 系統，有資金需求之會員承做 RP 交易賣出證券時，需將合格證券移轉至 RP pool，因此，資金供給之會員無法動用擔保品進行下一筆交易。另外，過去 RP 交易契約到期日之前，擔保品未依市價評價，扭曲重要的市場機制（如訂價機能與風險管理等），亦不利於貨幣市場及衍生性金融商品市場的發展。

2. 無誘因鼓勵市場參與者彼此間進行交

易

雖然透過 BOT RP 市場融通具有簡單化及成本效益的優點，但卻無法鼓勵市場的參與者彼此間進行交易，因此，無法活絡民間 RP 市場及銀行同業拆款市場，再者，市場參與者也認為沒有必要發展更多金融工具來協助其做好風險及流動性管理。

（二）原有貨幣政策操作架構存在若干限制

1. 採用 14 天期 RP 利率做為政策利率之限制

針對金融機構短期流動性之管理，1 天期 RP 利率最能反映貨幣市場流動性情況。金融機構存放央行帳戶（Current account, 以下簡稱 CA）餘額相對應提準備金規模將直接反映隔夜拆款利率的變化，故依照市場機能，BOT 最有影響力的利率應是隔夜拆款利率。另外，利用 1 天期 RP 利率作為政策利率，來影響隔夜拆款利率，將減少短期貨幣市場利率期限結構的扭曲，因其可使長期利率依據貨幣市場對未來利率走向之預期而變動，這亦是許多央行選擇隔夜拆款利率做為其操作目標的理由。

另一方面，若市場參與者對未來利率走向有強烈預期之時，使用 14 天期 RP 利率做為政策利率將有其限制，例如，若市場參與者預期 MPC 將在下次會議中調高政策利率，則將改變其投資行為，避免投資於落在 MPC 會議日之後的期限別 RP 標的。因此，MPC 會議日之前多為投資 1 天期 RP 利率，俟政策

利率正式調高之後，投資者才會將投資標的轉為 14 天期 RP，結果造成 MPC 會議之前，短期利率下跌，因此，當市場預期政策利率走高將導致市場不確定性提高。

2. 原先之準備金提存期未與 MPC 會議日同步，造成 MPC 會議日落在準備提存期間而使市場利率波動

若 MPC 會議日落在準備金提存期間，且金融機構預期政策利率將可能改變，則可能因 MPC 會議之前與之後準備金提存行為的改變而使市場利率非預期的波動。例如，若金融機構預期 MPC 會後政策利率將調高，將使得 MPC 會議日之後，持有準備金的機會成本增加（因提存在央行的準備金存款並不計息）。為使其在特定期間持有準備金成本最小且確保能滿足平均應提準備金額，金融機構會在 MPC 會議之前累積較多的 CA 餘額，然後在該次會議之後逐漸耗盡。當市場強烈預期政策利率將調高，則 MPC 會議之前的平均 CA 水準將明顯高於 MPC 會議之後的平均 CA 水準，結果將造成 MPC 開會日落在準備金提存期，市場利率呈現不尋常的波動情況。

此外，改革之前，準備金提存期固定於每月 8 日至 22 日，以及 23 日至次月 7 日將可能導致每一提存期的天數不等（註 7），且提存期的最後一日（通常為大部位調整 CA 餘

額之日）可能落在週五或週一，更可能加大 CA 餘額不均的情況。此種行為模式與準備金提存期內剛好舉行 MPC 會議的情況相似，將使得貨幣市場趨於複雜，導致市場利率大幅波動的風險升高。

3. 現有常設性隔夜窗口僅有融通機制，缺乏存款機制，使得利率波動較大

改革前流動性不足之金融機構，在營業日底可藉由提供擔保品，透過 BOT 的「營業日底流動性機制」取得所需流動性。BOT 按政策利率加 150 個基本點提供隔夜擔保融通。此常設性隔夜窗口之融通利率，可視為金融機構自 BOT 取得所需流動性所支付的隔夜拆款利率上限，當市場利率超過上述利率，金融機構即無誘因自市場借入；反之，若市場有超額流動性促使利率下跌之際，則無任何流動性機制緩和市場利率的持續下滑。

因此，當 BOT 無任何機制去減輕利率下跌壓力且利率上限相對較高之情況下，市場利率的波動範圍可能相對較大，將產生市場風險及降低 BOT 維持短期利率與政策利率一致的有效性。尤其當 BOT RP 市場將逐步被淘汰及市場參與者間調整仍未達效率之際，此風險將更為顯著。職此之故，泰國央行針對金融機構除提供常設性隔夜窗口的融通機制外，進一步提供隔夜存款機制，以吸收超額流動性，紓解其他政策工具的壓力。

三、泰國央行貨幣政策操作架構改革之目標

為解決原有架構存在的缺陷，BOT 設計了貨幣政策操作新架構，以追求兩項主要目標：

一、關閉 BOT RP 市場，發展更為活絡及更具效率之貨幣市場，並與債券市場等發展一致。

二、達成更為透明且以市場為基礎之操作架構，以有效執行 MPC 利率決策且與 BOT

RP 市場的關閉一致。

因此，整體來說，泰國央行的改革目標係為發展國內貨幣市場，以及建立更為簡單化、協調一致且依賴市場誘因與機能運作的貨幣政策操作架構來提高貨幣政策執行效率與透明化，以及解決市場利率波動過大的問題。

四、泰國央行貨幣政策操作架構改革之內容

有關泰國央行主要改革措施之主要內容如下(註 8)：

(一) 關閉 BOT RP 市場

BOT 透過雙向 RP 市場，與主要交易商進行雙向附條件交易，可協助帶動活絡民間 RP 市場，且 BOT 的公開市場操作逐漸轉往雙向 RP 市場，將可協助改善 RP 操作的效率與透明化。為使泰國貨幣市場得以順利發展，並與國際金融市場接軌，BOT 決定逐步淘汰並關閉 BOT RP 市場(註 9)，同時加強在雙向 RP 市場的公開市場操作，以及推動民間 RP 市場之發展。因此，BOT 採取下列措施：

1. 自 2004 年 6 月開始，BOT 在 BOT RP 市場的操作次數，由過去每天操作 2 次減為每天 1 次(下午 3:30 至 4:30)。

2. 將 BOT RP 市場經紀費用，由每年 3 個

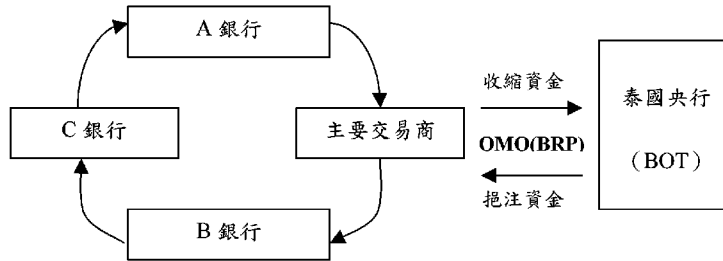
基本點提高為 6 個基本點，且每筆最低交易額由 1,000 萬泰銖提高至 3 億泰銖，以減少 RP 會員利用此管道取得資金。

3. 為確保金融體系流動性能有效分配，逐步增加雙向 RP 市場 BRP 之操作次數(由過去每週 2 次增為每天 1 次)與金額，以提升流動性管理之效率。

4. 為提高 BOT 在雙向 RP 市場流動性管理之效率，宣布自 2007 年 10 月起，主要交易商的家數由原先 9 家增加為 14 家。

5. 推動金融機構透過民間 RP 市場或銀行同業拆款市場，管理流動性。具體作法包括：針對民間 RP 市場參與者舉辦教育研討會；協調建立民間 RP 市場規範與準則(如擔保品以市價評估及最高融資成數之規定等)，以逐步符合國際標準規範；協調 BOT

圖 2：BOT RP 市場關閉後 BOT 之貨幣政策操作



資料來源：Bank of Thailand (2008)。

RP 市場的最大資金需求者—金融機構發展基金 (FIDF) 另覓融資管道 (註 10)，使其不再依賴 BOT RP 市場融資。

俟 BOT RP 市場關閉後，BOT 僅在雙向 RP 市場進行公開市場操作，挹注或收縮銀行體系資金，而主要交易商則在民間 RP 市場扮演造市者的角色，金融機構則與主要交易商或其他金融機構進行 RP 交易。有關 BOT RP 市場關閉後，BOT 在 RP 市場的公開市場操作情況如圖 2 所示。

(二) 貨幣政策操作架構之改革

為增進操作效率、配合 BOT RP 市場關閉及以利率為操作目標的貨幣政策機制一致，BOT 執行貨幣政策操作架構之改革，主要包括下列三項：

1. 將政策利率由 14 天期附買回利率改為 1 天期附買回利率

此項改變將能提供透明化的貨幣政策訊息，使得政策利率更能反映金融機構在貨幣市場的短期流動性管理，使短期利率變動與市場預期一致，讓政策傳遞機能更為有效。

BOT 每日上午例行實施之公開市場操作，將集中進行 1 天期之固定利率標 (fixed-rate tenders) 雙向 RP 交易，而其他長天期 RP 的操作，將以變動利率標 (variable-rate tenders) 進行，以使各期限別利率更能反映當時市場情勢及預期。然而，因 MPC 的利率決策通常在當日下午宣布，故為了確保固定利率操作不與 MPC 會議同一日進行，BOT 將避免在 MPC 會議當天執行 1 天期雙向 RP 操作。

此外，為配合 BOT RP 市場於 2008 年 2 月 12 日正式走入歷史，原實際操作利率亦自 2 月 13 日起由 1 天期 BOT RP 市場 RP 利率轉為 1 天期雙向 RP 市場 BRP 利率。有關政策利率改革前後之比較，請參見表 2。

2. 準備金提存期起始日與 MPC 會議日期同步

(1) 改變準備金提存期由每個月固定的 8 日至 22 日，以及 23 日至次月 7 日，改為每個月某星期固定的週三 (MPC 週三會議日須配合提存期之起始日) 至其後第 2 週之週二止共計 14 天 (仍維持每兩週一次) (註 11)。

表 2：政策利率之改革

項目	改革前	改革後
政策利率	14天期RP利率	1天期RP利率 (自2007/1/17起生效)
實際操作利率	14天期BOT RP利率	1天期BOT RP利率 (2007/1/17~2008/2/12)
		1天期BRP利率 (自2008/2/13迄今)

資料來源：作者彙總相關資料後編表。

(2) 對必須提存準備金的所有金融機構一體適用相同的準備金提存期，有別於先前針對金融公司及 Credit Foncier 公司的準備金提存期訂得較短。

有關準備金提存期改革前後之比較，請參見表 3。

3. 常設性隔夜窗口除既有融通機制外，新增存款機制，建立以政策利率為中心的利率區間
BOT 建立新的常設性隔夜窗口機制稱之

為「營業日底流動性調整窗口」(End-of-Day Liquidity Adjustment Window)，在 BOT 開立準備金帳戶之金融機構，為調整準備部位，可在營業日底透過此窗口，向 BOT 申請融通或存款至 BOT 以調整其流動部位。營業日底流動性調整窗口收取之利率等於「政策利率」加減「可調整的利率差距」(adjustable margin)，可調整利率差距之大小取決於 BOT 融通金融機構或讓金融機構存款至 BOT 的意願。若金融機構需要取得流動性，

表 3：準備金提存期之改革

項目	改革前	改革後
準備金提存期	當月8日至22日及當月23日至次月7日 (每兩週1次)	週三至其後第2週之週二 (共計14天) (每兩週1次)
提存期天數	兩段期間可能不等	兩段期間均為14天
提存期與MPC會議日之關係	MPC會議日落在提存期內，不一定為8日或23日	提存期起始日與MPC週三會議日同步
金融機構提存期	金融公司及 Credit Foncier 公司之提存期較短	所有金融機構一體適用

資料來源：作者彙總相關資料後編表。

則程序上等同於改革之前實施的「營業日底流動性機制」(End-of-Day Liquidity Facility)，金融機構支付的利率等於政策利率加上某調整利率差距。另一方面，具超額準備的金融機構可將多餘資金存放至 BOT，收取政策利率減去某調整利率差距的報酬。

泰國央行認為，若利率區間訂得太寬將可能造成利率波動過大；反之，若利率區間訂得太窄，將降低市場參與者間進行交易的

誘因。基於上述因素的考量，在 2007 年 1 月 17 日 BOT 將區間訂為政策利率加減 50 個基本點，之後，自 2008 年 2 月 13 日起，配合 BOT RP 市場關閉，BOT 僅與主要交易商進行 BRP 交易，為使市場利率更貼近於政策利率，進一步將利率區間縮小至政策利率加減 25 個基本點。

有關常設性隔夜窗口機制改革前後之比較，請參見表 4。

表 4：常設性隔夜窗口機制之改革

項目	改革前	改革後
名稱	營業日底流動性機制	營業日底流動性調整窗口機制
成立時間	2001/10/1~2007/1/16	自 2007/1/17 迄今
特性	流動性不足之金融機構可利用擔保品向 BOT 取得融資 (融通機制)	屬雙向隔夜機制，包括隔夜融通與隔夜存款
費率	政策利率+150 個基本點	(1) 2007/1/17~2008/2/12 為政策利率± 50 個基本點 (2) 2008/2/13~迄今為政策利率± 25 個基本點
窗口開放時間	各營業日之 5:00~5:30 pm	融通機制 (各營業日之 5:00~5:30 pm) 存款機制 (各營業日之 4:30~5:30 pm)

資料來源：作者彙總相關資料後編表。

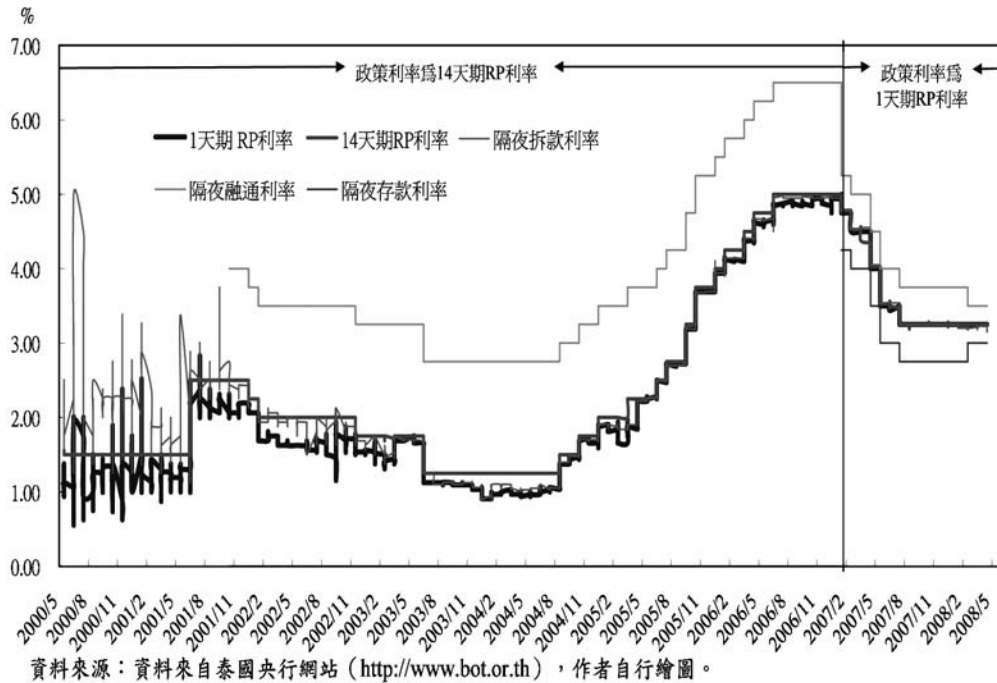
五、貨幣政策操作架構改革之成效

自 2007 年 1 月 17 日實施貨幣政策操作架構改革之後，公開市場操作效率漸漸提升。BOT 透過與主要交易商之 BRP 交易比重逐漸提高，BRP 交易占 BRP 與 BOT RP 交易總和之比重已由 2006 年底之 40% 提高至 2007 年底之 85% (註 12)，而隨著 BRP 交易逐漸取

代 BOT RP 交易，2008 年 2 月 12 日起泰國央行正式關閉 BOT RP 市場。

另外，觀察政策利率、隔夜融通與存款利率以及隔夜拆款利率走勢 (見圖 3) 可知，2000 年 5 月 BOT 首度實施通膨目標，在 2001 年 9 月中旬之前，隔夜拆款利率明顯呈現大

圖 3：政策利率、隔夜融通與存款利率以及隔夜拆款利率之走勢



幅波動，與 14 天期 RP 政策利率有段差距，自 2001 年 10 月 BOT 建立常設性隔夜窗口機制，訂定隔夜融通利率之後，隔夜拆款利率波動程度明顯轉緩，而自 2007 年 1 月 17 日起，1 天期 RP 利率取代 14 天期 RP 利率做為 BOT 的政策利率，同時增訂隔夜存款利率，

隔夜拆款利率與 1 天期 RP 利率更為貼近，兩者的差距大部分皆在 0.05 個百分點以內，顯示 BOT 貨幣政策操作架構之改革已收到具體成效，應有助於貨幣政策的傳遞機能的提升。

六、結 語

觀察泰國央行此次貨幣政策操作架構之改革，除了係因應其國內貨幣市場發展的需要，以及解決原有機制面臨的一些難題外，部分應是參考國際間主要央行的貨幣政策操作架構而來。例如，為加強常設性隔夜窗口

的功能，泰國央行參考部分國家央行的作法（註 13），除了既有融通機制外，另增設存款機制，訂定政策利率加減 50 個基本點之利率區間（自 2008 年 2 月 13 日起，配合 BOT RP 市場關閉，BOT 僅與主要交易商進行 BRP 交

易，為使市場利率更貼近於政策利率，進一步將利率區間縮小至政策利率加減 25 個基本點）。另外，考量央行最能影響短期市場利率的為隔夜拆款利率，故將政策利率由 14 天期 RP 利率變更為 1 天期 RP 利率，藉以影響隔夜拆款利率（操作目標），促使隔夜拆款利率貼近政策利率的作法，亦與國際間部分央行方向一致。至於準備金提存期方面，仍維持每兩週一次，惟將提存期起始日訂為與 MPC 會議日同步，亦類似英格蘭銀行新實施之準備金提存期規定（註 14）。

值得一提的是，關閉已不合時宜的 BOT RP 市場為發展其金融市場重要的一步，讓 BOT 的公開市場操作僅與主要交易商進行交易，除可監控及管理整個金融體系的流動性，也促成民間 RP 市場的良好發展。也因關閉 BOT RP 市場，讓市場機能得以順利運作，提升金融機構流動性管理的有效性。

泰國央行認為整個改革將使貨幣政策操作架構更有效率及透明化，且進一步促進泰國金融市場的發展。不僅如此，此改革將為

金融體系穩定奠定深厚基礎，亦有助於面對未來金融市場快速轉變的挑戰。就實施成果來說，隔夜拆款利率波動已明顯減緩且與 1 天期 RP 利率更為密合，顯示以市場導向為主的操作策略確實使得隔夜拆款利率緊沿著政策利率變動，因此整體成效頗佳。

泰國央行本次的改革係為了發展其貨幣市場，讓市場機能順利運作，及針對其市場利率波動較大問題，進行制度性變革。不同於泰國央行採行通膨目標，訂定核心 CPI 年增率目標區間，本行係採行貨幣目標，訂定年度 M2 貨幣成長目標區，以準備貨幣為操作目標，透過調整政策利率，協助控制貨幣數量。目前本行主要是利用發行央行定期存單沖銷過剩資金或以 RP 交易釋金等方式，達到穩定利率及提供適當流動性的效果。各國所需之貨幣政策操作架構因其國情及金融市場之發展階段不同而異，泰國央行積極參考國際間貨幣政策操作新趨勢的改革作為值得學習。

附 註

（註 1）1997 年 7 月以前為匯率目標時期（固定匯率制度），1997 年 7 月至 2000 年 5 月改採貨幣目標。實施通膨目標可以維持家計單位購買力、競爭力，同時在低及穩定通膨情況將更有利於企業的長期擘畫。

（註 2）MPC 每年開會 8 次，委員會成員中有 3 位來自泰國央行的資深官員，其餘 4 位則來自外界，MPC 的職責包括評估近期經濟情勢及展望，根據經濟成長及通膨預測結果來釐訂貨幣政策走向及核定通膨報告等。

（註 3）包括附條件交易操作、政府債券買賣斷、泰國央行債券之發行及換匯操作等。

（註 4）包括附買回及附賣回交易。

（註 5）本節之說明主要係參考 Bank of Thailand（2006）之內容。

- (註 6) BOT RP 市場之 RP 交易係以變動利率標進行，由 RP 會員在每天交易時段電洽泰國央行下單買賣，採先到先撮合方式，連續配對交易。
- (註 7) 因當月 23 日至次月 7 日包括月底當日，可能因各月天數不同而使得提存期總天數不一定剛好為 14 天。
- (註 8) 可參考 Bank of Thailand (2006)。
- (註 9) BOT RP 市場關閉時機係由許多因素決定，例如，市場參與者不再依賴 BOT RP 市場管理流動性的程度，以及 BOT 運用其他非 RP 的貨幣工具的準備就緒程度。依照泰國央行規畫，原預期於 2007 年底左右完成，惟最後 BOT RP 市場於 2008 年 2 月 12 日始正式走入歷史。
- (註 10) 2007 年 11 月 FIDF 已發行 2 年期及 4 年期儲蓄券。
- (註 11) BOT 係實施兩週一次的平均準備金提存制度，以前一期商業銀行平均的存款/負債為基礎，計提準備金。當實際提存數大於（或小於）應提存數，BOT 允許本期平均超出額（或平均不足額）在提存期應提準備之 5% 範圍內，在下期抵充（或補足）。
- (註 12) 部分原因為主要交易商家數增加所致。
- (註 13) 可參考黃富櫻（2006）相關之探討。採行通膨目標之國家，如加拿大央行、澳洲央行、紐西蘭央行等亦實施常設性隔夜窗口之融通與存款機制。
- (註 14) 可參考黃富櫻（2006）相關之探討。

參考資料

1. 黃富櫻（2006），「由英格蘭銀行新近貨幣市場操作改革談國際間央行貨幣政策操作策略之新趨勢」，本行國際金融參考資料，第 51 輯，8 月，第 7~58 頁。
2. Bank of Thailand (2008), *Inflation Report, January*, pp.6-7.
3. _____ (2007), *Inflation Report, January*, pp.5-6.
4. _____ (2006), "Reform of the Bank of Thailand's Monetary Operation Framework," Monetary Operation Strategy Team, November.

（本文完稿於民國 97 年 5 月，作者現為本行經濟研究處一等專員）

韓國服務業發展現況及其對台灣的啟示

劉 邦 海

一、經濟體朝向服務業發展的成因及其所產生的效果

大體而言，經濟發展程度越高的國家，其服務業產值所占比重越大。OECD (2000)將此特性稱之為服務業經濟(service economy)，或稱為經濟體朝向服務業發展(economy's shift toward services)。當經濟結構朝向服務業經濟發展時，不僅生產、就業、消費、及貿易的服務業比重會增加，而且連其他產業所生產的中間投入要素亦跟著增加。

眾多文均顯示，隨著每人所得的提高，服務業產值所占比重亦告增加。然而，對於經濟體為何會朝向服務業發展的成因，以及其所產生的效果，則仍然眾說紛紜。茲列示其中較常見的假說如下：

(一) 經濟體朝向服務業發展的成因

哪些因素會促使經濟體朝向服務業發展呢？相關文獻可分為以下迥然不同的兩大類：

1. 認為產業朝向服務業發展，係經濟體從「以貨品生產為中心的經濟體」(goods-production-centered economy)，轉向「以服務為基礎的經濟體」(services-based economy) 之經濟結構進步的現象。

(1) 傳統的觀點認為，服務部門比重增加係所得增加，致對服務之最終需求增加的結果。因為貨品需求的所得彈性小於1，而服務則係「高級品」，其所得彈性大於1，故服務業比重會隨著所得的增加而增加。例如，Schettkat and Yocarini(2005)分析主要 OECD 國家的投入產出表(input-output table)發現，隨著每人所得的增加，其服務的最終需求之比重亦告增加。此觀點稱為需求等級假說(hierarchy of needs hypothesis)。

(2) 外生需求衝擊假說(exogenous demand shock hypothesis)認為，經濟結構的改變，結果使得人們對於服務的需求增加。根據此觀點，則：

a. 當生產者服務(producer services，例如金融、保險、不動產、及業務服務等使用於製造業的服務活動)增加時，服務業的比重就增加了；

b. 由於社會結構改變，例如女性越來越積極參與經濟活動，致家計單位的服務支出增加，則服務業的比重即告增加。

2. 認為產業轉向服務業發展，係一種負

面或被動的現象。

(1) Baumol (1967) 提出成本疾病假說(cost disease hypothesis)，認為經濟之所以會朝向服務業發展，係因為服務部門比製造部門具有較低的生產力與較高的成本(相對價格亦較高)。隨著經濟的發展，因生產力差異，而使得經濟資源從製造部門移轉至服務部門。近年來，有多項實證研究仍然支持此假說。例如，Fuchs (1980)及Rowthorn and Ramaswamy (1997)實證研究發現，「製造業與服務業之間生產力差距擴大」與「服務業產值比重增加」之間呈正相關。根據此假說，隨著服務部門比重的逐漸提高，一個國家的經濟成長率及生產力成長率均會下降。然而，與此假說相反的實證結果俯首可得。例如，服務部門比重居全球之冠的美國，在 1990 年代，因資訊科技密集，以及金融與通訊等服務的創新，結果出現超高的經濟成長率。

(2) 工業化程度下降假說(deindustrialization hypothesis)認為，工業國家將製造業外移至較低度開發的國家，其製造業空洞化而導致服務業比重增加。

(二) 經濟體朝向服務業發展對於經成長的影響

1. 悲觀論者

Baumol (1967)與 Baumol et al. (1985)認為，當服務業比重增加時，意謂著此國家的生產力逐漸朝向生產力較低的服務業發展，因而會對整個國家的生產力與經濟成長帶來

負面效果。

2. 樂觀論者

Kendrick(1985)與 Qulton(1999)認為，服務業的生產力成長率未必都是很低的，故服務部門比重增加，未必會使經濟成長率下降。Qulton(1999)指出，Baumol 模型假定，所有的服務都是最終消費，但事實上並非如此。只要部份服務使用為中間投入要素，以及使用於不會使該產業的生產力成長率因而受到負面衝擊者，則產業向服務業發展，反而會提高整個經濟的生產力。

Wofl (2003)指出，當使用於中間投入要素的服務之比重提高時，會由於下列機制而使得整個經濟體的成長率及生產力提高：

(1) 將專業生產服務的外部廠商所生產之服務，使用於製造業的結果，會使此製造業的生產力提高。例如，勞力密集的會計服務，其生產力低於製造業。然而，倘若此製造業將會計服務委外，則此製造業的生產力即告提升；

(2) 當專業生產服務的廠商出現，並且茁壯之後，則由於經濟規模效益的發揮，而使得整個經濟體的生產力因而提高；

(3) 倘若對專業服務的需求增加，則由於新加入者的加入，以及隨之而來的競爭之強化，則生產力將因而提高。例如，早期韓國的顧問等業務服務(business services)及交通等服務缺乏競爭，但在 1990 年代後期實施經濟對外開放政策之後，韓國服務業廠商在與國

