

由英格蘭銀行新近貨幣市場操作改革談 國際間央行貨幣政策操作策略之新趨勢

黃 富 櫻

摘 要

- (一) 本文由英格蘭銀行最新的貨幣市場操作改革個案，進一步探尋國際間央行貨幣政策操作策略新發展趨勢。國際文獻指出，當今採利率操作模式之央行，其常設性窗口工具的重要性似已凌駕公開市場操作，成為央行控管短期利率變動之重要工具，此亦係英格蘭銀行新近大幅改革貨幣市場操作的核心所在。
- (二) 何以常設性窗口操作工具在央行控管短期利率平穩變動之角色愈來愈重要呢？究其原因，主要係因(1)常設性窗口操作之隔夜融通及隔夜存款之上下限利率具備抑制市場利率變動之功能；(2)該上下限利率由央行設定，意指利率不會超越央行的期望水準；(3)央行的公信力，承諾以公開市場操作充分供應銀行體系已知之資金變動，再由常設性窗口操作調節營業日底未知之資金變動；(4)該工具簡單、透明、易懂，銀行居主動權，公開市場操作則較複雜。
- (三) 事實上，就各國央行常設性窗口工具之實際使用情形觀察，各國銀行使用不多，僅偶爾為之。既然銀行不常使用該工具，又為何如此重要呢？主要係因常設性窗口工具是一種市場利率導向之操作方式，在價格誘因機制下，其高於市場利率之隔夜融通或低於市場利率之隔夜存款之計價方式，自動促使銀行儘可能在拆款市場調節準備部位。因此，就控管隔拆利率平穩變動而言，常設性窗口工具是一種操作成本低，效果又好之貨幣政策操作策略。
- (四) 英格蘭銀行最近改革其貨幣市場操作，其目的即在於全面檢討其當前之操作架構，學習他國經驗，加入自己的創意，建構完成一適合英國的智慧型利率區間操作架構及常設性窗口操作機制，新制預計於2006年3-6月實施。更通俗而言，英格蘭銀行體認其

貨幣政策操作較他國頻繁，但隔拆利率的波動卻較他國大，此現象亦突顯『操作次數多是否好』的問題。因此，該行歷時 2 年餘鉅細靡遺檢討其各種操作細節，並兩度公佈改革計畫諮商報告書，在回收意見後再據以檢討改進，希望這一次大規模的改革措施，能提昇該行之流動性管理架構效率化、安全化、彈性化，在簡單、透明、易懂的操作架構與公正、具競爭力的英鎊貨幣市場的市場導向運作下，能成功執行貨幣政策委員會之決策，促使隔夜拆款利率緊沿著 MPC 附買回利率變動。

(五) 英格蘭銀行貨幣市場操作改革包括新採平均準備制度、縮小公開市場操作頻率與期限、及兩段式利率區間寬幅三大方向。

(六) 改採平均準備制度對英格蘭銀行而言係一項全新的創舉，惟其實務迥異於國際慣例。該行未來之平均準備制度不具法源基礎，是一種行政命令；準備目標則為一區間範圍，而非法定應提準備之特定金額。實務操作上，由銀行自行設定準備目標，央行則設定 1% 的目標範圍。央行對合乎準備目標者付息，未達目標者則有罰責。擴大參與央行貨幣市場操作的合格對象，

亦係英格蘭銀行的重點改革工作，以有效改善往昔侷限於少數清算銀行使用央行工具，反而造成市場利率波動的不利現象。

(七) 英格蘭銀行此次改革亦大幅縮小公開市場操作頻率，由當前之一日數次改為一週一次，提存期底則佐以微調操作。至於其利率區間操作之上下限差距仍維持上下對稱 100 基本點之方式，但提存期底之常設性窗口操作之上下限利率則大幅縮小為上下對稱 25 基本點，此種兩段式利率區間之操作方式亦迥異於他國央行只有一種利率區間之方式，英格蘭銀行宣稱希望其創新的改革措施能進一步成為他國央行學習仿效的對象，惟其異於他國央行之差異化管理，未來似值得進一步驗證其實施成效。

