

# 美國 Fed 的公開市場操作

黃 富 櫻

## 摘 要

- (一) 美國地域廣大，由聯邦準備制度執行貨幣政策，以達成物價安定、金融安定及無通貨膨脹的經濟成長目標。整個聯邦準備制度由理事會、聯邦公開市場委員會 (FOMC)、12 家聯邦準備銀行、及聯邦諮詢委員會、消費者諮詢委員會及儲蓄機構諮詢委員會所構成。
- (二) 理事會與聯邦公開市場操作委員會係美國貨幣政策之最高決策單位。理事會每兩週集會一次，負責訂定貼現率、準備率及邊際準備率；聯邦公開市場操作委員會則依公佈之會議時程每年集會八次，專責制定公開市場操作的指導方針，目前其設定及公佈之聯邦資金利率目標最為全球金融市場所矚目。貼現率及準備率政策雖非聯邦公開市場委員會的職掌，但某些時候，聯邦公開市場委員會亦同時討論貼現率及準備率。
- (三) 美國貨幣政策操作以貼現率政策、準備率政策及公開市場操作為貨幣政策工具，其中公開市場操作是 Fed 使用最普遍，也是最重要的貨幣政策工具。隨著貼現率政策與準備率政策重要性日漸式微，渠等已功成身退扮演公開市場操作之輔助性角色，充當貨幣市場之緩衝器功能。
- (四) 公開市場操作的目標旨在確保聯邦資金利率（存款機構間同業拆款隔夜利率）依循 FOMC 所設定的目標水準變動，但 Fed 僅試圖維持聯邦資金利率在目標利率的較小範圍內波動，並未施加行政指導，或非常嚴格地達到特定目標利率。
- (五) 美國的法定清算制度亦屬準備率政策的一環。各銀行依據與 Fed 的事先約定，在其準備存款帳戶內保留特定金額。此部份存款表面上與一般準備存款相同，未享有利息收入。但事實上，Fed 將法定清算金額所換算成的隱含利息（法定清算金額×聯邦資金利率×14 天÷360 天）視為銀行的收益，可用來抵用銀行使用 Fedwire 所應

支付 Fed 的費用，故銀行均樂於在 Fed 保留清算餘額。但因超過所應支付 Fed 費用部份，亦屬超額準備，並無利息收入，因此銀行在實務操作上，以其所估計應支付 Fed 的費用反推算出應保留的法定清算金額。

(六) 座落於美國紐約大都會金融街的紐約聯邦準備銀行係公開市場操作的執行單位，其市場部門 (Market Group) 執行公開市場操作的所有事宜，包括各類型公開市場操作、代理財政部發行政府債券及執行外匯政策等。

(七) 紐約聯邦準備銀行為迎合時代變遷，俾做得更好、更快、更有效率，於 1998 年 3 月宣佈組織改造，將組織軸心之市場組由原先之 5 個小組擴編為 6 個小組。新舊組織最大的差異為，舊組織將公開市場附買賣回與買賣斷操作集中在 Domestic Open Market Operation 小組，新組織則依功能性分別設在獨立的部門進行相關操作。Domestic Reserve Management 負責管理銀行準備金之供應，俾達成 FOMC 設定之聯邦資金利率目標；並估測聯邦準備銀行資產負債項目之變動以及存款機構之流動性需求，據以決定及執行附買回公開市場操作。Fixed Income and Foreign Exchange 則負責買賣斷債券之公開市場操作、執行外匯政策及外匯

準備之投資管理、觀察分析全球金融市場的變動、以及 SOMA 融券操作的業務。至於政府債券之發行業務則由 Treasury Relationship Management and Office of Management and Budget 所負責。

(八) 市場組之資金估測組員負責準備金需求與供給的估測作業。其中準備金需求部份，利用銀行提供的存款資料估計提存期間之應提準備金 (RR)，並藉助經濟計量模型推估超額準備 (ER)；另依據聯邦公開市場委員會制定之聯邦資金利率目標與貼現率間之差距換算成預定進行的窗口融通目標金額 (BR)，俾聯邦資金利率依循目標利率變動。由上述三數據推導出 Fed 公開市場操作的非借入準備目標 (NBR Path)，其公式為：
$$\text{NBR Path} = \text{RR} + \text{ER} - \text{BR}$$
。至於準備金供給部份，則估計非借入準備的供給金額，一般而言，財政部在 Fed 的存款餘額、流通中通貨、票據交換浮額等均屬影響非借入準備供給變動的主要因素。最後，非借入準備目標與非借入準備供給估計數間的減項，即屬 Fed 當日公開市場操作的操作金額。

(九) 紐約聯邦準備銀行市場組亦為外國官方帳戶 (包括財政部及央行等政府官方單位) 進行債券市場之買賣債券或

附買回交易。為區別起見，為本身公開市場操作帳戶承做的 RPs 通稱 System RPs，為外國官方帳戶承作者稱為 Customer RPs。

(十) 美國公開市場操作的種類多達七種，包括附買回操作、附賣回操作、買斷、賣斷、代理外國官方帳戶的內部往來交易、補足已到期政府債券金額、及部份到期政府債券到期兌償。就時效性而言，附買回及附賣回操作屬暫時性的微調操作，其餘則具長久性的效果。就使用頻率而言，以附買回操作最為頻繁。補足到期政府債券金額則發生於各週，以新發行政府債券遞補已到期債券，對準備部位具中性效果，亦即並不影響準備部位的變動。

(十一) 美國公開市場的操作對象為信譽良好的主要交易商 (Primary Dealers)。Fed 在政府債券標售及公開市場操作採自動化作業後，於 1992 年 1 月 22 日大幅修訂主要交易商制度為更開放的新制度，除取消市場占有率不得低於 1% 的限制外，亦不再進行對主要交易商的監督作業，但對主要交易商的資本標準採取較嚴謹的規定，以確保主要交易商參與公開市場操作時，能承接一定數量的交易。依 Fed 規定主要交易商包括銀行及非銀行的主要交易

商，但據紐約聯邦準備銀行 Market Group 之 Market Surveillance 主管 Ms. Debi Perelmuter 稱，理論上經營銀行業務的商業銀行及在其握股公司下之專業證券公司，均可申請作為主要交易商，但實際上係以專業證券公司為常態。但因專業證券公司在 Fed 並無準備存款帳戶，因此，公開市場實務操作上係透過主要交易商及主要交易商之往來銀行在 Fed 的準備存款帳戶進行。

(十二) Fed 貨幣政策操作得以發揮快捷功效，Fedwire 其實扮演相當重要的關鍵角色。Fedwire 包括資金調撥及款券交割兩大系統。公開市場操作的過程中包括資金流及債券流，透過 Fedwire 傳遞，公開市場操作得以迅速有效地調節市場資金供需。

(十三) Fed 負責執行公開市場操作的人員，每天上午均與主要交易商、聯邦資金市場貨幣經紀商及部份銀行的資金調度主管商討市場資金狀況，有時候於下午抽空實地拜訪主要交易商。

(十四) 公開市場交易室每天上午 9:30 經由 TRAPs 自動化系統向主要交易商宣布公開市場操作的訊息，提供主要交易商 15 分鐘擬定投標價格，9:30~9:45 主要交易商投標，約莫過了五分鐘交易室完成開標作業，公開市場操作

由宣佈至開標僅花費 20 分鐘。

- (十五) 美國財政部的資金動支亦屬影響銀行體系準備部位變動的主要因素。財政部在 Fed 及一般銀行開設存款帳戶。在 Fed 的週轉金帳戶通常維持一特定的目標金額，目前約 50 億美元；在一般銀行的 TT&L (Treasury Taxes and Loans) 帳戶則有最高限額規定，銀行亦須提供擔保品。基於上述限制，財政部經常在 Fed 及銀行帳戶兩者間靈活調度資金。影響所及，直接衝擊準備市場的變動，特別是稅款集中繳庫的季節。因此 Fed 公開市場交易室人員每天上午均須與財政部人員進行電話討論，重新調整在 Fed 的國庫存款餘額估計數。
- (十六) 公開市場交易室人員與聯邦公開市場委員會保持密切連繫，包括：每天上午 9 時左右紐約與華盛頓兩邊相關工作人員進行電話討論、每天兩份報告（早上的電話討論摘要及下午債券市場結束後的市場動態報告）、週報、雙週報及季報、年報等。此外，在每次公開市場操作委員會開會前，交易室人員負責提供上次會議以來的公開市場操作及金融市場動態褐皮書；每次會議時，交易室經理則提出口頭報告。
- (十七) 1990 年代以來美國存款機構在聯邦準

備銀行之法定準備餘額劇減，主要係因 Fed 於 1990 年及 1992 年大幅調價法定準備率，以及 1994 年起零售型移轉帳戶盛行使然。上述現象對存款機構之資金調控、公開市場操作及維持聯邦資金利率穩定方面，均較往昔困難。惟並未因此損及 Fed 維持聯邦資金利率依循目標水準變動之政策效果，似與 Fed 經常檢討與改善實務作業方式，及不斷更新訊息透明化政策有相當程度之關聯。

- (十八) Fed 自 1969 年開始實施之融券操作機制，在貨幣政策操作過程中，扮演最後貸券者角色；貼現窗口操作則扮演最後融通者角色。在最後貸券者與最後貸款者雙翼角色之保障下，可有效確保存款機構或主要交易商在市場告貸不足之餘，最後可由聯邦準備銀行之管道借足所需之資金或債券，從而可維持市場利率穩定，亦可確保資金支付或款券交割之支付制度健全運作。
- (十九) Fed 自 2003 年 1 月 9 日起實施貼現窗口融通新制，新制融通利率高於市場利率之機制設計，類似其他先進國家央行之常設性窗口操作工具，惟 Fed 在聯邦準備銀行對法定準備金或超額準備付息之法源尚付闕如之情況下，其操作方式為一種半套利率區間操作

模式。上述立法案已交付國會聽證討論多年，據稱目前僅剩些許技術性問題待克服，未來在國會立法通過後，Fed 實施國際間盛行之全套利率區間操作模式將是水到渠成、指日可待。

(二) 依據 Fed 公佈之統計資料顯示，新貼現窗口融通制度實施近一年半以來，存款機構利用貼現窗口融通資金之金額並不大。新制雖無金額限制，但在融通利率高於市場價格甚多之價格誘因機制之市場力量作用下，存款機構未大量使用貼現窗口之現象並不足奇，其實與先進國家央行採用類似機制之實情相符。

(三) 值得注意的是，Fed 以設定窗口融通目標之方式估測逐日資金缺口，據以進行操作之模式，似將受到若干影響，

不利維持利率穩定，但實際上逐日之加權平均聯邦資金利率皆能依循目標水準變動。究其原因，似與 Fed 的各項操作機制環環相扣有絕對的關聯。Fed 以公開市場操作為主軸，佐以貼現窗口融通及準備率政策，作為輔助性貨幣政策工具及貨幣市場的緩衝器，並以 Fedwire、Primary Dealers、訊息透明化政策、融券操作機制、安全保管帳戶及線上即時監視準備帳戶系統等週邊性實務作業機制輔助公開市場操作。此外，Fed 高度的公信力、大型銀行相互拆借聯邦資金利率之統計方式、以及資金預測作業之精準度等亦連帶促使聯邦資金利率維持穩定變動。

\*\*\*\*\*

## 一、前 言

美國執金融界牛耳，其舉動牽動全球金融市場之脈動，特別是 Fed 的貨幣政策措施，往往迫使他國跟著變動，深深影響一國貨幣政策的自主性，爰激發誘因引領各國深入探討 Fed 的貨幣政策操作，希冀由其實務操作中學習可借鏡之經驗或啟示，及由了解其操作過程進而預測其貨幣政策動向，以消除或減緩可能產生之不利衝擊。本文以 Fed 的公

開市場操作為探討主題，亦係基於前述動機，另則考量公開市場操作已躍升為各國最主要也是使用頻率最高之貨幣政策工具，各國央行大多依賴公開市場操作調節金融，達到貨幣政策之預期目標。而存款準備率政策在低或零法定準備率之國際風潮下，其重要性已漸次式微，傳統形式的貼現率政策則多已由市場導向之常設性窗口操作工具 (Stand-

ing Facilities，包括隔夜融通與隔夜存款）所取代。Fed 亦從善如流於 2002 年下半年改革實施長達 90 年之久之貼現窗口融通政策，2003 年 1 月 9 日起正式實施近似常設性窗口操作工具之貼現窗口融通新制。2003 年 12 月下旬作者利用赴美國紐約考察美國的投資銀行業務之際，曾順道拜訪美國紐約聯邦準備銀行，實地了解其公開市場操作近況，以及其新貼現窗口政策之實施情形，爰一併整理如本文。

本文除以 Fed 之公開市場操作為主題外，亦於文末扼要說明 Fed 結合公開市場操作及新貼現窗口融通政策之半套利率區間操作模式，以近觀 Fed 貨幣政策操作之全貌。全文共分七節，除本前言外，將於第二節探

討美國的貨幣政策目標、貨幣政策傳遞機制與貨幣政策工具，第三節說明美國貨幣政策操作方式的變遷，第四節由公開市場操作的基本架構、紐約聯邦準備銀行公開市場操作的組織架構、聯邦公開市場委員會（以下簡稱 FOMC）的決策過程、公開市場實務操作的決策過程、公開市場操作類別、公開市場交易室與 FOMC 的聯繫作業、公開市場操作的一天、1990 年代以來公開市場操作實務作業之演變、法定準備餘額銳減對存款機構、公開市場操作與聯邦資金利率之影響、主要交易商制度等十個議題探討 Fed 的公開市場操作；第五節及第六節分別說明 Fed 的融券操作機制及 Fed 的半套利率區間操作模式；最後為結語。

## 二、美國的貨幣政策目標、貨幣政策傳遞機制與貨幣政策工具

### （一）貨幣政策目標

美國的貨幣政策目標旨在提供長期經濟成長所需之貨幣與信用，以有效達成充份就業、穩定物價及長期利率水準（註 1）。概括而言，即係維持物價安定、無通貨膨脹的經濟成長及金融安定等三大目標。聯邦準備制度的主要任務則是執行貨幣政策達成上述最終目標。但因央行無法直接控制最終目標，乃轉而控制與最終目標關係密切之中間目標，包括貨幣總計數、中長期利率、匯率或信用總計數等。另由於央行不易於短期間內控制中間目標，故進一步設定存款準備金或

短期利率（聯邦資金利率）等操作目標，藉以引導逐日的貨幣政策操作。至於逐日的貨幣政策操作則主要在運用與執行各種貨幣政策工具。因此，央行執行貨幣政策的基本架構是運用各種貨幣政策工具，有效引導操作目標，進而控制中間目標，藉以達成最終目標。

美國自 1975 年伊始以貨幣總計數作貨幣政策中間目標，並於 1979 年 10 月至 1982 年秋季達於巔峰，主要係為抑制高達兩位數之通貨膨脹率使然。但隨著金融環境急劇變遷，1980 年代晚期起逐漸淡化貨幣總計數的

重要性，改採聯邦資金利率之操作方式，並設定聯邦資金利率之目標水準，慢慢遠離短期控制任何貨幣總計數之優先考量。聯邦資金利率是銀行同業互拆之隔夜拆款利率，它能強烈影響其他短期市場利率之波動。事實上，目前 FED 的中間目標形同一混合體，FED 同時觀察多種指標之變動，不再僅釘住貨幣存量之單一中間目標的變動。貨幣總計數作為中間目標之地位已逐年滑落，FED 理事主席 GREENSPAN 在 1992 年討論美國該階段政策操作時，曾說『政策策略之演進，已遠離短期控制任何貨幣總計數的優先考量，同時遠離以準備金數量作操作目標之操作方式』；1993 年 7 月聽證會中理事主席報告指出聯邦公開市場操作委員會（FOMC）會議決議不再強調以 M2 做中間目標，他說：『至少到目前為止，M2 業已降級，不再充當可信賴的金融指標，而且 FED 不會採用單一變數作中間目標』。

## （二）貨幣政策傳遞機制（註 2）

圖 1 顯示美國 Fed 貨幣政策之傳遞機制，該流程圖說明貨幣政策措施如何由各種複雜的管道影響產出、就業與物價。所有管道透過市場力量，促使經濟社會中企業及家計部門的資金取得與成本、家計部門之資產或淨財富、以及匯率對進出口價格之影響等產生變動，接著影響經濟活動，並導致經濟部門之各種價格發生變動。

舉例而言，當 Fed 採行緊縮貨幣政策

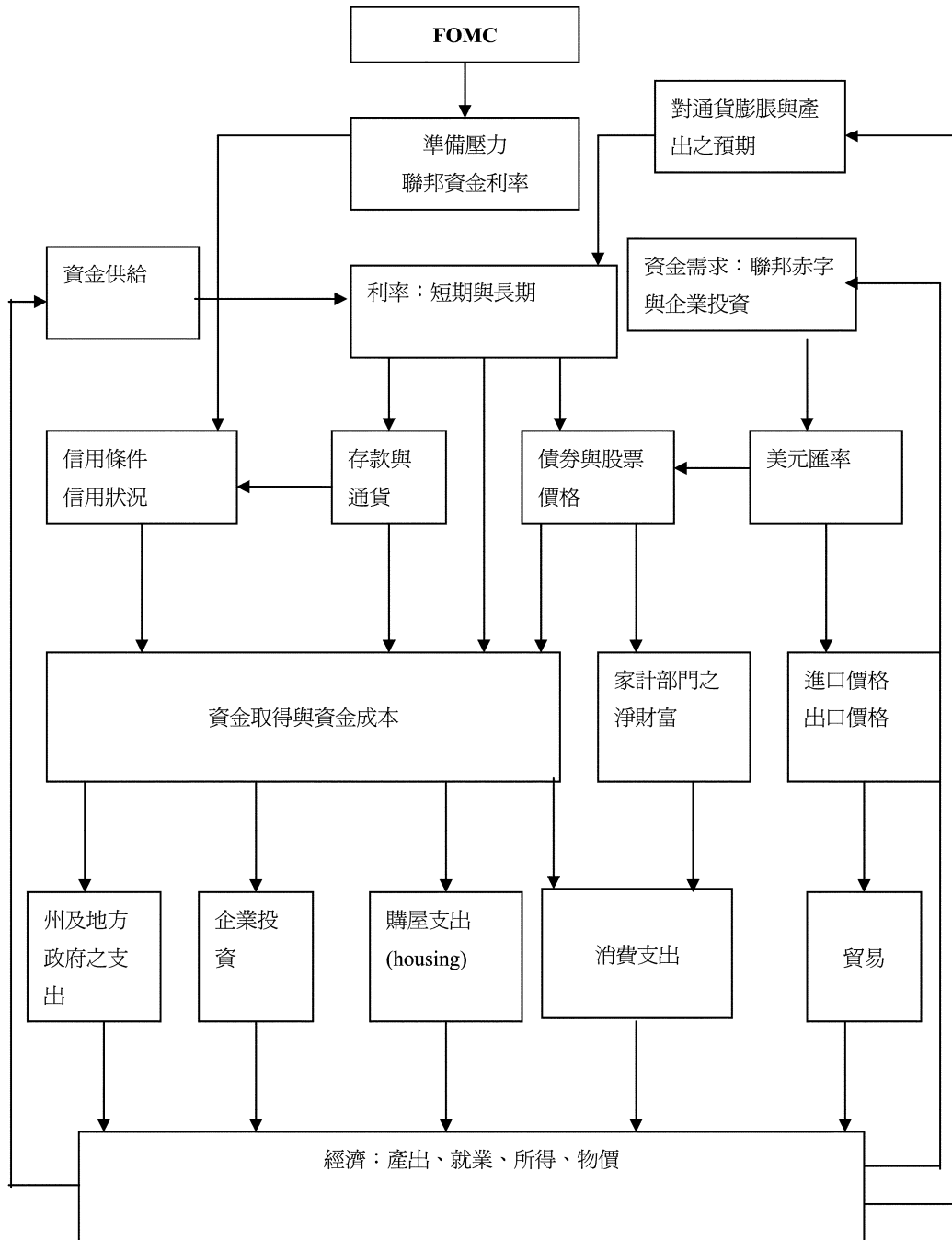
時，Fed 可能採賣斷政府債券之公開市場操作，藉以緊縮市場資金，而導致聯邦資金利率及其他短期市場利率立即上揚。持續上升的短期利率則導致貨幣總計數（含存款與通貨）之成長減緩，亦導致長期利率上升。在其他條件不變的情抗下，較高的利率水準使資金成本升高，從而抑制企業投資需求、民眾購屋意願及對耐久才的消費支出，此即傳統上貨幣政策透過”貨幣或利率管道”影響經濟之流程。

