

# 歐洲中央銀行貨幣與外匯政策的操作近況

呂桂玲 撰

## 摘 要

1999年1月1日起，歐盟(EU)15國中的11個國家(奧地利、比利時、芬蘭、法國、德國、愛爾蘭、義大利、盧森堡、荷蘭、葡萄牙、及西班牙)由於符合馬斯垂克條約一致性的結合標準，致成為歐元區第一波的加入國，彼等將實施單一貨幣政策，而貨幣政策的決策權則由各會員國央行移轉至歐洲中央銀行(ECB)。在歐元(euro)實體貨幣尚未流通之1999年至2002年間，歐元與11個會員國通貨係採行不可撤銷之固定匯率。未加入歐元區的其他4個歐盟國家，除希臘嗣後於2001年1月1日獲准加入之外，英國、瑞典及丹麥迨至目前均暫不加入。

在歐元區成立之前的準備階段，為使單一貨幣順利問世，EU早於1998年5月3日決議設立ECB，並依據羅馬條約的規定制定「歐洲中央銀行體系(ESCB)及歐洲中央銀行(ECB)條例議定書」(以下稱條例議定書)，據以規範ECB及EU各會員國中央銀行之任務及目標。該條例議定書第2條規定，ESCB之主要目標為維持物價之穩定，且在不抵觸物價穩定目標的前提之下，支持歐盟一般的經濟政策，並維持公開市場的競爭原

則，以使資源效率運用。為達物價穩定之目標，條例議定書第3條規定ESCB之任務為執行單一貨幣政策、在物價穩定前提之下從事外匯操作、保管並管理各會員國官方之外匯準備、促進支付系統之順利進行等四項任務。

目前歐元區貨幣政策的決策由ECB的管理委員會決定，在政策執行上除少部份由ECB操作外，絕大部份係委由歐元區各會員國中央銀行代行。有關ECB貨幣政策的執行方式及程序，則規定於1998年9月公布的「第三階段單一貨幣政策之工具及程序報告書」(以下簡稱"報告書")，該報告書對於各種不同貨幣政策工具的操作方式、運用時機及操作目的，均提供詳盡的說明。此外，為使貨幣政策之操作順利運行，並使歐元區各會員國央行的資金能在跨國間快速且安全的移轉，自1999年起，會員國已成功的透過泛歐自動即時總額清算系統(TARGET)參與ECB之貨幣政策操作。

ECB運用三種操作工具以實施貨幣政策：公開市場操作、常備窗口機制及最低準備金制度。其中公開市場操作主要在揭示

ECB 的貨幣政策立場、引導利率及提供銀行體系流動性，其中最重要的操作為每星期一次的主要再融通操作，其次為每月操作一次的較長期的再融通操作；常備窗口機制主要在控制隔夜拆款市場利率；最低準備金主要在於穩定每日的流動性。通常貨幣市場中發生資金剩餘的信用機構會與資金不足的信用機構互通有無，兩者互抵後形成歐元區資金的缺口，此一缺口最後須仰賴 ECB 利用上述三種政策工具給予融通，因此 ECB 成為邊際流動性的供給者，據以引導貨幣市場利率，再透過貨幣政策的傳導過程來影響市場的中長期利率，進而影響支出，據以達成控制通貨膨脹的目的。

除採取貨幣政策工具引導利率以控制通貨膨脹外，EU 也採取一些加強 ECB 獨立性措施，希望經由取信於社會大眾，藉由影響大眾對物價的預期，進而達到穩定物價的目的。這些措施包括明訂歐元區貨幣政策的操作策略、定期公布 ECB 的業務活動及貨幣政策、ECB 總裁及副總裁須定期於貨幣政策決策會議後召開記者會，回答媒體問題，並出席歐洲議會、執委會、經濟暨財政部長理事會(ECOFIN)及歐盟高峰會等針對年報或貨幣政策決策等作報告。

在外匯管理方面，條例議定書規定，為確保符合歐盟共同體之匯率及貨幣政策的一致性，歐元區各會員國應移轉部份外匯資產予 ECB，且各會員國所剩餘之外匯資產，其

運用若超過一定程度，則應獲得 ECB 之核准。ECB 握有外匯資產之目的是為干預匯率，雖然匯率政策是由歐盟 ECOFIN 決定，惟因其政策不得損及歐元區物價之穩定，因此實務上，歐元區官方干預匯率須徵詢 ECB 之意見，並由 ECB 執行。

歐元區成立以來在貨幣政策的操作及決策制度之運作尚屬順利。在操作方面，常備窗口機制大抵達成將隔夜拆款市場利率控制在 ECB 所設定的範圍內；最低準備金制度、每星期的主要再融通操作及較長期的再融通操作均能有效控制市場利率，並隨著市場的變化作更彈性的調整，無須再依賴其它諸如微調操作或結構性操作等。

就 ECB 的決策制度來看，大致均能依議定書之規定執行，惟由於 ECB 管理委員會並不公布貨幣政策會議的紀錄及投票過程，僅於會議後由 ECB 總裁及副總裁出席記者會，報告會議結果及回答記者問題，遂遭致政策透明度不足的批評，惟 ECB 卻不為所動，認為公開投票結果將使與會委員或各別會員國央行總裁因其國內壓力而保留充份表達意見的意願，進而危及 ECB 的獨立性。

至於 ECB 貨幣及外匯政策的操作現況來看，自 1999 年 11 月以來，ECB 為防範通貨膨脹，採取連續七次調升利率等措施，已使物價上升的壓力逐漸減緩，並能有效影響通膨預期。惟出乎於市場預料之外的是，歐元問世後卻持續下跌，直至 2000 年 12 月下旬

起始止跌為穩。展望未來，歐元走勢仍須視  
歐元區勞動市場結構性改革調整狀況，及經

濟成長是否仍能維持穩定成長而定。

## 一、前言

1999年1月1日起，歐盟（European Union, 以下簡稱 EU）15 國中的 11 個國家（奧地利、比利時、芬蘭、法國、德國、愛爾蘭、義大利、盧森堡、荷蘭、葡萄牙、及西班牙）由於在通貨膨脹率、預算赤字、政府債務、長期利率及匯率等方面大致符合馬斯垂克條約一致性的結合標準，致成為歐元區第一波的加入國，彼等將實施單一貨幣政策，貨幣政策的決策權由各會員國央行移轉至歐洲中央銀行（European Central Bank，以下簡稱 ECB）。惟自 1999 年至 2002 年間，在歐元（euro）實體貨幣正式流通前，歐元僅為計帳單位，其與 11 個會員國通貨採用不可撤銷之固定匯率，迨至 2002 年起歐元實體法償貨幣才正式流通。未加入歐元區的其他 4 個歐盟國家中，除希臘嗣後於 2001 年 1 月 1 日獲准加入之外，英國、瑞典及丹麥迨至目前均暫不加入。

