

# 瑞士央行貨幣政策操作之研究與借鏡

蕭 翠 玲

## 壹、前 言

### 一、研究動機

瑞士是歐洲先進國家之一，其週遭多為歐元區國家，與我國同屬小型開放經濟體，該國國民所得高且長期物價穩定，其成功之貨幣政策成為協助因應相關環境變數之重要支撐。2007 年要慶祝百年生日之瑞士央行（the Swiss National Bank, SNB），近年來在歐元區崛起及經濟環境變化下，如何維持或調整其貨幣政策策略及改善其貨幣政策操作，值得加以探討，也可作為同屬小型開放經濟體之我國的參考。瑞士貨幣政策相關議題受到本行之重視，筆者爰於 2006 年（為利與瑞士資料比較，本報告均用西元年期）10 月間為期 2 週，奉派赴瑞士拜會瑞士央行及相關金融機構，並於 2007 年元月完成前一研究報告「瑞士中央銀行貨幣政策操作工具與流動性管理」，並以該報告作為本研究基礎之一。

筆者在央行服務多年，其中近 20 年從事公開市場操作相關業務並曾作相關研究。筆者曾於 1991 年拜訪德國央行（Deutsche Bundesbank）及相關機構，完成「德國金融制度中聯邦銀行貨幣政策工具之運作」；復於

2004 年拜訪歐洲央行（European Central Bank）及相關機構，完成「歐元區貨幣政策操作之方式與政策目標之達成」及「歐元區貨幣政策操作方式之研究與借鏡」；筆者 2006 年能有機會拜訪地點相近，但目前並非歐洲央行體系成員之瑞士央行及相關機構研究相類似之主題，對釐清相關操作差異及制度達成成效因素甚感興趣，也希望報告能提出進一步改進我國相關制度之參酌建言。

瑞士 1975 年~1999 年主要採行貨幣總計數目標，當時貼現融通及換匯交易仍為重要政策工具。惟 2000 年以來，瑞士央行調整採行現行貨幣政策策略，其策略三大要素包括明確定義物價穩定、預測通膨成為最重要之貨幣政策決策指標、訂定瑞士法郎 3M-Libor 範圍為操作目標等；而其貨幣政策工具改以附條件操作即 RP 為主，又分為主要融通操作、微調操作、流動性短缺融通操作及日間融通操作等。

### 二、研究經過：

為應實務研究之需，筆者透過行方及聯行協助，於 2006 年 10 月赴瑞士伯恩及蘇黎世二週。期間除瑞士央行外，另拜會瑞士聯

邦銀行監理委員會（Swiss Federal Banking Commission, SFBC, 德文 EBK）、UBS 投資銀行總部與相關分行、Credit Suisse 經濟研究及固定收益總部與相關分行、PostFinance 及證券（債券）交易所（Swiss Stock Exchange）SWX 等。透過與相關部門人員洽談及資料收集，瞭解有關貨幣政策策略制定、政策執行、市場反應及互動，尤其瞭解相關操作有無可供我國借鏡之處。

筆者出國前審慎準備，經研讀主題相關資料並就涉及貨幣政策廣泛之議題事先電訪受訪單位，對充實訪談內容及資料收集很有幫助。回國後除努力完成原來主題之研究報告外，筆者續探討瑞士貨幣政策操作架構及策略，從瑞士央行、先進國家央行、BIS、IMF 及相關網站上，就研究議題增加資訊收集，獲得後續相關資料及查詢統計數據作為研究佐證，並 e-mail 澄清研究議題之疑慮。

筆者續就多年來工作相關涉列資料，並就央行網站、主計處網站及路透資訊系統蒐集相關資訊以利比較研究之用。筆者再專章比較兩國操作目標所涉相關議題、瞭解操作方式可供借鏡之處。為利讀者迅速深入比較分析，筆者將許多陳述表格化，並製作兩國制度及運作之多項比較圖表，最後提出「筆者對提昇貨幣政策操作效能之淺見」供參。

### 三、 瑞士金融經濟環境

2006 年筆者聽到所拜會瑞士央行人士強調他們是 Small open economy 時，心頭觸動

一下，總主觀感覺那是在說我們，因為在國內時常聽到有人說我們自己是小型開放經濟體，當時也頓覺與受訪者距離拉近不少，但是我們終究還是得承認瑞士有許多方面較我們進步（參表 1），亦更值得我們學習。

瑞士著名的國際化開放性金融體系、多國語言服務、低稅率及保障金融隱私權，加上走升之瑞士法郎，瑞士一直是國際高檔投資管理服務中心之一。瑞士銀行業擅長私人銀行及財富管理，瑞士證券交易所整合國內 7 家交易所，兼納權益證券、固定收益證券及多項衍生性金融商品。瑞士銀行分為 7 類，其資產規模及比重參如表 2。

瑞士推廣其價值鏈（Swiss Value Chain）：為提昇金融服務價值，瑞士交易所建立電子平台，線上整合交易、資金清算、及證券交割。因系統之健全及效率性，亦為協助推展系統，瑞士央行逐日公開市場操作係透過 Eurex Repo 外部系統承作。惟瑞士相關金融同業洽告，瑞士要將系統推廣至歐元區國家仍有國界障礙。

### 四、 內容摘要

本文共分六章，包括壹~前言、貳~瑞士貨幣政策決策架構及策略、參~瑞士貨幣政策操作工具、肆~瑞士與我國貨幣政策操作目標相關議題之探討、伍~瑞士與我國貨幣政策操作方式之比較及借鏡、陸~本報告之實務參考價值及建議。首章前言，介紹研究動機、研究經過、瑞士金融經濟環境及內容摘要。

表 1：2005 年兩個小型開放經濟體之總體指標比較

	瑞士	我國
土地	4.13 萬平方公里	3.6 萬平方公里
人口	7.25 百萬人	22.77 百萬人
GDP 總值	3,669 億美元	3,464 億美元
每人 GDP	36,360 美元	15,291 美元
出口值	1,461 億美元	2,282 億美元
進口值	1,413 億美元	2,136 億美元
進出口值占 GDP	78.3%	127.5%
經濟成長率	1.8%	4.03%
物價上漲率	1.2%	2.30%
失業率	3.8%	4.13%
金融機構員工	108,500 人	165,405 人
佔總人口數	1.5%	0.73%

表 2：瑞士銀行資產規模及比重表（2005 年底）

類別	資產規模（百萬瑞士法郎）	比重（%）
1. 邦銀行	326,997	11.5
2. 大型銀行	1,910,445	67.1
3. 地區銀行及儲蓄銀行	83,878	2.9
4. 基層信用機構	108,187	3.8
5. 其他銀行	382,315	13.4
6. 外國銀行分行	17,427	0.6
7. 私人銀行家	17,207	0.6
合計	2,846,455	100.0

次章瑞士貨幣政策決策架構及策略，述及瑞士央行組織及決策架構、貨幣政策策略、瑞士是否採行通膨目標或匯率目標及貨幣政策資訊溝通與傳遞機制等子題。

第參章瑞士貨幣政策操作工具，涵蓋主要貨幣政策工具與運用、其他貨幣政策操作工具、附條件交易之進行及 SNB 操作之擔保品相關資訊等。

第肆章瑞士與我國貨幣政策操作目標相關議題之探討，茲進行貨幣政策目標之比較、貨幣總計數定義及運用之比較、進而分析匯率走勢匯率目標及備抵外幣準備、利率結構及走勢等，並闡明瑞士通貨膨脹趨緩下之貨幣政策操作。

第伍章瑞士與我國貨幣政策操作方式之比較及借鏡，探討比較央行資產負債表結構隱含貨幣政策操作之特色、經比較研究存款準備金制度、央行融通制度（含擔保品議題）、公開市場操作、合格交易對手等以發現可茲借鏡之處。

第陸章筆者對提昇貨幣政策操作效能之淺見，涵蓋項目包括貨幣政策目標及貨幣總

計數方面、匯率操作目標及備抵外匯準備、利率結構及利率趨勢方面、央行資產負債表結構與存款準備金制度方面、央行融通制度及合格擔保品方面、公開市場操作方面、央行主要交易對手方面等，最後提出後續研究建議。

筆者依據從事公開市場操作近 20 年之實務及研究經驗，加上幾個月來公餘努力始得以完成本研究報告，但為配合報告完成時限，階段性完成至此，並感謝長官先進之指正，相關議題可於日後續予深入探討。筆者學養有限，本文內容，歡迎各位長官先進繼續不吝指正。

## 貳、瑞士貨幣政策決策架構及策略

### 一、瑞士央行組織及決策架構

本節將介紹瑞士央行背景、法定任務及其組織及重要決策架構如次：

#### 一~1、瑞士央行背景介紹

（一）股份：瑞士央行（瑞士國家銀行/the Swiss National Bank, SNB）於 1907 年 6 月開始營運，依聯邦法特別條款而創立，特別的是其股票在交易所上市，2/3 股份由邦政府、邦銀行及依公共法規成立機構所持有，1/3 股份由私人持有，而聯邦政府並無持分。瑞士央行法賦予瑞士央行相關權限及聯邦政府之參與權限。

（二）營收分派：SNB 主要營收依來自

於外匯資產準備，其獲利除在 6% 範圍內提存各項準備及配發股利外，其餘利潤歸聯邦及各邦政府所有。首先各邦政府依人口數分配取得每人 0.8 瑞士法郎利潤，其餘 2/3 歸邦政府，1/3 歸聯邦政府。

（三）組織：聯邦參議會（the Federal Council）有權指派 SNB 管理委員會（the Governing Board）成員及部分高階人員，核備 SNB 年度帳戶財報及年度報告，但不得干預 SNB 貨幣政策。

#### 一~2、瑞士央行之法定任務

瑞士央行就像其他所有央行一樣，主要任務在維持物價穩定，並兼顧其獨立性及責

任性，相關法規如次：

(一) 聯邦憲法第 99 條規定（央行任務）：作為獨立之中央銀行，瑞士央行應施行維護國家整體利益之貨幣政策。

(二) 2004.5.1 修正後之聯邦瑞士央行法（the Federal Act on the Swiss National Bank）第 5 條明定（物價穩定）：瑞士央行應追求物價穩定，其過程中，並應考量經濟發展。

(三) 新瑞士央行法第 6 條規定（獨立性）：瑞士央行及其相關組織成員在達成貨幣任務過程中，不允許主動尋求或被動接受來自聯邦參議會（Federal Council）或聯邦國

會（Federal Assembly \*）或其他組織之指示。

【\* 依 Wikipedia 百科全書記載：瑞士聯邦國會包括 1. 參議會（the National Council）成員 200 席，按人口分派；2. 眾議會（the Council of States）成員 46 席，每邦 2 席】

(四) 新瑞士央行法第 7 條規定（責任性）：瑞士央行應定期與聯邦參議會討論經濟情勢、貨幣政策及聯邦經濟政策。聯邦參議會及瑞士央行採行重大經濟或貨幣政策前，應通知對方。瑞士央行每年在股東會前，應向聯邦參議會提出年度報告及年度財報請其核准。瑞士央行每年應向聯邦國會說明其有關瑞士央行法第 5 條（物價穩定）任

表 3：主要國家央行提供資訊方式

	美國	歐洲央行	日本	英國	瑞士	我國
<b>責任性(accountability)</b>				通膨目標國家 $\Delta$		
1. 數量化通膨目標	否	是	否	是	是 $\Delta$	否
2. 向立法機關報告	是	是	是	是	是	是
<b>政策決議</b>						
1. 立即發布決策	是	是	是	是	是	是
2. 記者會	否	是	是	否	是	是
3. 發布新聞稿	是	是	是	是	是	是
4. 公布會議記錄	是	否	是	是	否	否
5. 公布投票內容	是	否	是	是	否	否
<b>經濟評估</b>						
1. 貨幣政策報告	每半年	按月	按月	按季	按季	按季*
2. 發布預估	每半年	每半年	每半年	按季	每半年	按季*
3. 數量風險評估	否	否	否	是	否	否

註：1. 除我國以外資料來源為：BIS, 74<sup>th</sup> Annual Report, June 2004, p76，原表所列通膨目標國家相關資料，包括：英國、加拿大、紐西蘭、澳大利亞、瑞典及瑞士等國家。

2.  $\Delta$  雖原表將瑞士列為通膨目標國家，惟瑞士央行本身並不認同。

3. \* 我國央行並未如瑞士有專刊之貨幣政策報告，而係於每季理監事會新聞稿後附上「國內外經濟金融情勢之展望」。

務之達成狀況，並經常對聯邦國會主管委員會仔細闡述經濟情勢及其貨幣政策；瑞士央行提供資訊之方式大致與歐洲央行接近（參表 3）。

### 一~3、瑞士央行組織及重要決策架構

#### （一）瑞士央行重要決策架構

瑞士央行重大決策係透過央行委員會及管理委員會來進行，央行委員會職掌審計、風險控管、薪資及派任相關事宜；而管理委員會職掌貨幣政策、資產投資及國際貨幣合作相關事宜（參表 4）。組織結構上，央行委員會在管理委員會之上，因為管理委員會成員及代理副手均由央行委員會提名，並經聯

邦參議會任命；但央行實質功能上，管理委員會才是貨幣政策決策之核心。

#### （二）瑞士央行三大部門

瑞士央行採雙總行制度，共分三大部門，依規定第一及第三部門在蘇黎世（瑞士金融中心）辦公，第二部門在伯恩（瑞士首都）辦公；其詳細業務分類、主管人員、主要辦公地點參表 5。但據瑞士央行人員洽告，近年來多以蘇黎世為業務中心，每次貨幣政策開會及記者會相關事宜均在蘇黎世進行，伯恩地區主要職掌通貨發行業務。

### 二、貨幣政策策略

本節說明瑞士央行 1975~2000 年所倚重

表 4：瑞士央行兩大委員會

決策架構	央行委員會 (The Bank Council)	管理委員會 (Governing Board)
選任及任期	成員：11 位 1. 聯邦參議會選任 6 位成員，股東會選任 5 位成員 2. 聯邦參議會指定主席 (the President) 副主席 * 現任主席 Mr. Kesswil Hansueli Raggenbass 是一位律師；副主席 Mr. Fribourg Ruth Luthi 是一位邦級健康及社會部門首長。 3. 每位任期 4 年 4. 成員得連選連任，總任期不超過 12 年	成員：3 位 1. 管理委員會 3 位成員，其各被派任代理副手 1 人 * 現任主席 Mr. Jean-Pierre Roth 是瑞士央行第一部門主管；副主席 Mr. Niklaus Blattner 是瑞士央行第二部門主管；另一成員 Mr. Philipp M. Hildebrand 是瑞士央行第三部門主管。 2. 管理委員會成員及代理副手均由央行委員會提名，並經聯邦參議會任命；任期 6 年，得連任。 3. 聯邦參議會指定主席 (the chairperson) 及副主席
任職要件	1. 瑞士公民，在銀行、金融服務業、企業管理、經濟政策、或學術領	1. 瑞士公民且居住在瑞士，在貨幣、銀行、及金融上具有極高聲

	<p>域上具有極高聲譽及專業知識者。</p> <p>2. 委員會成員需考量國家地理及語言（德語、法語、義大利語、羅曼語）區域之平衡代表性</p>	<p>譽及專業知識者，得被選為管理委員會成員。</p> <p>2. 成員不得經營其他業務，或擔任聯邦或各邦公職；惟央行委員會為維護銀行利益，必要時亦得放寬管理委員任職要件。</p> <p>3. 管理委員會成員之代理副手亦適用相關規範。</p>
離職及改任	<p>1. 成員得隨時辭職，但需於3個月前通知委員會主席</p> <p>2. 聯邦參議會選任之成員要儘快遞補，股東會選任之成員可於次一會期遞補，以完成剩餘任期為限。</p> <p>3. 聯邦參議會得隨時替換不適任或犯下重罪之成員，並按前款遞補。</p>	<p>1. 管理委員會成員及代理副手若不適任或犯下重罪，得經央行委員會提議，並經聯邦參議會核准後解職。</p> <p>2. 依據前款，聯邦參議會得選任替代成員，以完成剩餘任期。</p>
主要任務	<p>1. 央行委員會應監督及控制瑞士央行之業務，以確保其遵循瑞士央行法相關規定及指導原則。</p> <p>2. 尤其應完成下列任務：</p> <p>a. 建置瑞士央行內部組織，特別是擬定組織規則並呈報聯邦參議會核准</p> <p>b. 核定分行、代理機構、代表辦事處之設立或裁撤</p> <p>c. 在瑞士央行辦公地點設置顧問委員會，以便觀察區域經濟情勢</p> <p>d. 核定法令條款層級</p> <p>e. 監督資產投資及風險管理</p>	<p>1. 管理委員會為瑞士央行最高管理及執行單位，對外代表瑞士央行，並執行責任性相關任務（詳參本表前段文字）。</p> <p>2. 尤其應完成下列任務：</p> <p>a. 採行概念性及操作性貨幣政策決議</p> <p>b. 決議應提通貨準備之組成，包括黃金所佔比率</p> <p>c. 決議資產之投資</p> <p>d. 執行貨幣政策</p> <p>e. 執行有關國際貨幣合作之任務</p> <p>f. 決議各層級職員薪資，職員依私法雇用契約任用</p> <p>g. 授權賦予或限制雇用權限</p> <p>管理委員會應透過訂定各類組織規則，以分派相關任務。</p>

次級組織	1. 審計委員會 (auditing committee) 2. 風險委員會 (risk committee) 3. 薪資委員會 (remuneration committee) 4. 派任委員會 (appointment committee)	著重： 1. 貨幣政策 2. 資產投資策略 3. 國際貨幣合作 擴大型管理委員會 (The Enlarged Governing Board)： 成員 6 人，原 3 人加上其副手；注重 SNB 之策略性及操作性管理。
貨幣政策記者會	非主管事項	每半年一次之貨幣政策記者會，由主管貨幣政策之管理委員會三位成員，分別就經濟及金融情勢、通膨預估、貨幣政策走向等發表正式談話。

筆者按瑞士央行法、瑞士央行年報及瑞士央行受訪人員提供資料彙編

表 5：瑞士央行三大部門分工表（2007 年 1 月）

	第一部門	第二部門	第三部門
主管	主管 Mr. Jean-Pierre Roth 是瑞士央行管理委員會現任主席	主管 Mr. Niklaus Blattner 是瑞士央行管理委員會副主席	主管 Mr. Philipp M. Hildebrand 是瑞士央行管理委員會另一成員
重要業務	人事、國際事務、溝通（研究、統計、圖書）、經濟事務、區域經濟關係、法律及管理事務	管理支援（會計）、財務控制、安全、現鈔、金融穩定監控	金融市場操作、資產管理、風險管理、銀行業務操作、資訊技術
地點	蘇黎世	伯恩	蘇黎世

之貨幣總計數操作目標、2000 年以來所改採之貨幣政策策略三大要素、SNB 與 ECB 貨幣政策架構之比較。

## 二~1、貨幣總計數及貨幣政策操作目標

(一) 1975 年~1999 年採行貨幣總計數目標

1973 年布理敦森林會議固定匯率協定崩潰後，瑞士央行開始考量執行貨幣政策時，限制權衡考量，改採法則式貨幣政策，並於

1975~1999 年採行貨幣數量目標。

1、1975~1990 年：先訂定 M1 續而訂定 M0 之年度目標。

2、1991~1999 年：訂定 M0 貨幣基數之中期目標。

3、其中 1978 年 10 月~1979 年底短暫放棄貨幣政策目標改採名目匯率目標（本文第 4 章有專節討論貨幣政策目標）。

惟 1990 年代後半，貨幣基數變得不穩

定。SNB 使用 M0 貨幣目標之困難度日增，更遑論利用該目標達成溝通效果；爰改採新貨幣架構，提升實施貨幣政策之清晰度、透明度、及彈性。

#### (二) 近期所重視貨幣總計數之功用

2000 年後 SNB 採行新貨幣政策架構（詳次小節），貨幣總計數成爲預測中期通膨之最主要指標；此外，SNB 亦重視貨幣總計數對各金融市場發展之潛在影響，認爲央行要維持低且穩定通膨應注意廣泛資產價格，並作適度因應。例如（Hildebrand，2006）強調：1980 年時，世界金融資產約當 1 倍全球 GDP 總和，近年來成長爲 3 倍。今日經濟模型無法對 3 年以上通膨作可靠預測，但貨幣總計數可以協助確認金融市場之潛在不平衡，後者遲早會損害經濟及物價之穩定。