緊縮性貨幣政策亦可能促使銀行放款因為銀行資金成本提高或授信風險升高而減少。同樣地，非銀行部門對民間部門之資金融通亦可能因市場銀根緊縮衍生較高之融通風險而減少。資金成本上漲而使放款減少之現象，對總需求與產出產生負面效果，此即所謂”信用管道”，其與利率管道同時發揮影響力。

較高之利率水準及較低之貨幣成長率亦可能經由”財富管道”，透過實質或預期之資產價值減少之方式進而影響經濟活動。例如，提高利率通常導致債券及股票價格下跌，而使家計部門之淨財富縮水，企業之資產負債表減弱，最終影響企業及家計部門的支出。

最後，緊縮性貨幣政策亦可能透過匯率升值的方式影響經濟活動，此即所謂之”匯率管道”。匯率升值促使進口價格降低，美國出口至國外之成本則因對手國匯率相對貶

圖 1 美國的貨幣政策傳遞機制





值而提高，進而使外國對美國的商品需求減少，以致對進出口相抵後之外貿淨額及產出產生負面影響。惟若從正面的觀點而言，匯率升值導致進口價格下降，其實可助益改善美國的通貨膨脹。

以上係以緊縮性貨幣政策為例，說明貨幣政策措施透過貨幣或利率管道、信用管道、財富管道及匯率管道影響經濟活動，最終使產出、就業及物價發生變動之一系列過程。反之，若 Fed 採寬鬆貨幣政策措施，其影響流程正好呈反向變動。

### （三）貨幣政策工具

圖 2 顯示聯邦準備制度運用貼現率政策、準備率政策及公開市場操作等三種工具執行貨幣政策，其中貼現率政策是一種宣示性效果，準備率政策在迎合國際低準備率潮流下，法定準備率節節下降，其在貨幣政策中所扮演的角色正在蛻變中，由傳統直接控制貨幣的強有力工具，轉變為控制短期利率（聯邦資金利率）波動的貨幣政策輔助工具。至於公開市場操作則是最主要且最靈活便捷的工具，用以有效微調準備部位，俾聯邦資金利率依循聯邦公開市場委員會所設定的目標水準變動。

#### 1. 貼現率政策：

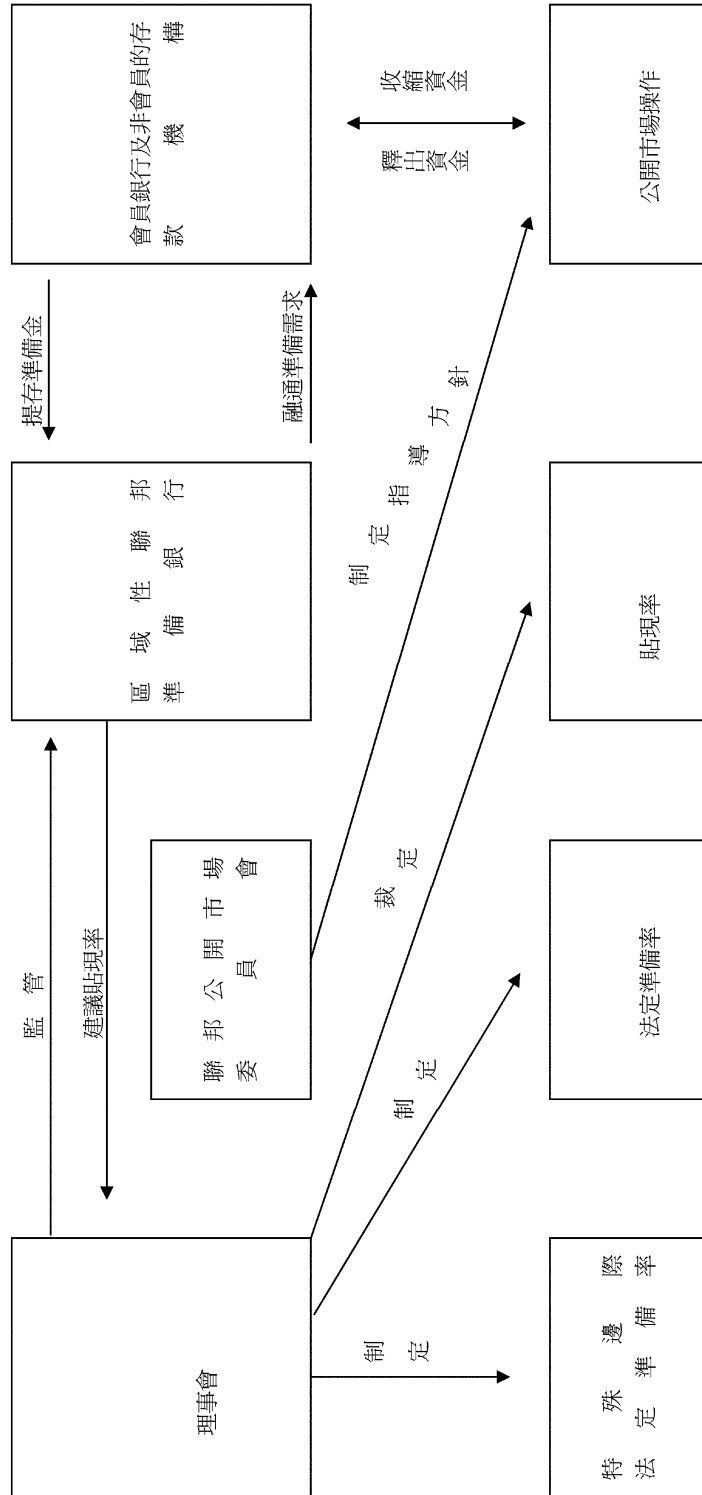
貼現率係指合格存款機構直接向各區域性聯邦準備銀行借入短期資金的利率，由各區域聯邦準備銀行建議，最後由理事會裁定。貼現率政策即一般俗稱之「貼現窗口融

通政策」，其貸放方式包括貼現及墊款（擔保放款）兩種，實際作業則以墊款為主。Fed 於 2003 年初起改採貼現窗口融通新制，茲分別說明新舊制如下：

(1)舊制：貼現窗口融通舊制之貸放種類包括調節性融通、延長性融通、季節性融通及緊急融通，但必須是存款機構無法自其他管道取得融通時才可使用，銀行申請窗口融通時，須提供相關資料說明融通的目的，聯邦準備銀行具有最後裁量權。因此，貼現率雖較市場利率低，具有補貼色彩，聯邦準備銀行並不鼓勵會員銀行多使用窗口，在繁複規定的機制設計下即已大幅降低銀行的申貸意願，復因 1984 年 Continental Illinois National Bank 遭受經營危機，向聯邦準備銀行借大筆窗口資金渡過難關，遂使窗口融通與銀行經營危機劃下等號，一般健全經營的銀行反而不願仰賴窗口融通，以免損及銀行聲譽。影響所及，美國聯邦準備銀行貼現窗口融通的重要性乃降低，而僅具宣示性效果。

(2)新制：2002 年下半年 Fed 為改善貼現窗口融通之結構，有效發揮其貨幣市場緩衝器功能，改革實施已長達 90 年之之前述傳統貼現窗口融通政策，2002 年 10 月 31 日宣佈新貼現窗口融通制度，並自 2003 年 1 月 9 日起正式實施（註 3）。新制以市場利率導向與合格融通對象，取代舊制繁瑣之行政作業規範，助益 Fed 建立一套簡單、透明、易懂之全國一致性作業準則，有效提高存款機構

圖 2 聯邦準備制度貨幣政策的基本架構



使用窗口之意願。新制改採主要融通及次要融通之機制設計，替代舊制之調節性融通與延長性融通，其融通利率分別較聯邦資金利率目標高約 100 基本點及 150 基本點，季節融通則維持不變。Fed 稱其貼現融通新制與其他新進國家央行之措施近似，惟 Fed 迄無存款機制，係與他國央行不同之處，主要係因聯邦準備銀行尚無對應提款準備金或超額準備付息之法源，相關法源仍在國會送審中。

## 2. 法定準備政策：

美國聯邦準備制度依據 1980 年的貨幣控制法，將法定準備率的適用機構由原先的會員銀行擴大為所有存款機構，包括全體銀行、儲貸協會、儲蓄銀行及信用合作社。1990 年 12 月取消定期性存款及歐洲美元存款的法定準備規定，1992 年則進一步將交易性帳戶的法定準備率由 12% 降至 10%。近數年來隨著 (a) 法定準備率的顯著降低；(b) 零售型移轉帳戶 (Retail sweep account) 自 1995 年起快速成長，銀行依據與客戶簽定之合約，將資金由應提準備之交易性帳戶彈性移轉至免提準備的儲蓄性帳戶等之發展，法定準備金金額 (即應提準備金金額) 顯著減少。另因自動提款機的普遍使用，銀行的庫存現金大幅增加，在庫存現金亦屬合格準備資產的考量下，銀行存在聯邦準備銀行的準備存款乃鉅減，部份存款機構的庫存現金甚至能全數滿足應提準備的規定。銀行在準備存款不生息之利益觀點，及避免營業日期底

產生赤字受罰的兩相矛盾但又相互牽制的考量下，實務操作上均儘量維持一最適的低準備存款水準。

美國準備制度的另一特色是，法定清算餘額的規定。清算餘額係指各銀行依據約定必須在準備帳戶維持某一特定水準的金額，其規定與存款準備金類似，銀行亦須在提存期之兩週內維持逐日餘額的平均數，若提存不足，將被懲罰；若超過，則為超額準備，亦無利息收入。銀行樂於維持清算餘額，主要係因該兩週期間之平均清算餘額乘以聯邦資金利率後所得之金額，視為一種隱含利息收入，可用來抵用銀行享用聯邦準備銀行提供票據交換、Fed wire 系統等之服務費。因此，形式上聯邦準備銀行並未付息，但抵用服務費部份實質上即已相當於利息收入。儘管如此，其計算後之可抵用金額超過應支付的服務費部份，既不生息亦無意義，因此清算餘額是有金額限制的，銀行亦均審慎由服務費支付反推算清算餘額，其簡易計算方法如下：假設兩週之提存期間內，銀行須支付 1,000 元服務費予聯邦準備銀行，乃假設聯邦資金利率為 5%，則由此推算銀行在兩週內須維持 514,286 美元的平均清算餘額。

$$1000 \times 360 \div 14 \div 0.05 = 514,286$$

$$\text{或 } 514,286 \times 5\% \times 14 \div 360 = 1,000$$

另外值得一提的是，美國聯邦準備制度於 1997 年 11 月 10 日對外發佈新聞稿，擬修正準備金提存制，由當期落後兩天的提存制

改為落後三十天的提存制，廣徵各方意見，並希望所有意見於 1998 年 1 月 12 日以前提出。新制已於 1998 年 3 月 26 日發布，並自同年 7 月起正式實施。新聞稿中同時說明 1984 年開始採用之當期提存制的目的，主要為有效控制 M1 的成長，但現階段聯邦準備制度已不再控制 M1 成長目標，且逐漸淡化貨幣總計數作為貨幣政策指標的重要性。現階段以聯邦資金利率為操作目標，因此改採落後三十天的提存制，將有助聯邦準備制度正確匡計準備金市場的供給與需求，助益紐約聯邦準備銀行公開市場交易室有效掌握正確的市場訊息，俾聯邦資金利率依目標水準波動。聯邦準備制度上述欲調整新措施對外廣徵意見的作法頗值得學習。

### 3. 公開市場操作：

公開市場操作是美國聯邦準備制度最主要的貨幣政策工具，其操作均透過主要政府債券交易商完成（Primary Dealers），藉以影響經濟體中的貨幣與信用數量。買入操作時挹注資金至金融體系，是一種寬鬆措施；賣出操作則是一種相反的收縮效果。聯邦公開市場委員會及紐約聯邦準備銀行是公開市場操作的重要單位。前者在每年八次的會議中經充份討論後制定公開市場操作的指導方針；後者紐約聯邦準備銀行則為公開市場操作的執行單位。鑑於公開市場操作是美國，也是世界各國央行的主要貨幣政策工具，本文爰以公開市場操作為重點，於第三節先說明美國貨幣政策操作目標與訊息透明化政策的變遷，第四節則以專章詳盡介紹美國的公開市場操作供參考。

## 三、美國貨幣政策操作方式與訊息透明化政策的變遷

### （一）貨幣政策操作方式之變遷

隨著金融制度的重大變革及金融環境的急劇變遷，美國貨幣政策乃因勢制宜歷經相當大幅度的調整。中間目標由對量（貨幣總計數）的重視，轉變為重視價（利率）的變動；操作目標則由原先控制準備金數量，改為嚴密監控聯邦資金利率的變動。表一顯示 1979 年以來美國貨幣政策操作目標的變遷，茲扼要說明如下：

#### 1. 1979 年— 1982 年：

FOMC 以控制準備金數量為主要操作目

標，藉以有效控制貨幣總計數的成長，進一步遏阻快速竄升的通貨膨脹。1979 年 10 月起 FOMC 開始設定非借入準備目標，允許聯邦資金利率在一較大的彈性範圍內自由變動，其非借入準備目標則是依據 FOMC 的貨幣成長目標設定。

#### 2. 1983 年— 1987 年 10 月：

貨幣總計數 M1 與經濟活動間的長久穩定關係在 1980 年代初期轉趨扭曲，致 FOMC 在 1982 年不再強調控制 M1 的重要性，1982 年底，FOMC 放棄原先設定準備金目標的操

表 1 1979 年以來美國貨幣政策操作目標的變遷

時 間	項 目	非借入準備目標	聯邦資金利率	其 他
1979-82 年	設定非借入準備數量目標	根據 FOMC 的貨幣成長目標設定	波動較劇烈，在較大的彈性範圍內自由變動	未大量融通短期準備不足。公開市場操作是貨幣政策調整的訊息。
1983-87 年	準備壓力程度 設定借入準備目標	根據 FOMC 的窗口融通目標金額及聯邦資金利率目標設定	提存期間小幅度溫和波動	融通部份準備不足。公開市場操作是貨幣政策調整的訊息。
1989-93 年	準備壓力程度 設定窗口融通目標水準	根據 FOMC 的聯邦資金利率目標設定	提存期間利率在目標水準左右波動	幾近全數融通準備不足。公開市場操作是貨幣政策調整的訊息。
1994 年以來	準備壓力程度 聯邦資金利率目標、新政策揭露過程	根據 FOMC 的聯邦資金利率目標設定	提存期間利率在目標水準左右波動	幾近全數融通準備不足。公開市場操作並非貨幣政策調整的訊息。

作方式，轉為融通準備需求的短期波動，以控制聯邦資金利率微幅波動。另一方面，1980年代初期以來持續進行的金融自由化及金融創新，更導致 FOMC 不再恢復使用 M1 數量目標及非借入準備目標的操作方式。

1983年至1987年10月，借入準備成為 FOMC 分析準備狀況的主要指標，FOMC 設定準備壓力程度，其係依據一般正常調節加上季節性的窗口融通預計金額估計而得。此種機制主要建構在銀行使用窗口的意願相當低的假設條件上，致能合理預估窗口融通金額。在執行此種操作方式時，公開市場交易室利用非借入準備滿足準備需求，不足部份則以貼現窗口資金補足，而該不足部份即係原先設定借入準備目標水準。因此，在特定的貼現率下，借入準備的操作方式，促使貼現窗口融通與聯邦資金利率緊密結合。

### 3. 1987年10月—1988年：

1987年10月股市崩盤，FOMC 暫時放棄借入準備的操作方式，全力盯住聯邦資金利率目標水準，以確保市場流動性無虞及恢復市場秩序。但在1988年 FOMC 旋即恢復借入準備的操作方式，惟恢復一段時間後發現聯邦資金利率與借入準備間的關係轉趨不穩，且不可靠，主要係銀行使用窗口資金的意願較以往更低，致借入準備目標不易加以預測使然。事實上，銀行不願使用窗口資金並非聯邦準備制度改變政策，而係銀行普遍認為向央行融通窗口資金，代表該行財務狀

況困窘。當平均借入準備金額持續下降且不易加以預測時，借入準備與聯邦資金利率的關係乃續呈扭曲。

### 4. 1989年—1993年：

1989年起，在無法以借入準備目標有效預測聯邦資金利率波動情況下，FOMC 及公開市場交易室不得不降低借入準備的操作方式。一般實務操作上，只要能持續維持 FOMC 預期的準備狀況，實際借入準備與目標值間的乖離金額通常是被容忍的。其非借入準備目標則是依據 FOMC 的聯邦資金利率目標設定。

交易室仍沿用窗口融通目標金額以導出非借入準備目標，並利用準備壓力宣示貨幣政策動向，聯邦資金利率則是評估準備狀況的主要金融指標，扮演貨幣政策的操作目標。平均而言，相較1983年至1987年操作方式，絕大部份準備不足部份已獲得融通，致提存期間的平均聯邦資金利率較以往更接近目標利率水準。

### 5. 1994年以來：

此期間的一般操作方式與前一期相仿，唯一最大的差異處是，自1994年初開始之新政策揭露過程。在資訊透明化之後，公開市場操作即不再代表貨幣政策調整的訊息。1994年未透明化以前，公開市場操作是貨幣政策調整的訊息，充斥於金融市場的 Fed Watcher 無時不刻均在嚴密盯緊 Fed 公開市場操作的一舉一動。

## (二) 訊息透明化政策之變遷

隨著訊息透明化政策之重要性與日俱增，各國央行莫不致力於改善其相關透明化措施，俾貨幣政策措施發揮預期的效果，同時達到權責化（accountability）的目標。FOMC自1989年起亦陸續改善其訊息透明化措施，茲說明如下：

1.1989年8月：

設定聯邦資金利率目標之變動單位為25基本點。

2.1994年2月：

正式於FOMC會後立即發表會議決議。以往FOMC在開會5-8週後才揭露政策決議，新的制度則在FOMC會後同一天即對外宣佈新貨幣政策調整內容，另在FOMC下次會議後的第一個星期五公佈上次會議的結果。新的揭示方式可使金融市場不致誤解Fed正常性的技術操作或防衛性的操作。在政策動向充份先讓市場知曉後，公開市場交易室以往必須使用特殊操作方式以揭示政策調整的情形乃大幅降低。儘管如此，市場參與者仍會在下次FOMC會議之前投機猜測Fed未來的貨幣政策動向，惟一般而言，渠等自1994年起不再逐日緊密監視公開市場操作以偵測政策訊息，則是不爭的事實。

新政策揭露制度的實施，主要係因1994年2月4日FOMC會議決定調整已維持相當期間之寬鬆貨幣政策，會中部份理事建議應於會後立即向大眾宣佈，以避免產生誤解。

在試辦一年後，Fed於1995年2月2日將其制度化，正式採取此模式。該新制度於FOMC會後即宣佈的會議結論包括：摘要覆述經濟金融情況、檢討M2及M3的走勢及操作目標範圍，以及下次會議前的貨幣政策動向。至於遲至下次FOMC會議後第一個星期五公佈的會議紀錄，其內容包括：(1)日期、地點、時間、出席及列席人員名單。(2)通過上一次會議紀錄及追認上次會議以來外匯操作及國內公開市場操作之各項交易內容。(3)一般經濟金融概況。(4)與會理事對經濟金融情況與政策動向的看法。(5)會議結論。(6)贊成會議結論之理事名單，不贊成之理事名單及不贊成的理由。

3.1997年8月：

對外宣稱FOMC以設定聯邦資金利率目標之方式制定貨幣政策，並同時將該量化的利率目標提交紐約聯邦準備銀行作為公開市場操作之指導方針。

4.1999年5月：

FOMC會後立即發布之新聞稿，開始針對未來展望中可能有重大變動之觀點以”bias”的用詞試圖揭示未來之政策動向。

5.2000年1月：

前述”bias”之用詞在說者與聽者之間有時產生誤解，產生市場過度反應而扭曲原先之政策用意，FOMC爰自2000年1月起改以”balance of risks”的方式替代原先之”bias”。自此，新聞稿中包括聯邦資金利率

目標及對可預見未來之物價安定展望與經濟  
穩健成長等有關 balance of risks 之描述分析。

6.2002 年 3 月：

開始公佈 FOMC 會議的投票情形。若有  
反對者，將同時公佈反對者的人名及其政策  
主張。

#### 四、美國的公開市場操作

美國聯邦準備制度之公開市場操作，設有公開市場操作委員會（FOMC）負責制定指導方針，紐約聯邦準備銀行之公開市場操作部門則為執行單位。政府債券為主要操作標的，目前 23 家政府債券主要交易商（註 4）扮演重要的公開市場操作交易對手角色，主要交易商負有義務逐日輪流向操作部門實際負責人員提供市場情報，襄助 Fed 作成決策。當評估市場資金變動屬二個星期以上者，採行買賣斷短期票券操作方式，通常於次日辦理交割；倘屬兩個星期以內之暫時性，或可預期之季節性變動，則採附買回或附賣回之當日交割方式，挹注或收縮市場資金，以控制聯邦資金利率於目標水準。附買回操作部分，以不超過 15 個營業日為限，2003 年 9 月 18 日起最長可達 65 個營業日，一般均不超過 7 個營業日。美國之公開市場操作得以有效執行，活絡的債券次級市場交易、聯邦網路（Fed Wire）資金調撥之便捷，以及聯邦準備銀行代會員銀行保管國庫券等短期政府債券等服務使債券交割安全又迅速等扮演相當關鍵性因素。上述因素同時也是其他國家實施公開市場操作所欠缺的部份因素。

