

# 美國以外主要國家貨幣政策操作

林文琇、金統科 摘譯

本文摘譯自 Federal Reserve Bank of Boston, New England Economic Review, 2002 年第二季

"Central Banking in Other Industrialized Countries"之專刊內論文

## 壹、公開市場操作與貼放窗口融通

本文係介紹主要先進國家（不含美國）央行的貨幣政策操作實務，包括澳洲、加拿大、日本、歐元體系（Eurosystem）、英國、瑞士、挪威、瑞典，以及歐元體系成立之前法國、德國及義大利等十一個中央銀行的貨幣政策操作方式。

在這些國家（區域）的貨幣政策執行上，買賣債券的市場操作愈來愈重要，相對地，直接對銀行提供融通及收受銀行存款等「常設性工具」（standing facilities）的角色乃日漸降低。這些中央銀行在進行公開市場操作時，主要是買賣斷本國政府發行或保證的債券（有些國家的買賣斷標的範圍較廣），以及從事有擔保的附條件交易（Repurchase Agreements，以下簡稱 RP 交易）。RP 的擔保品較廣，有的國家擴及民間發行的債券及外幣有價證券。

近年來，RP 已成爲這些國家中央銀行最常用的公開市場操作方式，此一方面是由

於 RP 在金融市場的重要性日增，二則在 RP 交易下，中央銀行的曝險（信用風險、流動性風險及利率風險）較低。

大抵言，近年來由於這些國家政府赤字佔 GDP 的比例持續下降，造成公債數量日益減少，中央銀行必須尋求其他的証券來源。這種情況促使中央銀行更加需要仰賴 RP 交易，以降低風險。不過，由於預期未來社會保險及退休基金將發生赤字，部分國家已考慮將公債發行額維持較高之水準。

大多數歐陸國家及三個大英國協會員（英國、澳洲及加拿大）目前是採行通貨膨脹目標機制（inflation targeting）。相較下，英、澳、加三國的貨幣政策倚重市場操作由來已久；其他歐陸國家及日本的央行，則是在近年來才開始較密集的使用市場操作，而減少對貼現融通、倫巴德融通（Lombard Loan，即擔保融通）及存款收受等常設窗口的依賴。過去 10 年，甚多中央銀行的貨幣政

策獨立性已獲提高。

### 一、央行操作的合格標的及擔保品

對買斷操作的合格票據，各國中央銀行都設有一定的限制。多數中央銀行的合格買斷票據，主要為中央政府發行或保證的本國幣債券，有些中央銀行可以購買地方政府發行之債券。只有少數中央銀行，如加拿大及日本，可以購買中、長期之政府債券。英格蘭銀行及日本銀行也可以購買由承兌銀行保證的民間票據。歐洲貨幣同盟國家（及之前的法國及德國）可以購買高品質、有流通市場的民間證券。雖然如此，在 1990 年代末期，德國聯邦銀行並未持有買斷的債券，法國銀行亦僅持有國庫券。自歐洲央行（European Central Bank, ECB）成立以來，歐元體系的再融通操作也從未進行買斷交易。

RP 的合格擔保品範圍較買斷交易的合格資產為寬。在政府債券的供給不足下，許多中央銀行都傾向操作 RP，並且以放寬 RP 的擔保品以為因應。

RP 交易的合格證券通常是流動性較高、容易評價、以及透過即時總額清算（Real Time Gross Settlement, RTGS）及款券同步交割（delivery-versus-payment, DVP）系統交割的證券。許多國家的經驗顯示，交易對手在做 RP 時，傾向提供流通性較小的合格擔保品。有的中央銀行接受較長期的政府公債作為 RP 的擔保品。英格蘭銀行的 RP 合格證券，除了買斷的合格資產外，尚包括政府發

行的長期公債（以英鎊或外幣計價均可），以及特定政府機構或準政府機構的債務。在 ECB 成立之前，德國及法國均接受民間有價證券。澳洲尚且以美元進行換匯交易。加拿大將政府保證的房貸抵押擔保證券（mortgage-backed securities）亦列為合格標的。瑞典亦接受某些房貸抵押證券及一些外國政府的債務。瑞士接受準政府機構及特定外國銀行發行的瑞士法郎債券。

ECB 的合格擔保品分為兩類，第一類包含 ECB 會員國政府發行的歐元債券及特定的民間有價證券；第二類包含其他的歐元債務。

至於融通窗口方面，在多數的中央銀行，其合格擔保品和 RP 相同，但在緊急狀況時，則較放寬。

### 二、央行 RP 操作

1990 年代起，許多中央銀行貨幣政策之執行主要是透過 RP 操作。加拿大央行早於 1950 年代就已採用 RP，但是英格蘭銀行、日本銀行、瑞士國家銀行、瑞典銀行，以及德國聯邦銀行至最近十年才大幅擴大採用 RP。

自 ECB 成立以來，附賣回條件的再融通操作已成為歐元體系資產成長的主要因素。在再融通操作下，ECB 依據競標利率及擔保品，以釋出資金。這種交易多數採「集合（pool）擔保」，即以各國央行擁有抵押權的證券集合為擔保，而不需移轉特定債券的所有權。

雖然，歐元體系仍維持邊際貸放（倫巴德融通）及收受銀行存款的兩個常設工具，並以兩利率設定隔夜拆款利率區間的上下限，但這兩個常設工具在央行調節資金上，重要性並不大。自 2000 年 6 月以來，ECB 將邊際貸放利率設定為較主要再融通操作的最低投標利率高一個百分點，存款利率則較最低投標利率低一個百分點。邊際貸放利率及存款利率因此分別形成市場利率區間的上下限，歐元銀行間隔夜拆款利率（Eonia）即在此區間內（稱為利率渠道，interest rate corridor）波動。Eonia 通常維持在最低投標利率的上下 0.5 個百分點。除歐元體系外，多數其他中央銀行亦採相似的制度，即以融通及存款利率作為其目標利率區間的上下限。但實際上，如同歐元體系，銀行很少動用央行的融通及存款機制。

隨著貨幣市場的發展，市場操作較常設窗口具有效率，相對地，中央銀行的市場操作也會帶動金融市場。利用 RP，央行可以降低風險，可以根據市場情況調整交易條件（金額、到期期限、交易頻率及投標方式），可以與較多對手交易，可以擴充公開市場的操作標的等。尤其是當短期政府債券供給不足時，RP 更具吸引力。再者，RP 使央行在擴大合格資產的同時，也能夠限制風險，故央行在進行資產管理及評價時負擔較輕，且無須提撥太多的評價準備。

這些中央銀行認為 RP 的風險較有擔保的

買斷為低。多數 RP 在一至二週到期，少數銀行接受較長的 RP，期限最長為 3 個月。多數中央銀行按市價評定（mark to market）RP 擔保品價值，必要時會要求對手增提擔保品。多數中央銀行並不根據擔保品價值給予全額的融通，而是根據擔保品的不同，訂定不同的折價成數（haircuts），設算融通金額。所有的中央銀行均要求其交易對手須符合一定的資本適足性規定及信用標準。有些中央銀行則依據交易對手的資本額限制融通額度。在多數中央銀行，合格的交易對手包括商業銀行、證券公司，以及貨幣市場交易商。

中央銀行 RP 操作增加，以及其合格擔保品的選擇、接受擔保品的條件、交易對手的選擇，都和支付系統有關。擔保品若以即時總額清算交割（RTGS）及款券同步交割（DVP）系統進行交易，債券及現金同時清算，可以使信用風險降至最低，有利於快速及有效的市場操作。原則上，所有參加 RTGS 及 DVP 系統的金融機構均為中央銀行市場操作的潛在交易對手。

### 三、維持政府債券之供給

瑞典、加拿大及澳洲政府認為，為維持一個永續有效率的公債市場，持續發行政府債券，即使其發行額已超過當前預算所需，亦有其必要。如果能持續維持公債的供給，中央銀行也可以無需過度仰賴其他來源的擔保品。然而，並沒有任何一個國家因此而發行超過預算的債券。

表一 各國背景資料

	澳洲	加拿大	歐元體系	德國	法國	義大利	日本	挪威	瑞典	瑞士	英國
<b>政府財政</b>											
政府 <sup>a</sup> 盈餘/赤字 (占 GDP 百分比,1999)	1.6	2.8	-1.2	-1.1	-1.8	-1.9	-7.0	4.9	1.9	-6	1.1
政府結構性盈餘/赤字 (占潛在 GDP 百分比,1999)	1.3	2.9	-7	-3	-1.5	-7	-6.0	-2.9 <sup>b</sup>	2.1	n.a.	.9
政府淨債務 (占 GDP 百分比,1999)	13.8	55.3	58.1	47.0	43.0	104.4	37.7	-47.8	13.0	n.a.	38.7
政府總債務 (占 GDP 百分比,1999)	26.2	93.0	75.3	63.5	65.0	116.6	105.3	34.6	68.3	51.4	53.0
貨幣與中央銀行資產											
M2 (國家定義,占 GDP 百分比,1999)	70.6	61.9	67.4	101.3	68.8	235.8	125.7	55.9	45.3	104.0	104.8
準備貨幣 (占 GDP 百分比,1999)	5.2	4.8	6.4	7.5	3.7	26.2	18.1	7.0	5.2	12.7	4.3
中央銀行資產 (占 GDP 百分比,1999)	14.0	13.0	19.6	15.3	41.3	68.0	5.9	51.0	18.0	27.0	7.9
中央銀行資產 (占政府總債務百分比,1999)	53.6	13.9	26.0	24.1	63.5	40.8	5.6	147.5	26.4	52.5	14.9

<sup>a</sup> 各級政府。<sup>b</sup> 占大陸本土潛在 GDP 百分比。財務餘額不含石油收益。

n.a. 數值不明。

資料來源：International Monetary Fund, International Financial Statistics, OECD Working Paper No. 168, 1996。

