

# 歐洲中央銀行體系 及美國聯邦準備體系之概況

劉雨芬 譯

本文譯自：Pollard, Patricia S. (2003), "A Look Inside Two Central Banks : The European Central Bank and the Federal Reserve ", Federal Reserve Bank of ST. Louis Review, Volume 85, Number 1, January/February 2003

## 譯者摘要

當今對全球經濟發展與金融市場走勢最具影響力的中央銀行，莫過於美國的聯邦準備體系（以下簡稱 Fed）及歐洲中央銀行體系（以下簡稱 ESCB）。本文的主要目的，在探討 Fed 及 ESCB 之沿革、業務、組織、貨幣政策及業務經營原則。雖然 Fed 及 ESCB 的架構類似，然而兩者在操作上有很大的不同。

Fed 有三個政策目標—擴大就業、物價穩定及適當的長期利率。在組織上，Fed 主要包括七名成員之聯邦準備理事會及十二家區域聯邦準備銀行。理事會理事由總統提名，經參議院同意後任命，所以理事會須向國會負責，理事任期十四年，不得連任。理事會主要職能在研訂貨幣政策、審查並核定各區域聯邦準備銀行之重貼現率及調整存款準備率

等。

聯邦公開市場委員會（以下簡稱 FOMC）則係公開市場操作政策的決定者，由十二名委員組成，其中七名係理事會之七名理事兼任，紐約聯邦準備銀行總裁為當然委員，其餘四名委員由其他十一家聯邦準備銀行總裁輪流擔任。FOMC 自 1981 年以來，每年召開八次的例行會議。委員會的委員於開會前會收到「褐皮書」（分析每一聯邦準備地區目前的景氣狀況）、「綠皮書」及「藍皮書」等三份正式報告。FOMC 的會議進行時，先由幕僚人員對「綠皮書」之經濟預測說明後，委員們討論經濟現況和未來遠景，接著，在幕僚人員概述「藍皮書」所列舉的貨幣政策方案後，委員們就各選擇方案公開討論。討論結束後，由委員們投票決定

貨幣政策方針，並交付紐約聯邦準備銀行負責執行。

ESCB 相較於 Fed 比較不集權於中央，且將執行貨幣政策之任務留給各國中央銀行。ESCB 包括歐洲中央銀行（以下簡稱 ECB）及十五個歐盟會員國央行。ECB 執行理事會（Executive Board）係由六名成員所組成。理事會理事之任命，須歐元區全體會員國政府同意，任期八年，不得連任。ECB 管理委員會則係由執行理事會理事及十二個歐元區國家央行總裁組成，決定歐元區貨幣政策。ESCB 之主要目標為維持物價之穩定，且該目標優先於其他任何政策目標。至於包括公開市場操作、法定準備金提存之管理及常備窗口的運作等貨幣政策之執行，仍採分散式架

構，由歐元區各會員國中央銀行代行。各央行主要運用常備窗口機制將隔夜拆款利率控制在 ECB 所設定的範圍。ECB 管理委員會自成立以來，每月召開二次會議，但自 2001 年 11 月起，管理委員會決定僅於每月的第一次會議討論貨幣政策。會議結束後，由總裁及副總裁出席記者會，但不公布貨幣政策會議之記錄及投票過程，以致遭受政策透明度不足之批評，惟 ECB 認為，公布議事錄摘要（minutes）會阻礙委員於會議中交換意見。

他山之石可以攻錯，Fed 及 ESCB 對世界各國中央銀行的組織與貨幣政策都有重大的影響，本文對 Fed 及 ESCB 之組織架構、扮演之角色與職能均詳盡說明，可供本行借鏡。

\*\*\*\*\*

## 一、前言

自從瑞典央行（Swedish Riksbank）於 1668 年開始營運以來，中央銀行就已經存在於人世間。因此成立於 1913 年之 Fed 在中央銀行史上算是相當新設的。然而，在 Fed 成立之時，全球亦僅有其他二十家中央銀行存在。全球中央銀行之數目在二次大戰後因殖民地紛紛獨立而快速增加，復於 1990 年代初期因蘇聯解體，原蘇聯加盟國紛紛獨立，中央銀行數目再度擴增。截至 1997 年，全球中央銀行之數目已達一七二家。1998 年 ECB 成

立，中央銀行之數目又增加一家。

現今中央銀行之功能與早期主要對政府融資之功能已有很大不同。Broz（1998）認為，早期中央銀行成立之主要目的係為融通國家軍事費用，並指出於 1850 年前所存在之中央銀行，均係在戰爭之背景下特許設立的。

在 Fed 成立之時，中央銀行所扮演的角色已經發展為維持銀行及金融體系之穩定。當時，並未提及貨幣政策。直到 1933 年，

Fed 下之貨幣政策制定實體 FOMC 方才成立。

事實上，現今中央銀行之主要功能在於貨幣政策。而且，為達成其貨幣政策目標，中央銀行雖屬行政體系一部分，但不受其他行政部門的干預，貨幣政策之獨立性被廣泛地接受。歐洲中央銀行管理條例亦反映了這些改變，並規定 ECB 之主要功能為制定貨幣政策，其他任務則授權予各會員國中央銀行。1993 年馬斯垂克條約對歐洲共同體成立條約 (Treaty Establishing the European Community) 作出修訂，要求不僅 ECB 必須獨

立，各會員國中央銀行亦須獨立。然而於馬斯垂克條約簽署後十年，愈來愈多的關注集中於中央銀行之獨立性與權責化 (accountability) 及透明化之間須取得平衡。

本文檢視現今最重要的兩家中央銀行—Fed 及 ECB。首先，檢視其貨幣政策主要決策單位之架構及選任過程。其次，說明中央銀行之任務，重點放在貨幣政策之決策過程。至於貨幣政策之目標與工具、政策決策過程，以及這兩家中央銀行體系有何不同亦皆一併探討。最後，將檢視 Fed 及 ECB 之權責化與政策透明化。

## 二、ECB 及 Fed 之組織架構

ECB 執行理事會於 1998 年 6 月 1 日在位於德國法蘭克福的總部召開第一次會議。六個月後，ECB 開始負責歐元區之貨幣政策，將二十年前所提出的貨幣聯盟計畫付諸實行。

在單一貨幣區中，歐元區是很特別的。十二個主權國家不僅採行單一貨幣—歐元，並成立一個跨國組織—ECB；ECB 並在各會員國中央銀行之首長參與下，制訂歐元區之貨幣政策。