本節美國的公開市場操作為本報告的重

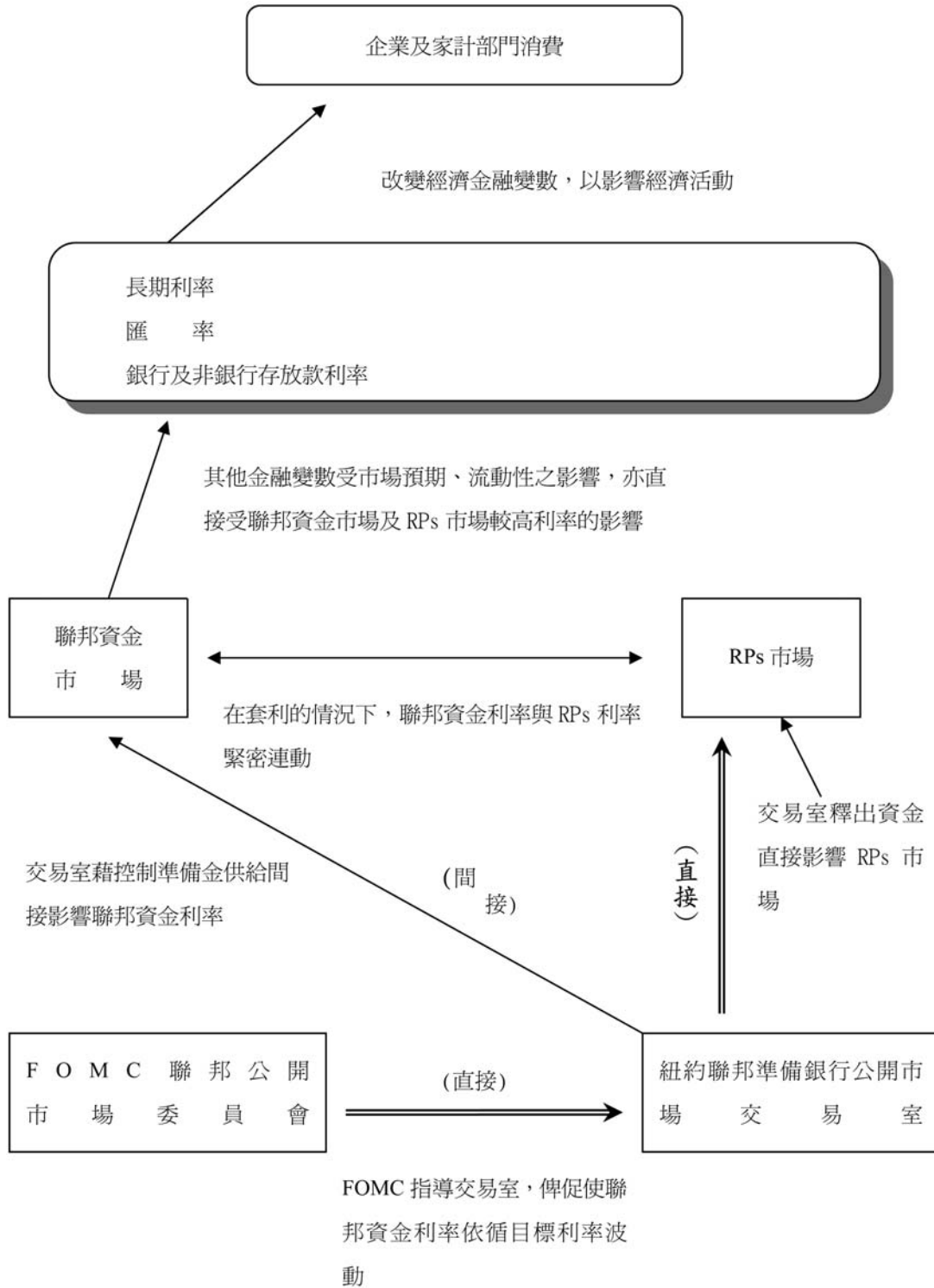
點所在，茲依公開市場操作的基本架構、組織架構、FOMC 的決策過程、公開市場實務操作的決策過程、公開市場操作的類別、公開市場交易室與 FOMC 的連擊作業，公開市場操作的一天等不同構面窺探美國公開市場操作的全貌。

##### （一）公開市場操作的基本架構

圖 3 公開市場操作的基本架構顯示公開市場操作的執行單位、上級指導單位、以及透過直接影響 RPs 市場及間接影響聯邦資金市場以影響長期利率、匯率及銀行與非銀行存放款利率的變動，最終影響企業及家計部門消費，改變經濟金融變數指標，影響經濟活動。整體基本架構清楚顯示公開市場操作的傳遞管道及其目標。RPs 市場及聯邦資金市場應屬與 Fed 執行貨幣政策關係最為密切的兩個市場，經由影響該二市場的變動，以進一步影響其他金融市場，甚至整體金融市場。聯邦資金利率是 Fed 貨幣政策的操作目標，FOMC 指導紐約聯邦準備銀行的公開市場交易室執行公開市場實務操作，俾促使聯邦資金利率依循 FOMC 原先設定的目標利率波動。茲分別說明促使公開市場操作有效率且快速進行的 Fed Wire 作業及聯邦資金市場



圖 3 公開市場操作的基本架構



如下。

1.Fed wire：

Fed wire 系統包括電子資金調撥（Electronic Funds Transfer）及證券無實體登錄與款券交割網路（Securities Bookkeeping and Transfer Network）。由聯邦準備系統負責開發與維護 Fed wire 系統，以便利金融機構在全國各地區順利調撥資金與移轉登錄式債券。

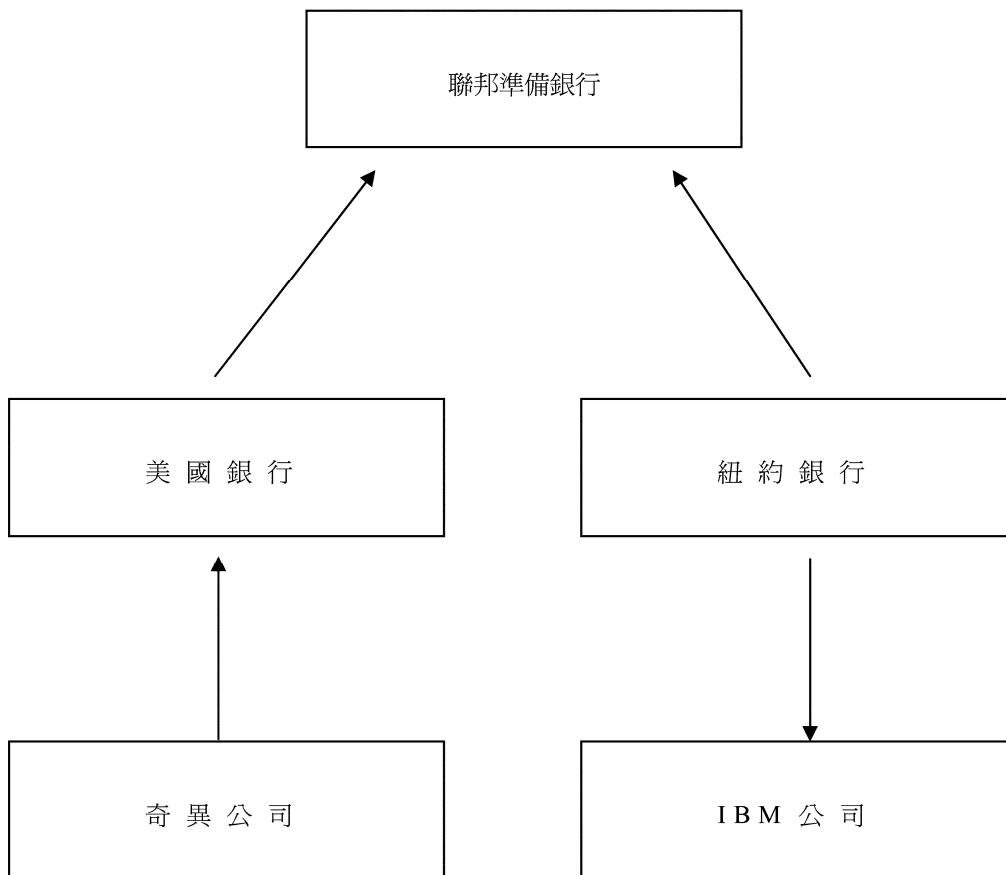
(1)電子資金調撥系統：

電子資金調撥系統僅適用於在 Fed 開設準備存款帳戶的存款機構。存款機構利用

Fedline 綜端機將支付指令傳送至 Fed，Fed-Wire 系統接到指令後，採即時總額交割系統（Real Time Gross Settlement）。準備存款帳戶一旦完成借貸移轉作業即不可撤銷，Fed 允許存款機構透支，惟一天中的透支要付費，並禁止營業日底透支。一般電子資金調撥的截止時間為東部時間每日下午 6 時 30 分，三家銀行間的三角關係（Third Party）的清算交割作業則截止於下午 6 時。

圖 4 舉例說明 Fedwire 資金調撥的流程。假設 IBM 賣出 1 億美元的電腦設備給奇異公

圖 4 FedWire 的資金調撥流程



司，IBM 在紐約銀行開設存款帳戶，奇異公司在美國銀行開設帳戶。IBM 與奇異公司完成交易時，奇異公司通知美國銀行匯付 1 億美元至 IBM 在紐約銀行的帳戶。美國銀行利用 Fedwire，將付款指令傳送至 Fed，請 Fed 自其準備存款帳戶扣除 1 億美元，並進帳紐約銀行的準備存款帳戶。Fed 接到指令後立即借記美國銀行帳戶，貸記紐約銀行帳戶，事後再度透過 Fedwire 以電子文件通知美國銀行及紐約銀行而完成電子資金調撥程序。

(2) 證券無實體登錄及款券之交割清算網路：

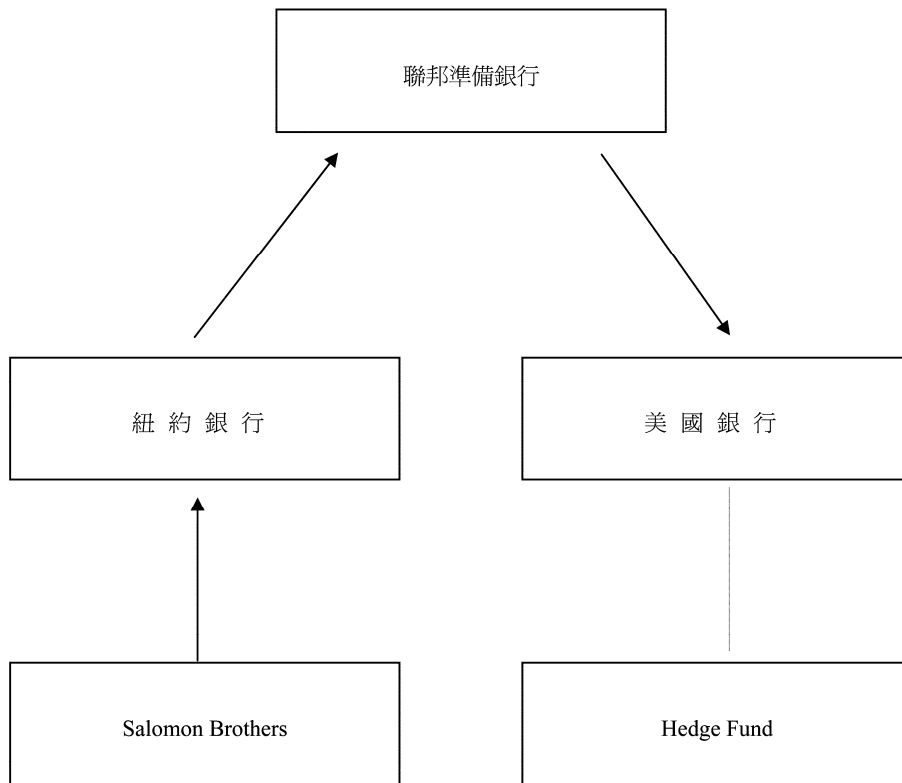
美國財政部發行證券及其他政府機關發

行的證券大都採無實體登錄方式，登錄在 Fedwire 電腦記帳系統。在 Fed 開設準備存款帳戶的存款機構亦利用此系統開設安全保管帳戶 (Safekeeping Accounts) 保管其有價證券。

進行款券交割作業時，存款機構同樣利用 Fedline 綜端機，將證券移轉交割的指令傳送至 Fed，Fed 收到指令後進行款券交割 (Delivery Versus Payment) 作業，同時完成移轉證券及準備存款帳戶的借記貸記作業。款券交割作業系統在東部時間每天下午 3 時 30 分結束。

圖 5 舉例說明透過 Fedwire 的款券交割過

圖 5 FedWire 的款券交割系統



程。假設 Hedge Fund 向 Salomon Brothers 買進政府債券 3 億美元，Salomon Brothers 及 Hedge Fund 分別在紐約銀行及美國銀行開設交易帳戶及證券保管帳戶。當兩家公司

完成交易時，Salomon Brothers 通知紐約銀行由該公司在紐約銀行的保管帳戶將指定的證券移轉至 Hedge Fund 在美國銀行的證券保管帳戶，同時將證券出售所得 3 億美元存入該公司在紐約銀行的交易帳戶。紐約銀行在接到客戶的指令後，利用 Fedwire 通知 Fed，將 3 億美元證券自其在 Fed 的保管帳戶移轉登錄至美國銀行在 Fed 的保管帳戶，同時告知價款金額。Fed 在接收到指令後，利用 Fedwire 將證券自紐約銀行的保管帳戶改登錄至美國銀行的保管帳戶，同時借記美國銀行的準備存款帳戶，貸記紐約銀行的準備存款帳戶，Fed 事後並傳送電子文件確認完成所有交易。

## 2. 聯邦資金市場：

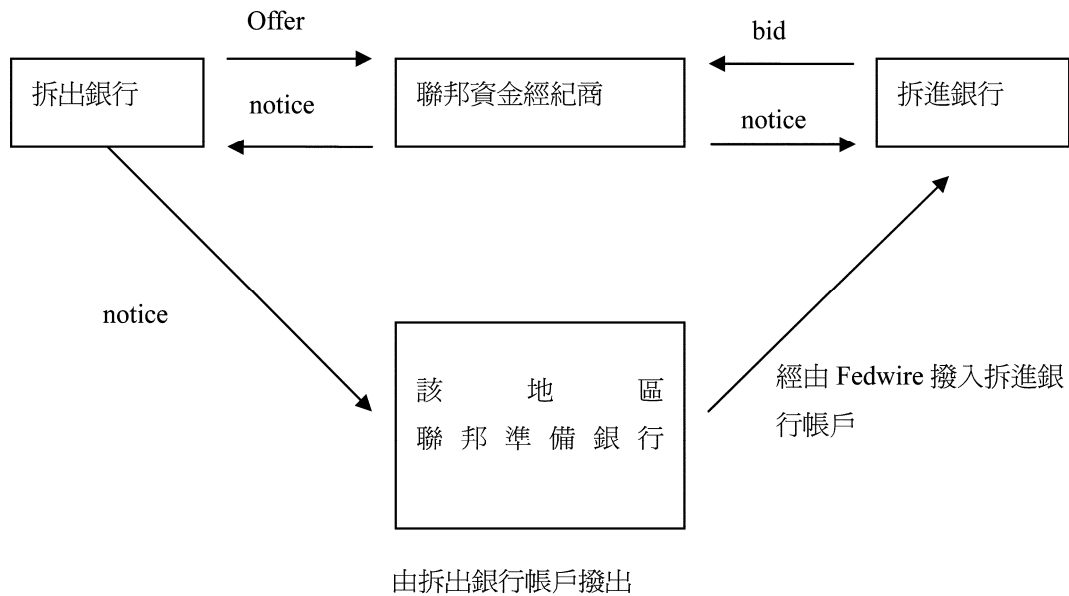
聯邦資金市場係指在 Fed 開設準備存款帳戶之存款機構間的相互借貸市場，即一般俗稱的同業拆款市場。存款機構基於準備金或透支週轉金需要，直接自聯邦資金市場拆入無擔保資金，絕大多數的聯邦資金拆借屬隔夜拆款，當交易確定時，同一天即完成資金調撥作業。鑑於聯邦資金市場的每日營業截止時間較其他金融市場晚，故係提供銀行唯一在一天稍晚仍能拆入資金的機會。聯邦資金市場的拆款交易亦係透過 Fedwire 系統完

成。

至於美國聯邦資金市場之交易方式有二：由存款機構間直接自行交易，或由貨幣經紀商居中負責資金需求者與剩餘者的中介工作。前者通常發生於中小型金融機構拆出資金予較大型的往來銀行，但亦有少數大型銀行間進行直接交易。小型金融機構所握有的超額準備鮮少大到足以參與聯邦資金的經紀市場。因此，渠等大多直接將資金拆給大型往來銀行，拆款成交利率則按開盤利率（opening rate），或採較經紀市場之平均成交利率略低之利率。

絕大多數的大額聯邦資金交易係透過經紀市場中介完成，一般而言，透過貨幣經紀商中介的拆款在 2,500 萬美元以上。美國的主要聯邦資金經紀商本身並不握有部位，而是將有潛力之資金賣方與需要資金之買方撮合在一起，經紀商藉由電話擷取銀行 bids 及 offers 的價格，完成交易時買賣雙方各付每 1 百萬美元 0.5 美元的手續費，大約是 bids 及 offers 間之差價 1/16 或 1/8 個百分點。當市場一邊倒為買方市場或賣方市場（one-sided）或利率劇烈波動時，bids 及 offers 間之差價會拉大。由於絕大多數的拆款屬無擔保拆款，存款機構對每一家拆進銀行均設有額度限制，一旦達成拆款交易，拆出銀行通知該地區的聯邦準備銀行，經由 Fedwire 將資金撥入拆進銀行在聯邦準備銀行的帳戶，次日則進行反向交易同時支付利息（參見圖 6）。

圖 6 透過貨幣經紀商的聯邦資金交易圖



※ 次日之資金流呈反向移動，拆進銀行將拆款金額連同利息撥入拆出銀行在聯邦準備銀行的帳互

聯邦資金經紀商中，以 Garvin Guy Bulter, Mabon Nugent & Co. George Palumbo & Co., Lasser Brothers 等規模較大者較為顯著。部份經紀商屬銀行兼辦，部份經紀商則兼辦證券業務，無論前者或後者，聯邦資金經紀商絕非僅承作聯邦資金的中介業務。

另據紐約聯邦準備銀行 Market group 國內貨幣市場組 (Domestic Money Markets) 之 Mr. R. Spence Hilton 稱，聯邦資金貨幣經紀商應於每日上午將前一營業日之實際交易資料電子傳送至紐約聯邦準備銀行市場組，再加以彙總整理後公佈前一日之加權平均聯邦資金利率，其統計之選樣，並無固定家數之貨

幣經紀商，有時亦有新的貨幣經紀商加入，統計交易利率時亦未剔除不尋常之極高或極低利率。換言之，前一營業日大型銀行間之拆款交易均包括在加權平均利率的統計中。

#### (二) 紐約聯邦準備銀行公開市場操作的組織架構

美國紐約聯邦準備銀行座落於美國大都會紐約市的金融街，居美國 Fed 執行貨幣政策的樞紐地位，其重要性實不遜於在華盛頓的 Fed 總部。由圖 7 紐約聯邦準備銀行的組織圖觀察，充份顯示其組織設計主要係為配合貨幣政策的執行，特別是市場部門與市場分析部門的獨特設計，後者是幕僚單位，提

## 圖 7 Federal Reserve Bsnk of New York Organization Chart-April 2004

<p><b>Audit</b> Edward C. Smith (EFF. 3/1/05)</p>	<p><b>Board of Directors</b> John E. Sexton, Chairman and Federal Reserve Agent</p> <p><b>President</b> Timothy F. Geithner</p> <p><b>First Vice President</b> Christine M. Cumming</p>	<p><b>EXECUTIVE OFFICE</b></p> <p><b>Equal Employment Opportunity</b> Hildon G. James, VP</p> <p><b>Payments Policy Function</b> Chris McCurdy, SVP</p> <p><b>Wholesale Product Office</b> Dara Hunt, SVP and Product Manager</p>
<p><b>James R. Hennessy,</b> Chief of Staff</p> <p><b>Corporate Secretary</b> Michelle Meertens, Corporate Secretary</p>	<p><b>Public Information Office of Regional &amp; Community Affairs</b> Peter Bakstansky, SVP*</p>	