外廠商競爭國內市場的過程中提高了生產力。

此外，Triplett and Bosworth (2002) 指出，金融、批發交易、交通等服務業已廣泛採用

資訊科技，其生產力並不亞於製造業。而且 Wolf (2003) 指出，由於人們對於服務部門生產力的衡量出現錯誤，導致服務部門的生產力被低估。

二、韓國的服務業發展概況及其國際比較

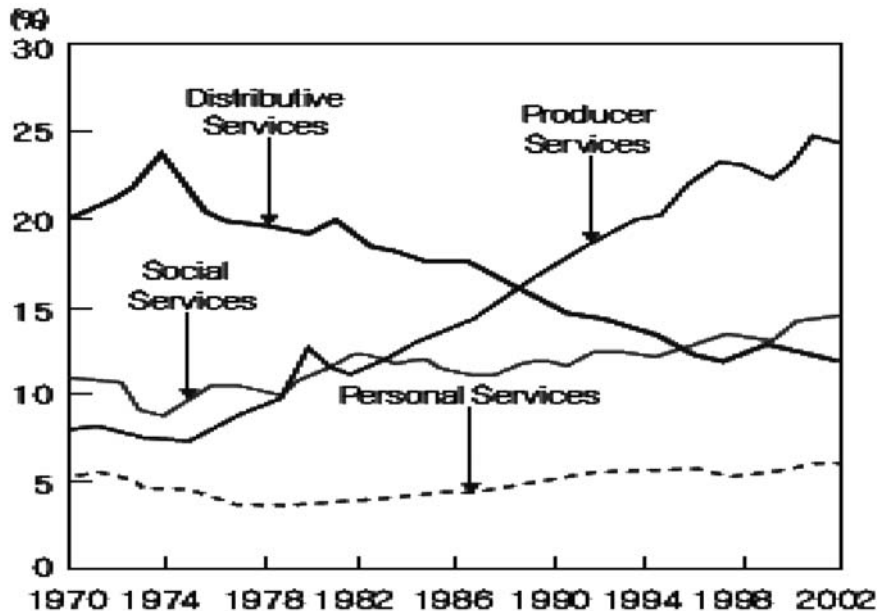
(一) 韓國的服務業發展概況

韓國服務業占總產值的比重，自 1970 年的 44.7%，增加為 2005 年的 56.3%。其中，生產者服務(producer services，例如金融、保險等)快速成長，而配銷服務(distributive services，例如批發交易等)則持續下降，至於社會服務(social services，例如教育、醫療照顧等)與人員服務(personal services，例如食物、住宿及旅行服務等)，其所占比重變動不大(詳

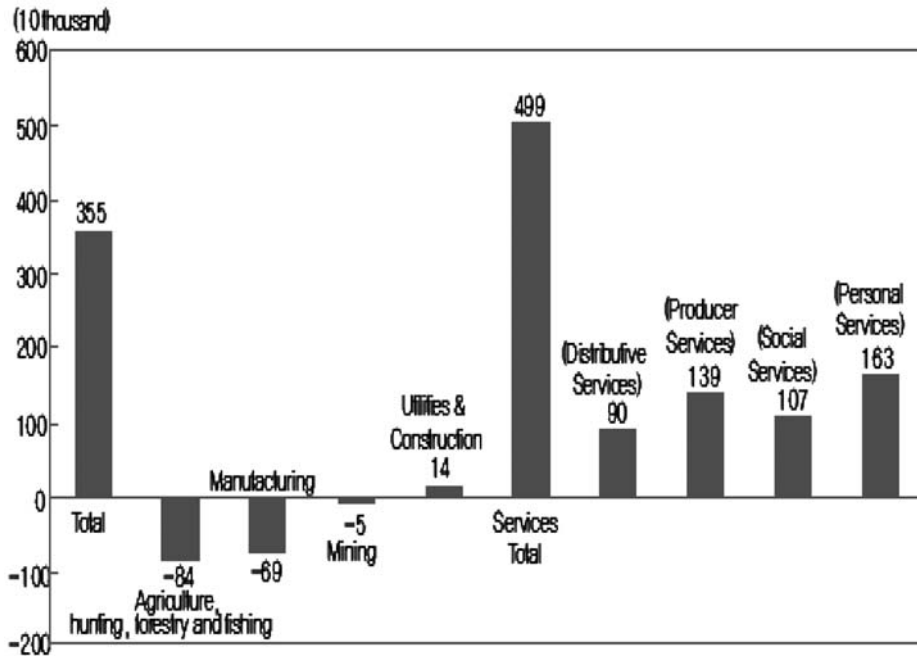
見圖一)。

韓國服務部門就業人口的比重，自 1970 年的 34.3%，增加為 2005 年的 65.2% (遠高於服務部門產值所占的比重)。其中，增加最快的是人員服務與生產者服務，於 1992 年至 2004 年之間，分別增加 163 萬人及 139 萬人(詳見圖二)。至於就需求面而言，家計單位服務支出所占比重，自 1980 年的 35.1%，增加為 2005 年的 56.6%。

圖一 韓國各類服務業產值所占比重的歷史演變



圖二 韓國各類服務業所增加的就業人口數
(1992 年至 2004 年之間)



(二) 韓國服務業發展的國際比較

1. 韓國服務業產值所占比重，遠低於先進國家，而且增長率亦低於先進國家。2003 年美國、英國、法國的服務業產值占該國總產值的比重，分別為 77.4%、75.0%、73.6%，而韓國則僅占 57.2%。韓國於 1970 年與 2003 年之間，服務業產值所占比重增加 12.5 個百分點，而英國則增加 21.3 個百分點。詳見表一。

2. 韓國服務業就業人口所占比重，成長速度相當快，2003 年已占 64%，僅略低於先進國家。詳見圖三。

3. 韓國服務部門的就業結構，與先進國家差異甚大。就 2003 年的情況而言，韓國生

產者服務的就業人口比重為 11.2%，較先進國家的平均數低 5.6 個百分點。然而，配銷服務與人員服務的就業人口比重則高於先進國家的平均數。詳見表二。其中，因日本資料不全，故先進國家的社會服務與人員服務數據略有誤差。

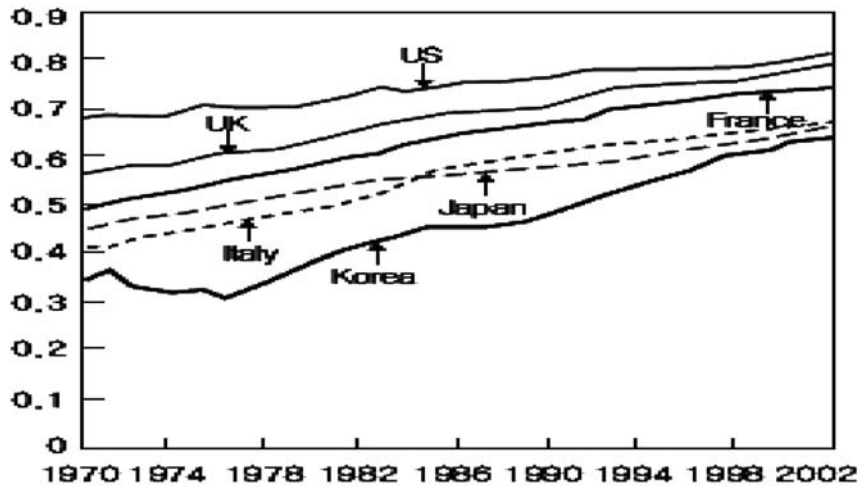
4. 韓國將服務移轉至生產過程的步伐相當緩慢，致製造部門中間投入要素服務所占比重相當低，2000 年為 14%，遠低於先進國家的平均數(30%)，顯示韓國製造業與服務業之間的部門間相互結合關係相當羸弱。

5. 生產者服務可加速經濟成長，但韓國生產者服務所占比重，較先進國家的比重低 5 至 10 個百分點(詳見圖四)。

表一 主要國家服務業產值之比重

	1970年	1980年	1990年	2000年	2003年	2003年較1970年 增加的百分點
美國	65.5	67.0	72.9	75.7	77.4	+11.9
英國	53.7	56.0	64.2	71.8	75.0	+21.3
法國	54.3	60.8	67.9	72.5	73.6	+19.3
義大利	51.3	55.6	64.4	69.4	70.8	+19.5
日本	49.8	56.9	58.7	66.6	68.5	+18.7
韓國	44.7	47.3	49.5	54.4	57.2	+12.5

圖三 主要國家服務業就業人口所占比重



6. 韓國的服務業勞動生產力成長率遠低於先進國家，亦遠低於韓國製造業。韓國服務業勞動生產力，1980年至1990年的年平均為2.79%，但1990年至2000年的年平均卻降為1.56%，而製造業則自6.60%增加為9.85%。同期間，美國服務業自0.33%增加為1.09%、製造業自3.50%增加為4.88%。

7. 韓國國家計單位服務消費支出的比重快速成長，而且成長速度超過美國。例如，韓國國家計單位在1970年至2005年之間，「租

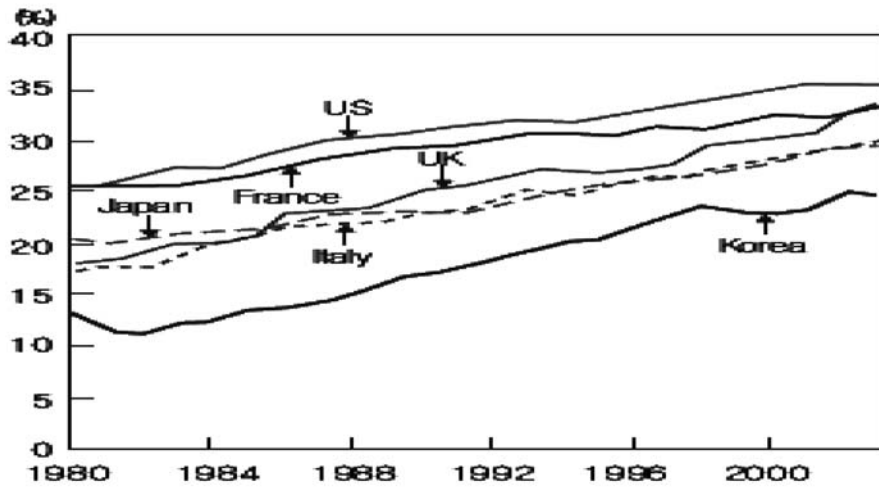
金及公用事業費用」增加7.2個百分點、通訊費支出增加5個百分點、娛樂及文化支出增加3.9個百分點、教育成本增加3.3個百分點。

8. 韓國服務業貿易進口大於出口，服務帳逆差擴大，尤其是在生產者服務方面的國際競爭力，較諸先進國家顯得相當羸弱(詳見圖五，左圖為服務帳餘額；右圖為生產者服務帳餘額)。

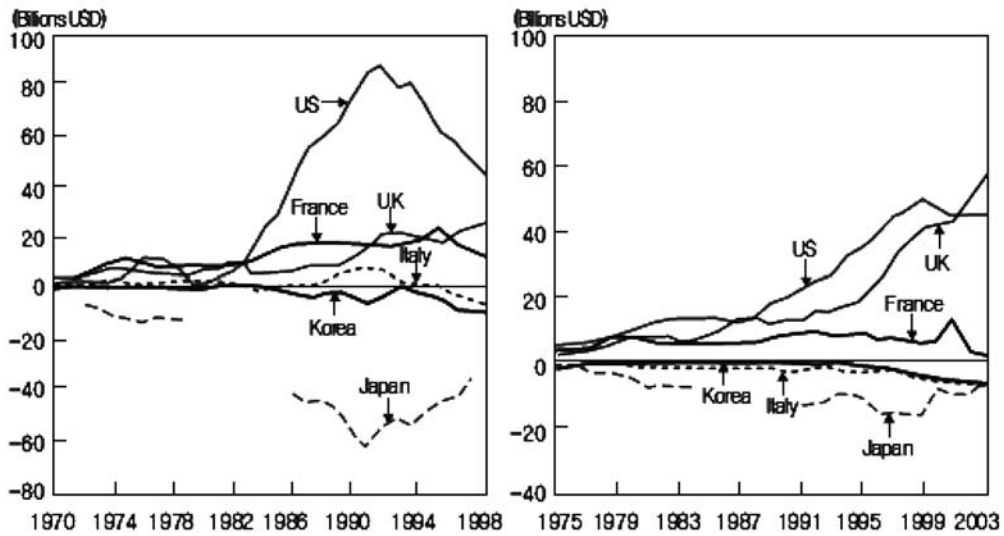
表二 2003年服務業就業結構的國際比較

	生產者 服務	配銷 服務	社會 服務	人員 服務	服務業 合計
先進國家 平均數	16.8	20.3	24.1	13.2	73.3
韓國	11.2	23.5	12.6	16.2	63.5
差額	5.6	-3.2	11.5	-3.0	9.8

圖四 主要國家生產者服務占總產值比重的歷史演變



圖五 韓國服務業貿易的國際比較



三、經濟體朝向服務業發展的成因及效果之實證研究

The Bank of Korea Economic Papers 87，利用主要國家，1971年至2003年之三十餘年資料，進行經濟體朝向服務業發展的成因及效果之實證研究。

(一) 14國資料的迴歸分析

利用美國、英國、日本、澳洲、比利時、加拿大、丹麥、芬蘭、法國、義大利、韓國、荷蘭、挪威、西班牙等14國資料，進行迴歸分析，結果如下：

1. 在成因方面

過去三十餘年來，「製造業與服務業之間生產力差距擴大」、諸如女性越來越積極參與經濟活動等「外生需求衝擊」、最終消費或生產投入因素結構的「結構性改變」，均係促使服務業比重增加的因素。本文另以14國1981年至2003年之資料分析發現，「製造業與服務業之間勞動生產力差距擴大」與「外生需求衝擊」，對於經濟體朝向服務業發展成因的貢獻度，分別為49.3%與50.7%。

2. 在效果方面

迴歸分析結果發現，服務部門比重增加，對於生產力與經濟成長率均具有負面的影響。若將服務部門細分，則其結果如下：

(1) 配銷服務比重增加，對於經濟成長率具有正面的顯著影響。

(2) 生產者服務比重增加，在低顯著水準

下，對於經濟成長率具有正面的影響。

(3) 社會服務比重增加，對於經濟成長率具有負面的影響。

(4) 人員服務比重增加，對於經濟成長率的影響，有時為正面影響，有時為負面影響。

(5) 設法提高生產者服務、配銷服務、以知識為基礎的服務(knowledge-based service)之生產力及其所占比重，將有益於降低服務部門比重增加對於生產力與經濟成長率所產生負面影響的程度。

(二) 韓國資料的迴歸分析

單獨以韓國資料分析的結果，與前述14國資料分析的結果，大同小異。其間的差異如下：

1. 在成因方面

以1981年至2003年之資料分析發現，韓國「製造業與服務業之間勞動生產力差距擴大」與「外生需求衝擊」，對於經濟體朝向服務業發展成因的貢獻度分別為73.4%與26.6%。

2. 在影響方面

(1) 韓國配銷服務的影響較不顯著，原因在於韓國有許多自我聘僱的小型企業。

(2) 韓國在1980年代以後，生產者服務對於經濟成長率的影響變為更加明顯。

(3) 韓國在1980年代以後，以知識為基

礎的服務比重增加，其對於經濟成長率的影響增大。

四、韓國央行對於韓國服務業發展現況的研究結論

生產者服務部門與生產活動密切相關，故強化生產者服務部門，可促進經濟成長，並且可顯著改善服務業貿易帳。然而，韓國服務業與製造業之間的連結的關係羸弱，故生產者服務的比重偏低。因此，為了將服務部門轉化為經濟成長的新動能，必須經由擴大國內生產者服務專業廠商的規模，俾進一步增加生產者服務的比重，並且改進其生產力與競爭力。事實上，韓國國內對於生產者服務的需求迅速增加，但是供給產能在品質與數量上卻都很羸弱。

此外，亦有必要積極利用美韓自由貿易協定等外部開放，引進較高水準的生產者服務之國際競爭。

至於在提高配銷服務與人員服務業方面，則須透過併購方式，提高其規模及生產力。在減輕服務帳逆差的進一步惡化方面，人員服務帳近年來迅速惡化，尤其是旅行服

務方面更是如此。因此，不僅要抑制韓國人海外消費的擴充，而且要吸引外國人到韓國來消費。為了達成人員服務的國內外消費平衡，有必要改進相關設施、鼓勵服務業創新、創新電影與戲劇等文化的內涵。

在強化社會服務業方面，由於韓國的教育、醫療照顧及社會福利相當羸弱，已對經濟成長造成負面影響。然而，由於此等產業不僅與人力資本之累積有直接的關連，會產生很大的就業機會，而且長期間具有創造增值的潛能，故須在此等行業導入市場原理，並且逐步開放國內市場，以強化其競爭力。

以 1971 年至 2003 年之年資料，進行實證分析，結果發現，過去三十餘年來，有助於韓國服務部門比重提升之因素如下：1. 部門間生產力差距擴大；2. 女性參與經濟活動的比率增加；3. 最終消費之結構改變；4. 投入生產之要素結構改變。

五、台灣服務業發展現況

自 1954 年起，行政院主計處為因應經建計畫需要，舉辦首次的工商業普查。嗣後，為配合各階段經濟建設等多元化用途，乃建立每隔五年辦理一次工商業普查之規制。其中，第 11 次普查，採用「派員面訪調查

法」，自 2007 年 4 月 15 日至 7 月 15 日止，對全國工商業者，進行普查對象判定，並查報基本營運資料。另按抽樣設計，抽選代表性企業，於訪問填表期間填報抽樣調查表，以蒐集詳細資料。

本次普查經實地訪查，共計 110 萬餘工商企業單位（115 萬餘場所單位）資料。主計處於民國 2008 年 4 月，發表「2006 年工商及服務業普查初步統計結果提要分析」。茲整理其中關於台灣服務業發展現況之調查結果如下：

（一）生產總額之變遷

2006 年工商業全年生產總額為 24 兆 1,947 億元，較 2001 年增加 47.8 %。其中，工業部門因石化、鋼鐵、半導體及光電產業景氣熱絡，營造業營運提升，致生產總額增加 60.0 %；而服務業部門卻因資訊及通訊傳播業之電信業發展漸趨成熟穩定，且競爭者眾，另 3G 通信平台，雖用戶增加，惟實際手機上網使用率並不普遍，商機未如預期，住宿及餐飲業競爭激烈，金融業受雙卡債務影響，以及零售業受國內消費支出減緩等因素影響，生產總額成長趨緩，最近五年來僅成長 29.8 %。因此，台灣服務業產值所占比重，反而自 2001 年的 40.62%，降低為 2006 年的 35.69%（詳見表三）。

工業部門曾經帶動台灣的第一次經濟奇蹟，長期以來一直是台灣經濟發展的重心。若以其生產總額占全體工商業生產總額比重觀察，1986 年工業部門生產比重高達 76.85 %，惟受全球化及專業分工日益多元化之發展趨勢，新興國家生產比較利益，造成傳統工業外移，致其生產比重呈現一路下滑趨勢，1991 年、1996 年及 2001 年普查分別下

降為 69.49 %、63.57 %與 59.38 %，惟近五年來製造業又展現產業升級績效，2006 年工業部門生產比重上升 4.93 個百分點，成為 64.31 %，已逾 1996 年的水準。服務業部門生產比重自 1986 年以來持續呈現上揚趨勢，2001 年已突破 4 成，惟 2006 年生產比重反而轉呈下滑現象。

（二）知識密集型服務業發展現況

服務業朝大規模發展，有助於技術創新及服務行銷等競爭力的提升，帶動產業升級。就實際運用資產及生產總額觀察，知識密集型服務業總收入規模十億元以上之大規模企業，其實際運用資產占全體知識密集型服務業之 91.6 %，其生產總額占 67.4 %，均高於十億元以上非知識密集型服務業之 47.6 %、39.8 %，顯示大規模知識密集型服務業集中度，較大規模非知識密集型為高。

就最近五年來結構變化觀察，十億元以上之大規模知識密集型服務業集中度並無顯著變化，其實際運用資產占全體知識密集型服務業結構由 2001 年 89.7 %至 2006 年為 91.6 %，生產總額結構由 2001 年 71.0 %至 2006 年為 67.4 %；而大規模非知識密集型服務業最近五年來集中度則有顯著提升，其實際運用資產占全體非知識密集型服務業結構由 2001 年之 34.9 %，增加至 2006 年之 47.6 %，生產總額結構亦由 2001 年之 31.8 %，增加至 2006 年之 39.8 %。

（三）服務業經營效率分析

最近五年來，服務業部門勞動生產力、資本生產力及利潤率分別成長 12.6 %、-8.3 %及 0.5 個百分點，低於工業部門之 45.6 %、20.0 %及 4.1 個百分點。服務業部門經營績效提升趨緩，主要係因金融業遭逢雙卡債務影響，以及資訊及通訊傳播業因電信業近年發展已臻成熟，影響知識密集型服務業效益。最近五年來知識密集型服務業三項經營指標分別變動-6.5 %、-14.3 %及 0.3 個百分點。

2006 年知識密集型服務業之勞動生產力與利潤率，分別為 283 萬元與 8.5 %，均較非知識密集型服務業之 166 萬 5 千元與 5.6 % 為佳；惟就最近五年來成長幅度觀察，知識密集型服務業之勞動生產力負成長 6.5 %，利潤率增加 0.3 個百分點，均較非知識密集型服務業之 22.8 % 與 0.7 個百分點為低。

再就資本生產力觀察，2006 年知識密集型服務業為 0.06 元，較非知識密集型服務業 0.27 元為低，若就成長幅度觀察，最近五年來知識密集型服務業減少 0.01 元或-14.3 %，非知識密集型服務業增加 0.03 元或 12.5 %。顯示知識密集型服務業受金融保險業、電信業及醫療保健業等高資本密集產業營運影響，資產運用效率未見提升。

六、韓國服務業發展現況對台灣的啟示

(一) 台灣應儘速訂定服務業發展藍圖，俾迎頭趕上韓國。
早年，工業部門為韓國及台灣創造出經

(四) 重點產業發展現況

為因應知識經濟發展，產業結構之改變及提升民生生活品質，政府研訂「服務業發展綱領及行動方案」，積極推動服務業發展，並以提升生產總額及創造就業機會為二大發展主軸。就本次普查資料觀察，2006 年重點發展服務業生產總額以流通服務業 3 兆 5,453 億元為最多，其次為金融服務業 1 兆 8,723 億元，醫療保健及照顧服務業以 5,675 億元，居第三。若再就生產總額變動幅度觀察，最近五年來設計服務業成長 97.7 % 最高，環保服務業成長 74.9 % 居次，物業管理服務業增加 49.7 % 再次之，顯示國內企業在設計、環保服務方面潛力可期。

若就提供就業機會觀察，2006 年底從業員工人數以流通服務業 206 萬 6,993 人為最多，金融服務業 37 萬 5,467 人居次，觀光及運動休閒服務業 36 萬 8,637 人再次之。若再就從業員工人數變動觀察，則以物業管理服務業最近五年來增加 8 萬 2,944 個就業機會最多，流通服務業受批發及零售業新增企業眾多影響，新增 7 萬 7,789 個就業機會居次，觀光及運動休閒服務業增加 5 萬 6,155 個就業機會再次之。

濟奇蹟，因而雙雙得以並列亞洲四小龍。惟近年來，受生產全球化及專業分工日益多元化之發展趨勢影響，廠商基於生產比較利益

之考量，傳統工業已大舉外移，致工業部門生產比重呈現一路下滑之趨勢。各個工業先進國家亦有此趨勢。現在，工業先進國家、韓國及台灣，製造業優勢不再，均不可能與金磚四國競逐生產大國之地位，因此乃積極發展服務業。目前服務業產值所占比重，工業先進國家約占 7 成，而韓國亦緊跟在後，約占 6 成(已列示於表一)。惟台灣卻逆著時代趨勢而行，自 2001 年的 40.62%，降低為 2006 年的 35.69%，而且服務業部門的經營績效亟待提升，顯示台灣服務業的發展已經面臨嚴重的困境，而且儼然成為台灣經濟發展前景的一大警訊。因此，新政府必須亡羊補牢，儘速訂定服務業發展藍圖，俾迎頭趕上韓國，同步緊跟在工業先進國家之後。唯有如此，台灣方能以服務輸出，彌補生產全球化之後日漸趨於弱勢的商品輸出，以期國民所得能持續成長不輟。

(二) 韓國服務輸出大幅成長的優異表現值得台灣學習

儘管韓國央行對於韓國服務業貿易帳逆差的擴大(已列示於圖五)，引以為憂，但其服務貿易輸出持續大幅成長，卻是不爭的事實。WTO 最近公布的 2007 年全球貿易排名，台灣服務貿易輸出僅成長 5%，占全球比重

首度跌破 1%，排名落居全球第 26，五年間排名退後 6 名，列居荷蘭、愛爾蘭、香港、比利時、新加坡等彈丸小國之後。反觀韓國，則服務輸出大幅成長 28%，排名挺升 5 名，躍升為全球第 15 名。台、韓服務輸出消長情勢日趨明顯。

台灣在三年前，曾經推動服務業發展方案。惟不論是金融、觀光、影視、及物流各種服務業，近年來均進展相當有限，以致於服務貿易輸出成長趨緩。尤其是來台旅客僅微增 5.6%，而觀光收入幾近零成長，更值得關切。觀光收入係影響服務輸出最關鍵的項目，台灣近年來的表現，確實僅屬差強人意而已。

韓國在海空運、觀光、物流、服務的貿易收入、再加上「韓流」帶動的觀光收入，使得近年來韓國的服務輸出大幅成長，其表現值得學習，尤其是在文化創意產業的發展方面。

展望未來，新政府上台之後，將大幅開放服務業的限制，包括開放兩岸直航、及開放陸客來台觀光等，應可使台灣發揮位居亞太樞紐地理位置的優勢，讓服務業為台灣創造第二次經濟奇蹟。

七、本文取材文獻

1. Hyun-Jeong Kim, The Shift toward the Service Economy : Causes and Effects, *The Bank of Korea Economic Papers* 87, October 2007.