附表 各國中央銀行的貨幣政策操作特性

	澳洲	加拿大	歐元體系	ECB 前 德國	ECB 前 法國	ECB 前 義大利	日本	挪威	瑞典	瑞士	英 國
<b>貨幣政策一般資料</b>											
貨幣政策中間目標	$\pi$	$\pi$	$\pi, M3$	M3	e, M	e	多元	$\pi$	$\pi$	$\pi$	$\pi$
操作目標：市場利率	O/N	O/N	短期	短期	短期	O/N	O/N	短期	O/N	短期	短期
準備金	無	無	有	有	有	有	有	無	有 <sup>a</sup>	有	無
市場操作頻率	$\approx 1 \times d$	$1 \times d$	$1 \times w$	$1 \times w$	$2 \times w$	$1 \times w$	$> 1 \times d$	$\approx 1 \times d$	$> 1 \times w$	$\approx 1 \times d$	$\approx 2 \times d$
<b>常設工具</b>											
種類	MC, MF	MC, MF	MC, MF	MC, BM	MC	MC, BM	MC	MC, MF	MC, MF	MC	MC, MF
使用頻率	MC 偶而 MF 積極	偶而	偶而	MC 很少 BM 積極	很少	積極	非常少	MC 很少	偶而	很少	偶而
<b>買斷操作</b>											
合格證券								<sup>b</sup>			
i. 公共部門負債	只可 CG	只可 CG	可	可	可	可	可		可	可	可
ii. 民間部門負債	不可	不可	可	可	可	不可	可		可	可	限票據
iii. 國外負債	不可	不可	不可	不可	不可	不可	不可		可	可 <sup>d</sup>	可 <sup>e</sup>
買斷最常使用的債券 種類	i. (CG)	i. (CG)	f	o	i. (CG)	i. (CG)	i. (CG)		i. (CG)	g	i. (CG)

附條件交易	居首位	居首位	居首位	居首位	居首位	居首位	居首位	有限 <sup>h</sup>	有限 <sup>g</sup>	居首位	居首位
市場操作中使用程度	居首位	居首位	居首位	居首位	居首位	居首位	居首位	有限 <sup>h</sup>	有限 <sup>g</sup>	居首位	居首位
合格擔保品											
i. 公共部門負債	可	可	可	可	可	可	可	可	可	可	可
ii. 民間部門負債	不可	可	可	可	可	不可	可	可	可	可	可
iii. 國外負債	可	不可	不可	可 <sup>i</sup>	不可	不可	不可	可	可 <sup>j</sup>	可 <sup>k</sup>	可
附條件交易的特性											
常用的債券種類	i. (CG)	i.	i., ii.	i., ii.	i., ii.	i. (CG)	i., ii.	i., ii., iii.	i., ii.	i., ii., iii.	i., ii., iii.
契約中初始期限	14天 <sup>o</sup>	1天	14天及 3個月 <sup>o</sup>	14天	7天 <sup>l</sup>	14天	7天至 6個月 <sup>m</sup>	12天 至14天	7天	隔夜至 3週 <sup>p</sup>	14天
交易對手：銀行(B)， 債券公司(SH)， 貨幣市場交易商 (MM)	B, SH, MM	B, SH	B	B	B	B, SH, MM	B, SH, MM	B	B, SH	B	B, SH, MM
附條件交易的風險控管											
按市價結算	每日	每日	有 <sup>q</sup>	無	無	無	每日	無	每日	每日	每日
保證金追繳	有	有	有	無	無	無	有	無	有	有	有
擔保品折價	有	有	有	無	有	無	有	有	有	無	有
中央銀行資產組成 (佔總資產比率) <sup>r</sup>											
黃金，國際準備，及其他											
國外資產	64.0	5.0	48.5	33.7	56.6	35.1	4.5	83.0	71.0	67.0	22.0
買斷債券	8.3	88.0	10.2	0	3.0	45.5	67.0	4.0	11.0	2.8	18.0
放款及附買回協定	25.9	7.0	31.0	62.4	21.2	13.6	26.0	11.0	17.0	26.8	57.0
其他國內資產(包括 固定資產)	1.8	--	10.3	3.9	19.2	5.8	2.5	2.0	1.0	3.4	3.0
備忘項目： 政府存款佔負債總額 比率	26.5	<1.0	7.1	<1.0	7.0	15.5	12.1	27.7	<1.0	16.0	1.2

主要符號	
$\pi$ =通貨膨脹	MC= 市場利率上限(其形式通常為固定利率放款(fixed-term loan))
$e$ =匯率	MF= 市場利率下限(其形式通常為存款)
O/N=隔夜	BM= 低於市場利率(其形式通常為重貼現)
CG=中央政府負債	LG=地方政府負債

附註

- <sup>a</sup> 目前準備金設定為0。
- <sup>b</sup> 挪威中央銀行未使用債券買斷作為貨幣政策工具。
- <sup>c</sup> 負債必須以英鎊計價。
- <sup>d</sup> 必須以瑞士法郎計價。
- <sup>e</sup> 德國聯邦銀行很少執行買斷操作。
- <sup>f</sup> 到目前為止，歐盟國家中央銀行未曾執行買斷操作。
- <sup>g</sup> 瑞士國家銀行很少執行買斷操作。
- <sup>h</sup> 挪威中央銀行提供流動性的主要工具為有十足擔保品的固定利率放款。
- <sup>i</sup> 限於換匯操作，且很少使用。
- <sup>j</sup> 瑞典中央銀行接受OECD國家經外部信用評等至少A級以上之債券—目前為止僅有當日及隔夜授信。
- <sup>k</sup> 負債通常係以瑞士法郎計價。
- <sup>l</sup> 在投標基礎下之RP。市場價格下的RP的到期日為5至10天。
- <sup>m</sup> 在2000年，平均到期日為50天。
- <sup>n</sup> 主要再融資操作到期日為14天，較長長期再融資操作則為3個月。
- <sup>o</sup> 平均到期日。
- <sup>p</sup> 在2000年，平均到期日為9天。
- <sup>q</sup> 結算頻率因國而異，通常由每日至每週。
- <sup>r</sup> 除了英國(2000年2月)、加拿大、日本、澳洲、瑞典(2000年5月)、法國、德國(1997年底)及義大利(1998年底)外，均為1999年底。
- <sup>s</sup> 僅提供銀行部門流動性。瑞典中央銀行在結構性流動剩餘發生時，發行債務存單。

## 貳、換匯操作

雖然目前已比較少見，但中央銀行利用換匯交易（foreign exchange swaps）進行資金調節由來已久。根據國際清算銀行(BIS)在一九九七年所做的調查顯示，十四個工業國家中，有七個中央銀行曾進行美元或(及)馬克之換匯操作。這七個國家中，奧地利、比利時、德國、義大利及荷蘭五國在加入歐洲貨幣同盟後，已不再使用換匯操作。另外二個國家--澳洲及瑞士，只有後者經常使用。多年來，瑞士的換匯金額超過準備貨幣的百分之四十，此乃由於瑞士長年財政赤字有限，國內公債市場呈淺碟型所致。

所謂換匯交易是，雙方同意即期交換二種不同幣別的金額，同時約定在將來某一日期換回。中央銀行從事換匯交易，其動機通常是為了影響國內的資金部位，或管理其外匯部位。

根據上述，央行從事換匯交易，其實類似以外幣取代證券為擔保品的RP交易。另一方面，換匯交易結合了即期及遠期兩個交易，如果略去遠期交易的部份，則類似以外幣進行的買賣斷公開市場操作，這種操作通常被歸類為外匯干預而不是換匯交易。換匯操作和外匯干預不同：央行進行換匯的目的是在控管國內流動性，外匯干預則為了影響匯率。

換匯交易合併了即期和遠期外匯交易，

由於有現成的遠期報價，加上是無曝險的利率平價，因此換匯價格很容易訂定。從換匯交易本質上也是一種遠匯交易來看，遠匯價格的穩定、遠匯交易活絡，以及隨時可以取得報價，是有效率進行換匯操作的先決條件。這也是何以多數中央銀行都是以美元，以及馬克（1998年以前）進行換匯操作的原因。

從中央銀行風險管理的觀點來看，由於換匯交易下，外匯買賣超部位自動軋平，央行不會承擔任何外匯風險，因此較之一般的RP交易，風險不致於較高。但是，有時候，中央銀行會用換匯操作來配合即期外匯干預，如此一來，中央銀行就可能有風險：譬如說，中央銀行將換匯交易所得的外幣去防衛本國匯價，若在遠匯到期交割之前，防衛宣告失敗，將會產生損失。

換匯交易無法成為常用的貨幣管理工具，原因之一在於外匯交割耗時--在交易後的第二個營業日才能交割。由於外匯交割會牽涉到兩國中央銀行間負債的移轉，如兩國中央銀行位於不同的時區，則交割時間必需加計時差和各國當地清算時間的差距。由於交割的耗時，換匯交易不適合用來進行快速的操作，到期時央行也往往選擇續約，因此，中央銀行必須選擇其他工具以進行高頻率的操作。再者，由於大量持有外匯可以做為換

匯交易對象的銀行不多，也是造成換匯不被廣泛用做流動性管理工具的一個原因。

## 參、澳 洲

根據澳大利亞準備銀行法(Australia's Reserve Bank Act)規定，該國央行的貨幣政策目標主要包括：維持幣值穩定、充分就業、增進經濟繁榮及人民福祉等。自 1993 年起，澳大利亞準備銀行採行通貨膨脹目標機制(inflation targeting)，通膨目標係參考綜合物價指數來訂定，中期目標為 2%至 3%之間。

在操作上，準備銀行每天透過公開市場操作，調節資金的供需，將銀行間隔夜拆款利率(在澳洲稱為現金利率，cash rate)維持在目標水準。由於在澳洲銀行不須提存準備金，因此銀行的同業拆款，主要係用來軋平各銀行在準備銀行的清算帳戶(exchange settlement account;簡稱 ES account)之資金不足，各銀行在 ES 帳戶的餘額依法必須經常保持正數。

### 一、公開市場操作

儘管只允許一般銀行在準備銀行開 ES 帳戶，但準備銀行的公開市場交易對象包括所有銀行與非銀行金融機構，它們均為電子轉帳系統(Reserve Bank Information and Transfer System;簡稱 RITS)會員。該系統負責大額現金清算及政府債券(Commonwealth Government Securities;簡稱 CGS)交割，由準備銀行掌管。目前 RITS 有 137 個會員，包括 54 家銀行，3 家為特殊金融服務機構及 80 個非銀

行等，但實際上與準備銀行有經常交易的機構大約僅 12 家左右。

一般而言，準備銀行進行公開市場操作有兩種交易方式，一種是買賣斷 18 個月以內到期的政府債券(CGS)，另一種則是以 CGS、省及自治區公債及國際金融組織債券，從事 RP 交易。實際上，澳洲準備銀行的公開市場操作，八成以上的交易是採 RP 方式進行的，而其約定期限，由 1990 年代中期的平均 2 天，至 2000-01 年間延長為平均 12 天。此外，近年來準備銀行也嘗試從事換匯操作，觀其操作目的主要係為加強其流動性管理而非穩定匯率。