<p><b>Automation and Systems Services</b> Michael York, Executive Vice President</p>	<p><b>Bank Supervision</b> William L. Rutledge, Executive Vice President</p>	<p><b>Corporate</b> Edward F. Murphy (EFF. 2/14/05)</p>	<p><b>Emerging Markets and International Affairs</b> Terrence J. Cheeki, Executive Vice President</p>	<p><b>Legal</b> Thomas C. Baxter, Jr., Executive Vice President and General Counsel</p>	<p><b>Markets</b> Dino Kos, Executive Vice President</p>	<p><b>Research and Statistics</b> Joseph S. Tracy, Executive Vice President and Director of Research</p>	
<p><b>Business Systems Development</b> Miriam I. Vidal, VP</p> <p><b>E-Business Office</b> Cheryl Gleason, AVP</p> <p><b>Electronic Payments and Markets Systems Development</b> Om P. Bagaria, SVP</p> <p><b>Information Security</b> Sean Mahon, VP</p> <p><b>Information Technology</b> Peter Smejkal, VP</p> <p><b>Network &amp; Data Center Operations</b> Len Myrie, VP</p> <p><b>Strategic Analysis and Technology Training</b> Nahla Aly, AVP*</p>	<p><b>Financial Sector Policy and Analysis</b> Darryll E. Hendricks, SVP</p> <p><b>Large Complex Banking Organizations Relationship Management</b> Sarah Duhlgren, SVP</p> <p><b>Relationship Management and Applications</b> Nancy Becoveci, SVP</p> <p><b>Resource and Logistics Management</b> Elaine D. Mauriello, SVP*</p> <p><b>Risk Management</b> Brian Peters, SVP</p>	<p><b>Building Support</b> Valerie Rainford, VP</p> <p><b>Real Estate and General Services</b> Donald J. Rothbach, VP</p> <p><b>Service</b> Robert V. Murray, VP</p> <p><b>Financial Management</b> Nirmal V. Manerhar, SVP</p> <p><b>Accounting</b> Robert M. Pofsky, AVP*</p> <p><b>Management Information</b> Jane W. Thomas, AVP</p> <p><b>Human Resources</b> Robert C. Servani, SVP</p> <p><b>Strategic Investment and Risk Assessment Office</b> Elizabeth G. Mindlin, VP</p>	<p><b>Development Studies and Foreign Research</b> John J. Clark, VP</p> <p><b>Financial Markets and Institutions</b> B. Gerard Dages, VP</p> <p><b>International Affairs</b> Michelle S. Godfrey, SVP*</p>	<p><b>Legal</b> Thomas C. Baxter, Jr., Executive Vice President and General Counsel</p> <p><b>Bank Supervision and Markets</b> Joyce M. Hansen, Deputy General Counsel and SVP*</p> <p><b>Enforcement, Litigation and Corporate Affairs</b> Thomas H. Roebbe, Deputy General Counsel and SVP</p> <p><b>Protection</b> Nicholas Prato, Chief Investigator and VP</p> <p><b>Financial Services and Automation</b> Raleigh M. Tozer, Deputy General Counsel and SVP</p> <p><b>Internal Communication</b> Hildon James, VP</p> <p><b>Records Management</b> Jet Auer de Saran, VP</p>	<p><b>Financial Services</b> Carl W. Turnipseed, Executive Vice President</p> <p><b>Buffalo Branch Operations</b> Barbara L. Walter, SVP Kausar Hamdani, VP and Branch Manager</p> <p><b>Business Development</b> Thomas Connolly, AVP</p> <p><b>Cash and Custody</b> Robert S. Siskoski, SVP Lola Judge, VP</p> <p><b>Check EROC Administration</b> John F. Soballa, SVP</p> <p><b>Check</b> Larry Whitney, VP</p> <p><b>Electronic Payments</b> Theodore J. Lubke, VP</p> <p><b>Group Support Staff</b> Janet Resele-Tiden,* Group Support Services Officer</p> <p><b>International Treasury Services</b> Patricia Hill, AVP</p>	<p><b>Central Bank and International Account Services</b> Pauline E. Chen, SVP</p> <p><b>Domestic Reserves Management</b> Deborah A. Prelimiter, SVP</p> <p><b>Financial Management and Discount Window</b> Lauren A. Hargreaves, VP</p> <p><b>Fixed Income and Foreign Exchange</b> Robert W. Elsassser, VP</p> <p><b>Markets Group Automation Services</b> Michael J. Recupero, SVP</p> <p><b>Treasury Relationship Management and Office of Management &amp; Budget</b> Anne F. Baum, VP*</p>	<p><b>Banking Studies</b> Kevin Shiroh, AVP</p> <p><b>Business Conditions</b> Simon Potter, Research Officer</p> <p><b>Capital Markets</b> John E. Kamblus, VP</p> <p><b>Domestic Research</b> Patricia Mosser, VP*</p> <p><b>International Research</b> Linda Goldberg, VP</p> <p><b>Liaison for Research</b> James A. Kahn, VP</p> <p><b>Payments Studies</b> Jamie McAndrews, VP</p> <p><b>Publications</b> Dorothy M. Sobol, VP</p> <p><b>Research Support</b> Barbara Dickinson, AVP</p> <p><b>Statistics</b> Leon Taub, SVP</p>

<p><b>Officers' Committees</b> Management Committee – Timothy F. Geithner, Chair Investment Review Committee – Christine M. Cumming, Chair Contingency Management Committee – Edward F. Murphy, Chair Committee on Bank Security – Michael York, Chair</p> <p><b>Liaisons</b> General Accounting Office – Peter Bakstansky, SVP Office of Inspector General – Robert J. Ambrose, Asst. General Auditor</p>	<p><b>Ethics Officer</b> Jet Auer de Saran, VP</p> <p><b>Ombudsman</b> Peter Bakstansky, SVP</p>
--	--

\*Senior Administrative Officer

供市場動態分析予前者市場部門據以執行貨幣政策。因此，就市場部門而言，實係一最前線的操作單位，其重要性不言可論。

紐約聯邦準備銀行於 1998 年 3 月進行組織改造，重新調整內部管理結構，併發布許多新的人事命令。誠如當時該行總裁 William J. McDonough 於新聞稿中稱，作為一個機構，我們必須不斷地較往昔做得更快、更好及更有效率，因此，我們需要建構更新穎、更創新的優勢，以迎合時代變遷。茲以市場組為例，說明其組織結構如下：

1. 改組以前：

改組以前市場組包括 Resource Department & Portfolio Management、Foreign Exchange Operation、Domestic Open Market Operation、Market Surveillance、Market Accounting & Operation 等五個小組，每一組下再設功能性的工作團隊。其中實際負責公開市場操作者為國內公開市場操作組（Domestic Open Market Operation），下設資金估測小組（Monetary Projection Staff），國內貨幣市場小組（Domestic Money Market staff）及政府債券小組（Government Securities Staff），上三單位是貫穿公開市場操作過程的重要單位，但整個公開市場操作過程仍有賴其他單位協辦，才能相輔相成，才能發揮效果。例如，Resource Department & Portfolio Management 下之 Network Operation 小組相關業務的技術協助，特別是電腦系統的高科技

技術；又如，Market Accounting & Operation 下之 Settlement & Operation，負責公開市場操作的帳務處理，以及債券操作款券交割的手續作業等。茲分別說明與公開市場操作密切相關的市場組三個工作團隊：

(1) 資金估測小組（Monetary Projection Staff）

本部門負責非借入準備供給、非借入準備目標及銀行準備需求的估測工作。

(2) 國內貨幣市場小組（Domestic Money Market Staff）：

負責訂定策略以滿足提存期間或其他各提存期的準備需求，並研擬逐日公開市場操作的方案，執行短暫性附買回或附賣回操作亦為國內貨幣市場部門的重要職掌。

(3) 政府債券小組（Government Securities Staff）：

本部門主要在觀測美國的債券市場（Fixed Income Markets），並分析利率期貨市場，提供市場利率的預期資料供 Fed 參考。此小組亦為公開市場操作帳戶（SOMA, System Open Market Account）及代理外國官方帳戶，在政府債券市場進行實質交易。

2. 改組以後：

1998 年 3 月組織改組起，市場組由原先之 5 個小組擴編為 6 個小組，包括 Automation Services、Central Bank and International Account Services、Domestic Reserve Management、Financial Management and Discount

Window、Fixed Income and Foreign Exchange、Treasury Relationship Management and office of Management and Budget 等，其中 Domestic Reserve Management 負責管理銀行準備金之供應，俾達成 FOMC 設定之聯邦資金利率目標；並估測聯邦準備銀行資產負債項目之變動以及存款機構之流動性需求，據以決定及執行附買回公開市場操作。Fixed Income and Foreign Exchange 則負責買賣斷債券之公開市場操作、執行外匯政策及外匯準備之投資管理、觀察分析全球金融市場的變動、以及 SOMA 融券操作的業務。至於政府債券之發行業務則由 Treasury Relationship Management and office of Management and Budget 所負責。新組織將附買回操作與買賣斷操作分別設在獨立的部門，而舊組織則將它們集中在一個小組內（Domestic Open Market Operation），此實係新舊組織之最大差異處。

### （三）聯邦公開市場委員會的決策過程

綜觀美國貨幣政策的決策過程大都集中在聯邦公開市場委員會的年度政策目標及理事主席對國會的半年報告。每年 2 月 FOMC 主席（也是理事會主席）向國會報告 FOMC 對當年的經濟展望及貨幣政策的未來規劃；在 7 月，歷經 5 個月的進一步觀察與衡量後，主席提出當年的修正報告，及對未來一年的規劃。在每年 2 月向國會報告之前，約在 1 月底至 2 月初，FOMC 聚集在華盛頓舉行第

一次會議，全年集會 8 次，平均間隔 6 個星期。圖 8 顯示 FOMC 會議的前置作業及會議中的討論內容，以及會議的結果或決策。聯邦準備銀行及理事會幕僚人員除須口頭報告外，尚須提供綠皮書、藍皮書及褐皮書。其中前兩者由理事會幕僚人員負責提供，褐皮書則由聯邦準備銀行負責。褐皮書主要內容為區域性經濟預測，並審慎分析各該特定區域的經濟狀況；綠皮書亦屬經濟預測及相關的政策預測，同時列示所有預測的基本假設；藍皮書則主要針對經濟金融情勢提出政策建議。

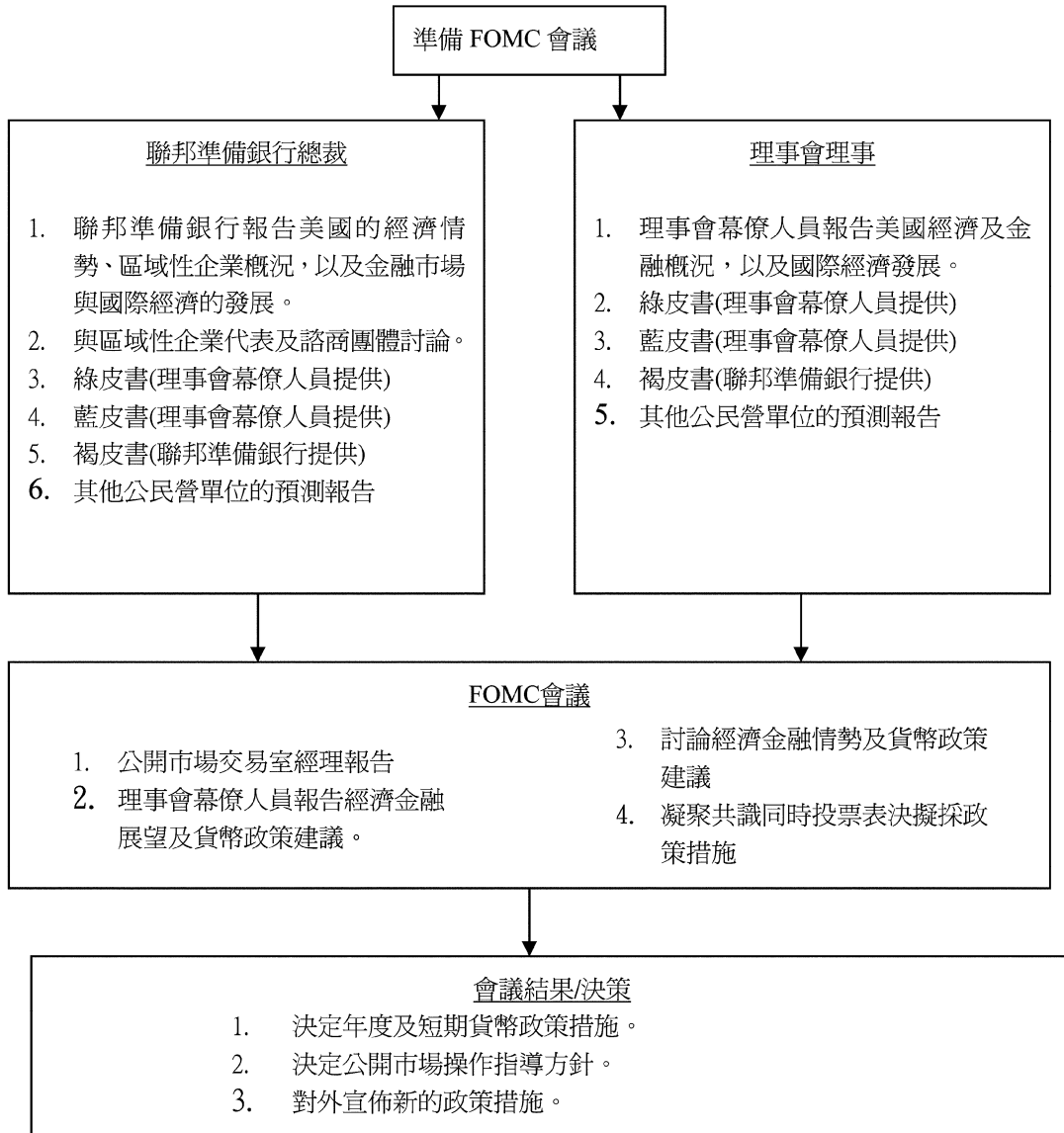
FOMC 會議中，在開始討論經濟金融情勢及貨幣政策建議事項之前，首先由紐約聯邦準備銀行公開市場交易室經理報告上次會議以來的公開市場操作情形及外匯市場狀況，接著理事會幕僚人員報告經濟金融展望及相關的政策建議。聽完兩幕僚單位的報告並經充份討論後，FOMC 委員凝聚共識並投票表決。一般而言，FOMC 的會議結果大致不超越下列三種範圍：（1）決定年度及短期貨幣政策措施。（2）決定公開市場操作指導方針。（3）對外宣佈新的貨幣政策措施。

#### 1. 年度政策措施：

依據 Humphrey-Hawkins Act 規定，FOMC 應設定每年的貨幣總計數 M2 及 M3 的目標成長率。儘管貨幣總計數作為貨幣政策中間目標的重要性已顯著降低，但在 2000 年中以前設定年貨幣成長目標在 Fed 貨幣政策



圖 8 FOMC 的決策過程



決策過程及對外說明貨幣政策動向時仍扮演有用的角色。

FOMC於2000年6月27-28日之例行會議後宣佈未來不再設定貨幣總計數之年成長目標，主要係因原先規範FOMC設定貨幣總

計數目標成長範圍之法定期限已屆期，且FOMC的委員基於多年來貨幣流通速度之不穩定性已無法促使設定貨幣目標範圍之方式在制定貨幣政策過程中繼續扮演可依賴標竿之有用角色，爰一致決定停止設定貨幣成長

目標，惟渠等並未否定貨幣總計數的重要性，Fed 仍應繼續以貨幣總計數作為監控經濟金融情況變動之重要變數。

2. 短期政策指導方針：

在判定短期政策策略時，FOMC 討論藍皮書中的各種政策建議。基本上，每一項政策建議均建構在特定的聯邦資金利率水準、對市場的預期、以及貨幣總計數的可能變動，所有決策事項均由 12 位出席委員投票表決。

3. 對外宣佈新的政策措施：

FOMC 所訂定的公開市場操作指導方針，若已明顯改變貨幣政策動向，則在同一天會議結束後的短時間內應對外宣佈新的調整政策，新聞稿中並說明新的聯邦資金利率目標水準，以及政策調整的依據說明。

(四) 美國公開市場操作的決策過程

FOMC 所設定的公開市場操作指導方針，是紐約聯邦準備銀行公開市場實務操作決策過程的重要依據，也是最高行動準則。首先，公開市場交易室必須將 FOMC 的指導方針轉換成可控制的操作目標，紐約聯邦準備銀行及理事會工作人員通常依據指導方針，設定準備目標，利用準備需求估計數及窗口融通目標金額設定兩週提存期間的非借入準備目標 (Nonborrowed Reserves Path)，當準備需求修正時，非借入準備目標亦連同修正，最後比較非借入準備目標與非借入準備供給估計金額兩者間的差異數，作為該日執行公開市場操作數量的參考依據。

茲參閱圖 9 公開市場操作的決策過程，並分五階段說明實際公開市場操作的由來：

1. 設定非借入準備目標：

欲設定非借入準備目標，首須先估計提存期間之應提準備估計數 (BR)，超額準備估計數 (ER) 及窗口融通目標額 (BR)。計算非借入準備目標的公式為：

$$\text{NBR Path} = \text{RR} + \text{ER} - \text{BR}$$

其中，RR：由計算期間的銀行存款平均金額乘以法定準備率，得出應提準備估計數。

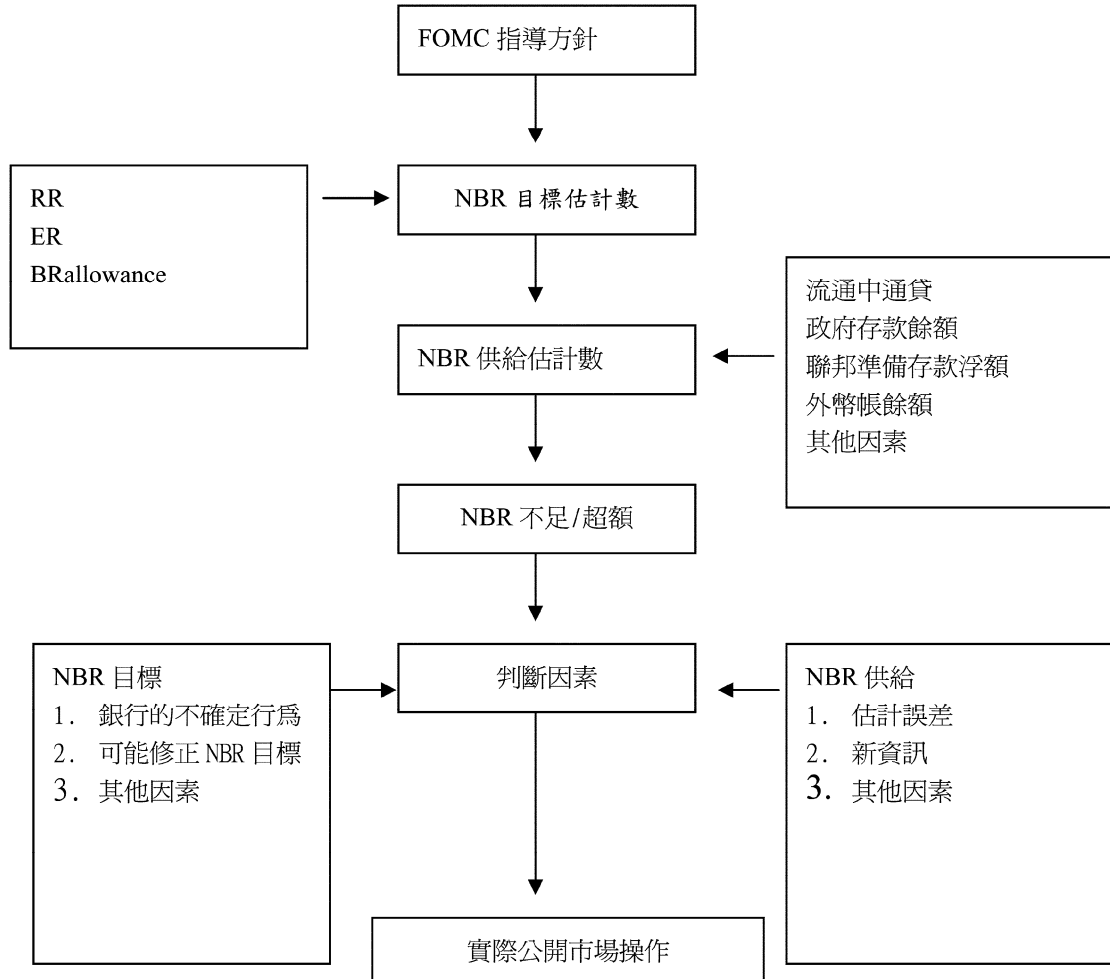
ER：利用計量模型估測提存期間的超額準備。

BR：窗口融通目標額主要依據 FOMC 訂定的聯邦資金利率目標與貼現率間的差距加以轉換所導出的目標金額。

2. 估計非借入準備供給金額：

正常情況下影響非借入準備供給金額變動的因素包括流通中通貨、政府存款餘額、聯邦準備存款浮額、外幣帳餘額及其他因素等。其中流通中通貨指通貨的發行與回籠，季節性波動頗為明顯且規則變動（例如聖誕及新年的通貨要求高）；政府存款餘額則含國庫的繳庫與撥款等因素。此外，美國財政部鑑於在 Fed 的政府存款未生利息，財政部通常將該存款維持一特定的餘額，目前約 50 億美元，稅款等繳庫的資金則存在銀行的 TTL 帳戶 (Treasury Tax & Loan Account)，享有利息收入，但有限額規定，且銀行須提供擔保品。因此，財政部經常在 Fed 及一般