2. 行政院主計處，2006年工商及服務業普查初步統計結果提要分析，2008年4月。

（本文完稿於97年5月，作者為本行經研處一等專員）

主要國家央行推廣金融教育的比較與借鏡

黃 富 櫻

摘 要

金融教育帶來金融知識，知識帶來力量。教育過程所產生的力量，可賦予百姓享有快樂、有尊嚴的生活。金融教育係消費者保護的一環，同時也是央行溝通政策的一環，已成為現代央行的主流業務。央行對社會大眾推廣金融教育具有達成貨幣政策目標、促進經濟成長、提升國民金融知識水準等「自利」效益；央行的角色與地位亦能提供公正客觀、不偏不倚、無廣告之嫌的教導；央行本身也具備足夠的知識、工具與能力進行金融教育。因此，本行不僅要積極投入金融教育行列，更應率先帶動我國的金融教育列車。

國人消費風氣改變，以及 94 年起發生的卡債風暴，業已喚起國人對金融教育的重視，政府與非政府單位及部分金融機構亦紛紛開辦年輕一代的金融訓練課程，以培養年輕一代正確、健康的金融觀念。本文探索主要國家央行在推動金融教育的工作與具體作為，藉他山之石，對本行的金融教育工作提

供建設性的建議。除由各國金融知識水準調查研究之文獻探討，佐證金融教育之重要性外，亦由近年來各國普遍重視金融教育之原因，以及金融教育之一般模式，說明央行在推廣金融教育的角色與重要性。

孩童是國家未來的資產，是型塑明日經濟的基石。因此，央行應重視對年輕一代的金融教育，並由孩童做起。但金融教育是一條漫長的投資過程，若能獲得組織高層的支持、教育對象要廣、儘可能與其他單位合作共同推動金融教育、與學校老師建立友好關係、協助老師輕鬆較學、及讓教材生動有趣，央行金融教育才能邁向成功之路。

考量金融教育係本行邁向現代央行里程碑時值得拓展與長期投資的業務領域。爰參酌各國央行金融教育工作經驗，建議於秘書處先成立「金融教育工作小組」積極推廣金融教育工作，本文並提出多項實務操作可行的短、中長期行動方案供參考。

一、前 言

隨著金融市場全球化、人口結構變遷及政府政策更迭，今日複雜的金融世界及民眾

「經濟金融知識（以下簡稱金融知識）」水準普遍不足、如何使低照顧（underserved）百姓得到公平照顧、以及讓百姓有機會邁向成功、提高國民福祉等議題，已廣為各國政府所重視，紛紛立法要求相關單位對社會大眾進行「經濟金融教育（以下簡稱金融教育）」工作。

金融教育屬國家教育政策的一環，個人金融教育則是經濟學的應用，因為在每個人的生活當中充滿取捨，都要做選擇，而每個選擇都有成本，經濟學提供作個人決策的基本架構，金融教育就在教這個觀點，其最終目標是確保大人及小孩具備生活中的真實才能，成為具備金融素養的好消費者、以及有責任的好公民。美國前國務卿 Paul H. O'Neill (註 1) 稱，金融教育好比通往個人夢想的地圖，我們必須教導美國百姓解讀地圖的必要技巧，以實現個人自己的理想。放眼全球，各國政府正努力不懈地繪製創造全民福祉的金融教育地圖。

傳統央行治理強調央行擬定及執行貨幣政策，達成物價安定等貨幣政策目標之功能，現代央行治理則認為央行需要不斷展現最佳的經營管理，而不是如何決定與執行貨幣政策。此種思維已愈來愈受重視，其中亦包括央行在推廣金融教育的角色，其重要性已隨著各國央行的重視與積極生動活潑的作為而成為現代央行業務的新發展潮流。央行推廣金融教育具有「自利」的效益，除可強

化央行的貨幣政策效力外，亦可透過各種具備親和力之金融教育活動設計，讓民眾更認識央行，央行也具備企業識別，成為社區的好公民。更重要的是，央行是具公信力的政府單位，能提供公正、不偏不倚的教導，亦無廣告之嫌；央行本身具備足夠的知識、工具與能力進行金融教育，試問有誰最能說明央行的角色與功能呢？因此，央行一定要積極加入金融教育行列，即係基於上述考量，也是本文強調的重點。

金融教育係央行溝通政策之重要一環，雖已成為現代央行的主流業務，但對大眾的金融教育是一條漫長的路，其效果如細水涓滴，無法一蹴即至，惟仍值得央行進行長期投資。本行在消費者保護法之規範下，近數年來亦已伴隨網際網路發展，推動若干金融教育宣導工作，以保護消費者權益。盱衡各國央行較大規模之金融教育模式與工作經驗，對本行的金融教育工作甚具啟示力，係本行邁向現代央行里程碑時，值得拓展的業務領域，本行的金融教育工作亦有許多有待開發之處。本文研究旨在延續 95 年度完成之「央行貨幣政策操作的重要工具--溝通政策」報告，該報告囿於篇幅，無法深入探討央行在推廣金融教育的角色，爰利用本文進行後續研究，詳盡探索主要國家央行在推動金融教育的工作與具體作為，藉他山之石，對本行的金融教育工作提供建議。

本文共計六小節，除本前言外，第二節

探討各國百姓金融知識水準的調查研究文獻，並以美國、OECD、日本及我國之調查文獻為例，由一般大眾經濟金融知識水準、對金融教育的看法、平素金融知識的來源及應有的或最希望學習的教育課程等調查結果，佐證金融教育的重要性，及金融教育的需求與方向；第三節說明何以央行應重視金融教

育，以及央行金融教育的範疇、方式與對象；第四節介紹美國聯邦準備體系等七國央行之金融教育工作，另由美國與日本之個案探討金融教育成效；第五節說明國內當前之金融教育工作，並比較本行金融教育工作與主要國家央行的異同；最後為本文之結論與建議。

二、社會大眾金融知識水準的調查研究文獻探討

本節在說明文獻探討之前，首先釐清金融教育的意義，及其與消費者保護的差異。

（一）金融教育與消費者保護的差異

Gopinath(2006)指出，金融教育是一種過程，消費者與投資者經由學習過程，增強渠等對金融商品、觀念與風險的認識，經由資訊擷取、教導或諮商等活動，消費者與投資者產生信心與技能，更了解金融風險與機會，更能做出具金融素養的明智選擇，知道何處可獲得協助，及採取有效行動，累積自己的財富。上述定義明確說明金融教育的範圍超越金融資訊的提供，尚包括教育訓練與諮商輔導等重點工作。

事實上，在金融教育未普遍受到重視以前，全球各國之消費者保護意識與消費者保護法或相關措施，已非常普及化。消費者保護法及金融教育皆以消費者為重心，但兩者在功能上仍有差異。各國普遍設有消費者保護法令保護消費者權益，但消費者保護法係

基於達成法令規定，加強對消費者發生消費糾紛時之法律保障，及提供消費者損害求償處理方法。金融教育則利用指導與訓練的方式補強所提供的資訊。唯有透過金融教育的方式，才能真正提高一國的知識水準，才能真正保護消費者的權益。因此，廣義而言，金融教育是消費者保護的一環，是保護消費者的輔助設施。

（二）金融教育與金融知識

英國經濟學家 Alfred Marshall 稱經濟學是人類在日常生活中的知識，而經濟金融教育則是進行經濟學與日常生活中之消費、理財、避險、評估決策等活動的連結。我們必須在孩子尚小的階段，教導他們資源稀少的觀念，讓我們的下一代養成取捨 (trade-off) 的決策模式。經濟學雖予人枯燥難懂之先入為主觀念，但卻是一門具備決策基本架構的社會科學，若能透過教育方式，讓社會大眾了解經濟學的基本架構，深信久而久之能養成有經濟金融素養的選民。

金融知識(financial literacy)之一般用語頗多，亦有以金融能力(financial capability)相稱。兩者間之差別不大，但值得加以進一步說明其細膩差異處。一般而言，金融知識強調與貨幣、經濟或金融事務有關之特定議題的客觀知識及個人信心的主觀衡量，而金融能力則包括金融知識與了解、金融技能(financial skills and competence)及金融責任。因此，金融能力的觀念比金融知識廣，金融教育除教導金融知識外，亦需透過訓練與指導讓大眾養成金融技能與責任。

(三) 主要國家之調查研究文獻

本單元將以美國、OECD、日本及我國之調查文獻為例，利用大眾對金融教育的看法、經濟金融知識水準、金融教育課程、平素金融知識的來源、使用頻率等各國之調查結果，佐證金融教育的重要性，茲歸納前述調查結果為大眾對金融教育的看法、經濟金融知識水準與金融教育課程、以及金融知識來源與使用頻率等兩大類說明如下：

1、大眾對金融教育的看法、經濟金融知識水準及金融教育課程

(1) The National Council on Economic Education (NCEE)：NCEE 成立於 50 多年以前，是一種非營利組織，由事業基金、政府機構（如教育部）及個人之贊助作為資金來源，專責解決年輕人在經濟知識方面個人想知道與學校所教之間的缺口。在 1999 年及 2005 年曾兩度進行經濟知識水準調查，以了

解大人（18 歲以上的成年人）及高中學生（9-12 年級學生）對基本經濟的了解程度。大人部份採電話訪察，學生部分則在學校填寫問卷。調查報告之結論指出，無論教育水準為何，經濟知識對所有美國人民都很重要，特別是，並非所有大人均具備大學學歷，因此在高中或更早學習經濟金融知識顯得格外重要：

01. 就美國高中學生 1999 年與 2005 年之測驗成績觀察，與 1999 年比較，高中學生的經濟知識水準已有提高，但仍存在經濟知識缺口；絕大多數高中生不懂基本經濟知識，此種知識缺口嚴重影響年輕人管理財富的能力，亦影響經濟運作（見圖一）。

02. 2005 年的調查結果顯示（見表一）：

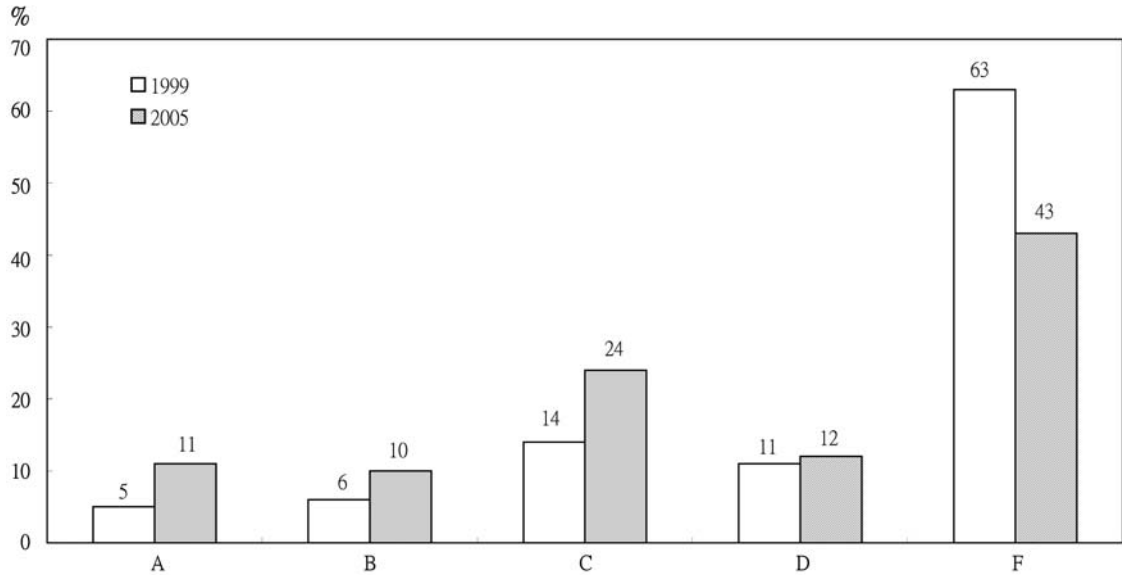
(01) 超過 90% 的大人及高中學生認為美國人熟悉經濟是很重要的事情。97% 大人受訪者認為應該在高中設經濟課程，但只有半數高中學生受過經濟教育。

(02) 77% 大人對經濟有興趣，但只有 51% 高中學生對經濟有興趣。

(03) 大人及高中學生在經濟及個人財務的測驗成績都不理想，大人及高中學生的成績分別為 70(C)及 53(F)，顯示他們對基本經濟觀念不熟悉。

(2) 克里夫蘭(Cleveland)聯邦準備銀行 2002 年之調查研究：克里夫蘭聯邦準備銀行於 2002 年進行金融教育的調查研究，並發表調查結果報告「Financial Education: What Is It

圖一 美國高中學生測驗成績之比較



資料來源: Markow, Dana and Bagnaschi, Kelly (2005)

表一 美國 NCEE2005 年調查研究主要發現

	受訪對象	
	大人	高中學生
熟悉經濟是很重要的	97	93
應該在高中教授經濟	97	
高中生曾上過經濟		50
12 年級		75
9-11 年級		42
對經濟有興趣	77	51
很有興趣	31	10
有些興趣	46	41
對經濟不很有興趣	12	36
對經濟一點也沒興趣	11	14
經濟及個人財務測驗的平均分數	70(c)	53(F)

資料來源: Markow, Dana and Bagnaschi, Kelly (2005)

and What Makes It So Important?」，其中指出 (註 2) 約有 1 千萬中低收入戶未在任何銀行開設帳戶、1990-2000 年每年約超過 1 百萬人面

臨財務問題、成人之金融知識水準平均約 57%、約 3/5 的家庭認為其支出高於所得。

(3) OECD 的調查研究文獻：OECD 在

2005 年針對金融教育的調查研究顯示，絕大多數國家的金融知識水準很低。如日本之成年人約有 71% 不懂股票及債券投資；美國及韓國的高中生則未通過信用卡管理及退休儲蓄之衡量測驗；更令人擔憂的是消費者通常高估自己所懂的經濟金融知識，澳洲的受訪者中，67% 認為他們懂得複利的觀念，但只有 28% 能正確答對複利的測驗題。因此，如何說服自認懂得金融知識但其實不懂的大眾參與金融教育訓練，成為政府推動金融教育的一項挑戰。此外，OECD 的調查亦顯示，高教育高收入之消費者之金融無知程度，其實與低教育低收入者同。OECD 的調查最後亦指出，如何提高消費者參與金融教育的興趣，不是件簡單的事，加拿大的受訪者表示，退休儲蓄計畫中如何正確選擇投資項

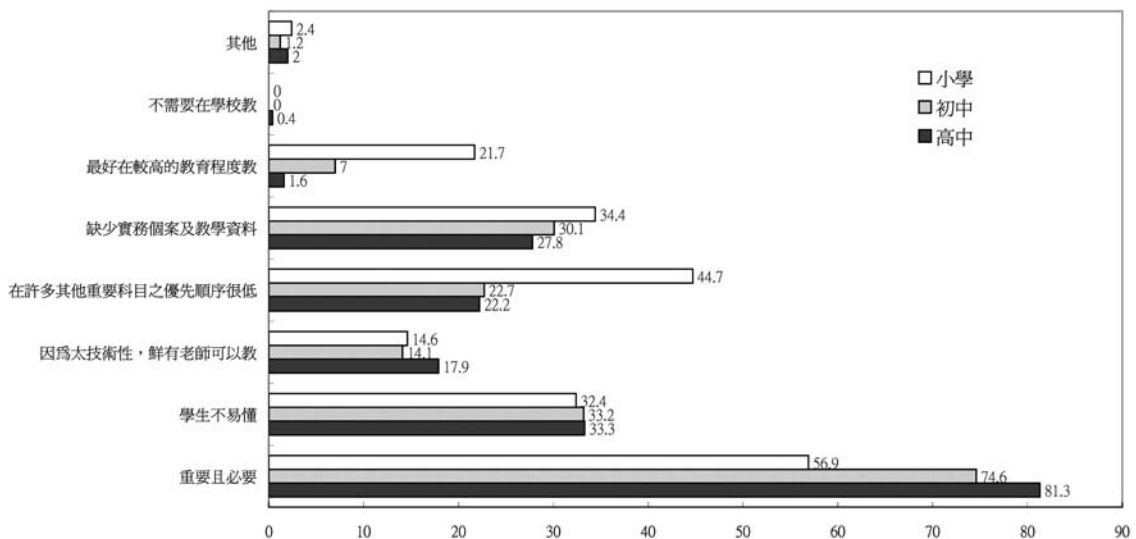
目，比看牙醫更緊張。

(4) 日本的調查研究文獻：

01、2004 年 8 月日本金融監理局 (Financial Services Agency) 對小學及中學的經濟金融教育調查結果顯示 (只有日語版，以老師為調查對象)，小學、初中及高中的老師認為經濟金融教育是『重要且必要』的比率分別為 56.9%、74.6% 及 81.3% (見圖二)。

02、日本央行 2005 年 3 月第 22 期之調查研究顯示，61% 的受訪者認為學校教經濟金融課程是必需的，只有 6% 認為不需要，33% 的受訪者沒意見；對央行未來積極推動金融教育的態度調查，62% 受訪者非常贊成，亦只有 4% 不贊成，其餘 34% 沒意見；至於日本央行應推動的金融教育課程，半數 (54.7%) 認為應教「基本經濟金融觀念」，

圖二 日本小學及初高中老師對經濟金融教育的看法



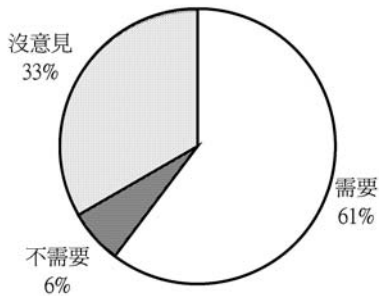
資料來源：繪圖資料來自EERB(2006), "The Need for Financial Literacy"

其次 36.2%為「貨幣角色與重要性」，再其次為「預算管理與人生規劃」及「央行功能、貨幣政策及金融機構角色」（見圖三~五）。

Financial Services Information 之 2003 年的日本中小學生金融教育調查結果顯示，只有 4% 有上金融教育課程，68% 的學生幾乎都沒上金融教育課程；進一步調查中小學生認為上金教育課程有用與否，亦只有 5% 認為有用，

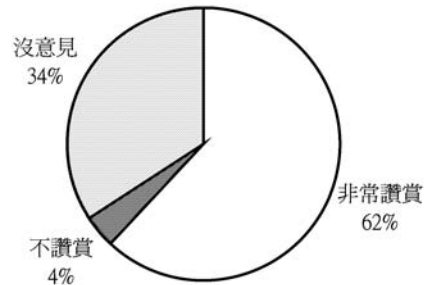
03、日本央行之 The Central Council for

圖三 日本央行須要在學校(高中、初中及小學)教授經濟金融
2005 年 3 月(22nd)



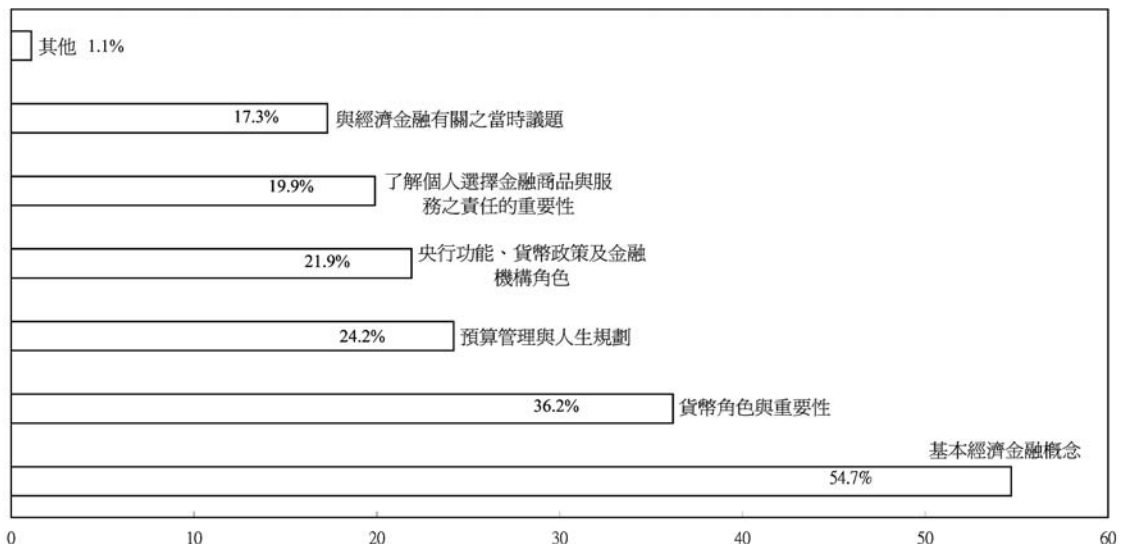
資料來源: 日本央行網站

圖四 對央行未來積極推動金融教育的態度
2005 年 3 月(22nd)



資料來源: 日本央行網站

圖五 日本央行應有之金融教育課程
2005 年 3 月(22nd)



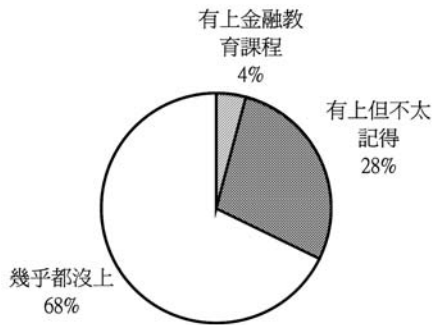
資料來源: 日本央行網站

56%認為幾乎沒有用；再進一步問你就讀的學校有教金融教育課程嗎？高中、初中及小學受訪者回答沒有者皆超過9成以上。最後問中小學生希望學習的金融教育課程，調查結果顯示，問卷的題目相同，其結果隨著學生年齡層而有所不同。小學生最優先希望了解貨幣的重要性，次為如何規劃使用貨幣；初中生以經濟金融的基本知識最為優先學習

的項目，次為如何規劃使用貨幣；高中生則以信用卡及使用須知最優先，次為了解金融商品及金融資產選擇，以及經濟金融的基本知識（見圖六~八及表二）。

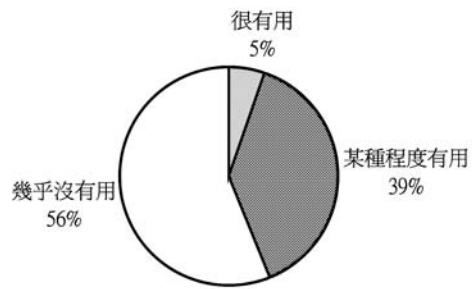
(5) 我國的調查研究：美商花旗銀行於2006年底之國小高年級之問卷調查(註3)如下，該行由真正了解信用概念的國小學童占少數之調查結果說明金融教育的重要性：

圖六 日本中小學生有無上金融教育課程



資料來源：CCFSI

圖七 有上金融教育課程之日本中小學生對金融教育課程有用與否之意見



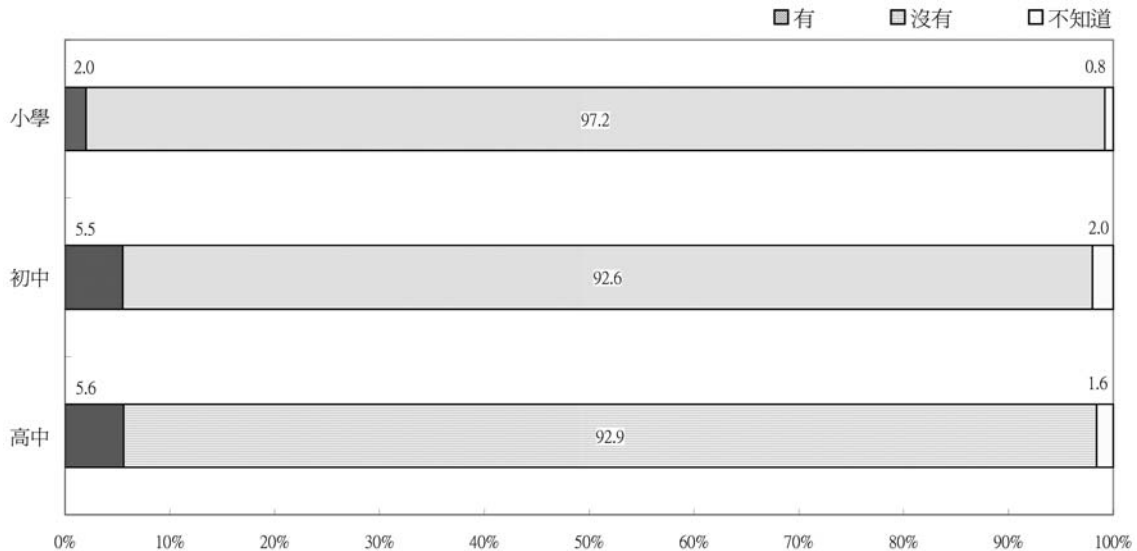
資料來源：CCFSI

表二 中小學希望學習的金融教育課程

	%		
	小學	初中	高中
了解貨幣的重要性	92.5	27.5	15.0
了解如何規劃使用貨幣	61.4	51.8	16.1
經濟金融的基本認識	15.0	52.6	37.0
信用卡及使用須知	4.6	32.3	47.3
了解金融商品特性後之金融資產選擇	0.9	12.6	38.2
了解投資風險	0.4	6.8	30.9
管理消費與投資的能力	1.4	13.3	26.8
退休規劃	3.0	14.7	38.2
了解投資自我負責之重要性	1.1	5.4	32.7
其他	0.3	0.3	0.6

資料來源：The Central Council for Financial Services Information

圖八 學校有無教實用的金融教育課程



資料來源：CCFSI

01、78%的學童不敢使用信用卡，因為規定太複雜不易懂（67.3%）、容易花太多（54.6%）、不小心會破產（42.1%）。

02、小學生平均每週零用錢約 127 元，63%學童會全數存起來。

03、72%國小學童不會記錄消費支出，有紀錄消費習慣的學童中，以新竹市之 35% 最高，台北市 31% 次之。

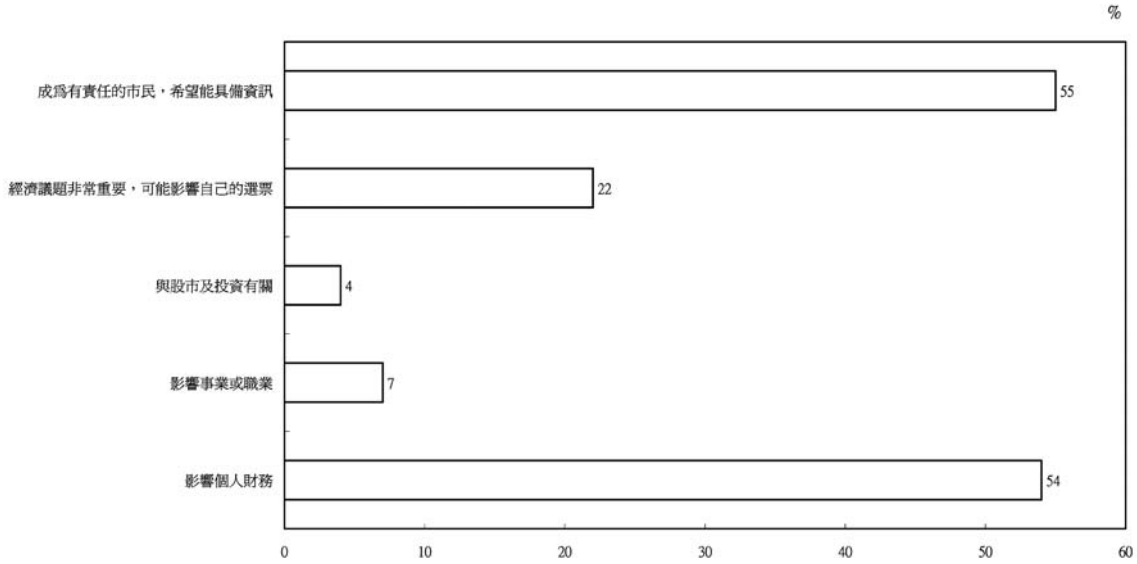
2、金融知識來源與使用頻率

(1) National Bureau of Economic Research (NBER) 2003 年春季進行電話隨機訪問調查 18 歲以上美國人對經濟政策的了解情形，藉由對經濟政策之認知，指出受訪者想要擁有經濟資訊的理由、資訊來源與使用頻率等金融教育之需求與方向。結果顯示，

55% 受訪者希望成為有責任的市民，因此希望擁有經濟金融資訊；46.7% 受訪者認為電視是其最重要的經濟資訊來源；各種來源的使用比率，亦以電視之 61% 最高，其次為報紙 49%，再其次為朋友、親戚或政治領袖（見圖九、十及表三）。

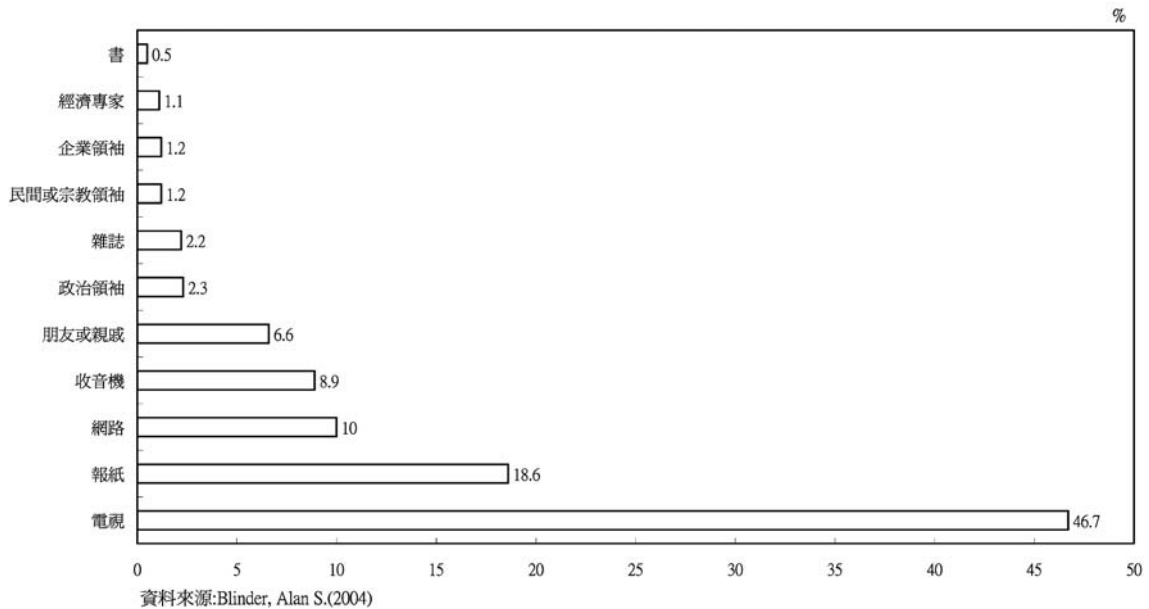
(2) Fed 研究人員依據 2001 年 11 月及 12 月消費者調查資料之研究報告指出，68% 消費者之金融知識的最重要來源是個人經驗，42% 來自朋友與家人，36% 來自電視、收音機、雜誌及報紙。獲取金融知識之最重要方法仍屬個人經驗，至於獲取金融知識之有效方法，以電視、收音機、雜誌及報紙之 71% 最高，其次為資料手冊（66%）（見表四）。