自 1998 年 6 月起，澳洲的支付制度由遞延淨額清算制改採即時總額清算機制(RTGS)，每日的公開市場操作程序因此略作調整。每天早上 9 點 30 分，準備銀行照舊宣布當天銀行體系現金部位的估計數，及準備銀行的交易意向。接著，準備銀行開始接受投標報價，而按期限及收益率之優先順序，決定得標者，其標售總額以維持隔夜拆款利率在目標水準所需之資金量為限。自從改採即時總額清算制後，準備銀行在必要時可能一天進行兩次的公開市場操作，惟實際上準備銀行進行一日二回合公開市場操作的情形不常發生。

## 二、常設窗口

在即時總額清算制下，銀行在準備銀行的交易清算帳戶會隨時必需進行大量的現金收付。爲了避免由於某一銀行一時無法付現，造成流動性不足，使支付系統受挫，準備銀行特別設立兩個常設的融通工具供各銀行隨時加以利用。其一是以有擔保 RP 的方式提供「日中」融通，無需支付利息，銀行必須在當日營業結束前償還；其二爲「隔夜」融通，則是提供銀行在營業時間結束時，仍無法自貨幣市場籌得資金時使用。「隔夜」融通也是以 RP 交易進行，其利率較銀行間隔夜拆借利率的操作目標高 25 個基本點（basis points）。由於銀行擔心向央行要求隔夜融通會被外界解讀爲債信不佳，故大多不願意嘗試。爲此，準備銀行對外澄清表示銀行偶爾利用隔夜融通是即時總額清算制(RTGS)正常運作的一部分，隔夜融通的次數乃稍增，但 2000 年至 2001 年間銀行要求隔夜融通的次數也僅 18 次而已。

（譯者補充說明：澳洲準備銀行同時也對銀行的清算帳戶餘額支付利息，其利率較銀行間隔夜拆款利率目標低 25 個基本點，該利率和前述隔夜融通利率共同形成銀行同拆利率的上下限。此即爲所謂的利率渠道制度，請參考採取同一制度之其他國家的運作）

## 三、清算系統未來可能的改變

澳洲改採即時總額清算制(RTGS)的運作

可說相當順利。在改採新制的初期，各銀行的交易清算帳戶餘額告增，但在適應之後，銀行發現在新制下，交易清算帳戶的餘額可以較過去降低，其運用較爲經濟。在整個適應期間，銀行隔夜拆款利率維持平穩，和近幾年的日平均利率相差非常有限。澳洲準備銀行目前正研究如何加強其支付系統的安全與效率，並且訂定淨額交割的核准標準。此外，澳洲國內有 5 種不同的清算系統，分別運用在聯邦政府債務、民間債券、及股票、選擇權與期貨等交易上面。澳洲也在考慮，是否能夠將這些系統進行整合，或是進行某一程度的合理化。目前部分歐洲國家及加拿大也在進行此一工作，將來各銀行在央行清算帳戶上所需保有的餘額可以因此更加降低。但是，由於目前各銀行保有的清算餘額已經很低，是否會願意再降低則不無疑問。

## 四、財政收支與公債的供給

根據經濟合作暨發展組織(OECD)統計顯示，澳洲政府部門財政赤字以 1992 年最爲嚴峻，占當年名目 GDP 的 6%，嗣後在澳洲政府勵精圖治下，至 1998 年首度出現盈餘，占當年名目 GDP 的 0.5%，OECD 甚至推斷至 2005 年該財政盈餘可望接近 GDP 的 1%。受政府預算由赤字轉爲盈餘的影響，澳洲聯邦政府債券的發行量從 1997 年起逐年降低。在融資需求減少下，澳洲政府仍適量發行公債，尤其是指標債券，主要目的在維持政府債券市場的流動性與交易效率。



爲此，澳洲準備銀行於 1997 年 6 月宣布擴增 RP 交易的合格証券，將各省及自治區地方政府所發行的澳幣債券(semi-government securities;簡稱 SGS)亦納入交易標的，惟該類債券必須是透過 Austraclear 証券交割系統交易。2000 年 10 月至 2001 年 6 月間，澳洲準備銀行更擴大合格債券的範圍，納進國際金融組織在澳洲發行的高評等票券、各省及自治區地方政府在歐市發行的澳幣債券且存託在 Austraclear 証券交割系統者。

澳洲準備銀行偶爾也以換匯交易，來輔助公開市場操作，但操作金額不大。儘管澳洲政府承諾要維持聯邦政府債券一定程度的供給，但準備銀行表示，由於聯邦政府債券的不足，換匯操作可能會漸趨頻繁。準備銀行的目的乃是希望將聯邦政府債券留在民間，以增進 CGS 市場的流動性。

澳洲準備銀行在進行融通及公開市場操作時，必需選擇高信譽的証券，其目的在降低風險，保護準備銀行的資本。在國內合格操作標的不足下，進行換匯交易，將所取得

之美元資金投資美國政府債券，亦符合高信譽之要求，但未來如果美國政府債券發行量一旦減少，澳洲準備銀行亦將必須尋找另外的替代品。

總而言之，近年來 CGS 的發行量逐漸降低對澳洲準備銀行是件相當嚴肅的事情，雖然目前的發行量尚不會阻礙正常的公開市場操作，但未來問題會逐漸浮現。

## 五、公債融券交易

澳洲準備銀行亦擔任一部分聯邦政府負債管理的角色，例如接受政府委託辦理債券發行的投標及參與次級市場債券買賣等活動。有時爲提高債券市場的流動性，準備銀行會將所持有的政府債券以懲罰性的利率借出。2001 年約出借 10 億澳幣的公債。該項交易對銀行體系的流動性毫無影響，因其交易係採取以債換債方式進行，不涉及資金。如果澳洲 CGS 發行量顯著減少而造成市場上籌碼供給不足時，準備銀行的公債融券交易將會愈來愈重要。

## 肆、加拿大

1991 年，加拿大央行和聯邦政府共同宣布實施通膨目標機制-將通貨膨脹率維持在每年 1%至 3%之間，此一目標將維持到 2006 年。就中期而言，該通膨目標是指全體消費者物價指數，但加拿大央行亦同時利用核心物價指數(core CPI)做爲短期的物價參考指

標。至於操作目標則釘住銀行隔夜同拆利率，其目標利率爲「利率渠道」50 個基本點的中心點。

### 一、常設窗口

加拿大央行現行之常設窗口有二，一爲對銀行提供清算融通，一是對銀行的超額清

算餘額支付利息。

1999年2月，新的電子支付系統--大額轉帳系統(Large Value Transfer System;簡稱LVTS)啓用，加拿大的貨幣政策操作程序亦配合改變。在LVTS的清算制度下，當銀行清算資金不足時，可以向央行要求透支，需提供等值擔保品，並支付利息。若清算資金有剩餘，則央行會支付利息。以上央行設定之存放利率即為同業拆款利率的上下限，形成一渠道，其差距為50個基本點，而央行將銀行同業拆款目標利率設在其中線。

加拿大央行的公開市場操作通常會將銀行體系的清算餘額設定為某一正數，因此資金不足的銀行確知可以找到資金剩餘的銀行，以進行拆借。在下午6點營業結束後半小時，銀行之間可以依市場利率進行拆借來降低他們的清算部位。

## 二、公開市場操作

加拿大央行每天早上9點會宣布，隔夜同拆利率目標及上下限區間是否改變。一旦發現隔夜同拆利率嚴重偏離目標時，加拿大央行通常會在早上11點45分左右進行公開市場操作，來穩定隔夜同拆利率。如果利率太高，加拿大央行即利用特殊購入暨售回協定(Special Purchase and Resale Agreements;簡稱SPRAs)釋出資金，反之如利率太低則利用賣出暨購回協定(Sale and Repurchase Agreements;簡稱SRAs)緊縮資金。加拿大央行從事這些RP交易之標的，通常以加拿大政府發行

的債券為主，並按市價評價，且其融資額度亦需按債券期限長短予以一定成數的折價，期限較長者，折扣較多，最高為百分之2.5。其交易對象採主要交易商(primary dealers)制，每一交易商的SPRAs及SRAs均分別設有限額。主要交易商的資格是在公債市場佔有某一最低佔有率的債券經銷商。

## 三、標售政府存款

加拿大央行亦以標售方式對政府存款進行調節，以避免政府收支影響央行對銀行體系清算餘額的控制。加拿大央行每天早上9點15分及下午4點15分，分兩次標售政府存款。其標售金額必須能沖銷當日政府收支的影響，並將清算餘額維持在一預訂的正數。(在LVTS實施之前，加拿大央行常利用本身與銀行體系間政府存款的移轉，做為其政策執行工具之一，當時的移轉方式為直接將在央行的政府存款轉存金融機構，或提出。)

## 四、LVTS的合格擔保品

在LVTS的清算制度下，透支融通必需提供擔保品。加拿大央行每天早上對會員提供的擔保品重新評價一次，以確保擔保品充足。擔保品的價值依債券種類與到期期限不同予以不同的折價成數。早期，合格擔保品只包括聯邦政府或地方政府發行或保證的加幣流通債券以及國民住宅專案貸款抵押債券(NHA MBS)。至2001年11月，擴及銀行承兌匯票、商業本票及公司債。近年來由於銀

行對政府債券需求增加，但債券的供給卻逐漸減少，加拿大央行將繼續擴大合格擔保品的認列範圍。

## 五、政府財政

加國政府收支於 1997 年轉為盈餘，政府債務餘額占 GDP 比率從 1995-96 年間的 71% 之最高點降為 2000-01 年間的 53% 之最低點。政府債券及政府保證債券之發行餘額亦因此下降。

由於政府債券發行量趨減以及 30 年期公債籌碼不足，1998-99 年間加國政府採行一債券贖回計畫，利用發行新債，贖回舊債的方式，增加指標公債的發行量，而淘汰流動性低的債券，預計該計畫會持續實行到 2000-01

年間。同時，加國政府的發債亦配合集中在 5 年、10 年及 30 年期的指標債券，以維持這些債券的供給在一目標數額，從而提高其流動性。同樣地，國庫券新發行由以前一週一次改為每週發行兩次。此外，鑒於政府債券發行量趨減可能造成市場搶券的現象(squeezes)，因此加拿大央行與聯邦政府已採取一些防範措施來確保政府債券的拍賣過程中不受外力的操控。

2000-01 年以來，政府債券的投資人中，長期持有者的比例似乎在提高。相對地，資產抵押債券、各類期貨及公司債等債券的市場週轉率則在上升，顯示這些資產有逐漸填補政府債券的態勢。