實務上，SNB 分析長期通膨之貨幣因素來源、評估長期金融市場不平衡之風險、避免堆高超額流動性。SNB 重視貨幣、資產價值及長期通膨之關係，認爲其貨幣政策架構極具彈性，且貨幣信用變數具重要性，意涵著 SNB 會努力一開始即避免潛在長期金融扭曲，管理委員會在通膨預測訊號並未顯示立即性通膨威脅時，亦可能爲避免金融市場超額流動性，而採行緊縮貨幣政策。

### 二~2、2000 年以來所採行現行貨幣政策策略

#### 三大要素

2000 年以後貨幣政策策略改變如次，但維持物價穩定之最終目標並未改變，瑞士央

行仍持續戮力盡責以確保其可信度。

#### (一) 明確定義物價穩定

CPI 年增率小於 2%，但大於 0%，其係由 CPI 年增率  $1\% \pm 1\%$  而構成。SNB 並未強調核心通膨指標，而是以 CPI 年增率代表之物價穩定，作爲貨幣政策之中期目標之名目基準。

瑞士央行亦認爲通膨難以精確定義，比如 CPI 年增率可能涵蓋商品品質提升，因而有高估現象。SNB 重視穩定通膨預期，並認爲其有責任維持物價穩定。

1975~2000 年瑞士平均通膨率 2.79%，低於同期間美、英之 4.97% 及 7.42%。

#### (二) 通膨預測是最重要之貨幣政策決策指標

SNB 每季發布長達 3 年期（認爲貨幣政策傳遞機制之平均落後時間爲 3 年）之通膨預測，該通膨預測強調是假設條件下（指未來利率如固定在現有水準，並兼顧一些國際經濟指標之假設）之預測，用以作爲引導貨幣政策決策之主要指標。

事實上 SNB 發布長達 3 年之通膨預測，需面臨相當之不確定性。該行藉著公告中長期預測，強調需要採取前瞻之態勢，對任何通膨或通縮之威脅在早期即有所因應。

原則上，SNB 如感受通膨預期持續偏離物價穩定目標之威脅，則其將調整貨幣政策，但仍會綜合考量經濟面相關條件。SNB 強調假設下之利率水準並未揭示未來政策利

率走勢相關資訊。如預測通膨可能突破上限，亦未表示通膨一定在特定時點突破上限。

SNB 於 2006 年 12 月所發布未來 3 年通膨預估（圖 1），顯示 2009 年底前，物價年增率逼近 2% 上限，其以 3M-Libor in CHF =2.00% 為預估基礎。

（三）訂定瑞士法郎 3M-Libor 範圍為操作目標

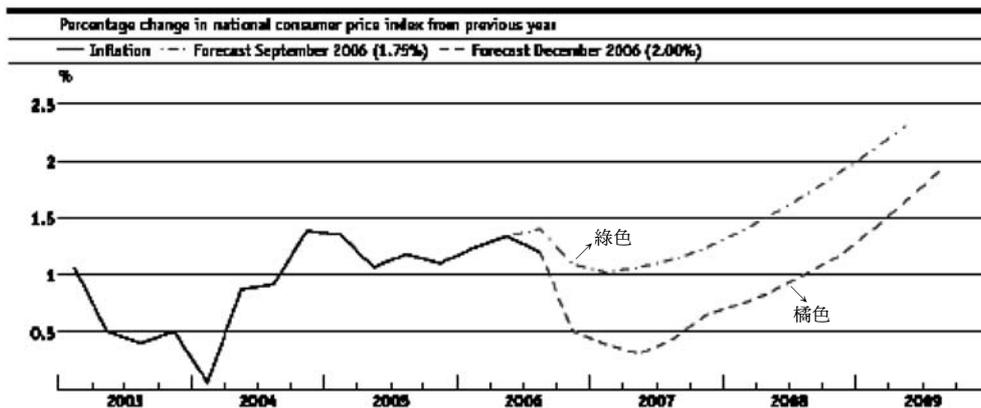
瑞士自行定位為國際金融中心之一，並強調要維持該中心之競爭力，所以 SNB 所選定操作目標之倫敦銀行間 3 個月期瑞士法郎拆款利率（3M-Libor in CHF）亦甚國際化，該利率由路透社計算倫敦主要 12 家銀行報價利率，該利率之決定及運用亦由國際市場所接受。

路透資訊 REUTERS 所揭露英國銀行公會主導之 LIBOR 報價，包括多種主要國際幣

別，其中瑞士法郎 CHF 列於 LIBOR02 頁面，包括 S/N（相當隔夜期）至 12MO（月）等 15 種期別報價，其報價銀行包括：BARCLAYS、BTMU LONDON、CHASE、CREDIT、SUISSE、CITIBANK、DEUTSCHE BANK、UBS、HSBC BANK PLC、LLOYDS BANK、RABOBANK、RBS、SOC GENERALE 等 12 家銀行。每日上午 11 時，由 12 家銀行報價中去頭去尾各 1/4 之報價，再平均而產生定盤利率。其中 3 個月期拆款利率即 SNB 之貨幣政策操作目標，可參 Reuters 之 LIBOR2 頁面報價。

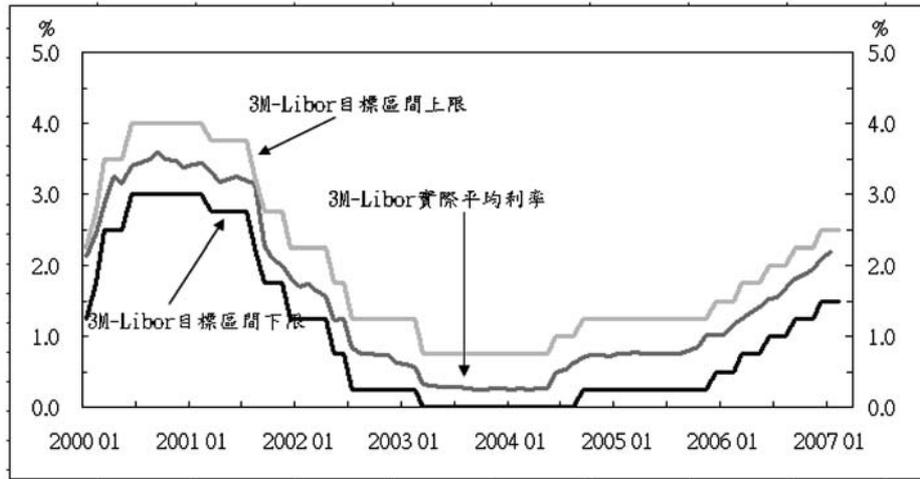
實務上，3M-Libor 尚能維持在目標利率區間變動（圖 2）2006.12.24 以來至 2007 年 2 月底，目標利率區間訂在 1.5%~2.5% 之間，2007 年 1 月間之實際利率大約在中間值（2.0%）偏上，逐日與上表之定盤利率接

圖 1：SNB 通貨膨脹預估圖



1. 原圖來源：SNB（2006）通貨膨脹預估新聞稿，12月
2. 藍色實線為實際值，綠色虛線為2006年9月（3M-Libor設為1.75%）未來3年通貨膨脹預估值，橘紅色虛線為2006年12月（3M-Libor設為2.00%）未來3年通貨膨脹預估值。

圖 2：瑞士 3M-Libor 利率目標區與實際利率走勢圖



近。

設定 3M-Libor 利率為操作目標係因：該利率原已廣為市場接受作為短期利率指標，加上瑞士為小型開放經濟體，3 個月期目標利率，可以吸收匯率之小幅無預警波動，而無需干預匯市，因市場會將 SNB 干預匯市解讀為修正貨幣政策路線。

SNB 訂定利率目標範圍而非單一利率，目標區大抵在 1% 範圍內，係因 3 個月期利率很難精準訂定，其亦受市場預期所左右，目標區間能確保一定程度之彈性。至於 3M-Libor 利率（如 2007.2.6 之 2.1975%）高於 RP 操作利率（如同日之 1.92%），係因前者天期稍長且無擔保品所致。

綜上，選擇 3M-Libor 利率為操作目標，除因該利率原已廣為市場接受作為短期利率指標外，係因：

1、極短期（如每日）利率得有波動空間，而無需調整貨幣政策。

2、在流動性及匯率受干擾時，SNB 採行貨幣政策時較具彈性。

3、3M-Libor 仍受利率預期及市場條件影響而產生波動。

此外，利率目標區間範圍內之操作如次：SNB 希望貨幣市場利率走低，則降低 Repo 操作利率，增加銀行在 SNB 所開設活期存款帳戶餘額；反之，SNB 如要貨幣市場利率走高，則提高 Repo 操作利率，降低銀行在 SNB 所開設活期存款帳戶餘額。

### 二~3、SNB 與 ECB 貨幣政策架構之比較

瑞士被歐元區所圍繞，SNB 貨幣政策與 ECB 以有相近之處，茲簡單比較如表 6。但瑞士央行受訪人士自認為該國有小而美之優點，其貨幣政策較為靈活。

表 6：SNB 及 ECB 貨幣政策架構比較表

	SNB 2000 年之後	ECB
最終目標	中期達成物價穩定 CPI 所表示之通膨率 小於 2% 大於 0%	中期達成物價穩定 HICP 所表示之通膨率小 於 2% 並接近 2%
主要指標	設定條件下之通膨預期	2 大支柱： 通膨展望及 M3 相較於參 考值之成長狀況。
操作目標	瑞士法郎 3M-Libor 範圍	1W-Repo 利率

### 三、瑞士是否採行通膨目標或匯率目標

本節說明瑞士央行訂定貨幣策略時，採行通膨預測，但未真正採行設定通膨目標之操作方式；另雖以利率為操作目標，但除 1978 年短暫採行馬克名目匯率目標外，目前未另訂匯率目標。

#### 三~1、通膨預測與貨幣政策決策

(一) 模擬通膨預測及瞭解政策風險：SNB 通膨預測之基礎模擬狀況，考量變數除 3M-Libor 利率暫時維持固定外，尚包括國際景氣循環、油價、匯率等。SNB 另就不同利率水準、不同調整時點進行調整模擬；俾找出調整利率最佳時點及程度，以維持物價之穩定，也同時知道政策之風險何在。

(二) 協調通膨預估資訊：SNB 所發布單一之通膨預估，是協調多項通膨預估資訊之結果，包括給不同模型結果不同權重，給不同指標不同評價，權重或評價亦非一成不變，而係於相關模型之關鍵分析及當時之特

殊經濟背景。

(三) 長短期通膨預測注重因素不同：各式指標、經濟模型及市場資料被重視程度因時而異。

1、短期：注重景氣循環變數及短期物價變動。

2、中期：重視模型模擬

3、長期：重視模型模擬及貨幣總計數（包括成長率、水準值、貨幣是否超額供給等）

彈性貨幣政策決策：未對模擬結果作制式政策反應，仍需考量例外狀況、調整時機、央行處理特殊狀況之經驗能力等。SNB 保有即使未新作通膨預測，亦有可能調整貨幣政策之彈性。

#### 三~2、重視通膨但未採行通膨目標

瑞士央行最終任務在穩定物價，操作目標亦以通膨預測為指標，惟其尚未採行通膨目標。

(一) 通膨目標四項標準

Edwin M. Truman (美國前助理財政部長及 *Inflation Targeting in the World Economy* 之作者) 2003 年提出通膨目標 4 項標準：

- 1、物價穩定目標是唯一或首要之目標
- 2、物價穩定設有數量化定義
- 3、對達成目標設定確切之時間
- 4、設定一套程序以評估貨幣政策績效

(二) 瑞士未符一項標準

Truman 認為 SNB 之策略尚未符通膨標準，因未對達成目標設定確切之時間。實務上，SNB 確實可以自行選擇達成時間長短，以便在承受通膨壓力後，採行措施回復物價之穩定，其時間長短取決於環境狀況及經濟情勢。

(三) SNB 策略亦與典型通膨目標策略有所出入

SNB 自行決定物價穩定之確切定義，而不涉及政府或國會。通膨預測非作為貨幣政策中間目標，而是作為主要參考指標，因而，SNB 並未承諾就通膨預估採行何種制式因應措施。

**三~3、匯率在貨幣政策策略之角色**

(一) SNB 目前無匯率目標：SNB 選擇彈性匯率制度，除 1978~1979 年間短暫採行馬克名目匯率目標外，目前未設匯率目標。但瑞士基於身為小型開放經濟體，其通膨預測必考量匯率因素，爰 2000 年 SNB 改採因應外在衝擊彈性增加之新制度。

(二) 3M-Libor 目標區間配合調整：

SNB 為因應匯率與經濟基本面脫離時，可能調整 3M-Libor 目標區間；但小幅匯率變動之衝擊，可藉利率在目標區間內移動而被吸收；大型匯率變動之衝擊，可根據經濟情勢及對通膨之長期影響效果，由 SNB 決定最後要採行之因應措施。

(三) Euro 匯率對瑞士之重要性：

1、貿易依賴：瑞士出口值之 55% 銷往歐元區，其進口值之 75% 來自歐元區。

2、歐元在瑞士流通性高：瑞士許多日常交易均可使用歐元，車站隨處可見之 K-Mart 民生用品常標示歐元及瑞士法郎價格，惟 SNB 並不認為瑞士未來可能成為雙元法幣國家，因為工資、授信及賦稅仍僅以瑞士法郎計價。

3、歐元有利瑞士經濟：歐元施行後，瑞士出口及觀光產值均增加；SNB 認為歐元為歐洲及瑞士均帶來穩定。

**四、貨幣政策資訊溝通與傳遞機制**

本節說明有關貨幣政策策略決策時程、策略溝通及策略透明化狀況，並說明瑞士央行所強調貨幣政策傳遞機制及短期利率所扮演之關鍵較色。

**四~1、貨幣政策策略決策時程**

SNB 設定不同時間不同層級人員舉行不同層次貨幣政策會議，並再重要會議前預作準備，藉以確保決策之有效性（參表 7、表 8）。

表 7：貨幣政策決策時程表

頻率	成員	主題	備註
每季	貨幣政策委員會 (即管理委員會)	貨幣政策相對於貨幣狀況 之妥適策	3、6、9、12月 6及12月舉行媒體 記者會
每兩週	貨幣政策委員會	討論貨幣政策發展 必要時更新貨幣政策	
每週	經濟及市場部門高 階主管	討論貨幣發展狀況(市場 狀況及政策實施狀況)是 否妥適。	
每日	市場部門高階幕僚	訂定 Repo 操作之利率、期 間及金額	
特殊 狀況	貨幣政策委員會	貨幣政策	匯率或恐怖攻擊之 衝擊

筆者綜合 SNB 經濟研究及市場操作部門所提供資訊編製。

表 8：每季貨幣政策會議之籌備

時點	重要準備事項
5~6 週前	決定國際景氣循環各種模擬狀況：基礎模擬狀況及依據 委員會所同意之各種風險下之模擬狀況
4 週前	從模型預估及指標資訊協調計算出單一通膨預估
1~3 週前	向委員會提出報告及政策建議
當週	政策委員會議並做出決策

筆者綜合 SNB 經濟研究及市場操作部門所提供資訊編製。

#### 四~2、策略溝通及策略透明化

SNB 注重策略溝通及透明化，所以採行  
下列資訊揭露措施：

(一) 新聞公告：每次調整 3M-Libor 都  
發布新聞公報 (Press communique)

(二) 評估報告：SNB 政策委員會就貨  
幣政策會商後，都會發布貨幣政策評估報告  
(Monetary policy assessment)，簡要說明政

策之決策相關事宜。

(三) 季報：SNB 在其季報 (quarterly  
bulletin) 公佈對構成貨幣政策決策主要指標  
之詳實評論。季刊除刊載 SNB 通膨預測之基  
礎模擬狀況，並敘明相關風險。

(四) 演說：政策會成員或高階官員演  
講解釋 SNB 貨幣政策

(五) 專文論述：SNB 就貨幣政策策略

及通膨預估模型，印發專文解釋。

傳遞機制圖可以佐證。

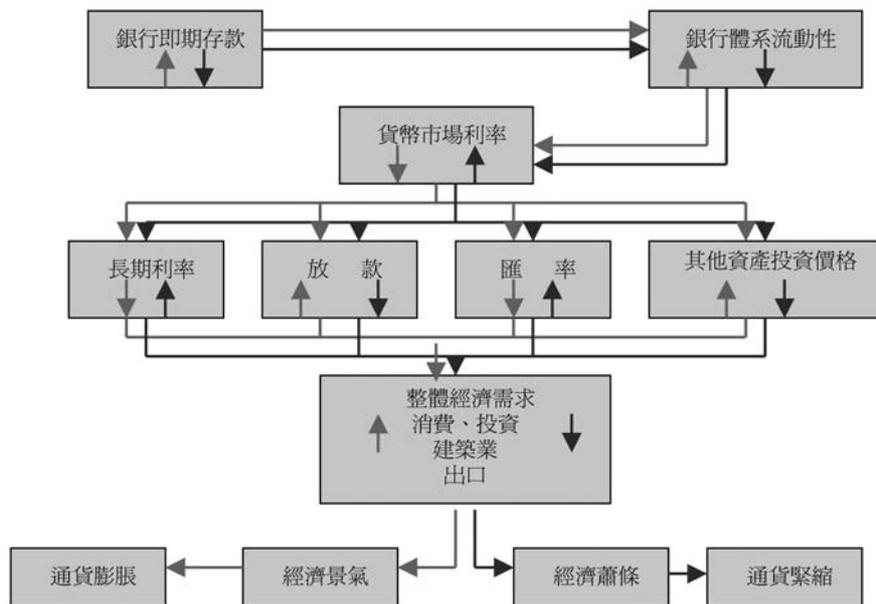
### 四~3、貨幣政策傳遞機制

#### (一) 貨幣政策傳遞機制一

貨幣政策傳遞機制有許多不同管道，惟瑞士央行現行貨幣政策相關機制係以貨幣市場利率為關鍵傳遞點，亦即重視該傳遞管道，以下引用 2 張瑞士央行引用之貨幣政策

瑞士央行網站所公告「貨幣及貨幣政策」專文，介紹擴張性及緊縮性貨幣政策之傳遞效果如次：

圖 3：貨幣政策傳遞機制圖一



註：1.原圖：Faber & Rouss (2000)：Money and monetary policy, P7

2.淺色（深色）箭頭顯示擴張性（緊縮性）貨幣政策的傳遞效果。

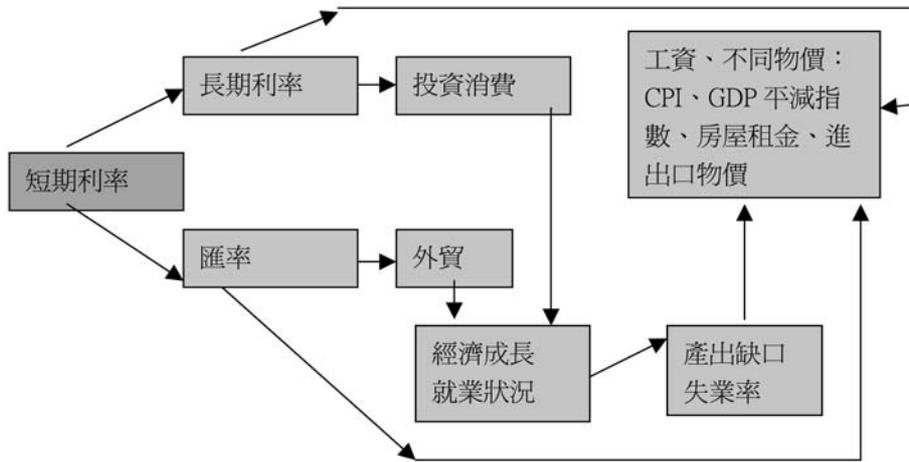
#### (二) 貨幣政策傳遞機制二

筆者 2006 年 10 月拜訪瑞士央行經濟分析主管 Mr.Michel Peytrignet，渠所提供說明如次：

筆者引用上兩圖之重點，在強調瑞士央行在貨幣政策傳遞機制中最重視短期利率，而不若我國央行強調準備貨幣之重要性。在瑞士央行經驗中，2003 年該行為刺激景氣，

將 3M-Libor 利率目標區下限調降至 0%，惟攸關準備貨幣之銀行在 SNB 之活期存款帳戶餘額大幅增加 394 億瑞士法郎，當年瑞士貨幣總計數 M3 年增率達 8.3%，大幅高於 1999~2006 年之平均年增率之 3.05%，惟當年 CPI 之年增率僅 0.6%。就瑞士案例來看，短期利率而非準備貨幣水準，是傳遞機制之關鍵點。