圖九 美國公民想要擁有經濟資訊的理由



資料來源:Blinder, Alan S.(2004)

圖十 美國公民最重要的經濟資訊來源



資料來源:Blinder, Alan S.(2004)

表三 各種資訊來源的使用頻率

排序	資訊來源	%		
		經常使用	偶爾使用	鮮少使用
1	電視	61	30	9
2	報紙	49	26	25
3	朋友或親戚	35	42	22
4	政治領袖	35	40	25
5	收音機	26	23	50
6	經濟專家	17	36	46
7	網路	21	18	61
8	企業領袖	12	31	57
9	民間或宗教領袖	10	27	62
10	雜誌	12	21	67
11	書	7	14	79

註：斜體部分之資訊來源並非獨立來源，假設其資訊來自其他8種管道

資料來源：Blinder, Alan S.(2004)

表四 各類型消費者獲取金融知識之來源分析

項目	消費者類型				
	全體消費者	不積極/不投入	不積極/投入	積極/不投入	積極/投入
獲取許多金融知識之來源					
個人財務經驗	68	51	66	72	86
朋友與家人	42	35	40	46	49
電視、收音機、雜誌、報紙	36	28	34	38	45
僱主	21	16	21	20	26
高中或大學課程	19	15	12	20	26
校外課程	17	11	12	18	25
網路	11	5	12	12	19
獲取金融知識之最重要方法					
個人財務經驗	48	47	42	49	51
朋友與家庭	21	24	25	19	17
電視、收音機、雜誌、報紙	11	8	13	11	14
訓練課程/研討會	5	3	4	6	5
僱主	5	3	5	6	5
高中或大學課程	4	7	5	4	4
網路	5	0	4	4	1
未回答	2	8	1	1	1
獲取金融知識之有效方法					
電視、收音機、雜誌、報紙	71	66	74	71	76
資料手冊	66	65	65	64	70
家庭錄影帶	64	65	63	60	67
網路/電腦	56	43	56	61	67
社區研討會	53	49	52	50	58
學校正式課程	53	53	53	56	52

資料來源：整理自 Braunstein, Sandra and Carolyn Welch (2002)。

三、何以央行應重視金融教育

本節將說明中央銀行在一國金融教育所扮演的角色、各國財政部或金融監督管理局皆已積極推管金融教育，何以央行仍須加入金融教育工作、以及央行金融教育的範疇、方式、對象與效益。但在說明上述細節之前，先說明近年來各國普遍重視金融教育的原因、及各國金融教育的模式，則有助於了解央行在推廣金融教育工作的重要性。茲分別加以說明如后：

(一) 近年來各國重視金融教育的原因

OECD(2005) (註 4) 指出下列原因導致金融教育的重要性與日遽增：

1. 科技技術與電訊發達，益以金融市場自由化，金融市場開放，成本降低帶動創新商品不斷推陳出新。
2. 金融市場快速發展，金融商品複雜化，消費者不易了解費用、收益、利率、到期日等商品的內涵，增加商品選擇的困難度，如保險商品的複雜度更勝於一般金融商品。
3. 戰後嬰兒潮在未來 5-10 年逐漸自職場退休，在人口老化及少子化之人口結構變遷發展下，如何進行退休規劃已是相當重要的課題。
4. 政府政策改變，退休制度大都由「確定給付退休計畫 (defined benefit pension schemes)」改為「確定提撥退休計畫 (de-

financed contribution pension schemes)」。退休新制將更多風險由雇主移轉至員工，更加重員工之責任與退休規劃。

5. 各國消費者之金融知識水準仍普遍低落，特別是低教育程度、少數民族、低所得及低照顧族群。

(二) 各國金融教育的範疇、方式、對象及提供教育的單位

一般而言，各國金融教育的範疇包括儲蓄、投資、債務管理、保險等個人的理財規劃，以及退休規劃與認識經濟金融之相關課程，其較詳盡資料如下：

1. 基本財務規劃：如儲蓄目標、消費騙局、金錢與市場。
2. 現金管理：如追蹤支出、購買規劃。
3. 儲蓄：如聰明購物、節省費用。
4. 銀行：如服務、商品與選擇、銀行如何運作、電子服務。
5. 貸款：如借款與管理、徵信報告與改善信用、降低債務、信用卡選擇、破產倒閉等。
6. 投資：如投資規劃與投資策略。
7. 稅賦：如了解稅賦、稅賦規劃。
8. 保險：如各種保險商品、避免保險詐騙。
9. 其他：如紀錄維護、消費權利與責任。

金融教育的方式則包括網際網路、手冊、宣傳單等出版品、諮詢服務、教育宣傳、訓練營或研討會、錄影帶等方式。金融教育的對象包括一般大眾及學生、婦女、新移民、低收入戶、企業員工及軍人等特定對象。提供金融教育的單位則含公、私部門及非營利政府組織，其中公部門包括財政部、中央銀行、金融監督管理局、社會事務部及其他政府機構等；私部門則指消費者協會、勞工協會、金融機構等。

（三）央行為何需要扮演金融教育者

誠如前段所云，中央銀行係一國提供金融教育之一員，但下列正當理由足以說明央行尤須在金融教育中扮演更積極的角色：

1、央行是具有公信力的政府單位，能提供公正、不偏不倚的資訊，且不會產生一般金融機構推廣金融教育的廣告嫌疑。

2、央行有知識、資源、工具與潛力傳授經濟金融觀念。

3、相較其他單位，央行最了解其在經濟社會的角色，如果央行不挺身傳輸經濟金融及央行的角色，誰又會做呢？且央行最知道大眾想知道的是什麼，也最能看出市場的金融知識缺口與問題。

4、依規定央行是執行消費者保護法的參與單位。

5、金融教育是央行溝通政策的重要元素，可以達成央行物價穩定與金融穩定的目標。

（四）央行金融教育的範疇、方式、對象與效益

一般金融教育的範疇甚廣，但央行是最高貨幣當局，具有知識、資源與工具，進行金融教育之傳輸工作，且考量許多金融教育單位已積極推動一般性之經濟金融知識，因此央行的金融教育範疇應採與央行業務有關之核心策略，專門講述貨幣、貨幣政策、央行功能等核心議題，金融教育的對象則涵括一般大眾及特定群體。央行亦透過網際網路、宣傳手冊、錄影帶、專題演講、研討會與訓練營等方式傳輸金融教育，但各國央行另透過貨幣博物館的貨幣展示及多媒體動畫設計，讓參觀民眾了解錢幣的由來、通貨膨脹或通貨緊縮的禍害、以及央行功能等一般性金融知識，貨幣博物館在央行推廣金融教育方面其實扮演相當重要的角色。有些央行（如德國央行）甚至以貨幣博物館為施展金融教育之主要場所，除館內之固定展示外，亦在博物館內設演講廳，舉辦專題演講，免費讓民眾參加，貨幣博物館儼然成為央行辦公室的延伸及央行的化身，此亦係近十餘年來多數央行紛紛新設貨幣博物館之主要緣由。表五顯示全球目前至少有 26 家央行設有貨幣博物館，其中亞洲地區僅日本、韓國、菲律賓及泰國之央行設有貨幣博物館。

過去 10-15 年隨著金融市場急劇變遷與多元化發展，全球央行業務產生許多典範轉移的重大變革，其中央行透明化是全球央行

表五 設立貨幣博物館之央行

	國家別	貨幣博物館名稱
1	奧地利	Geldmuseum
2	比利時	National Bank of Belgium Museum
3	巴西	Museum of Money
4	德國	Geldmuseum
5	加拿大	Musee de la monnaie
6	哥倫比亞	Banco de la Republica
7	哥斯大黎加	Museos del Banco Central de Costa Rica
8	多明尼加	Museo Numismatico y Filatelico
9	英國	Bank of England Museum
10	愛沙尼亞	The Eesti Pank Museum
11	格魯吉亞	National Bank of Georgia-Museum of Money
12	冰島	The Central Bank and Natuional Museum Numismatic Collection
13	牙買加	Money Museum
14	日本	Currency Museum
15	韓國	Bank of Korea Museum
16	立陶宛	Museum of the Bank of Lithuania
17	Marocco	Musee de la Monnaie
18	墨西哥	Numismatic Collection of Banco de Mexico
19	荷蘭	Coin Museum
20	菲律賓	Money Museum
21	葡萄牙	Museum of the Banco de Portugal
22	羅馬尼亞	The NBR Museum
23	斯洛伐克	Museum of Coins and Medals Kremnica
24	烏拉圭	Museo Numismatico
25	美國	Money Museum (Federal Reserve Bank of Richmond)
26	泰國	Bank of Thailand Museum

業務四大發展主流(註5)之一，透明溝通是獨立央行的責任，也能彰顯權責化，在貨幣政策操作過程中扮演樞紐地位。黃富櫻(2006)的報告專注闡明現代央行如何妥適運用溝通政策達成貨幣政策效果，其中亦舉出央行溝通過度以國會與媒體為重心向為社會所詬病、及絕大多數人口金融知識水準普遍不足，係成功的溝通策略所面臨的嚴峻挑戰之二，因此央行如何藉溝通政策謀取溝通對象的平衡、及提高社會大眾的知識水準，

是溝通政策的最大考驗。社會大眾的人數最多，但普遍欠缺專業知識，也不懂專業術語，因此，對大眾的金融教育其實是央行對外溝通所面臨之最大挑戰。

央行的溝通政策中其實已隱含對大眾的金融教育工作，央行投入金融教育工作其實是一種自利(註6)(self-interest)的效益。央行推廣金融教育，可以提高全民之金融知識水準，讓社會大眾聽懂央行使用的語言，達成貨幣政策目標；在大眾具備金融素養後，

更能了解及接受央行某些時候不得不為之困難決策之背後理由，更能激勵金融市場的深度發展，誘引金融機構開發顧客導向符合消費者需求的金融商品，從而促進經濟發展。此外，金融教育亦可拉近央行與民眾的距離，建立央行也是好公民的企業形象。上述央行投入金融教育的效益雖具體存在，但金融教育是一條漫長的路，其效果往往不如央行原先的預期，亦無法一蹴可至。儘管如此，金融教育仍屬央行必須長期進行的投資，長期而言對知識水準的提昇是有幫助的。

央行推廣金融教育既屬永續經營的工作，央行即應進行策略性規劃，但對大眾的金融教育層面甚廣，亦無法立竿見影，因此，教誰、教什麼、什麼時候教、在那裡教、如何教、及如何評估成效、如何研究分析等，都是央行在擬定金融教育策略時所面臨的挑戰，唯有全盤審密的規劃，金融教育才能發揮期望效果。其中成效評估及研究分析尤屬金融教育策略不可或缺的工作，研究分析可以讓央行瞭解知識缺口及推廣金融教育的結果，而成效評估則能據實舉出教育結果。

（五）攸關央行金融教育之其他議題

本節最後將分別說明央行金融教育工作，應重視年輕一代的金融教育，並由孩童做起、應重視金融教育的研究工作及成效評估、應重視職場金融教育等之原因，以及央

行金融教育成功的關鍵因素。

1、應重視年輕一代的金融教育，並由孩童做起

年輕一代是國家未來的資產，金融教育若能愈早愈好，由孩童做起，將可使年輕人從小養成正確的金錢觀念或理財理念，可減少渠等長大成人後，在日常生活中修正錯誤所付出的鉅額成本。尤值得說明的是，絕大多數人由嘗試與錯誤的過程中隨意累積金融知識，有些人由父母處學習財務管理，有些人則由報章雜誌與銀行實務交易中學習金融知識，通常坊間的學習零零碎碎，極易被誤導或充滿錯誤。因此，純由學習來源的觀點考量，金融教育的根本之道，在孩童尚小階段，即應開始灌輸正確的金融觀念，在不斷的學習過程中，養成終身學習的好習慣，我們的年輕一代長大成人後也才能在複雜的金融市場中分享國內外經濟發展的果實，特別是年輕人學校畢業進入職場時，已具備金融敏感度、自信及金融知識的最低水準。盱衡先進國家大都立法規定中小學的課程中應包括經濟金融教材，特別是在數學及閱讀的課程中分別溶入複利及消費者保護法等之教材。

2、應重視金融教育的研究工作及成效評估

研究分析係金融教育的重要元素，在建置金融教育計畫之前，研究工作可讓我們了解民眾的知識缺口，及推廣金融教育的好

處；正式啟動金融教育工作後，尤應不斷透過研究分析，了解當時的問題與待努力的方向。各國央行大都設有金融教育之研究團隊，美國 Fed 則於芝加哥聯邦準備銀行進行相關研究分析工作，及架設金融教育研究的專屬網站，該網站屬金融教育與知識研究之線上搜尋系統，提供一般大眾、研究人員、社區組織、金融機構及政府單位非常豐富的資料庫，包括文章、報告、研究論文及相關研究的完整內容與摘要。

就各國的相關研究工作觀察，其研究分析大都經由調查研究的方法，而調查研究則含括成效評估。成效評估所提供的調查結果，除揭示金融教育的績效外，亦能清楚揭示當前金融教育所面臨之問題。因此央行若能重視金融教育的研究分析與成效評估，可助益金融教育發揮長效。如美國 Fed 透過每三年一次之消費者調查評估金融教育成效，亦與民間機構 Jump\$Start 合作每兩年進行高中生金融知識水準的問卷調查。

3、應重視職場金融教育

央行除提供外部的金融教育外，亦須對內部的員工提供金融教育，Fed 在員工職場金融教育方面的投入頗為顯著，除提供相關課程或演講，助益員工進行退休規劃及更會理財外，亦定期舉行研討會，教導員工購屋預算、儲蓄及孩子的教育費用規劃，另亦提供內部網站，提供財務管理等提高生活品質的相關資訊。研究顯示，職場金融教育能促進

員工的工作表現，提高工作滿意度、及減少曠職率，就雇主而言是一種雙贏的策略。

4、審慎規劃金融教育課程

克里夫蘭聯邦準備銀行 2002 年之調查研究報告指出，央行在設計金融教育課程時，應考慮下列原則（註 7）：

(1) 教育課程應能改變消費者的行為，而不只是增加知識，並確保消費者能學以致用。

(2) 內容應包括易於應用、具吸引力且有用的知識。

(3) 提供知識時應告知該知識的價值。

(4) 在學習過程中，提供垂手可得的便利學習方式。

(5) 能使多數人受益的教育題材。

5、央行金融教育成功的關鍵因素

美國 Fed 在金融教育方面的努力受到全球的矚目，其經驗也是各國央行學習的對象。Minehan(2006)指出，Fed 下列金融教育的五大經驗與啟示，可提供各國央行參考，但事實上 Fed 之五大經驗可歸因為央行金融教育邁向成功之路的關鍵因素：

(1) 組織管理高層的支持：

任何計畫均涉及資源分配與經費支出，因此，金融教育計畫若無高層的支持與承諾，整個計畫將落空，無法實現。若金融教育工作深入學校與社區，更需要央行最高階層的支持，才能成功。Fed 前後任理事主席 Greenspan 與 Bernake 皆將金融教育列為央

行的重點工作，除經常發表專題演講，鼓吹金融教育的重要性以外，亦經常參與社區的金融教育活動。

(2) 金融教育的對象要廣

金融教育是政府政策的基礎工程，係全民分享的政府政策，並非少數對象的特定活動。經驗顯示對所有聽眾推廣金融教育，才能達到全面推廣金融教育的意義，也才能提高全民的金融知識水準。當然央行或教育單位可依不同群體設計不同教材。

(3) 儘可能與其他教育單位合作，共同推動金融教育

央行不可能期望每位市民都可訓練成為經濟學家或理財高手，此亦非央行推廣金融教育的目標。因此，央行若能與其他教育單位合作，共同推動金融教育，也是對金融教育的貢獻。如與其他單位合作舉辦研討會或專題演講，即能透過活動宣揚央行金融教育的努力，同時建立央行公正、廉潔、公信力、企業好公民的基礎力量。如芝加哥聯邦準備銀行成功地在「Money Smart week」那一週與 200 多家地方夥伴合作推出 300 多種金融教育活動。

(4) 與學校老師建立友好關係，協助老師輕鬆教學

絕大多數的學校老師平素教學工作繁忙，亦欠缺經濟學的專業背景，如何誘發學校老師參與金融教育工作，成為央行或金融教育單位的挑戰。Fed 基於上述因素，以及老師參與金融教育具乘數效果之考量下，非常重視學校老師金融教育教材的設計工作，除經常進行教師培訓營，訓練學校老師講授經濟金融的基本技巧外，亦將內容豐富的「老師使用手冊」教材架在央行網站，提供老師自由擷取，輕鬆教學。

(5) 讓教材生動有趣

如何提高社會大眾參與金融教育的興趣，在教材設計方面頗為重要。既然金融教育愈早愈好，孩童使用的教材即應生動活潑，才能激起兒童的學習興趣。各國央行大都設計卡通動畫，藉說故事的方式牽引出生活中的金錢、儲蓄、投資、甚至通膨膨脹的觀念，或舉辦金融競賽、論文比賽，從真實的世界中體驗或應用金融知識。經濟學並非世俗所想供需曲線枯燥難懂的乏味科學，只要用心設計，即可賦予學習經濟學的樂趣。因此設計生動活潑的教材，係金融教育吸引受教者樂於學習之重要法門，也是邁向成功之關鍵因素。

四、主要國家央行的金融教育工作

本節將介紹美國、加拿大、英國、歐洲央行、德國、日本及韓國等主要先進國家央

行之金融教育工作，並以美國 Jump\$Start 與日本央行之間卷調查為例探討金融教育成效，

藉主要國家央行在金融教育工作的先驗，提供本行參考，以建構本行未來的金融教育機制。

(一) 美國、加拿大、英國、歐洲央行、德國、日本及韓國等主要國家央行之金融教育工作

1、美國聯邦準備體系

美國 Fed 長久以來體認金融教育促使老百姓及消費者資訊豐富化的價值，非常積極投入金融教育工作。華盛頓特區之理事會及 12 家聯邦準備銀行所從事的金融教育工作質與量並重，金融教育課程亦最為豐富，係各國央行的最佳學習典範。增加金融資訊擷取路徑、促進金融教育重要性的了解、與教育團體及社區充分合作、支持相關研究及找出最佳實務、提供央行員工金融教育等為 Fed 金融教育的五大範疇，其主要金融教育工作如表六所示，金融教育途徑包括：

(1) 透過華盛頓特區理事會及各聯邦準備銀行網站之金融教育專屬網頁，及專屬金融教育網站 (Federalreserveeducation.org)，提供非常豐富的資訊便利一般大眾、學生、學校老師及研究分析人員自由擷取所需的資料。

(2) 發行免費索取之手冊、報告、宣傳單或 DVD 錄影帶。

(3) 專題演講。

(4) 舉辦學生研習營。

(5) 培訓學校老師，舉辦教師研習營。

(6) 舉辦金融競賽及論文競賽：Fed Challenge 不是由教科書學習相關知識，而是由模擬 FOMC 的真實生活中的學習。透過此種生動的學習方式，參賽者可進入真實世界的經濟學，可建立信心，影響其在大學選修經濟金融，甚至畢業後的職場選擇，有些優異的參賽者最後甚至進入 Fed 工作。

表六 美國聯邦準備體系的金融教育工作

	金融教育			
	名稱	對象	頻率	主要內容
華盛頓 Fed Federal Reserve System	參與 American Savings Education Council (ASEC)	一般大眾		ASEC 致力於教導儲蓄與退休規劃，提高大眾對於金融教育重要性的認知。Fed 在此組織非常活躍。
	參與 Financial Literacy and Education Commission (FLEC)	一般大眾		FLEC 負責制定國家金融教育策略，財政部之金融教育辦公室負責 FLEC 業務。Fed 在此組織擔任委員。
	參與 U.S. Conference of Mayors' National Dollar WISE Campaign	地方民眾		發展地方策略，進行對地方民眾之金融教育。Fed 在此組織擔任顧問。
	參與 Operation Hope	低收入戶及少數族群		從事一般性金融教育。Fed 在此組織非常活躍。

		金融教育			
		名稱	對象	頻率	主要內容
		參與 The JumpStart Coalition for Personal Finance	高中高年級學生	兩年一次的意見調查	此組織成立已 10 年，進行兩年一度對高中高年級學生之意見調查，以瞭解高中學生的金融知識水平。Fed 是 JumpStart 的合作夥伴同時擔任理事會理事。
		The Fed Challenge	高中生及大學生	年度競賽	成立已 12 年，由 5 位學生組隊參與競賽，模擬公開市場操作委員會，包括簡報、分析經濟動態、提出政策建言及 Q&A。Fed Challenge 由紐約聯邦準備銀行負責。
		金融教育專屬網站 Federalreserveeducation.org	一般大眾、學校老師、及高中與大學學生		內容包羅萬象，是一個便利的網站，也是搜尋引擎，亦提供不同年齡層、不同知識等級的線上遊戲，由 Kansas City 聯邦準備銀行負責維護。
		Federal Reserve Community Affairs Research	一般大眾	每兩年舉辦一次	研討金融教育方面的議題與實務。
波士頓 Boston		The New England Economic Adventure	一般大眾		1.5 小時的動態展示，介紹新英格蘭州 Francis Cabot Lowell, Colonel Albert Pope, Ken Olson 三位企業家，及他們促使勞工更具生產力的投資決策。
		Peanuts & Crackerjacks	一般大眾		是一種受歡迎之線上經濟教育遊戲，模擬棒球比賽傳輸經濟觀念。投球為問題，答對後可以打並跑，答錯則出局。另亦設有老師指引。
		Talking about College	中學生		培育學生渴望進大學，協助財務規劃與大學選校。在公立學校的課後活動講授。
紐約 New York		It's All About Your Money	4-8 年級學生 (大都為中低所得社區的學校)		有兩種方式： (1)30-50 位學生參觀紐約聯邦準備銀行，約 3 小時。其中含以物易物演練、生動學習貨幣的變動、以及預算、儲蓄及其他個人理財專題。 (2)學校老師直接由紐約聯邦準備銀行網站擷取前述資訊，在學校教室傳授相關知識。
		Foundation of Finance : Money Management for High School and College Students	高中生及大學生		是一種金錢管理講習會，教導學生正確使用金錢的最佳實務。可依主辦學校之需要設計活動內容，通常包括大學生的財務管理、貸款的效益與風險、未來的財務規劃、編列預算、稅賦、聰明的消費實務等。

		金融教育			
		名稱	對象	頻率	主要內容
		Wall Street Economics and Finance Club	高中生		讓 50 位高中生參加紐約聯邦準備銀行主辦之每個月 2 小時總共 8 次的研習營，學習金融系統的功能與結構。參與活動的學生最後成為班上的央行大使，鼓勵班上同學學習經濟金融知識。
費城 Philadelphia		Finding the Keys to Your Financial Success	老師	年度活動	一年一次，5 天期免費的教師訓練課程。由費城聯邦準備銀行及 Delaware 大學、Delaware 銀行公會及 Maryland 及 Delaware 消費者信用諮詢單位共同主辦。
		Buried by Debt: the Dangers of Borrowings	成年人		長達 14 分鐘之成年人錄影帶教學，說明借貸潛藏的風險，並由當地 6 位居民失敗案例之現身說法。主要教導中低收入族群。
		Money and Banking for Education	老師	年度夏季訓練課程	自 2004 年起提供老師免費專案夏季訓練課程，提供老師生動的學習技巧，以增強學生對經濟知識、央行及貨幣政策的瞭解。
		Personal Finance for the Middle School Classroom	K-12 之中學老師		為期 5 天之專業訓練課程，由 Fed 的金融教育專家及來自金融教育中心的老師負責授課，訓練老師講授貨幣、Fed 及銀行的相關知識。
		Personal Financial Education Curricula and Compendium of Providers	一般大眾		提供金融教育教材。
克里夫蘭 Cleveland		The Learning Center and Money Museum	一般大眾		2006 年 1 月啓用貨幣博物館及學習中心，提供互動學習的展示及相關教育內容、以及貨幣的價值，包括儲蓄與消費、通貨膨脹、以物易物制度、以及 Fed 的介紹。
		Fourth District Financial Education Consortia	金融機構、政府機關及社區非營利組織		成立於 2003 年 6 月，提供一系列圓桌會議，討論如何在該聯邦區域推廣金融教育，及協調金融教育課程。主要參考克里夫蘭聯邦準備銀行在 2003 年初完成之金融教育調查“Financial Education: What is it and what makes it so important”
		The Essay Contest	高中生	年度競賽	是一種論文年度競賽，參加學生很廣泛，不限於經濟教室學生。

	金融教育			
	名稱	對象	頻率	主要內容
里奇蒙 Richmond	My Money	小學生	年度	是針對小學生的金融教育，包括老師版及學生版的課程：“What is money?”，“Money equivalents”，“Jobs, money, goods and services”。
	The Essay Contest	高中中高阶級學生	年度秋季競賽	只要寫 3 頁的報告，題目包括 Fed 或金融方面，優勝者獲頒 Savings Bonds，並在里奇蒙聯邦準備銀行午餐會上頒獎。2005 年秋季的論文主題為年輕時儲蓄的重要性；2007 年的主題：Your financial future: goals and choices
	Financial Literacy Fairs	里奇蒙聯邦準備銀行員工	年度	為自己的員工舉辦金融知識博覽會，在金融知識月、金融研討會中發表理財、退休儲蓄及信用卡付款等專題。
亞特蘭大 Atlanta	Monetary Policy: Part Art, Part Science	一般大眾		錄影帶說明 Fed 的結構與功能、制定貨幣政策的角色及利率決策。
	Extra Credit	學生及老師	每年出版兩次	是一種電子刊物，協助老師搜尋教材及課程規劃，亦提供中學生一些經濟金融的觀念。
	Financial Education Day at Fed	8 年級學生	一年一次	一年辦一次教導 8 年級學生預算、信用卡及儲蓄等金錢管理技巧，包括專題演講及互動學習。學習前後均有測驗，以了解學習成效。
	Workshops and Tours	學生		講習會及參訪，另亦與其他單位合作舉辦研討會。
芝加哥 Chicago	Money Smart Week	學生	一年一次	是芝加哥聯邦準備銀行的首要活動，包括向家庭發送 DM、向 K-6 學生發送書籤、在街上送月曆等促銷與行銷活動。使用語言：英語及西班牙語
	Financial Education Research Center	一般大眾		是金融教育研究的資料庫，對研究人員、學校老師、活動指導員及有興趣者提供線上資源，該中心的網站亦列出全國金融教育的活動課程，便利社會大眾及老師上網查詢。
	Power of Money Curriculum Package	一般大眾		提供兩種課程及 9 分鐘的錄影帶，介紹芝加哥聯邦準備銀行。
	The Visitors Center and Tour Program: Money Museum	一般大眾		貨幣博物館在 2001 年 6 月開幕。