為使單一貨幣順利問世，EU 早於 1998 年 5 月 3 日即決議設立歐洲中央銀行，並依據羅馬條約的規定制定「歐洲中央銀行體系（ESCB）及歐洲中央銀行（ECB）條例議定書」（the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank，以下稱條例議定書），據以規範 ECB 及 EU 各會員國中央銀行之任務及目標。其中 ECB 的

主要目標為維持物價之穩定，其任務為執行單一貨幣政策、在物價穩定前提之下從事外匯操作、保管並管理各會員國官方之外匯準備、促進支付系統之順利進行等四項任務。

在單一貨幣政策方面，目前歐元區貨幣政策的決策由 ECB 的管理委員會（Governing Council）決定，在執行上除少部份由 ECB 操作外，絕大部份係委由歐元區各會員國中央銀行代行。有關 ECB 貨幣政策的執行方式及程序，則規定於 1998 年 9 月公布的「第三階段單一貨幣政策之工具及程序報告書」（"The Single Monetary Policy in Stage Three-General Documentation on ESCB Monetary Policy Instruments and Procedures"，以下簡稱"報告書"）（註 1），該報告書對於各種不同貨幣政策工具的操作方式、運用時機及操作目的，均提供詳盡的說明。此外，為使貨幣政策之操作順利運行，並使歐元區各會員國央行的資金能在跨國間快速且安全的移轉，自 1999 年起會員國已成功的透過泛歐自動即時總額清算系統（Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System, 簡稱 TARGET）參與 ECB 之貨幣政策操作（註 2）。

在外匯管理方面，條例議定書亦針對

ESCB 的外匯資產保管及管理方式作若干規定，雖然 ECB 握有外匯資產之目的是為干預匯率，然而其干預應不得損及歐元區物價之穩定為先決條件。

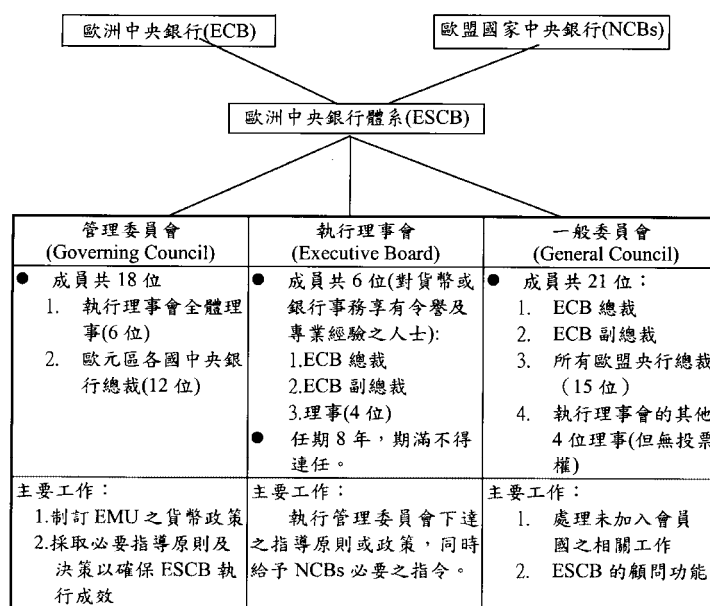
本文擬就 ECB 之決策組織與操作程序、ECB 貨幣政策的操作工具、貨幣及外匯政策的操作等深入討論，以瞭解 ECB 的運作情形並供我國中央銀行採行貨幣政策之參考。

## 二、ECB 的決策組織及操作程序

ESCB 是由歐洲中央銀行 (ECB) 及歐盟各會員國中央銀行 (National Central Banks, 簡稱 NCBs) 共同組成，其決策組織則包括管理委員會 (Governing Council)、執行理事會 (Executive Board) 及一般委員會 (General Council)，這三個單位的成員及任務，詳如圖 1。為維持 ECB 之獨立性，條例議定書第 7 條規定，ECB 總裁與副總裁、EU 各會員國中央銀行或 ECB 任一決策單位的任一成員，在制定或執行政策時，均不得尋求 EU 共同體之

機構或單位或任一會員國政府之指示，而 EU 共同體之機構或單位及會員國之政府亦應尊重此一原則，不得試圖影響 ECB 或 NCBs 執行其職務。此外，ECB 的財務獨立，由歐元區各會員國中央銀行共同出資。惟 ESCB 決策人員的任用是透過政治過程決定，其中執行理事會所有理事均須自貨幣或銀行領域具有名望與實務經驗者中遴選，由各會員國政府或國家的最高首長一致同意後任命。

圖 1: 歐洲中央銀行體系結構圖(2001.1.1)



在 ESCB 內部管理方面，條例議定書第 8 條規定，ESCB 應受 ECB 決策單位之管理；又根據第 9 條規定，ECB 的決策單位應為管理委員會及執行理事會。由於管理委員會之成員亦包括執行理事會所有成員，顯示 ESCB 的管理委員會係最高之管理主體。關於 ECB 之決策方式，在貨幣政策決策上，管理委員會的每一成員均有一投票權（註 3），原則上以簡單多數決通過議案，如正反兩方票數相同時，總裁具有決定權。管理委員會每年至少須集會十次，會議程序應予保密，並得決定是否對外公佈會議結果。

由於採行貨幣政策至控制通貨膨脹的過程，摻雜大眾直接對各個經濟金融變數的預期，雖然預期產生作用的時點及影響程度大小難以預估，並使貨幣政策控制物價的效果產生許多的不確定性，惟 EU 認為可以採取一些與貨幣政策決策制度相關的措施，以加強該行的獨立性，希望經由取信於社會大眾，藉由影響大眾對物價的預期，進而達到穩定物價的目的。基於此，馬斯垂克條約中規定，ECB 須採取以下措施：

1. 確立貨幣政策是以物價穩定為目標，並制定一個量化的數據來衡量 ECB 的運作成效。目前 ECB 將穩定物價定義為中期至長期間「調和的消費者物價指數」(Harmonized Index of Consumer Prices, 簡稱 HICP) 年增率低於 2%。