圖 9 公開市場操作的決策過程



銀行的帳戶間，或因銀行超過或低於最高限額，或因在 Fed 存款超過或低於 50 億美元，而相互移動資金。移轉資金之短暫時間內可能產生寬鬆或收縮的效果，但就兩週的平均提存期而言，其總平均效果的影響並不大，僅於稅款大量繳庫期間，易產生明顯的收縮效果，有賴 Fed RPs 釋金操作以舒緩資金緊縮現象。至於因美國地域廣大，攸關票據交換因時間落差所產生的準備存款浮額現象，

隨著電子資金的快速調撥及大量使用信用卡交易，支票使用相對減少的發展情勢下，該浮額的絕對金額已大幅減少，對準備市場的影響程度亦漸次降低。

3. 計算 NBR 不足/超額：

$$\text{NBR 不足/超額} = \text{NBR 目標} - \text{NBR 供給估計數}$$

4. 判斷因素：

上一過程雖已導出非借入準備目標與供

給間的缺口或超額，但該金額並不能直接用來執行公開市場操作。在判斷其是否正確可靠時，一方面須檢討非借入準備目標，仔細分析銀行是否存在著不確定行為足以影響應提準備及超額準備的估計數，倘上述因素存在，則必須隨時修正非借入準備目標；另一方面，亦應重新評估借入準備供給的估計數，其估計誤差為何，以及是否有新的資訊須重新估計非借入準備供給數。

#### 5. 實際公開市場操作：

在重新檢討非借入準備目標及供給估計數大致無誤可被合理接受後，第三階段所導出的非借入準備不足或超額部份，才是實際公開市場操作的最後依據，俾聯邦資金利率依循目標利率變動。

前述設定 BR 目標金額藉以導出非介入準備目標之操作方式，是一種理想的操作程序，但因 1984 年開始發生之 Continental Illinois National Bank 銀行危機事件起，產生使用窗口暴露銀行財務危機而危及銀行聲譽之假象，導致銀行儘量不使用貼現窗口調節準備部位，轉而儘量在市場補足資金，而令當時之聯邦資金利率有時彈跳至偏高水準；復因 Fed 亦不鼓勵銀行積極使用窗口資金，致窗口融通金額經常維持在極低的水準。因此，自 1980 年代後期起 Fed 調整其實務操作方式，以彌補前述之缺失。FOMC 會後均清楚說明達成聯邦資金利率期望水準之準備壓力程度（註 5）（the degree of reserve pressures）。

1994 年起則開始在 FOMC 會議後正式公佈會議決議，其中包括聯邦資金利率之目標水準（註 6）。在 Fed 調整實務操作方式後，由於銀行已事先知悉 Fed 對聯邦資金利率之期望水準，因而能使聯邦資金利率朝向新的目標水準變動，而不需要調整推算非借入準備目標之 BR 金額。

#### （五）美國公開市場操作的類別

表 2 列示美國公開市場操作的七種類別，其中以附買回（RPs）操作使用頻率最高，是公開市場操作最重要的類別，亦屬美國最重要的貨幣政策工具；附賣回（MSPs）（註 7）及債券買斷操作則偶爾使用，賣斷操作則最不常使用。至於代理外國官方帳戶之內部往來交易及 Fed 所持政府債券到期清償作業均屬不定期的操作，惟買進發行債券遞補已到期政府債券部份則屬各週定期性的操作方式。若以交易對手觀察，除政府債券到期遞補或到期清償部份直接與財政部交易，內部往來交易直接由外國官方帳戶交易外，其餘四種公開市場操作類別則均透過主要交易商。另就釋金效果觀察，附買回及買斷操作是一種寬鬆性釋金措施，附賣回、賣斷及 Fed 所持有政府債券到期清償等則屬緊縮性沖銷資金操作。至於內部往來交易可能是新購債券或債券到期，故具釋金或收縮效果，而 Fed 買進新發行政府債券遞補其已到期政府債券部份，在一收一放之間呈現中性效果，亦即對準備金市場無影響。最後進一步就準備金

效果的存續期間觀察，則可將公開市場操作的類別區分為兩大類，倘準備不足或準備過多屬較長期且持久性的現象，Fed 通常採買斷或賣斷債券的方式進行操作，將部份持有政府債券到期清償，而未進行遞補作業，以及代理外國官方帳戶買賣債券的交易方式亦具長久性的效果；但衡諸影響準備金市場變動的因素，大多屬短暫性的因素，Fed 爰採附買回或附賣回操作，以調節市場短期失衡的現象，是一種微調操作，也是經常使用的操作方式。茲將各操作類別扼要說明如後：

#### 1. 附買回操作（RPs）：

Fed 公開市場交易室透過主要交易商進行 RPs 操作。所謂 RPs 操作係指 Fed 向主要交易商買進債券，同時雙方約定在特定日期以特定價格買回債券。當 RPs 到期，自動沖轉回資金，市場得以恢復操作前的部位水準（假設其他條件不變），因此 RPs 是一種調

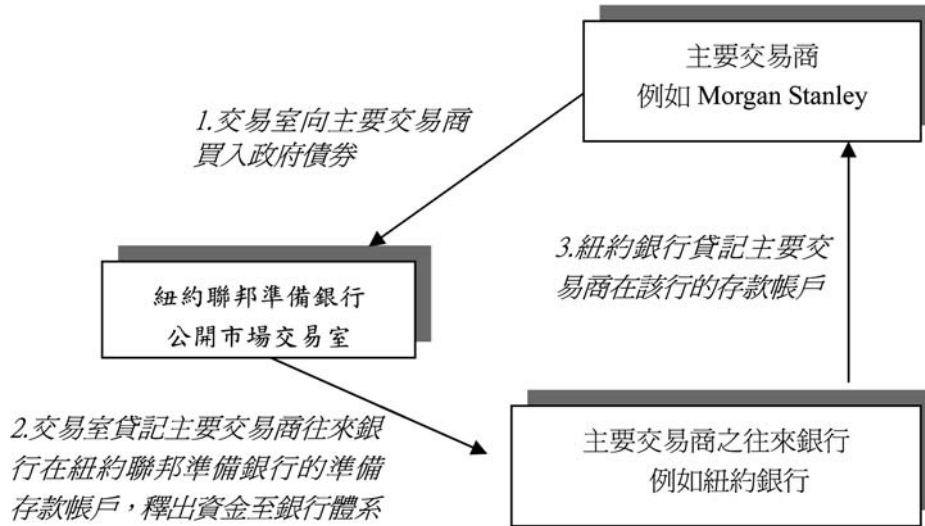
整準備部位短期失衡的最佳方式，不僅交易成本低廉，而可被 Fed 接受的操作標的物亦頗為廣汎（包括國庫券、政府債券、票券、特定的政府機關債券等）。操作期間採隔夜或定期操作，依規定定期 RPs 操作可長達 65 天，但大多數的定期操作均在 7 天以內到期。Fed 採公開投標的方式，參與投標作業的主要交易商報價及量，公開市場交易室在開標時，則由報價的最高利率往下選定得標交易商，直至額滿為止。鑑於 Fed 亦代理外國官方帳戶以 RPs 方式買進債券，為區別起見，該種交易方式稱為 Customer Related RPs，而 Fed 一般正常性的公開市場操作，則稱為 System RPs。

圖 10 列示 Fed RPs 釋金操作的流程，美國紐約聯邦準備銀行公開市場交易室向主要交易商（例如 Morgan Stanley）以 RPs 方式買入政府債券。主要交易商雖與 Fed 往來密切，

表 2 公開市場操作的類別

類別	準備金效果	期間	交易對手	頻率
1. 附買回操作	釋出	暫時性	主要交易商	經常
2. 附賣回操作	收回	暫時性	主要交易商	偶爾
3. 買斷	釋出	長久性	主要交易商	偶爾
4. 賣斷	收回	長久性	主要交易商	不常使用
5. 內部往來交易	釋出或收回	長久性	外國官方帳戶	不定期
6. 買進新發行政府債券，以遞補 Fed 已到期政府債券	中性	長久性	美國財政部	各週
7. Fed 所持有政府債券到期清償	收回	長久性	美國財政部	不定期

圖 10 公開市場釋金操作流程



但依規定主要交易商在 Fed 並無帳戶，僅依規定提繳準備金的存款機構得在 Fed 開設準備存款帳戶。因此，在進行 RPs 操作時，主要交易商必須指定一家往來銀行（例如紐約銀行），Fed 交易室接著貸記主要交易商的往來銀行在紐約聯邦準備銀行的準備存款帳戶，釋出資金至銀行體系，同期間，紐約銀行貸記主要交易商 Morgan Stanley 在該行的存款帳戶。

2. 附賣回操作：

附賣回操作亦屬 Fed 短暫性的調節操作，Fed 先賣債券給主要交易商，同時訂下合約在特定到期日以特定價格買回債券，其對準備金市場的影響是，先收縮市場資金，再釋回資金至市場，恢復操作前的準備部位。就其過程觀察，附賣回操作正好是附買回操作的反向操作，其相關規定與 RPs 操作極為

接近，操作期限通常為1-7 天。交易室的開標作業則優先自最低利率向上選定交易商的得標價格及數量，直至額滿為止。

Fed 以往採 MSPs ( Matched Sale-purchase Transaction) 之方式進行附賣回操作，其會計處理採買賣說基礎。2002 年 12 月 13 日起，Fed 為結合市場的標準實務，及便利實施新清算與帳戶系統，以 RRP (Reverse Repurchase Agreements) 替代 MSPs，RRPs 採融資說基礎，其會計處理與 MSPs 不同。

3. 買斷或賣斷操作：

買賣斷操作屬 Fed 長期性的操作方式，1995 年 11 月以前較少使用，特別是賣斷操作更是使用頻率最低者。1995 年 11 月起，在 Fed 改善多項實務作業流程，並將操作時間由下午改為上午後，其使用頻率較以往增加，但其操作頻率仍遠遜於 RPs。買賣斷操作亦

採公開標售或標購方式，其標的物包括國庫券（一年期以內的短期貼現票券）或 2-30 年期的政府債券（Treasury Coupon Securities）。賣斷時採最高價格（最低收益章），買斷時則採最低價格（最高收益率）。買賣斷操作在實務上於次日或次二日辦理款券交割。

4. 代理外國官方帳戶的內部往來交易：

公開市場交易室有時代理外國的官方帳戶直接進行 RPs 或買賣斷操作，上述效果亦直接影響準備變動，惟其金額不大，影響溫和且有限。其以 RPs 交易者，俗稱 Customer RPs，以與 System RPs 區隔。

5. 買進新發行政府債券遞補 Fed 已到期政府債券：

依規定 Fed 不得直接在政府債券發行市場（初級市場）買進政府債券，但為避免 Fed 所持政府債券到期清償時，產生不必要的資金收縮現象，因此補充規定 Fed 基於安定準備市場的考量，得補進與到期政府債券等量的新債券。換言之，Fed 所持有到期政府債券金額為自發行市場補進新債券的最高限額。

6. Fed 持有的政府債券到期清償：

公開市場交易室欲降低準備水準時，除採附賣回或賣斷操作外，亦可將小部份的到期政府債券辦理到期兌償作業，收縮部份市場資金，但 Fed 僅採小金額的到期兌償操作，以避免導致財政部的負債管理更形複雜。當 Fed 採到期兌償作業時，財政部付錢給 Fed，造成財政部在 Fed 的政府存款帳戶減少。另

一方面，財政部為維持在 Fed 存款帳戶 50 億美元的目標餘額，因此進一步自銀行的 TTL 帳戶移轉資金至在 Fed 的存款帳戶，而導致銀行體系的資金稍減。

（六）公開市場交易室與 FOMC 的連繫作業

FOMC 是美國 Fed 公開市場操作的最高行政指導單位，每次會議均設定指導方針，交由紐約聯邦準備銀行執行，公開市場交易室則是執行逐日公開市場操作的最基層單位，兩者間具垂直的上、下級關係。因此，公開市場交易室須隨時與 FOMC 報告準備市場狀況及每天的公開市場操作情形，以及金融市場對貨幣政策的反應效果。公開市場交易室與 FOMC 的連繫作業包括（1）每天的電話討論會。（2）兩份日基礎書面報告。（3）每週的金融市場動態報告及每一提存期間公開市場操作雙週報。（4）下次會議前提供 FOMC 開會使用的公開市場操作及金融市場動態。（5）每次 FOMC 會議，公開市場交易室經理口頭報告。（6）貨幣政策操作年度報告。未來則考慮改為季報及半年報。紐約聯邦準備銀行交易室經理及華盛頓 Fed 貨幣事務部門主管（Director of the Division of Monetary Affairs at Board，是聯邦準備理事會的幕僚單位）必須確保 FOMC 主席能隨時掌握公開市場操作及金融市場的特殊動態，某些時候，上述三巨頭並共同討論特殊事件的因應對策。

1. 電話討論會：

每一營業日上午 9 時 20 分左右，紐約聯邦準備銀行交易室經理及數名工作人員，聚集在靠近交易室旁邊的辦公室內，與 FOMC 幕僚人員進行電話討論會。該討論會成員包括上述交易室經理及工作人員，華盛頓 Fed 貨幣事務部門主管及 FOMC 中有投票權之四位聯邦準備銀行總裁中的一位代表（不包括紐約聯邦準備銀行）。電話討論會歷時 15 分鐘，公開市場交易室人員簡單扼要報告準備狀況及全融市場動態，以及擬採公開市場操作措施，並預留時間備參與者發問及提供意見。攸關金融市場的報告中，包括政府債券市場價格及利率的變動及對金融市場的衝擊，以及聯邦資金市場的變動。至於交易室人員在分析及估測未來準備部位時，提供準備需求估計數，及根據前一天資料修正未來準備部位的原因，並提出公開市場操作建議方案，此建議方案均經紐約聯邦準備銀行總裁裁示，總裁通常贊同交易室經理所提建議案，有時則提出問題及其他建議。

## 2. 日報告兩份

(1) 在華盛頓 Fed 之貨幣事務部門人員在每天的電話討論會結束後，非常快速地將當天電話討論的摘要報告送達每位理事會理事及 12 家聯邦準備銀行總裁。

(2) 紐約聯邦準備銀行公開市場交易室人員在每天下午 5 時證券市場停止營業後，提供當天金融市場概況的摘要報告，以電子文件方式傳送至華盛頓之 Fed 貨幣事務部門人

員及所有聯邦準備銀行總裁。

## 3. 週報及雙週報

每週週五交易室人員向 FOMC 幕僚人員提出國內證券市場及外匯市場動態報告。隔週週五，則在原週報中包括提存期間截至週三為止的公開市場操作情形，及提存期間的準備市場狀況，另亦包括最新貨幣總計數的資料。

## 4. 其他：

在每次 FOMC 開會以前，交易室人員提供 FOMC 有關近期公開市場操作及金融市場動態褐色皮書。每次會議時，交易室經理報告該次會議以前的公開市場操作及市場狀況。在每一年的第一季，交易室人員則提出過去一年貨幣政策執行及金融市場發展的年度報告。修正後的報告則刊載於紐約聯邦準備銀行的年報中。

## (七) 公開市場操作的一天

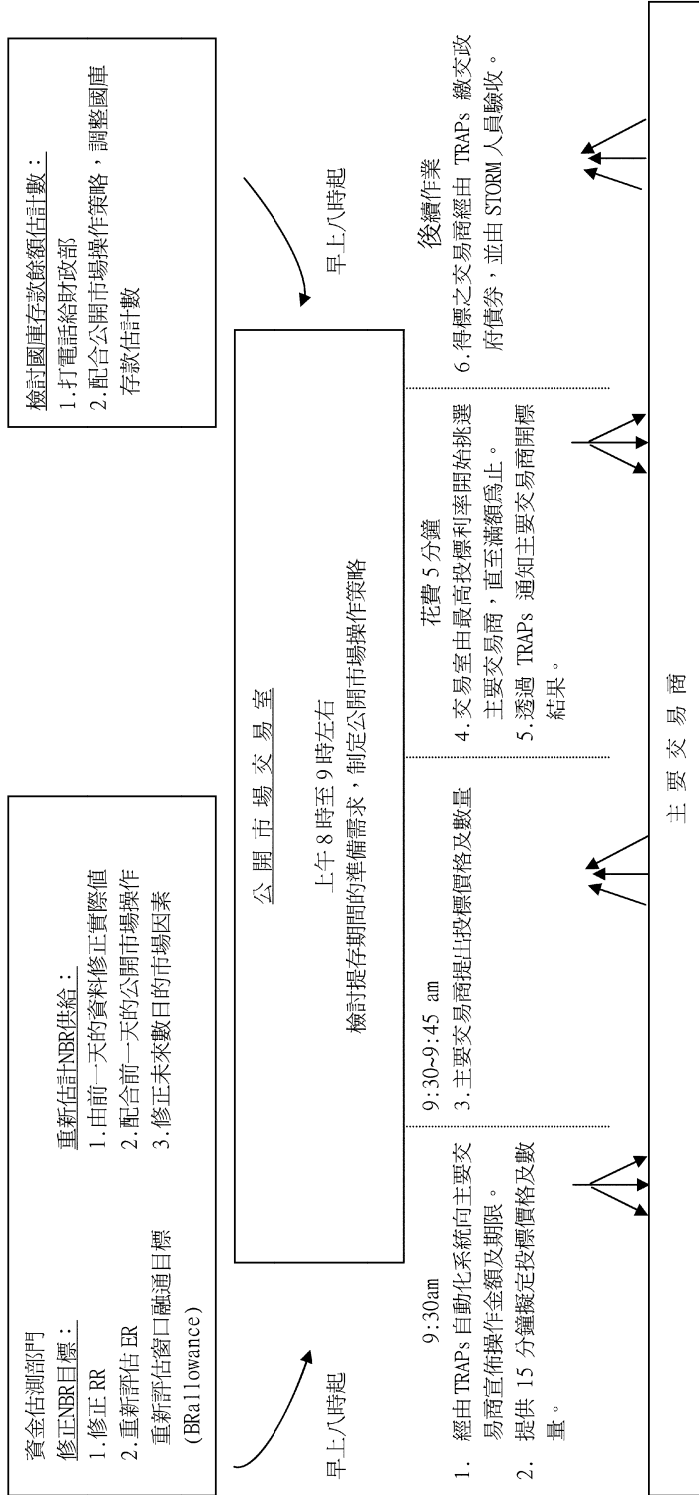
圖 11 以 RPs 操作為例，說明紐約聯邦準備銀行公開市場操作的一天（註 8），茲依時間先後說明如后：

### 1. 上午 8:00 — 9:15：

交易室人員每天上午 8 時即開始上班（有些人甚至 7 時 30 分即上班）。清晨的工作主要在收集資訊，並準備資料及討論當天的操作方案，因此交易員進一步了解上午金融市場的交易情形及相關發展，並與主要交易商交談，傳達 Fed 對市場變動的期望；另與貨幣經紀商討論當天聯邦資金全市場的交易情



圖 11 公開市場操作的一天 (RPs 為例)



形。交易室其他人員則翻閱新聞媒體的大標題，並由電腦螢幕蒐集最新公佈的重要經濟金融指標資料、近期經濟金融分析的評論、美國政府債券在亞洲及歐洲的交易情形，以及一些足以影響美國金融市場及外匯市場晨間交易的報告。