	金融教育			
	名稱	對象	頻率	主要內容
聖路易 St. Louis	Making Sense of Money and Banking	K-12 的老師		針對 12 年級的老師設計，由聖路易聯邦準備銀行主辦，University of Missouri-St. Louis 及 Southern Illinois University Edwardsville 協辦，是一週的訓練課程，協助老師將貨幣與銀行整合至社會、語言及數學等課程。1996 年 6 月開始辦理。
	Teach Children to Save Day	1-3 年級學生為主要對象		是全國性的活動，由 American Bankers Association Education Foundation 主辦，聖路易聯邦準備銀行、University of Missouri-St. Louis Center for Entrepreneurship and Education，及多家銀行共同協辦。以 1-3 年級學生為對象，講授 45 分鐘「儲蓄的重要性」課程，課後並贈送學生小豬撲滿。
	Your Paycheck	10 多歲青年學生為主		聖路易聯邦準備銀行與 Culver-Stockton College of Canton, Missouri 合辦。讓學生賺到第一份收入，同時也面臨金錢、信用與財務責任的挑戰。該活動由 Illinois Quincy 所贊助，Quincy 經常僱用 10 多歲青年。
	Learn Before You Leap	一般大眾		是一系列的小冊子，列出提供購屋諮詢服務的單位名稱，購屋諮詢包括編列預算、合約商議及抵押融資等。
明尼波里斯 Minneapolis	Supply, Demand and Deadlines	新聞媒體	年度	針對新聞媒體開辦之 3 天經濟研習營，由明尼波里斯聯邦準備銀行及 University of Minnesota Journalism School 主辦，包括經濟理論研習及個案研究。結訓後 6 個月並調查參訓記者應用所學的情形。
	The Essay Contest for High School Students	高中生		高中生論文比賽，前 30 名之學生及家長、老師獲邀參加頒獎典禮
堪薩斯城 Kansas City	The Workplace Financial Education Program	企業受雇員工		2005 年 10 月堪薩斯城聯邦準備銀行第一次舉辦，鼓勵企業僱主提供員工接受金融教育訓練，是一系列的研討會，包括編列預算、減輕債務、增加儲蓄、退休規劃等，每位參加者可進行最多兩小時之一對一諮詢對談。
	Jump\$tart Your Money	一般大眾		2005 年在 Oklahoma 啟用，是一週的課程，專注於個人金融教育。

	金融教育			
	名稱	對象	頻率	主要內容
達拉斯 Dallas	Building Wealth : A Beginner's Guide to Securing Your Financial Future	一般大眾		是一種刊物，介紹個人及家庭建立財富規劃的觀念，包括 4 大部分：Learn the Language, Budget to Save, Save and Invest, Take Control of Debt。2000 年 10 月起發行，有英語及西班牙語兩種版本。
	Rx: Financial Health	高中老師	年度	是達拉斯聯邦準備銀行 2006 年個人金融教育講習會，研討主題與達成財富健全有關。
	Where Did My Money Go? Making Money, Spending It and Keeping It	高中老師	年度	是達拉斯聯邦準備銀行 2005 年個人金融教育講習會，重點在賺錢、消費與儲蓄。超過 300 所高中的老師參加為期一天的講習會，地點在達拉斯聯邦準備銀行及分行處所。
	Riding the Waves of the Global economy	高中老師		是達拉斯聯邦準備銀行為期 2 天之經濟高峰會議。超過 130 所高中老師參加。該活動主要以世界經濟及國際議題為主，特別強調技術、金融市場、貧窮與委外，達拉斯聯邦準備銀行總裁及 Fordham University 經濟學教授為講師。
舊金山 San Francisco	There's a lot to Learn About Money	高中生		針對高中生開設 1 個小時之個人金融教育課程，是學生參訪舊金山聯邦準備銀行之輔助課程，教導學生編列預算、借款、儲蓄與投資等個人理財的觀念。2005 年秋季開始開課。
	Open and Operating ; The Federal Reserve Responds to September 11	高中老師		是錄影帶教學，提供教歷史與經濟的老師有關 Fed 的教材。2006 年第 1 季曾發送出 2500 套錄影帶。
	The International Economic Summit (IES)	高中學生		國際經濟論壇，教導高中生在全球化下世界貿易的效益，採小組活動方式，每個小組選擇一個國家扮演經濟顧問角色，評估該國之發展動態並提出策略性計畫。約有 300-400 學生參加，樣本國有 60-80 個，最後頒獎給達成策略性計畫之經濟顧問團隊，學生亦競逐創意包裝與圖表使用比賽。
	Building Native Communities	講師訓練		係在 Portland, Sacramento, Seattle, Phoenix 開辦之一系列講習會，訓練美國原住民組織之部落會員與代表為種子講師，俾在其部落傳受金融教育課程。

金融教育				
	名稱	對象	頻率	主要內容
	Individual Development Account Initiatives	中低收入居民		教導舊金山聯邦準備地區之中低收入居民如何儲蓄購屋、經營小型企業、或儲備教育支出。

資料來源：整理自 Ben S. Bernanke (2006), 及各聯邦準備銀行網站。

(7) 貨幣博物館及參觀地下金庫。

以及學校老師與聯邦準備銀行如何互相幫助。

(8) 於芝加哥聯邦準備銀行設立金融教育

研究中心。

2、加拿大央行

(9) 與其他政府單位、非營利政府組織及民間教育單位或社區組織，共同推廣金融教育。

加拿大央行主要利用央行網站及貨幣博物館推廣金融教育，經濟金融方面之參考資料可由央行網站擷取，央行網站亦提供許多

(10) 設區域老師顧問委員會 (District's teacher advisory boards)：委員會成員來自中學及高中老師，其主要功能是告訴聯邦準備銀行負責金融教育的專家，學校老師所需要的是什麼，什麼是有效的，什麼是無效的，

資料協助學校老師進行金融教育課程。至於遊戲方面的金融教育節目，則設於貨幣博物館，加拿大央行針對不同年齡層之學生設計不同之線上遊戲（見表七）。貨幣博物館另外提供學校老師預約參觀的服務，將學校教

表七 加拿大央行的金融教育工作

	型式	說明	來源處	適合之學生
加拿大央行				
錄影帶 Not Your Average Bank	錄影帶	20 分鐘，介紹央行及其角色	央行網站	中學；大學
消費者認知與資訊				
Inflation Calculator	參考資料	說明通膨對物價及工資之影響	央行網站	小學高年級、中學、大學
Investment Calculator	參考資料	說明通膨對投資的影響	央行網站	小學高年級；中學、大學
Inflation Busters	遊戲	通膨及其成因之三種遊戲	貨幣博物館	中學 (14-18 歲)
貨幣政策				
How Monetary Policy Works	老師使用之圖解教材	說明貨幣政策如何影響經濟	央行網站	中學；大學
Why Monetary Policy Matters: A Canadian Perspective	報告	說明央行貨幣政策對加拿大經濟的重要性	央行網站	中學；大學
Fact Sheets	報告	攸關貨幣政策及經濟議題之摘要說明	央行網站	中學；大學

鈔券與硬幣				
Dig It	遊戲	學生找尋古代貨幣	貨幣博物館 央行網站	小學 (8-14 歲)
Money Matters	遊戲	學生學習貨幣怎麼來的	貨幣博物館	小學高年級 (10-14 歲)
Curious Currency Chests	遊戲	認識加拿大貨幣	貨幣博物館	小學 (3-6 歲)
錄影帶 Make Sure It's Real	錄影帶	學習鈔券防偽辨識	央行網站	中學；大學

資料來源：整理自加拿大央行網站

室延伸至貨幣博物館，預約隊伍之學生人數至少 12 人以上，博物館之開放時間為星期一至星期六，上午 10 時 30 分至下午 5 時；星期日為下午 1 時至下午 5 時。加拿大央行貨幣博物館係少數在週末非營業日仍開放的博物館，足見貨幣博物館在央行金融教育工作的重要性。

3、英格蘭銀行

英格蘭銀行提供許多金融教育與資源，以建立社會大眾對央行功能與角色的熟悉與了解。該行的金融教育工作可由不同對象加以說明如下：

(1) 中小學生：

01. 提供貨幣與物價方面的金融教育教材：

02. Pounds & Pence：適合 9-11 歲的學生，提供彩色小冊子及 DVD，內容包括貨幣的歷史與功能、物價為何會變動、央行在維持物價安定的角色、以及鈔票的認識與防偽等。上述教材亦包括在小學的課程中，有英語及威爾斯語兩種版本。

03. Made of Money：適合 14-16 歲學生，

提供學生及教師使用手冊及 DVD，內容包括經濟是什麼、經濟如何運作、經濟如何與我們的生活有關、如何消費、如何儲蓄等。

04. Meet the Jackson Family and Anita：是一種卡通動畫的線上解說教材，適合所有中小學生。

(2) 中學生及大學生的年度金融競賽：

Target Two Point Zero-The Bank of England/Times Interest Rate Challenge 是一種英格蘭央行與 Times 雜誌合作，針對 16-18 歲學生設計之年度競賽，助益她們生活化的經濟學習。每年的比賽細節均公佈在央行網站，參賽隊伍須模擬貨幣政策委員會的委員，利用經濟數據，評估經濟展望及通膨發展，並決定可以達成 2% 通膨目標之利率水準，簡報之後尚需回答現場四位裁判（註 8）的問題。2006 年 9 月至 2007 年 3 月係第七屆比賽，計有 265 隊伍報名參加，最後選出 6 組優勝隊伍（註 9）進行最後決賽，冠軍除獲得獎盃外，另贏得 10,000 英鎊之獎金；第二名及第三名之獎金分別為 5,000 英鎊及 2,000 英鎊，其餘三組隊伍同列第四名，獎金為 1,000 英鎊。

(3) 各年齡層之一般大眾：透過貨幣博物館的展示及多媒體動畫教材對各年齡層一般大眾進行金融教育，貨幣博物館亦說明 1694 年以來英格蘭銀行的歷史，有時亦辦特展。貨幣博物館的開放時間為星期一至星期五上午 10 時至下午 5 時，週末及國定假日休館。免費參觀，亦可花 1 英鎊租借錄影帶，特展之說明書則酌收工本費。英格蘭銀行的貨幣博物館亦有免費導覽之活動，使用語言包括英語、中文、法文、德文、日文、俄文及西班牙文，英格蘭銀行提供多國語言之導覽活動，係其異於他國央行之特舉。

(4) 各國央行從業人員：英格蘭銀行設有 Bank's Centre for Central Banking Studies，專責主辦研討會或訓練課程，亦提供諮商專家，各國央行可由其網站搜尋金融教育課程與資訊。

英國之金融監理局係另一推廣金融教育之政府機構，該局於 1998 年出版第一本消費者教育刊物「A guide to the provision of financial services education for consumers」。

4、歐洲央行

歐洲央行自 1999 年設立以來，亦不斷加強其金融教育工作。其網站「FACTS presentation」專頁係一系列的投影片與講義，詳細說明歐洲央行的組織、貨幣政策、歐元貨幣及過去 50 年歐元地區的整合等，可提供學校老師作為教材。歐洲央行另提供線上「物價安定」的教材，由卡通動畫「為何物價安定

如此重要」教導社會大眾物價安定的重要性，以及央行在維持物價安定的角色，該專題備有學生及教師的使用手冊。

歐洲央行除提供一般大眾知金融教育外，亦針對各國央行之從業人員提供研討會等教育課程，及對新聞媒體舉辦研討會，一年兩次，為期 1.5 天。

5、德國聯邦銀行

德國聯邦銀行的金融教育工作近似他國央行，但其貨幣博物館的多元化活動則頗為特殊，值得特別加以說明，茲扼要說明各種對象別之金融教育內容如下：

(1) 學校學生：德國聯邦銀行針對學校學生設計兩套手冊，「Our Money」適合低年級學生，「Money and Monetary Policy」則適合高年級學生，學生亦可參觀貨幣博物館。

(2) 學校老師：央行提供教師研習營，培訓金融教育的師資。

(3) 貨幣博物館（針對一般大眾）：

01. 一般性活動：說明貨幣政策與外匯政策，並展示貨幣的歷史。另由鈔票印製與硬幣鑄造的展示了解貨幣的功能；訪客亦可由多媒體設計，親自動手控管貨幣存量，觀察能否達成物價安定而非通貨膨脹或通貨緊縮。該設計具趣味性，頗獲好評。博物館的開放時間為週一、二、四、五、日上午 10 時至下午 5 時，週三為上午 10 時至晚間 9 時，新年、復活節、5 月 1 日及 12 月 24-25 日與 31 日則休館。

02. 博物館晚間活動 (Museum Evenings)：每年 10 月至次年 6 月之每個月特定週之週三（通常為當月第三週之週三）夜晚 6 時，舉辦博物館晚間活動，由聯邦銀行的專家以非技術性語言發表專題演講，會後進行討論會。此種專題演講多為學生搜尋經濟金融資訊的來源，免費參加。

03. 法蘭克福博物館嘉年華會 (Museum Embankment Festival)：德國聯邦銀行亦參加每年 8 月下旬星期五至星期日（如 2007 年 8 月 24-26 日）之法蘭克福地區博物館嘉年華會，央行設有展示攤位，同期間為配合特別主題，央行的貨幣博物館亦延長開放時間。

04. 博物館之夜 (Long Night of the Museums)：每年春天（如 2007 年 5 月 5 日週六）舉辦博物館之夜，所有法蘭克福地區之博物館在星期六晚間 6 時開放至週日凌晨 2 時。博物館之夜之特別節目包括參觀、專題演講、現場音樂會、遊戲及烹飪活動等。

05. 專題演講 (Program of Lectures on the History of money)：貨幣博物館 1 樓演講廳邀請外部專家舉辦專題演講，特定週三晚間 6 時開始，免費入場，約 1 小時，會後有討論會，參加者在晚間 9 時關門以前仍有機會參觀博物館。

6、日本央行

日本央行的金融教育工作已行之多年，2004 年起基於日本下一代在該國未來經濟中將扮演重要角色之考量，積極投入教育下一

代之金融教育工作。該行的金融教育包括出版小冊子等宣導資料、專題演講、學生及老師研習營、開放東京及 Otaru 的貨幣博物館等。2004 年起為產生地方好公民的企業識別，於該年 4 月新設兒童網頁、8 月開放地下金庫供民眾參觀，2005 年起舉辦大學生經濟金融年度競賽，以及改善央行網站與充實公共關係雜誌的內容。另外值得一提的是，日本央行另透過參與地方文化復興藝文活動的方式，推廣金融教育，如日本央行舊大樓廣場演出地方戲曲「能劇」、舉辦音樂會，及於夜間點亮霓虹燈等。上述活動皆在增強一般民眾對央行的認識，並對剛性之日本央行留下柔性之美好印象（見表八）。日本央行另與金融資訊中央委員會 (Central Council for Financial Service Information, CCFSI) 共同合作推廣金融教育，日本央行是 CCFSI 最活躍的會員，CCFSI 專責提供社會大眾經濟金融資訊，並自 2005 年起更積極投入金融教育工作，規劃金融教育課程及演講活動，協助日本央行改善金融教育。

7、韓國央行

韓國央行亦屬亞洲地區相當重視金融教育的央行。1997 年開始進行問卷調查，以了解社會大眾對央行的認知程度，惟韓國央行並未公佈調查結果，據稱民眾對央行認知之進展仍微乎其微。韓國央行相關人員稱，問卷調查的結果並未打擊渠等推廣金融教育的士氣，反而可藉以檢討金融教育工作應改進

表八 日本央行的金融教育工作

	對象	主要內容
成爲地方好公民之企業識別	一般大眾	2004年4月央行網站中增加兒童網頁； 2004年7月捐贈原先載運鈔票之車廂，在 Otaru Transportation Museum 展示； 2004年8月開放總行舊辦公室地下金庫； 2005年3月充實公共關係雜誌內容。
參觀日本央行辦公室	一般大眾	參觀日本央行舊辦公大樓，每個營業日都開放，採預約方式。舊大樓金庫於2004年6月停用，8月加入參觀行列。
央行網站	一般大眾	日本央行於1996年11月架設網站，2006年加以改革，充實內容。
Nichigin Kids	兒童	2004年4月啓用之兒童網頁，Nichigin 是日本央行的日文，該網站以生動活潑之卡通設計，向日本兒童介紹貨幣、貨幣的價值、貨幣的流動等，主要在簡單說明基本的金融系統及日本央行的貨幣政策。
日本央行(This is Bank of Japan)簡介錄影帶及書冊	一般大眾	係民眾參觀日本央行或參加研討會時，日本央行播放之介紹短片錄影帶，片長18分鐘，有日文及英語兩種版本。內容包括鈔券發行、金融安定、物價安定、及總裁的談話。大眾可租借錄影帶。
Shiruhodo Naruhodo!Nippon Ginko 錄影帶及書冊	高中生	只有日文版，內容包括鈔券發行、金融安定、物價安定，學校可租借錄影帶。
Functions and Operations of the Bank of Japan	一般大眾	日本央行貨幣經濟研究院出版之刊物，有日文及英語兩種版本
貨幣博物館	一般大眾	包括東京及 Otaru 之貨幣博物館，開放時間爲9:30am—4:30pm，星期一及國定假日休館。星期二及四則有免費導覽。貨幣博物館通常亦有特定主題之展覽。
專題演講	一般大眾	貨幣政策委員會委員及分行經理在大學及其他教育單位發表專題演講。
學生研習營	學生	舉辦學生的金融教育研習營，以初中生爲主要對象。
教師研習營	老師	自2004年起舉辦教師研習營，提供小學、中學及高中老師研討會的訓練課程。
大學生經濟金融年度競賽	大學生	日本央行自2005年起舉辦大學生的經濟金融年度競賽。每個參加隊伍3人，模擬貨幣政策委員會，提出建言，包括簡報及Q&A，裁判大都爲貨幣政策委員會委員。日本央行的上述競賽，取名爲BOJ Grand Prix—Proposals from College Campus。第1次比賽在2006年舉行，主題是Achieve a breakthrough: Our strategy to boost the financial strength, or performance of Japan。
發布研究報告及公共關係雜誌	一般大眾	發佈Nippon Ginko Chousa Gppo月刊、Public Relation Magazine Nichigin季刊，Bank of Japan Quarterly Bulletin則自2007年起已停刊。
參與地方文化復興與藝文活動	一般大眾	在日本銀行舊大樓前廣場演出地方戲曲，如能劇，或舉辦小提琴獨奏音樂會，另於舊大樓屋頂裝置霓虹燈。上述活動皆在增強一般民眾對央行的認識，並留下美好印象。

資料來源：“Public Relations Activities of the Bank of Japan and Its approaches to Financial Literacy Education”，Public Relations Department of BOJ, Sep. 2005

之處。韓國央行自 2005 年起積極投入經濟教育工作，協助社會大眾更了解經濟金融及強化作合理決策的能力。為建構系統化之金融教育工作，韓國央行進行組織變革，將原先之二級單位「經濟資訊辦公室」，提昇為「經濟教育中心」之一級單位，下設經濟資訊組、公共關係組、經濟教育發展組及經濟教育管理組，專責央行的金融教育工作。遺憾的是，目前韓國央行網站所揭示之金融教育資訊只有韓文版，英文版尚付闕如，只能由有限的英文文獻搜尋相關資料。

韓國央行的金融教育工作主要包括：

(1) 對年輕人的金融教育：包括對年輕人

的專題演講(註 10) (Economic lectures for youth) 及經濟金融訓練營。此外，亦進行師資培訓，舉辦學校老師的訓練營。

(2) 對一般大眾的金融教育：包括星期五固定的專題演講，以及貨幣博物館內之專題演講。

(3) 年度貨幣政策競賽：仿美國及英國的央行，韓國央行亦進行年度貨幣政策競賽，每年夏天舉行，大學生組團先進行區域初賽，優勝隊伍再進行決賽，參加者需模擬貨幣政策決策者，依據其經濟分析與預測，試擬決策判斷。決賽獲勝隊伍獲頒獎金及獎品。

表九 韓國央行經濟教育成果統計

	2004		2005		2005與2004比較		
	項目	參加人數	項目	參加人數	項目	參加人數	
一般社會大眾(A)	146	10,903	520	51,260	374	40,357	
演講	大學	57	5,441	132	11,597	75	6,158
	軍隊	-	-	72	19,106	72	19,106
	警察局	-	-	48	4,036	48	4,036
	公務機關	13	637	40	3,330	27	2,693
	老師	9	787	79	4,150	70	3,363
其他	67	4,038	149	9,041	82	5,003	
年輕人(B)	307	60,965	1,609	271,893	1,302	210,928	
演講	小學	94	14,437	695	77,634	601	63,197
	初中	76	19,285	540	116,545	464	97,260
	高中	120	24,113	320	75,385	200	51,272
	其他	14	3,030	37	1,652	23	-1,378
特別課程	經濟研習營	3	100	13	519	10	419
	教師訓練課程	-	-	4	158	4	158
(A)+(B)	453	71,868	2,129	323,153	1,676	251,285	
總行	78	5,568	953	90,224	875	84,656	
分行	375	66,300	1,176	232,929	801	166,629	
大學生貨幣政策競賽	46所大學65個隊伍		61所大學92個隊伍				
參觀貨幣博物館		53,750		86,000		32,250	

資料來源: Annual Report 2005, The Bank of Korea.

(4) 出版小冊子、錄影帶等：韓國央行亦出版金融教育之宣傳手冊或錄影帶，供大眾索閱，其中有些小冊子陳列在貨幣博物館的小型圖書館，民眾在參觀貨幣博物館時可就近免費索取。

(5) 貨幣博物館：韓國央行在其辦公室舊址設貨幣博物館，新辦公室在舊辦公室的正後方，民眾參觀貨幣博物館時，極易拉近與央行的距離，增強對央行的認知。貨幣博物館提供訪客現成的經濟教育經驗，館內除展示各國貨幣及韓幣之歷史外，亦藉科技多媒體之簡易操作功能，了解銀行、利率、匯率、通貨膨脹及央行貨幣政策等多項主題。博物館內另亦設小型圖書館及紀念品販賣部，二樓則展示央行蒐集的藝術品。

(6) 年輕人經濟教育網站：韓國央行自2006年9月4日起特別為學生及年輕人架設特別網站(youth.bok.or.kr)，提供線上經濟金融教育。該網站包括經濟金融議題、e-learning課程、卡通動畫、遊戲、測驗及視聽節目。

表九顯示韓國央行2004年與2005年經濟教育成果的比較，無論活動項目或參加人數，2005年均較2004年顯著增加，其中尤以對年輕人的教育深耕最多，特別是對小學及初中學生。

(二) 金融教育成效個案探討-美國Jump\$start 與日本央行的問卷調查分析

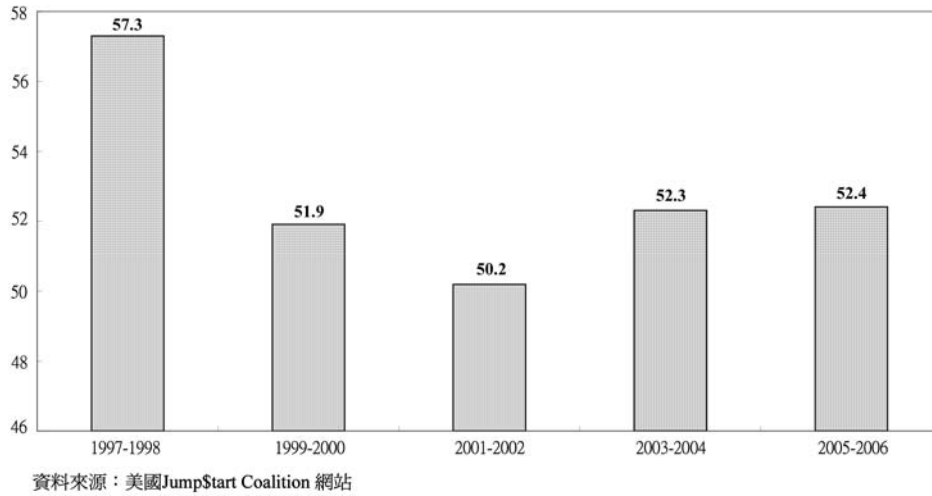
金融教育成效衡量除可端倪各教育團體

或央行金融教育工作的成果外，亦可用來檢討金融教育工作的努力方向。相關文獻探討中發現各國大都進行金融教育成效衡量或評比，但央行直接進行相關評比的個案並不多，日本央行在這方面的努力最積極，按季進行問卷調查，有些央行可能進行調查研究，但未公佈結果如韓國央行。美國Fed的例行性調查包括(1)每三年一次之消費金融調查，提高對金融教育的了解；(2)與Jump\$start合作每兩年進行調查，了解美國高中生的經濟金融知識水準；(3)每兩年一次舉辦社區事務研討會(Community Affairs Research Conferences)，討論金融教育的成效。除例行性調查外，部份聯邦準備銀行(如克里夫蘭聯邦準備銀行)亦曾單獨進行金融教育調查，以了解其聯邦準備區域之金融教育概況。本節將直接以美國Jump\$start與日本央行為例，說明美國及日本之金融教育成效。

1、美國Jump\$start兩年一次的調查分析

Jump\$start是民間的教育團體，以美國學生及在校老師為其主要教育對象，其成立宗旨在確保美國人在高中畢業時，具備經濟金融知識與才能。Jump\$start在美國各州設辦公室，Fed為其積極合作的夥伴，自1997年起每兩年進行12年級高中生的經濟金融知識水準調查，採測驗方式。圖十一顯示歷次的測驗結果，12年級高中生的測驗評量由1997-98的57.3分下滑至2001-02之50.2分，2003-04

圖十一 美國 12 年級高中生之金融知識評量



表十 美國 2003 年前後經濟金融教育之大事紀

時間	大事紀	主要內容
2002 年	1 月 8 日布希總統簽署「No Child Left Behind Act of 2001」	提供 385 百萬美元資金供 27 種地方性創新教育計畫使用，其中第 11 種計畫為經濟金融教育。
	4 月 23 日 Jumpstart 公佈美國 12 年級高中生 2001-2002 之金融知識評量結果”From bad to worse: Financial Literacy drops further among 12 th graders”	調查結果之低水準引起國會及相關單位的注意，國會亦舉辦美國成年人與年輕人金融教育的公聽會。
	財政部成立「金融教育辦公室」	推廣金融教育工作。
	11 月 Fed 舉辦圓桌會議，討論次年即將展開之「2003 年金融教育活動」	
2003 年	美國國會在「金融知識與教育促進法 (Financial Literacy and Education Improvement Act)」通過後，設立「金融知識與教育委員會 (Financial Literacy and Education Commission, FLEC)」	負責制定發展美國金融教育之國家策略，改善美國百姓之經濟金融知識，由 Fed、財政部及其他聯邦單位組成，財政部之金融教育辦公室負責相關業務。
	5 月 Fed 開始推動 2003 年全國性金融教育活動，活動主題為”There’s a lot to learn about money”。	

拉回 52.3 分，2005-06 則小有進步 0.1 分。上述變動成績顯示，美國學生的金融教育仍有長足的努力空間。

美國的金融教育工作頗受全球矚目，屢

屢成為各國的學習典範。其金融教育機構與金融教育活動琳瑯滿目，聯邦政府及各州政府並立法規範金融教育工作，有些州甚至立法規定中小學課程中應包括經濟金融教育題

材。事實上，美國對金融教育的積極重視溯自布希總統於 2002 年 1 月 8 日簽署「No Child Left Behind Act of 2001」起，該法案提供 385 萬美元專案資金辦理地方性創新教育計畫，其中包括 11 種金融教育計畫，藉以提昇美國兒童之金融知識素質。2001-02 年 Jump\$Start 高中生金融知識測驗之低水準則特別引起國會與相關單位的高度重視，國會甚至舉辦成年人與年輕人金融教育的公聽會，接著公布『金融知識與教育促進法（Financial Literacy and Education Improvement Act）』，並於 2003 年成立『金融知識與教育委員會（Financial Literacy and Education Commission, FLEC）』，由財政部 2002 年設立的『金融教育辦公室』負責相關事宜，並設定每年 4 月為金融教育月。Fed 為金融知識與教育委員會之委員，參與制定攸關金融教育之發展策