## 伍、歐元體系

歐元體系 (Eurosystem) 係由歐洲中央銀行 (European Central Banks, ECB) 本身，及目前採用歐元的十二個國家的中央銀行 (national central banks, NCBs) 所組成。ECB 成立於 1998 年 7 月 (歐元誕生前六個月)，雖然歐元體系的管理委員會 (Governing Council) 掌握有關貨幣政策的決策權，然而包括公開市場操作、法定準備金提存的管理，及常設窗口的運作等貨幣政策的執行，仍採分散式架構，由十二個 NCBs 分別負責。歐元體系的貨幣政策操作程序，與近年來德國及歐元區其餘國家中央銀行的許多貨幣政策操作相類似。

### 一、ECB 的政策目標

馬斯垂克條約中載明，ECB 的主要目標為維持物價穩定，物價穩定的定義是通貨膨脹率 (消費者物價調和指數年增率) 在 2% 以下。在制定貨幣政策時，ECB 考慮以下二方面的資訊：首先考慮的是歐元區貨幣總計數的實際成長率與 ECB 公布的參考值之間的關係；其次是其他綜合性指標，包括薪資、債券價格、收益曲線、實質經濟活動的統計數據、商業與消費者信心及匯率等等，以對未來物價展望採取較廣泛之評估。ECB 將制定貨幣政策的重點放在整個歐元區物價情勢，而非個別國家。馬斯垂克條約賦予 ECB 完全

的獨立性，而載明 ECB 及決策單位的任何成員，均不能尋求或接受歐盟執行委員會（European Commission）機構、或任何會員國政府、或其他組織或機構的指示。

## 二、操作程序

### （一）主要再融通操作（Main Refinancing Operations）

歐元體系提供流動性的方式，主要是透過每星期一次，期限為二星期的附賣回再融通操作，該項操作提供歐元區銀行體系 70% 左右的流動性需求；其餘的流動性需求則透過每個月操作一次的較長期操作，期限為三個月，採變動利率標（variable-rate tenders）。每星期的再融通操作自 1999 年 1 月 7 日開始操作後，至 2000 年 6 月 28 日止，係採固定利率標（fixed-rate tenders），此種方式造成投標金額遠超過實際釋出的資金數額。截至 1999 年底，實際得標率約為 5%，迨入 2000 年，超額投標的情況變得更為嚴重，至 2000 年 5 月得標率已降至 1%。吸引歐元區信用機構以再融通利率大量投標原因為：再融通利率通常低於平均隔夜銀行間拆款利率（Eonia）、未限制信用機構的投標金額，及僅對實際得標金額要求擔保品。因此，到 2000 年 5 月底，再融通操作的投標金額已超過歐元區銀行體系所有擔保品的估計值。

2000 年 6 月 28 日開始，主要再融通操作改採變動利率標（variable-rate tender），這

種美式標（American-style auction）是以投標利率由高往低來分配 ECB 所釋出之資金；ECB 並宣布主要再融通操作之最低投標利率，且以該利率作為宣示 ECB 貨幣政策態度的主要指標。自從改採變動利率標之後，每星期再融通操作之得標率平均已上揚至略高於 60%，超額投標的情況已成功地改善。

### （二）常設窗口

歐元體系設置二個常設窗口機制，一為邊際貸放機制（marginal lending facility），另一是存款機制（deposit facility），據以提供或吸收隔夜資金，而由市場決定的隔夜銀行間拆款利率便在此上下限之區間波動；邊際貸放機制提供隔夜信用予所有持有充足擔保品的合格信用機構，利率通常是隔夜銀行間拆款利率的上限。邊際貸放利率係一懲罰性利率，較再融通操作最低投標利率高 100 個基本點。由於隔夜銀行間拆款利率的水準通常和再融通操作的利率相當接近，因此銀行會儘可能在同拆市場進行拆借。到了營業結束時，日中信用如仍未償還，將自動透過邊際貸放機制轉成隔夜貸放。

第二個常設窗口－存款機制，其利率形成隔夜銀行間拆款利率的下限，這個機制可讓銀行將多餘的資金存入以賺取利息，然而多餘的資金並不會自動轉入該機制。存款機制的利率較每星期再融通操作最低投標利率低 100 個基本點。因此，在正常的情况下，由邊際貸放機制及存款機制所形成的利率區

間相當寬廣，約 2 個百分點。惟 1999 年 1 月 4 日至 1 月 21 日之期間，二個常設窗口機制間的利率僅設有 50 個基本點的差距，即再融通操作利率上下各 25 個基本點，主要是為緩和單一貨幣開始操作初期貨幣市場的不適應。一般情況下，邊際貸放機制之使用很有限，總金額低於對歐元區銀行體系總貸放額的 0.5%。

### （三）微調操作

ECB 也採行微調操作以進一步調整市場流動性的數量，惟該項操作很少使用。微調操作除了利用 RP 交易以外，還可以利用第一類資產（見下文）之公開市場買斷交易及換匯交易，換匯交易的幣別並未受限制，惟必須是實務上被廣泛交易的貨幣。

### （四）提供結構性資金需求之操作

ECB 也採行結構性操作來增加或吸收銀行體系的流動性，它是以買斷或是 RP 方式操作，惟該項操作很少使用。實務上，ECB 會先利用主要再融通操作來增加流動性。如果判定流動性需求之增加並非一時性，則透過較長期再融通操作來增加流動性。透過較長期再融通操作來增加流動性的金額已自 1999 年每月約 150 億歐元（由於這些操作的期限為三個月，因此流通在外的金額約為 450 億歐元），增加至每月約 200 億歐元。

## 三、合格交易對手

歐元體系操作的交易對手（包括公開市場操作及常設窗口）必須符合歐元體系設定

的合格標準。首先，必須是準備金提存機構方可成為交易對手；此外，交易對手必須財務健全，且受母國有關當局的監理。如果信用機構的總行設於歐元區之外，則亦必須符合類似標準。此外，交易對手必須符合個別國家中央銀行或 ECB 在相關契約或管理上的操作標準，以確保歐洲中央銀行體系貨幣政策之有效執行。根據 ECB 2000 年年報，歐元區 7,500 家準備金提存機構中，約 3,600 家曾使用存款機制，約 3,000 家曾使用邊際貸放機制，約 2,500 家可參加標準的公開市場操作，另約 200 家可參與微調操作。

## 四、合格擔保品

所有歐元體系的信用操作（包括邊際貸放機制）必須有十足的擔保品。ECB 指定的擔保品分為二類，第一類（Tier 1）為符合全歐元區統一規定的歐元流通債務工具；第二類（Tier 2）則為第一類之外，對個別國家銀行體系及金融市場而言，有特別重要性的歐元流通及非流通資產。擔保品區分為兩類，係反映出歐元區各國 NCBs 在信用操作時所使用的資產之合格標準不同，某些國家的合格資產僅限於公債及中央銀行發行的工具，而其餘國家的中央銀行則可接受範圍較廣，包括由銀行或企業所發行的信用評等較高的流通及非流通證券。對歐元體系貨幣操作而言，這二類擔保品的合格性並無差異，惟只有第一類合格資產可以用來作為買賣斷操作。ECB 每個星期並將可作為第一類及第二

類擔保品的合格證券種類公布於網站。實務上，歐元區銀行所使用的擔保品幾乎均為第一類，惟比例由 1999 年前幾個月的 98%，略降至 2000 年的 96%。

### 五、擔保品的評價及風險管理

歐元區各國中央銀行在擔保品管理制度上亦有所不同。某些央行採用指定擔保制（earmarking systems），即必需針對某一融資金額，存入特定的擔保品。某些國家央行則使用一組擔保品的集合（pool）擔保制，在這制度下，第一類資產必須逐日評價。而採用指定用途制度者，則至少每星期評價一

次，以主要再融通操作的交割日為評價日。歐元體系提供日中及隔夜流動性交易的期初保證金（initial margin）為 1%，較長期交易的期初保證金則為 2%。除了期初保證金外，並根據資產殘存期限設定擔保品折價成數（haircuts），第一類資產的折價成數由 ECB 決定，由殘存期限不足一年的 0%起，至殘存期限超過七年的零息債券為 5%；第二類資產的折價成數由相關的國家中央銀行決定，但至少須與第一類資產的適用標準一樣嚴格。另收回資金的操作則不適用期初保證金與折價。

## 陸、德國（ECB 成立前）

德國中央銀行成立於 1957 年，法律賦予其獨立超然的地位。除了短期融通外，德國央行禁止融通政府部門，且公債之取得僅限於透過公開市場。

在歐洲中央銀行成立之前，德國央行對銀行的融通窗口有二種方式：重貼現融通及倫巴德融通(Lombard loans)。重貼現有額度限制，其利率一般維持在市場利率之下，而形成市場利率的下限，倫巴德利率則通常比重貼現率高 1.5 個百分點，是市場利率的上限。

從 1979 至 81 年開始，德國央行也從事 RP 交易來調整銀行準備水準，1985 年間 RP 交易顯著增加。這些年來，RP 交易的頻率增加，而交易期限則逐漸縮短。至 1990 年代晚期，德國央行每週進行一次 RP 交易，到期期

限則為二週。RP 交易兼採變動利率標和固定利率標兩種方式。變動利率投標可以產生市場利率，而固定利率標則可藉以進行政策宣示。

### 一、央行融通的合格擔保品

#### （一）重貼現的合格票據

重貼現的合格票據有二種：聯邦政府發行的國庫券；以及確實有商品或勞務交付的實質交易票據，其到期期限在三個月之內，且需經三個有償債能力者背書，如票據有某種方式的保證，則僅需經二個有償債能力者背書。但在實務上，德國央行通常不對存款機構持有的國庫券進行重貼現，而是直接對財政部做貼現，或從公開市場買入國庫券。外國票券則僅限於國內公司從事外貿之票

據。

重貼現額度係根據信用機構的資本額大小訂定，並以該機構持有的可貼現票據金額做調整。為配合德國央行預訂釋出的重貼現總額，各機構之實際額度必須再乘上統一的倍數進行增減。如果信用機構的資本及流動性等未達標準，或有其他過失，其額度會被削減。過去，限制重貼現額度曾經是德國央行重要的資金管理工具，因此額度的訂定是由央行裁量，並不對外公開。重貼現額度一般是一年調整一次。