資金估測部門的主要業務集中在上午 9 時以前，包括修正非借入準備目標及重新估計非借入準備供給金額，俾正確導出當日擬公開市場操作之金額。在進行修正作業之同時，約在上午 9 時左右，資金估測人員連同其他相關人員聚集在交易室旁邊的辦公室，與財政部代表進行電話討論，檢討國庫存款的估計數。在討論會之前，與會人員快速瀏覽當天及未來提存期間內非借入準備的估計數。財政部人員認為在 Fed 國庫存款可能偏離 50 億美元的目標水準時，財政部人員在可能範圍內，將彈性調整存款機構 TTL 帳戶及在 Fed 的國庫存款帳戶。

#### 2. 上午 9:00 左右：

與財政部電話討論後的數分鐘，交易室人員在取得最新資金估測資料後，資深的交易室人員開始討論當日公開市場操作的細節及可能方案。

#### 3. 上午 9:20 左右

交易室經理及人員與在華盛頓 Fed 之貨幣事務部門人員進行為時 15 分鐘的電話討論會，並產生當日公開市場操作的決策。在討論進行當中，資金估測部門人員送來其已與

華盛頓理事會幕僚人員核對後並經修正的資金估測資料。倘上述修正後估計數與原先的估計數差異很大，則修正原先的操作規劃。電話討論獲致結論時，通常由其中一人執筆寫下當日確切的模式，內容包括準備狀況分析、上午聯邦資金市場交易情形、及影響準備部位變動的因素。

#### 4. 上午 9:30：

公開市場交易室經由 TRAPS (Transfer Automatic Processing System) 自動化系統向主要交易商宣佈操作金額及期限，並提供主要交易商 15 分鐘擬定欲參與投標的價格及數量。

#### 5. 上午 9:30 – 9:45：

主要交易商提出投標價格及數量。

#### 6. 上午 9:45 – 9:50：

交易室花費 5 分鐘完成開標作業，由最高投標利率開始選取主要交易商，直至額滿為止，並透過 TRAPS 系統通知主要交易商開標結果。

#### 7. 上午 9:50 以後之後續作業：

得標之主要交易商經由 TRAPs 繳交政府債券，並由 STORM (Settlement Operation Management) 人員驗收。另一方面，交易室人員則貸記主要交易商之往來銀行在 Fed 的準備存款帳戶，該往來銀行則同時貸記主要交易商在該行的存款帳戶。

8. 完成公開市場操作後之其他時間（主要為下午）：

交易室人員繼續觀察債券市場的價格及利率變動、聯邦資金市場的交易情形、以及其他金融市場的發展。每天下午交易室人員並與兩家主要交易商代表進行電話交談，繼續收集市場資訊。此外，交易室人員亦定期實地訪問在紐約市區的市場參與者及交易商，以了解市場變化及交易商的交易情形。

9. 下午 5:00 以後（營業日結束前）：

交易室人員以電子文件將當日金融市場動態摘要報告資料，傳送至華盛頓之 Fed 貨幣事務部門及所有聯邦準備銀行總裁。

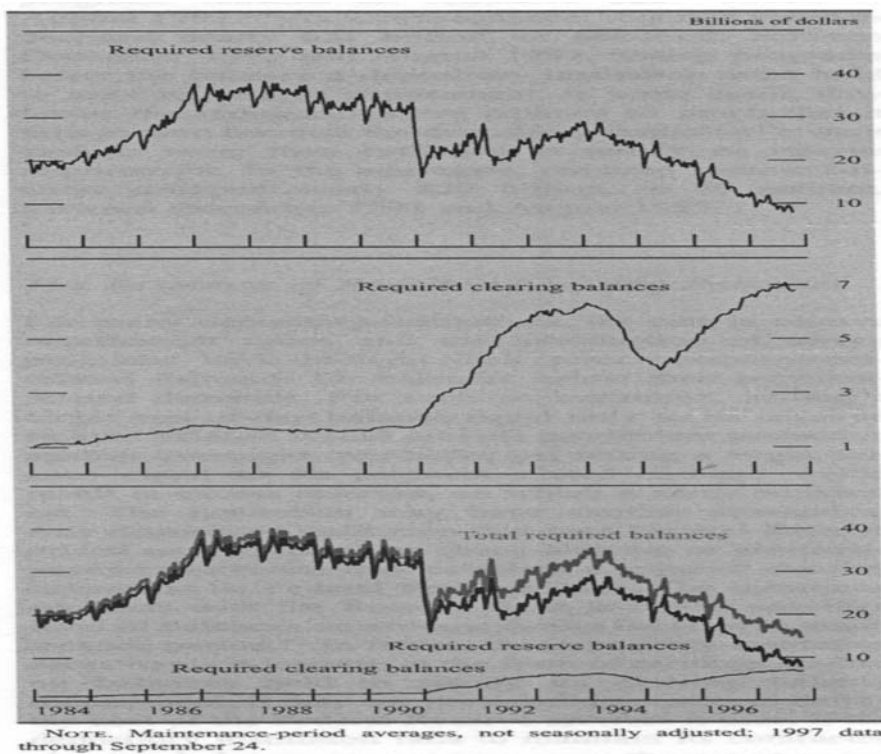
（八）法定準備餘額劇減對存款機構、公開市場操作與聯邦資金利率的影響

1. 存款機構在聯邦準備銀行之法定準備餘額的變動情形

圖 12 顯示 1984 年以來存款機構在聯邦準備銀行法定準備餘額之變動情形。1990 年代的金融創新大幅降低存款機構在聯邦準備銀行之法定準備餘額，即使各銀行均提高其法定清算餘額，但加總後之總餘額仍呈下降走勢。肇使法定準備餘額大幅減少之主要因素可歸納如下：

- (1) Fed 大幅調降法定準備率：Fed 在 1990 年 12 月將非交易帳戶（nontransaction deposits）之準備率由原先之 3% 降至 0%；1992 年 4 月再大幅調降交易帳戶準備率，由 12%

圖 12 美國存款機構準備餘額之變動



註：取材自參考資料 6，P869。

降至 10%。兩次調降準備率之結果，導致在聯邦準備銀行之法定準備餘額大幅銳減，每一次調降約使法定準備金減少約 1/3。

(2) 1994 年 1 月起零售型移轉帳戶 (Retail Sweep Account) 興起：1994 年 1 月起存款機構推出零售型移轉帳戶(註 9)，頗獲存款戶之青睞。存款機構與客戶簽定移轉帳戶約定後，將其資金在應提準備金之交易帳戶與無須提準備金之負債項目 (如 MMDA, Money Market Deposit Account) 間靈活移動，一則存款互可獲取較高之孳息收入，一則存款機構可規避準備金提存規定。據 Fed 在 1997 年中曾估計(註 10)，截至該年 8 月止，零售型移轉帳戶曾高達約 2,260 億美元。據推測，在 1993 年 12 月至 1997 年 8 月期間，零售型移轉帳戶使法定清算餘額銳減約 200 億美元或 70%。

## 2. 法定準備金劇減對存款機構的影響

1990 年代初期存款機構在聯邦準備銀行的法定準備餘額較高，以及準備金提存期平均餘額之規定，可助益存款機構有效管理其逐日準備帳戶之變動，從而提供頗為穩定且可預測之準備需求，公開市場操作交易室 (以下以 Desk 簡稱) 可進而達成其金融調節的目標，維持聯邦資金利率穩定變動。

低法定準備率是一種國際趨勢，Fed 調降法定準備率至較低水準在降低銀行資金成本，健全銀行業務經營方面亦具有實質的意義；再者，公開市場操作已躍為央行最重要

也是使用頻率最高的貨幣政策工具，相對地亦使法定準備率政策在央行貨幣政策操作的重要性降低。但低法定準備率及移轉帳戶之盛行，雙雙導致法定準備金大幅減少，益因存款機構可充當合格法定準備之庫存現金隨著信用卡、自動化提款機普及等銀行現代化服務之需求帶動下顯著增加，促使存款機構在聯邦準備銀行之法定準備餘額更加減少，有些存款機構之法定準備需求甚至低於其清算支付需求。

若與法定準備餘額維持高水準之境況相較，則前述低法定準備金易導致存款機構較欠缺彈性調整其逐日之準備帳戶；其作為聯邦資金利率變動緩衝器之功能，亦不若高法定準備餘額時期。就存款機構之實務操作而言，在此種環境下，若將逐日日底之準備帳戶餘額招得太緊，則易產生使用隔夜透支之風險，不僅利息成本高，使用多次且須承擔加計利息之罰金(註 11)；若招得太鬆，則會產生無息收入的超額準備。因此，存款機構在本益比之考量下，將儘可能在市場拆出或拆進資金，有時資金微量不足，亦可能造成搶標的現象，而促使聯邦資金利率上升。

一般而言，存款機構逐日之清算支付需求之波動性較大，原本就較不易精準估測，而低法定準備餘額則使存款機構逐日之清算支付需求變得更不穩定，其逐日之變動幅度可能更大。此外，法定清算餘額之計算係以聯邦資金利率推算抵付全年使用 Fed 服務費

用後之金額，當服務費率不變，而利率水準較低時，將導致存款機構需維持較高之清算餘額。因此，1990年代以來，存款機構大都維持較高之法定清算餘額。

### 3. 法定準備金劇減對公開市場操作的影響

Desk 的實務操作係以設定提存期之非借入準備目標的方式，進行公開市場操作，俾聯邦資金利率依循 FOMC 設定之目標水準變動。誠如前述，高法定準備餘額可提供較穩定及可預測之準備金需求，助益 Desk 調節金融。在低法定準備餘額之情境下，Desk 之操作相對較困難，但並未損及 Desk 維持聯邦資金利率目標之效果。茲分別說明低法定準備金對 Desk 操作之影響如下：

(1) Desk 逐日之資金估測作業扮演操作決策之角色更為重要，通常估測當日及未來數日之資金變動。

(2) 在提存期之法定準備餘額特別低時，Desk 會進行釋金操作，以減緩其估計餘額過低之現象。

(3) 當預期支付清算需求上升時，Desk 會挹注市場較多的資金。

(4) 相較非隔夜操作或買斷操作，隔夜 RP 操作成為更有效之微調工具，且可更有效滿足清算支付需求。

### 4. 法定準備金劇減對聯邦資金利率的影響

低法定準備餘額的確使 Desk 之操作相對

較往昔困難，但在 Desk 靈活操作下及其他改善措施之助益下，並未因此損及 Desk 維持聯邦資金利率目標之效果。法定準備餘額之大小是否導致聯邦資金利率波動加劇之答案並不明確，存款機構使用貼現窗口之意願甚低，而寧可在市場搶拆資金的現象，亦屬聯邦資金利率波動之因素之一。因此，似不能直接加以推斷一定導致利率劇幅波動。但 Fed 於 1990 年調降法定準備率時，曾因由宣佈至實施之時間太短，許多大型銀行並無經驗迅速調整其新低水準之準備部位，仍保留過多超額準備以避免發生隔夜透支現象，以致當日之聯邦資金利率水準高於 FOMC 之目標水準，直至數日後才下降至目標水準。此係極短期間內，低法定準備餘額對聯邦資金利率之影響案例。

事實上，清算資金需求不易掌控，係影響聯邦資金利率變動之主要因素之一，如何有效估測清算資金需求，一向是 Desk 努力工作的重點，在存款機構改善其內部資訊系統、開放使用電腦螢幕帳戶監控系統 (Account Balance Monitoring System, ABMS) 即時掌握準備帳戶變動 (註 12)、以及日中透支收取費用措施促使存款機構更審慎管理其帳戶等操作方式之改善起，存款機構對清算資金之需求較往昔減少了許多，而在分開管理之銀行聯屬機構合併為單一之州際分行後，只要使用在聯邦準備銀行之單一帳戶即可進行州際間之清算，最終亦可促使銀行之

清算需求減少。

(九) 1990 年代以來公開市場操作實務作業之演變

Fed 貨幣政策操作短期操作目標之變動，直接影響其逐日公開市場操作的頻率，以及

準備估計數扮演 Desk 供應資金的決定性角色。為使聯邦資金利率依循 FOMC 設定之目標水準變動，Fed 經常檢討並改善其實務作業方式，茲彙整 1990 年代以來攸關公開市場操作之若干重要實務作業變動如下表：

操作類別	時間	操作方式	說明
買賣斷操作	1995 年 11 月以前	僅每年數次進行買賣斷操作，通常等資金需求量夠大（如 30-40 億美元）時才會進行買賣斷操作。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 主要係因 Desk 進行買賣斷操作，特別是買斷付息政府債券時，需花較多的時間挑選參與投標之債券。</li> <li>2. 1994 年起雖已採行公開市場操作自動化投標系統，明顯降低挑選債券之作業時間，但因主要交易商仍需花較多時間等待開標結果，因此，主要交易商在投標報價時，仍需考量其等待開標時間範圍內市場價格可能逆轉變動之風險。</li> </ol>
	1995 年 11 月起	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Desk 調整買斷付息債券之實務操作：只選定部分期別，而非一次就所有期別進行挑選。</li> <li>2. 將買賣斷之操作時間由原先之下午（early afternoon）提前至上午。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 配合自動化投標系統，只進行部分券別之挑選，可進一步有效降低作業時間，Desk 亦可享有買進好價格債券之優點。</li> <li>2. 作業時間縮短之後，將操作時間提早至上午進行，更能及時滿足銀行之資金需求。</li> </ol>
逐日 R P 操作	1997 年 1 月以前	上午 11:30-11:45 進行 RP 操作	主要係為賦予 Desk 及華盛頓之員工有充足的時間進行相關資料蒐集、整理、分析、估測等相關作業之準備。
	1997 年 1 月至 1999 年 4 月 4 日	RP 操作時間提早至上午 10:30	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 1994 年起，Fed 開始對日中透支（daylight overdrafts）收取利息。影響所及，證券商在其往來銀行向其收取日中透支利息之壓力下，儘量提早其清算時間，以降低日中透支之費用支出。</li> <li>2. 配合前述清算作業習慣之更迭，Desk 在資料整理及實務操作已明顯改善之助力下，將 RP 操作時間提前至上午 10 時 30 分，以及時滿足市場之資金需求。</li> </ol>

操作類別		時間	操作方式	說明
逐日 R P 操作		1999年4月5日起	RP操作時間提前至上午9:30	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 考量聯邦準備銀行間及聯邦準備銀行與國庫部門間等 RP 操作準備資料之前置作業時間已可大幅縮短約一個小時，為使公債 RP 市場更富流動性，Desk 將操作時間由上午 10:30 提早至上午 9:30。</li> <li>2. 如有需要，Desk 可更早在 9:30 以前即進行必要之操作。惟在繳稅季節，由於估測人員取得之資料較晚，可能在 9:30 以後之稍晚時間才進行 RP 操作。</li> </ol>
	頻率	1970年代：操作目標為聯邦資金利率	Desk 經常在一天內進入市場進行數次 RP 操作。	準備估計數雖決定當日之操作數量，但只要聯邦資金利率偏離目標時，Desk 就進場操作，而不顧其原先之準備估計數。
		1979年至1982年末：操作目標為非借入準備	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Desk 絕大多數在一天僅進行一次 RP 操作。</li> <li>2. 若一天操作兩次，其期限不同。例如一次為 4 天期限，另一次為 7 天期限。</li> </ol>	Desk 恢復以非借入準備為操作目標，準備需求與供給之估計數仍扮演決定 RP 的操作數量。
		1982年末起聯邦資金利率為操作目標	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Desk 絕大多數在一天僅進行一次 RP 操作。</li> <li>2. 若一天操作兩次，其期限不同。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Desk 再度以聯邦資金利率為操作目標，且公開市場操作技巧已愈趨成熟。</li> <li>2. 準備需求與供給之估計數仍扮演決定 RP 的操作數量，俾聯邦資金利率沿著 FOMC 的目標水準變動。</li> <li>3. 必要時，Desk 亦可在一天內操作數次，但 Desk 強調此並非常態性或例行性的操作型態。</li> </ol>
技術性調整	2003年9月18日起（9月4日宣佈）	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 技術性調整：進行特定 RP 操作，通常將每星期四 RP 操作的期限設定為 14 天，而非 28 天。</li> <li>2. 必要時，一般操作期限最長可達 65 個營業日。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 改善操作效率，使公開市場操作更具彈性，藉以滿足 2 週提存期之資金需求。</li> <li>2. 將週四操作之期限縮短為 14 天，亦可提高 Desk 資金估測的準確度。</li> <li>3. 當預期之資金需求期間較長時，Desk 可將其一般性之最長操作期限延長至 65 天。</li> </ol>	

操作類別		時間	操作方式	說明
其他	附賣回操作	2002年12月13日	<ol style="list-style-type: none"> <li>以 Reverse Repurchase Agreement (RRPs) 替代原先之 Matched Sale Purchase (MSPs)，藉以沖銷多餘資金。</li> <li>主要交易商不用像MSPs操作時，需再提供一個 re-offer rate，取而代之的是，提供 RRP rate 與金額。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>使用 RRPs 與 MSPs 之效果相同，但使用 RRPs 可結合標準的市場實務，同時便利紐約聯邦準備銀行實施新的清算與帳戶系統。</li> <li>MSPs 在會計處理上分別顯示賣出與買回的分錄，但 RRPs 則採融資說 (financing transactions) 的作法，作為擔保品之債券仍在 SOMA 之帳上不動，且有一筆負債存在，直至到期為止。</li> </ol>
	主要交易商制度	1992年1月22日	改革主要交易商制度	請參閱下一小節「美國的主要交易商制度」之說明。
	線上即時監控系統	1998年1月起	開放存款機構使用 ABMS (Account Balance Monitoring System)	提供存款機構透過 ABMS 進行線上即時監控其在聯邦準備銀行的帳戶，藉以掌控其 Fedwire 與 Non-Fedwire 之交易資訊，俾更精確調節其準備部位。

#### (十) 美國的主要交易商 (Primary Dealers) 制度

美國的主要交易商 (Primary Dealers) 是紐約聯邦準備銀行公開市場交易室執行公開市場操作的交易對手 (Trading Counterparties)，在美國 Fed 執行貨幣政策，調節金融市場中扮演極為重要的角色，正因其作為 Fed 主要交易商的條件極為嚴苛，且須接受 Fed 的監管，致一旦政府債券交易商獲選為主要交易商後，即能與 Fed 維持相當緊密的關係，主要交易商視同市場寵兒，即向為社會大眾

所詬病之處。因此紐約聯邦準備銀行與理事會、聯邦公開市場委員會、財政部及證管會充份磋商後，於 1992 年 1 月 22 日修正公佈 Fed 與主要交易商的新關係及相關規定，並建立更開放的主要交易商制度。根據該規定，新的交易商隨時可加入成為主要交易商，舊的主要交易商在表現不佳或不符合原先標準時，Fed 亦可自由裁決終止其作為主要交易商的權利。1997 年 10 月底止 Fed 的主要交易商曾達 38 家，其中亦不乏外國商社在美國的分公司，例如 Paribas Corp 即為法屬公司於 1996



年加入。惟在近數年金融機構合併風氣盛行後，金融機構家數減少，主要交易商之家數亦減少，截至 2004 年 4 月底止，只剩 23 家主要交易商。茲扼要說明 Fed 改革主要交易商制度的緣由，篩選主要交易商的一般標準及新主要交易商的資本規定如下：

1. 改革主要交易商制度的緣由：

(1) 主要基於政府債券標售作業的自動化及提高公開市場操作效率的考量，俾公開市場操作及交割時，主要交易商能呈現高水準的信賴度及整合度。政府債券標售已於 1992 年底完成自動化作業系統，公開市場操作的自動化作業系統則於 1993 年底完成。

(2) 原有的制度雖已運作多年，但仍存在若干缺失，其中最特殊的一項是，社會大眾咸因 Fed 嚴格設定主要交易商的標準，而普遍認為 Fed 是主要交易商的監理單位。但事實上，Fed 並非主要交易商的法定監督單位。此外，交易商一經指定為主要交易商，即被視為具有某種特殊地位，主要交易商在業務操作上具有類似的加盟價值（Franchise Valuer），並為市場的寵兒。

基於上述考慮，Fed 著手修正主要交易商的選擇條件，開始建構一個更開放的主要交易商制度。Fed 仍採自由裁決的方式，以篩選深具信譽的主要交易商，惟廢除主要交易商對顧客之平均交易額不得少於所有交易商交易總金額之 1%，俾政府債券市場更活絡、更具流動性，同時亦免除保留該項規定反而成

為新開放制度的障礙之疑慮。另一方面，Fed 亦不再監督主要交易商，維持法定原有之監督體系。Fed 深信主要交易商在主要直轄機關監督下，均能謹守規矩，且符合作為 Fed 交易對手的必備條件，故決定終止對主要交易商的監管，亦不再實地金融檢查主要交易商。