2. 制定歐元體系貨幣政策之策略(Monetary Policy Strategy of the Eurosystem)，以判斷未來物價可能的走勢（註 4），其中包括：

- (1) 當歐元區三個月移動平均的廣義貨幣供給額 M3 (broad aggregate M3) 年增率偏離參考值(目前為 4.5%)時，表示有物價不穩定之可能（註 5）；
- (2) 觀察其他經濟金融指標 (other economic and financial indicators)，諸如經濟成長、工業生產、匯率及消費者信心或生產者信心等來判斷通膨走勢。

3. ECB 至少每季須報告其運作狀況，每年必須公布年報，年報中需刊載去年及本年 ESCB 的業務活動及 ECB 的貨幣政策。目前 ECB 每月出版月報，1999 年年報亦於 2000 年 2 月出刊。

4. ECB 應對歐洲議會(European Parliament)、經濟暨財政部長理事會所(ECOFIN)、執委會(Commission)及歐洲領袖高峰會(European Council)，提送載明 ESCB 業務活動及當年與上年貨幣政策之年報。總裁須出席 ECOFIN 會議及歐洲議會，報告 ECB 年報。ECB 總裁及其它執行理事會委員亦須出席歐洲議會的特別委員會舉行的聽證會，其中 ECB 總裁一年至少須出席四次。

除馬斯垂克條約明訂的一些透明化措施之外，ECB 亦於每年年初前，公布未來一年貨幣政策會議(由管理委員會召開)及會後記者會的時間表，總裁及副總裁於記者會中所發表的任何說明及分析，都立即在 ECB 的全球資訊網 (<http://www.ecb.int>) 上登載，此外，管理委員會的所有成員都可以在公開場合發表演講及接受訪問，並可在雜誌或書刊上發表文章。

### 三、ECB 貨幣政策的操作工具

ECB 運用三種操作工具以實施貨幣政策，此即公開市場操作、常備窗口機制及最低準備金制度(見表 1)。其中公開市場操作主要在揭示 ECB 的貨幣政策立場、引導利率及提供銀行體系流動性，其中最重要的操作為每星期一次的主要再融通操作，其次為每月操作一次的較長期的再融通操作；常備窗口機制主要在控制隔夜拆款市場利率；最低準備金制度主要在於穩定每日的流動性。通常

貨幣市場中發生資金剩餘的信用機構會與資金不足的信用機構互通有無，兩者互抵後形成歐元區資金的缺口，此一缺口最後須仰賴 ECB 利用上述三種政策工具給予融通，因此 ECB 遂成為邊際流動性的供給者，據以引導貨幣市場利率，再透過貨幣政策的傳導過程來影響市場的中長期利率，進而影響支出，據以達成控制通貨膨脹的目的(註 6)。

表 1、歐洲中央銀行體系貨幣政策操作工具及方式

操作工具	交易種類		操作期限	操作次數	操作程序
	流動性之釋出	流動性之吸收			
<b>一、公開市場操作</b>					
主要再融通操作	附買回	(無)	二星期	每週一次	標準標
較長期再融通操作	附買回	(無)	三個月	每月一次	標準標
微調操作	附買回 換匯交易	附賣回 外匯換匯交易 收存定期存款	無一定 期限	不定期	快速標 雙方直接交易
	買斷	賣斷	(無)	不定期	雙邊直接交易
結構性操作	附買回	發行債務憑證	無一定 期限	定期/ 不定期	標準標
	買斷	賣斷	(無)	不定期	雙方直接交易
<b>二、常備窗口機制</b>					
邊際放款機制	附買回	不定期	隔夜	每日	由合格參與者 自由參加
存款機制	(無)	存款	隔夜	每日	由合格參與者 自由參加
<b>三、最低準備金制度</b>					
方 式	最低準備金額(應 提準備)之計算	提存期間	準備金扣 除額	對應提準 備金給予 補償性利 息	銀行間交易之負 債項目無需提準 備金之例外情況
貨幣性金融機構特 定負債項目的應提 準備金，以活期存款 方式存在 ECB。	提存期前一月月 之資產負債表中 定負債項目的某 固定百分比(目 為 2%)	當月 24 日至下 月 23 日的日平 均準備金提存數 須達到最低準備 金額	10 萬歐元	依據提存 期間每星 期主要再 融通操作 的邊際利 率之平均 利率計 息。	若無法提出銀 行間交易證明 之應提準備金 可扣除 30%折 扣後做為應提 準備的負債項 目。

## 1. 公開市場操作

在 ECB 貨幣政策操作中，公開市場操作扮演引導市場利率、管理市場流動性及揭示貨幣政策立場的主要角色。公開市場操作方式包括主要再融通操作(Main Refinancing Operations)、較長期再融通操作(Longer-term Refinancing Operations)、微調操作(Fine-tuning Operations)及結構性操作(Structural Operations)。

由於貨幣政策對整體金融體系的影響效果愈普及，則愈能有效掌握市場利率及流動性，因此 ECB 基本上儘可能讓合格者皆能參與 ECB 的公開市場操作。根據報告書規定，在 ECB 設有準備金帳戶的信用機構均可參加公開市場操作中的標準投標，而微調操作中的附條件(附買回及附賣回)交易及收受定期存款，由於操作時間極短，無法讓所有符合參加投標資格者均能參加，實務上係由符合參加標準投標資格者中，以輪流(rotation)參加方式參與交易，以符合公平原則；而對買斷與賣斷的參與者之資格，則無限制。比較特別的是，對於換匯交易對手，是由各會員國央行在其國內選自信譽卓著有能力從事大額外匯交易並受該國金融監理當局監管的信用機構。

ECB 透過主要再融通操作提供銀行體系的流動性，為每星期一次的附買回投標操作，附買回期限為二星期；而額外流動性是由較長期再融通操作所提供，是透過每月一次附買回的投標操作，附買回期限為三個月。

不論是主要再融通或較長期再融通操作，其競標方式都是採標準競標(standard tenders)方式，即依據事前公布的作業流程，自宣布投標至投標結果為止須在 24 小時以內完成。標準標的標單價格可分為固定利率標(fixed rate auctions，又稱數量標)及變動利率標(variable rate auctions，又稱價格標)，前者由歐洲中央銀行事前公布標單利率，投標者可以根據其本身的資金需求，標購所需的流動性；後者為投標者根據本身願意支付的利率水準及所需之流動性數量投標。此外，變動利率標又可分為單一利率(single rate procedure，又稱德式標)及複式利率(multiple rate procedure，又稱美式標)兩種，前者指所有得標者之資金分配係按最後得標者之邊際利率，後者則指各得標者係按其投標利率分配資金。