(八) 就本行而言，公開市場操作仍屬最主要的貨幣政策操作工具，特別是發行定存單在沖銷市場多餘流動性，維持金融穩定方面扮演相當重要的角色。各國國情不同，國際間央行之操作策略亦不一定能適用於其他國家，惟密切注意先進國家央行貨幣政策操作之發展趨勢，則是各國央行長久以來努力不懈的工作。

一、前言與研究範圍

早期以通貨為主要交易支付工具的時代，央行只要控制通貨發行即能有效控管通貨膨脹。最簡易的教科書理論模型亦認為通貨膨脹決定於經濟社會中的貨幣數量，而央行是通貨發行的獨占單位，因此央行可以控制通貨膨脹。惟隨著支付制度的發展，銀行帳戶之間的大額資金移轉等支付工具的盛行與普及，深深影響貨幣定義的穩定性，央行往昔控制貨幣數量之操作方式已較無法有效控管通貨膨脹，多數先進國家紛紛揚棄 1980 年代盛行之貨幣數量控管模式，改採利率控管模式，透過對短期利率的有效控管，經由傳遞機制之各種管道，最終影響經濟活動與通貨膨脹。加拿大央行於 1975 年曾緊接著美國及德國採行貨幣數量控管模式，對外發布以 M1 為中間目標，但隨著金融創新，貨幣定義不明確，其與最終經濟活動間之穩定關係亦遭破壞，1982 年放棄設定 M1 目標，當時之央行總裁曾如是說” We did not abandon M1, M1 abandoned us”。

債票券市場與隔夜市場之深度與廣度發展，以及先進的支付制度，大幅降低社會大眾以存款或通貨形式保有流動性資金，作為交易支付緩衝器的需要性。央行面臨此種發展情境，其貨幣政策操作必須較往昔更積極，多數先進國家之央行在 1989 年起陸續採

行通貨膨脹目標化措施，及 1990 年代後半葉改採 RTGS（即時總額交割制度）或 LVTS（大額資金移轉交割制度）支付制度之際，紛紛調整貨幣政策操作方式，強調簡單、透明、易懂為其改革目標，而僅由央行政策利率與常設性窗口操作利率共同構建的利率區間操作方式，即屬簡單、透明、易懂的操作工具。加拿大央行甚至認為貨幣政策不須神秘面紗或人工複雜化才能發揮效果，只要具備一種清楚的目標及一項簡單的工具即能奏效。換言之，較簡單、更透明化的貨幣政策可改善政策效力及貢獻經濟福祉。

盱衡先進國家之經驗，亦充分印證上述簡單、透明、易懂利率區間操作方式的有效性。美國 Fed 亦於 2002 年借鏡他國央行的經驗改革其實施已長達 90 年之久之貼現窗口融通制度，於 2003 年年初起改採市場利率導向之窗口融通新制；英格蘭銀行之操作方式其實已屬利率區間操作模式，與多數國家雷同，但因其實務操作方式導致其隔夜拆款利率之波動幅度遠大於其他國家，該行爰自 2004 年起進行地毯搜索式的全面性改革，俾能反過來居於國際領先地位及國際仿效對象，該行稱此次的改革係百年來最大的改革，希望在 2006 年起實施新制。

本文試圖以個案方式深入研析英格蘭銀

行新近的貨幣市場操作改革工程，據以勾勒國際間央行貨幣政策操作策略的發展趨勢。英格蘭銀行以貨幣市場操作（Money Market Operations）相稱，有些央行則以貨幣市場管理（Money Market Management）稱之，皆意指央行執行貨幣政策操作，旨在執行貨幣政策委員會或理事會之利率決策，有效控管貨幣市場短期利率（特別是隔夜拆款利率）緊沿著央行政策利率變動，因此貨幣市場管理或操作工具包括準備制度、以及利率區間操作之公開市場操作與常設性窗口操作，非指公開市場操作之單項工具。各國央行以常設性窗口操作工具（Standing Facilities）為貨幣政策操作之最主要工具，藉以有效控制短期利率變動，而公開市場操作則僅用來調節銀行的資金供需，並非控管短期利率的有效工具，往昔則大都認為公開市場操作利率為銀行資金之邊際成本，係控管利率之主要貨幣政策工具。