2. Fed 篩選主要交易商的一般標準：

(1) 有能力參與公開市場操作，助益 Fed 有效調節市場資金供需，以維持金融安定。

(2) 積極參與政府債券發行標售。

(3) 能適時提供 Fed 公開市場交易室有利的市場資訊與分析，助益 Fed 制訂及執行貨幣政策。

主要交易商倘無法維持上述標準，Fed 將終止其主要交易商資格。因此，主要交易商均應致力維持其符合標準的條件，且經常接受 Fed 的考核。就 Fed 具有自由裁量權的觀點而言，主要交易商的家數並不固定，隨時有新加入者，亦可能有出局者。但考量公開市場操作的環境資源有限，新增的主要交易商數量將被適度限制。至於新增家數的決定，端視該增量不致對公開市場操作造成反效果而定。1992 年 3 月底以前所收到的申請案件，Fed 依據資本標準加以評估，倘無法接納全部合格案件時，Fed 以主要交易商的資本部位作為優先考慮因素。

3. Fed 接受新主要交易商的資本規定

新的主要交易商必須是受聯邦準備銀行

監督的商業銀行，或在證管會註冊登記的經紀商或交易商。主要交易商或控管主要交易商的母公司必須符合下列資本規定：

(1)商業銀行應符合 Basle Capital Accord 有關第一類及第二類的最低資本比率規定（資本／風險資產）。再者，商業銀行依據上述第一類資本定義之資本額至少要超過（含）1 億美元。

(2)在證管會註冊的經紀商或交易商之資本須超過證管會的規定，或超過證管會所規定的最低安全量（Warning levels）以上，且須超過（含）5 千萬美元。惟上述規定並不適用控管主要交易商之母公司之合併報表，該

母公司應符合（a）款有關商業銀行成為新主要交易商的資本標準規定。

上述新主要交易商資本額的下限規定（例如商業銀行 1 億美元以上，經紀商或交易商 5 千萬美元以上），旨在確保主要交易商具有一定的規模，與 Fed 進行公開市場操作時，能夠承接一定水準的量，以維持公開市場操作的效率。任何銀行或經紀商／交易商希望成為主要交易商時，均須親自去函 Fed 提出申請，同時檢附相關資料，證明其符合作為新主要交易商的條件，Fed 在收到申請函後，將會商申請單位的直接監理機關，確認所檢附資料均符合最適資本規定。

## 五、Fed 的融券操作機制（SOMA Securities lending Program）

FOMC 於 1969 年開始採行融券操作機制，助益其貨幣政策操作。茲分別說明如下：

（一）目的：扮演美國公債市場債票券（specific issues in the treasury market）之暫時性及第二流動性來源之貸出者角色，以因應當時資金市場之特定需要，並避免發生交割當時欠缺債券的現象。換言之，Fed 除扮演資金之最後融通者角色外，另亦扮演債券之最後融通者角色。

（二）合格對象：全部政府債券主要交易商（primary dealers）。

（三）合格融券券種：SOMA 所持有任一債券之 65 %，且距到期日兩週以上者，但

不包括其附買回交易持有之債券，亦不包括尚未償還之已借出債券。實務操作上，紐約聯邦準備銀行在宣佈融券操作時，通常亦公告不含在當日融券操作之債券名單。為提高融券操作之透明度，紐約聯邦準備銀行則按週在網站定期公佈其 SOMA 所持有債券之內涵；政府債券標售宣佈投標結果時，亦公告聯邦準備銀行在初級市場買進（primary market purchases）之金額及債券內容。事實上，SOMA 所公佈之資料將因其公開市場買賣斷操作而有所變動。

（四）操作方式

1. 標售

（1）競標方式：紐約聯邦準備銀行只接

受競標方式貸出SOMA (System Open Market Account) 所持有之債票券。採美式或複式標法 (multiple price format)，每一投標者針對某一券種可投兩個標單。惟當發現該融券有可能助長投標者控制該債券時，紐約聯邦準備銀行保留最後准駁權，有權拒絕該筆融券。

(2)融券操作頻率：視市場需要，原則上每個營業日均可操作。

(3)投標之技術性規定：

(a)投標時間：營業日之中午約 11 時或 12 時。近中午的投標時間較其他操作晚，旨在不希望影響市場，是一種中性的操作。事實上，市場交投最活絡的時間為營業日上午，Fed 認為其融券操作並非市場融券的主要管道，各主要交易商仍應先於市場中籌借債券，最後近中午仍有不足時，才向 Fed 融券。因此，Fed 的融券操作是一種近中午之暫時性最後貸券者角色，並希望在 DVP 系統下午 3 時 30 分結束以前，SOMA 仍有足夠的時間進行相關作業。

(b) 投標路徑：全部經由 Fedline Terminals.

(c)費率之小數位數：全部以小數兩位，低於或高於小數兩位之標單，不為 Fedline 所接受，電腦自動視為廢標。此外，投標價格小於 1.00 之小數點左

方數字可為零，例如 0.75%。

(d) 單位投標金額：以百萬美元為單位投標金額。

2. 自主性：主要交易商可自主決定是否參加融券操作，紐約聯邦準備銀行並不以主要交易商參與融券操作之紀錄，作為考核主要交易商之依據。

3. 公告

(1)操作訊息：如有融券操作必要，紐約聯邦準備銀行通常在營業日之中午 11 時或 12 時宣佈操作訊息。

(2)開標結果：所有投標者完成投標作業程序後，自動化作業系統迅即處理開標作業，紐約聯邦準備銀行在同一營業日公佈投標結果，並透過 Fedline Terminals 通知得標者透過款券同步交割系統 (delivery-vs-payment) 進行債券級擔保品之交割作業。

(五) 擔保品

1. 為免融券操作影響銀行隔夜之資金部位，紐約聯邦準備銀行採債券對債券 (bonds-vs-bonds) 之擔保方式貸出債券，要求借券者提供國庫券及政府債券 (Treasury bills, notes, bonds) 為擔保品，而非以現金為擔保品。

2. 據紐約聯邦準備銀行市場組之 Mr. Richard P.Dzina 稱，SOMA 在結束開標作業，貸出債券時，實務作業上，為降低風險，通常要求借方先將現金撥轉至 SOMA (Cash in)，下午當借方完成擔保品作業手續後，SOMA 同時將現金歸還借方 (Cash out)。前

述現金在同一天內移進移出，互抵後不影響市場之資金供需。

#### (六) 金額

1.SOMA 最高融券限額：以 SOMA 所持有任一債券之 65% 為限，例如 SOMA 持有某一債券 100 億美元，則該債券可供貸出之最高限額為 65 億美元。惟若在標售某一債券當時 SOMA 所持有該債券之比率已低於 65% 時，該債券所殘餘之金額均可全數貸出。例如，SOMA 持有某一債券 100 億美元，其中已貸出 50 億美元在開標日尚未償還，此時 SOMA 持有之 50 億美元債券餘額可全數貸出。

#### 2. 借券者最高限額：

(1)任一主要交易商之借券之最高限額，單筆債券為 2 億美元，其總融券限額為 10 億美元。

(2)若同一券種投 2 標之合計金額超過 2.0 億元，則較低費率標單之金額將被自動扣減，俾其合計金額維持在 2.0 億元水準。例如，某一主要交易商針對單一券種投 2 張標單，一為 1.5 億美元/投標費率 1.10%，另一為 0.6 億美元/投標費率 1.3%。由於 2 張標單合計 2.1 億美元，超過 2.0 億美元之限額規定，因此，投標費率較低之 1.5 億美元部分，將在開標作業啟動前自動被減為 1.4 億美元。

(3)若在中午開標前仍有前次融券金額尚未償還，則該未償還金額將合併在總融券限額中，換言之，其可借用之總額度將減少。

例如，主要交易商原先所借之債券 1.5 億美元逾期未還，則新的融券操作中其再借該債券之最高額度只剩下 0.5 億美元，而總額度減為 8.5 億美元（ $10 - 1.5 = 8.5$ ）。

(4)在紐約聯邦準備銀行同意下可先償還部分金額，未償還部分仍自總額度中扣除。若 1.5 億美元中先還 0.5 億美元，則只能再借 1.0 億美元，而總額度則減為 0.9 億美元。因此，主要交易商應確保如期償還債券，以保有最高融券額度。

(七) 期限：以隔夜為基礎，若於星期五操作，則為隔週末。主要交易商所借之債券在第二天 Fedwire 結束作業時仍未償還者，視為逾期未還。

#### (八) 費率

1. 融券費率：融券費率並非市場之 Repo 利率，因為融券採擔保品基礎，因此融券費率相當於融券券種在市場之 Repo 利率與其作為擔保品之債券利率之差距，以實際使用天數除以 360 天作為計算基礎。

2. 最低投標費率：最低投標融券費率為 75 個百分點，即 0.75%（該最低費率於 2003 年 6 月 25 日由原先之 1% 降為 0.75%）。

#### (九) 罰責

1. 無法提供擔保品：主要交易商在借到債券當日，若無法提供擔保品時，將被要求提足與借券金額相同之無利息收入的現金作為隔夜存款。除原先之借券費率外，該主要交易商需額外支付懲罰費用，相當於原先擔

保品之債券利率。

2.逾期無法償還所借債券：融券交易到期不得展期，假設主要交易商在借券到期日逾

期未償還債券時，其借券費率改按擔保品之債券利率計算。

## 六、Fed 的半套利率區間操作模式

Fed 自 2003 年 1 月 9 日起改採貼現窗口融通新制。新制以市場價格導向及合格融通對象為改革重點，將融通利率由低於市場利率改為高於市場利率。自實施新制起，主要融通已幾乎取消往昔的行政規範，次要融通則仍保留若干行政規範。

### (一) 利率區間上限及中數

#### 1. 利率區間上限：主要融通利率

主要融通係目前 Fed 供應貼現窗口資金之最主要工具，其融通利率以聯邦資金利率目標加 100 基本點；另以次要融通工具提供不符主要融通資格之存款機構，其融通利率則以主要融通利率再加 50 基本點。原則上，融通金額無限制，但必要時，聯邦準備銀行仍保留對個別銀行之准駁權。

無金額限制下是否導致窗口融通金額激增？其實不然，主要融通利率具懲罰性，較聯邦資金利率目標高 100 基本點，在價格誘因之成本考量下，銀行在使用央行主要融通窗口以前，將會自動地先尋求市場較低成本之資金，換言之，銀行會先在聯邦資金市場籌措資金，如此一來，主要融通之機制設計不僅鼓勵銀行積極在聯邦資金市場交易，俾聯邦資金利率依循目標水準變動，且可在資金

緊俏時期，及時供應資金滿足需求，避免聯邦資金利率持續攀升超越主要融通利率。因此，新制除仍扮演貨幣市場安全瓣膜機制外，亦具利率上限之功能。

#### 2. 利率區間中數：聯邦金利率目標

Fed 公開市場操作委員會設定公開佈之聯邦資金利率目標係其操作目標。Fed 目前雖僅採半套利率區間之操作方式，惟若一旦國會通過聯邦準備銀行對準備金及超額準備付息之法案後，Fed 將可完成整套利率區間操作模式。因此，現若比照他國央行之操作實務，似亦可稱聯邦資金利率目標為利率區間中數。事實上，在未改採貼現窗口新制以前，Fed 透過公開市場操作，亦皆有效控制聯邦資金利率於目標水準。

#### 3. 利率區間下限：Fed 迄無利率區間下限之機制

截至目前 Fed 只有利率上限，並無類似他國央行之存款工具（Deposit Facility），因此尚無存款利率下限之機制，主要係因 Fed 對超金額準備付息之法源尚付闕如，實務操作上亦無迫切性，此亦係 Fed 改革貼現窗口制度徵詢社會大眾意見時，回收意見書中，反對者基於當聯邦資金利率降低時，對淨資

金拆出者不利之考量，認為 Fed 不應在尚未同時設置利率下限之前提下，先設定利率上限。

(二) 新貼現窗口融通機制之實施情形

Fed 自 2003 年 1 月 9 日起實施新貼現窗口融通新制，爰由 Fed 網站擷取相關資料，觀察 2004 年 1 月 8 日至 4 月 7 日期間影響存款機構各週資金變動之因素，實際資料清楚顯示貼現窗口融通之週平均金額均極小，亦可用來佐證貼現新制雖無金額限制，但存款機構使用之情形並不普遍。該實情與其他先進國家央行實施常設性窗口操作工具者有類似之現象，主要係因 Fed 新制之主要融通及次要融通利率均分別高於聯邦資金利率目標 100 基本點及 150 基本點使然，在價格誘因機

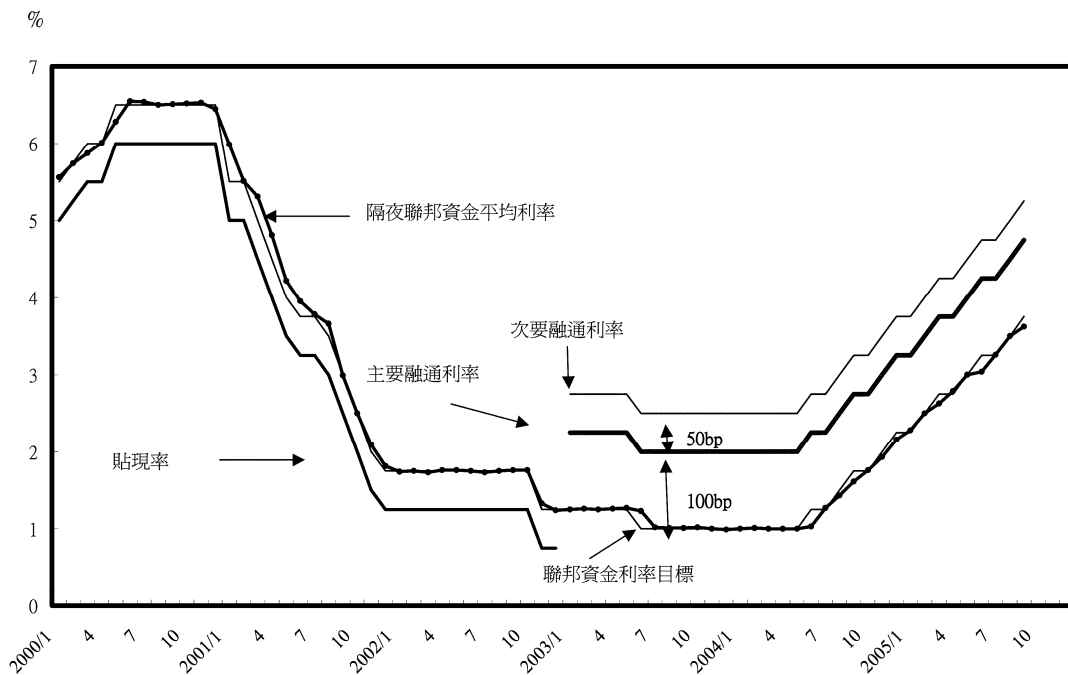
制之市場力量牽動下，存款機構將自動尋求市場資金，而不會依賴央行融通。

(三) 美國聯邦資金利率與央行政策利率之變動情形

圖 13 顯示 Fed 實施新貼現窗口通制度前後聯邦資金利率與央行政策利率之變動趨勢。無論採貼現窗口新制或舊制，聯邦資金利率皆在 Fed 公開市場操作調節下，沿著聯邦資金利率目標變動。Fed 在發表新制時亦宣稱改革貼現窗口融通制度，旨在改善貼現制度結構，並無改變貨幣政策動向之意圖，希望在資金緊俏之際，新貼現制度能充分發揮貨幣市場緩衝擊器功能，抑制利率高於主要融通利率變動。

(四) Fed 有效控制聯邦資金利率依循目標

圖 13 Fed 實施貼現窗口融通新制前後聯邦資金利率與央行政策利率



水準變動之主要原因

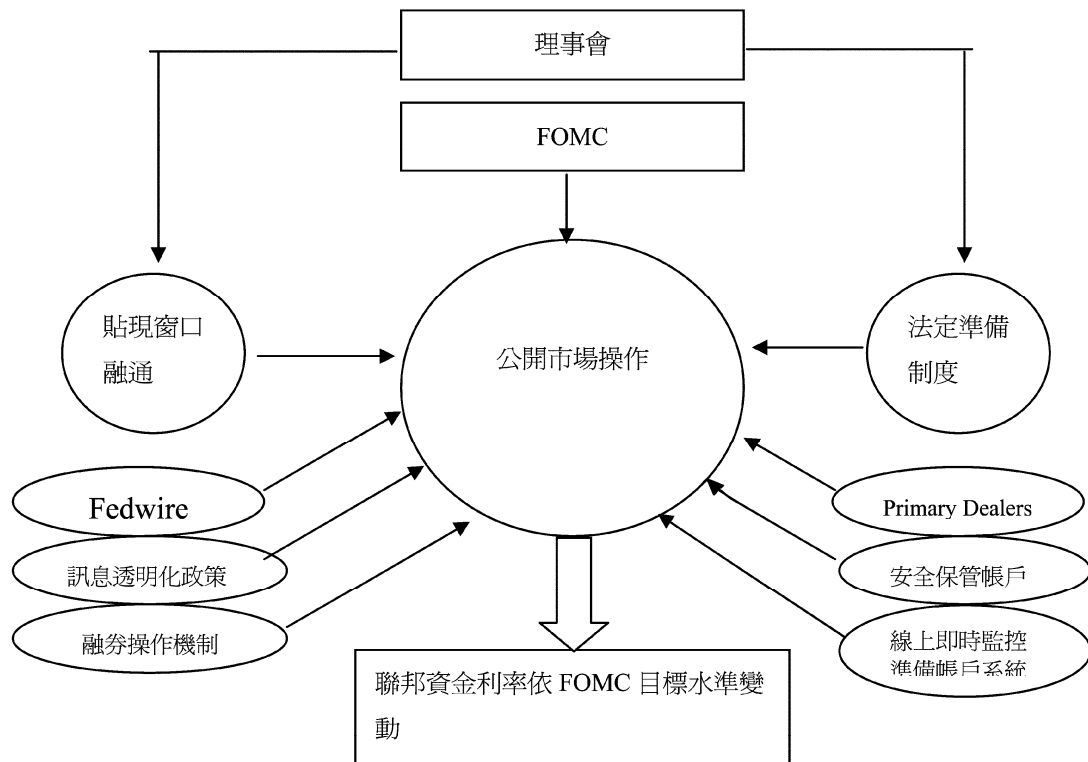
圖 14 為 Fed 由貨幣政策最高決策單位至執行貨幣政策工具，最後達成短期操作目標之主要架構。圓形大小用來區隔貨幣政策工具之重要性，橢圓型則顯示襄助公開市場操作之主要輔助機制。該圖清楚顯示，公開市場操作扮演最重要也是使用頻率最高的政策工具，貼現窗口融通及法定準備制度雖仍為正統的貨幣政策工具，但其重要性已日漸式微，只扮演輔助性角色，充當緩衝器功能。至於 Fedwire、Primary Dealers、訊息透明化政策、融券操作機制、安全保管帳戶及線上即時監控準備帳戶系統等，則屬襄助公開市

場操作，促使發揮操作功效之週邊重要輔助性作業機制。無論為輔性貨幣政策工具或輔助性作業機制，渠等均為公開市場操作不可或缺之一環，環環相扣，最終有效促使聯邦資金利率依循 FOMC 之目標水準變動。

除上述機制順利運作外，Fed 利率控管奏效尚有下列因素：

1. Fed 的高度公信力：FOMC 每次調整聯邦資金利率目標時，均對外明確地公佈新的利率目標，各銀行在資訊充份透明化下相當清楚新的聯邦資金利率目標。該利率目標同時是公開市場交易室執行公開市場操作意欲達成的利率水準，在金融市場對 Fed 公信

圖 14



力的高度信任下，凝聚成一種市場利率標竿的高度共識。易言之，金融市場深信 Fed 一定會達成利率目標。

2. 聯邦資金市場是拆進銀行與拆出銀行間的高度競爭市場，至於小型或個別市場參與者，其規模甚小，不足以影響聯邦資金利率變動。美國的聯邦資金市場除透過貨幣經紀商仲介完成外，亦可進行直接交易。透過貨幣經紀商的大型銀行交易約佔四成，其餘六成大都採直接自覓完成交易。惟因小銀行間的直接交易均參考經紀商市場的實際交易利率完成交易，因此美國紐約聯邦準備銀行現階段收集大型貨幣經紀商的實際成交資料編製官方對外公佈之加權平均利率，並作為公開市場操作的重要金融指標。

3. 金融市場對未來公開市場操作的預期：

(1) 當準備不足時，聯邦資金利率轉趨上揚，市場預期在未來數日內 Fed 將釋出資金以滿足準備需求缺口，因此銀行會減少自聯邦資金市場拆入資金，利率上升壓力乃告舒緩。