略，Fed 爰自 2003 年 5 月起配合聯邦政策更積極推動全國性的金融教育活動，活動主題為『There's a lot to learn about money』，藉以強調金融教育與金錢管理的重要性。（參見表十）。

2、日本央行按季進行之問卷調查分析

日本央行為了解社會大眾對貨幣政策與央行操作的看法，自 1993 年起由公共關係處按季進行問卷調查。樣本數約 4000 人，年齡在 20 歲以上，係一種意見調查（Opinion Survey），其性質與與短觀（Tankan）之日本企業短期經濟調查不同。意見調查採問卷調查方式，由研究人員實地拜訪（in-home）樣本個人，請受訪者在特定日期以前填寫問卷，第二次拜訪時收回問卷。但自 2006 年 9 月之第 27 期調查起日本央行改採郵寄調查方式。

表十一 日本民眾對央行認知程度之調查結果

問卷題目	實地訪查						郵寄調查		
	21期	22期	23期	24期	25期	26期	26期	27期	28期
	2004/12	2005/03	2005/06	2005/12	2006/03	2006/06	2006/06	2006/09	2006/12
對央行有信心	26.2	28.3	31.5	34.8	32.8	30.6	43.3	41.4	44.0
沒意見	58.0	57.9	56.7	54.6	55.9	56.2	46.2	41.5	39.7
對央行沒信心	14.9	12.2	11.0	9.9	10.9	12.9	9.1	16.4	15.2
央行說明很清楚	2.6	3.6	4.8	2.3	3.9	4.3	6.2	7.0	5.0
沒意見	44.7	44.7	42.1	43.4	39.4	41.8	32.5	32.8	31.9
央行說明不清楚	52.0	50.5	52.6	53.5	56.5	53.6	60.5	59.5	62.1
對央行政策與操作很了解	13.6	14.2	14.3	12.2	21.2	23.7	26.1	30.7	26.3
沒意見	23.0	20.8	20.2	19.4	19.8	22.0	30.4	29.9	27.5
對央行政策與操作不了解	62.7	63.8	65.0	67.8	58.7	53.9	43.3	39.2	45.9
央行與民眾的生活有關	55.5	53.1	53.5	52.4	52.8	55.4	70.7	75.3	71.0
沒意見	26.1	27.3	26.4	26.3	27.2	26.1	18.2	15.6	17.5
央行與民眾的生活無關	18.4	18.6	19.6	20.5	19.6	18.2	10.9	8.8	10.9
央行對民眾的生活有貢獻	37.4	36.1	35.8	35.3	35.1	35.5	45.2	47.5	42.7
沒意見	44.6	45.0	45.2	45.4	46.7	45.6	41.3	38.4	41.4
央行對民眾的生活無貢獻	18.0	17.6	18.4	18.6	17.7	18.5	13.0	13.8	15.4

資料來源：日本央行網站

日本央行前述問卷調查之項目甚廣，包括對經濟狀況的看法、家計部門的現況調查、對物價的看法、對土地價格的未來發展、日本經濟的潛在成長、以及對央行公信力與認知的程度，其中最後一項包括對央行目標、國庫資金撥付電子支付制度、新版鈔券的看法、及對央行總體認知程度。上述歷年來的調查結果饒富趣味，爰由日本央行網站意見調查網頁（Policy and Operations < Statistics, Researches and studies < Opinion Survey）蒐集相關資料整體分析如下（見表十一）：

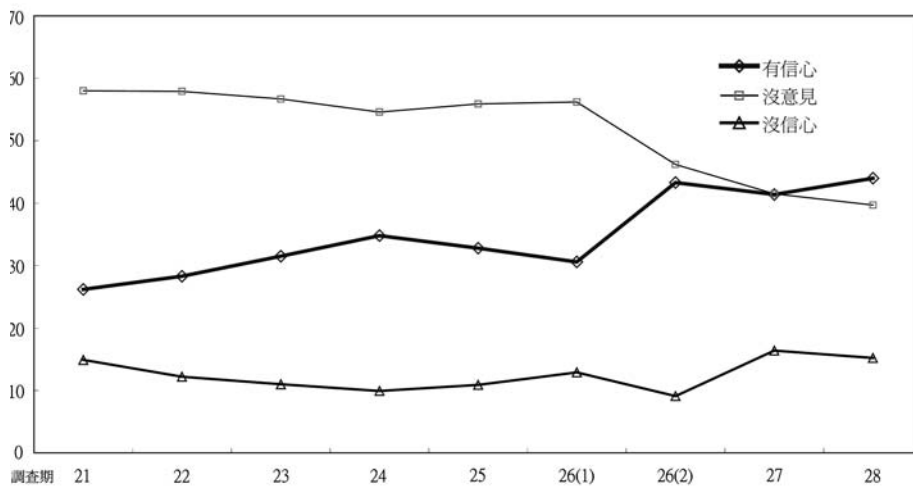
（1）日本民眾對央行是否有信心

圖十二顯示日本民眾對央行是否有信心之第 21 期至 28 期之問卷調查結果，對央行有信心及沒信心的比率皆有些微上升之趨勢，其中有信心之比率上升較多，至於沒意

見之比率自 2006 年 6 月之第 26 期起則顯著下降。但事實上，若考慮日本央行自 27 期起改變調查方式之因素後，上述曲線變動似乎無法用來說明日本民眾對央行之信心比率是否上升如圖形所示之較高水準。據日本央行相關人員稱，日本民眾對央行有信心之成長率極為有限。

另依據日本央行第 27 期以來進一步之問卷結果顯示，對央行有信心之主要因素分別為：6 成以上係因央行的目標是維持物價與金融安定、近半數認為央行以中性立場執行貨幣政策、約 1/3 係因對央行有好印象、約 1/3 肯定央行的貨幣政策。至於對央行沒信心的主要理由是：約 4.5 成對央行沒好印象、約 4.5 成認為央行未保持中性立場執行貨幣政策、約 3 成認為央行對外說明或意見調查不夠努力。惟第 27 期以前之調查結果則顯示約

圖十二 日本民眾對央行是否有信心



資料來源：日本央行網站

註：26(1)採實地訪查方式，26(2)採郵寄調查方式。

7成認為央行很遙遠且陌生，約6成認為不了解央行貨幣政策的內容與意圖，上二因素為日本民眾對央行沒信心的主要理由。

(2) 日本央行對民眾的說明是否清楚

圖十三顯示日本央行對民眾之說明是否清楚之問卷調查結果。受訪者認為央行說明清楚者之比率低於10%，認為說明不清楚之比率則由5成攀升至6成2，沒意見之比率則逐年降低。進一步之調查亦顯示，約半數受訪者欠缺對央行的基本知識，自然無法了解央行的說明，有4成民眾則認為從無機會讀到或聽到央行的說明，約3成民眾認為相較央行，金融體系與經濟更難懂，約2成認為央行說明時使用之語言深澀且過於技術化而不易懂，約2成認為不知何處可找到央行的資料。

(3) 日本央行對民眾的生活有無關係

圖十四顯示5成以上的受訪者認為日本央行對民眾的生活有關係，約2成認為日本央行對民眾的生活沒關係，約2成5則沒意見。

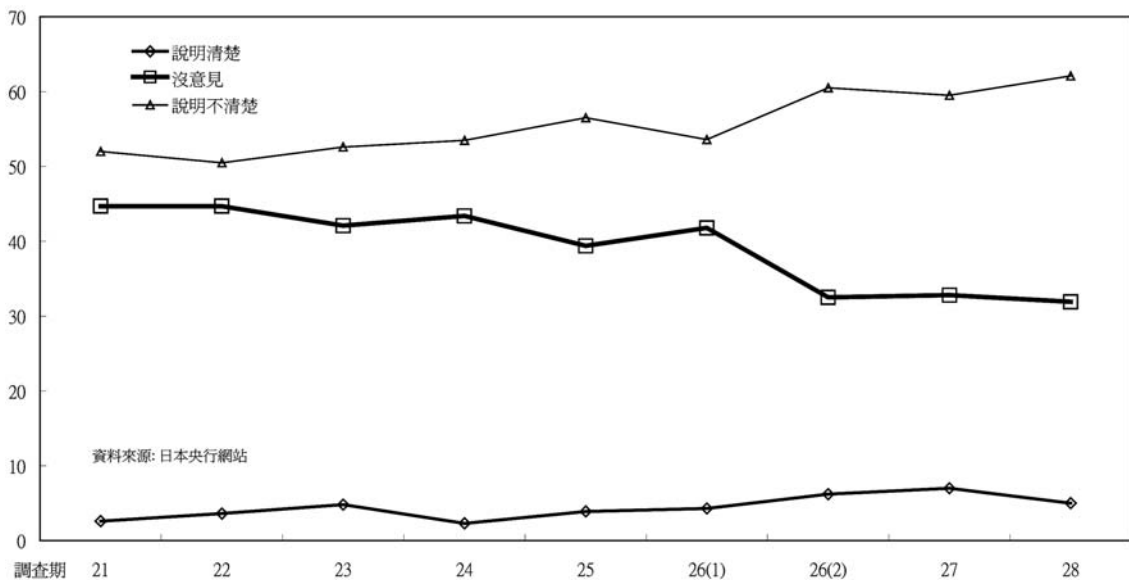
(4) 日本央行對民眾生活有無貢獻

圖十四雖顯示5成以上的受訪者認為日本央行對民眾的生活有關係，但圖十五顯示平均僅約4成之受訪者認為日本央行對日本民眾的生活有貢獻，沒意見之比率約佔4成5，日本央行對民眾生活無貢獻之比率則佔約2成。

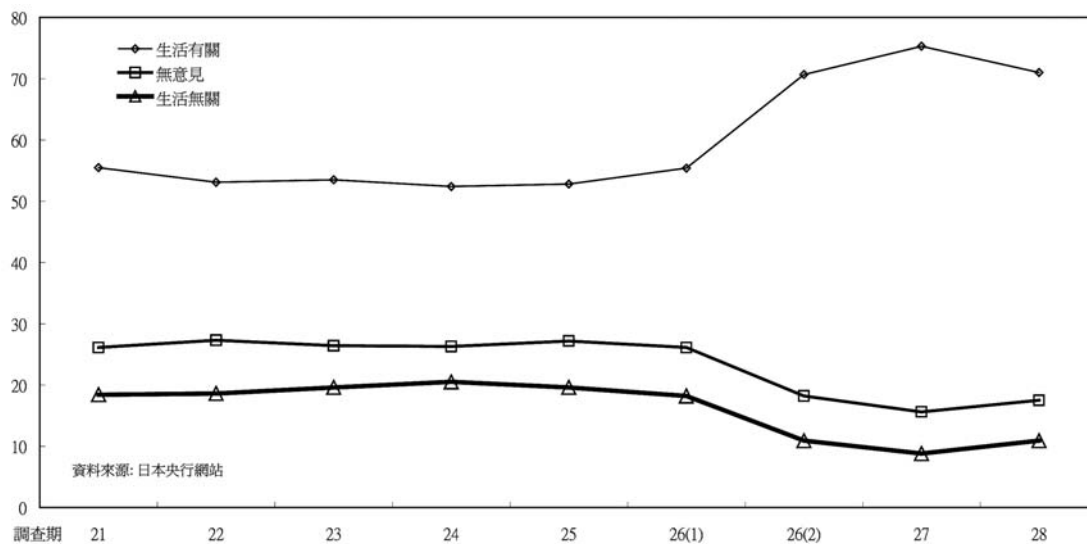
(5) 日本民眾對央行目標的認知

日本央行自23期調查起，另針對日本民眾對央行目標的認知進行問卷調查，調查項目包括物價安定目標、當前貨幣政策與工

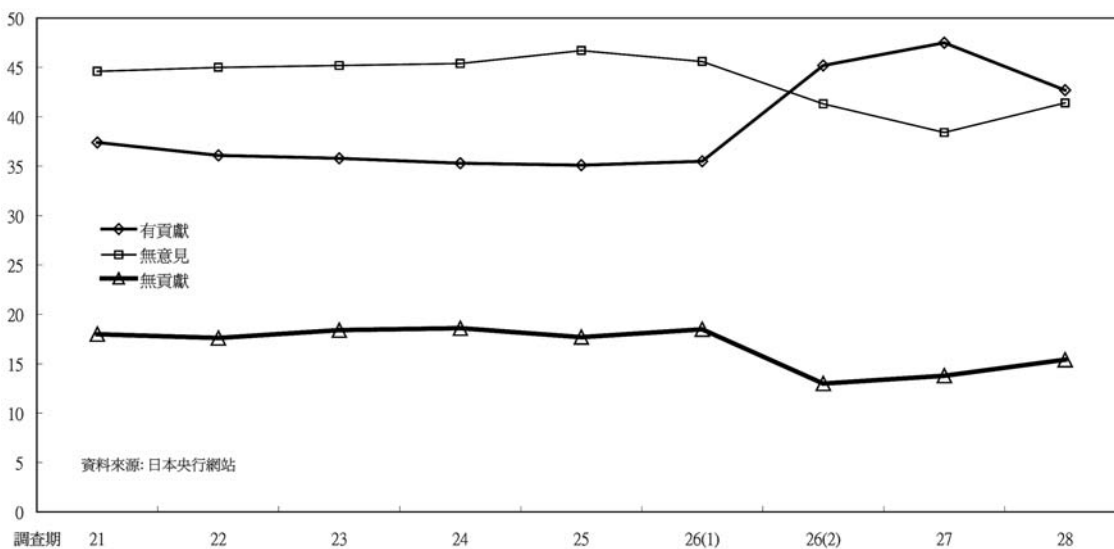
圖十三 日本央行對民眾之說明是否清楚



圖十四 日本央行與民眾之生活有無關係



圖十五 日本央行對民眾生活有無貢獻



具、金融安定目標等，亦包括對新版鈔券之使用及鈔券破損與否加以調查。表十二顯示，僅 3 成多民眾非常清楚央行的物價安定目標，約 4 成民眾非常清楚央行的金融安定

目標。至於對當前貨幣政策工具之認知，在 27 期以前實地訪查之結果顯示，平均約 6 成受訪者從未聽說央行的貨幣政策工具；改採郵寄調查方式起，從未聽說之比率明顯降至

表十二 日本民眾對央行目標的認知之調查結果

問卷題目		實地訪查				郵寄調查			%
		23期	24期	25期	26期	26期	27期	28期	
		2005/06	2005/12	2006/03	2006/06	2006/06	2006/09	2006/12	
物價安定目標	非常清楚	12.3	25.3	24.8	29.4	34.9	35.0	33.5	
	有聽說但不了解	35.9	39.0	39.5	42.8	44.2	46.5	46.4	
	從未聽說	51.5	35.3	35.6	27.7	20.5	18.2	19.7	
當前貨幣政策(1)	非常清楚	11.5	15.3	16.6	32.1				
	有聽說但不了解	28.1	34.9	36.2	38.9				
	從未聽說	60.2	49.4	47.0	28.9				
當前的貨幣政策工具(2)	非常清楚	4.9	6.4	8.1	17.0	30.9	37.0	32.3	
	有聽說但不了解	23.4	28.3	28.0	24.3	40.9	43.0	44.1	
	從未聽說	71.4	64.8	63.6	40.5	27.6	19.9	23.4	
央行提高短期利率目標， 由0%制0.25%	非常清楚						70.0		
	有聽說但不了解						18.0		
	從未聽說						11.8		
金融安定目標	非常清楚	24.0	35.5	36.4	39.1	41.7	42.4	39.7	
	有聽說但不了解	34.5	35.7	37.3	37.0	38.4	40.8	40.8	
	從未聽說	41.1	28.5	26.0	23.8	19.7	16.5	19.2	
央行提供安全可靠的清算 支付工具	非常清楚	22.8	25.2	26.2	28.5	38.4	37.1	36.7	
	有聽說但不了解	36.0	38.9	39.7	42.9	39.5	42.8	43.8	
	從未聽說	40.9	35.5	33.7	28.5	21.8	19.9	19.3	
央行提供銀行專案融通以 確保金融安定	非常清楚	24.5	27.0	28.2	32.7	43.0	41.4	44.4	
	有聽說但不了解	35.1	36.5	38.2	37.9	33.4	37.4	33.5	
	從未聽說	40.0	36.1	33.3	29.3	23.5	20.9	21.7	
央行進行實地金融檢查	非常清楚	19.7	22.4	19.2	22.9	35.3	36.7	34.4	
	有聽說但不了解	31.2	32.3	35.1	33.3	32.5	32.8	33.4	
	從未聽說	48.8	44.9	45.4	43.7	31.7	30.2	32.0	
國庫資金(繳稅及社會福 利金入帳)的電子支付	非常清楚	30.7	30.3		35.3	44.3		41.8	
	有聽說但不了解	37.3	36.7		35.0	32.5		32.3	
	從未聽說	31.9	33.0		29.5	22.8		25.3	
對2004年新版鈔券之使用	已廣泛使用	56.2	56.3						
	沒被廣泛使用	2.0	2.2						
	大致被廣泛使用	28.3	24.8						
	大致沒被廣泛使用	3.1	2.8						
	不知道	10.1	13.8						
萬元鈔票	破損中			1.5	1.5	1.1		1.0	
	有一點破損			7.8	8.3	5.2		5.6	
	不知道			20.4	27.5	26.9		30.0	
	相當乾淨			49.4	46.3	47.9		45.6	
	乾淨			20.8	16.3	18.6		17.3	
5千元鈔票	破損中			2.7	2.9	1.7		2.0	
	有一點破損			11.3	12.5	8.3		11.0	
	不知道			25.6	32.9	30.2		33.3	
	相當乾淨			43.9	37.8	42.6		38.1	
	乾淨			16.5	13.9	16.8		15.1	
1千元鈔票	破損中			10.7	9.9	6.9		6.3	
	有一點破損			24.4	27.0	19.2		21.6	
	不知道			27.9	32.3	34.4		34.7	
	相當乾淨			28.9	23.7	28.7		27.9	
	乾淨			8.0	7.1	10.6		8.6	

資料來源:日本央行網站

(1)2006年6月起改問央行結束量化寬鬆貨幣政策的問題，以前則問對量化寬鬆貨幣政策之瞭解

(2)2006年6月起改問央行控制短期利率直航貨幣政策的問題，以前則問量化寬鬆政策調整物價為正數之承諾

2 成左右，非常清楚者佔約 3 成，約 4 成則有聽說但不清楚。

(6) 日本民眾對央行金融教育的認知
日本央行 2005 年 3 月第 22 期之問卷調查同時進行日本民眾對央行經濟金融教育的認知。表十三顯示約 9 成以上的受訪民眾不知道央行透過網站、印製發送手冊、贈送或

租借錄影帶、以及舉辦教師研習營等金融教育活動，約 8 成受訪者亦不知道央行開放民眾參觀央行舊址辦公室。問卷結果中非常了解央行金融教育工作者不及 1%，充分彰顯央行金融教育工作仍有很大的努力空間，亦突顯出央行非常努力推廣金融教育，但成效極為有限之窘境。

表十三 日本民眾對央行經濟金融教育的認知 (2005 年 3 月, 22nd)

	透過網路提供資訊(1)	印製及發送手冊(2)	贈送或租借錄影帶(3)	開放參觀央行辦公室(4)	舉辦教師研習營
非常了解	0.5	0.7	0.3	1.5	0.6
有聽說但不了解	5.8	6.9	3.2	14.6	6.6
不知道	93.2	91.7	95.7	83.2	92.1

(1) 如在央行網站為兒童設計卡通動畫"Nichigin Kids"。
 (2) 如"Bank of Japan guidebook"及"Nichigin Youkoso"等手冊。
 (3) 如"This is Bank of Japan"錄影帶。
 (4) 如參觀總行及分行辦公室，及參觀日本央行就辦公室。

資料來源: 日本央行網站

五、國內當前的金融教育工作及本行與他國央行之比較

隨著國人消費風氣改變，以及 94 年起發生的卡債風暴，國內金融教育之風氣已漸被重視，特別是培養年輕一代正確金融觀念的教育訓練，政府單位、非政府單位與部分金融機構紛紛開辦年輕一代的金融訓練課程。當前國內承辦金融教育工作之單位包括央行、金融監督管理委員會、台灣金融研訓院及少數金融機構（如花旗銀行與第一銀行）。本節將逐一介紹上述國內主要單位當前之金融教育工作，最後將本行之金融教育工作與他國央行作比較，除比較金融教育工

作的異同外，亦比較分析各國金融教育工作之組織設計。

(一) 國內當前之金融教育工作

1、本行當前的金融教育工作

我國為保護消費者權益，促進國民消費生活安全，提昇國民消費生活品質，於民國 83 年 1 月 11 日公佈「消費者保護法」，第三條規定政府為達成消費者保護法的目的，應實施十三項措施，並定期檢討、協調與改進，其中第 11 項及 12 項措施即分別明訂政府應推行消費者教育及辦理消費者諮詢服務。

本行依據消費者保護法之規定，於民國85年初成立消保小組，88-90年間陸續出版「認識通貨膨脹」、「中央銀行簡介（含中英文文字檔及多媒體簡報光碟片）」、「中央銀行之制度與功能（中英文版）」及「中央銀行在我國經濟發展中的貢獻」等宣導資料，以執行年度消費者保護方案，藉深入淺出報導，加強一般民眾對央行的認識。95年8月起央行網站新增「認識央行」兒童網頁，以提高年輕一代對央行的認識。央行網站首頁並設「宣導事項」，提供鈔券真偽辨識、偽鈔刑責等重要訊息（參見表十四）。

本行當前的金融教育工作大都以消費者保護法為法源依據，亦多屬紙本文宣之靜態作業，雖可達成消費者保護法推行消費者教育之規定，但考量金融教育係消費者保護的一環，係保護消費者的輔助措施，其範疇實已超越金融資訊的提供。因此，本行之金融

教育若能含括教育訓練與諮商輔導等動態性工作，將可昇華整體金融教育的精神，亦可兼具溝通政策效果，何況金融教育工作對央行具備達成貨幣政策目標、促進經濟成長、提高全民金融知識水準、拉近央行與民眾距離及建立央行企業好公民形象等自利效益。

為達成上述目標，全民對貨幣的由來、央行功能與角色的認識與了解、及央行為何要維持物價安定等央行核心業務之金融知識水準有待提升。上述課程實無法由金融監督管理委員會或金融研訓院所越廚代庖，央行本身具備資源與專業知識，係提昇央行業務領域之金融知識水準之唯一人選。因此，央行以核心業務為金融教育工作之焦點，才不致與金融監督管理委員會或台灣金融研訓院之金融教育內容有所重複，而耗損國家資源。事實上，主要國家央行之金融教育課程亦與其國內之其他教育單位有所區隔。央行

表十四 本行網站之金融教育訊息

網頁		金融教育訊息
出版品	不定期	中央銀行之制度與功能（92年版）
		中央銀行之制度與功能（英文版）（95年12月）
		中央銀行在我國經濟發展的貢獻
		中央銀行在貨幣支付系統中扮演之角色
		認識通貨膨脹
		中央銀行簡介（中英文文字檔及多媒體簡報光碟片）
認識央行		認識央行之影片展示（WMV檔）
		認識央行（兒童網頁）
網站首頁	宣導事項	流通鈔券真偽之辨識
		行使及製造偽鈔刑責
		贖舊券幣，回存金融機構；金融機構付出贖舊券幣，本行專線接受申訴
		票券管理新制之內容

不僅應積極投入金融教育行列，甚至應率先帶動一國之金融教育列車。

2、金融監督管理委員會之金融教育工作
政府單位中除本行提供金融教育外，金融監督管理委員會亦提供金融教育之相關宣導手冊與活動。金管會網站設有「金融知識宣導」專屬網頁，包括提供教育宣導手冊，如「金融生活達人」口袋書、「打擊地下期貨篇」及「杜絕非法代操篇」等；提供宣導影片，如「保障型商品宣導影片」、「防制內線交易、投資人存摺印鑑」及「金錢管理」等宣導短片；宣導現金卡及信用卡的正確使用觀念（阿貴版）等；舉辦金融教育活動，如「小小金融家成長營」及「理財 Happy Go!」等。此外，金管會亦培訓金融種子講師及甄選志工加以訓練擔任「小小金融家成長營」的輔導員，另為讓金融知識向下扎根，亦提供資金補助大學辦理金融知識普及活動。95年起並走入校園與社區宣導金融知識，使青少年與民眾都能獲取消費金融知識，養成正確金錢觀念及負責任的態度，以提昇全國百姓的金融知識水平。

3、台灣金融研訓院之金融教育工作

台灣金融研訓院近年來亦積極開辦一般大眾之金融教育訓練課程，該院網站設「學生金融 Yes」專屬網頁，開辦年度大專學生金融研習營及高中職學生金融研習營；亦製作金融教育之 DVD 光碟片，如金融探索之旅（包括貨幣的演進、通貨膨脹與通貨緊縮、

及外匯的故事等三片）及台灣金融發展史話等。此外，亦提供「金融知識與財富管理」及「校園演講」等線上學習教材（E-Seminar），供青年學生進行網路學習金融知識。

4、少數金融機構之金融教育工作

本國銀行業積極開辦金融教育之風氣尚未普及，當前僅少數銀行非常積極開辦金融教育訓練課程。茲以花旗銀行與第一銀行為例說明其金融教育活動。花旗銀行較早開辦金融教育訓練，該行設有金融理財教育計畫，提供「兒童網路理財教育計畫」、「兒童理財特攻隊」、「青少年理財教育講座」及「大學金融實務研討課程」；第一銀行則於本（96）年7月下旬首度開辦北中南5個場次之「第一小財神」理財夏令營。上述金融教育單位皆希望透過課程設計，建立年輕一代健康的金錢價值觀念，讓正確的理財觀念從小扎根。

（二）本行金融教育工作與主要國家央行之比較分析

表十五顯示各國央行金融教育工作的異同，以及執行金融教育工作之組織設計。大體而言，金融教育專屬網頁、出版宣傳手冊或刊物、提供錄影帶及 DVD/VCD 光碟片、提供線上學習與互動遊戲、專題演講、舉辦學生研習營、培訓學校老師成為種子師資、設貨幣博物館等為各國央行之一般性金融教育工作，部分國家之央行則另提供獨特的活動，如美國、英國、日本及韓國之央行設有

表十五 各國央行金融教育工作與組織設計之比較

	美國 Fed	加拿大央行	英格蘭銀行	歐洲央行	德國聯邦銀行	日本央行	韓國央行	我國央行
央行網站中設金融教育專屬網頁	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓ 只有韓文	
出版刊物、手冊及宣傳單	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
錄影帶或 DVD/VCD 光碟片	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
線上學習與互動遊戲	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
金融競賽	✓		✓			✓	✓	
論文競賽	✓							
專題演講	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
學生研習營或講習會	✓	✓	✓		✓	✓	✓	
老師訓練課程或研習營	✓	✓	✓		✓	✓	✓	
貨幣博物館	✓	✓	✓		✓	✓	✓	
參觀央行辦公室	✓					✓		
參觀地下金庫	✓ 紐約 Fed					✓ 東京總行		
舉辦藝文活動						✓		
辦公大樓屋頂設霓虹燈夜間照明						✓		✓
對央行員工提供金融教育	✓							
與國防部合作辦理軍人金融教育	✓							
組織設計	社區事務辦公室 (Office of Regional & Community Affairs)	溝通處 (Communications Dept.)	溝通處 (Communications Dept.)	溝通處 (Communications Dept.)	K 處：溝通、資訊管理及語言服務 (K Dept.: Communication, Information & Language Service)	公共關係處 (Public Relations Dept.)	經濟教育中心 (Economic Education Center)	秘書處

年度金融競賽；美國 Fed 另有論文競賽；美國及日本央行開放民眾參觀央行辦公室及地下金庫；日本央行則舉辦藝文活動及辦公大樓夜間霓虹燈，以拉近與民眾的距離；美國 Fed 提供員工金融教育，並與國防部合辦軍人金融教育，其他央行則無法由相關文獻得知