根據 2000 年 12 月的報告書規定，目前 ECB 每星期的主要再融通操作均可採固定或變動利率標，而對於每月的較長期再融通操作則採取變動利率標。固定利率標與變動利率標之不同，在於固定利率標是以事前設定利率的方式投標，具有引導利率的功能；而變動利率標是由 ECB 事前公布資金供給量，並由信用機構主動依據其資金需求及所能接受的利率投標，此時 ECB 係扮演利率的接受者的角色。

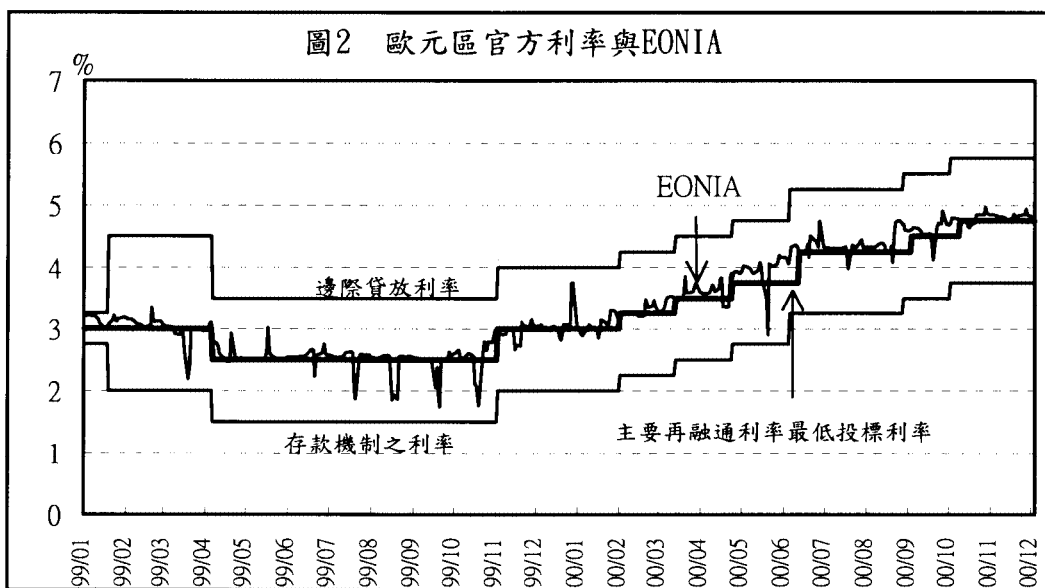
ECB 有時也可以為減少利率的波動，而在必要時採取微調操作(fine-tuning opera-

tions)，尤其是在利率受流動性波動影響而產生大幅波動之際。由於是臨時性的需要，微調操作所採取的方式是快速標(quick tenders)及雙方直接交易(bilateral procedures)。其中快速標是自宣布投標至投標結果須在一小時內完成。此外，ECB 也採用結構性操作(structural operations)，以修正在長期下銀行體系的淨流動性部位。

**2. 常備窗口機制(standing facilities)**

ECB 為協助信用機構解決其隔夜流動性之供需問題，遂設計常備窗口機制，其中，提供隔夜流動性的機制稱為邊際放款機制(marginal lending facility)，而吸收隔夜流動性機制稱之為存款機制(deposit facility)。只要符

合參與公開市場操作資格，能提供合格擔保品之信用機構，均可隨時要求 ECB 提供流動性；相反的，當該信用機構有剩餘流動性時，亦可要求 ECB 無限量接受存款，惟此項隔夜存放款之利率事前均已固定。通常當貨幣市場拆款利率高於 ECB 邊際放款機制利率時，市場參與者將會轉向 ECB 之邊際放款機制拆借隔夜資金；若銀行間隔夜存款利率低於 ECB 存款機制時，則市場參與者勢必會利用 ECB 的存款機制轉存其剩餘的隔夜資金。因此，歐元區市場的隔夜拆款利率必定介於邊際放款機制之利率與存款機制之利率之間（見圖 2），ECB 即利用此一機制控制隔夜利率之上下限。



**3. 最低準備金制度(minimum reserve system)**

ECB 規定凡設址於歐元區的信用機構(也

包括外國信用機構設立在歐元區的分支機構)均須提存準備金，且以活期存款方式存放於 ECB。準備金制度之規定有利於 ECB 透過公



開市場操作以引導貨幣市場利率水準。歐元區信用機構提存的最低準備金，是根據上月底信用機構的資產負債表中特定負債項目乘一特定比率來決定，提存期間為當月的 24 日至次月的 23 日，只要日平均數達到最低準備之要求即可。由於提存期間，信用機構本身可以將其流動性剩餘補不足，因此採取日平均數的計算方式，一方面可以穩定市場流動性，另一方面也可避免 ECB 在貨幣市場作非必要的干預，肇致貨幣政策操作的效果降低，從而使原先所希望表達的訊息變得模糊。

目前 ECB 規定，歐元區的信用機構之負債項目中，兩年期以下之存款、兩年期以下之負債證券及貨幣市場工具，均須提列 2% 的準備金；而超過兩年期以上之存款、超過兩年之負債證券及附買回工具等法定準備率，

目前均設定為零。若遇下列兩種情況，則最低準備金可作部份調整：

(1) 應提準備金的負債項目是銀行間交易者，則可由負債項目中扣除，若無法提出銀行間交易證明之負債項目，則可扣除 30% 後做為應提準備的負債項目（註 7）。

(2) 應提準備可扣除 10 萬歐元的扣除額(allowance)，因此當信用機構應提準備金不足 10 萬歐元時，無需提存準備金。超過 10 萬歐元時，則可扣除 10 萬歐元後作為應提之最低準備金。

為避免歐元區信用機構之競爭力受到提存準備金的影響，ECB 對於信用機構所提存之準備金，係依據提存期間每星期主要再融通操作的邊際利率(marginal rate)之平均利率計息，作為對提存準備金的信用機構之補償。

#### 四、ECB 外匯管理的原則

根據條例議定書第 3 條對 ESCB 任務之規定，ESCB 須負責保管並管理會員國官方外匯準備(包括黃金及歐元區以外國家之貨幣)，又根據條例議定書第 30 條及第 31 條規定，歐元區之 NCBs 應移轉部份外匯準備至 ECB，在必要時，ECB 亦可要求 NCBs 再增撥外匯準備予 ECB（註 8），而 NCBs 對於其自行握有之外匯準備之運用需確保符合歐盟共同體之匯率及貨幣政策的一致性（註 9）。截至 2000 年 11 月底止，歐元體系共計有 4,001 億歐元等值的外匯準備(貨幣性黃金