本文旨在探討近十餘年來公開市場操作

與常設性窗口操作的角色變遷，較偏重於貨幣政策傳遞機制之第一階段，因此，舉凡通貨膨脹目標化、操作目標、中間目標或最終目標等攸關貨幣政策的議題亦不在本文之研究範圍。選樣央行共計 7 國央行，除英格蘭銀行外，尚包括歐洲央行及美國、加拿大、澳洲、紐西蘭及瑞典等國央行。全文計分七節。除本前言外，第二節直接進入英格蘭銀行近期貨幣市場操作改革的個案研究，係本文的研究重點，由其改革過程的點滴，深入探討改革的原因與重要內容，並將該行新舊貨幣市場操作架構之比較分析陳述於第三節；第四節則進行英格蘭銀行與先進國家央行貨幣政策操作的比較分析，英格蘭銀行雖借鏡他國的操作經驗，但彼此間在實務操作細節上仍存在許多不同之處；第五節則綜合說明公開市場操作與常設性窗口操作工具在央行貨幣政策操作的角色；第六節簡單說明本行當前貨幣政策的操作方式；最後第七節為本文之結論與建議。

二、英格蘭銀行頃近貨幣市場操作改革的個案研究

英格蘭銀行成立於 1694 年，距今已超過 300 多歲，1997 年才獲得獨立性，國際間常以『針線街的老婦人（Old lady in the Threadneedle Street）』戲稱英格蘭銀行，似也契合歷史背景。

回顧英格蘭銀行的歷史，其貨幣政策操

作大都承襲傳統的模式，1997 年取得獨立性之際，曾大幅改革其貨幣政策操作，包括啟用附買回操作、擴大交易對手之範疇、及調整營業日底融通等。實施近 7 年以來，短期利率的波動幅度已較往昔明顯降低，惟在比較他國控制利率之成效後，英格蘭銀行仍對

其已有改善的短期利率波動幅度不滿意，且認為該行長久以來所使用老式過時的操作模式，有嚴重的缺失，其供應資金之操作模式過於複雜不易懂，二週期之附買回操作利率反而模糊央行維持隔夜市場利率穩定之意圖。英格蘭銀行每日進行 2-3 次的公開市場操作，係全球操作頻率最高的央行，『操作次數多是否好』，向來是一爭議性的議題，英格蘭銀行此次借鏡他國央行經驗，即發現操作次數多不一定好的事實，爰進行突破性大變革，係百年來的最大改革，經過問卷方式反覆諮詢市場專家、學者及公眾人物後，該行已擬定全新的方案，並計畫在央行與銀行之相關配套措施與電腦系統準備妥當後，於 2006 年 3 月至 6 月實施新制。為減緩新制

與舊制間可能產生之一些磨合效應，該行已自 2005 年 3 月起實施若干過渡性措施。

本節擬綜合參考英格蘭銀行兩次貨幣市場操作改革諮商報告書及 2005 年 4 月最後定案報告書之資料（見參考資料 18、22、23）採個案研討方式，以 9 個構面分別探討英格蘭銀行的改革作業時間表、改革理由、改革目的、主要改革內容、參與操作之合格對象、準備提存與付息準備、公開市場操作、常設性窗口操作及營業日底之調節操作如下，並彙整英格蘭銀行兩次貨幣市場操作改革諮商報告書問卷內容如附錄供參考其問卷方式與技巧：