是否有上述金融教育活動。

組織是創造價值的平台，任何計畫若欠缺適當的組織加以執行，最終淪為空談，組織設計的重要性已漸為先進國家央行所重視，各國央行近 10 年來頻頻進行組織變革，即屬各國央行重視組織設計之最佳寫照。就

央行金融教育工作的組織設計而言，基於金融教育工作係溝通政策的一環，加拿大、英國、德國及歐洲央行的金融教育工作由溝通處負責，日本由公共關係處負責，該處的工作與溝通處同；美國 Fed 則由社區事務辦公室負責金融教育工作，韓國由經濟教育中心負責，本行則由秘書處負責。

與他國央行相較，目前本行的金融教育

工作以執行消費者保護法為主，其規模相對較小，亦未設有專責組織從事金融教育業務。本文將於最後一節建議本行積極推廣金融教育工作，擴大金融教育範疇，並借鏡他國央行的經驗，加強對年輕一代的金融教育。在組織尚未變革之前，或可於秘書處先成立金融教育工作小組，亦可逐步推動金融教育工作。

六、結論與建議

(一) 結論

金融教育是一種過程，消費者與投資者經由學習過程，增強渠等的金融知識，強化日常生活中的選擇與決策。消費者保護法雖能保護消費者權益，但金融教育透過指導與訓練的方式，能補強消費者保護法所提供的資訊，金融教育的範疇實已超越金融資訊的提供，唯有透過金融教育，才能真正提高一國的金融知識水準，才能真正保護消費者的權益。廣義而言，金融教育是消費者保護的一環，是保護消費者的輔助措施。

本文除由各國金融知識水準調查研究之文獻探討，佐證金融教育之重要性外，亦由近年來各國普遍重視金融教育之原因，以及金融教育之一般模式，說明央行在推廣金融教育的角色與重要性。大致而言科技與電訊技術發達所帶動之金融市場變遷與深化，導致金融市場益趨複雜難懂；益以戰後嬰兒潮正面臨退休潮及退休撫卹等政府政策更迭，

促使一般大眾所需承擔的責任較以往為重，因此消費者保護活動或金融教育，皆逐漸為各國所重視。

中央銀行推廣金融教育具有達成貨幣政策目標、促進經濟成長、提升國民金融知識水準、成為企業好公民等「自利」效益。更重要的是，央行是具公信力的政府單位，能提供公正、不偏不倚的教導，亦無廣告之嫌；央行本身也具備足夠的知識、工具與能力進行金融教育，試問有誰最能說明央行的角色與功能呢？因此，央行一定要積極加入金融教育行列，即係基於上述考量，亦屬本文強調的重點。但金融教育是一種漫長的投資過程，非一蹴可至。各國央行金融教育成效評估亦顯示其結果未如央行預期，但並未因此打擊士氣，央行亦不可因此放棄金融教育，事實上，各國央行反而更積極進行金融教育工作，金融教育已成為現代央行的主流業務，係央行溝通政策重要的一環。

央行推廣金融教育，必須進行策略性規劃，教誰、教什麼、什麼時候教、在那裡教、如何教、如何評估成效及如何研究分析等，皆屬央行擬訂金融教育策略時所面臨的問題與挑戰，其中尤應重視對年輕一代的金融教育，並由孩童做起。各國央行深入校園及培育學校師資等活動，充分彰顯央行對孩童金融教育的重視。因為從小養成金融素養的孩童，是國家未來的資產，是型塑明日經濟的基石。美國 Grand Teton 國家公園手冊以「What she sees today will last a lifetime」說明孩童參與國家公園的意義，若將上述詞句用來說明孩童參與金融教育，似恰如其分，有異曲同工之妙。

進行策略規劃固可有效推動金融教育工作，但央行金融教育欲邁向成功之路，仍需獲得組織高層的支持，教育對象要廣，儘可能與其他單位合作共同推動金融教育，與學校老師建立友好關係，協助老師輕鬆教學，並讓教材生動有趣。絕大多數央行利用網際網路、宣傳手冊、錄影帶、專題演講、研討會及訓練營等方式提供必要的金融教育資訊，許多央行即利用卡通動畫教學，提高年輕一代對金融教育的興趣。舉辦金融競賽，讓高中及大學生進行角色模擬，在真實生活中學習及應用金融知識；亦利用貨幣博物館的貨幣展示與多媒體動畫設計，將參觀民眾帶入金融世界。貨幣博物館已成為央行金融教育的主要場所，成為央行辦公室及學校教

室的延伸，貨幣博物館在央行金融教育中居相當重要的角色，此係各國央行紛紛設立貨幣博物館的主要緣由。

（二）建議

央行公信力及社會大眾對央行的認知度深深影響貨幣政策的有效性，而溝通政策則可強化央行公信力及大眾對央行的認知，因此，央行的溝通政策首應先區隔其溝通對象，並採不同溝通方法達成央行期望的目標。一般而言，央行的溝通對象可簡化為國會與新聞媒體、及社會大眾等兩大類，溝通的方式則包括理事會或貨幣政策委員會的決策新聞稿、記者會、央行高階官員接受採訪或專題演講、國會聽證會之專題報告、出版刊物（如通貨膨脹報告）、央行網站及貨幣博物館等七大類。前六種溝通方式大多以國會及新聞媒體為主要對象，後三種則以社會大眾為對象。但各國央行大多以新聞媒體、國會等為溝通重心之實務操作，向為社會所詬病；而絕大多數人口經濟金融知識水準普遍不足，亦為央行溝通政策所面臨之嚴峻挑戰之一。因此，謀取溝通對象平衡、及加強對社會大眾之金融教育，以提高百姓之經濟金融知識水準，廣為各國央行所重視。近十餘年來加強對社會大眾之金融教育，特別是對年輕一代的金融教育，已發展為現代央行之主流業務，也是央行必要的投資。

各國央行較大規模的金融教育模式與經驗，對本行的金融教育工作甚具啟示力，係

本行邁向現代央行里程碑時，值得拓展與長期投資的業務領域。與他國央行相較，本行的金融教育工作以執行消費者保護法為主，多屬紙本文宣之靜態作業，規模相對較小，確有許多有待開發之處。因此，本文參酌各國央行金融教育工作專責的組織設計，建議本行在正式組織編制以前，或可於秘書處先成立「金融教育工作小組」積極推廣金融教育工作，初步成員約 4-5 人，專責規劃、執行、管控、成效評估及研究發展等金融教育工作流程。本行推廣金融教育以社會大眾為對象，且應特別重視年輕一代的教育訓練，並以「貨幣的由來」、「央行功能與角色的認識與了解」、及「央行為何要維持物價安定」等央行核心業務為焦點教材。茲提供實務操作上具體可行之下列短、中長期行動方案供參考，以提昇全民之金融知識水準，有效達成貨幣政策目標：

(1) 短期行動方案

1、設計生動活潑之金融知識教材

除原有配合執行消費者保護法之宣導手冊與刊物外，另商請專家設計生動活潑之金融知識教材，含線上知識或遊戲、錄影帶或 DVD/VCD 光碟片。如編撰貨幣的由來、央行為何要執行貨幣政策、通貨膨脹或通貨緊縮的魔咒、為何要儲蓄與為何要投資等投資理財的卡通動畫。

2、深入校園舉辦金融教育專題演講、學生研習營或教師培訓營。

(1) 深入學校校園，派員至中小學及大學進行巡迴演講，或舉辦研習營、訓練營。如派行員至中小學及大學進行攸關央行主題的專題演講，另在寒暑假期間，舉辦學童金融教育夏令營或冬令營。

(2) 培訓學校老師成為種子師資，達到金融教育的乘數效果。如於寒暑假舉辦學校老師的金融教育訓練營。

(2) 中長期行動方案

1、增設「金融教育」專屬網頁

未來本行對外提供之金融知識教材更豐富化、更多元化後，可在本行網站增設「金融教育」專屬網頁，並將當前分散在「認識央行」、「出版品」及「宣導事項」等不同網頁攸關金融教育的題材整合至該專屬網頁，以便利民眾自由擷取所需資訊。如將認識央行的影片與兒童網頁、認識通貨膨脹、央行在經濟發展的貢獻等宣導刊物、以及重要的宣導事項集中在「金融教育」的專屬網頁中。此外，本行目前網站已有之相關網站連結亦可集中整合至金融教育專屬網頁。

2、新設貨幣博物館

設貨幣博物館，展示鈔券與硬幣之餘，亦能透過多媒體設計，帶領參觀民眾了解利率、匯率、銀行、通貨膨脹等觀念，以及央行為何要維持物價安定與金融安定。建議派員至先進國家央行實地考察其貨幣博物館之設計內容與參觀動線。貨幣博物館在央行推廣金融教育的角色十分重要，甚至可成為央

行金融教育的主要場所，成為央行辦公室及學校教室的延伸。至於貨幣博物館的工作人員，可仿德國聯邦銀行，由本行退休同仁以志工方式參與導覽業務。此種人力配置除可精簡人事成本外，亦可充分利用退休同仁之專業技能，是一種雙贏策略。

3、舉辦年度金融競賽

仿他國央行舉辦年度金融競賽，讓我國之高中生及大學生能學以致用，將所學運用於實質生活，模擬央行理事會，提供決策建議，經評審裁定之最後優勝者由總裁頒發獎盃及獎金。

4、積極與其他教育單位合作，促銷及加深央行在推廣金融教育的角色。如與教育

部、金管會及台灣金融研訓院等合作，共同推廣金融教育。

5、舉辦本行員工金融教育訓練課程，包括專題演講與講習會。如在午休時間舉行專題演講或講習會。

6、仿日本央行之問卷調查，採外包模式設計相關問卷，定期（按季或按年）進行問卷調查，據以了解一般大眾對金融教育之認知程度，及檢討金融教育工作之成效，並擬定未來努力與改進的方向。此外，央行亦可與其他教育單位合作，針對國內高中學生進行經濟金融知識測驗，掌握高中學生之經濟金融水準。

附 註

(註 1) 在 2002 年 2 月 5 日的聽證會中的陳述，參考 O'Neill (2002)。

(註 2) 參考 Hopley(2002)。

(註 3) 報載(中國時報本年 5 月 19 日)花旗銀行邀請兒童劇團在北部各國小進行公演，教導小學生理財觀念，演出後針對 32 所國小之 3297 位高年級之學生進行問卷調查，了解國小學生對於金錢的認識。

(註 4) OECD 出版「Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies」專冊

(註 5) 四大發展主流包括央行獨立性、通貨膨脹目標化、央行透明化及貨幣政策委員會之集體決策模式。參考黃富櫻(2006)。

(註 6) 參考 Minchan (2006)。

(註 7) 參考 Hopley(2002)。

(註 8) 2006 年之裁判包括督導金融安定部門之副總裁 Sir John Gieve，及兩位貨幣政策委員會委員 Kate Barker 與 Gary Duncan，以及 Times 之經濟編輯 Paul Trucker。

(註 9) 其中 5 組來自高中，一組來自大學，最後獲得前三名者均為高中生。

(註 10) 若大學、軍隊、警察及非營利政府組織提出需求，央行也會派人做專題演講。

參考資料

黃富櫻(2006)，「央行貨幣政策操作的重要工具-溝通政策」，央行季刊 28 卷第 4 期。

- Greenspan, Alan (2003), "Financial education", BIS Review 42--/2003.
- Bank of Japan(2005), "Public relations activities of the Bank of Japan and its approaches to financial literacy education", Public Relations Department of the Bank of Japan, Sept. 2005.
- Bank of Korea (2005), Annual Report 2005.
- Bernanke, Ben S. (2006), "Financial literacy" · Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban affairs of the United States Senate, May 23, 2006.
- Blinder, Alan S. and Krueger, Alan B.(2004), "What does the public know about economic policy, and how does it know it?", Working paper 10787, National Bureau of Economic Research.
- Braunstein, Sandra and Carolyn Welch (2002) · "Financial literacy: an overview of practice, research, and policy", Federal Reserve Bulletin, November 2002.
- EERB(2006), "The need for financial literacy education", Aug. 2, 2006, <http://www.eerb.nbportal.pl/>.
- Gopinath, Shyamala (2006), "Inclusive growth of financial education", BIS review 107/2006.
- Markow, Dana and Bagnaschi, Kelly (2005), "What american teens & adults know about economics", The National Council on Economic Education, April 26, 2005.
- Minehan, Cathy E.(2006), "The role of central banks in economic and personal finance", <http://www.bos.frb.org/news/speeches/cem/2006/092806.htm>
- Hopley, Virginia(2002),"Financial education: what is it and what makes it so important? ", Federal Reserve Bank of Cleveland.
- OECD(2005), "Improving financial literacy: analysis of issues and policies", OECD e-book, Nov. 2005.
- O'Neill, Paul H.(2002), "Integrating financial education into school curricula", A white paper prepared by the United States Department of the Treasury Office of Financial Education. May 16, 2002.

(本文完稿於96年7月，作者為本行經濟研究處研究員)

我國與亞洲主要國家 M2/GDP 比率之比較

黃曼芬、盧世勳、廖俊男、劉雨芬、廖幸嫻

摘要

長期以來，我國 M2/GDP 比率一直存在偏高的現象，自 1985 年以來已超過 1，之後持續上升，至 2007 年已達 2.07。

若比較我國與日本、中國、新加坡、香港及南韓等國家 M2/GDP 比率大小，以香港為最高，其次為我國及日本；而以南韓為最低，尚不及 1。除香港及中國的 M2/GDP 比率呈現持續走高態勢外，近年我國、南韓與新加坡之 M2/GDP 比率已有明顯走平現象，日本則呈現下滑情況。

若觀察影響 M2 變動之主要因素—銀行授信及銀行國外資產淨額的項目，中國的 M2/GDP 比率走高，與其銀行授信快速成長及銀行國外資產淨額增加有關；香港近年的 M2/GDP 比率明顯走高則與其銀行國外資產淨額

增加關係密切。至於我國、南韓與新加坡近年的 M2/GDP 比率走平的原因並不相同，其中南韓之銀行授信呈現明顯成長態勢，惟銀行國外資產淨額略為減少；而新加坡卻是銀行授信相對 GDP 比率呈現下降走勢，銀行國外資產淨額則明顯增加；至於我國，近年國外資產淨額雖明顯增加，惟因銀行授信並未明顯增加，致 M2/GDP 比率走勢趨緩，與新加坡情況較為類似。此外，日本的 M2/GDP 比率呈現下滑現象，主要是銀行授信減緩所致。

由於各國貨幣定義包含範圍有別，且金融發展結構不同，使得貨幣統計範圍及貨幣創造情況不同。因此，以 M2/GDP 比率來衡量或比較跨國貨幣數量之合宜程度，仍有其限制。

一、前言

M2 所得流通速度為名目交易總值（以名目 GDP 替代）相對於 M2 貨幣數量之比率，在其他情況不變下，流通速度增加，係反映貨幣需求相對較低；反之，則反映貨幣需求相對較高，二者呈負相關。我國 M2 所得流

通速度自 1982 年以來，呈現下滑趨勢，由 1982 年之 1.57 下滑至 2007 年之 0.48，惟自 1995 年以來，下滑程度已較為緩和，因此，我國貨幣需求長期相對呈增加之趨勢。

M2/GDP 比率（註 1）（又稱 Marshallian

K) 為所得流通速度之倒數，因此 M2/GDP 比率之變動與貨幣需求間呈正相關，即該比率上升表示貨幣需求增加。由於貨幣需求受金融深化影響很大，因此，過去該比率常用來反映一國金融深化的程度，惟近年來普遍被用來衡量一國貨幣數量的合宜程度，藉以評估一國金融泡沫的風險程度。長期以來，我

國 M2/GDP 比率一直存在偏高的現象，自 1985 年以來已超過 1，之後持續上升，至 2001 年已達 2。

本文除簡要說明我國 M2/GDP 比率變動的情形外，並針對我國與日本、中國、新加坡、香港及南韓等亞洲主要國家 M2/GDP 比率加以比較分析。

二、我國 M2/GDP 比率變動

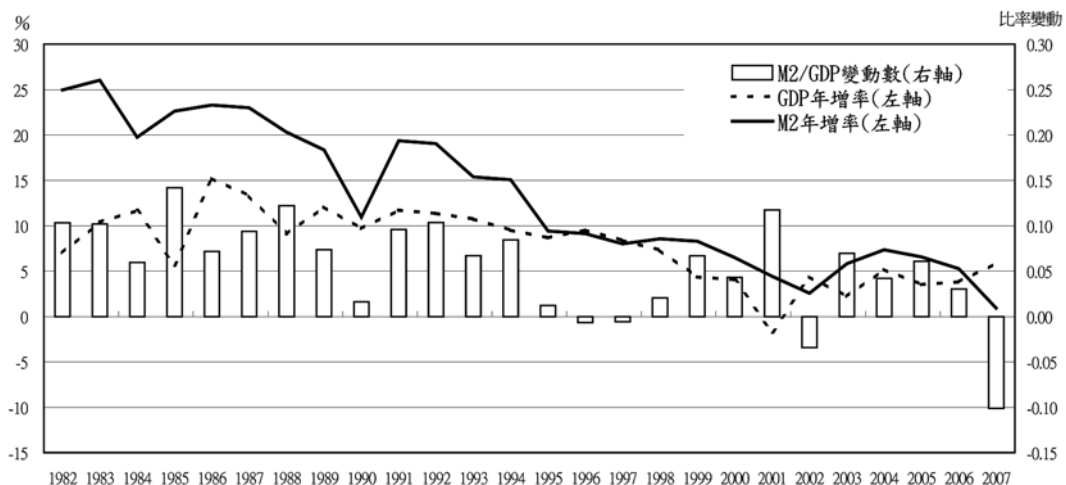
M2/GDP 比率之變動分別受 M2 及 GDP 成長速度所影響，歷年來我國 M2/GDP 比率呈現持續上升趨勢，主要係因過去幾年 M2 增加速度大多大於 GDP 增加速度，且波動幅度亦較 GDP 為大，因此，M2/GDP 比率之變動主要受 M2 變動所影響（圖一）。

銀行國外資產成長趨緩影響，M2 成長下滑為 10.96% 外，餘均介於 15% 至 25% 之間，相對高於 GDP 成長僅介於 5% 至 16% 之間，致 M2/GDP 比率持續攀升，由 1982 年之 0.72，上升至 1994 年之 1.75，其間僅 1990 年升幅趨緩（圖二）。

1982 年至 1994 年間，由於國外資產及放款投資大幅成長，M2 年增率，除 1990 年受

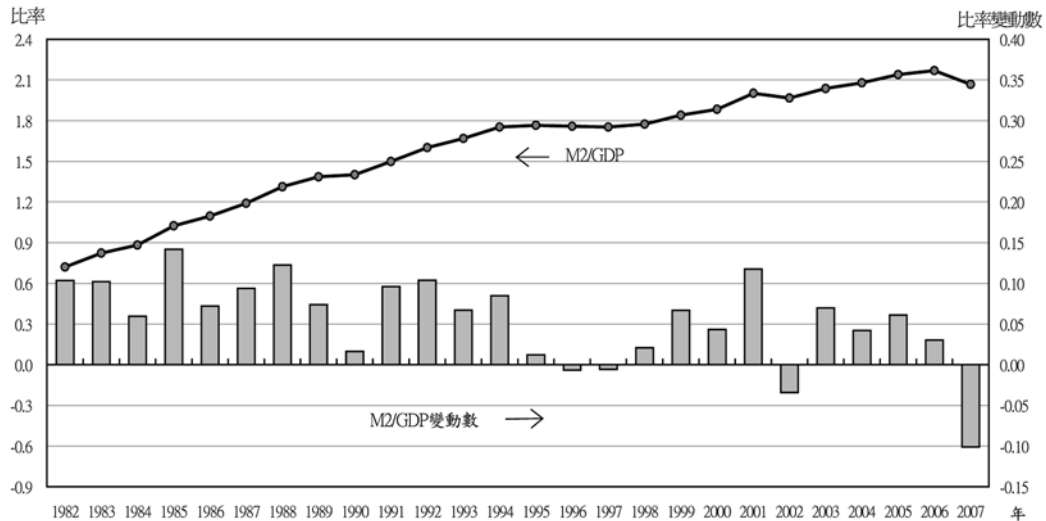
1995 年以後，雖然國內經濟持續穩定成長，然因股市及房市低迷不振，加上金融資

圖一 我國 GDP 年增率及 M2 年增率與 M2/GDP 變動數之比較



資料來源：本行編「中華民國金融統計月報」，行政院主計處。

圖二 我國 M2/GDP 比率及其變動數



資料來源：本行編「中華民國金融統計月報」，行政院主計處。

產多樣化，衝擊銀行放款與投資成長，M2 年增率大幅下滑，使 1996 年及 1997 年之 M2/GDP 比率首次呈現下降，由 1995 年之 1.77 逐年降至 1997 年之 1.75，1998 年則略回升為 1.77。

1999 年起，受亞洲金融風暴後續影響，全球經貿情勢轉趨低迷，國內景氣在對外貿易縮減衝擊下逐步減緩，所幸國外資產淨額明顯成長，促使 M2 持續成長，M2/GDP 比率再度上升，至 2000 年為 1.88。及至 2001 年，在高科技泡沫破滅及美國 911 恐怖攻擊事件影響下，我國對外貿易受創甚深，加以內需疲弱，全年經濟衰退為歷年僅見，致使

M2/GDP 比率大幅攀升為 2.00。

2002 年雖然國內景氣復甦緩慢，惟由於債券型基金成長迅速，抑制銀行信用創造，致使 M2 成長更緩，M2/GDP 比率第二度呈現下降，為 1.97。

2003 年之後，受銀行放款與投資持續成長影響，M2/GDP 比率持續上升，惟升幅已趨平緩，由 2003 年之 2.04 緩升至 2006 年之 2.17。及至 2007 年，由於國人投資海外金融商品持續增加，且銀行放款與投資成長減緩，年底 M2 年增率創歷年新低，相對於 GDP 成長 5.87%，致 M2/GDP 比率再度大幅下降為 2.07，降幅為 0.10。

三、亞洲主要國家 M2/GDP 比率之比較

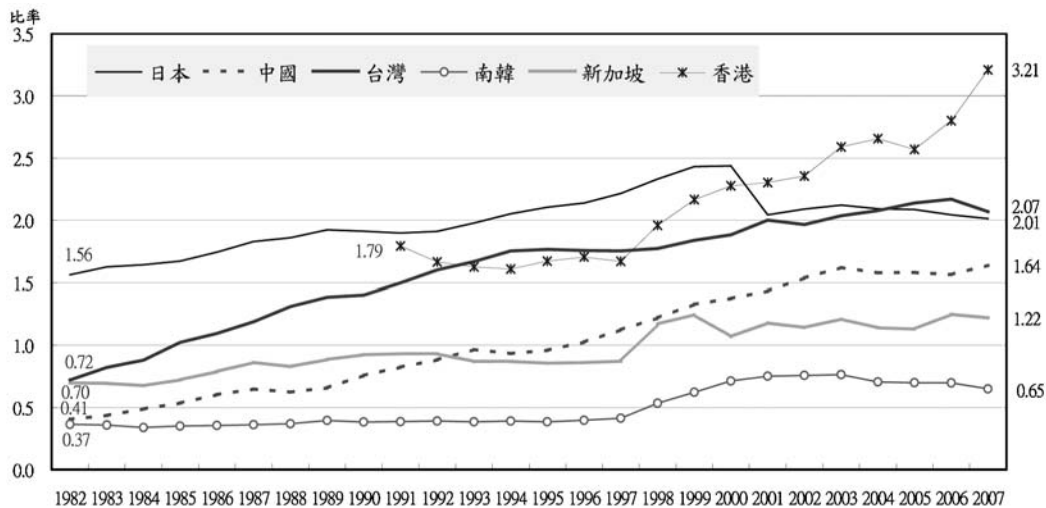
亞洲主要國家之 M2/GDP 比率大致以香港為最高，其次為我國及日本；而以南韓為

最低，尚不及 1。以 2007 年資料為例，除南韓小於 1，為 0.65 外，日本、中國、新加坡、香港及我國均大於 1，其中又以香港最高，達 3.21、我國次之為 2.07，日本第三為 2.01。

觀察亞洲主要國家 M2/GDP 比率的走勢（圖三），顯示除香港及中國呈現明顯走高態勢外，近年我國、南韓與新加坡 M2/GDP 比率之升幅已明顯趨緩，而日本於 2001 年呈現大幅下滑（註 2）。若就 1982 至 2007 年長期

趨勢來看，M2/GDP 比率以中國增幅最大，由 0.41 大幅攀升至 1.64，26 年間增加 4 倍，我國亦由 0.72 攀升至 2.07，26 年間增加 3 倍，而南韓及日本增幅最小。若自 2000 年以來資料觀察，我國大致維持於 2.0 至 2.2 之間，南韓大致持穩於 0.7 至 0.8 之間，新加坡維持在 1.1 至 1.2 之間，而日本 M2/GDP 比率則由 2000 年的 2.44 降至 2007 年的 2.01（附表一）。

圖三 亞洲主要國家之 M2/GDP 比率



資料來源：國際貨幣基金(IMF)出版之國際金融統計(International Financial Statistics)。

四、影響 M2/GDP 比率變動因素分析

由於 M2/GDP 比率之變動主要受 M2 影響，因此本節分析將著重在 M2 變動分析。就貨幣供給的過程言，M2 係由準備貨幣(reserve money)透過銀行體系信用創造而產生倍數擴張（貨幣乘數）。2000 年以來，亞洲各主要國家中，中國及南韓 M2 之擴充主要來

自準備貨幣之成長；惟若以近兩年情況觀察，日本因結束量化寬鬆貨幣政策，準備貨幣成長明顯下降，貨幣乘數則明顯上升，而我國則因銀行超額準備增加，加上銀行授信成長趨緩，準備貨幣成長上升，貨幣乘數則轉呈負成長（表一）。

表一 亞洲主要國家準備貨幣與貨幣乘數對 M2 之影響

2000-2007年平均							單位：%
	日本	中國	台灣	南韓	新加坡	香港	
M2 年增率	-1.75	16.26	4.93	7.82	7.09	8.53	
準備貨幣年增率	0.41	13.56	2.02	8.15	3.73	4.26	
貨幣乘數年增率	-2.16	2.69	2.91	-0.33	3.37	4.27	

2006-2007年平均						
	日本	中國	台灣	南韓	新加坡	香港
M2 年增率	-0.53	16.26	3.10	1.93	16.39	20.74
準備貨幣年增率	-12.36	19.86	5.11	10.07	9.52	6.20
貨幣乘數年增率	11.84	-3.60	-2.01	-8.14	6.87	14.54

資料來源：國際貨幣基金(IMF)出版之國際金融統計(International Financial Statistics)。

若就銀行資產負債表分析，M2 之變動主要受銀行授信（主要反映國內資金需求）及銀行國外資產淨額（主要反映經常帳與金融帳之進出）兩大因素影響，因此以下擬分別就銀行授信/GDP 比率及銀行國外資產淨額/GDP 比率，分析我國與亞洲主要國家 M2/GDP 比率變動之原因。