圖 4：貨幣政策傳遞機制圖二



原圖：Michel Peytrignet, Swiss Monetary Policy: Strategy and Recent Evolution, P23

## 參、瑞士貨幣政策操作工具

### 一、主要貨幣政策工具與運用

本節說明 2000 年以來瑞士央行所常採用之主要貨幣政策操作工具之相關原則規範與作業細則，分析資產負債表所顯示實際運用狀況，並說明瑞士央行所揭露工具運用相關訊息。

#### 一~1、主要貨幣政策工具及其操作細節

SNB 為使貨幣政策順利施行，加上其交易對手包括國際機構，因而除報經管理委員會 (the Governing Board) 訂定貨幣政策工具指導原則 (Guidelines of the Swiss National Bank on Monetary Policy Instruments) 外，並就下列各項另訂操作或作業指導細則：

- 主要融通與微調操作指導細則
- 日間透支操作指導細則

— 流動性短缺融通操作 (特殊利率 RP 操作) 指導細則

- SNB RP 操作合格擔保品作業指導細則
- “SNB” 保管品專戶作業指導細則

#### (一) 主要融通操作及吸收流動性操作

SNB 透過附條件交易調節市場資金，與交易對手一方買入合格擔保品，一方取得資金。採數量標、期間 1 天至數週，相關 RP 利率、期間及數量由 SNB 於每日 9 時公佈 (詳表 9)。目前操作之最大特點係所有 RP 均透過外部之 Eurex Repo 電子交易平台，以系統為交割對象，進行所謂 tri-party 三方交易。SNB 憑藉逐日設定 RP 利率，進行 RP 操作以有效影響貨幣市場利率；必要時 SNB 亦得進行反向 RP 操作，達成吸收流動性目的。

表 9：瑞士央行主要融通操作作業細則彙整表

主要融通操作 Main financing operations	
1.目的	提供銀行體系流動性
2.合格交易對手	1. 在瑞士或列支敦斯登大公國 (Principality of Liechtenstein) 開設活存帳戶 2. 符合參與瑞士法郎附條件交易市場者 (參後續相關小節) 3. 向 SNB 提出書面申請並成為合格交易對手者 (國內參與者：符合條件 1&2；外國銀行或其在瑞士分行須符合條件 2&3。)
3.交易方式	RP 操作/ 數量標
4.交易時間	9:00 在 Eurex Repo 及電子資訊系統公布，交易對手需在 9:00 前登入系統，因為競標通常 9:10 結束。
5.交易平台	The Eurex Repo Electronic Trading Platform 電子交易平台
6.RP 利率	SNB 逐日依市價及 3M-Libor 水準公告
7.期間	1 日~數週 偶達數月之久，通常 1 週期 SNB 讓銀行必需逐日參與操作以達準備金所需部位
8.RP 擔保品	SNB 公告之一籃子擔保品；擔保比率 100% (象徵 RP 市場高流動性)
9.投標限制	單一投標至少 1 百萬瑞士法郎，但不超過 1 億瑞士法郎
10.得標	投標總額超過標售總額時，單筆超過千萬之標單將強制按比率分派。
11.交割	Repo 交易流程圖，當日交易後由 SIS 公司自動啟動交割機制
12.到期違約交割	將按流動性短缺融通機制特殊利率+2%(交易對手均被要求就此部分，事前簽署同意 RP 主要契約之增列附屬條款。)

註：筆者彙整瑞士央行貨幣政策工具指導原則及主要融通操作作業細則

(二) 微調操作  
SNB 進行微調操作 (詳表 10)，用以抵銷未預期外部因素之衝擊；其一、採多到期日雙邊交易或透過 Eurex Repo 系統交易，當日取得資金；其二、當日下午 3 時前通知 SNB，俾利次日取得資金。

#### (三) 日間融通

為使支付系統順暢運作，SNB 免息提供日間融通 (詳表 11)，惟需日終前償還，且擔保品價值須達融資金額 110% 以上。

#### (四) 流動性短缺之融通操作

SNB 進行流動性短缺之融通操作 (詳表 12)，用以填補非預期之短期市場資金短缺，且無法透過銀行間市場加以調節，為免

表 10：瑞士央行微調操作作業細則彙整表

微調操作 Fine-tuning operations	
1.目的	抵銷外部因素對流動性供給及短期貨幣市場利率急速波動之衝擊
2.合格交易對手	與主要融通操作 Main financing operations 者相同
3.交易方式	RP 交易
4.交易時間	營業日下午，SNB
5.交易平台	透過 Eurex Repo 電子交易平台完成交易
6.RP 利率	SNB 逐日依市價公告，下午承作之利率較高（一般 RP+25bp）
7.期間	通常 O/N 期
8.還款	到期日優先扣還
9.RP 擔保品	SNB 公告之一籃子擔保品；擔保比率 100%（象徵 RP 市場高流動性）
10.交割	當日交易後由 SIS 公司自動啟動交割機制，次日交割部份在次日 8:00 稍前提供資金。
11.到期違約交割	將按流動性短缺融通機制特殊利率+2%（交易對手均被要求就此部分事前簽署同意 RP 主要契約之增列附屬條款）

註：筆者彙整瑞士央行貨幣政策工具指導原則及微調操作作業細則

表 11：瑞士央行日間融通作業細則彙整表

日間融通操作 Intraday Facility	
1.目的	對經由瑞士同業清算系統（The Swiss Interbank Clearing, SIC）交易及經由連續清算系統外匯交易，便利二者款項之清算，爰透過 RP 提供日間無息融通。
2.合格交易對手	只要符合參與瑞士法郎 RP 市場條件者，均可透過 RP 交易取得日間透支
3.交易方式	RP 交易
4.交易時間及程序	1. SNB在4p.m.發出通知：隔日需日間透支者，得向SNB送出以SNB為指定交易對手之交易邀約。 2. 如有需要亦可於當日 8:00a.m.~2:45.p.m.提出申請 3. CLS 交易部份亦可於當日 7:30a.m.~2:45.p.m.提出融資需求
5.交易平台	透過 Eurex Repo 電子交易平台完成交易
6.日中透支利率	免息
7.期間及還款	營業結束前到期，交易對手得於日間任一時點還款，最後扣款時點 4:15p.m.
8.RP 擔保品	SNB 公告之一籃子擔保品；擔保比率 110%（詳擔保品項）。

9.金額限制	單一交易至少 1 百萬瑞士法郎，但不超過 1 億瑞士法郎；SNB 建議將需求分數筆提出，俾利交割。總額方面：SNB 通常在擔保品無虞下，儘量滿足需求。
10.交割	當日交易後由 SIS 公司自動啟動交割機制，次日交割部分在次日 8:00 稍前提供資金。如需當日資金則儘快提供，涉及外匯部分之交割透過 CLS 系統完成。
11.到期違約交割	將按流動性短缺融通機制特殊利率+2%（交易對手均被要求就此部分事前簽署同意 RP 主要契約之增列附屬條款）

註：筆者彙整瑞士央行貨幣政策工具指導原則及日間融通操作作業細則

表 12：瑞士央行流動性短缺融通操作作業細則彙整表

	流動性短缺融通操作 Liquidity-Shortage Financing Facility
1.目的	SNB 提供交易對手融資以因應短期性流動性瓶頸，如個別對手期底無法提足應提準備，非直接用以調節貨幣市場利率。
2.合格交易對手	只要符合參與瑞士法郎 RP 市場條件並符合下列取得融資條件者，均可透過 RP 交易取得流動性短缺融通
3.交易方式	特殊 RP 交易，4p.m.通知後 15 分內完成交易。
4.取得融通條件	需此項融通者，得向 SNB 送出書面申請，並經 SNB 核定融通上限，通常按年核定，惟 SNB 保留權限，得選定日期並於十天前書面通知
4-1.取得融通額度	而取消額度。交易對手如需更改額度，亦須書面申請。
4-2.開設擔保專戶	銀行以保管品帳戶型態，在 SIS 系統開設 SNB 融通擔保專戶（a Custody Cover A/C “SNB”），用以需要時作 SNB 融通擔保品；SNB 有權隨時檢視該專戶，以確保其融通債權，SNB 並獲授權得公告所有此類保管品專戶總額。
4-3.擔保專戶涵蓋比率	保管品專戶要能涵蓋融通金額之 110%，僅能使用 SNB 一籃子政府債券作擔保品（the SNB GC basket，詳擔保品小節）並須於額度生效前一營業日前存妥保管品。保管品由 SNB 按市價評價，債券到期前一日即需替換。交易對手接獲保管品市值短少通知 6 小時內如未填補，其額度將被削減，甚或全數刪除。
5.交易平台	透過 Eurex Repo 電子交易平台完成交易
6.特殊 RP 利率	= <b>拆款利率+2%</b> ，所謂拆款利率（call money rate）指隔夜 Repo 指標利率（the Repo Overnight Index），該指標利率係 SNB 根據前一天拆款市場行情而訂定，俾利該行於每日上午 8:00 能在路透及彭博系統所公告特殊 RP 利率。
7.期間及還款	O/N 期，次日營業前約 8a.m.，SIC 進行還款扣款程序
8.RP 擔保品	SNB 公告之一籃子擔保品；擔保比率 110%（詳擔保品項）。
9.金額限制	單一交易至少 1 百萬瑞士法郎，但不超過 1 億瑞士法郎；SNB 建議將需求分數筆提出，俾利交割。總額方面：SNB 通常在擔保品無虞下，儘量滿足需求。

10.交割	當日交易後由 SIS 公司及 SIC (Swiss Interbank Clearing) 自動啟動交割機制。
11.到期違約交割	將按流動性短缺融通機制特殊利率+2% (交易對手均被要求就此部分事前簽署同意 RP 主要契約之增列附屬條款)

註：筆者彙整瑞士央行貨幣政策工具指導原則及流動性短缺融通操作作業細則

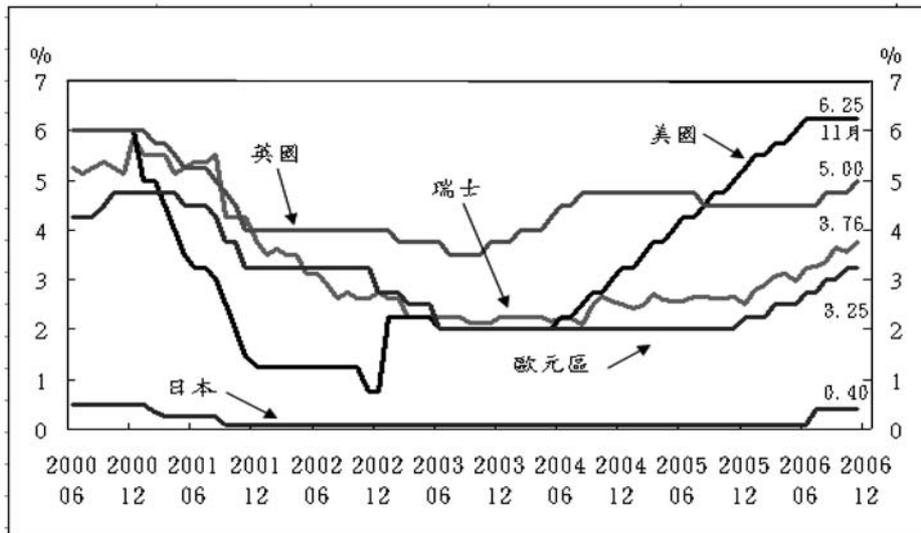
銀行過度依賴，此項隔夜期利率約高於拆款利率 2%，仍透過 Eurex Repo 系統承作。

(五) 主要貨幣政策工具特性比較

瑞士銀行業可主動取得之流動性短缺融通操作之利率走勢 (參圖 5)，大致貼近歐元

區主要再融通利率，係因該區相關國際銀行可自歐洲央行或瑞士央行取得資金所致。至於前述 4 項操作均以 RP 方式進行，惟其適用時機、擔保品成數、計息利率等均有差異，經彙整如次 (參表 13)，以便讀者比較。

圖 5：瑞士與主要央行融通利率走勢圖



註：1. 本圖係筆者依據瑞士央行公告相關統計數據繪製  
 2. 本圖融通利率：瑞士指特殊融通利率(2004 年 4 月前為倫巴利率)；美國指貼現率(2003 年 1 月前為調節授信利率,其後為主要授信利率)；日本為貼現利率；英國為基本利率；歐元區為最低主要再融通投標利率。

表 13：SNB 一般貨幣政策工具作業細則摘要比較表

	主要融通操作	微調操作	流動性短缺融通操作	日間融通操作
1.目的	提供流動性	抵銷外部因素對流動性及利率之衝擊	個別交易對手短期流動性瓶頸	便利 SIC、CLS 交易清算

2.合格交易對手	符合瑞士法郎附條件市場參與要件(受監理、銀行證券商、系統連結、查帳人員)			
	國內機構需活存帳戶 國外機構需書面申請	書面申請、年度上限、擔保專戶、涵蓋比率	無其他	
3.交易方式	RP 操作/ 數量標	RP 交易		
4.交易時間	9:00~9:10	營業日下午，	4p.m.通知 15 分內完成	1.SIC 部分：4p.m.通知 SNB 隔日需求，或當日 8:00a.m.~2:45.p.m.提出 2.CLS 部份：可於當日 7:30a.m. ~ 2:45.p.m.提出融資需求
5.交易平台	Eurex Repo 電子交易平台			
6. Repo 利率	SNB 逐日依市價及 3M-Libor 水準公告。	下午較高 一般 RP+25bp	拆款利率+2%	免息
7.期間	1 日~數週通常 1 週期	通常 O/N 期	O/N 期，次日營業前約 8a.m.扣款	營業結束前到期，交易對手得於日間任一時點還款，最後扣款時點 4:15p.m.
8.RP 擔保品	SNB 公告之一籃子擔保品，擔保比率 100%。	同左之 SNB 公告一籃子擔保品，融通金額之 110%。		
9.投標限制	1 百萬~ 1 億瑞士法郎	雙邊交易	1 百萬~ 1 億瑞士法郎，分數筆提出，俾利交割。總額方面：SNB 通常在擔保品無虞下，儘量滿足總額需求。	
10.得標	投標總額超過標售總額時，單筆超過千萬之標單將強制按比率分派。	當日或次日交割部份在次日 8:00 稍前提供資金。	書面申請，並經 SNB 核定年度融通上限。	1.次日交割：次日 8:00 稍前提供資金。2.當日資金：儘快提供。3.外匯之交割透過 CLS 系統完成。
11.交割	自動交割			
12.到期違約交割	融通機制特殊利率+2% (交易對手均被要求就此部分事前簽署同意 RP 主要契約之增列附屬條款)			

註：1.本表由筆者再彙整前述 4 表而成；

2.特殊RR利率係指拆款利率+2%，拆款利率指隔夜Repo指標利率(the Repo Overnight Index)，每日上午 8:00 在路透及彭博系統公告。

一~2、SNB 對主要貨幣政策工具之運用

(一) 主要政策工具運用類別明細

瑞士央行雖有多種融通操作方式，但從以下表 14 實際操作金額可以瞭解：在流量上看，日間融通操作承作總量最高，但其僅限於日間短暫承作；所以，如以存量來看，仍以主要再融通操作最為重要。

(二) 從資產負債表看主要政策工具運用類別

從表 15 可以瞭解，瑞士央行資產中，央行總資產規模於 2005 年底 1,090 億瑞士法郎（佔當年 GDP 之 22.59%），其中黃金及外幣投資約佔近七成，瑞士央行主要貨幣政策工具 RP 操作餘額在 2005 年底為 262 億瑞士

法郎，佔資產之 24.0%；2006 年 12 月底 271 億瑞士法郎，佔資產之 24.3%；瑞士央行略增 RP 操作餘額，當對於負債淨值面，則係增加約 1% 比重之備抵準備金額。

(三) RP 操作影響市場之因素

貨幣市場利率由 SNB 挹註市場流動性之數量、利率和相關條件而定；條件包括到期日、所提供擔保品、流動性之分配、參與者之信評、及利率預期等。

SNB 儘量維持 RP 市場之流動性，並確保使場順暢運作。

一~3、提供貨幣政策操作相關資訊

SNB 逐週提供下列貨幣政策有關資訊，以為金融業者參考：

表 14：貨幣政策工具操作流量表

單位：10 億瑞士法郎

	2004		2005	
	平均承作	承作總量	平均承作	承作總量
附條件交易				
一、主要再融通及微調操作	22.31	1,087.15	21.08	1,066.53
到期日				
* 1 週內	0.48	95.42	0.10	18.38
* 1 週期	16.06	852.12	19.16	993.15
* 2 週期	4.42	115.59	1.63	42.90
* 3 週期	1.07	13.52	0.00	0.00
* 其他	0.28	10.50	0.19	12.10
二、吸收流動性操作	0.00	0.00	0.03	7.50
三、日間融通操作	6.19	1,584.13	6.34	1,610.62
四、流動性短缺融通操作	0.00	0.52	0.01	1.02

本表來源：SNB (2006)，SNB 98<sup>th</sup> Annual Report 2005, p41

表 15：瑞士央行資產負債變動表

單位:百萬瑞士法郎，%

	2006.12.31		2005.12.31		增減額	
	金額	比重	金額	比重	金額	比重
黃金	32,220.4	28.8%	28,050.2	25.7%	4,170.20	3.10%
外幣投資	45,592.1	40.8%	46,585.5	42.7%	-993.40	-1.90%
IMF 準備及國際融資	888.1	0.8%	1,428.9	1.3%	-540.80	-0.50%
瑞士法郎 RP 相關操作	27,126.9	24.3%	26,198.6	24.0%	928.30	0.30%
瑞士法郎證券	4,907.6	4.4%	5,729.1	5.3%	-821.50	-0.90%
其他資產	1,070.2	0.7%	995.9	0.9%	74.30	-0.20%
資產總額	111,805.2	100.0%	108,988.2	100.0%	2,817.00	0.00%
通貨流通額	43,182.2	38.6%	41,366.5	38.0%	1,815.70	0.60%
國內銀行活期存款	6,716.0	6.0%	5,852.7	5.4%	863.30	0.60%
其他機構活期存款	584.9	0.5%	673.8	0.6%	-88.90	-0.10%
政府存款	1,056.2	0.9%	3,126.3	2.9%	-2,070.10	-2.00%
其他負債	83.9	0.1%	333.3	0.3%	-249.40	-0.20%
備抵準備及淨值	60,182.0	53.8%	57,635.6	52.8%	2,546.40	1.00%
負債及淨值總額	111,805.2	100.0%	108,988.2	100.0%	2,817.00	0.00%