(2) 當準備過多時，聯邦資金利率轉趨下跌，市場預期未來數日內 Fed 會反向收縮資金，故銀行將減少在聯邦資金市場拆出資金，有效舒緩利率下跌的壓力。

(3) 紐約聯邦準備銀行市場組人員盡全力使銀行在提存期間內握有的平均準備存款餘額均能滿足法定準備的規定。例如，Market Group 之 Monetary Projections Staff (估測準備之供給與需求) 準確匡計逐日準備金之變動資料，與華盛頓之估測結果相核對後，提供公開市場操作部門據以訂定該日公開市場操作附買回數量與期間。其估測作業由一組人員負責，接近完美，致紐約聯邦準備銀行大都進行 RPs 釋金操作 (美國金融市場傾向資金不足之局面，須央行提供資金，與我國金融市場有資金氾濫須央行沖銷資金顯著不同)，鮮少進行反向沖銷操作。據 Market Group 之 Monetary Projections 人員稱，倘須進行及向操作，則意味著 Monetary Projections 可能出現嚴重差錯。

## 七、結 語

美國聯邦準備制度執行貨幣政策以達成物價安定、金融安定及無通貨膨脹的經濟成長目標。貼現率政策、準備率政策及公開市場操作是平素運用的貨幣政策工具，其中公開市場操作是使用最普遍，也是當今美國最重要的貨幣政策工具。在 1980 年代初期，美

國聯邦準備制度以控制貨幣總計數為貨幣政策中間目標，惟隨著金融自由化及金融創新風潮盛行，貨幣與其他金融資產間的定義逐漸模糊，長久以來與經濟活動間的穩定關係亦遭破壞。1980 年代末期起，Fed 的貨幣政策操作改弦更張，逐漸降低貨幣總計數作為



貨幣政策目標及指標的重要性，轉而重視價的變動，特別是聯邦資金利率的波動。本文以公開市場操作為重點，探討其操作全貌、相關之輔助性措施、以及 Fed 長久以來有效控管聯邦資金利率依循 FOMC 設定之目標水準變動之致勝因素。茲將全文重點歸納如下：

- (一) 美國地域廣大，由聯邦準備制度執行貨幣政策，以達成物價安定、金融安定及無通貨膨脹的經濟成長目標。整個聯邦準備制度由理事會、聯邦公開市場委員會 (FOMC)、12 家聯邦準備銀行、及聯邦諮詢委員會、消費者諮詢委員會及儲蓄機構諮詢委員會所構成。
- (二) 理事會與聯邦公開市場操作委員會係美國貨幣政策之最高決策單位。理事會每兩週集會一次，負責訂定貼現率、準備率及邊際準備率；聯邦公開市場操作委員會則依公佈之會議時程每年集會八次，專責制定公開市場操作的指導方針，目前其設定及公佈之聯邦資金利率目標最為全球金融市場所矚目。貼現率及準備率政策雖非聯邦公開市場委員會的職掌，但某些時候，聯邦公開市場委員會亦同時討論貼現率及準備率。
- (三) 美國貨幣政策操作以貼現率政策、準備率政策及公開市場操作為貨幣政策

工具，其中公開市場操作是 Fed 使用最普遍，也是最重要的貨幣政策工具。隨著貼現率政策與準備率政策重要性日漸式微，渠等已功成身退扮演公開市場操作之輔助性角色，充當貨幣市場之緩衝器功能。

- (四) 公開市場操作的目標旨在確保聯邦資金利率 (存款機構間同業拆款隔夜利率) 依循 FOMC 所設定的目標水準變動，但 Fed 僅試圖維持聯邦資金利率在目標利率的較小範圍內波動，並未施加行政指導，或非常嚴格地達到特定目標利率。
- (五) 美國的法定清算制度亦屬準備率政策的一環。各銀行依據與 Fed 的事先約定，在其準備存款帳戶內保留特定金額。此部份存款表面上與一般準備存款相同，未享有利息收入。但事實上，Fed 將法定清算金額所換算成的隱含利息 (法定清算金額  $\times$  聯邦資金利率  $\times$  14 天  $\div$  360 天) 視為銀行的收益，可用來抵用銀行使用 Fedwire 所應支付 Fed 的費用，故銀行均樂於在 Fed 保留清算餘額。但因超過所應支付 Fed 費用部份，亦屬超額準備，並無利息收入，因此銀行在實務操作上，以其所估計應支付 Fed 的費用反推計算出應保留的法定清算金額。
- (六) 座落於美國紐約大都會金融街的紐約

聯邦準備銀行係公開市場操作的執行單位，其市場部門（Market Group）執行公開市場操作的所有事宜，包括各類型公開市場操作、代理財政部發行政府債券及執行外匯政策等。

（七）紐約聯邦準備銀行為迎合時代變遷，俾做得更好、更快、更有效率，於1998年3月宣佈組織改造，將組織軸心之市場組由原先之5個小組擴編為6個小組。新舊組織最大的差異為，舊組織將公開市場附買賣回與買賣斷操作集中在 Domestic Open Market Operation 小組，新組織則依功能性分別設在獨立的部門進行相關操作。Domestic Reserve Management 負責管理銀行準備金之供應，俾達成 FOMC 設定之聯邦資金利率目標；並估測聯邦準備銀行資產負債項目之變動以及存款機構之流動性需求，據以決定及執行附買回公開市場操作。Fixed Income and Foreign Exchange 則負責買賣斷債券之公開市場操作、執行外匯政策及外匯準備之投資管理、觀察分析全球金融市場的變動、以及 SOMA 融券操作的業務。至於政府債券之發行業務則由 Treasury Relationship Management and Office of Management and Budget 所負責。

（八）市場組之資金估測組員負責準備金需

求與供給的估測作業。其中準備金需求部份，利用銀行提供的存款資料估計提存期間之應提準備金（RR），並藉助經濟計量模型推估超額準備（ER）；另依據聯邦公開市場委員會制定之聯邦資金利率目標與貼現率間之差距換算成預定進行的窗口融通目標金額（BR），俾聯邦資金利率依循目標利率變動。由上述三數據推導出 Fed 公開市場操作的非借入準備目標（NBR Path），其公式為：
$$\text{NBR Path} = \text{RR} + \text{ER} - \text{BR}$$
。至於準備金供給部份，則估計非借入準備的供給金額，一般而言，財政部在 Fed 的存款餘額、流通中通貨、票據交換淨額等均屬影響非借入準備供給變動的主要因素。最後，非借入準備目標與非借入準備供給估計數間的減項，即屬 Fed 當日公開市場操作的操作金額。

（九）紐約聯邦準備銀行市場組亦為外國官方帳戶（包括財政部及央行等政府官方單位）進行債券市場之買賣債券或附買回交易。為區別起見，為本身公開市場操作帳戶承做的 RPs 通稱 System RPs，為外國官方帳戶承作者稱為 Customer RPs。

（十）美國公開市場操作的種類多達七種，包括附買回操作、附賣回操作、買斷、賣斷、代理外國官方帳戶的內部

往來交易、補足已到期政府債券金額、及部份到期政府債券到期兌償。就時效性而言，附買回及附賣回操作屬暫時性的微調操作，其餘則具長久性的效果。就使用頻率而言，以附買回操作最為頻繁。補足到期政府債券金額則發生於各週，以新發行政府債券遞補已到期債券，對準備部位具中性效果，亦即並不影響準備部位的變動。

- (十) 美國公開市場的操作對象為信譽良好的主要交易商 (Primary Dealers)。Fed 在政府債券標售及公開市場操作採自動化作業後，於 1992 年 1 月 22 日大幅修訂主要交易商制度為更開放的新制度，除取消市場占有率不得低於 1% 的限制外，亦不再進行對主要交易商的監督作業，但對主要交易商的資本標準採取較嚴謹的規定，以確保主要交易商參與公開市場操作時，能承接一定數量的交易。依 Fed 規定主要交易商包括銀行及非銀行的主要交易商，但據紐約聯邦準備銀行 Market Group 之 Market Surveillance 主管 Ms. Debi Perelmuter 稱，理論上經營銀行業務的商業銀行及在其握股公司下之專業證券公司，均可申請作為主要交易商，但實際上係以專業證券公司為常態。但因專業證券公司在 Fed 並無

準備存款帳戶，因此，公開市場實務操作上係透過主要交易商及主要交易商之往來銀行在 Fed 的準備存款帳戶進行。

- (十一) Fed 貨幣政策操作得以發揮快捷功效，Fedwire 其實扮演相當重要的關鍵角色。Fedwire 包括資金調撥及款券交割兩大系統。公開市場操作的過程中包括資金流及債券流，透過 Fedwire 傳遞，公開市場操作得以迅速有效地調節市場資金供需。
- (十二) Fed 負責執行公開市場操作的人員，每天上午均與主要交易商、聯邦資金市場貨幣經紀商及部份銀行的資金調度主管商討市場資金狀況，有時候於下午抽空實地拜訪主要交易商。
- (十三) 公開市場交易室每天上午 9:30 經由 TRAPs 自動化系統向主要交易商宣布公開市場操作的訊息，提供主要交易商 15 分鐘擬定投標價格，9:30~9:45 主要交易商投標，約莫過了五分鐘交易室完成開標作業，公開市場操作由宣佈至開標僅花費 20 分鐘。
- (十四) 美國財政部的資金動支亦屬影響銀行體系準備部位變動的主要因素。財政部在 Fed 及一般銀行開設存款帳戶。在 Fed 的週轉金帳戶通常維持一特定的目標金額，目前約 50 億美元；在一般銀行的 TT&L (Treasury Taxes and

Loans) 帳戶則有最高限額規定，銀行亦須提供擔保品。基於上述限制，財政部經常在 Fed 及銀行帳戶兩者間靈活調度資金。影響所及，直接衝擊準備市場的變動，特別是稅款集中繳庫的季節。因此 Fed 公開市場交易室人員每天上午均須與財政部人員進行電話討論，重新調整在 Fed 的國庫存款餘額估計數。

(十) 公開市場交易室人員與聯邦公開市場委員會保持密切連繫，包括：每天上午 9 時左右紐約與華盛頓兩邊相關工作人員進行電話討論、每天兩份報告（早上的電話討論摘要及下午債券市場結束後的市場動態報告）、週報、雙週報及季報、年報等。此外，在每次公開市場操作委員會開會前，交易室人員負責提供上次會議以來的公開市場操作及金融市場動態褐皮書；每次會議時，交易室經理則提出口頭報告。

(十一) 1990 年代以來美國存款機構在聯邦準備銀行之法定準備餘額劇減，主要係因 Fed 於 1990 年及 1992 年大幅調價法定準備率，以及 1994 年起零售型移轉帳戶盛行使然。上述現象對存款機構之資金調控、公開市場操作及維持聯邦資金利率穩定方面，均較往昔困難。惟並未因此損及 Fed 維持聯邦資

金利率依循目標水準變動之政策效果，似與 Fed 經常檢討與改善實務作業方式，及不斷更新訊息透明化政策有相當程度之關聯。

(十二) Fed 自 1969 年開始實施之融券操作機制，在貨幣政策操作過程中，扮演最後貸券者角色；貼現窗口操作則扮演最後融通者角色。在最後貸券者與最後貸款者雙翼角色之保障下，可有效確保存款機構或主要交易商在市場告貸不足之餘，最後可由聯邦準備銀行之管道借足所需之資金或債券，從而可維持市場利率穩定，亦可確保資金支付或款券交割之支付制度健全運作。

(十三) Fed 自 2003 年 1 月 9 日起實施貼現窗口融通新制，新制融通利率高於市場利率之機制設計，類似其他先進國家央行之常設性窗口操作工具，惟 Fed 在聯邦準備銀行對法定準備金或超額準備付息之法源尚付闕如之情況下，其操作方式為一種半套利率區間操作模式。上述立法案已交付國會聽證討論多年，據稱目前僅剩些許技術性問題待克服，未來在國會立法通過後，Fed 實施國際間盛行之全套利率區間操作模式將是水到渠成、指日可待。

(十四) 依據 Fed 公佈之統計資料顯示，新貼現窗口融通制度實施近一年半以來，

存款機構利用貼現窗口融通資金之金額並不大。新制雖無金額限制，但在融通利率高於市場價格甚多之價格誘因機制之市場力量作用下，存款機構未大量使用貼現窗口之現象並不足奇，其實與先進國家央行採行類似機制之實情相符。

(十) 值得注意的是，Fed 以設定窗口融通目標之方式估測逐日資金缺口，據以進行操作之模式，似將受到若干影響，不利維持利率穩定，但實際上逐日之加權平均聯邦資金利率皆能依循目標水準變動。究其原因，似與 Fed 的各

項操作機制環環相扣有絕對的關聯。Fed 以公開市場操作為主軸，佐以貼現窗口融通及準備率政策，作為輔助性貨幣政策工具及貨幣市場的緩衝器，並以 Fedwire、Primary Dealers、訊息透明化政策、融券操作機制、安全保管帳戶及線上即時監視準備帳戶系統等週邊性實務作業機制輔助公開市場操作。此外，Fed 高度的公信力、大型銀行相互拆借聯邦資金利率之統計方式、以及資金預測作業之精準度等亦連帶促使聯邦資金利率維持穩定變動。

## 附 註

- (註 1) 1913 年聯邦準備銀行初創當時，其聯邦準備銀行法並無貨幣政策總體經濟目標之規定；及至 1946 年之就業法，規定聯邦政府應促進與維護最大的就業、生產與購買力，其法條中並未特別指聯邦政府就是聯邦準備銀行，但一般解讀聯邦準備銀行適用該法；1977 年準備銀行法之修正案中第 2A 條款開始正式載明貨幣政策之三大目標。事實上，該三大目標既未有明確之定義，更無量化之目標。因此，理事主席 Greenspan 對所謂之物價安定有其個人鍾情之操作型定義 (an operating definition of price stability: “Price stability obtains when economic agents no longer take account of the prospective change in the general price level in their economic decisionmaking”) (Greenspan 1996)。
- (註 2) 參見參考資料 2. “Understanding Open Market Operations”, P11.
- (註 3) 有關 Fed 貼現窗口新制的詳細內容，請參閱中央銀行季刊第 25 卷第 1 期「美國改革貼現窗口融通制度之簡介」P79-91。
- (註 4) 截至 2004 年 4 月底止共計 23 家主要交易商，最盛時期曾高達約 40 家。
- (註 5) The usual phrasing is “maintain the existing degree of pressure on reserve positions” or “increase” or “decrease” such pressure. The degree of change in pressure desired can be indicated with the modifier “slightly” or “somewhat”.
- (註 6) 1994 年以前則透過公開市場操作揭示聯邦資金利率之期望水準。
- (註 7) 2002 年 12 月 13 日起以 RRP 替代 MSPs。
- (註 8) 原資料取自紐約聯邦準備銀行於 1997 年所公佈之資料，當時之 RPs 操作時間為上午 10 時 30 分，但因紐約聯邦準備銀行已自 1999 年 4 月起將 RPs 操作時間提早 1 小時至上午 9 時 30 分，爰自行以早先公佈之資料酌予提前調整 1 小時。
- (註 9) 零售型移轉帳戶與批發型移轉帳戶 (Wholesale Sweep Account) 不同。後者泛指 1970 年代即已存在之金融創新，意指存款機構將企業存戶之支票存款帳戶資金移轉至任一種貨幣市場工具之方式。前述貨幣市場工具包括 RP、歐洲美元存款或貨幣市場共同基金等短期工具，其可能為或不是存款機構之負債，但零售型移轉帳戶之資金最終仍在存款機構之負債表內移動。

(註 10) Fed 並未正式統計移轉帳戶之金額，實務上亦不易統計。Fed 由存款機構通告及存款機構例行存款統計報告之檢測等相關管道進行推估。

(註 11) 隔夜透支之利率相當於當日之聯邦資金利率加 4%。若在移動計算之 12 個月期間使用超過 3 次以上，則再加 1%。

(註 12) Fed 於 1998 年 1 月起開放存款機構使用 ABMS。ABMS 提供存款機構線上即時監控其在聯邦準備銀行之帳戶，藉以掌控其 Fedwire 與 non-Fedwire 之交易資訊。存款機構可由 Fed 提供之 Master Report 看到該行之 Master account 與 Subaccount；亦可選取 Self Report 單獨觀察 Master account 或 Subaccount 之資訊。存款機構可利用 Master account Routing Transit Number (RTN) 查詢其 Master account 與 Subaccount，同時選擇“Master”的 Balance Report。若欲查詢不包括 Subaccount 之帳戶餘額，則亦可利用 RTN 選擇“Self”的方式；若欲單獨查詢 Subaccount 之情形，則可利用 Subaccount RTN，同時選擇“Self”的 Balance Report。

## 參考資料

1. The Federal Reserve System, “Purposes & Functions”.
2. The Federal Reserve System, “Understanding open Market operations”.
3. Federal Reserve Bank of New York (1992), “Administration of Relationships with Primary Dealers”, January 22, 1992.
4. Ann-Marie Meulendyke (1998), “U.S. Monetary Policy and Financial Markets”, Federal Reserve Bank of New York.
5. BIS Joint Working Group on Securities Lending (1999), “Securities Lending Transactions: Market Development and Implications”, July 1999, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) & Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS).
6. Cheryl L. Edwards (1997), “Open Market Operations in the 1990s”, Federal Reserve Bulletin, November 1997.
7. Federal Reserve System study Group on Alternative Instruments for System Operations (2002), “Alternative Instruments for Open Market and Discount Window Operations”, December 2002, Federal Reserve System.
8. John B. Carlson, Jean M. McIntire, James B. Thomson (1995), “Federal Funds Futures as an Indicator of Future Monetary Policy = A primer” Economic Review, Federal Reserve Bank of Cleveland, Vol. 31, No. 1.
9. M. A. Akhtar (1997), “Understanding Open Market Operations” Public Information Department, Federal Reserve Bank of New York. 1997.
10. Michael J. Dueken and Andreas M. Fischer (1996), “Are Federal Funds Rate Changes Consistent with price stability? Results from an Indicator Model” Economic Review, January/February 1996, Federal Reserve Bank of St. Louis.
11. Patricia s. pollard (2003), “A Look Inside Two Central Banks: The European central Bank and the Federal Reserve”, Economic Review, January/February 2003, Federal Reserve Bank of ST. Louis,.
12. Paul Bennett and Spence Hilton (1997), “Falling Reserve Balances and the Federal Funds Rate” Current Issues in Economics and finance, Federal Reserve Bank of New York, April 1997, volume3, No.5.
13. William Poole and Robert H. Rasche (2003), “The Impact of Changes in FOMC Disclosure Practices on the Transparency of Monetary Policy: Are Markets and the FOMC Better Synched?”, Economic Review, January/February 2003, Federal Reserve Bank of ST. Louis,.
14. William Poole (2003), “Fed Transparency : How, Not Whether”, Economic Review, November/December 2003, Federal Reserve Bank of ST. Louis,
15. FRBSF Economic Letter (2004), “U.S. Monetary Policy: An Introduction, Part 1: How is the fed structured and what are its policy tools?”, Number 2004-01, Jan 16, 2004; “Part 2: What are the goals of U.S. monetary policy?”, Number 2004-02, Jan 23, 2004; “Part3: How does monetary policy affect the U.S. economy?”, Number 2004-03, Jan 30, 2004; “Part 4: How does th Fed decide the appropriate setting for the policy instrument”, Number 2004-04, Feb 6, 2004.
16. Fed 網站，<http://www.federalreserve.gov>；紐約聯邦準備銀行網站 <http://www.ny.frb.org>。
17. 黃富櫻 (1993)，「先進國家公開市場操作比較研究」，中央銀行季刊，第 13 卷第 2 期，民國 82 年 2 月。
18. 黃富櫻 (1995)，「美、德、日三國央行貨幣政策目標」，貨幣金融月刊，第 14 卷第 3 期，民國 84 年 8 月。
19. 黃富櫻 (1997)，「我國設置金融業拆款經紀商之研究」，民國 86 年 10 月，未發表。

20. 黃富櫻（1998），「我國實施主要交易商制度之研究」，民國 87 年 1 月，未發表。
21. 黃富櫻（1998），「美國的貨幣政策操作」，行政院出國報告，民國 87 年 1 月。
22. 黃富櫻（2002），「中央公債主要交易商制度與央行公開市場操作指定交易商制度之研究」，民國 91 年 4 月，未發表。
23. 黃富櫻（2003），「美國改革貼現窗口融通制度之簡介」，中央銀行季刊，第 25 卷第 1 期，民國 92 年 3 月。
24. 黃富櫻（2003），「央行利率區間操作模式簡介」，國際金融參考資料第 49 輯，民國 93 年 8 月。

（本文完稿於 93 年 5 月，作者現為本行經濟研究處研究員）