#### (二) 倫巴德融通的合格擔保品

倫巴德融通的合格擔保品除了重貼現的合格票據(國庫券及實質票據)外，還包括聯邦政府的貼現債券及其他債券、其他德國央行認可的債券、以及平衡債(資助 1948 年貨幣改革受損的銀行和企業，以及 1990 年進行兩德貨幣統一發行之聯邦政府債務)。至於融資金額，過去是依擔保品價值予以折價，惟由於擔保品均隨時進行評價，故 1990 年代晚期即停止此一做法。

#### (三) 買賣斷証券

德國央行可以在公開市場上買賣斷倫巴德融通的合格証券。但是在 1997 年底，德國央行並未擁有買賣斷証券之部位。德國央行很少進行買賣斷，原因之一係市場上的短期票券很少。由於短期票券已被用去進行重貼現，再加上市場上不偏好較短期的債權債務關係等因素，均限制了短期票券的發展。德

國央行買賣斷的主要短期工具是，央行基於貨幣政策目的而發行的國庫券。至於長期工具方面，德國央行並不願意購買民間債券，同時對買入政府公債的意願也不高。德國央行不願意購買長期公債，部分係為了避免外界產生"德國央行對政府預算赤字提供融通"以及"貨幣政策是影響公債利率的主因，故公債利率高低是央行的責任"等不當印象。

(四) RP 交易的合格證券：舉凡倫巴德融通及買賣斷的合格證券也是 RP 交易的合格證券(國庫券、實質票據、聯邦債券及其他民間債券)。理論上，德國央行可以與所有準備提存機構從事 RP 交易，然而，和歐元體系一樣，很多信用機構選擇不參與交易。1973 年起，德國央行以重貼現的合格票據進行 RP 交易，但銀行在重貼現之後，已無足夠之票據，故於 1984 年廢止。1979 年，德國央行開始從事債券的 RP 交易。

(五) 外匯資產：德國央行負責保管國際準備，包括以美元存款和美元短期投資為主的外匯資產，以及黃金。德國央行也以買賣外匯做為貨幣政策工具。在換匯交易中，德國央行買入即期美元，同時賣出美元遠匯。換匯交易和 RP 交易一樣，目的在進行準備供給的微調，而不是用來影響匯率(1979 年以後)。德國央行使用換匯交易來控制準備供給的頻率曾一度高過 RP 交易，但在 1990 年代則很少使用。

## 二、央行資產

1980 和 1990 年代，貼現票據佔央行總資產的百分比明顯下降，從 1980 年佔德國央行放款給信用機構的四分之三，下降到 1995 年的三分之一，二者差額大於 RP 交易的增加。德國央行降低重貼現的角色，其原因在於重貼現採補貼利率和限額分配，干擾了市場競爭的中立性。然而，德國央行仍將重貼現買進交易票據，視為是提供長期資金的合理方法。

德國央行轉而偏重 RP 交易的理由為：附買回本身的到期日短，具高度操作彈性可符合金融市場的變化，同時也可以間接利用到民間銀行大量的較長期固定收益證券。此外，RP 交易不會直接影響標的證券的價格。再者，德國央行進行 RP 交易的債券限於在証交所有報價者。因此，RP 交易使德國央行可

以間接投資政府債券，而不致於被批評為融通政府赤字。RP 交易亦可買入銀行所發行之債券，而避開直接持有較長期的工商企業債券。

### 三、違約風險

因為德國央行經常貼現民間企業的證券，於是有違約風險。不過由於依規定貼現票據需多人背書，風險應該降低很多。1997 年共貼現 110 萬張國內票券，金額計 2,760 億馬克。其中有 5,616 張票券(百分之零點五)共計 1.42 億馬克(0.05%)，發票人無法兌現，而由申請重貼現的銀行償付。1997 年底，德國央行有約 80 億馬克的"其他損失準備"，係針對"國內外操作及不確定負債的一般風險"提列。由於貼現票據未曾遭受損失，這些損失準備主要是針對匯率風險。

## 柒、法國 (ECB 成立前)

法國中央銀行設立於 1800 年，於 1994 年成為享有獨立超然地位的機構。為此，法國央行先前對財政部之融通乃自 1993 年起逐步收回，此亦為加入歐洲貨幣同盟的條件之一。在同時，法國央行的貨幣政策操作也做了大幅修正。法國央行亦從事商業銀行業務，包括吸收存款和投資，惟仍以央行業務為主。

法國貨幣政策的最終目標是物價穩定，並以廣義貨幣總計數的成長，以及匯率的穩定為中間目標。法國央行利用二種 RP 交易達

成其短期利率目標：七天期的 RP 和五至十天期的 RP。法國央行買斷國庫券釋出資金，如仍無法滿足資金需求，其差額大都是利用每週二次的七天期 RP 交易補足，其利率通常形成市場利率的下限。標售利率一體適用官方利率，該利率通常不予公布。RP 交易的對象為較大且較專業的信用機構，這些機構並代其他信用機構投標。五至十天期附買回和七天期交易的不同之處在於，其標售依利率高低競標，通常比干預利率高出 75 至 150 個基本點，是市場利率的上限。由於按利率高低



競標，五至十天期附買回的餘額相對較小。1980年代中期法國進行貨幣及金融制度改革後，法國央行也以買入賣出國庫券進行微調操作，包括二十四至四十八小時的RP或資金回收。

1992年以後，微調操作實際上係每天進行，其理由有三。首先，由於央行大幅調降存款準備率，使得準備需求和清算需求相去不遠，因此，降低了銀行準備金在清算期間跨日抵充的能力。第二，資金移動增加，需要較高頻率的干預以維持干預利率接近設定目標。第三，貨幣市場的自由化與現代化，有助於更高頻率的干預。

#### 央行融通的合格擔保品

##### (一) 買賣斷交易

法國央行有權買賣斷國庫券和所有可轉讓的債券工具，包括可轉讓定期存單、金融公司發行的票券、商業本票及中期票據。但由於這些工具的市場深度不夠，故截至1994年為止，法國央行並未操作可轉讓定期存單和商業本票，而僅有國庫券的買賣斷。除了對中期出口信用提供優惠融資之外，1971年起停止進行重貼現，而優惠融資亦於1986年停止。

##### (二) RP交易

法國央行對信用機構的融通完全是以RP交易進行，而以國庫券和民營企業票據(商業本票或其他信用工具)為標的。民營企業票據的原始到期日需短於二年，且需經法國央行評為最佳信用之企業者方合格。

## 捌、義大利 (ECB 成立前)

1979年義大利成為歐洲貨幣體系(EMS)的創始成員後，里拉即加入歐洲匯率機制(ERM)。此後，除了1992年9月到1996年10月間，里拉暫時恢復浮動以外，該國的貨幣政策目的在於力圖維持與其他成員國之間的匯率穩定關係，雖然其間也曾數度調整里拉於ERM內之匯率關係。事實上，義大利對穩定匯率的承諾並無法一以貫之，而曾多次擴大里拉的波動區間，及重新訂定雙邊中心匯率。但無論如何，在實施匯率機制的期間，義大利官方利率(即重貼現率與固定條件透支利率)的走勢與外匯市場的變化

息息相關。

在穩定匯率的最終目的下，義大利央行以隔夜銀行間存款利率為操作目標。隔夜銀行間存款利率在一利率區間(在1990年代為1%.5%)內波動，而以央行融通窗口利率為其上下限：重貼現率為區間下限，固定條件透支利率為區間上限。此外，義大利央行以RP交易進行公開市場操作，而利用市場決定的RP標售利率，將銀行間利率引導在區間內。

1979年，除了加入ERM外，義大利央行的干預目的亦出現重大轉變。在此之前，

義大利央行的干預目的主要在融通國家財政赤字，而直接向政府購入債券，在此之後央行的干預則係爲了控制貨幣市場的流動性。1981年起，義大利央行不再負有必須在初級市場上承購未售完之政府債券的義務。然而，義大利央行控制貨幣基數與短期利率的能力，仍受限於許多制度上的規定，如：央行必須以透支方式融通 14% 的財政支出，以及在 1992 年 2 月以前，調整重貼現率的權力依法屬於財政部（由義大利央行提案）。事實上，一直到 1994 年 1 月義大利遵行馬斯垂克條約第 104 條的規定，結清央行對國庫的融資，並規定國庫在央行帳戶必須維持一最低餘額，義大利央行才取得獨立自主權。

除了貨幣政策自主權的取得外，1990 年代義大利央行的操作環境還有若干重要的改變。1990 年採提存期內之應提準備平均制，使銀行每日的準備金調度彈性增加。在 1990 年代，應提準備率不斷調降。1992 年起，換匯交易也成爲央行的公開市場操作方式，配合 RP 交易一起使用。

#### 一、義大利央行的融通窗口

義國央行提供最終貸款者的融通對象僅限於銀行，實際使用的三項基本工具有：一般透支（ordinary advances）和固定條件透支（fixed-term advances）兩個經常性融通工具，以及重貼現窗口（discounting）。經由上述三項措施所提供的融通金額，1997 年爲 21 兆里拉（約占貨幣基數的 11%），1998 年底

則增加爲 33 兆里拉（約占貨幣基數的 24%）。

#### （一）常設性的融通工具

一般透支是指對商業銀行的擔保透支，銀行有需要即撥付，金額有限制，依規定期限最長爲 3 個月，但到期通常都會展期。其利率適用重貼現率，較市場利率爲低。此外，銀行還可從央行取得固定條件透支，此項透支央行擁有裁量權，有時候會採分配制。1991 年 5 月起，固定條件透支利率各銀行均相同，採重貼現率加碼（1990 年代加碼約爲 1.5 個百分點，若此項透支在當日下午 4 點後才申請，則需加碼 8 個百分點以爲懲罰）。固定條件透支的期限在 12 天之間。

可充當上述融通的擔保品包括：政府証券、政府保證証券、其他特別信用機構所發行的証券、其他國際組織所發行以里拉計價的証券、經核可之國內機構所發行的証券（如州鐵路局、公營事業等）和銀行債券等。但在實際上，義大利央行不接受民間証券，因此沒有履約風險問題。擔保品的價值係按市價評估，中央政府証券擔保額度按市價折價 15%，其他証券則爲 20%。當擔保品的價值與融資金額的差額低於折價的一半時，將削減融資金額，或是要求銀行補提擔保品（若無法補提，則義國央行將會拍賣擔保品）。

#### （二）重貼現窗口

在義國央行對金融部門的融通措施中，

重貼現的歷史最悠久，但其重要性卻微不足道，主要是由於前述的透支給予央行在管理上有較大的變化。概念上言，重貼現與一般透支主要差異在，重貼現由央行裁定，而一般透支則是依銀行需要。至於重貼現與固定條件透支的主要差異在於，重貼現率具補貼性質，而固定條件透支利率則為懲罰性利率。