九十年前，依聯邦準備法 (Federal Reserve Act) 於華盛頓特區成立美國之中央銀行，包含十二家區域聯邦準備銀行 (如圖 1

所示) 及七名成員之聯邦準備理事會。聯邦準備理事會 (Federal Reserve Board) 於 1935 年更名為 Board of Governors of the Federal Reserve System。

ESCB 包含十五個會員國之中央銀行 (如圖 2 所示) 及在德國法蘭克福之六名理事所組成 ECB 執行理事會。十五個會員國中央銀行代表十五個歐盟 (European Union) 會員國。其中非屬歐元區會員的三個國家 (譯註：英國、瑞典與丹麥) 之中央銀行則僅參與 ESCB 之少數活動。歐元體系 (Eurosystem) 一詞係指 ECB 及歐元區十二個會員國之中央銀行。

圖 1 美國聯邦準備體系

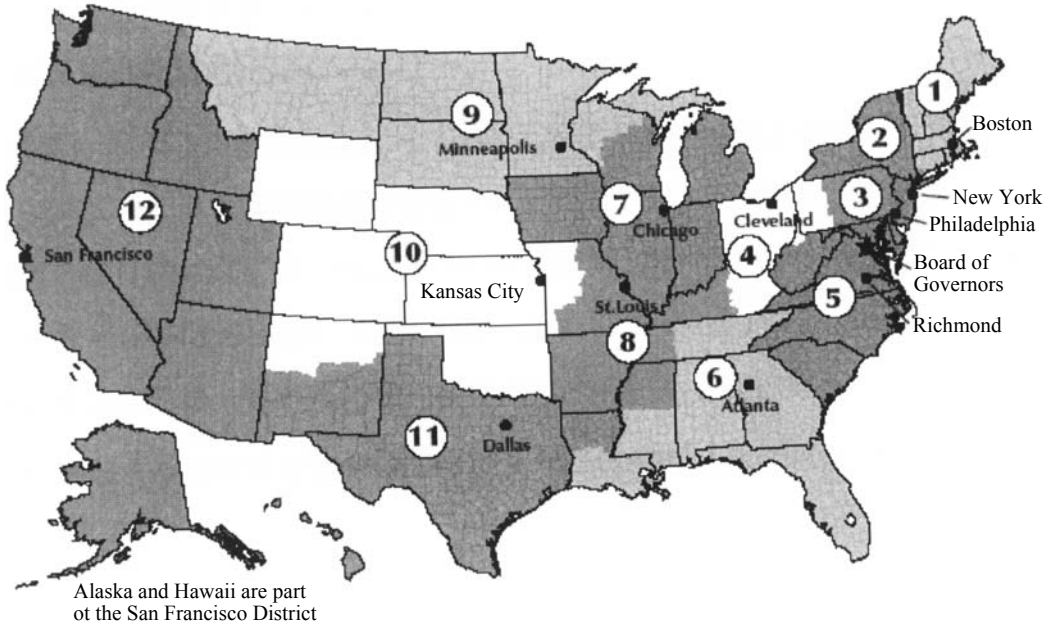


圖 2 歐洲中央銀行體系



相對於歐元體系的會員國中央銀行，Fed的十二個準備區則並非政治實體。這十二個準備區係沿著郡界劃分，不僅包含數州，甚至某些州的一部分。早期並有一些位於邊界的郡申請並經核准更換準備區。

#### (一) 聯邦準備理事會及 ECB 執行理事會理事之選任

美國聯邦準備理事會理事由總統提名，經參議院諮商同意後任命。總統並自理事會成員中任命理事會主席及副主席，並須經參議院同意。主席、副主席之任命可能與理事會理事之任命同時進行。

在歐洲，執行理事會理事之任命，須歐元區全體會員國政府同意。任命程序首先須取得歐洲經濟暨財政部長理事會（以下簡稱 ECOFIN）之推薦。因為 ECOFIN 包含歐盟各會員國財政部長，所以 ECOFIN 之推薦，即代表各會員國政府已達成共識。一旦 ECOFIN 完成推薦，並徵詢歐洲議會（European Parliament）及 ECB 管理委員會之意見後，須再經各歐元區會員國政府領袖共同確認。

聯邦準備法及馬斯垂克條約皆簡略提及理事會理事之資格條件。聯邦準備法載明：

在遴選理事會理事時，每一個聯邦準備區不得超過一人，總統應適當考量公平代表金融、農業、工業及商業利益，以及地區分佈（第 10.1 章）。

馬斯垂克條約並未規定理事須來自不同地區或國家，僅規定「只有會員國國家的國民始得為執行理事會之理事」（第 112 條）。該條約更進一步規定理事會之理事必須為「對貨幣或銀行事務享有令譽及專業經驗之人士」（第 112 條）。

實務上，美國聯邦準備法有關區域之限制並未嚴格執行。舉例而言，最近二名新任命之理事—分別代表亞特蘭大準備區及堪薩斯城準備區之 Ben Bernanke 及 Donald Kohn，他們在被任命為理事之時，皆不在這些區域居住或工作。那麼他們與其所代表之區域有何關聯性呢？Bernanke 於喬治亞州出生，而 Kohn 於 1970 年代初期曾服務於堪薩斯城聯邦準備銀行。

然而截至目前為止，ECB 執行理事會理事均來自不同國家。的確，理事會席次（六名）僅占目前歐元區會員國數目的一半，且隨著未來其他國家的加入，該比率將更為降低，故未來似乎也不太可能有二名以上理事來自同一個國家。

目前，ECB 執行理事會所有之理事都會有在自己國家之中央銀行任職之經驗。儘管美國聯邦準備理事會之理事應能代表不同產業之利益，然而，這些年來，理事主要係來自經濟學家或銀行家。