1,238 億歐元、特別提款權(SDR)48 億歐元、國際貨幣基金之準備部位 208 億歐元、外匯 2,498 億歐元及其他債權 9 億歐元)，其中 ECB 握有 472 億歐元（貨幣性黃金 74 億歐元、外匯 388 億歐元及其他債權 9 億），而目前高達 4,001 億歐元的官方準備均是 ECB 干預匯市的來源。在干預方式方面，歐元體系在必要時可以單獨或與其他非歐元區國家中央銀行聯合干預外匯市場，在單獨干預時可以是 ECB 單獨干預，也可以授權會員國央行干預，而外匯準備買賣之方式可以是買賣斷，

也可以是換匯(foreign exchange swaps)方式進行干預。

歐元區 12 國為全球第二大經濟體，歐元遂為國際主要通貨，12 個會員國通貨與歐元間之匯率在 2002 年之前採不可撤銷之固定匯率制，而與其他非歐元區國家通貨間之匯率水準則由市場供需決定。由於歐元匯率的變動可能牽動歐元區 12 國及參與 ERM II 國家之經濟金融發展（註 10），因此馬斯垂克條約賦予 ECOFIN 制定歐元匯率制度及歐元匯率走向之權力，也就是賦予 ECOFIN 制定歐元兌歐元區各會員國固定匯率水準，以及歐元對其它非歐元區之歐盟國家通貨之兌換率之權力。ECOFIN 在匯率政策的決策過程中，ECB 均會派員參加會議，並給予必要的建議並提供諮詢。值得注意的是，根據馬斯垂克第 111 條規定，ECOFIN 匯率之決策不得威脅到 ECB 維持物價穩定之目標，因此歐盟

ECOFIN 雖為歐元匯率政策的決策機構，惟究之實際，官方對歐元匯率的看法或是否進行干預，ECB 實擁有最後決定權。

ECB 雖有充足的外匯準備可以干預匯率，惟仍受到相當的限制。依據歐元體系貨幣政策之操作策略顯示，歐元匯率在貨幣政策決策過程中所扮演的角色，僅是眾多判斷通膨風險的經濟金融指標之一而已，除非歐元匯率的波動已對歐元區物價產生威脅，否則 ECB 並不會干預歐元匯率；此外，1997 年 12 月 13 日歐盟在盧森堡舉行的領袖高峰會亦表示，歐元僅是經濟發展及相關經濟政策的產物，並不能成為獨立的單一政策目標。事實上，為維持 ECB 的獨立性及可信度，ECB 於數度面臨歐元持續探底的情況下，也一再的強調，除非歐元匯率之波動已危及歐元區物價之穩定，否則 ECB 並不會干預歐元匯率。

## 五、ECB 的操作現況

### 1. 主要再融通操作

#### (1) 官方利率之調整

1998 年 12 月 22 日 ECB 管理委員會決定自 1999 年引進歐元後，每星期主要再融通操作投標利率固定於 3%，而邊際放款機制及存款機制之利率分別 4.5% 及 2%，惟為使歐元採用之初，貨幣市場更能趨於整合，ECB 因而決定自 1999 年 1 月 4 日至 1 月 21 日間縮小前兩項利率差距，遂分別調整為 3.25% 及

2.75%，並決定第一次(首月)的較長期再融通操作採單一的變動利率標(single rate procedure / variable rate auction)。嗣後的 2 月及 3 月的貨幣政策操作都維持主要再融通利率於 3%，而自 1 月 22 日以後由於隔夜拆款市場已逐漸適應 ECB 的公開市場操作並逐漸趨於整合，ECB 遂將邊際放款機制及存款機制之利率分別調回至 4.5% 及 2%。

由於 1999 年初亞洲金融危機造成歐元區

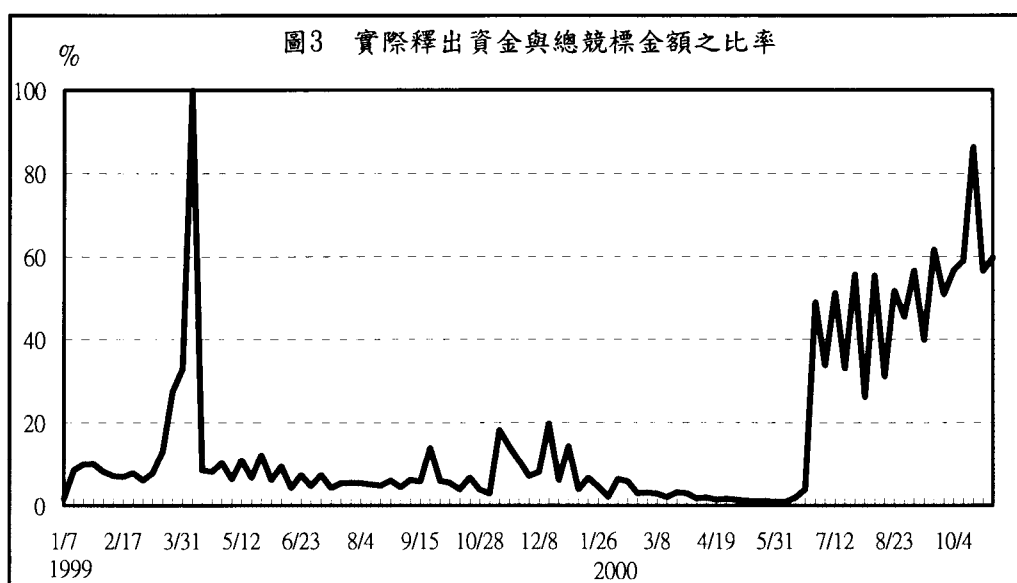
景氣趨緩，ECB遂於1999年4月調降主要再融通利率、邊際放款機制及存款機制之利率。至該年11月，由於景氣逐漸回穩，加以貨幣總計數M3年增率攀升及通膨壓力增高，ECB遂決定調升以上三項官方利率各一碼。2000年以來，由於歐元持續貶值及油價持續攀升使歐元區HICP年增率逐漸攀升，遂於2000年2月、3月、4月、6月、8月及10月連續六度調升官方利率，至2000年底，歐元區主要再融通利率為4.75%，邊際貸放利率為5.75%，而存款機制之利率則為3.75%（見圖2）。