註：1.筆者整理 SNB 公告相關資產負債金額

2.瑞士央行 2005 年底資產規模 1,089.9 億瑞士法郎，約佔其當年 GDP 規模之 22.59%；而我國同一比率為 79.91%。

- |  |   |
|--|---|
| <p>(一) SNB 資產：(公告在資產負債表上)</p> <p>— 主要融通操作及微調融通操作之應收款</p> <p>— 流動性短缺融通操作之應收款</p>      | <p>(三) 每日貨幣政策操作結果及上週相關利率</p> <p>— 每日主要融通操作及微調融通操作結果，加上契約細目(指公告之標售條件)、到期日、交易種類(競標或指定交易對手)，RP 利率、競標總額及配標金額。</p> <p>— 每日瑞士法郎參考利率(3 個月 Libor 利率目標區間、3 個月 Libor 利率、流動性短缺融通特別利率)</p> <p>— 每日之附條件交易隔夜指標(the Repo</p> |
| <p>(二) SNB 負債：(公告在資產負債表上)</p> <p>— 通貨流通額</p> <p>— 國內銀行活期存款</p> <p>— 吸收流動性操作之相關負債</p> |   |

Overnight Index) ，包括當日最高利率、最低利率、交易金額及交易筆數。

(四) 最低準備

— 本國銀行最低準備提存期間，持有活期存款之平均餘額。

— 過去 12 個提存期應提最低準備提存情形，包括最低應提準備、實際準備（區分紙鈔、硬幣與活期存款餘額）及達成比率。

前述資訊在每週一由 SNB 公佈、在其網站公告、並傳真至媒體。

## 二、其他貨幣政策操作工具

現行其他貨幣政策操作工具之重要性不若前揭工具，惟提供 SNB 在特殊狀況下選擇工具之彈性；另從早期重要工具式微之背景，亦可作為央行日後選擇工具之佐參。

### 二~1、現行其他貨幣政策操作工具

(一) 即期或遠期外匯市場交易：主要配合外匯干預操作，以影響 CHF 瑞士法郎匯率。

(二) 換匯交易：2000 年起僅於特殊情況下使用，以協助達成貨幣政策目的。

(三) 發行 SNB 名義之附息債務證券：特別用於吸收超額流動性。

(四) 買賣下列類型之衍生性金融商品：應收帳款、證券、貴金屬或其他通貨等類型。

1、收受付息現金存款：以協助吸收過剩之流動性。

2、為貨幣政策目的買賣瑞士法郎計價債

券：用以在特殊狀況下，影響長期利率。

### 二~2、早期重要工具之式微

#### (一) 貼現融通

貼現融通係傳統之央行政策工具，銀行將持有工商票據在到期前持之轉向央行取得融通，貼現率即央行從票據價值預扣利息之利率，瑞士央行 SNB 早期亦重視貼現率之公佈，自 1993 年起並未實質承作任一貼現交易，2000 年更改貨幣政策操作架構後，更不再宣布所謂貼現利率。

#### (二) 換匯交易

SNB 自 1998 年 4 月首次採行附買回交易作為操作工具，自 2000 年以來，附買回交易完全取代換匯交易，成為貨幣政策操作最重要之工具。肇因於換匯交易可能有以下缺失：

1、交易交割風險考量：交易後數小時才交割，可能隱藏風險。

2、幣別替代風險：可能換回不需要之幣別。

3、天期彈性：不若 RP 交易。

### 二~3、最低準備制度之角色及規範

在 SNB 相關文件中，最低準備制度是一項獨立之規範，並未在貨幣政策工具相關章節中予以敘明，其目的在於貨幣市場之平穩運作，惟為配合我國制度之研究，以下表 16 仍說明瑞士央行法及施行細則之相關規範：

## 三、附條件交易之進行

本節包括參與 Eurex Repo 瑞士法郎附條

表 16：瑞士最低準備法定規範

瑞士央行法	
17 條：目的及適用範圍	1、為促進貨幣市場平穩運作，銀行應維持最低準備。 2、如電子貨幣及其他支付工具發行者之業務，實質上對貨幣政策施行造成威脅，SNB 可以發布規定，要求其遵守最低準備規定。
18 條：特點	1、SNB 得設定最低準備率，銀行在特定期間達成平均持有金額。最低準備項目包括：瑞士法郎紙鈔與硬幣及銀行存於 SNB 之活期存款帳戶。 2、最低準備率不超過銀行短期瑞士法郎負債之 4%。短期負債包括即期負債、剩餘到期日不超過 3 個月之負債、客戶儲蓄或投資（不包括附限制條款之退休基金），在央行法規範目的允許範圍內，個別負債項目得以部分或完全豁免應提準備。 3、SNB 就最低準備，要求集體流動性管理之銀行集團，整體準用最低準備，即用合併基礎計提最低準備。 4、銀行應經常向 SNB 提供證明，確已計提最低準備至應有標準。 5、SNB 洽商瑞士金融市場主管監理機關後，訂定相關施行細則。
瑞士央行法施行細則	
12 條：適用範圍	僅銀行需提存最低準備。有集體流動性管理之銀行集團，應整體準用最 低準備。
13 條：合格資產	以下所列之銀行瑞士法郎計價資產為合格最低準備： a. 流通中硬幣：不包括紀念幣及金銀幣。 100% b. 銀行紙鈔 100% c. 在 SNB 之活期存款 100%
14 條：相關負債	1、以下所列之銀行瑞士法郎計價負債需計提最低準備： a. 3 個月內到期貨幣市場票券負債。 b. 收受其他銀行即期或 3 個月內到期負債，而該等銀行無需依據央行法 17 及 18 條規定計提最低準備。 c. 客戶儲蓄存款之 20%（不含有限制條款之退休基金） d. 銀行所應付客人其他即期或 3 個月內到期負債。 e. 銀行所發行中期債券，其 3 個月內到期部分。 2、不包括與銀行及央行承作附條件交易之貨幣性負債。
15 條：最低準備水準及應提最低準備之達成	1、應提最低準備為申報期間之前 3 個月底負債平均數之 2.5 %。最低應提準備應按各申報期間平均數予以達成，申報期間指每月 20 日至次月 19 日。 2、第 1 點之平均數，一方面依據 13 條之每日營業結束後之資產，另一方面依據申報期間實際日數共同計算平均資產。如遇例假日，按前一營業日金額計算。
16 條：申報責任	申報期間截止月份之月底，銀行應向 SNB 申報是否已達成最低準備之計提。SNB 應規定申報格式及申報方式。

17 條：利息義務	1、銀行在申報期間結束後，如未能提足最低準備，則就短缺部份向 SNB 繳 30 天罰款（央行法 23 條第 1 項）。利率按申報期間瑞士法郎 1 個月期平均 LIBOR 利率+3%計算。 2、SNB 應要求銀行在申報期間次月底前繳足利息。銀行如有異議，得於 30 天內，依據央行法 52 條所訂條件，要求就爭議作成程序加以處理。
-----------	---

件市場之要件、SNB 合格交易對手、完全自動化之交易交割、RP 相關操作緊急處理程序。

### 三~1、參與 Eurex Repo 瑞士法郎附條件市場之要件

(一) 參與者機構之總機構須受該國金融市場監理機構之規範

(二) 依據參與者之總機構所在國家法律規定，參與機構必須是銀行（收受存款、承辦放款及承作經紀業務）；或者相當於瑞士之證券交易商

(三) 參與者要能確保有效連結 Eurex Repo 系統

(四) 必需指派查帳人員  
 相關中央銀行、國際組織或從 Eurex 獲取特殊授權者，只要其能符合 SIS 保管結算公司（SIS SegInterSettle AG, SIS）、SIC 銀行業清算公司（Swiss Interbank Clearing, SIC）及瑞士央行 SNB 之硬體技術設施及參與條件者，均可參加 Eurex 系統交易。

### 三~2、SNB 合格交易對手

在 SNB 開設活期存款帳戶之瑞士本國機構，均得參與一般貨幣政策操作。如有利貨

幣政策，外國銀行亦得開設活期存款帳戶並參與貨幣政策操作。

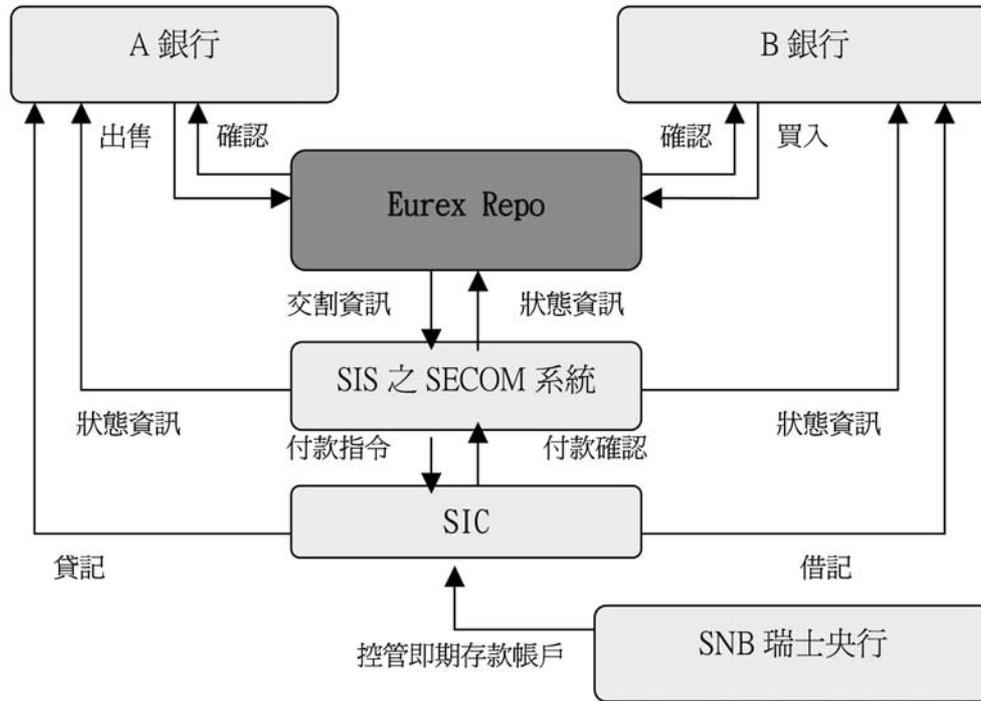
因 SNB 之 RP 交易透過 SIS 保管結算公司進行擔保品結算，透過 SIC 清算公司進行資金移轉，最後到 SNB 活期存款帳戶作清算，爰交易對手須符合 SNB、SIS、SIC 三方相關規定。

### 三~3、完全自動化之瑞士法郎附條件交易交割

瑞士法郎附條件交易市場，允許國內外金融機構線上管理擔保品、取得融資，並參與 SNB 逐日操作，以提升流動性管理之有效性。買賣雙方透過系統，完成自動化交易及交割，並與系統構成所謂三方交易（triparty transaction）；該交易實際上由 SIS 提供第三方服務，因擔保品均以 SIS 為交割對象。此外，因相關交易甚或可以指定交易對手，所以亦可透過系統完成個別機構所需之日間流動性調整（參圖 6）。

截至 2006 年 11 月底止，共有 114 家金融機構與 Repo，其中 29 家國外金融機構。進一步參與標購 SNB 資金者 87 家，其中 12 家國外金融機構。

圖 6：瑞士法郎附條件交易交割流程圖



筆者依 Eurex Repo 之 Repo Trading in the First Division P2 圖表重新繪製

瑞士努力推廣其結合交易、交割及資金清算之價值鏈（Swiss Value Chain）：包括 Eurex 線上 Repo 報價，並完成交易，繼續透過 SIS 擔保品交割及 SIC 資金清算係採款券同步（Delivery versus Payment）。

風險管理良好：為降低風險，該系統對擔保品每日依市價兩次評價及洗價，計算每戶之風險暴露，並要求逐日補足擔保品差價。該系統能降低交割及操作風險外，其速度及效率亦有口碑。

系統之推廣：相較於歐元區資金清算 TARGET II 系統直接連線使用機構超過千戶來看，瑞士此系統用戶百餘戶，其希望歐元

區國家更為積極利用該系統，似乎仍有待努力。

#### 三~4、RP 相關操作緊急處理程序

如遇 RP 自動交易系統故障，SNB 將與 Eurex Repo 磋商延緩操作或用電話操作（交易對手與 SNB 貨幣市場及外匯交易小組專線溝通），並透過路透、彭博及 Moneyline 揭示資訊，並透過 SIS 保管結算公司之 SECOM 系統完成自動化交割作業。

SNB 不定期就當機狀況與交易對手進行模擬演練，以便確認交易對手在異常狀況下，亦能處理交易及交割作業。SNB 平時即要求對手將擔保品存入 SIS 系統之“SNB”

保管品專戶，俾利必要時，由 SNB 取得擔保品並提供資金。

#### 四、SNB 操作之擔保品

本節說明 SNB 採行 RP 操作所需擔保品，包括瑞士法郎債券籃、多國政府債券籃、國際主要債券籃等；亦說明“SNB”保管品專戶相關事宜。

##### 四~1、SNB 採行 RP 操作之擔保品

###### (一) SNB 擔保品類別

SNB 對 RP 操作擔保品公告設定標準及正式名單，共分為三大類：

###### 1、瑞士法郎債券籃 CHF GC Basket

本籃包括以瑞士法郎計價之下列債券：純粹債券、浮動利率債券、不含認股權之債券、已登錄貨幣市場債權；不包括次順位債券及可轉債。詳細合格要件包括：

(1) 在 OECD 交易所或市場交易並有經常性價格

(2) 需能經由 SIS 系統交割

(3) 發行額至少達 1 億瑞士法郎

(4) 發行機構：瑞士聯邦政府、邦政府、受聯邦政府保證發行之機構、瑞士政府與代理發行機構、瑞士抵押貸款銀行、外國中央與邦政府符合最低信評者、由符合信評之外國政府所保證者、符合最低信評之國際組織、符合最低信評之外國銀行。外國發行者及國際組織所需最低信評指 S&P 之 A 級信評、Moody's 之 A2 級信評；但信評之一如適逢評估調降評等，則需剔除。

如本籃債券符合相關要求，則得同時列入另二籃合格債券內。

###### 2、多國政府債券籃 GOV GC Basket

本籃包括歐元、美金及英鎊計價債券。

本籃債券所需最低信評指 S&P 之 AA 一級信評、Moody's 之 Aa3 級信評；最低發行額需該幣別 10 億元以上。發行國家包括比利時、德國、芬蘭、法國、愛爾蘭、荷蘭、奧地利及西班牙等。本籃亦包括他國符合相關條件之瑞士法郎債券。

###### 3、國際主要債券籃 INTL GC Basket

本籃包括歐元、美金及英鎊計價債券。

本籃債券所需最低信評指 S&P 之 AA 一級信評、Moody's 之 Aa3 級信評；最低發行額需該幣別 10 億元以上。發行機構包括：德國邦政府、德國銀行發行大額政府機構保證債券、歐洲投資銀行及 KfW 銀行機構發行之債券；本籃亦包括他國符合相關條件之瑞士法郎債券。

###### (二) 擔保品之選擇及替代

SNB 決定合格債券名單，想被列入者需向 SNB 第三部門申請，SNB 保有完全核准及隨時撤銷裁量權。

交易對手在保管品被納入特定契約擔保品後，原則不得以其他擔保品替代；除非該機構有其他充足擔保品又獲 SNB 同意。相關交易需予終止，SNB 及交易對手雙方並向 SIS 送達相關指令，並以新契約取代原有契約，但替代交易中交易對手需多付 10bp。

表 17：瑞士央行 RP 合格擔保品比較表

	瑞士法郎債券 CHF GC Basket	多國政府債券 GOV GC Basket	國際主要債券 INTL GC Basket
2006 第 3 季底 所佔比重	54%	18%	18%
1.合格幣別	瑞士法郎	瑞士法郎、歐元、 美金或英鎊	瑞士法郎、歐元、 美金或英鎊
	本息償付幣別與發行幣別一致		
2.流動性需求	最低發行額：1 億 瑞士法郎	最低發行額：10 億歐元、美金或英鎊	
	在 OECD 國家交易所或代表性市場交易		
	債券報價經常性公告		
3.發債機構條件	瑞士相關機構發行 或保證 *外國金融機構： 信評：S&P：A Moody's：A2	*外國公共機構：符合一定信評外國政 府發行或保證 *國際機構：符合一定信評 *抵押貸款銀行：符合一定信評機構發 行或保證 *外國金融機構：適當管理及信評 信評：S&P：AA－ Moody's：Aa3	
4.合格債券種類	固定利率或浮動利率債券，不含認股權之債券、已登錄貨幣 市場債權；不包括次順位債券及可轉債。		
5.排除交易對手 發行	SNB 不接收交易對手或其同屬單一經濟單位之機構所發行債 券作為擔保品；同屬單一經濟單位係指持有 20%以上股權或 投票權。如違反相關規定，將被排除在相關貨幣政策操作外。		
6.合格債券保管	*合格擔保品原則存放在 SIS。 *SNB 同意跨國債券得存於該國中央證券存託機構或中央銀 行但需經 SNB 事先檢視後核可。		

註：本表係筆者整理瑞士央行相關資料製表

SNB 不接收交易對手或其同屬單一經濟單位（an economic entity）機構所發行債券作為擔保品；同屬單一經濟單位係指持有 20%以上股權或投票權。如違反相關規定，將被排除在相關貨幣政策操作外。綜上，SNB 所

承作 Repo 之合格擔保品要件參表 17。

#### 四~2、“SNB”保管品專戶

##### （一）保管品專戶功用

為便利 SNB 透過 SIS 保管結算公司（SIS SegInterSettle AG, SIS）進行 RP 操作相關標

的物之移轉，SIS 系統設有“SNB”保管品專戶，SNB 交易對手均需開立此類帳戶，其功用包括：

- 1、用以使用 SNB 流動性短缺融通。
- 2、用以使用 SNB 日間透支。
- 3、緊急狀況下，可作為 SNB 貸款擔保品帳戶。

(二) 開立或結清帳戶規定

開戶：參與 SNB 之 RP 交易機構，均得在 SIS 開設保管品專戶，但需簽署與 SNB 之擔保品協定、與 SNB 及 SIS 之擔保品持有人協定；結清帳戶時須對 SNB 及 SIS 作書面通

知。

(三) 存放證券

存放專戶證券須符合前揭 SNB 之 RP 擔保品合格條件，且未被設定特殊用途。交易對手僅得將其 SIS 保管品在“SNB”保管品專戶及交易對手 SIS 其他保管品戶間移轉，專戶不得接受第三人證券之存取。

SNB 得隨時檢視該保管品專戶，並獲取相關資訊，並得公佈保管品帳戶總額資訊。

交易對手使用保管品融通時，係由 SIS 匡定（保留）足量保管品，以達成交易目的。

### 肆、瑞士與我國貨幣政策操作目標相關議題之探討

一、貨幣政策目標之比較

貨幣政策操作目標影響貨幣政策操作方式，茲簡要比較瑞士與我國貨幣政策目標如表 18。

定，但仍未逕採通膨目標，其 2000 年改採現行貨幣策略以來，3M-Libor 之實際值大致在目標區內，CPI 年增率亦在所要求之 2% 之下方。但 2001~2003 年期間，在世界經濟走緩，而瑞士法郎升值走勢下，瑞士經濟走

(一) 瑞士方面：SNB 雖重視物價穩

表 18：瑞士與我國貨幣政策目標比較表

貨幣政策目標	瑞士 SNB (2000 年之後)	我國央行
最終目標	追求物價穩定，並考量經濟發展。中期達成物價穩定，即 CPI 所表示之通膨率小於 2% 大於 0%	促進金融穩定、健全銀行業務、維護對內及對外幣值之穩定、於上列目標範圍內協助經濟之發展
主要指標或中間目標	設定條件下之通膨預期	M2 * M2+債券型基金 (2003/2004)
操作目標	瑞士法郎 3M-Libor 範圍	準備貨幣 * 金融業隔夜拆款利率