（一）改革作業與實施新制之時間表

附圖與附表對照說明英格蘭銀行此次貨

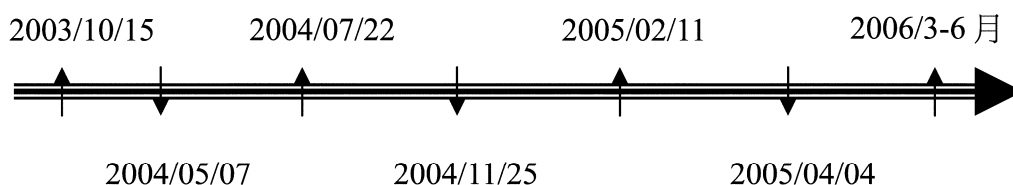


表 2-1 英格蘭銀行貨幣市場操作改革的大事紀

2003/10/15	英格蘭銀行總裁於 2003 年 10 月 14 日在 Leicester 的演講中宣布該行將檢討其貨幣市場操作，以建構有效率、具競爭力的市場。
2004/05/07	英格蘭銀行第一次公布其貨幣市場操作改革的公開諮詢報告。
2004/07/22	英格蘭銀行公佈回收意見書後的結果，宣稱該行將新採自願性的平均準備制，並將對準備金付息。
2004/11/25	英格蘭銀行第二次公布其貨幣市場操作改革的公開諮詢報告。
2005/02/11	英格蘭銀行公佈過渡性措施。
2005/04/04	英格蘭銀行公佈貨幣市場操作改革的新架構與實施新制時間表。
2006/3-6 月	英格蘭銀行初估於 2006 年 3-6 月間實施新制。

資料來源：英格蘭銀行網站新聞稿。

幣市場操作改革之作業時程，2003年10月中旬英格蘭銀行總裁在一場公開演講中宣布該行將檢討貨幣市場操作，自此啟動改革工程，中間經過兩次對外問卷諮詢報告，反覆檢討最終於2005年4月公佈新操作架構後大致定案，惟為提供金融市場充分之準備作業時間，整個新制之實施時間暫定於2006年3月至6月左右。全部改革時程歷經2年半的時間，係各國央行改革作業費時最久的案例，由此亦可了解英格蘭銀行此次貨幣市場改革作業之廣度、深度與思密度。此次改革除仿效他國央行的成功經驗外，亦植入英格蘭銀行本身的創意，該行亦期盼其創意改革日後能反過來成為他國央行仿效的對象。

(二) 改革理由

英格蘭銀行近期貨幣市場操作的空前改

革工程，除希望大幅度影響英鎊貨幣市場外，亦希望藉此將該行推向國際的領先地位。英格蘭銀行公開市場操作頻率高，一天2-3次，投入資源較他國央行多，但短期利率波動卻較他國大，係該行此次改革的最根本原因，茲說明其改革的主要原因如下：

1. 最主要理由是，當前的貨幣市場操作架構導致英鎊隔夜利率的波動幅度遠較期望水準來得大。英格蘭銀行的操作自1996年起已歷經多次變革(註1)，影響所及，隔夜拆款利率之波動幅度有逐漸縮小的趨勢，惟相較其他工業先進國家，其變動幅度仍較期望水準大(參見下列掃描自參考資料13之圖2-1，2-2，2-3)。

2. 英格蘭銀行僅規定清算銀行在央行開設之帳戶，其逐日營業日底之餘額應為正

圖 2-1 Overnight interest rates and policy rates-UK, US and Euro-area

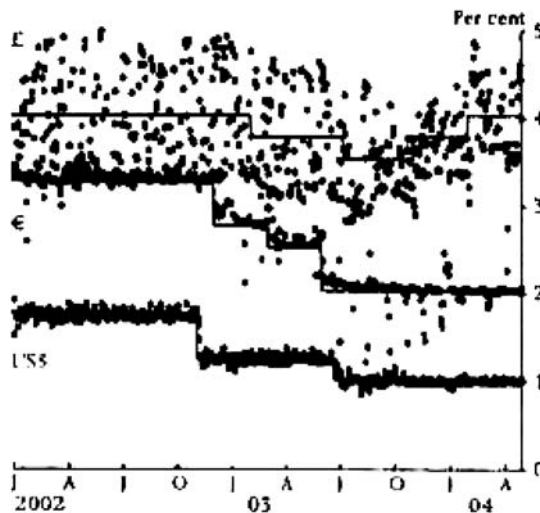


圖 2-2 Overnight interest rates and policy rates-Canada, Australia and New Zealand