(2) 操作方式

自1999年至2000年6月間，ECB的主要再融通操作所採行的競標方式為固定利率競標，舉凡參與公開市場操作投標的銀行業只須在標單上標示所需資金數量，ECB即根

據個別投標銀行所投標之資金占所有投標銀行業的總競標資金之比重分配ECB所釋出之資金（ECB事前不會公布資金的釋出數量），而附買回利率是依據事前公布的主要再融通利率計算。

ECB採行的固定利率的競標方式在1999年運作尚稱順利，全年實際釋出金額與總投標金額之比率平均為10%，惟自2000年以來，由於市場預期ECB將會調高利率，肇致短期的貨幣市場利率明顯高於主要再融通利率，在固定利率的競標方式之下，銀行業為取得成本較低的資金，遂大幅提高競標金額。根據ECB統計，2000年初至6月7日間，ECB實際釋出資金與銀行業總競標金額之比率平均由1999年的10%降為2.7%，6月14日及21日兩次之得標率甚至降至1%以下（見圖3）。



由於固定利率競標方式容易造成投標金額遠超過實際釋出的資金數量，無法顯示出市場對資金真正的需求數量。ECB 管理委員會遂於 2000 年 6 月 8 日的決策會議中決定，自 6 月 28 日起調整主要再融通操作方式，將原固定利率競標方式改採複式利率競標方式，並設訂最低的投標利率水準。新的操作

方式所設定的最低投標利率與過去設定的固定利率意義並無不同，都是在顯示 ECB 貨幣政策的立場。有關新的主要再融通操作時間表、複式利率競標方式及資金分配的規定如下：

a. 關於主要再融通利率的操作日程及時間控制，詳如表 2；

表 2、標準投標方式的主要再融通操作程序

日期	時間	程序
交割日的前二天 (每星期一)	下午 3:30-3:35	ECB 透過電訊網宣布主要再融通操作
	下午 3:30-4:10	歐元區 12 個會員國的中央銀行透過各該國的電訊服務網宣布主要再融通操作。
	下午 4:10 以後	有資格參加競標者遞送標單給各該會員國之中央銀行
交割日的前一日 (每星期二)	上午 9:30 以前	(交割日前一日的上午 9:30 為投標的最後時限)
	上午 9:30-10:35	ECB 彙集各會員國中央銀行所彙集的標單
	上午 10:35-11:15	ECB 決定資金分配
	上午 11:15-11:20	ECB 宣布競標結果
	上午 11:20-12:00	與得標者確認競標結果
交割日(每星期三)		交割

b. 每一個投標銀行最多只能競投 10 筆不同的利率水準的標單，每一筆標單均需標示在該投標利率之下所需的資金數量；

c. ECB 在宣布主要再融通操作的同時(即交割日前的下午 3:30~3:35)，亦宣布最低的競標利率 (minimum bid rate)，並規定參與投標者所競標的利率均不得低於最低競標利率；

d. 標單收齊後，ECB 將最高至最低利率的標單排列出來，依最高的利率標單至較低的利率標單逐筆得標，直至 ECB 釋出的總資金分配完畢為止。若在最低得標利率 (稱為邊際利率, marginal rate) 下有數筆標單時，則將最後所剩餘的資金依據各張標單所需資金數量比例分配。

為配合複式利率競標 (multiple rate auc-

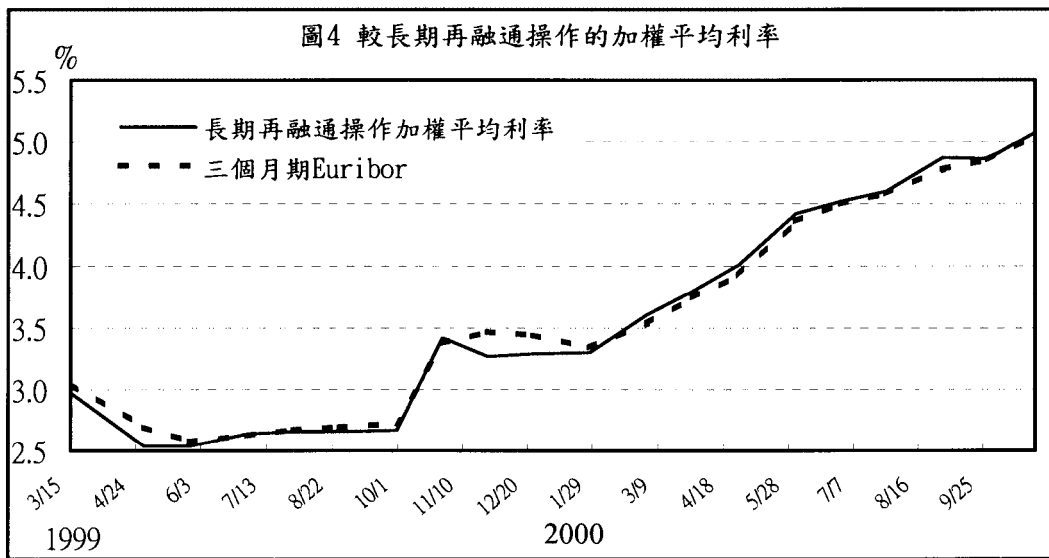
tion) 方式的實施，讓參與主要再融通操作的競標者能對市場資金實際需求有更多的瞭解，以協助競標者在投標時能對其所提出投標利率及流動性需求量作適當的分配，ECB 決定自 2000 年 6 月 28 日起，在每星期主要再融通操作之前公布歐元區銀行體系在未來約一星期(自該次操作交割日的前二天至下次操作交割日的前一天)資金需求量的日平均估計數，並同時公布該次操作的最低投標利率。ECB 並透過電訊方式公布該估計數及該次操作的最低投標利率，目前公布時間是在主要再融通操作交割日(每星期三)的前二天(每星期一)的下午 3 時 30 分左右。

採行固定利率的競標方式雖容易導致投標的金額無法顯示出市場真正的資金需求，惟若市場利率能維持在 ECB 認為合理的範圍內，這種背離情況並不致於造成困擾，就如 1999 年的情況一樣。但若市場預期利率將上升或下降，在無法得知市場實際的資金需求狀況之下，ECB 就不易透過固定利率競標方式來引導市場利率，市場利率也可能持續偏離 ECB 所設定的利率。若採複式利率的操作方式，銀行將會考量其資金成本而顯現其實際的資金需求，由於 ECB 可能因此成為價格的接受者，因此附帶設定最低競標利率及同時調整資金數量來引導利率。ECB 表示，此一改變並非意味 ECB 的貨幣政策立場有所改變，ECB 亦表示未來若有必要也可能再回復至固定利率的標售方式。