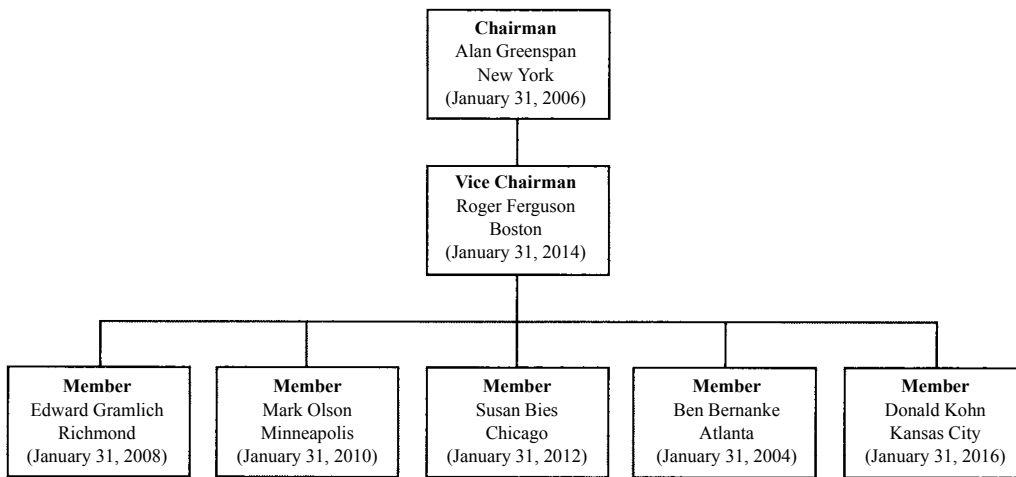
**任期**

聯邦準備理事會理事任期為十四年，幾乎為 ECB 執行理事會理事八年任期的二倍。兩者任期屆滿皆不得連任。然而，聯邦準備理事會理事實際之任期有可能更久：假如有理事於任期結束前辭職，則新的理事接續原理事剩餘期限後，可再被任命十四年任期。例如，葛林斯班（Alan Greenspan）於 1987

年被任命接續 Paul Volcker 的任期，復於 1992 年被任命十四年任期。

聯邦準備理事會主席及副主席之任期為四年，只要其擔任理事之十四年任期尚未屆滿，則可連任。連任須美國總統提名，並經參議院同意。ECB 總裁及副總裁之任期為八年，不得連任。

圖 3 聯邦準備理事會理事

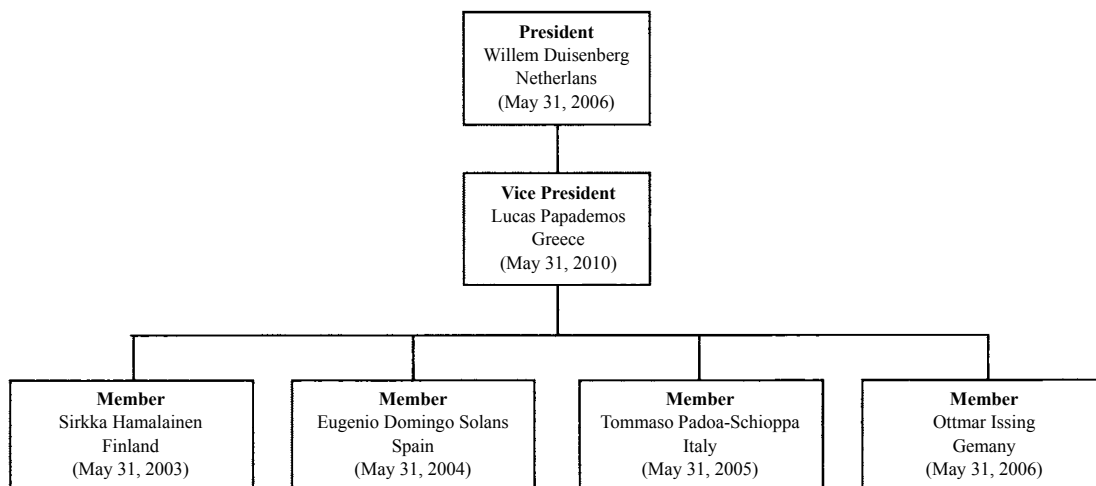


註：日期係指任期屆滿之日

為使任務能持續銜接，聯邦準備理事會及 ECB 執行理事會之理事任期皆有錯開，採輪流退任。然而，目前美國甚少有理事服務滿十四年，且有時候任命進度緩慢，以致於可能會產生多名空缺。目前聯邦準備理事會除了 Alan Greenspan 以外的所有理事，皆在

最近五年內被任命，其中四名理事更於最近二年內方才被任命。圖 3、4 分別顯示目前聯邦準備理事會及 ECB 執行理事會之理事、各理事所代表的區域或國家，以及任期屆滿之日。

圖 4 ECB 執行理事會理事



註：日期係指任期屆滿之日

## (二) 區域聯邦準備銀行總裁及各會員國中 中央銀行總裁之選任

在美國，聯邦準備銀行總裁係由該行之董事會任命，並經聯邦準備理事會同意。全體聯邦準備銀行總裁之任期皆在同一天屆滿（西元年尾數為 1 或 6 的那一年 2 月的最後一天）。總裁可以無限次數再被任命五年之任期，但有下列限制：如果於五十五歲以前被任命，則於六十五歲須強制退休，或於五十五歲後被任命，則於七十歲或十年任期屆滿（視兩者何者先發生）須強制退休。然而並無任何限制規範總裁在被任命前必須為該準備區之居民。

歐元區各會員國中央銀行總裁之任命係由各會員國政府自行決定。馬斯垂克條約要求其任期不得低於五年。各會員國中央銀行總裁之任期不同，從五年至八年皆有。十二個會員國中，有八個會員國中央銀行總裁得連任。執行理事會不須被徵詢且對各國中央銀行總裁之選任沒有否決權。

## (三) 中央銀行之任務

除了執行貨幣政策外，中央銀行還有一些其他的任務。這些職責通常與其貨幣政策之功能有關。通常 Fed 與歐元體系之任務（如表 1 所列）是相似的，然而也有一些主要的差異。

表 1 聯邦準備體系 (FRS) 及歐洲中央銀行體系 (ESCB) 之任務

	FRS	ESCB
定義及執行貨幣政策	有	有
發行券幣	有	有
執行外匯操作	有	有
保管及經理官方準備	有	有
作為政府財政代理人	有	NCBS
維持金融體系之穩定	有	有
監督及管理銀行	有	部分 NCBS
執行消費者保護法	有	部分 NCBS
促使支付系統的順利運作	有	有
蒐集統計資料	有	有
參與國際貨幣機構	有	有

備註：NCBS 係指歐元體系之會員國中央銀行

ESCB 及 Fed 皆分別為其經濟體系中唯一的券幣發行機構。在歐元區，券幣之印製與發行皆由 ECB 所管控，並分別在十二個會員國印製。在美國，券幣係由鑄幣及印製局 (Bureau of Engraving and Printing) (隸屬美國財政部) 依聯邦準備理事會之指示印製，再由區域聯邦準備銀行以成本 (非面額) 購買。印製券幣之場所則僅限於德州 Fort Worth 及華盛頓特區兩個地方。