表 19：瑞士簡要經濟金融指標表

期間	GDP	CPI	CPI Core By 2002.07 2004.03 SNB -0.1%	失業 率	3M-Libor		M3 年 增 率	央行 <sup>(期底)</sup>		債券 10Y 利 率 av	匯率	
					年底利率 目標區%	年底 實際值		政策 融通 利率	1w- Repo		EUR /CHF av	US\$ /CHF av
1999	1.2	0.8	0.9	2.7	—	1.847	1.0	5.250	—	3.01	1.6003	1.5027
2000	4.4	1.6	1.0	1.8	3.00~4.00	3.370	-1.8	5.875	3.200	3.88	1.5578	1.6886
2001	3.1	1.0	1.4	1.7	1.25~2.25	1.838	3.1	3.750	1.590	3.36	1.5103	1.6866
2002	-0.3	0.6	1.0	2.5	0.25~1.25	0.617	3.8	2.750	0.500	3.22	1.4670	1.5556
2003	0.7	0.6	0.7	3.7	0.00~0.75	0.260	8.3	2.250	0.110	2.63	1.5210	1.3453
2004	2.2	0.8	0.8	3.9	0.25~1.25	0.717	3.2	2.510	0.540	2.73	1.5437	1.2419
2005	2.4	1.2	0.8	3.8	0.50~1.50	1.010	4.2	2.520	0.730	2.11	1.5481	1.2458
2006	3.8 <sup>Q13</sup>	1.1	1.0	3.3	1.50~2.50	2.103	2.6	3.680	1.900	2.50	1.5729	1.2530
註：2000 年至 2002 年，瑞士法郎對歐元升值 6.2%，對美金升值 8.3%。 2002 年至 2006 年，瑞士法郎對歐元貶值 6.7%，對美金升值 24.2%。											6.2%	8.3%
											-6.7%	24.2%

疲，GDP 於 2002 年為-0.3%，且 CPI 低於 1%，2002 年 7 月及 2004 年 3 月兩度出現負值，而有通貨膨脹趨緩（disinflation）現象。（參表 19）

（二）我國方面：央行重視物價金融穩定，亦重視經濟成長；央行自 1992 年設定 M2 年增率為貨幣政策中間目標，並設定目標區逐年達成，至於貨幣政策操作目標則兼顧準備貨幣及金融業隔夜拆款利率。依我國簡要經濟金融指標來看，儘管央行大致能將 M2 年增率維持在目標區內，惟實質經濟面我們仍經歷 2001 年經濟負成長，反映貨幣政策效果仍有其限制；但如從穩定物價來看，除 2001~2003 年經歷小幅 disinflation 外，物價控制大致良好；我國 GDP 除 2001 年之-2.17%

外，大致維持在 4% 上下之年增率。（參表 20）

（三）貨幣政策目標之要件及選擇：貨幣政策最終目標一般不外物價穩定及經濟成長，至於中間目標一般著重與最終目標關係穩定且得以正確預測者，操作目標與中間目標關係密切，央行對該變數具可測性及可控性。貨幣政策架構之擇定及採行，有賴實證研究各國經濟金融變數之關係及其可測性、可控性等，而後擇定較適架構。

（四）瑞士貨幣總計數 M3 年增率不適合作為年度目標：瑞士 2003 年 M3 年增率 8.3%，高於觀察期間平均水準之 3.05%，而當年物價平穩，CPI 年增率 0.6%，瑞士未對 M3 年增率設定年度目標，而是定位為中長期

表 20：我國簡要經濟金融指標表

期間	GDP	CPI		失業率	M2 年增率		準備 貨幣 年增 率	央行 <sup>(期底)</sup>		10Y 債券 利率 (期底)	匯率 (期底)
			核心		目標區	實際 值		重貼現	存單 <sup>30D</sup>		
1999	5.75	0.17	1.16	2.92	6~11%	8.33	5.37	4.500	-	5.80	31.395
2000	5.77	1.26	0.60	2.99	6~11%	7.04	5.00	4.625	-	5.63	32.992
2001	-2.17	-0.01	0.08	4.57	5~10%	5.79	1.13	2.125	2.275	4.03	34.999
2002	4.25	-0.20	0.69	5.17	3.5~8.5%	3.55	1.78	1.625	1.675	3.46	34.753
2003	3.43	-0.28	-0.61	4.99	1.5~5.5%	3.77	5.28	1.375	1.050	2.16	33.978
2004	6.07	1.62	0.71	4.44	4.0~8.0%*	7.45	11.38	1.75	1.210	2.66	31.917
2005	4.03	2.30	0.65	4.13	3.5%~7.5%	6.22	7.84	2.25	1.45	2.05	32.850
2006	4.84Q13	0.60	0.54	3.91	3.5%~7.5%	6.22	5.33	2.75	1.69	1.98	32.596
2007F	4.30F 1.43F	1.04 1-2月	0.76 1-2月	3.79 1月份	3.5%~7.5%	5.11 1月份	4.70 1-2月	2.75 2/27	1.69 2/27	1.97 2/27	32.970 2/27

註：1. 本表係筆者彙整我國央行及主計處截至 2007 年 2 月相關統計資料而成。

2. F：主計處 2007 年 2 月預估，當年我國經濟成長率 4.30%，CPI 年增率 1.43%。

3. 2004 年底央行依據當年修正後經濟成長率及物價上漲率將目標區間 2.5~5%

重設為 4~8%。M2+債券型基金：2003 年，目標區 3~7%，實際值 5.25%；

2004 年，目標區 4~8%（5~9%<sup>重修</sup>），實際值 8.14%。

物價之領先參考指標。國際上貨幣總計數作為貨幣政策中間目標已漸趨減少，而較為重視控制短期利率水準，並建立有效利率政策傳遞機制。

## 二、貨幣總計數定義及運用之比較

雖說物價是一種貨幣現象，但不同央行對貨幣總計數有不同之權重，我國央行明白逐年設定貨幣總計數 M2 年成長率目標區，而瑞士雖曾以貨幣總計數或貨幣基數為操作目標，但最後卻放棄，茲比較瑞士與我國貨幣總計數相關定義及是否達成央行之預設值

等如表 21、表 22。

（一）我國目前以 M2 為貨幣政策中間目標：我國 1992 年起以 M2 為貨幣政策中間目標，並開始正式公布 M2 貨幣成長目標區。1998 年起，央行為強化貨幣政策的透明度，將貨幣成長目標區的設定說明對外公布。2003~2004 年期間因應債券型基金之蓬勃發展，曾另增訂 M2+債券型基金成長目標區，但仍同時觀察多項貨幣總計數指標，以便於綜合研判。

央行續於 2004.12.30，依當年修正後經濟

表 21：瑞士與我國貨幣總計數定義及運用比較表

貨幣總計數	瑞士	我國
M0/RM	M0=大眾及銀行持有紙鈔流通額+商業銀行在 SNB 之活期存款餘額	準備貨幣 RM=大眾持有通貨+金融機構準備金（庫存現金+存放央行）
M1 定義	M1=通貨流通額+交易性帳戶+活期存款	M1A=通貨淨額+支票存款+活期存款 M1B=M1A+活期儲蓄存款
M2 定義	M2=M1+儲蓄存款 （不包括指定用途退休金收益或退休基金帳戶）	M2=M1B+準貨幣 準貨幣=定期存款+定期儲蓄存款+外匯存款+郵政儲金+外國人新台幣存款
M3 定義	M3=M2+定期存款	（M2+債券型基金）
首要貨幣總計數/目標區或參考值	近年來 M3 為中長期指標，未設目標區，1999~2006 年實際年增率在-1.8%~8.3%之間，並未重視年度年增率；至於 1978~1999 年瑞士採行貨幣總計數目標區參表 22 之說明。	M2 成長率目標區 1992 年起每年訂有 M2 成長目標區 2003~2004 年另訂 M2+債券型基金成長目標區
分析貨幣成長之用途	通膨預測是最重要之貨幣政策決策指標，而 M3 作物價上漲率中長期動態之可靠領先指標	充當貨幣政策中間目標盡力達成
達成狀況	1999~2006 年連續 8 年 M3 平均年增率 3.05%（實際-1.8%~8.3%）	1999~2006 年連續 8 年 M2 平均年增率 5.94%，（實際年增率 3.55%~8.33%），大致能維持在目標區內；而之前 1992 年~1994 年 M2 年增率較當時目標區 10~15% 平均高 1.8%。

成長率及物價上漲率重設目標區間；另因債券型基金之貨幣性降低及央行視貨幣市場基金為準貨幣納入 M2 中，爰央行 2005 年起不再訂定 M2+債券型基金年增率之成長目標區。2005 年起仍回復單一貨幣成長目標區

（圖 7），1998 年以來貨幣總計數年增率大致能維持在目標區內。

（二）瑞士央行對貨幣總計數之運用：  
瑞士央行 1975~1990 年主要以貨幣基數或貨幣總計數 M1 成長率為個別年度貨幣政策目

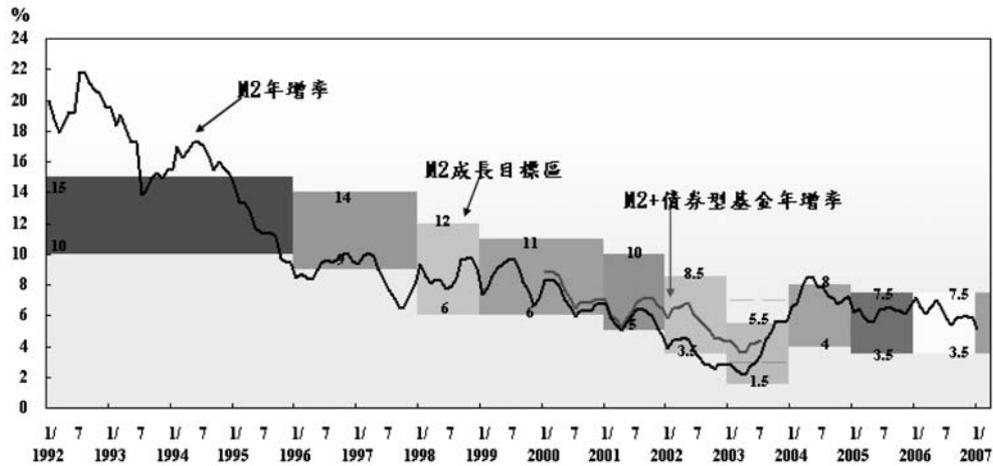
標，但瑞士央行以年度貨幣目標具有無法作為出現重大非預期衝擊事件充分指標之缺失，而放棄貨幣數量年度目標，1991~1999年其貨幣基數成長率之達成改列為中期目標。

表 22：瑞士央行貨幣政策操作目標

期間	貨幣政策操作目標	目標說明	備註
1975~1978 年	M1	年度目標	1、 1973 年開始採行浮動匯率制度
1978 年	原設 M1，CHF/ DM 未設匯率目標區；10 月以後，暫定匯率：CHF/100DM>80	年度目標 M1 > 目標 10%	2、 年度貨幣目標缺失：無法作為出現重大非預期衝擊事件之充分指標，如貨幣預期變動或匯率變動均需採行政策因應。
1979 年	匯率目標 為使瑞士法郎回貶，放寬對資本流入之限制	年度目標	1977 年中瑞士法郎開始升值有礙瑞士企業之世界競爭力，1977 年底 SNB 開始買匯，M1 大增，採緊縮措施限制資本流入瑞士，措施對匯率效果有限，但貨幣總計數大幅超過目標。
1980~1988 年	MBA	年度目標	The adjusted monetary base (已扣除月底準備部位膨脹數)
1989~1990 年	MBSA	年度目標	monetary base seasonally adjusted (以上年第 4 季為基礎計算年增率)
1991~1999 年	M0 貨幣基數	中期目標	
1998 年	M3	與 ECB 一致，設 M3 為參考指標	3 年之年度通膨預估值
2000 年以來	瑞士法郎 3M-Libor 範圍為操作目標	新貨幣政策架構： 1.明確定義物價穩定 2.通膨預測是最重要之貨幣政策決策指標 3.訂定瑞士法郎 3M-Libor 範圍為操作目標，而 M3 作為物價上漲率長期動態之可靠領先指標	

本表係筆者整理相關年度檢討目標報告而成

圖 7：我國貨幣供給額年增率趨勢圖



瑞士央行 2000 年起改採貨幣政策新架構，認為貨幣總計數 M3 適合作為物價之中長期領先指標，即以 M3 協助估測未來 3 年之通膨預估值。

(三) 瑞士貨幣總計數經驗之參考價值：不同貨幣政策操作架構下，貨幣總計數之角色不同，我國央行設定貨幣總計數 M2 成長目標區，並努力逐年達成目標；但瑞士目前對貨幣總計數並不著重年度目標之達成，而較重視對未來 2~3 年物價之影響。長期而言，通貨膨脹是一貨幣現象，央行維持貨幣之適度成長應是合理且必要之選擇，惟經參酌瑞士經驗，加上我國在直接金融 2006 年底比率 26.81%，央行未來除可加強重視貨幣總計數之長期影響而非年度目標外，似亦可增加重視貨幣政策操作相關利率對金融市場利率之影響效果研究。

### 三、匯率走勢匯率目標及備抵外匯準備

#### (一) 不同之經濟成長結構

以 2005 年及 2006 年之經濟成長率結構分析（參表 23）來看，瑞士主要依賴商品勞務貿易順差及明顯成長之固定資本形成來達成；我國則主要依賴商品及勞務淨輸出之成長。在輸出國是國際市場價格之接受者前提下，國內匯率走升可能對輸出產生負面影響（詳表 23）。

#### (二) 匯率走勢

新台幣較瑞士法郎對美元之匯率平穩許多：2000 年以來，瑞士法郎對美元及日圓大致呈現升值走勢，對歐元先升後貶（參圖 8）。如觀察瑞士法郎及新台幣對美元匯率（參圖 9），以雙軸均代表美金相對升值 1.8 倍觀察，1999 年 1 月至 2007 年 1 月，新台幣對美元之匯率較瑞士法郎對美元之匯率平穩許多。

#### (三) 匯率目標之檢討

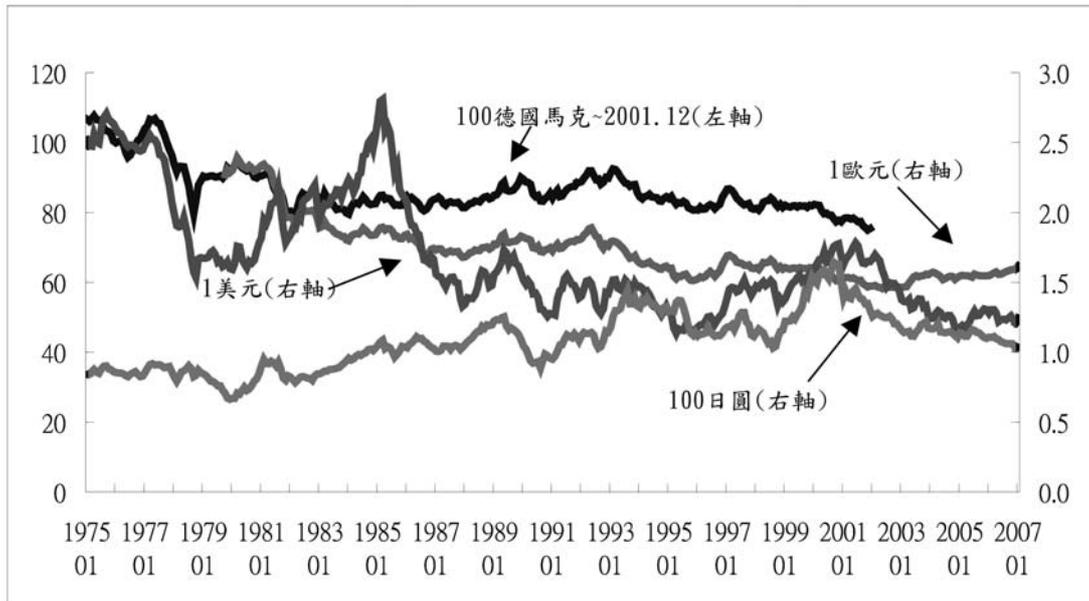
瑞士 1978 年 10 月~1979 年底短暫放棄貨

表 23：2005 年及 2006 年瑞士及我國物價及經濟成長率對照表

	瑞士		我國	
	2005 年	2006 年 Q13	2005 年	2006 年
物價上漲率	1.2	1.1	2.30	0.60
經濟成長率	1.9	2.3	4.03	4.62
民間消費	1.3	1.7	3.00	0.88
政府消費	-1.6	0.3	0.09	-0.03
固定資本形成	3.2	6.0	7.59	0.05
存貨增加	—	—	1.14	0.22
商品勞務輸出	6.4	7.5	2.56	6.57
商品勞務輸入	5.3	1.3	0.80	3.07

數據來源：SNB Quarterly Bulletin, December, 2006；我國行政院主計處國內生長毛額之處分資料, 2007 年 2 月。

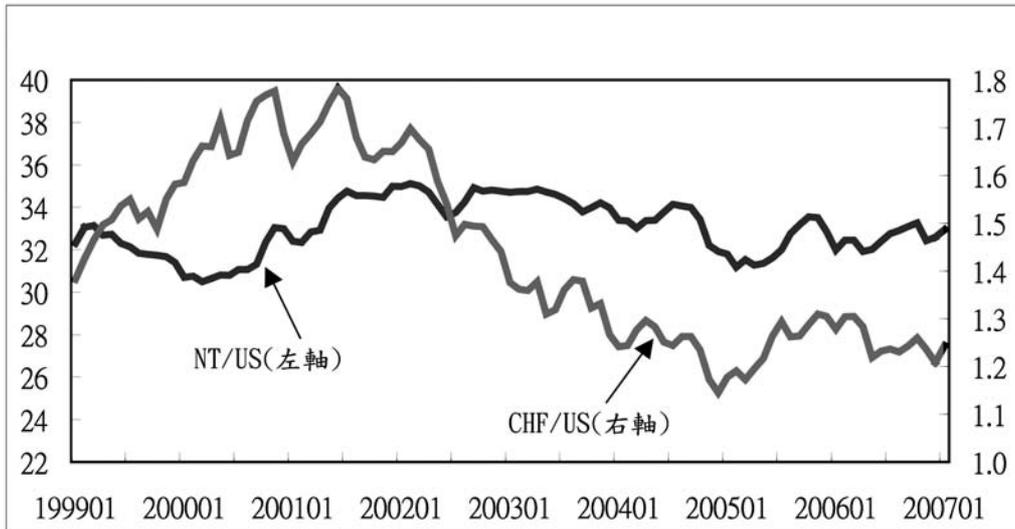
圖 8：主要通貨兌換瑞士法郎匯率走勢圖



幣政策目標改採兌換德國馬克之名目匯率目標，期間 SNB 買匯，M1 大增，瑞士採緊縮措施限制資本流入，措施結果對匯率效果有

限，但貨幣總計數大幅超過上年目標。我國雖近年來採行管理式浮動匯率，僅對季節性及偶發性因素進行外匯調節操作，惟新台幣

圖 9：瑞士法郎與新台幣匯率走勢圖



對美元匯率走勢較瑞士法郎對美元匯率走勢，呈現相對平穩。

#### (四) 提存準備及淨值

瑞士因認為小型開放經濟體匯率之波動可能對經濟產生衝擊，也可能影響瑞士央行之平穩運作，爰其外幣投資雖持續佔總體資產不及 5 成，惟其提存準備及淨值佔總資產 (=負債+淨值) 比重 1999 年底已達 36.5%；近年來，在瑞士法郎對國際主要貨幣波幅加大下，2006 年底該比重更達 53.8%。我國央行 2006 年底國外資產佔總資產之 93.5%，惟淨值相對比重僅佔 11.5%，雖新台幣不若瑞士法郎為國際通貨，但主要貨幣如美元及歐元如大幅貶值將對國外資產收益或本金造成衝擊，如以穩健經營角度考量，我國央行似宜逐年適度增提備抵外匯（匯兌損失）準備。