至 2000 年 11 月 1 日止，ECB 已實施 19 次複式利率競標方式的主要再融通操作，其中投標金額與實際釋出資金的差距仍大，得標分配比率介於 40%至 80%間不等(見圖 3)，惟已擺脫先前固定利率標時不足 1%的窘境，顯示複式利率競標方式已大幅改善先前過低的得標比率，亦較能顯示出市場真正的資金需求狀況。

## 2. 較長期再融通操作

ECB 在 1999 年成立之初，為穩定市場利率，於 1 月 14 日及 2 月 25 日的較長期再融通操作採取單一利率操作方式。嗣後由於歐元區銀行業已經能夠適應歐元區新的市場運作，加上較長期的再融通操作的原始目的並不是暗示市場未來利率動向的工具，因此乃改採變動利率標。自 1999 年至 2000 年 11 月為止，ECB 總計操作 25 次的較長期再融通操作，得標之加權平均利率約介於 2.5%至 5%間，變動趨勢與三個月期 Euribor(歐元三個月期銀行間拆款市場利率)大致相若(見圖 4)，其中 1999 年的較長期再融通操作得標利率多低於當時三個月期 Euribor 約在 4 至 11 個基本點之間，差異主要在於貨幣市場的風險貼水；惟自 2000 年以來較長期再融通操作得標利率高於當時三個月期 Euribor，主要是因為市場預期未來利率將上揚。整體而言，ECB 的較長期再融通操作得標利率與市場利率的連動關係相當密切。



### 3. 其他操作 (微調操作及結構性操作)

在歐元體系貨幣政策運行之初的幾個月並未採行微調操作或結構性操作，主要原因是這段期間市場利率波動不大，雖然在準備金提存期的最後一天利率波動較大，惟新的提存期首日起，利率很快恢復正常水準，而且也不影響較長期的收益曲線。直至 1999 年底，ECB 曾為應付年關及聖誕節慶之資金需求而釋出大量的資金，嗣後為避免節慶後餘裕資金過剩而影響市場利率，在主要再融通操作不及調節(例行操作日為 1 月 12 日)情況下，於 2000 年 1 月 5 日首次採行微調操作，以固定利率方式吸收 7 天期之固定存款。至 2000 年 6 月 21 日，由於歐元區市場資金需求旺盛，市場利率有逐漸走高趨勢，ECB 遂再度採行隔夜附買回之微調操作，釋出資金以緩和市場利率。至於結構性操作，迄至目前

仍未採行。

由於過去 ECB 甚少採行微調操作及未採行結構性操作來看，最低準備金制度及主要再融通操作及較長期再融通操作已能成功的穩定市場利率。

### 4. 外匯的操作

歐元區 11 國自 1999 年起成為全球第二大經濟體(GDP 佔全球的 16.2%) (註 11)，僅次於美國(GDP 佔全球的 21.9%)，歐元匯率走勢遂受到全球關注，諸多分析師認為歐元極有可能取代美元成為國際上最強勢之貨幣，然而實施以來，歐元兌美元匯率卻呈現持續下滑窘境，至本年始反彈回穩(見圖 5)。回顧歐元問世以來，歐元對美元匯率於 1999 年 1 月 5 日達 1.1819 最高點後，即呈現下滑趨勢，直至該年下半年，由於歐元區經濟情勢呈現好轉趨勢，歐元兌美元始小幅反

彈，並於一歐元兌 1 美元時獲得支撐；惟 2000 年 1 月以後，因市場預期美國、英國及亞洲國家之經濟預期仍較歐元區為佳，歐元兌美元匯率再度下滑至 5 月的 0.89 美元，嗣後雖有小幅反彈，惟於 7 月以後再度持續下跌探底，ECB 遂於 9 月 22 日的 G7 財長會議期間與美、日、英及加拿大等國聯合拉抬歐元，ECB 並未公布利用其外匯準備干預的規

模，惟嗣後顯示干預的效果並不理想，一歐元兌美元仍續下跌至 10 月 25 日的 0.827 的歷史低點，ECB 隨後於 11 月初兩度獨立干預歐元匯率，但市場反應冷淡，嗣後由於美國經濟成長呈現走緩跡象，加以歐元區經濟成長率較美、日、英等主要國家為高，自 11 月下旬起歐元兌美元轉呈大幅快速上升走勢，至本年 1 月底一歐元兌美元匯率為 0.9266 美元。



資料來源:路透社

檢視過去兩年多來歐元持續下跌，主要是美國經濟表現強勁及美元利率水準遠超過歐元區，致美元資產對投資人較具吸引力，加以歐洲企業近年大量併購美國企業，導致對美元需求增加，進而使歐元匯價下滑。雖然 ECB 曾因歐元匯價下滑對歐元區物價產生威脅並可能危及全球經濟為由，而聯合主要國家干預歐元，嗣後並再二度獨立干預，但效果並不理想，而最後使歐元反轉回升的原因是美國經濟成長呈現減緩且歐元區經濟成

長仍維持穩健成長，此外美國自本年初起已開始調降利率，進而縮小歐元與美元利率差距也是使目前歐元匯率反彈回升之主因。展望未來，根據 ECB 與主要國家聯合干預與單獨干預歐元效果不佳的經驗來看，干預歐元並非是改變市場對歐元匯價看法的良方。歐元匯率未來的走勢仍須視歐元區未來經濟成長而定，若歐元區仍能維持目前穩健成長趨勢，並加速勞動市場結構性改革（註 12），歐元匯價則可望逐步走強。

## 六、結 論

歐元區成立以來，貨幣政策的操作及決策制度之運作尚屬順利。在操作方面，常備窗口機制、最低準備金制度及公開市場操作中的主要再融通操作與較長期再融通操作方式等，均能隨著市場的變化作更彈性的調整，無須再依賴其它諸如微調操作或結構性操作等；而在貨幣政策操作策略施行的現況來看，自 1999 年 11 月以來，ECB 為防範通貨膨脹，採取連續七次調升利率等措施，已使物價上升的壓力逐漸減緩，並能有效影響通膨預期。惟出乎於市場預料之外的是，歐元問世後卻持續下跌，直至 2000 年 11 月下旬起始止跌為穩，而未來歐元走勢仍須視歐元區勞動市場結構性改革調整狀況，及經濟成長是否仍能維持穩定成長而定。