ECB 及 Fed 都不負責匯率政策 (例如，決定是否採用固定匯率制度)。匯率政策係分別由歐元區的 ECOFIN 及美國的財政部負責。然而 ECOFIN 在採用任何匯率制度之前須先徵詢 ECB 意見，且該匯率制度不得有礙 ECB 物價穩定目標之達成 (第 111 條)。惟

ECB 及 Fed 皆可介入外匯市場操作並保管及經理外匯存底。

ESCB 及 Fed 皆對其政府提供金融服務。在美國，這些任務主要係由某一個區域聯邦準備銀行負責，目前為聖路易聯邦準備銀行。在歐元區，各會員國中央銀行皆為其政府的財政代理人。為避免政府利用與中央銀行的這層關係融通其財政赤字，因此對 ECB 及 Fed 之財政代理功能皆有設限。例如，Fed 與 ESCB 皆被禁止貸款予政府或直接向政府購買證券。

因為金融體系在經濟中扮演主要的角色，因此維持金融體系之穩定即為 ESCB 及 Fed 的重要目標。為達成此目標，Fed 扮演監督及管理銀行的角色。監理任務係由 Fed、三



個聯邦監理機構及各州監理機構共同負擔。此外，Fed 還與國外監理機構合作監理美國銀行在海外所設之分行及外國銀行在美國所設之分行。

Fed 為銀行的管理者，訂定銀行的營運及業務準則。為使規定更加完備，Fed 並負責執行有關信用及金融交易方面的消費者保護法。

ESCB 在銀行監理方面並未扮演直接的角色。馬斯垂克條約僅要求 ESCB 須：

致力使監理主管機關對信用機構之監理政策能順利實行（第 105 條）。

在歐元區，金融監理的責任係由各會員國決定。儘管大多數會員國中央銀行在監理上扮演一定的角色，然而有些國家已經追隨，或正在考慮追隨英國廢除中央銀行監理功能之作法。ECB 則主張各會員國中央銀行應擴增監理角色，並加強各會員國中央銀行彼此間的合作（ECB, 2001b）。2001 年 4 月，ESCB 與歐盟國家之銀行監理機構達成協議加強彼此間的合作。

和銀行監理相關的一項重要任務即為中央銀行作為最後貸款者的角色。Fed 可以利用貼現窗口（將於後文討論）貸款予一些有償付能力，惟短期流動性不足之銀行。馬斯垂克條約並未提及 ECB 作為最後貸款者的功能，而 ECB 亦因缺乏此功能而遭受批評。ECB 雖對這方面仍保持沈默，但反覆說明 ECB 具備處理歐元區銀行體系流動性危機的能力及意願。ECB 總裁杜森柏格（Willem

Duisenberg）對有關 ECB 扮演最後貸款者角色的相關問題，作了下面的回答：「管理委員會在這一方面控管得很好，但絕不會公開」（Duisenberg, 1998）。執行理事會之理事 — Tommaso Padoa-Schioppa 指出：

「若整體流動性對歐元區貨幣政策及金融穩定產生某種程度之影響時，歐元體系本身即會主動介入」（Padoa-Schioppa, 1999）。

歐元體系對金融的管理及對消費者在信用及金融方面的保護依然由各國自行負責，然而歐盟正尋求建立規則以提升金融整合及處理因金融整合所引發管理上的相關問題。

支付系統的監理和中央銀行穩定金融體系及執行貨幣政策的任務息息相關。歐洲中央銀行體系及歐洲中央銀行條例議定書（Protocol on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank）規定 ECB 及會員國中央銀行得經營支付系統，並賦予 ECB 訂定相關規定之權限，以「確保支付系統之順利運作」（第 22 條）。各會員國中央銀行並密切監督民間所經營的支付系統。為配合貨幣聯盟的實施，各會員國的國內支付系統被要求須符合最低標準。泛歐自動即時總額清算系統（TARGET）係由 ECB 操作，該系統有助於歐元區中央銀行之營運、跨國支付及大額歐元的清算。至於美國 Fed 也負責支付系統之營運並監理民營的支付系統。

ECB 及 Fed 通常透過國際清算銀行參與國際合作，以期將跨國支付所引發的風險降至最低。國際合作並延伸至中央銀行體系的其他方面，特別在金融穩定及貨幣政策之議題上。來自 ECB 及 Fed 的銀行家藉由參與一些國際貨幣機構會議，以及非正式的研討會共同商討相關議題。

ECB 及 Fed 蒐集並公布有關銀行、貨幣總計數及其他經濟活動指標之相關資料。這些資料在中央銀行執行貨幣政策時非常重要。有趣的是，ECB 及 Fed 都不蒐集計算通貨膨脹的相關資料。這些資料係由美國勞工統計局（Bureau of Labor Statistics）及歐盟統計局（Eurostat）蒐集成成。

### 三、貨幣政策

Fed 及 ECB 之主要功能為執行貨幣政策，以達成法定目標。本節將先探討這些目標，接著分析這兩家中央銀行執行貨幣政策所使用的工具。然後討論貨幣政策決策之過程，檢視美國及歐元區貨幣政策決策機構及政策決策過程之不同。

#### （一）貨幣政策目標

馬斯垂克條約規定歐元體系之主要目標為「維持物價之穩定」（第 105.1 條）。該條約更進一步規定，歐元體系「在不抵觸物價穩定目標的前提下，支持歐元區一般的經濟政策」（第 105.1 條）。因此，該條約很清楚地指出物價穩定目標優先於其他任何政策目標。

ECB 對於維持物價穩定之任務，做出一個量化的定義。物價穩定為「消費者物價年增率低於 2%」（ECB,2001c），以歐元區的貨幣聯盟消費者物價指數計算。因為物價在短期間會受到一些中央銀行所無法掌控的因素影響，且貨幣政策影響通貨膨脹亦須花費

一些時間，因此，這個目標是指中期目標。

Fed 有三個政策目標：「擴大就業、物價穩定及適當的長期利率」（第 2A 章）。不同於歐元體系的任務，物價穩定目標並未優先於其他政策目標。很明顯的，Fed 的貨幣政策制定者必須確定這些政策目標的優先次序；這些政策在長期是可以同時並存的，然而並非所有時候都是如此。或許就因為這些政策目標可能不相容，Fed 從不對任何目標下定義。葛林斯班對「物價穩定」曾下了一個他所謂的「影響面的定義」：「當經濟個體在做經濟決策時無需考量一般價格的可能變化，即達成物價穩定」（Greenspan,1996）。