#### 四、利率結構及走勢

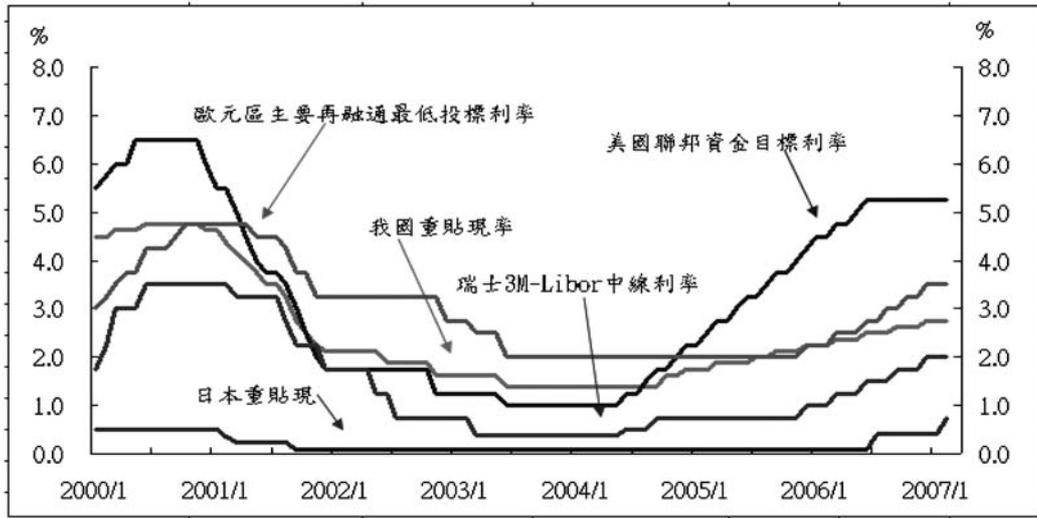
##### (一) 我國與主要國家利率走勢

國際央行政策利率大致在 2001 年上一波高點下走，並於 2004 年反向走升，2007 年初以來截至 3 月 15 日止，瑞士央行 3M-Libor 目標區中線利率升至 2.25%，美國聯邦資金目標利率維持在 5.25%；英國、歐元區及日本各升息 1 次，英格蘭銀行 14 天 Repo 利率為 5.25%，歐洲央行主要再融通最低投標利率為 3.75%，日本銀行重貼現率為 0.75%。我國央行自 93 年 10 月起連續 10 次調升重貼現率 1.375%，3 月 15 日止為 2.750%，惟尚待央行 96.3.29 之最新決議。（圖 10）

##### (二) 主要國家十年期公債殖利率走勢

儘管主要國家 2004 年以後政策利率大致揚升，惟各國十年期公債殖利率走勢在某些期間不升反降，雖美國聯邦準備理事會前理事主席 Alan Greenspan 曾描述該狀況為一謎

圖 10：我國與主要國家政策利率變動圖



註：圖 10 為利與長期利率作比較，僅繪製至 2007 年 1 月止。

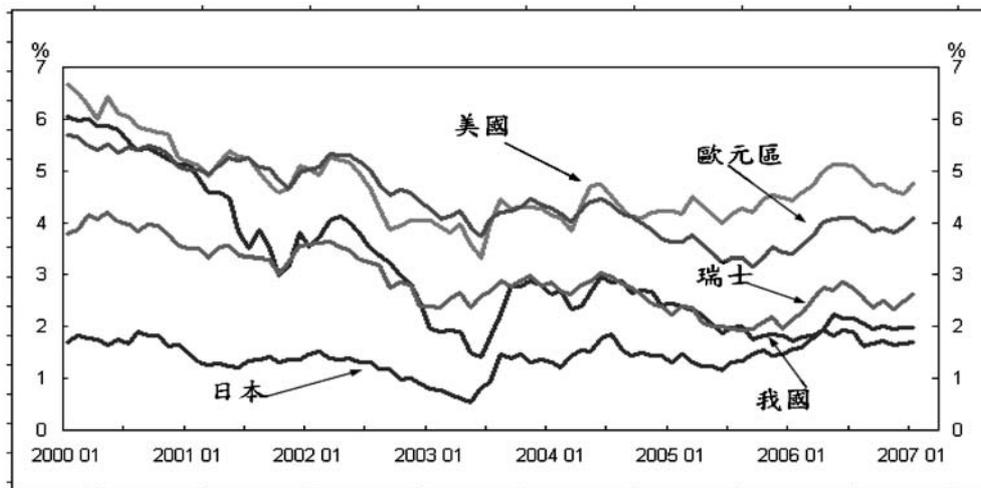
團 (conundrum)，惟多項報告綜合顯示可能原因包括：通膨風險降低、貨幣可策性提高、戰後嬰兒潮達退休年齡導致退休基金巨額投資需求、及長期超額儲蓄需尋覓投資標的等。

年期殖利率處最高水準，歐元區次之，日本則持續處最低水準；至於我國 2007 年 1 月重貼現率 2.75%，雖然高於瑞士 3M-Libor 中線利率之 2%，惟我國同期十年期公債殖利率 1.99%，低於瑞士之 2.62%，重要原因之一在

圖 11 所觀察國家中，2007 年初，美國十

於：我國累計之超額儲蓄過高，而市場投資

圖 11：我國與主要國家十年期公債殖利率趨勢圖



籌碼不足所致。

### (三) 瑞士利率結構及走勢

瑞士主要以 3M-Libor 構成短期目標利率區間，2007 年 2 月底該利率區間為 1.5%~2.5%，從 2000 年瑞士央行設定該利率區間以來，3M-Libor 實際利率大致在區間中線左右；2003~2004 年間為擺脫通膨減緩，3M-Libor 目標利率下限設為 0%（參表 24）。瑞士央行貨幣政策主力操作利率為 1 週期 RP，該利率略低於 3M-Libor 實際利率，反映期間較短且交易且具有擔保品。

瑞士市場利率方面（參圖 12、13），銀行 3 個月期定存利率低於瑞士央行貨幣政策主力操作 1 週期 RP 利率，10 年期公債殖利率在 3 個月期定存利率及銀行抵押貸款利率之間。2004 年以來，3 個月期定存利率及銀行抵押貸款利率差異亦有縮小趨勢，10 年期指標債殖利率，在瑞士央行大力拉抬短期利率下未見走升；瑞士央行自 2004 年 9 月起反向升息，截至 2007 年 1 月止，3M-Libor 目標上揚 1.25%，SNB-1W-RP 利率上揚 1.45%，而 10 年期公債殖利率下跌 13.1bp，銀行抵押

表 24：SNB 調整 3M-Libor 利率區間時程表

單位：%

調整時間		最低利率	累積調整	最高利率	累積調整
2000 年	1 月 3 日	1.25		2.25	
	02.03	1.75		2.75	
	03.23	2.50		3.50	
	06.15	3.00	較 2000.1.3 +1.75	4.00	+1.75
2001	03.22	2.75		3.75	
	09.18	2.25		3.25	
	09.24	1.75		2.75	
	12.07	1.25		2.25	
2002	05.02	0.75		1.75	
	07.26	0.25		1.25	
2003	03.06	0.00	較 2000.6.15 -3.00	0.75	-3.25
2004	06.17	0.00		1.00	
	09.16	0.25		1.25	
2005	12.15	0.50		1.50	
2006	03.16	0.75		1.75	
	06.15	1.00		2.00	
	09.14	1.25		2.25	
	12.14	1.50		2.50	
2007	03.15	1.75	較 2003.3.6 +1.75	2.75	+2.00

註：本表係筆者彙整瑞士央行相關統計資料而成

圖 12：瑞士央行公開市場操作利率與操作目標利率圖

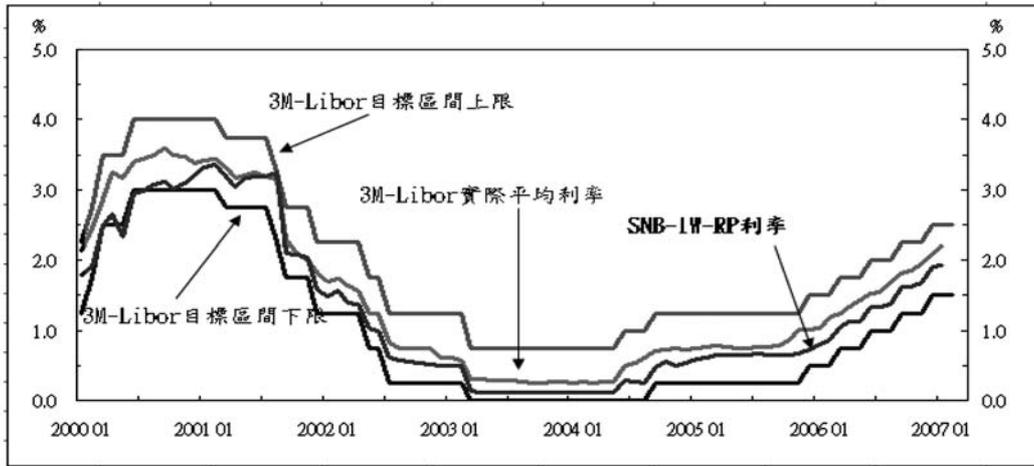
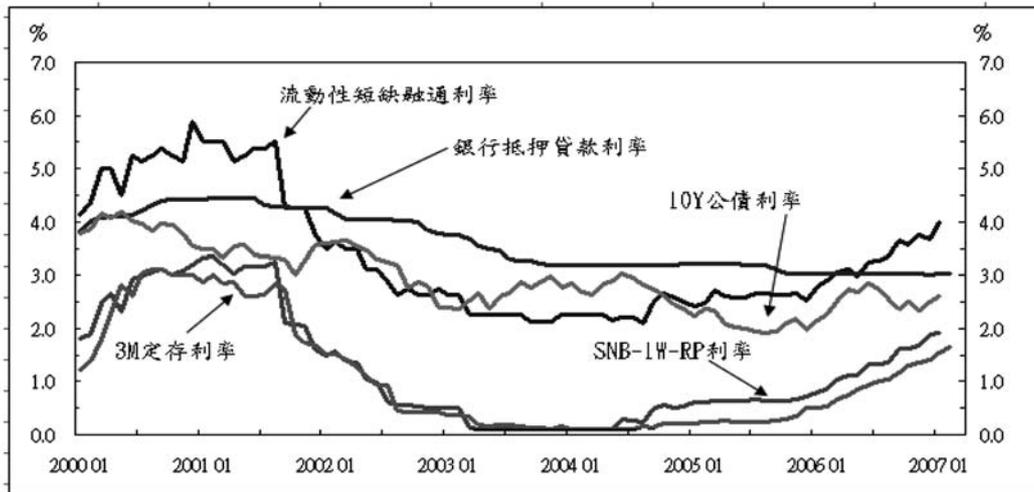


圖 13：瑞士央行公開市場操作利率與市場利率圖



貸款利率下跌 16 bp。瑞士與我國，甚至全球許多國家，近年來均有殖利率平緩現象；至於瑞士央行之流動性短缺融通利率，按瑞士央行所公告 O/N 天期 RP 利率加碼 2% 訂定。

(四) 我國：利率結構及利率走勢

1. 央行政策利率與短期利率走勢：我國重貼現率早期為市場之下限利率，2002 年底我國央行宣布「為增進央行公開市場操作彈

性，未來隔夜拆款利率將維持在重貼現率上下波動，而不以重貼現率為底限」。其後在央行多次調整利率水準後，重貼現率成為我國短期利率之高檔指標。在央行 2003 年起增發 30 天期定期存單以來，該存單利率成為我國短期指標利率，銀行隔夜拆款利率或貨幣市場 30 天期商業本票成交利率，均貼近央行 30 天期存單利率。（參圖 14）

圖 14：我國短期利率走勢圖

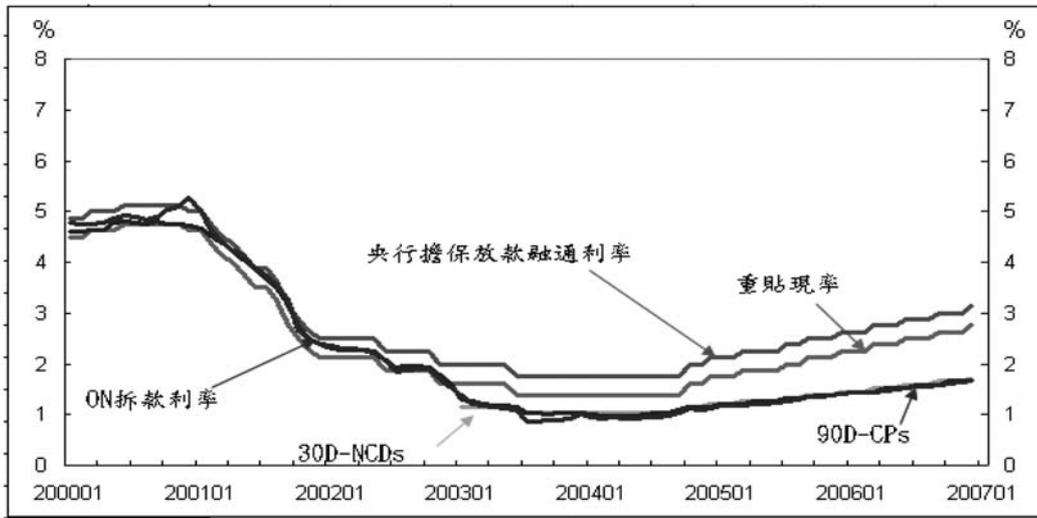
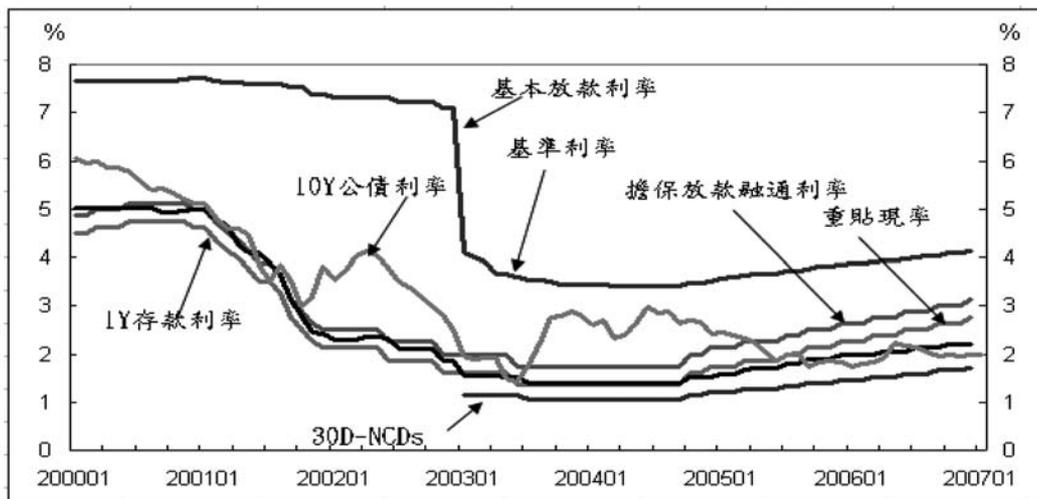


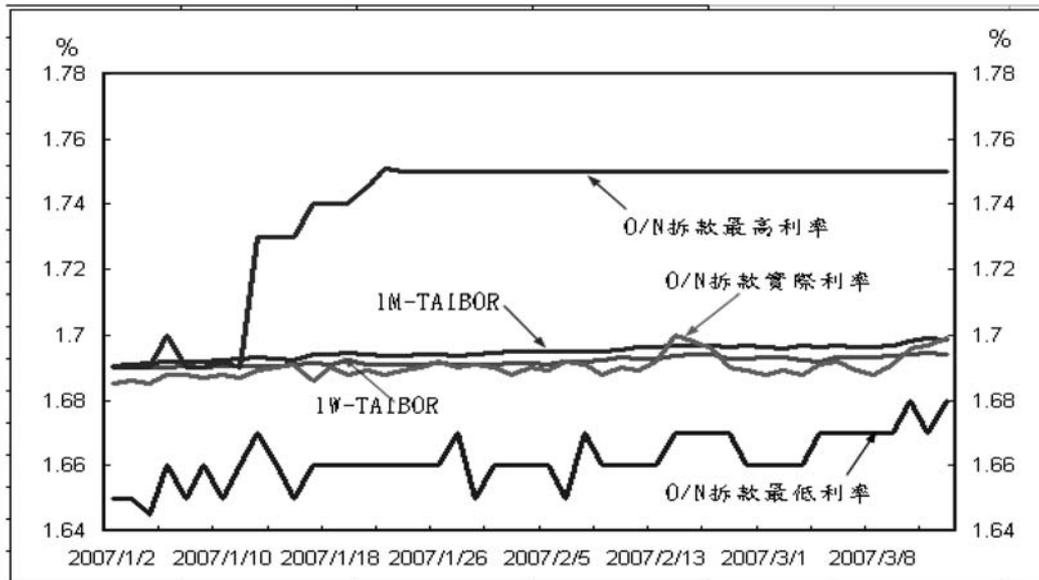
圖 15：我國長期利率走勢圖



我國長期利率走勢方面：基本放款利率於 2003 年改制為與市場相關利率連動之基準利率，繼續成為長期市場利率之上限利率，2007 年 1 月其水準雖僅較 2003 年低檔高 70.9bp，惟對銀行而言，其上揚趨勢仍較同期間瑞士銀行抵押貸款利率不升反降略佳。2006 年底，1 年期存款利率 2.2% 與 30 天期

央行存單利率 1.69% 差距 51bp；10 年期公債殖利率走勢較為凌亂，公債在財政部健全財政前提下，發行餘額緩步減少；而國內超額儲蓄累增下，公債籌碼需求暢旺，在央行重貼現率步步高升下，10 年期殖利率反續跌落 2% 之下，不過比較瑞士現況，殖利率趨平已成為國際現象。（參圖 15）

圖 16：我國隔夜拆款利率與 TAIBOR 報價利率走勢圖



2007年1月我國出現中華銀行事件導致市場流動性不足，加上農曆年關因素，截至3月14日止，期間2月14日金融業隔夜拆款利率出現1.70%水準，較1月份平均利率之1.689%略高1.1bp，約略高於1M-TAIBOR利率之1.6967%，惟O/N拆款最高利率達1.75%，反映拆款機構之信用風險加碼。（參圖16）

#### 五、瑞士通貨膨脹趨緩下之貨幣政策操作

本節說明瑞士央行2001~2003年為因應經濟遲緩、通貨膨脹趨緩（disinflation），數度調降3M-Libor之貨幣政策操作目標甚至達0%之低限，另適逢全球經濟轉佳，才能在2003年底結束通縮壓力；並於2004年下半年改採通膨因應措施。

#### （一）經濟環境背景

2000年科技泡沫破滅以來，瑞士受全球經濟大致走緩（表25），及其七成出口品銷售地之歐元區成長受挫所影響，再加上瑞士法郎對歐元、美金等主要貨幣均呈升值態勢，瑞士經濟表現不佳，2002年股價指數3,245.5甚至不及2000年5,621.1之六成（57.7%）；2002年GDP年增率出現負值（-0.3%），2001年~2004年間，CPI年增率在0.6%~1.0%間，2002年7月及2004年3月甚至出現-0.1%，而有所謂通貨膨脹趨緩（disinflation）之現象。