就貨幣政策的決策過程來看，ECB 大致均能依議定書之規定執行，惟因 ECB 管理委員會並不公布貨幣政策會議的紀錄，且是否

曾採投票方式也未公布，僅於決策會議後由 ECB 總裁及副總裁出席記者會，報告會議結果及回答記者問題，遭致政策透明度不足的批評。ECB 解釋之所以不公布會議紀錄及投票結果，是因為 ECB 是為整體歐元區作單一的貨幣政策決策，會員國的中央銀行總裁並不代表其各別國家，而是基於全歐元區利益的立場來考量，如果公開投票情形，則將使這些人受到國內壓力而降低會議中交換意見時坦白的程度及意見的品質，此易危及 ECB 的獨立性。ECB 認為不能將透明度極大化與提供最多訊息劃上等號，反而應對貨幣政策決策之理由有清楚的瞭解，這比公開爭辯誰投贊成票或誰投反對票來得具可信度。由於外界對 ECB 貨幣政策決策過程仍懷疑可能有政治力量介入，且 ECB 也未曾對此一批評採取改進措施，肇致 ECB 的獨立性始終受到質疑。

## 附 註

- (註 1) 2000 年 12 月 5 日 ECB 針對該報告書中有關合格市場參與者、合格資產及罰則部份作小幅修改，惟基本操作方式並未更動。
- (註 2) TARGET 主要為不同會員國家信用機構透過各該國中央銀行從事跨國間之清算，至於同一國內信用機構之清算則是透過該國的 RTGS( real-time gross-settlement)完成。
- (註 3) 根據議定書第 10 條規定，管理委員會成員除在 ECB 財務方面(議定書的第 28 條、29 條、30 條、32 條、33 條及 51 條)及執行理事會任用條件(第 11 條)等之投票權另有規定之外，管理委員會每一成員均有一投票權。
- (註 4) 貨幣政策執行後透過各種不同的途徑，最後影響產出與物價，在各種不同影響途徑中，所影響的市場包括金融市場、資產市場、生產市場及消費市場等，所影響之價格變數包括利率、匯率、物價、工資、金融資產價格及一些相關之實質與名目的數量變數。由於 ECB 最後所關注的變數為物價，因此 ECB 根據過去歐元區的貨幣政策傳遞過程之經驗，設計一套觀察未來發生通貨膨脹風險的判斷標準，據以作為貨幣政策決策之依據。進一步內容詳見



- ECB[4]。
- (註 5) ECB 於每年年底前公布次一年廣義貨幣總計數 M3 年增率之參考值。2001 年之參考值為 4.5%，已於 2000 年 12 月 14 日公布。
- (註 6) 1970 年代及 1980 年代大多先進國家的貨幣政策操作方式，多採控制準備數量及貨幣數量方式，以達到控制通貨膨脹的目的，惟隨著貨幣數量的中間目標角色逐漸降低，益以準備貨幣可控制性不如以往，使快速反應市場訊息的利率逐漸取代成為各國央行貨幣政策操作的重點，因此 1990 年代以後，央行實施公開市場操作程序，大抵重視控制利率的操作程序。
- (註 7) 歐元區成立之初規定，無法提出銀行間交易證明之負債項目，僅能扣除 10%，迨至 1999 年 11 月起始提高為 30%。
- (註 8) 條例議定書第 30 條規定，ECB 接受 NCBs 移轉之外匯資產總數上限為 500 億歐洲通貨單位(500 億歐元)。惟 ECOFIN 亦可以資格多數決決議，進一步要求會員國移轉超過該上限以上之外匯資產予 ECB。
- (註 9) 歐元區各會員國應移轉部份外匯資產予 ECB，且各會員國所剩餘之外匯資產，其運用若超過一定程度，則應獲得 ECB 之核准。惟目前 ECB 並未公布各會員國外匯準備可自行操作限額。
- (註 10) ERM II(匯率機制 II)為非歐元區的歐盟國家為符合馬斯垂克匯率一致性標準，以備將來加入歐元區，將該國家通貨與歐元間之匯率波動設定於一中心匯率上下一定幅度間波動。目前僅丹麥參加 ERM II，丹麥幣與歐元間之中心匯率為一歐元兌 7.46038 丹麥幣，波幅之上下限分別為 7.62824 丹麥幣及 7.29252 丹麥幣。
- (註 11) 希臘於 2001 年 1 月 1 日始加入歐元區。
- (註 12) OECD 認為大部分歐元區的失業都是結構性失業，在缺乏結構性改革且生產力無法快速擴增的情況之下，總需求的上升雖會降低失業率，但絕大部分也會反映在物價上。因此，歐元區勞動市場進一步的結構性改革對於經濟成長甚有助益。參見 ECB[8]。

## 參考文獻

- [1] ECB (1998), *The Single Monetary Policy in Stage Three--General Documentation on ESCB Monetary Policy Instruments and Procedures*, Sept.
- [2]——(1999), *Collection of legal instruments / Compendium June 1998 - May 1999*.
- [3]——(1999), "Protocol(No. 3) on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank".
- [4]——(1999), "The Stability-Oriented Monetary Policy Strategy of the Eurosystem", *ECB Monthly Bulletin*, Jan., PP. 39-50.
- [5]——(1999), "The operational framework of the Eurosystem: description and first assessment", *ECB Monthly Bulletin*, May, PP. 29-43.
- [6]——(1999), "TARGET and payments in euro", *ECB Monthly Bulletin*, November, PP41-51.
- [7]——(2000), "Foreign exchange reserves and operations of the Eurosystem", *ECB Monthly Bulletin*, January, PP.51-57.
- [8]——(2000), "Monetary policy transmission in the euro area", *ECB Monthly Bulletin*, July, PP43-58.
- [9]——(2000), "The switch to variable rate tenders in the main refinancing operations", *ECB Monthly Bulletin*, July, PP.37-42.
- [10]——(2001),"The ECB's relations with international organizations and for a", *ECB Monthly Bulletin*, January, PP.57-75.
- [11] Tommaso, Padoa-Schioppa(2000), "An institutional glossary of the Eurosystem", speech at the conference on "The Constitution of the eurosystem: the Views of EP and the ECB", March.
- [12] The Economist, "Intervention: divine or comic?" Sept., PP.99-100.

(本文完稿於 90 年 2 月，作者現為經濟研究處國際經濟科二等專員)