（一）銀行授信/GDP 比率

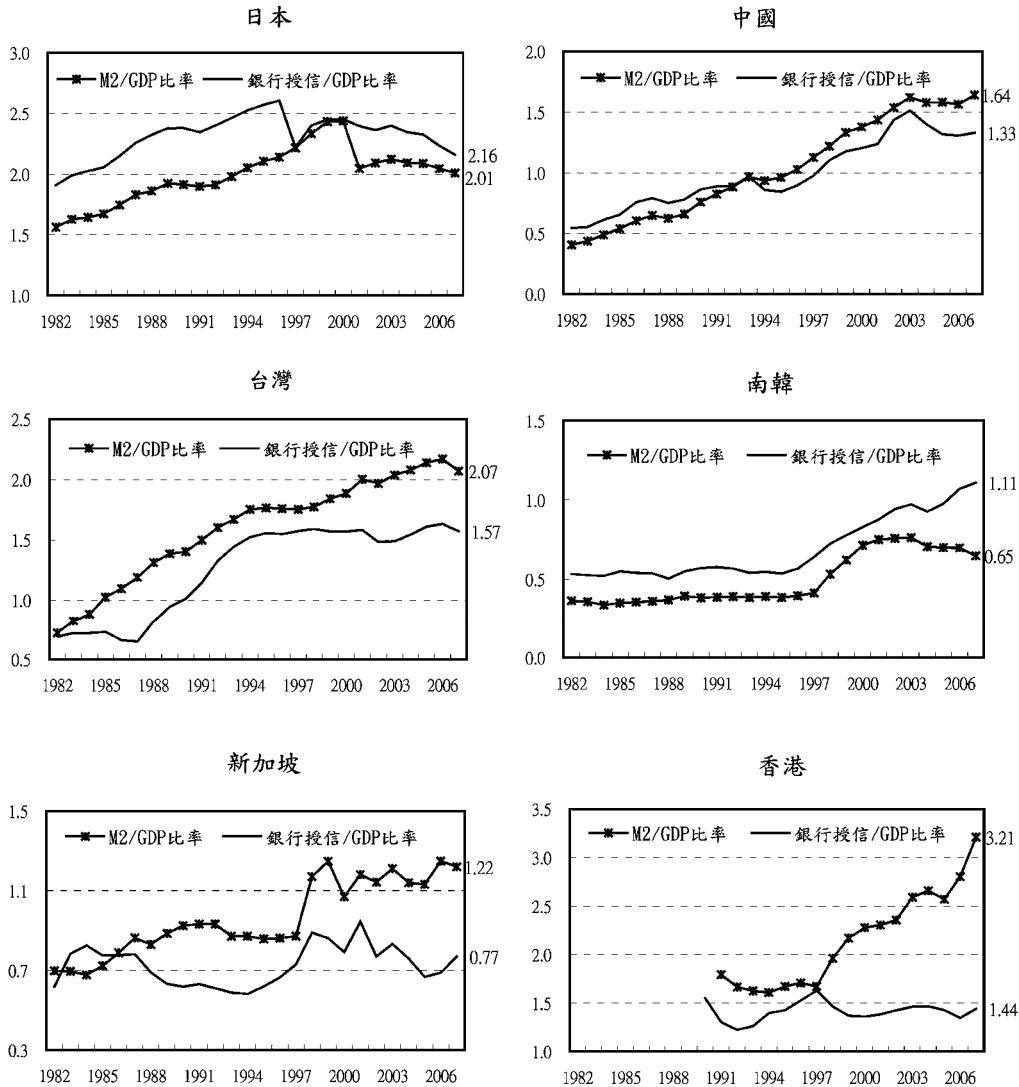
由於 M2 主要係透過銀行授信（放款與證券投資）所創造，因此，一般而言，銀行授信/GDP 比率較高之國家，其 M2/GDP 比率亦較高。以 2007 年資料為例，亞洲主要國家之銀行授信/GDP 比率以日本為最高，為 2.16，其次為我國及香港，分別為 1.57 及 1.44，其 M2/GDP 比率亦均較高（附表二）。

若就 1982 年以來各國銀行授信/GDP 比率走勢觀察，除香港及新加坡外，各國之銀

行授信/GDP 比率與 M2/GDP 比率升降趨勢上大致相符，如日本於 1997 年受資金需求大幅下降影響，授信驟降，致其授信/GDP 比率大幅下滑；不過，中國及南韓在 2004 年以後二者走勢略有不同；我國銀行授信/GDP 比率與 M2/GDP 比率走勢亦於 1982 年至 1987 年，及 1996 年至 2001 年兩段期間出現不一致（圖四）。

觀察中國情況，受到銀行授信快速成長影響，其銀行授信 /GDP 比率從 1982 年的 0.55 躍升至 2003 年的 1.51，為歷年來最高；而同期之 M2/GDP 比率則由 0.41 大幅攀升至 1.62。之後，因景氣過熱，中國當局採取一系列宏觀調控措施，促使固定資產投資年增率由 2003 年之 27.7 % 降至 2006 年之 24.0 %，2007 年再回升至 24.8 %。影響所及，銀行授信/GDP 比率亦由 2003 年之 1.51 走緩至 2006

圖四 亞洲主要國家 M2/GDP 與銀行授信/GDP 之比較



資料來源：國際貨幣基金(IMF)出版之國際金融統計(International Financial Statistics)。

年之 1.31，2007 年則回升至 1.33，其 M2/GDP 比率雖亦呈先降後升走勢，惟升降幅度均較銀行授信/GDP 比率相對平穩。

另外，南韓在亞洲金融風暴爆發後的 1998 年至信用卡危機席捲南韓前的 2002 年期間，其 M2/GDP 比率逐年升高，由 0.53 上升

至 0.76，同期間之銀行授信/GDP 比率亦由 0.73 逐年上升至 0.94。

就我國而言，1987 年至 1995 年間，在金融泡沫以及新銀行陸續成立的情況下，銀行放款與投資大幅成長，銀行授信/GDP 比率從 0.65 上升至 1.56，同期間 M2/GDP 比率亦從

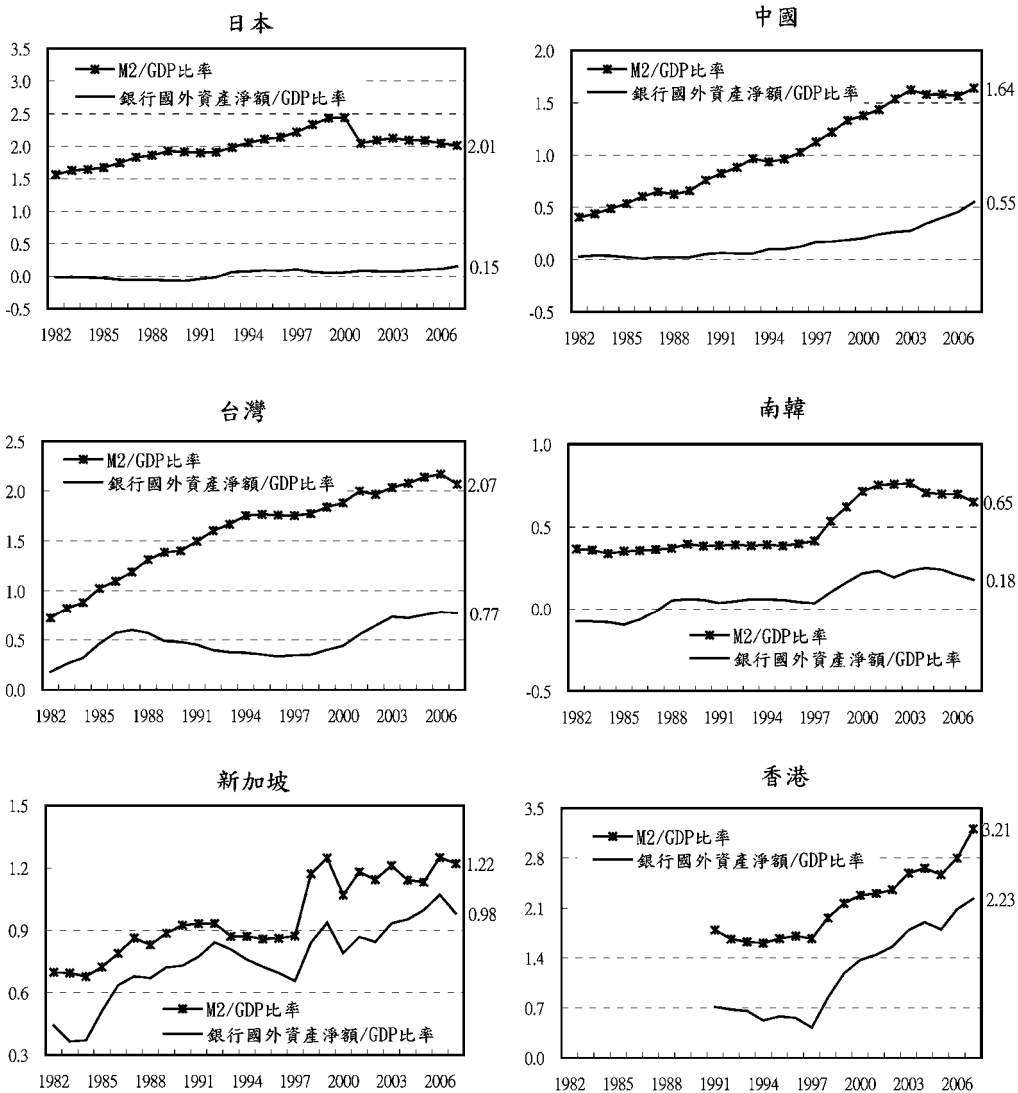
1.19 明顯上升至 1.77。1995 年以後，由於股市、房市低迷不振，加上企業籌資管道多樣化，衝擊銀行放款與投資，銀行授信/GDP 比率略降為 1996 年之 1.55，而 M2/GDP 比率亦降為 1.76。2001 年以來，隨著銀行放款與投資成長趨勢，銀行授信/GDP 比率先下滑至

2002 年之 1.48 後，轉呈上升至 2006 年之 1.63，2007 年回降為 1.57。同期間，M2/GDP 比率亦先降為 2002 年之 1.97 後，轉呈上升至 2006 年之 2.17，2007 年亦回降為 2.07。

(二) 銀行國外資產淨額/GDP 比率

經常帳順差及金融帳資金流入一方面會

圖五 亞洲主要國家 M2/GDP 及銀行國外資產淨額/GDP 之比較



資料來源：國際貨幣基金(IMF)出版之國際金融統計(International Financial Statistics)。

造成銀行國外資產增加，另一方面會使 M2 立即增加，但部分外資流入僅係短期投資性質，對 GDP 不一定有直接貢獻，因此外資大量流入常會使 M2/GDP 比率走高。

觀察亞洲主要國家，除了日本以外，各國銀行國外資產淨額/GDP 比率與 M2/GDP 比率升降趨勢上大致吻合，其中香港、新加坡尤其明顯，顯示該等國家或地區之銀行國外資產淨額變動對 M2/GDP 比率的變動有很大的影響。

以中國為例，其銀行國外資產淨額/GDP 比率走勢雖與 M2/GDP 比率走勢不盡相同，惟長期以來均呈上揚趨勢（圖五）。自 1980 年中國經濟對外開放後，其國外資產淨額穩健擴增，尤其自 1994 年以來，由於經常帳及資本帳收支保持雙順差，加上 2005 年 7 月實

施匯率機制改革，人民幣加速升值，促使流入中國之資金大增，其中尤以證券投資淨額大幅成長最為顯著，帶動銀行國外資產淨額大幅成長，銀行國外資產淨額/GDP 比率自 1982 年的 0.03 大幅攀升至 2007 年之 0.55，而同期的 M2/GDP 比率亦由 0.41 攀升至 1.64（附表三）。

香港方面，1997 年至 2007 年間，其銀行國外資產淨額/GDP 比率從 0.42 上升至 2.23，同期間其 M2/GDP 比率亦從 1.67 上升至 3.21。至於我國銀行國外資產淨額/GDP 比率與 M2/GDP 比率則於 1982 年至 1987 年及 1996 年至 2001 年兩段期間走勢趨於一致。

綜合各國 2007 年銀行國外資產淨額/GDP 比率，以香港之 2.23 為最高，新加坡及我國次之，分別為 0.98 及 0.77。

五、貨幣定義範圍比較

貨幣定義包含的範圍會影響 M2/GDP 比率之高低，亞洲主要國家中，中國、日本、香港及我國 M2 定義涵蓋範圍相近，M2/GDP 比率均較高。而南韓 M2/GDP 比率為最低，且自 1982 年以來，該比率持續低於銀行授信/GDP 比率，主要因南韓之「準貨幣」中不包括銀行信託部所吸收之存款及郵匯局存款，致該比率偏低，若加計銀行信託部所吸收之存款及郵匯局存款，則 2007 年南韓 M2/GDP

比率將由低於 1 之水準提高至 1.41。另外，新加坡則於 1998 年底將郵匯局存款改納入 M2 定義後，其 M2/GDP 比率始由 1997 年底之 0.87 跳升至 1998 年之 1.17，之後大致維持在 1.10 至 1.25 左右。我國因 M2 定義除包含一般金融機構之各項長短期存款外，尚包含臺灣郵政公司存款及流動性甚低之退休基金存款，涵蓋範圍甚廣，導致我國 M2/GDP 比率偏高。

六、金融發展程度差異具相當影響

企業融資管道除向銀行借款（間接金融）外，尚包括發行證券（直接金融）。隨著金融市場發展及產業結構轉變，廠商直接在貨幣市場及資本市場發行證券籌措資金（直接金融）取代銀行借款（間接金融）之情況日益扮演重要角色。因此，由於金融發展創造出貨幣之近似替代品，可能導致資金從 M2 中移出或移入。例如，我國前幾年債券型基金規模迅速擴張，買入大量公司債，加速企業發行公司債，取代銀行放款，進而

抑制了銀行信用創造，另一方面，取代部分銀行存款，導致 M2 成長趨緩。

若就金融市場發展較成熟的國家觀察，如美國及英國，其 M2/GDP 比率均較低，其中美國之 M2/GDP 比率大致維持在 0.6 至 0.8 之間；而英國近年來雖有上升趨勢，惟 2007 年之比率為 1.46，亦較多數亞洲主要國家之 M2/GDP 比率為低，顯示金融市場發展較成熟的國家，由於直接金融比重提高，使 M2 成長趨緩，其 M2/GDP 比率成長因而較緩。

七、結 論

由於各國貨幣定義包含範圍有別，且金融發展結構不同，因此，以 M2/GDP 比率來衡量或比較跨國貨幣數量之合宜程度，仍有其限制。我國 M2/GDP 比率除因 M2 貨幣定義較廣，致 M2/GDP 比率相對亞洲主要國家偏高外，亦深受銀行授信及國外資產淨額變動影響。近年來，我國對外貿易順差擴增及外資大量匯入使 M2/GDP 比率明顯攀升。然而，由於我國銀行授信並未明顯增加，因此 M2/GDP 比率雖然仍高，惟走勢已漸趨平緩。

其他亞洲主要國家中，除香港及中國之 M2/GDP 比率呈現持續走高態勢外，近年南韓與新加坡之 M2/GDP 比率已有明顯走平現象，日本則呈現下滑情況。中國 M2/GDP 比率走高，顯然與其銀行授信快速成長及銀行

國外資產淨額增加有關；香港近年的 M2/GDP 比率明顯走高則與其銀行國外資產淨額增加關係密切。至於南韓與新加坡近年的 M2/GDP 比率走平的原因並不相同，其中南韓之銀行授信呈現明顯成長態勢，惟銀行國外資產淨額略為減少；而新加坡卻是銀行授信相對 GDP 比率呈現下降走勢，銀行國外資產淨額則明顯增加。此外，日本的 M2/GDP 比率呈現下滑現象，主要是銀行授信減緩所致。

鑒於影響各亞洲主要國家 M2/GDP 比率之原因不盡相同，因此在採用此比率衡量一國貨幣數量之合宜程度時，亦應考量各國經濟結構與金融體系之差異，僅以單一比率之高低來評估一國經濟金融現象，難免易生偏差。

附表一 亞洲主要國家之 M2/GDP 比率

西元(年)	日本	中國	台灣	南韓	新加坡	香港
1982	1.56	0.41	0.72	0.37	0.70	
1983	1.63	0.44	0.82	0.36	0.69	
1984	1.64	0.49	0.88	0.34	0.68	
1985	1.67	0.54	1.02	0.35	0.72	
1986	1.74	0.60	1.10	0.36	0.79	
1987	1.83	0.65	1.19	0.36	0.86	
1988	1.86	0.62	1.31	0.37	0.83	
1989	1.92	0.66	1.39	0.40	0.89	
1990	1.91	0.76	1.40	0.38	0.92	
1991	1.90	0.82	1.50	0.39	0.93	1.79
1992	1.91	0.88	1.60	0.39	0.93	1.67
1993	1.98	0.97	1.67	0.39	0.87	1.63
1994	2.05	0.93	1.75	0.39	0.87	1.61
1995	2.11	0.96	1.77	0.39	0.86	1.67
1996	2.14	1.03	1.76	0.40	0.86	1.71
1997	2.22	1.13	1.75	0.41	0.87	1.67
1998	2.33	1.22	1.77	0.53	1.17	1.96
1999	2.43	1.33	1.84	0.62	1.25	2.17
2000	2.44	1.38	1.88	0.71	1.07	2.28
2001	2.04	1.44	2.00	0.75	1.18	2.30
2002	2.09	1.54	1.97	0.76	1.14	2.36
2003	2.12	1.62	2.04	0.76	1.21	2.59
2004	2.09	1.58	2.08	0.71	1.14	2.66
2005	2.09	1.58	2.14	0.70	1.13	2.57
2006	2.05	1.56	2.17	0.70	1.25	2.80
2007	2.01	1.64	2.07	0.65	1.22	3.21
1982-2007變動數	0.45	1.23	1.35	0.28	0.52	--
2000-2007變動數	-0.42	0.26	0.19	-0.06	0.15	0.93

資料來源：國際貨幣基金(IMF)出版之國際金融統計(International Financial Statistics)。

附表二 亞洲主要國家之銀行授信/GDP 比率

西元(年)	日本	中國	台灣	南韓	新加坡	香港
1982	1.91	0.55	0.69	0.53	0.62	
1983	1.99	0.55	0.72	0.53	0.78	
1984	2.03	0.61	0.72	0.52	0.82	
1985	2.06	0.65	0.73	0.55	0.77	
1986	2.15	0.76	0.66	0.54	0.78	
1987	2.26	0.79	0.65	0.54	0.78	
1988	2.32	0.75	0.82	0.50	0.69	
1989	2.38	0.78	0.94	0.55	0.63	
1990	2.38	0.86	1.01	0.57	0.62	1.55
1991	2.34	0.89	1.15	0.58	0.63	1.30
1992	2.40	0.89	1.33	0.57	0.61	1.22
1993	2.46	0.97	1.44	0.54	0.59	1.26
1994	2.52	0.86	1.52	0.55	0.58	1.40
1995	2.57	0.84	1.56	0.54	0.62	1.42
1996	2.61	0.90	1.55	0.57	0.66	1.53
1997	2.22	0.97	1.57	0.64	0.73	1.63
1998	2.40	1.10	1.59	0.73	0.89	1.46
1999	2.45	1.18	1.57	0.78	0.86	1.37
2000	2.45	1.20	1.57	0.83	0.79	1.36
2001	2.40	1.24	1.58	0.88	0.94	1.38
2002	2.36	1.43	1.48	0.94	0.77	1.43
2003	2.40	1.51	1.49	0.97	0.83	1.46
2004	2.34	1.40	1.54	0.93	0.76	1.47
2005	2.32	1.32	1.61	0.98	0.67	1.43
2006	2.23	1.31	1.63	1.07	0.69	1.35
2007	2.16	1.33	1.57	1.11	0.77	1.44

資料來源：國際貨幣基金(IMF)出版之國際金融統計(International Financial Statistics)。

附表三 亞洲主要國家之銀行國外資產淨額/GDP 比率

西元(年)	日本	中國	台灣	南韓	新加坡	香港
1982	-0.02	0.03	0.18	-0.08	0.44	
1983	-0.01	0.04	0.26	-0.08	0.37	
1984	-0.02	0.04	0.32	-0.08	0.37	
1985	-0.03	0.02	0.46	-0.10	0.51	
1986	-0.05	0.01	0.57	-0.07	0.64	
1987	-0.06	0.02	0.60	-0.02	0.68	
1988	-0.06	0.02	0.57	0.05	0.67	
1989	-0.06	0.02	0.49	0.06	0.72	
1990	-0.07	0.05	0.48	0.06	0.73	
1991	-0.04	0.06	0.45	0.04	0.77	0.71
1992	-0.02	0.06	0.40	0.05	0.84	0.68
1993	0.07	0.06	0.38	0.06	0.81	0.66
1994	0.07	0.10	0.37	0.06	0.76	0.52
1995	0.09	0.10	0.35	0.06	0.72	0.58
1996	0.08	0.12	0.33	0.04	0.69	0.56
1997	0.10	0.17	0.35	0.04	0.66	0.42
1998	0.06	0.17	0.35	0.10	0.84	0.84
1999	0.05	0.19	0.40	0.16	0.94	1.18
2000	0.06	0.20	0.44	0.22	0.79	1.37
2001	0.08	0.24	0.55	0.23	0.87	1.45
2002	0.08	0.26	0.64	0.19	0.84	1.56
2003	0.07	0.28	0.73	0.24	0.93	1.79
2004	0.08	0.35	0.72	0.25	0.95	1.90
2005	0.10	0.40	0.75	0.24	1.00	1.80
2006	0.11	0.46	0.78	0.21	1.07	2.08
2007	0.15	0.55	0.77	0.18	0.98	2.23

資料來源：國際貨幣基金(IMF)出版之國際金融統計(International Financial Statistics)。

附 註

(註1) 本文M2之資料來源係國際貨幣基金(IMF)每月出版之國際金融統計(International Financial Statistics)中之"Money"加"Quasi-Money(準貨幣)"。由於IMF僅規範各項統計編製準則，因此各國包括之項目內容不盡相同。

(註2) 由於IMF自2001年起根據新分類標準採用新申報系統，致使日本2001年準貨幣資料出現斷點(break)現象，M2/GDP比率呈現大幅下滑。

(本文完稿於97年4月，作者現分別為本行經濟研究處金融統計科一等專員、國際經濟科副研究員、一等專員、三等專員、辦事員)

中央銀行出版品一覽

序號	書 刊 名 稱	統一編號	版期	售價 (元)	出版單位名稱
1	中央銀行貨幣在支付系統中扮演之角色	1009502856	圖書	190	業務局
2	臺幣·新臺幣圖鑑	012029870018	圖書	3,500	發行局
3	金融業務參考資料	2005800020	月刊	60	金融業務檢查處
4	金融機構業務概況年報	2005900017	年刊	320	金融業務檢查處
5	本國銀行營運績效季報	2008600047	季刊	240	金融業務檢查處
6	金融機構重要業務統計表	2005900016	年刊	320	金融業務檢查處
7	金融監理與風險管理選輯	1009500679	圖書	400	金融業務檢查處
8	中華民國金融統計月報	2005100020	月刊	100	經濟研究處
9	中央銀行季刊	2006800019	季刊	250	經濟研究處
10	中央銀行年報	2005100018	年刊	250	經濟研究處
11	Annual Report, The Central Bank of China	2005100019	年刊	250	經濟研究處
12	中華民國資金流量統計	2005900018	年刊	350	經濟研究處
13	中華民國公民營企業資金狀況調查結果報告	2005700016	年刊	350	經濟研究處
14	國際金融參考資料	2006700023	不定期	300	經濟研究處
15	Financial Statistics	2007000052	月刊	40	經濟研究處
16	中華民國國際收支平衡表季報	2007000029	季刊	55	經濟研究處
17	中華民國中央銀行之制度與功能(81年版)	012062810024	圖書	350	經濟研究處
18	The Central Bank of China: Purposes and Functions (1961-1991)	012062850033	圖書	500	經濟研究處
19	中華民國中央銀行之制度與功能(92年版)	1009203273	圖書	500	經濟研究處
20	中華民國中央銀行之制度與功能(92年版)	1009203552	圖書	600 (精裝)	經濟研究處
21	The Central Bank of China (Taiwan) : Purposes and Functions (1992-2004)	1009501943	圖書	350	經濟研究處

22	各國中央銀行法選譯（第一輯）	012061810019	圖書	500	經濟研究處
23	各國中央銀行法選譯（第二輯）	012061820026	圖書	500	經濟研究處
24	各國中央銀行法選譯（92年版）	1009203958	圖書	600	法務室
25	各國中央銀行法選譯（2003年版） 《中英對照本》	1009302083	圖書	1,200	法務室
26	中央銀行業務規章彙編上冊（94年 12月修訂版）	1009405080	圖書	500	法務室
27	中央銀行業務規章彙編下冊（94年 12月修訂版）	1009405081	圖書	450	法務室
28	中央銀行規章彙編上冊（95年12 月修訂版）《中英對照本》	1009600601	圖書	1,040	法務室
29	中央銀行規章彙編下冊（95年12 月修訂版）《中英對照本》	1009600602	圖書	880	法務室
30	認識通貨膨脹	012072880010	圖書	贈閱	秘書處
31	認識中央銀行	012072890017	圖書	贈閱	秘書處
32	中央銀行在我國經濟發展中的貢獻	1009004168	圖書	贈閱	秘書處
33	The Central Bank of China (Taiwan)	1009200895	圖書	贈閱	秘書處
34	印刷科技季刊	2007300032	季刊	100	中央印製廠
35	中央造幣廠幣章圖鑑 82年 92年	1009200061	圖書	600	中央造幣廠

總經銷商：

一、「五南文化廣場」：

台中總店：40042 台中市區中山路 6 號

電話：(04) 22260330

傳真：(04) 22258234

台大法學店：10054 台北市中正區銅山街 1 號

電話：(02) 33224985

傳真：(02) 33224983

網路書店：<http://www.wunanbooks.com.tw>

二、「三民書局」：

重南店：10045 台北市中正區重慶南路一段 61 號

電話：(02) 23617511

傳真：(02) 23617711

復北店：10476 台北市中山區復興北路 386 號

電話：(02) 25006600

傳真：(02) 25064000

網路書店：<http://www.sanmin.com.tw>

※※※※※※※※※※
檢 肅 貪 瀆
※※※※※※※※※※

中央銀行暨所屬中央印製廠、中央造幣廠均設有行政革新信箱，供各界
革新建言，歡迎多加利用：

中央銀行：

信箱號碼：台北郵政第 5-64 號信箱

專線電話：02 — 23571870

傳真號碼：02 — 23571981

另於國庫局及業務局營業大廳設有革新專用信箱

中央印製廠：

信箱號碼：台北郵政第 16-1 號信箱

專線電話：02 — 22157011

傳真號碼：02 — 22142636

中央造幣廠：

信箱號碼：桃園郵政第 224 號信箱

專線電話：03 — 3295174 轉 150 分機

傳真號碼：03 — 3291412

※※※※※※※※※※
以 廉 潔 為 榮
以 貪 瀆 為 恥
※※※※※※※※※※

國際金融參考資料（第五十五輯）

編者：中央銀行
發行人：彭淮南
主編：施燕
編輯委員：葉榮造 嚴宗大 林宗耀 張炳耀 盧志敏 楊綦海
李光輝 汪建南 黃富櫻 陳一端 侯德潛

行政編輯：黃富櫻

發行所：中央銀行經濟研究處

地址：10066 台北市羅斯福路 1 段 2 號第二大樓 6 樓

網址：http://www.cbc.gov.tw/economic/publication/ifd/publish_ifd.asp

電話：(02) 2393-6161

總經銷商：中華民國政府出版品展售門市

一、「五南文化廣場」：

台中總店：40042 台中市中區中山路 6 號

電話：(04) 22260330

傳真：(04) 22258234

台大法學店：10054 台北市中正區銅山街 1 號

電話：(02) 33224985

傳真：(02) 33224983

網路書店：<http://www.wunanbooks.com.tw>

二、「三民書局」：

重南店：10045 台北市中正區重慶南路一段 61 號

電話：(02) 23617511

傳真：(02) 23617711

復北店：10476 台北市中山區復興北路 386 號

電話：(02) 25006600

傳真：(02) 25064000

網路書店：<http://www.sanmin.com.tw>

印刷者：中央印製廠

地址：23152 台北縣新店市北宜路 2 段 200 號

電話：(02) 2217-1221

創刊：中華民國 67 年 9 月

出版：中華民國 97 年 6 月

刊期頻率：不定期

工本費：新臺幣 300 元