合格的重貼現證券包括政府證券、銀行債券，及農業交易票據等其他證券。以上證券到期日須在 4 個月以下，且除了政府證券外，至少須具 2 個有償債能力者的背書。實際上，除中央政府的證券外，其他證券很少成為重貼現的標的。

## 二、公開市場操作

1979 年義大利央行開始採行公開市場操作，對銀行及若干政府證券主要交易商，以公開投標及變動利率的方式進行 RP 交易。義大利央行也從事政府證券買賣斷的公開市場操作，但較不頻繁。以上操作可透過政府證券的螢幕視訊市場(screen-based market or MTS)進行(1988 年起)，或以電話直接交易。這些操作的周期與期限並不固定，每週約有 1 次交易，RP 交易的承作天數多在 100 天之間。

根據義大利央行法第 41 條規定，公開市場操作標的為政府發行或保證的證券。實際上，義大利央行的 RP 交易與買賣斷交易侷限

於中央政府證券。在買賣斷方面，義大利央行主要利用 MTS 來進行。

自 1992 年 10 月起，義大利央行亦以德國馬克及美元等貨幣進行 RP 交易(換匯交易)，以減輕傳統 RP 交易在管理流動性上的負擔。換匯交易的存量通常控制在一固定數量，且到期後經常展期續作。換匯交易的投標方式和 RP 交易相似，其頻率約為每周或隔周一次，期限在 1 個月之間。至 1998 年為準備加入歐洲貨幣同盟，乃停止進行換匯交易。

除了引進換匯交易外，義大利央行似未考慮擴增公開市場操作的合格標的。由於義大利央行的操作侷限政府證券，導致一般金融機不願意持有公司債，致使義大利公司債市場發展落後。

## 三、財政收支

在 1990 年代，由於財政赤字龐大，義大利央行從未因為公債數量不足而導致操作困難。加入歐洲貨幣同盟之前，義大利政府總債務持續升高，1994 年占 GDP 比率達 125% 的高峰，1990 年代初期財政赤字占 GDP 比率亦高達 10%。為配合歐洲貨幣同盟而施行財政支出緊縮，使 1998 年底政府債務餘額占 GDP 比率下降為 116%。1998 年銀行及貨幣市場基金持有政府債券約 371 兆里拉，較應提準備 26 兆里拉高出許多，而提供了義大利央行充足的操作標的。

## 玖、日 本

日本中央銀行（Bank of Japan）貨幣政策之最終目標是經由追求物價穩定以達成國家經濟之健全發展。然而，其對於物價穩定並未像其他國家央行一樣予以明確定義。根據1998年新修訂完成的「日本中央銀行法」，日本央行具獨立性，以穩定物價為優先，可自主選擇政策工具，而決策是由貨幣政策委員會定期會議商定，並應公布議事錄。會議中，貨幣政策委員會討論經濟金融情況，並就相關貨幣政策事項做成決議，包括：貨幣市場操作準則、重貼現率、應提存款準備率、央行對未來經濟金融發展之看法，以及貨幣市場操作所使用之工具——如票券與債券之種類、期間與條件等。

### 一、主要貨幣政策工具

近年來，日本貨幣政策操作方式是採釘住「無擔保隔夜拆款利率」。當隔夜拆款利率高於目標值時，日本央行即透過公開市場操作挹注資金，使利率回降至目標水準，反之則收回資金，使利率上升。

日本央行在進行公開市場操作時，會影響民間金融機構在日本央行開設的無息活期存款帳戶之資金部位（按，該活存帳戶除了收受存款機構的準備金外，非存款機構如証券公司、短資公司若經核准亦得開戶供清算用途）。

在釘住同拆利率的操作方式下，公開市

場操作會使各金融機構在央行的活期存款資金之供需達到均衡，故在正常情況下，金融機構並不需仰賴日本央行的常設融通窗口以取得資金。同時，自1995年年中以來，日本央行即引導隔夜拆款利率低於重貼現率，因此，貼現窗口在流動性管理上並無實質功能。

2001年3月，由於通貨緊縮問題嚴重，日本央行宣佈將「價」的控制暫時改為「量」的控制，直至通貨緊縮問題消除為止。亦即此後，央行暫時不再設定利率目標，而改針對金融機構在央行活存帳戶之資金水位，設訂一總量目標。日本央行希望利用該總量目標之調整，將利率降至零。不過，既然是控制量，隔夜拆款利率將會波動，日本央行因此新設倫巴德式的融通機制，以其利率限制隔夜拆款利率的波動。

### 二、常設融通工具

在1995年以前，日本央行常利用貼現窗口影響資金情勢。貼現融通的金額、期限完全受制於日本央行，同時，日本央行可以視情況隨時要求銀行償還。然而，自從將隔夜拆款利率目標設在較重貼率低的水準，使貼現窗口形同虛設以後，1996年1月，日本央行宣佈不再將貼現融通做為經常性的資金調節工具。

在新設倫巴德式的融通辦法之後，日本

央行停止接受貼現。所謂「倫巴德融通」是對金融機構的十足擔保融通，凡在日本央行設有活存帳戶的金融機構均可主動申貸。其利率仍適用重貼現率，又稱為「基本融通利率」。不過，若每月使用該融通累計超過五個營業日以上，必須支付較高利率。倫巴德融通的合格擔保品原限定為政府公債及有實質交易基礎的債權，但自 2001 年 12 月起，放寬為凡可作為買入票券操作、當日透支，以及國庫基金操作之擔保品者。基本上，雖然所有在日本央行有活期存款帳戶的金融機構都可申貸倫巴德式融通，但通常只有存款金融機構較常利用，因為證券公司必須支付較高的利率。

日本央行亦對所有在日本央行設有活期存款帳戶的金融機構提供足額擔保之日中透

支，無額度限制，亦不計息。但日中透支在營業日終了前若未償還，須支付極高之懲罰性利率。

### 三、公開市場

操作自 2001 年起，日本的支付制度由定時淨額清算改為即時總額清算（RTGS）。日本央行每日公開市場操作之平均規模明顯大於美國聯邦準備銀行（Fed）之操作規模，主要係因日本每天的流通鈔券與國庫收支餘額的波動幅度遠大於其他工業化國家。

表一為日本央行的公開市場操作工具，至於應採用何種類型工具則取決於其操作的目的。例如，為滿足伴隨經濟成長趨勢而增加之長期性通貨需求，日本央行採買斷日本政府公債操作。

表一 公開市場操作工具

<b>釋出短期資金</b>
附買回貼現式短期國債（Treasury bills）/政府短期證券（financing bills）（TBs/FBs）
買斷 TBs/FBs
以現金為擔保品借入日本政府公債
買斷票券
附買回商業本票
<b>收縮短期資金</b>
附賣回貼現式短期國債/政府短期證券（TBs/FBs）
賣斷貼現式短期國債/政府短期證券（TBs/FBs）
賣斷日本央行發行之票券
<b>釋出長期資金</b>
買斷日本政府公債

實際上，日本央行每天市場操作的工具種類漸多，尤其是愈來愈依賴以 RP 方式買入政府證券：包括日本政府公債、貼現式短期國債（TBs）、政府短期証券（FBs），以及商業本票。此外，日本央行亦從事 TBs / FBs 及金融機構發行之票券的買賣斷。RP 市場在近年來明顯的成長，以及其交易風險較低的優點，是日本央行在調節短期資金時愈來愈依賴此種交易之主要原因。

過去，由於短期票券市場規模大，日本央行公開市場操作相當依賴買斷票券。為便於市場操作，日本央行近來已修正買票操作之相關規定。例如，擴大合格交易對手家數，將操作期間由 3 個月延長為 6 個月，以及放寬合格擔保品之範圍。在實務上，日本央行在票券買斷操作中，是購入交易對手所簽發的本票，但這些本票卻是以各種民間票券為擔保，例如商業本票、商業票據及公司債。

不論是透過 TBs / FBs RP 交易、日本政府公債 RP 交易，及票券買斷方式釋出（回收）短期資金，其到期日均為 6 個月（含）以下。至於賣斷日本央行票券與商業本票 RP 交易之到期日則為 3 個月（含）以下。在 2000 年，政府證券 RP 操作之平均到期日大約為 50 天。所有公開市場操作均採殖利率競標方

式。

近來公開市場操作亦被日本央行用來穩定金融市場，而在某些情況下，以“雙向”操作（“dual” operations）的方式來穩定市場利率。例如，1998 年 10 月至 12 月間，日本央行一方面以 RP 操作買入票券，以控制到期日跨越年底之定期金融工具的利率上漲壓力（由於市場對金融體系穩定的疑慮加深，票券利率面臨上升壓力），另一方面則賣斷票券，以在非常短的期間內緊縮資金，以支撐隔夜拆款利率免於滑落至目標值以下。

#### 四、保證金與擔保品

對附條件操作及日本政府公債的借券操作，日本央行會每日依市價評估擔保品價值（mark to market），並採保證金追繳（margin call）。對擔保品價值亦不十足依市價，而係依規定之成數折價計算。表二為票券買斷操作、日中透支，以及倫巴德融通之合格擔保品以及計價成數。擔保品可以採集合方式（pool），交易對手可隨時替換擔保品，只要該擔保品的總值在計算折價後可以十足擔保其債務。合格擔保品的範圍其實相當廣泛，除了政府保證債券外，還包括由公營事業發行之債券、公司債及資產擔保證券。此外，以日圓計價之外國政府債券亦可做為擔保品。

表二 日本央行操作之合格擔保品

		擔保品計價成數 (collateral value) <sup>a</sup>
1、國債 (中央政府公債)		
存續期間 (距到期日) :	(1) 1 年以下	99
	(2) 1-5 年	98
	(3) 5-10 年	96
	(4) 10-20 年	94
	(5) 20 年以上	90
2、政府短期証券 (Financing Bills)		99
3、政府保證債券		
存續期間 (距到期日) :	(1) 5 年以下	97
	(2) 5-10 年	95
	(3) 10-20 年	90
	(4) 20 年以上	85
4、地方政府債券		
存續期間 (距到期日) :	(1) 5 年以下	97
	(2) 5-10 年	95
	(3) 10-20 年	90
	(4) 20 年以上	85
5、財政投融资機關債券		
存續期間 (距到期日) :	(1) 5 年以下	96
	(2) 5-10 年	93
	(3) 10-20 年	85
	(4) 20 年以上	80
6、公司債		
存續期間 (距到期日) :	(1) 5 年以下	96
	(2) 5-10 年	93
	(3) 10-20 年	85
	(4) 20 年以上	80
7、資產擔保證券		
存續期間 (距到期日) :	(1) 5 年以下	96
	(2) 5-10 年	93
	(3) 10-20 年	85
	(4) 20 年以上	80
8、外國政府債券		
存續期間 (距到期日) :	(1) 5 年以下	96
	(2) 5-10 年	93
	(3) 10-20 年	85
	(4) 20 年以上	80
9、國際金融機構發行之債券		