#### （二）貨幣政策工具

Fed 及 ECB 的貨幣政策工具列於表 2。在政策會議上，Fed 設定聯邦資金利率（銀行間隔夜拆款利率）目標。Fed 並不是直接訂定利率，而是透過公開市場操作（直接影響銀行的準備金）來控制利率。Fed 藉由買入或賣出美國政府證券（一般為國庫券）來執行公

開市場操作。通常，公開市場操作係以附買回方式進行。例如，Fed於賣出證券的同時會承諾於未來某一日買回的協定，通常買回的日期不會超過七天。紐約聯邦準備銀行的公

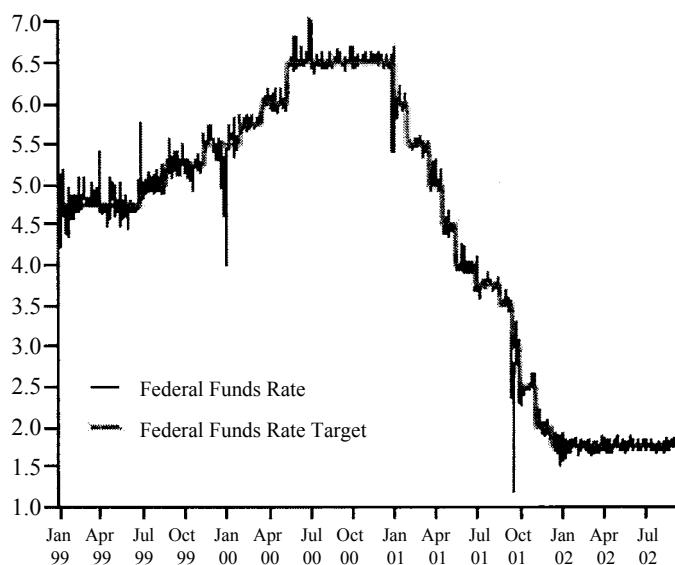
開市場操作小組（open market desk）每天執行公開市場操作。如圖 5 所示，Fed 透過公開市場操作使得聯邦資金利率接近目標利率。

表 2 貨幣政策工具

Fed	ECB
公開市場操作	公開市場操作
貼現窗口	常備窗口機制
準備金制度	準備金制度

圖 5 聯邦資金目標利率及實際利率

1999 年 1 月 1 日至 2002 年 9 月 20 日



ECB 執行公開市場操作在某些方面與 Fed 類似。ECB 最常見的公開市場操作—主要再融通操作（兩週後到期的附買回協定）。然而 ECB 及 Fed 之公開市場操作在運

用上仍有一些不同。相對於 Fed 的每日操作，ECB 一週僅執行一次主要再融通操作。其次，Fed 僅操作美國政府證券，而 ECB 則有較多的資產選擇（不侷限於各會員國政府所

發行之證券)。另一個主要的不同是，歐元區的公開市場操作不採集中操作，而由各會員國中央銀行自行與自己國內的金融機構進行操作，儘管這些操作會由 ECB 負責協調。

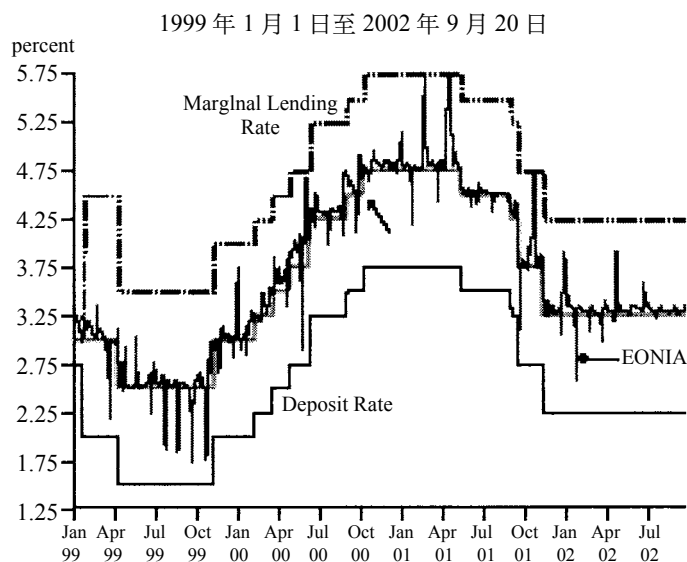
ECB 及 Fed 貨幣政策工具之主要不同在於其對金融機構的隔夜融通辦法。這係指 Fed 的貼現窗口及 ECB 的邊際貸放機制。在美國，各聯邦準備銀行的董事會自行訂定貼現率（對金融機構隔夜融通所收取的利率），但須經聯邦準備理事會的核准。貼現率比聯邦資金目標利率還低，然而銀行卻很少向 Fed 請求融通，這是因為 Fed 並不鼓勵金融機構透過貼現窗口借款。

ECB 的邊際貸放機制亦提供金融機構隔夜融通。金融機構可以邊際貸放利率向自己

國家的中央銀行借款，該利率由 ECB 管理委員會設定，且總是高於主要再融通利率，相對於美國貼現窗口的限制，歐元區的銀行可以透過這個機制自由借款。

ECB 的貨幣政策工具除邊際貸放機制外，還有另一個常備窗口機制－存款機制。該機制允許銀行將隔夜資金存放於自己國家的中央銀行並賺取利息，這些存款係指超出最低存款準備金的部分（將於後文討論）；Fed 亦允許銀行將超額準備金存放於區域聯邦準備銀行，但並不計息。ECB 的存款利率比邊際貸放利率低，且通常主要再融通利率會介於這兩個常備窗口機制利率之間，如圖 6 所示。

圖 6 ECB 主要利率及歐元區隔夜拆款平均利率指數 (EOINA)



更重要的是，因為銀行可自由透過常備窗口機制存款及借款，歐元區的隔夜拆款平

均利率指數 (Euro overnight index average rate，以下簡稱 EOINA，係指歐元的銀行間

隔夜拆款利率) 必定介於邊際貸放利率與存款利率之間。如果銀行可以較低的利率向 ECB 借款，則不會向其他銀行借款，所以邊際貸放利率成爲 EOINA 之上限。此外，亦沒有任何銀行會將資金以低於其存放於 ECB 的利率貸放出去，所以存款利率成爲 EOINA 之下限，如圖 6 所示。

Fed 的貼現窗口新制—將貼現率設在比聯邦資金目標利率高出 100 個基本點（譯註：2003 年 1 月 9 日起實施），但不限制借款。這將透過價格機制而非以行政管理措施來阻礙銀行利用貼現窗口借款。同時，當貨幣市場資金緊俏，聯邦資金利率上升至超過聯邦資金目標利率時，將可透過貼現窗口釋出資金。因此貼現率可作爲聯邦資金利率的上限。這種新的貼現窗口操作將使得貼現窗口的功能與 ECB 的邊際貸放機制類似。