#### （二）SNB採行因應貨幣政策

瑞士央行在2000年新貨幣政策架構下，2001~2003年間七次，每次一碼至二碼，大幅

表 25：瑞士與世界相關經濟指標

期間	世界	歐元區	瑞士	SWX	M3	M3	M3	銀行活存
	GDP (IMF)	GDP 年增率 %	GDP 年增率 %	瑞士證交所 股價指數	年增率 %	餘額	增加額	增加額
單位：百萬瑞士法郎								
1999	3.1	2.6	1.2	5,022.9	1.0	478,537	4,849	10,655
2000	4.1	3.4	4.4	5,621.1	-1.8	470,027	8,510	-4,888
2001	1.5	1.4	3.1	4,382.9	3.1	484,374	14,347	-687
2002	1.8	0.9	-0.3	3,245.5	3.8	502,989	18,615	10,323
2003	2.7	0.7	0.7	3,961.6	8.3	544,906	41,917	39,486
2004	3.9	2.0	2.2	4,234.6	3.2	562,537	17,631	11,588
2005	3.4	1.4	2.4	5,742.4	4.2	585,900	23,363	-8,521
2006	3.8	2.6 <sup>Q13</sup>	3.8 <sup>Q13</sup>	6,929.2	2.6	600,896	14,996	-3,946

註：本表係筆者彙整瑞士央行、歐洲央行、IMF 統計資訊而成。

調降貨幣政策操作目標 3M-Libor 的目標區 3%~3.25%，至 2003.3.6 起目標區為 0%~0.75%，區間僅 0.75%，因最低利率已達 0%；當年 7 月，SNB 總裁 Mr. Roth 在演說中承認：瑞士實質上採零利率政策（We have cut our reference interest rate- the 3M Libor by 3.25% to practically zero）。

該行除調降操作利率目標區外，並大力承作 RP 交易，增加銀行在瑞士央行活期存款帳戶餘額，2003 年該帳戶餘額甚至增加 395 億瑞士法郎，大於平時之 100 億瑞士法郎水準，當年 M3 亦增加 419 億瑞士法郎，導致其年增率達 8.3%（參表 25），寬鬆貨幣政

策帶來刺激景氣效果。

### （三）SNB 採行因應貨幣政策之成效

SNB 於 2001 年~2003 年為因應通貨緊縮所採積極寬鬆政策，期間名目利率區間達零利率，對促進經濟有正面影響。2004.6.17 SNB 調升操作目標利率上限前，寬鬆貨幣政策持續 3 年 3 個月，由於政策效果加上全球經濟及歐元區經濟均獲改善，瑞士法郎相較歐元在 2003 年起逐漸回貶，2004 年下半年瑞士經濟逐漸改善，當年 CPI 年增率已自 2003 年之 0.6% 提升至 0.8%；GDP 年增率已自 2003 年之 0.7% 提升至 2.2%。

## 伍、瑞士與我國貨幣政策操作方式之比較及借鏡

本章先分析央行資產負債表結構隱含貨幣政策操作之特色，續從各國央行較常採用之三大貨幣政策工具：存款準備金制度、央行融通制度及公開市場操作等，來作瑞士與我國相關制度及運用之比較分析，亦探討瑞士經驗是否可作我國央行指定交易商制度改進之參酌。

### 一、央行資產負債表結構隱含貨幣政策操作之特色

央行貨幣政策操作，可透過調整操作利率、金額或其他條件（對象、天期、擔保品等）影響操作效果，其中操作金額多寡有絕對之影響力，且均呈現在央行資產負債表上，以下依據表 26 瑞士與表 27 我國央行資

產負債表之結構項目，說明貨幣政策操作方式之差異：

經比較表 26 瑞士資產負債表及表 27 我國央行資產負債表，可以知道瑞士央行與我國央行有其不同操作特色：

#### （一）瑞士央行體系維持一個相對較小之資產負債表

2006 年底，瑞士央行資產規模 1,118 億瑞士法郎，為前一年該國 GDP 規模之 23.17%；我國央行資產規模 94,500 億元，為前一年我國 GDP 規模之 83.05%。（參表 28）

（二）瑞士央行主要資產負債調節項目  
瑞士央行 2006 年底資產總額為 1,118.05 億瑞士法郎，資產項目：最大係外幣投資

表 26：瑞士央行資產負債表（2006 年底）

單位：百萬瑞士法郎，%

資產			負債		
	百萬瑞士法郎	比重%		百萬瑞士法郎	比重%
黃金債權	32,220.4	28.8%	通貨流通額	43,182.2	38.6%
外幣投資	45,592.1	40.8%	國內銀行活期存款	6,716.0	6.0%
IMF 準備及國際融資	888.1	0.8%	其他機構活期存款	584.9	0.5%
對金融機構融資	236.6	0.2%	政府存款	1,056.2	0.9%
瑞士法郎 RP 相關操作	27,126.9	24.3%	其他負債	83.9	0.1%
瑞士法郎證券	4,907.6	4.4%			
其他資產	833.6	0.7%	備抵準備及淨值	60,182.0	53.8%
資產總額	111,805.2	100.0%	負債及淨值	111,805.2	100.0%

表 27：我國中央銀行資產負債表（2006 年底）

單位：新台幣億元，%

資產			負債及淨值		
	新台幣億元	%		新台幣億元	%
國外資產	88,429	93.5	國外負債	3,401	3.6
			通貨發行額	9,598	10.2
公開市場買進操作	—	—	準備性存款	9,263	9.8
對政府放款	—	—	政府存款	1,855	2.0
對金融機構債權	4,397	4.7	銀行郵政轉存款	19,506	20.6
其他資產	1,674	1.8	央行存單 (公開市場操作)	37,559	39.7
			其他負債	2,441	2.6
資產總額 =負債+淨值	94,500	100.0	淨值	10,877	11.5

表 28：央行資產規模與 GDP 規模

	瑞士	我國
A.央行資產規模（2006 年底）	1,118.05 億瑞士法郎	94,500 億元
B.GDP 規模（2005 年）	4,825.5 億瑞士法郎	113,792 億元
A/B	23.17%	83.05%

455.9 億瑞士法郎佔 40.8%，黃金債權 322.2 億瑞士法郎居次佔 28.8%，續為瑞士法郎 RP 相關操作 271.3 億瑞士法郎佔 24.3%。負債項目：通貨流通額 431.8 億瑞士法郎佔 38.6%，國內銀行活期存款 67.2 億瑞士法郎佔 6.0%；值得注意的是：備抵準備及淨值 601.8 億瑞士法郎佔 53.8%。瑞士央行擔任外幣資產投資

之任務，同時透過最低準備制度讓銀行需保有在該行活期存款帳戶餘額，並透過附條件交易提供銀行所需流動性。

（三）我國央行主要資產負債調節項目  
我國央行 2006 年底資產總額為 94,500 億元，資產項目：最大係國外資產 88,429 億元佔 93.5%；負債項目：央行存單 37,559 億元

佔 39.7%，銀行郵政轉存款 19,506 億元佔 20.6%，通貨發行餘額 9,598 億元佔 10.2%，準備性存款 9,263 億元佔 9.8%。值得注意的是：我國央行淨值雖達 10,877 億元，惟比重佔 11.5%，明顯低於瑞士央行之 53.8%；央行在國外資產比重高達 93.5%，且報載一再強調外匯存底近半源自國際熱錢，為進一步健全財務及營運，避免國際匯率波動或熱錢進出對國外資產部位衝擊過大，筆者建議央行似可參酌瑞士央行方式，逐年提高淨值相較整體資產之比重。

## 二、存款準備金制度

我國央行設有存款準備金制度，而瑞士央行有最低準備制度，其要點規範不一，但制度之精神相近；央行存款準備金制度主要在創造或增加金融機構對央行資金之需求，央行透過提供央行資金以調節準備部位水準，並影響短期利率水準。

### （一）瑞士與我國存款準備金制度結構比較

茲比較瑞士與我國準備金制度之運作如次（參表 29）：

表 29：瑞士與我國存款準備金制度結構比較表

	瑞士（最低準備制度）	我國（存款準備金制度）
制度目標	為促進貨幣市場平穩運作	創造對央行資金之需求 準備貨幣目標
提存機構	銀行	銀行及基層金融機構
應提準備金 計提基礎	3 個月內到期存款、負債、票 券及儲蓄存款之 20%	各類新台幣存款：支票存款、活期存 款、活儲存款、定期存款、定儲存款、 外匯存款
現行準備率 （法定最高 準備率）	2.5%（法定最高 4%）	支存 10.75%（25%）、活存 9.775% （25%）、活儲 5.5%（15%）、定存 5%（15%）、定儲 4%（15%）、外 匯存款 0.125%（25%）。
實際準備率	2.5%	2006.12 平均約 5.29%
計提基礎 抵減額	無	無
合格準備金 項目	現金及銀行在 SNB 之活期存 款	庫存現金、存放央行甲乙戶、中央登 錄公債戶餘額、跨行業務結算擔保專 戶餘額

計算期	申報期間前 3 個月月底數平均。例如：8、9、10 月底	1 個月（曆月制）
提存期	提存期即申報期間，指每月 20 日至次月 19 日。例如：11/20~12/19（30 天平均數）	1 個月
提存期落後	平均落後約 2.5 個月	落後 3 天
抵補額	無	法定準備 1%
計息方式	應提準備、超提準備均不計息	應提準備之 55% 存準備金乙戶，按 1.5% 利率計息，目前為重貼現率 2.75% -1.25%；超提準備不計息
實提準備不足之懲處	按提存期瑞士法郎 1 個月期平均 LIBOR 利率+3% 計算（2006.12：5%=2%+3%）	按短期融通之 1.2 倍（6%=5%*1.2）罰息，並得依銀行法 132 條處以 50~250 萬元罰鍰
實際提存案例	2006 年 10 月（公告期間落後） 應提準備：8,184 百萬瑞士法郎 實提準備：9,464 百萬瑞士法郎 實提比率：116%	2006 年 12 月 應提準備：11,206 億元 實提準備：11,280 億元 實提比率：101%
準備性存款佔央行負債+淨值比重	2006 年 12 月：6.0%	2006 年 12 月：9.8%

（二）瑞士最低準備制度相較我國制度之特色

瑞士最低準備制度相較於我國，從上表可以發現其特色包括計提基礎之期間較短且金額較少，僅及於 3 個月內到期存款負債票券及儲蓄存款之 20%；計算期採月底金額代替平均數較為簡便；採單一存款準備率（我國依存款性質、存款幣別而採不同準備率）；準備率 2.50% 低於我國之平均準備率之 5.39%；應提準備中並無類似我國準備金

乙戶（應提準備之 55%）計息之相關規定。

（三）我國是否參採瑞士制度之幾點考量

1. 我國準備性存款佔央行負債+淨值僅約一成比重（2006 年 12 月：9.8%），央行其餘九成資產負債項目之變動，可能較應提存款準備金對資金水準有更重大之影響。

2. 另從 2000~2006 年期間平均每月金額來看，準備貨幣淨增加 29 億元，增加因素主

要包括國外資產增加 583 億元，主要依賴央行增發存單 374 億元及增收轉存款 96 億元予以沖銷；即我國準備金制度創造對央行資金需求，藉以影響短期利率水準之功能，因其他資金因素影響力道較大，而受到很大的限制。

### 三、央行融通制度

#### (一) 瑞士與我國央行融通制度結構比較

如前所述，準備金制度創造對央行資金之需求，融通制度則提供央行資金，央行如能有效掌握央行資金供需，則能有效影響短期利率水準；惟我國在長期貿易出超，外匯準備繼續累積下，央行資金供給過剩，所以我國央行融通制度較具宣示性質，實質面影響較低；而瑞士央行之附條件交易結合融通制度與公開市場操作，成為最重要之準備部位影響工具，茲比較兩國融通制度如表 30。

表 30：瑞士與我國央行融通制度結構比較表

	瑞士（2006 年底）			我國（2006 年底）			
政策利率	1.流動性短缺融通利率（當日隔夜拆款指標利率+2%） 2.3M-Libor 利率目標區 1.5%~2.5%			重貼現率 2.750%			
融通種類	主要融通操作及微調操作	流動性短缺融通操作	日間融通操作	重貼現	擔保放款融通	短期融通	日間透支
融通利率	SNB 逐日參酌市價及 3M-Libor 利率訂定 2007.3.7 1.94%	拆款利率*+2%*指隔夜 Repo 指標利率	免息	2.750%	3.125% = 重貼現率 +0.375%	5.000 % = 重貼現率 +2.25 %（無合格擔保品部分）	3.125%= 擔保放款融通利率（一、二類擔保品）； 3.125%*1.5（第三類擔保品）
融通用途	以公開市場操作方式滿足市場流動性需求	授信機構本身流動性需求	便利交易清算	產銷需要	政策放款、央行同意之緊急需求	週轉金、準備金、日間透支	為利即時總額清算機制運作順暢

擔保品	需以 SNB 所公告 the SNB GC Basket 債券為擔保品（詳表 17 包括三大類）			重貼現合格票據：實際產銷之 BA、CP	重貼現合格票據、政府債券、央行存單、央行同意之證券	左列證券或附業務局銀行業存款付息本票	1.無實體券 2.實體券 3.準備金乙戶按一定乘數
擔保計價	按市價計價，一日洗價 2 次			1.以面額訂價發行之中央政府公債、國庫券、本行可轉讓定期存單、本行定期存單及其他證券，按面額計算。 2.以貼現方式發行之中央政府公債、國庫券及其他證券，按發行價格計算。			
擔保成數	100%	110%		按發行價格或面額計價之擔保品價值 > 100%融通金額			
融通天期	1 日~數週 1 週最多	隔夜期	當日	工商票據 < 90 天 農業票據 < 180 天	< 360 天	< 10 天	當日
融通額度	貨幣政策需求	SNB 核定年度額度	儘量滿足	銀行存款規模	無明文限額	平均 < 應提準備 10%	按擔保品或央行另定額度
融通餘額	271.億瑞士法郎			4,397 億元			
佔負債+淨值比重	24.2%			4.7%			

(二) 瑞士融通制度之特色

1. 主要融通操作與微調操作，原則上雖屬於公開市場操作，惟實質上係一種融通行為，其數量之主控權在瑞士央行，而其所採數量標之價格，由瑞士央行依據市價及資金情勢訂定；惟微調操作多屬第二輪操作，瑞

士央行要求 25bp 之利率加碼。主要融通操作係採數量標，投標總額超過標售總額時，單筆超過千萬之標單將強制按比率分派，即小額標單確定得標。

2. 流動性短缺融通操作，為應個別對手短期流動性之需，其各年額度需依程序申

請，逐日使用時，如擔保品無虞，融通需求將可獲滿足。其利率較高，即所謂特殊融通利率，相當於隔夜拆款指標利率+2%，亦約當 1 週期主要融通利率+2%。

3. 日間融通操作：為便利交易清算，原則上只要合格擔保品達 110%，則可充分取得融通額度，且瑞士央行為協助該國金融市場之競爭力，推廣歐元區國家使用瑞士 Eurex Repo 系統，日間透支無須付息。

#### (三) 我國是否參採瑞士央行融通制度之考量

1. 我國央行在管理外匯存底（2006 年 12 月為 2,679.9 億美元）任務下，央行資產九成以上為國外資產，使央行並非以經常性融通操作調節市場資金。

2. 以實質交易票券為基礎之重貼現率與一般先進國家之以合格清單所列資產擔保融通之作法不一，似可參採瑞士訂定融通擔保品合格清單。

3. 我國重貼現、擔保放款融通及短期融通，三種融通之用途、適用擔保品、適用利率等架構較為繁複，似可簡化：瑞士因重貼現無實質交易進而予以廢棄，其特別融通利率係以短期市場操作利率為計價基礎之作法，較能反映市場利率水準。建議我國央行似可檢討逐步以擔保放款融通利率取代重貼現率作為政策利率，至於短期融通可以擔保放款融通加碼方式呈現，可使央行政策貸款結構簡單化。

#### (四) 合格擔保品方面

瑞士融通操作架構在 RP 操作方式上，其合格擔保品雖區分為瑞士法郎債券、多國政府債券及國際主要債券類，惟均在單一合格擔保品清單上；國外債券期別之最低發行額及信評等級相對國內債券均採較高標準（詳表 17），惟適用其所有貨幣政策操作，較為簡明。

我國各項融通之擔保品規範結合融通差別定價較為繁複，擔保放款融通之擔保品涵蓋範圍較重貼現合格票據廣泛，而短期融通已可在無前列擔保品下，改附業務局銀行業存款付息本票；我國央行就重貼現、擔保放款融通及短期融通訂定不同利率，原因之一在其擔保品性質之良窳。

日間透支方面，亦適用此因擔保品差異而不同定價之方式：實體券之本行存單及政府債券屬第一類擔保品，登錄式本行存單及政府債券屬第二類擔保品，動用當時銀行業存款/準備金乙戶扣除其他融通設質後餘額之一定成數作為第三類擔保品。第一、二類擔保品之融通按擔保放款融通利率計息，第三類擔保品之融通按擔保放款融通利率之 1.5 倍計息。第一（二）營業日如未償還，以第一、二類擔保品日間融資未還者，按短期融通之 1.2 倍（2.4 倍）計息；以第三類擔保品日間融資未還者，按短期融通之 1.5 倍（3 倍）計息；第三營業日則停止其日間透支。

瑞士金融市場發展較為國際化，其融通

擔保品均具即時市價，其對流動性短缺融通操作及日間融通操作要求擔保品價值達融通金額之 110%，而我國相關融通要求按發行價格或面額計價之擔保品價值高於融通金額，兩者確保債權之精神一致。瑞士更為推廣其整合線上交易、資金清算、及證券交割之瑞士價值鏈（Swiss Value Chain），在系統之擔保品能單日兩次洗價前提下，瑞士央行所主動進行之主要融通操作及微調操作，其擔保品價值只要達融通價值之 100% 即可。且日間透支雖要求擔保品價值達融通價值之 110%，但不再因擔保品而有複雜之區隔定價。

筆者一定要高度肯定我國央行在國內金融市場尚需推動發展下，為維護市場流動性

及確保央行債權，所費心制定出之繁複擔保品範圍及差異定價，惟在未來隨著金融市場之發展，似可適時參酌瑞士制度，制定整合出單一擔保品清單適用相關融通，並藉以簡化相關融通之計價方式，如此對於提升我國金融市場之國際競爭力，似有正面助益。

#### 四、公開市場操作

##### （一）瑞士與我國公開市場操作制度比較

近年來在金融市場益趨發展下，各國央行多以公開市場操作作為最重要貨幣政策操作工具，瑞士央行之公開市場操作絕大多數為釋金操作，而我國央行則發行存單作公開市場吸金操作。茲列示其差異如表 31。

表 31：瑞士與我國公開市場操作制度比較表

	瑞士				我國	
性質	主要在提供流動性				主要在沖銷過剩流動性	
提供市場政策訊息首要指標	隔夜 Repo 指標利率 (the Repo Overnight Index)、SNB 主要融通操作利率 (1W 為主)				30 天期存單申購利率	
央行操作最重要參考指標	3M-Libor 利率目標區/實際利率				準備貨幣水準 (貨幣政策中間目標為 M2)、金融業隔夜拆款利率	
操作種類	主要融通操作及微調操作	流動性短缺融通操作*(被動)	日間融通操作*(被動)	吸收流動性操作	發行央行定期存單	公開市場買進操作
頻率	每日	必要時	必要時	必要時	每日	必要時
操作期限	1 日~數週 通常 1 週	O/N	O/N	O/N	30.91.182.364 天 最長可 3 年期	短期/不一 定
交易方式	附買回	附買回	附買回	附賣回	標售/申購	附買回
投標方式	僅主要融通操作採投標方式進行，係屬固定利率之數量標。				僅 364 天期存單採投標方式發行，係屬複數價格標。	