存續期間（距到期日）：	(1) 5 年以下	96
	(2) 5-10 年	93
	(3) 10-20 年	85
	(4) 20 年以上	80
10、票據（包括商業本票）		95 <sup>b</sup>
11、實質交易之放款（至 2001 年 3 月 31 日前為合格擔保品）		80 <sup>c</sup>
12、付息金融債券		96
13、貼現式金融債券（至 2002 年 3 月 31 日前為合格擔保品）		96
14、準公司債		
存續期間（距到期日）：	(1) 5 年以下	96
	(2) 5-10 年	93
	(3) 10-20 年	85
	(4) 20 年以上	80

- a. 市價之成數
- b. 面額之成數
- c. 依照本金未償餘額

資料來源：日本央行合格擔保品準則(establishment of guidelines on eligible collateral) (2000 年)

## 五、財政問題

日本已成為工業化國家中最大的淨債務國，其政府公債發行淨額自 1990 年以來已增加 5 倍。但相較於國際標準，其政府淨債務占 GDP 的比率仍不大，1999 年為 38%。但是，社會安全資產並不足以支付未來的退休金債務，因此，衡量日本政府淨債務，較準

確的算法是不含社會安全資產，結果其占 GDP 的比率在 1999 年為 88%，明顯高於其他大多數工業化國家。為因應政府財政急速惡化以及 21 世紀高齡化社會之來臨，日本政府已公開表示進行財政結構性改革之急迫性。

## 拾、挪 威

在長期採行匯率目標機制後，挪威在 2001 年 3 月改採通貨膨脹目標機制貨幣政策-消費者物價指數上漲率維持在 2.5 % 上下。挪威央行預訂在二年內達成通貨膨脹目標，但容忍實際通貨膨脹與目標值之差距在上一個百分點之間。挪威央行並依此一通膨目標決定利率政策。

### 一、主要貨幣政策工具

雖然許多其他國家央行是經由公開市場操作影響市場資金，並藉此宣示適當的市場利率，但是，挪威央行的方式不同。挪威央行係以常設性融通的利率，做為其政策宣示-亦即銀行在央行的即期存款利率，以及央行對銀行的隔夜融通利率。此隔夜融通利率與



存款利率形成貨幣市場利率的上下限。

隔夜融通利率與即期存款利率維持二個百分點之差距。近幾年來，挪威央行對銀行體系提供超額的流動性，使整個銀行體系得以在央行存放即期存款（挪威無法定存款準備制）。因此，即期存款利率形成銀行體系的最低利率，並且是央行貨幣政策的關鍵政策利率。在正常情況，貨幣市場利率水準接近即期存款利率。

如前所述，挪威央行會依據對未來二年的通貨膨脹展望，決定即期存款的利率水準。當央行欲調整政策利率時，多採漸進方式。

## 二、常設窗口

銀行可自行將剩餘流動資金存在央行，依即期存款利率計息。銀行亦可向挪威央行以日中透支或隔夜融通方式借入流動性。日中透支不計息，而隔夜融通的利率比即期存款利率高二個百分點。

日中透支和隔夜融通（通常合稱為 D-loans）均須提十足擔保品。D-loans 要求的合格擔保品與央行公開市場買入操作所要求的擔保品是相同的。

挪威央行亦有一特別的日中透支借款措施（稱為 E-loans），係用於挪威央行指定的特別支付清算。E-loans 無須擔保品，由於不鼓勵銀行使用，故需付費。

## 三、公開市場操作

挪威央行必須使銀行體系持有足量的央

行即期存款，以引導貨幣市場利率趨近於即期存款利率。再者，由於中央政府的資金帳戶設在央行，銀行的流動性部位變動頻繁。因此，挪威央行必須以公開市場操作經常干預市場。

其操作之主要工具為固定利率融通(F-loans)，此乃當銀行體系流動性不足時，挪威央行根據擔保品釋出資金。F-loans 的利率由標售訂定。自 1999 年 9 月起，F-loans 須有十足擔保品。

早期 F-loans 的擔保品要求較寬鬆，1986 年一度取消擔保品。1999 年起 F-loans 須有十足擔保品，此與實施 RP 交易不成功有密切的關連。RP 交易制始於 1996 年，係為取代無擔保的 F-loans，且為鼓勵市場參與者採行，RP 交易利率是以 F-loans 之利率打折訂定。但 RP 交易的合格證券最初僅有指標公債，但因挪威政府之債券發行量有限，且銀行傳統上未持有大量政府債券，而持有大量政府債券的保險公司又不被允許從事附買回交易。其後交易標的雖擴大範圍，但交易對象仍僅限於銀行，故限制了 RP 交易的發展。因 RP 交易無法取代無擔保 F-loans，挪威央行選擇 F-loans 須有十足擔保品。

F-loans 和 D-loans 所要求的合格擔保品相同，並且採集合擔保制，可以不必以特定證券供作特定融通之擔保。為吸收過多的流動性，央行亦進行特定期限的固定利率存款 (F-deposits) 招標。至於 F-loans 之融通期間有

10 天。1997 年，央行允許銀行之間從事 F-deposits 交易，且央行可在 F-deposits 到期日前可以提前買回。有時，央行亦採用換匯交易從事公開市場操作。2000 年年底時，挪威央行從事換匯交易以抑制當時由於銀行間市場運作失調對利率造成的不當影響。

#### 四、合格擔保品

F-loans，D-loans 和 RP 交易之合格擔保品均相同。如附表所示，因挪威政府公債市場規模甚小，故合格有價證券之範圍相當廣泛。挪威央行對合格擔保品設有評等。擔保品之價值乃根據有價證券的利率風險、信用風險和匯率風險之評等，按面值給予不同的

折價。不久的將來，挪威央行將採逐日依市價評價的方式，以充分反映實際風險。

#### 五、財政收支

目前，挪威的政府預算在不含淨石油收益的情況下是呈現赤字。由於石油收益多投資於海外，因此，在包含石油收益後，政府盈餘雖然高，但也只有少部分能用於降低政府債務。一如多數其他 OECD 國家，挪威亦面對長期財政挑戰，例如人口老化、嬰兒潮世代退休時社會安全支出增加等問題。不過，挪威政府擁有石油及其他能源等財富，使其問題相對較小。

附表 合格擔保品

	擔保有價證券	擔保價值
1	由挪威政府或其他 OECD 會員國（近 5 年無外債重整問題者）所發行或保證的公債和證券。	挪威克郎證券：為面值的 95%。 其他幣別：須為歐元或其他合格貨幣，視幣別風險而定。
2	限於投資由挪威政府發行和保證的公債及證券之證券基金憑證。	面值的 90%。
3	挪威市郡政府、公營企業及抵押公司所發行或保證的公債和證券。	面值的 90%。
4	法令限制投資於 3. 之信託基金憑證。	
5	國內民間債券和票券--須符合一定的合格標準，即使無信用評等要求。VPS 登錄的債券和貨幣市場基金亦可充當擔保品。	視發行者之信用評等（低於面值的 90%）。
6	國外民間債券和票券--由 OECD 會員國發行且符合最低信用評等要求。	
不可作為擔保品的有價證券		
	與銀行同一金融集團之另一單位所發行的有價證券。	

## 拾壹、瑞典

### 一、貨幣政策目標

1977至1992年間，瑞典貨幣政策以維持匯率穩定為其單一目標，即將其貨幣釘住一籃貨幣，後來則釘住ecu。然而，於1992年下半年，因幣值波動劇烈，瑞典放棄其固定匯率政策改採明確的通膨目標機制。在1992年瑞典克郎劇烈貶值的衝擊消退後，瑞典央行公布以2%上下1%為12個月的CPI通膨目標，1995年起開始實施。

### 二、操作程序

瑞典央行藉由支付系統存放利率的訂定，影響隔夜拆款利率，進而影響貨幣需求。此政策架構鼓勵，但非硬性規定，銀行於每日結束時將其支付系統中之瑞典克郎帳戶軋平（餘額為零）。

### 三、常設窗口

瑞典央行的執行理事會設定RP利率，及隔夜存、放款的利率，以引導資金狀況。自1994年中起，瑞典央行的隔夜存、放款利率分別為RP利率減、加75個基本點，目前存款利率為3.5%，放款利率為5.0%。只要銀行能提供合格的擔保品，則銀行可無限制的使用隔夜融通來補充其所需的流動性，另存、放款利率的差距則大到足以誘使銀行維持其隔夜存款帳戶的部位為零。此外，在一般狀況下，瑞典央行會提供足夠的流動性，使銀行不需使用此存放款。

### 四、RP交易的公開市場操作

當流動性不足時，執行理事會將以期限一週的RP交易買入證券，並設定RP利率。當流動性剩餘時，則發行央行憑證，收回資金。有時候瑞典央行也進行換匯操作。

每週公佈的固定RP利率為瑞典央行對銀行間隔夜拆款利率所設定的目標，為其主要操作目標及宣佈利率政策訊息的工具（偶而瑞典央行也使用變動利率標購的方式）。目前及可預見的未來，瑞典央行計畫完全以RP方式來從事公開市場操作，而不再進行買斷。目前由7家銀行構成的主要交易商是瑞典央行每週公開標購的對手。

由於1994年起瑞典設應提定準備金為零，且因銀行票券的需求對利率短期的變動並不敏感，是以任何非預期性的準備金需求變動，都將快速地促使銀行進入借貸市場。當銀行資金的邊際成本變動，銀行間利率也跟著變動。因此，央行以每週的RP利率加減10個基本點介入銀行間市場以調整隔夜拆款利率。由於銀行間市場由幾個大型銀行支配著，是以央行較容易持續監控銀行的流動性部位。

### 五、RP操作的合格資產

法令規定，公開市場操作所使用的標的為瑞典國庫券及其他可立即變現的證券。目前這些證券必須登錄在Swedish Register Cen-

tre (VPC)，且透過其清算系統交易，因此發行者必須是瑞典人，而可接受的資產範圍則較可用作央行隔夜信用及 Rix 系統（詳下述）的擔保品之資產範圍為窄。然而在 1999 年下半年，瑞典央行的執行理事會修改擔保品規定，使其與央行其他操作所使用的資產範圍更一致。用於 RP 的證券，須依市價評價，且其估價包含應收利息在內，同時須扣除 4% 的折價。