Fed 已經表示支持對金融機構的隔夜存款付息。雖然最近幾年有好幾個相關法案提交國會審核，但目前尚未有任何一案通過。

ECB 及 Fed 對金融機構都訂有最低準備金制度。但因存款準備率甚少作調整，該制度目前不作爲積極的貨幣政策工具。馬斯垂克條約賦予 ECB 管理委員會訂定最低準備金的權力，但無強制性。美國 1980 年解除存款貨幣機構管制及貨幣管理法（Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act）對聯邦準備法進行修正，要求 Fed 對所有存款貨幣機構訂定最低準備金，該法並規

定準備率的範圍。然而，Fed 亦得暫停準備金的提存（第 11C 章）。

### （三）貨幣政策之決定

美國及歐元區的貨幣政策分別由 Fed 的 FOMC 及 ECB 的管理委員會制定。FOMC 成員包含聯邦準備理事會的七名理事、紐約聯邦準備銀行總裁以及其他四名區域聯邦準備銀行總裁，該四名總裁係以輪流擔任方式參與。每一個準備區與其他一個或兩個準備區分爲一組：波士頓、費城及里奇蒙；克利夫蘭及芝加哥；亞特蘭大、達拉斯及聖路易；明尼阿波利斯、堪薩斯城及舊金山。所有十二個區域聯邦準備銀行總裁皆可參與 FOMC 會議的政策商討，但只有聯邦準備理事會的理事及五名聯邦準備銀行總裁有投票權。ECB 管理委員會成員的組成就相對簡單多了，包括執行理事會的六名理事以及十二名歐元區之中央銀行總裁。

依法律規定，管理委員會每年至少須召開十次會議，而 FOMC 每年僅須召開四次會議。管理委員會自成立以來，每月均召開二次會議。這遠比 FOMC 自 1981 年以來，每年召開八次會議要多得多。所以，FOMC 有時候會召開一些臨時會議（通常透過視訊會議）以應付在上次會議後至本次會議期間所發生的經濟問題。例如，FOMC 於 2001 年召開三次臨時會議（雖然這是自 1999 年 10 月 15 日以來首度召開）。管理委員會唯一一次臨時會議爲 2001 年 9 月 17 日，當美國股市

因9月11日紐約遭受恐怖份子攻擊而關閉後重新開市之時，討論追隨 Fed 調降利率。

一年召開八次會議似乎太少，然而一年召開廿四次會議似乎又太多。2001年11月，管理委員會決定僅於每月的第一次會議方才討論貨幣政策。誠如 Duisenburg (2001) 所解釋：

「我們覺得管理委員會每月召開二次會議會導致市場每二個星期就要臆測一次，造成匯率與利率較大的波動性，這些情形在會議次數減少下較不易發生」。

每個月的第二次會議目前仍然舉行，但主要係討論 ECB 的其他事務。

#### 1. 政策會議前之準備

通常在星期二召開 FOMC 會議前的上週四，FOMC 的委員及其他區域聯邦準備銀行總裁會收到一本「綠皮書」(Greenbook)，這是一份針對國家經濟的分析報告，由聯邦準備理事會幕僚編製且以其封面顏色命名。「綠皮書」包括聯邦準備理事會幕僚對目前經濟情況之分析以及對未來經濟動向之預測。幾天後，又會收到一本「藍皮書」(Bluebook)。這份報告亦由聯邦準備理事會幕僚編製並以其封面顏色命名，概括金融市場情況及貨幣政策方案。「藍皮書」會列舉二至三個可行的政策方案，其中一個方案是政策維持不變。

ECB 管理委員會成員大約在星期四貨幣政策會議前二天會收到一本「橘皮書」(Or-

angebook) (也是以報告的封面顏色為名)，由 ECB 兼任執行理事會理事的首席經濟學家 (目前為 Ottmar Issing) 所編製。「橘皮書」如同「綠皮書」，亦對經濟及貨幣情況提出分析，但不同於「藍皮書」，「橘皮書」直接提出政策建議，而非不同的選擇方案。

#### 2. 政策會議

ECB 管理委員會的會議相對於 FOMC 的會議較不正式，較少與會者，也較少正式報告。兩個政策決策委員會會議參與成員如表 3 所示。翻譯除外，管理委員會會議參與成員通常不會超過廿一人。FOMC 的會議參與成員通常介於五十~六十人之間。

管理委員會的貨幣政策會議首先由 ECB 首席經濟學家發表橘皮書上有關經濟展望的報告，接著由其他管理委員會成員發表他們對政策的看法。再由 ECB 總裁總結討論並試圖在決策上達成共識。在會議中並無任何正式的投票。

FOMC 的會議進行時，先由紐約聯邦準備銀行的公開市場操作部門主管報告上次會議結束後至本次會議期間的公開市場操作以及國內金融市場與外匯市場的發展。然後，由聯邦準備理事會的研究及統計處 (Research and Statistics) 及國際金融處 (Division of International Finance) 處長分別討論聯邦準備理事會幕僚的預測及國際的發展。這些報告完成後，聯邦準備銀行總裁及聯邦準備理事

會的理事提出他們自己對經濟情況及展望的評估。會議接著主要討論貨幣政策決策。聯邦準備理事會的貨幣事務處 (Monetary Affairs) 處長概述「藍皮書」所列舉的貨幣政策方案。接著主席發表他個人偏好的政策選

擇，FOMC 的委員與其他區域聯邦準備銀行總裁接著公開討論，討論結束後，由主席總結，主席接著宣讀代表 FOMC 觀點的政策方針 (directive)，最後由 FOMC 的委員就貨幣政策方針進行投票。

表 3 FOMC 及管理委員會會議出席成員

FOMC	管理委員會
十二名 FOMC 的委員	十八名管理委員會的委員
七名其他區域聯邦準備銀行總裁	翻譯
十二名聯邦準備銀行研究處處長	會議記錄
FOMC 的秘書	歐盟執委會之貨幣事務執行委員(可能參與)
FOMC 的副秘書	歐元區財長委員會主席(可能參與)
二名助理秘書	
公開市場操作部門主管	
聯邦準備理事會研究及統計處處長	
聯邦準備理事會國際金融處處長	
聯邦準備理事會貨幣事務處處長	
顧問	
副顧問	
其他理事會幕僚	

資料來源：FOMC 的議事錄摘要及 Haring and Barber (2002)