單次承作金額 (2005年平均)	211 億瑞士法郎	0.1 億瑞士法郎	63.4 億瑞士法郎	0.3 億瑞士法郎	如到期金額較多，單次甚可達千億元以上	近年鮮少承作，如作亦在百億之內
2006 年底餘額	271 億瑞士法郎			0	37,559 億元	0
餘額佔央行負債+淨值比重	24.3%				39.7%	—
*流動性短缺融通操作及日間融通操作屬被動式操作，因 SNB 相關 RP 操作餘額未予區分，爰仍佔列在此表上。此外，SNB 如要吸收流動性則附賣回交易取代附買回交易，賣斷交易取代買斷交易，可作相反方向之 SWAP，亦可發行付息債務證券，或承作相關衍生性金融商品。						

(二) 瑞士公開市場操作制度之特色

1. 逐日透過附條件交易進行調節操作：瑞士與我國央行均以逐日公開市場操作為最重要之貨幣政策操作工具，我國央行進行吸收流動性操作，惟 SNB 多進行釋出流動性操作。

2. 固定利率進行數量投標操作：瑞士僅主要融通操作採投標方式進行，係屬固定利率之數量標。我國僅 364 天期存單採投標方式發行，係屬複數價格（利率）標。

3. 數量標之價格按市價訂定：瑞士央行每日除訂定隔夜 Repo 指標利率，俾作流動性短缺融通操作之計價基礎外，同時訂定 1 週期 Repo 利率，以進行主要融通操作，該利率係逐日參酌市場利率及流動性預估水準而訂定，近期 SNB 所訂兩項利率一致。如 2007.3.6O/N 及 1W 利率均為 1.92%，次日 8:00 所公佈之流動性短缺融通操作為 3.92%。

4. 電子化效率化系統：瑞士央行公開市場操作建構在瑞士央行之外部操作架構上，即瑞士央行成為瑞士 Eurex Repo 系統之一員；該系統報價、交易、交割、清算全部電子化、自動化及透明化，系統擔保品亦能逐日洗價兩次，成為瑞士金融價值鏈之一環。

(三) 我國央行現行發行存單之特點及考量

近年來我國由於經常帳持續順差及外資不定期匯入投資，基本上，央行公開市場操作係以發行存單吸收過剩流動性，其特點如下：

1. 央行存單發行天期考量到期金額及銀行需求：我國央行目前發行 30 天、91 天、182 天、364 天四種天期存單達 3.6 兆元，其期間較瑞士之 1 週期為長，係因考量銀行需求及穩定市場利率所致。

2. 央行以申購方式發行存單有助於穩定

市場利率：我國目前存單發行，除 364 天期外，均採用申購制，可以避免部分銀行自其國外母行或聯行取得便宜之國外資金，續再國內承作換匯交易，其換匯隱含之新台幣利率偏低，如允許其標購本行定期存單，雖有助於央行降低公開市場操作沖銷成本，惟較便宜之新台幣資金搶標我國央行無風險定期存單，不但使正常營運商業銀行無法洽購央行存單以運用其餘裕資金，頗不公平，亦可能帶動市場利率不合理下滑；本國以收受存款為主力資金來源之銀行，如因無法充分申購央行存單而調降存款利率，將使存款人受害。所以央行主要採申購制核定存單發行，可使弱勢存款人受惠，並有助於穩定市場利率。

3. 我國央行增加標售 364 天期定期存單：為因應銀行對較長天期存單之需求，我國央行自 2006 年 2 月起標售 364 天期定期存單，截至 2007.3.16 止，共計標售 13 期 10,800 億

元，期間到期 800 億元，淨發行 1 兆元較長天期存單，約佔整體存單餘額之 27%，發揮穩定市場之力量，在近年來全球殖利率平坦化趨勢下，我國 364 天期存單標售利率已成為 5 年期公債殖利率之下方支撐，在一般資金情勢下，兩者利差在 2~10 bps 之間。

### 五、合格交易對手

#### (一) 瑞士與我國央行合格交易對手結構比較

瑞士具有較成熟之金融市場，瑞士央行因無協助發展市場之需求，對交易對手採行較寬鬆之要求；我國央行發行存單之主要對象包括銀行、信合社、票券金融及郵政公司；而承作 RP 交易之之公開市場操作之一般指定交易商，需負責協助發展拆款市場、建立拆款利率指標；至於中央公債主要交易商，則需促進公債市場健全發展。茲就瑞士與我國央行合格交易對手結構，加以比較如表 32。

表 32：瑞士與我國央行合格交易對手結構比較表

	瑞士			我國		
交易種類	主要融通操作、微調操作、吸收流動性操作		流動性短缺融通操作	日間融通操作	買進票券操作  發行存單操作	
合格交易對手種類*	國內交易對手	國外交易對手	未強調分類		一般指定交易商	中央公債主要交易商  銀行、信託公司、票券公司、郵政公司、信合社

共同門檻	符合瑞士法郎附條件市場參與要件 (受監理、銀行證券商、系統連結、查帳人員)			淨值、信評、資本適足率	淨值、信評、資本適足率	未另設條件
個別要件	國內機構需設瑞士或列支敦斯登活存帳戶	國外機構另向SNB書面申請	書面申請、年度上限、擔保專戶、擔保品涵蓋比率			
義務	銀行提存最低準備金、接受金融監理		符合相關條件	配合調節資金、積極競標存單、拆款交易量及拆款配合辦理事項	配合政策、參與OMO、積極央債競標WI、次級市場雙向報價、交易量及應配合辦理事項	未另設條件
權利	參與各項融通操作		參與特別項目融通操作	參與公開市場操作、央行協助調節資金、拆款中心之權利優惠	參與公開市場操作、央行協助調節資金、櫃買中心之權利優惠	投標及申購存單
違規之懲處	罰金、暫時中止交易權利			暫時停止操作及停止享有優惠		未另定

(二) 瑞士廣泛交易對手制度可否參採之幾點考量

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

2、瑞士央行國內交易對手均為銀行均需提存最低準備；我國央行所指定之公開市場

操作指定交易商，其中之中央公債主要交易商如為證券公司或票券公司則未提存存款準備金。惟我國央行如要進行附買回操作均將十足擔保，應可確保債權。

3、我國央行指定交易商另被賦予特殊義務，其中一般指定交易商除配合調節資金外、需要積極競標存單、拆款有相當交易量及達成拆款配合辦理事項；至於中央公債主要交易商除配合政策及參與OMO外，需積極競標央債、參與央債發行前交易、次級市

場雙向報價、交易量及辦理應配合事項。這是我國央行兼顧調節金融及活絡市場之彈性措施。是否採行主要交易商制度，要求財務

健全、信譽卓著、具市場及資訊能力甚或要求履行強制報價及活絡市場義務，端視該國金融市場發展需要而規範之。

## 陸、筆者對提昇貨幣政策操作效能之淺見

瑞士與我國均屬小型開放經濟體，該國金融市場發展相當先進，也長期維持在低通膨下穩定成長，瑞士央行貨幣政策如何有效操作，應可作為我國之借鏡參酌，筆者茲就過去半年研讀資料、實際拜訪、多年實務經驗，於前言之後，用兩章內容敘明瑞士制度，並另用兩章將瑞士與我國制度作比較研究，深入探討及比較其操作實務，擬提進一步提升我國央行實務操作效能之淺見，以下將作簡要彙總：

### 一、貨幣政策目標及貨幣總計數方面

不同貨幣政策操作架構下，貨幣總計數之角色不同，我國央行設定貨幣總計數 M2 成長目標區，並努力逐年達成目標；但瑞士目前對貨幣總計數並不著重年度目標之達成，而較重視對未來 2~3 年物價之影響。長期而言，通貨膨脹是一貨幣現象，央行維持貨幣之適度成長應是合理且必要之選擇，惟經參酌瑞士經驗，加上我國在直接金融 2006 年底比率 26.81%，長期如其比率續見上揚，未來除可加強重視貨幣總計數之長期影響而非年度目標外，似亦可增加重視貨幣政策操作相關利率對金融市場利率之影響效果研究。（詳肆之一、二節）

### 二、匯率操作目標及備抵外匯準備

瑞士 1978 年 10 月~1979 年底短暫改採兌換德國馬克之名目匯率目標，採緊縮措施限制資本流入，結果對匯率效果有限，但貨幣總計數大幅超過上年目標，瑞士央行即放棄匯率目標。近年來，瑞士央行為避免匯率波動影響瑞士央行之平穩運作，爰其外幣投資雖持續佔總體資產不及 5 成，惟 2006 年底其提存準備及淨值占總資產比重更達 53.8%。如以穩健經營角度考量，似可參考瑞士經驗逐年適度增提備抵外匯準備，即提高淨值相較整體資產之比重。（詳肆之三節）

### 三、利率結構及利率趨勢方面

2004 年至 2007 年 1 月止，國際央行政策利率大致反向走升，而多國長期殖利率不升反跌。期間瑞士央行利率目標區升息 1.75%，高於我國重貼現率升息 1.375%；至於市場利率方面，我國短期利率大致追隨 30 天期央行存單利率水準，瑞士 3M-Libor 亦在目標區內，惟我國基準利率，繼續成為長期市場利率之上限利率，2007 年 1 月其水準雖僅較 2003 年低檔高 70.9bp，惟對銀行而言，其上揚趨勢仍較同期間瑞士銀行抵押貸款利率不升反降略佳。期間公債殖利率方面，瑞士雖

也出現殖利率平坦化現象惟其 10 年期指標利率僅小幅下跌 13.1bp，不若我國指標債跌幅約達 1%。瑞士與我國經驗均顯示：央行能有效引導短期利率走勢，但無法積極影響長期利率走勢。（詳肆之四節）

#### 四、央行資產負債表結構與存款準備金制度方面

我國央行持有巨額國外資產，以發行存單及增收轉存款沖銷過剩流動性，並為避免增加銀行營運成本，2001 年以後並未提升金融機構存款準備率。我國央行需控制準備貨幣水準，以達貨幣總計數 M2 目標，但央行之準備性存款相較資產之比重僅約 10%，準備貨幣水準所受影響因素較廣，除往來戶外，尚包括庫存現金、抵補額、準備金計息戶等，及其他資金因素對央行往來戶之影響。至於瑞士央行，雖然最低準備率僅 2.5%，瑞士國內銀行在該行活存帳戶餘額相較資產之比重僅約 6%，惟其採利率目標，攸關控制短期利率水準之瑞士法郎 RP 相關操作餘額占瑞士央行資產比重超過 20%，瑞士央行仍能有效影響短期利率。（詳伍之一、二節）

#### 五、央行融通制度及合格擔保品方面

瑞士因重貼現無實質交易予以廢棄，而其特別融通利率係以指標利率為計價基礎之作法，較能反映市場利率水準。我國重貼現、擔保放款融通及短期融通之用途、適用擔保品、適用利率等架構較為繁複，建議似

可檢討逐步以擔保放款融通利率取代重貼現率作為政策利率，至於短期融通利率可以擔保放款融通利率加碼方式呈現，可使政策貸款結構簡單化。合格擔保品方面，筆者雖高度肯定我國央行在國內金融市場尚需推動發展下，為維護市場流動性及確保央行債權，所費心制定之繁複擔保品範圍及差異定價，惟在未來隨著金融市場之發展，似可適時參酌瑞士制度，整合制定單一擔保品清單適用相關融通，並藉以簡化其計價方式，如此對於提升我國金融市場之運作效率，似有正面助益。（詳伍之三節）

#### 六、公開市場操作方面

瑞士央行逐日以數量標之主要融通操作，進行公開市場操作，並兼採微調操作。其操作利率逐日參酌市場利率訂定，而我國操作利率似較偏向用之於引導市場利率。瑞士央行公開市場操作建構在外部操作架構 Eurex Repo 系統上，該系統報價、交易、交割、清算全部電子化、自動化及透明化，系統擔保品亦能逐日洗價兩次，電子化效率化系統成為瑞士金融價值鏈之一環。我國央行現行發行存單之特點及考量包括：央行存單發行天期考量到期金額及銀行需求，央行以申購方式發行存單有助於穩定市場利率，並已增加標售 364 天期定期存單超過 1 兆元，該標售利率已成為 5 年期公債殖利率之下方支撐。（詳伍之四節）

#### 七、央行主要交易對手方面

瑞士央行吸收流動性或沖銷流動性之交易對手原則上一致，採廣泛之交易對手；我國因長期流動性過剩，央行吸收流動性操作（發行存單）方面之交易對手較為廣泛（只有金融機構類別限制），而沖銷流動性操作僅限公開市場操作指定交易商（類別外另有門檻限制）。其中一般指定交易商，需負責協助發展拆款市場、建立拆款利率指標；至於中央公債主要交易商，則需協助促進公債市場健全發展。這是我國央行兼顧調節金融及活絡市場之彈性措施。是否採行主要交易商制度，要求財務健全、信譽卓著、具市場及資訊能力甚或要求履行強制報價及活絡市場義務，端視該國金融市場發展需要而規範

之。（詳伍之五節）

## 八、後續研究建議

他山之石可以攻錯，研究先進國家制度可作為改進我國制度之借鏡，筆者認為已盡心盡力完成本報告，但是學養有限，謬誤之處，仍待學者專家或長官先進惠予賜正。筆者並建議後續研究可包括：瑞士央行貨幣政策操作架構之變動研究、瑞士央行政策利率調整對金融市場及銀行營運之影響研究、瑞士央行資產管理研究、Eurex Repo 系統之功能研究、瑞士債票券清算制度整合之研究、主要銀行流動性管理研究、公開市場操作利率對其他金融市場利率之影響或最適操作期間之研究等。

## 附錄：參考資料

### 中文部分：

- 王文宇（2004），新金融法，元熙出版社。
- 林文琇、金統科摘譯（2003），美國以外主要國家貨幣政策操作，中央銀行國際金融參考資料，第 48 輯。
- 沈中華（1999），貨幣銀行學—全球的觀點，新陸書局。
- 吳桂華（2005），瑞士央行貨幣政策操作工具，央行同仁內部報告。
- 吳聰敏（2003），總體經濟學，吳聰敏出版，漢蘆圖書總經銷。
- 梁發進（1991），貨幣理論與政策，華泰書局。
- 黃富櫻（2004），央行利率區間操作模式簡介，中央銀行國際金融參考資料，第 49 輯。
- 蕭翠玲（1993），德國金融制度中聯邦銀行貨幣政策工具之運作，中央銀行國際金融參考資料，第 31 輯。
- （2006），歐元區貨幣政策操作方式之研究與借鏡，中央銀行國際金融參考資料，第 50 輯。
- 蘇慶祥譯（2003），貨幣政策機制的國際經驗比較，中央銀行國際金融參考資料，第 48 輯。

### 英文部分：

- Archer, David（2006）：Implications of recent changes in banking for the conduct of monetary policy, BIS Papers No28, august, pp 123-151.
- BIS（2006）：Monetary policy in the advanced industrial economies, BIS 76th Annual Report, June, pp 59-78.
- （2004）：Monetary policy in the advanced industrial economies, BIS 74th Annual Report, June, pp 61-80.
- （2006）：The management of liquidity risk in financial groups, BIS, May.

- Biswas, Francesca (2006) : Operational Risk Switzerland, UBS, October.
- Credit-Suisse (2006) : ZEW-European Economic Research, Credit-Suisse, October.
- ECB (2004) : General Documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures , February.
- Edey, Malcolm (2006) : An Australian perspective on inflation targeting, communication and transparency, BIS Paper No31, December, pp3-24.
- Eurex (2003) : Clearing Risk Based Margining, Eurex, January.
- (2005) : Repo Trading in the First Division, Eurex, February.
- Faber, M.Sophie and Eveline Ruoss (2000) : Money and monetary policy, SNB, January, P7.
- The Federal Assembly of the Swiss Confederation (2003) : Federal Law on Banks and Savings Banks, KPMG, October.
- The Federal Council (2004) : Implementing Ordinance on Federal Law on Banks and Savings Banks, KPMG, June.
- Frederic S. Mishkin (2001) : The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Six Edition, Addison Wesley Longman.
- Herrmann, Thomas (2006) : Swiss Economy, Credit-Suisse, October.
- Hildebrand, Philipp M. (2006) : Comments on Money and Monetary Policy ~The ECB experience 1999-2006, SNB, November.
- Hupkes (2005) : Eva H. G., Banking Regulation in Switzerland, SFBC.
- Huwiler, Marco (2006) : Price analysis and measures of core inflation, SNB, October.
- IMF (2006) : World Economic Outlook Database, September.
- Lucas, Wendy (2006) : Liquidity Management at UBS, UBS, September.
- McHale, Christopher J. (2006) : The Regulation and Supervision of the Swiss Banking System, Swiss Federal Banking Commission, October.
- Ohyama, Shinsuke & Tanigawa, Junko (2006) : Monetary policy conduct of the Swiss National Bank ~ the experience from 2001 to 2004, Bank of Japan, May.
- Peytrignet, Michel (2006) : Swiss Monetary Policy: Strategy and Recent Evolution , SNB, October.
- Ransome, Olaf (2006) : Prime Banking, Credit-Suisse, October.
- Rich, Georg (2003) : Swiss Monetary Targeting 1974-1996 ~ The Role of Internal Policy Analysis, European Central Bank Working Paper Series, June.
- SFBC (2005) : Guidelines for Financial Market Regulation, SFBC, September.
- SNB (2002) : Federal Act on the Swiss National Bank, Swiss National Bank, June.
- (2004) : Implementing Ordinance on Federal Act on the Swiss National Bank, Swiss National Bank, March.
- (2006) : 2005 Banks in Switzerland, SNB Swiss National Bank.
- (2006) : 2005 98th Annual Report, Swiss National Bank.
- (2006) : Guidelines of the Swiss National Bank on Monetary Policy Instruments, Swiss National Bank, June 2006.
- (2004) : Instruction Sheet on Main Financing and Fine-Tuning Operations, Swiss National Bank , April.
- (2004) : Instruction Sheet on the Intraday Facility, Swiss National Bank , April.
- (2005) : Instruction Sheet on the Liquidity-Shortage Financing Facility (Special-Rate Repo Transactions) ,Swiss National Bank ,November.
- (2006) : Instruction Sheet on Collateral Eligible for SNB Repos, June.
- (2004) : Instruction Sheet on the Custody Cover Account "SNB", April.
- (2006) : Quarterly Bulletin, December 2006.
- (2006) : Revision of basket structure and extension of list of collateral eligible for SNB repos, SNB, May.
- (2006) , Terms of Business, SNB, August.
- (2006) : Swiss Franc Repo Market ~ Guide for Participation, SNB, October.
- (1999) : Monetary policy decisions of the Swiss National Bank for 2000, SNB, December.

- (2006) : Monetary policy report, SNB, June and September.
- (2007) : Monthly Statistical Bulletin , SNB, January.
- (2006) : 2006 Financial Stability Report, SNB, June.
- Stahel, Fritz (2006) : Banking in Switzerland, Economic Research Credit-Suisse, October.
- Staunovo, Giovanni (2006) : Implementation of Monetary Policy and the "Swiss Value Chain", SNB, October.
- Streit, Sandro (2006) : Swiss National Bank Asset Management, SNB, October.
- Sunitsch, Markus (2006) : Liquidity Management Overview at Credit-Suisse, Treasury Credit-Suisse, October.
- Swiss Stock Exchange (2006) : Tradition of Technical innovation~ Annual Report 2005, SWXGROUP.
- Thorn, David Lawrence (1999) : Swiss Monetary Policy in the New World of the Euro: The Swiss Must Back on Their Sense to Survive.
- Truman, Edwin M. (2003) : Inflation Targeting in the World Economy.
- UBS (2006) : European Economic Monitor~ Switzerland, UBS, October.
- Veyrassat, Antoine (2004) : The Swiss franc money market : instruments and market participants, Asset Management, Swiss National Bank, Quarterly Bulletin, Q3, pp42-53.
- Zanetti, Attilio, Economic Analysis (2006) : Instruments and Goals, SNB, October.

(本文完稿於民國 96 年 3 月，並於 96 年 7 月更新相關圖表資料，作者現為本行業務局襄理)