#### 六、Rix 支付系統的融通及其擔保品

電子 Rix 系統為瑞典支付系統的中心，所有瑞典克郎的交易均透過 Rix 來交割。1999 年下半年，共有含 19 家銀行及瑞典央行本身等 24 個機構參與此系統。

雖然瑞典沒有加入歐洲貨幣同盟 (EMU)，但為歐洲聯盟 (EU) 的成員，是以瑞典央行亦為 1999 年 1 月 1 日開始運作歐元支付系統 TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System) 的一員。因只有各國的中央銀行及歐洲中央銀行 (ECB) 是 TARGET 的成員，瑞典的商業銀行在歐元支付上則透過瑞典的 E-Rix 系統 (歐元交易) 連線至 TARGET，銀行可選擇在瑞典央行開立瑞典克郎或歐元或兩者皆有的帳戶。瑞典央行對清算不足提供有日中信用。在瑞典克郎的交易上，瑞典央行所提供的日中信用為合格擔保品市價以一定成數折價。雖然政策架構上鼓勵參與者在當天營業終了時將瑞典克郎帳戶

(K-Rix) 餘額維持為零，但仍可能有正或負的餘額在其隔夜帳戶上。在歐元的交易上，於 ECB 所核准的擔保品範圍內，ECB 設定 10 億歐元為瑞典央行所能提供日中信用的最高限額，且要求參與者於當日結束前必須清償歐元負債，故當日下午五點後瑞典央行即不再提供銀行歐元的日中信用。

瑞典央行隨時會更新瑞典克郎日中信用的合格擔保品項目。通常合格擔保品包括瑞典或外國政府、中央銀行、地方政府或其他公共部門、或非銀行的公司組織（但未排除參加清算銀行及相關機構）所發行的債務工具，且發行者必須為政府，或瑞典央行所認可之國家的居民。瑞典央行也接受外幣。再者，所有資產必須在瑞典或外國證交所登記上市，或者在其他受政府管理之市場有經常性交易，或者被認為有足夠流動性。另外也必須加入證券集中保管或在擔保及移轉上有其他適當安全安排。

#### 七、財政收支與債券供給

1998 年瑞典達成自 1990 年以來首次的財政盈餘，且預期將可延續。瑞典債務毛額佔當年度 GDP 比率計劃從 1990 年代中期超過 70% 降至 2001 年的 56%。OECD 則預期一般政府淨金融負債將從 1995 年佔 GDP 的 23% 降至 2001 年的 4%。政府財政的改善，將使政府債券發行減少。就瑞典央行的立場，乃認為維持政府債務市場的流動性是必要的，因為此市場是貨幣政策傳遞機制的重要部

分，一個沒有流動性的政府債券市場將會扭曲政府債券之殖利率曲線，而此為瑞典央行

獲得市場對未來貨幣政策預期的重要資訊來源。

## 拾貳、瑞 士

瑞士央行的貨幣政策目標是維持中期的物價穩定。1980至1999年間，瑞士央行使用經季節調整的貨幣基數作為貨幣中間目標及指標。1996年以後，貨幣基數指標功能減弱，瑞士央行開始重新檢視其操作方式。2000年起，瑞士央行將物價穩定設定為CPI年增率不高於2%，並以中期（3年）的通膨預測為其貨幣政策依據。該操作方式和所謂的通脹目標機制相似，但差別在於瑞士並未將之法制化。

### 一、主要貨幣政策工具

新貨幣政策架構中，瑞士央行將3個月期之Libor控制在一寬度為100個基本點的目標區間內，而根據通膨預測公佈此目標區之位置。瑞士央行透過短期RP交易間接影響Libor。RP之到期日介於一天至數週，較長到期日之RP係提供市場基本流動性。2000年間，RP之平均到期日為九天，瑞士央行依市場狀況及交易期間訂定RP利率。然而RP利率之波動，常與貨幣政策之執行無關，而與其他貨幣市場利率有關。

### 二、公開市場操作

RP交易是瑞士央行市場操作之主要工具，其合格標的包括SNB basket、German GC-basket及German Euro Jumbo Pfandbrief-

basket 三類證券。

(一) SNB (Swiss National Bank, 瑞士中央銀行) basket: 依幣別、流動性、種類、評等，以及發行者限制合格證券(詳表一、二)。證券到期日亦限制如下: 國內證券及國外付款之票據的到期日必須是六個月或以內; 國外政府、國際組織及外國銀行之高流通性債券的到期日必須是十二個月或以內。瑞士央行本身之附息債券到期日必須是二年或以內。

(二) German GC-basket: 德國聯邦政府票據及一些世界銀行發行之票據，由瑞士交易所集中保管。

(三) German Euro Jumbo Pfandbrief-basket: 發引量至少一兆歐元之德國房貸抵押擔保債券，此工具自1999年來未使用過。瑞士央行按擔保品市價給予全額融資，並未加以折價。同時每天均會以當日市價重新評價，其差額則由保證金抵充。

1998年引進RP之前，換匯交易是瑞士央行之主要貨幣操作工具。從1980年代起，換匯交易提供銀行體系的基本流動性需求。直到1997年，瑞士央行只以美元為換匯標的; 從1998年起加入德國馬克; 1999年起納入歐元。交換期間介於一至六個月，瑞士央行依市場決定換匯條件。

表一：RP 交易合格擔保品--SNB basket

幣別	瑞士法郎
流動性	證交所交易之證券 透過 SIS 交割的市場之證券 發行之量至少一億瑞士法郎
種類	一般公司債 浮動利率債券 有選擇權或無選擇權之債券 貨幣市場債權
最低評等（僅對國外發行者）	S&P：A Moody's：AA/A2
不合格證券	次順位債券 可轉換債券 交易對手本身所發行之債券或同一事業體之債券 被降低評等至最低等級以下之證券

表二 RP 合格證券之發行者— SNB basket

瑞士聯邦政府
瑞士州政府
聯邦或州明示保證之債務人
瑞士地方政府或其他發行債券之機構
瑞士房貸抵押擔保債券機構
符合最低評等之國外政府
符合最低評等國外政府保證之債務人
符合最低評等之國際組織
符合最低評等之國外銀行

1999年10月初，瑞士央行開始以RP方式，提供銀行無息資金，限當天使用。若銀行當天無法還清，將支付高於倫巴德融通之利率。此融通資金不可充當法定流動性準備。

### 三、常設性融通工具及其他貨幣政策工具

(一) 倫巴德融通：對瑞士央行而言，使用RP較倫巴德融通具優勢。

倫巴德融通是以證券為擔保，證券之所有權並不移轉。根據瑞士銀行法規定，證券經設質後即不能流通，而不能移轉給他方使用。故，瑞士央行只有當銀行有緊急的流動性需求，且貨幣市場無法提供時，才使用倫巴德融通。此貸款須有十足擔保且以倫巴德利率（通常高於銀行同業拆款利率二個百分

點）計息，以防止銀行使用倫巴德融通作為永久性的融資來源。

(二) 貼現融通：貼現融通已不具實質重要性，瑞士央行仍保留此工具以因應特殊情況需求。

(三) 其他貨幣政策工具：除目前在使用中的工具外，瑞士央行法還列出其他貨幣政策工具，例如即期外匯交易，只有在干預外匯市場或商業目的時使用，以及買入本國證券，主要是為分散瑞士央行資產風險。

### 四、財政收支

依國會立法，瑞士財政收支必須在2001年達成預算平衡。在平衡財政收支的努力下，一般政府債務佔GDP之比例由1998年超過54%之高峰降至2000年底之49%。

## 拾參、英 國

1998年英格蘭銀行法修正，賦予英格蘭銀行利率政策獨立決定權，並明訂最高政策目標-控制政府設定之通貨膨脹目標，及支持政府的經濟政策。同時亦規定將政府債務管理權限從英格蘭銀行移至財政部。

### 一、公開市場操作

儘管英格蘭銀行在獨立性上有重大的突破，但所使用的貨幣政策工具並沒有多大改變。英格蘭銀行目前係以十四天期的利率為操作目標。大抵而言，由於銀行無需提存準備金，且每天營業結束時所有的資金清算必須軋平，通常，英格蘭銀行會刻意將市場資

金維持在微量短缺的狀況，銀行體系即必須向英格蘭銀行尋求融通。而英格蘭銀行只須設定一個短期融通的利率水準。

英格蘭銀行每日進行公開市場操作若干次。在晨間，英格蘭銀行先估計當日的市場資金短缺金額，並通知貼現商號等公開市場交易對手，並告知其在特定目標利率下願意買入多少證券金額。之後，有意願的交易對手會提出想出售之證券數量。假若高於英格蘭銀行所預期時，則依據其標單數量大小及證券之不同性質，按比例分配。英格蘭銀行會持續重新估計資金短缺情況，必要時重覆

進行操作，通常一天會重覆一至兩次。反之，若當天一開始即有超額流動性時，英格蘭銀行亦會觀察市場的狀況，以 reverse RP 交易賣出証券，吸收超額流動性。

英格蘭銀行並沒有所謂的貼現窗口或是倫巴德融通機制。到了下午四點二十分，如果市場流動性仍然不足，則以隔夜 RP 方式對特定對手提供融通，但必須課以懲罰性的利率。

## 二、公開市場操作標的

1990 年代中期以前，由於 RP 市場太小，英格蘭銀行公開市場操作僅有買賣斷交易，標的為相當短期的國庫券、或地方政府的票券、或實質交易產生的銀行匯票(實質票據)。

1990 年代中期以後，RP 交易的重要性提高，尤其是以長期公債為擔保的 14 天期 RP 交易，成為英格蘭銀行最常使用的工具，而買賣斷交易則僅佔極小的比例。

由於 RP 標的不足，英格蘭銀行逐步擴大合格擔保品的範圍，包括歐洲國家中央政府、中央銀行及主要國際機構發行的英鎊債券及歐元債券（但需為 ECB 操作的合格歐元債券）等。原本英格蘭銀行只接受實質交易產生的銀行匯票，2000 年 3 月後只要信譽卓著的借款人所發行的匯票也可接受。擴大合格擔保品的範圍除了基於增加操作標的之考量外，也反映歐元體系成立後，市場上使用歐元計價証券大幅增加的現象。

(本文完稿於 91 年 8 月，由經濟研究處金融統計科及國際經濟科同仁合作翻譯)