#### 四、獨立性、權責化及透明化

在成立 ESCB 時，政策制訂者賦予 ECB 較高的獨立性－獨立於各會員國政府及歐盟。例如，管理委員會得完全掌控貨幣政策之工具，並不得聽取歐元區各會員國政府之意見。甚至有關執行理事會理事不得連任之規定也是為避免其受政治之干預而設定的。馬斯垂克條約不僅保證 ECB 之獨立性，並要

求以各會員國中央銀行之獨立性做為其加入歐元體系的先決條件。

在 1980 年代末期及 1990 年代初期，一些顯示中央銀行的獨立性與通貨膨脹率呈負相關的研究報告支持了中央銀行的獨立性。研究報告更指出一個國家不須犧牲其經濟成長也可達成低通貨膨脹率。這些研究報告改

變很多中央銀行之法律地位—降低政府的直接管控，並致力於維持物價之穩定。當聯邦準備法於 1913 年通過之時，貨幣政策的獨立性比較不受重視：財政部長以及通貨監理署署長（the Comptroller of the Currency）以前皆為聯邦準備理事會理事，且前者還擔任理事會主席。然而，隨著時間的經過，Fed 的獨立性愈來愈高。國會並自 1936 年起將這兩個政府部門職位自理事會中除去。理事會理事的任期於 1933 年由原來的十年延長為十二年，再於 1935 年延長為現在的十四年。提高 Fed 獨立性的最重要關鍵在於 1951 年 Fed 與財政部簽署的協議(Federal Reserve-Treasury Accord)，解除 Fed 自二次大戰起，必須維持政府證券利率上限的規定。這個協議被視為建立起 Fed 貨幣政策之獨立性。

然而，獨立性並非完全沒有缺點。中央銀行的貨幣政策對整體經濟乃至於社會大眾都有深遠的影響。中央銀行之獨立性使得其貨幣政策可以不受民選的政府官員干預，且限制了政府免除中央銀行官員職位的能力。因此，在民主社會中，為能平衡中央銀行之獨立性，權責化及政策的透明化就被視為相對必要。權責化使得中央銀行須為其政策負責。政策的透明化使得中央銀行的政策能被觀察及瞭解，這對權責化而言是必要的。誠如聯邦準備理事會副主席 Roger Ferguson (2001)所言：透明化「能使具有獨立性的中央銀行對大眾負責」。

### （一）權責化

中央銀行要為何事負責，並要對誰負責？中央銀行須對法律上賦予該行的任務（legislative mandate）負責，特別是政府所設定的目標。如前所述，ECB 的目標為維持物價穩定—即管理委員會所定義的中期通貨膨脹率低於 2%。Fed 的目標為充分就業、物價穩定及適當的利率。當中央銀行只有單一目標或有優先順序的多重目標時，要中央銀行對其政策負責就比較容易；誠如 Meyer (2000)所言：「多重目標至少在短期內可能相互抵觸，中央銀行必須有所抉擇」。量化目標亦有助於中央銀行對其政策負責。

中央銀行最後要對大眾負責，然而大眾對中央銀行並無直接管控的權力，因此人民選出的代表有義務促使中央銀行對其政策負責。在美國，Fed 自然須對國會負責，不僅因為國會議員係直接代表美國人民，而且國會得透過修改聯邦準備法變更其對 Fed 的付託。此外，畢竟係國會將其憲法上發行貨幣及管理貨幣價值的權限委託 Fed 代理。

1977 年國會修改聯邦準備法，列出 Fed 的政策目標並要求聯邦準備理事會成員每年須赴國會備詢二次。目前聯邦準備理事會主席須出席參議院銀行、住宅及都市事務委員會（Senate Banking, Housing and Urban Affairs Committee）及眾議院銀行及金融服務委員會（House Banking and Financial Services Committee）會議提出報告。次年，國會再度



修改聯邦準備法要求聯邦準備理事會於其主席出席國會會議之前，提交國會書面報告。這份報告須包含三項內容：1.最近經濟情況之分析；2.FOMC 對經濟情況、貨幣及信用總計數的預估；3.這份報告的預測與行政機關的預測，兩者之間的關聯性。1995 年解除聯邦準備報告的落日條款（The Federal Reports Elimination and Sunset Act of 1995）於 1999 年底終止 Fed 提交國會半年度報告及出席報告之法律規定。然而 FOMC 決定繼續提供這些報告及出席國會，因為 FOMC 相信藉此可加強其對大眾及國會負責（FOMC,1999）。

國會於 2000 年 12 月修改聯邦準備法，恢復 Fed 須提交報告之規定。第 2B 章規定聯邦準備理事會主席須出席國會於每半年召開之聽證會。理事會並須提交一份書面報告，包含：「綜合考量過去及未來有關就業、失業、生產、投資、實質所得、生產力、匯率、國際貿易與收支，以及價格等因素之發展，研討有關貨幣政策之執行、經濟發展及未來之展望」（第 2B(b)章）。

在歐元區，更難回答 ECB 該對誰負責的這個問題。歐洲議會代表歐盟人民，是 ECB 負責的一個很好的對象。誠如執行理事會的成員 Padoa Schioppa (2000) 所言：

「在歐盟政治體系中，歐洲議會是唯一由人民直接衍生出來的合法機構。歐洲議會由代表歐盟人民權益的歐盟民選代表所組成」。

然而，不像 Fed 與美國國會之間的關係，歐洲議會對於 ECB 幾無掌控權。歐洲議會得要求執行理事會的理事出席其所召開之委員會會議，但卻不能要求管理委員會的成員（各會員國的中央銀行總裁）出席。歐洲議會對執行理事會理事的選任有建議權但無否決權，此與美國參議院的角色不同。再者，歐洲議會並不能修改管理 ECB 的法規。的確，唯有透過修改馬斯垂克條約方能變更對 ECB 的授權或其他有關中央銀行業務的管理辦法。這須要歐盟十五個會員國的同意，並經十五個會員國國會的認可。在某些國家，尚須全民公投通過。再者，有關 ECB 授權的任何改變，均須事先徵詢 ECB。

馬斯垂克條約的確有要求 ECB 每年須提交歐洲議會、ECOFIN、歐盟執行委員會（European Commission）及歐洲領袖高峰會（European Council）「當年度與上年度的貨幣政策報告」（第 113 條）。目前 ECB 總裁須提交歐洲議會及 ECOFIN 報告。ECB 向眾多機構提交報告即可反映出，歐盟缺乏單一機構可掌控中央銀行的授權並代表歐盟人民。

## （二）透明化

貨幣政策的透明化包含三個主要方面：

1.政策目標透明化；2.政策決策透明化；3.展望透明化。政策目標透明化不僅須明確定義中央銀行的政策目標，且該目標須易於瞭解。馬斯垂克條約清楚地指出中央銀行的目

標—物價穩定。為闡明該政策目標，管理委員會更進一步對物價穩定下一個量的定義。但在某一個時點偏離物價穩定的目標並不必然代表政策的失敗，因此 ECB 亦設立貨幣總計數目標以衡量其貨幣政策是否會成功。

聯邦準備法雖有規範 Fed 的目標，但如前文所述，並未對這些目標下有明確定義，亦未訂明優先順序。聯邦準備法要求 FOMC 設定貨幣總計數目標，該規定於 1999 年底到期，此後 FOMC 即不再設定任何貨幣總計數目標。

政策的透明化要求中央銀行將政策的決策以及選擇該決策的理由清楚地與大眾溝通。ECB 於管理委員會的貨幣政策會議後發布新聞稿並由 ECB 總裁（通常副總裁亦要參與）召開記者會。新聞稿發布有關主要再融通利率、邊際貸放利率及存款利率的任何變動。記者會上，總裁發表對歐元區經濟情況之看法及未來之展望以說明其貨幣政策決策的理由。ECB 亦出版月報（Monthly Bulletin）討論歐元區貨幣政策之任何變動及經濟情況。

Fed 於每次 FOMC 的會議後亦有發布新聞稿，但並未召開記者會。也因此 Fed 的新聞稿較 ECB 管理委員會的新聞稿更為詳盡。新聞稿一開始即公布聯邦資金目標利率的任何變動。接著概述經濟情況及說明任何政策變動的原因。自從 2002 年 3 月起，新聞稿亦包括 FOMC 的投票情形。假如有任何委員反

對通過的政策決策，則該委員的名字及其屬意的政策決策均會被公布出來。新聞稿並公布任何貼現率的變動並列明是哪些區域聯邦準備銀行要求變動的。

大約下一次會議後的隔天，FOMC 會發布上一次會議的議事錄摘要。議事錄摘要詳細述明有關經濟情況、展望及會議中決定採用某種貨幣政策的原因；該摘要並未描述某特定 FOMC 委員的政策觀點，除非該委員在表決時對該政策有異議。

ECB 不公布貨幣政策會議的議事錄摘要，且是否曾採投票方式也未公布。每年歐洲議會都通過一項決議—要求 ECB 公布管理委員會的議事錄摘要。惟管理委員會委員認為，公布議事錄摘要將阻礙委員於會議中交換意見，且記者會已經概述了會議的情形。歐洲議會亦要求管理委員會於會中投票表決，並在議事錄摘要中公布投票結果，但不公開委員姓名。Duisenberg（2002）亦認為，即使以匿名方式列出那些不贊成的意見，亦「將導致會員國中央銀行總裁的過度壓力而違背整個歐元區的利益」。

政策的透明化亦可延伸至有關經濟展望方面。瞭解中央銀行對經濟的展望可提供對未來政策方向的指引。Fed 公布二類有關經濟展望的訊息。提送國會的半年度報告中詳述，聯邦準備理事會的成員及各區域聯邦準備銀行的總裁對今、明兩年的產出、通貨膨脹及失業的範圍及趨勢的預測。從 2000 年 2

月起，FOMC 發布的新聞稿中，包括了風險平衡聲明（a balance of risks statement），其內容主要為：

「委員會如何評估在可預見的未來有關通貨膨脹壓力上升或經濟疲軟的風險。其預測涵蓋的時間更長，跨越過下一次 FOMC 會議」（2000 年 1 月 19 日 Fed 新聞稿）。

風險平衡聲明（特別是在風險的變化）被視為 FOMC 未來的政策指標。

ECB 一開始拒絕發布預測，然而自 2000 年 12 月起，開始將預測刊載於其月報中。Fed 及 ECB 所公布的預測皆不若聯邦準備理事會幕僚的預測詳盡。

## 五、結 論

中央銀行業務通常被形容為藝術而非科學。因此有關中央銀行的架構或操作，皆無藍圖可循。雖然 Fed 與歐元體系的架構相似，然而兩者在操作上有很多的不同。歐元體系相較於 Fed 比較不集權於中央，且將大部分之任務留給各國中央銀行，甚至連貨幣政策的執行也是如此。在美國，公開市場操作在公開市場操作小組的成員與聯邦準備理事會的成員討論後，由紐約聯邦準備銀行獨立執行。然而歐元體系各會員國中央銀行皆可執行公開市場操作，儘管這些操作須由 ECB 負責協調。

聯邦準備理事會對各區域聯邦準備銀行總裁的選任相較於 ECB 對各會員國中央銀行總裁的選任有較大的掌控權。在美國，各區域聯邦準備銀行總裁的選任須經聯邦準備理事會的同意。在歐盟，各會員國政府可自行決定其中央銀行總裁。

當然，中央銀行的架構並非一成不變。在過去九十年的歷史中，管理 Fed 的法律歷

經無數次修正。雖然管理歐元體系的法律較難修正，然而如果其追隨 Fed 的腳步，則隨著時間的經過，歐元體系的權力將會愈來愈集中於中央。

政策的透明化也愈來愈提高了。不多年前，貨幣政策尚蒙上一層神秘的色彩，中央銀行似乎盡力避免一般大眾瞭解其貨幣政策。首先，有一些提高透明化的措施加諸於中央銀行，並且，中央銀行本身亦已開始致力於政策的透明化。因為透明化不僅使中央銀行負有更大的責任，更提升中央銀行貨幣政策的公信力及可預測性。誠如聖路易聯邦準備銀行總裁 William Poole（2001）所言：「我們希望透過政策決策過程的透明化以獲取更好的公共政策效果」。

對於如何能達到貨幣政策透明化的同時又能確保中央銀行的獨立性，仍存在很多不同的看法。例如，Fed 最近開始在 FOMC 會議後，立即公布其政策方針之各委員立場。如果該政策決策有委員不同意，則該委員所

屬意的政策亦將被公布。ECB 並不公布投票結果，且在管理委員會會議中亦未針對政策進行正式投票表決。因為歐元體系有很多不同國家的加入，任何投票資訊的公布將會給

各會員國代表帶來政治上的壓力。隨著時間的經過，當歐元體系的公信力及獨立性建立起來之後，這種疑慮就可能會消退。

(本文完稿於 92 年 10 月，譯者現為經濟研究處國際經濟科四等專員)