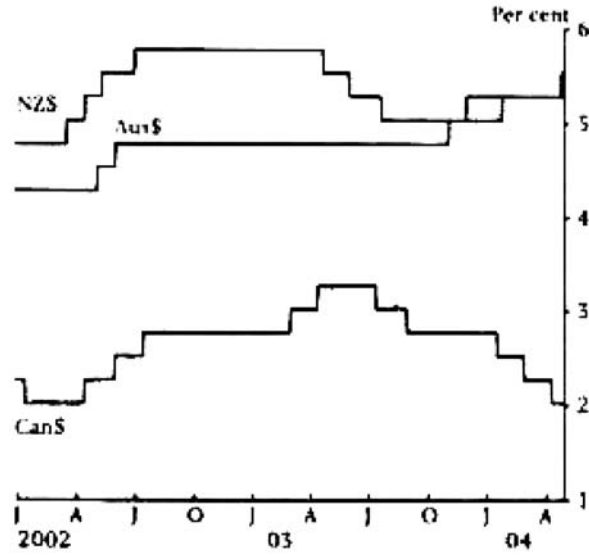
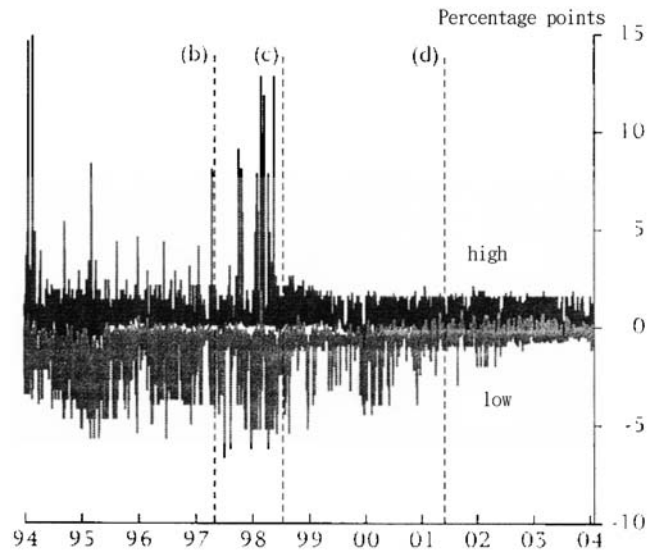


圖 2-3 Volatility of the sterling overnight interest rate^(a)



- (a) High and low of the day observed by the Bank's dealing desk as a spread to the policy rate.
- (b) Routine gilt repo OMOs introduced.
- (c) End of transition period for discount houses.
- (d) Introduction of deposit facility.

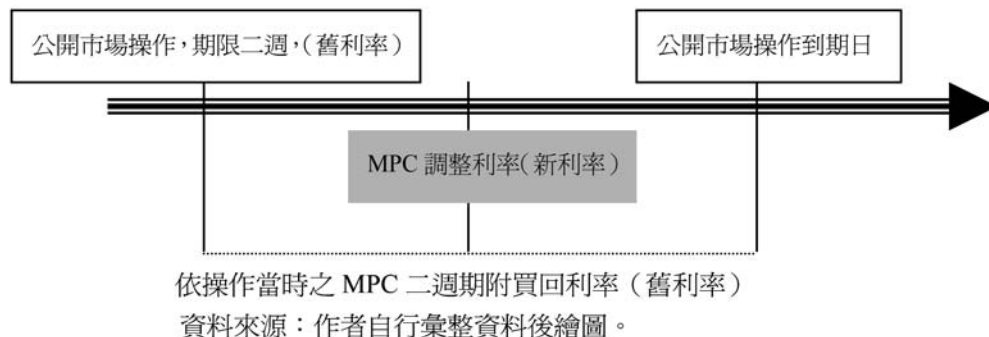
數，央行對該帳戶亦不付息。而操作期限大多為二週之公開市場操作的日頻率雖高居各國之冠，但其效果並不足以確保英格蘭銀行成為隔夜拆款利率的決定或控制者（rate-setter），因為央行法並未規定英格蘭銀行一定要扮演市場之邊際（marginal）調節者，且該行之利率區間復較大（200 基本點），能使用常設性窗口工具者又限於少數銀行，凡此林林總總因素均導致英國隔夜拆款利率之波動幅度較大。

3. 先進國家之操作經驗與績效顯示，公開市場操作並非決定或控制市場利率之最重要工具，常設性窗口工具反而扮演決定市場利率的角色，因此，英格蘭銀行體認上述認知，希望改以常設性窗口操作工具作為貨幣市場操作架構中控管市場利率水準的核心部份與工具。

4. 另一重要的考量因素為，英格蘭銀行

逐日公開市場操作的期限均為二週，利率依貨幣政策委員會（以下簡稱 MPC）二週期附買回操作利率計算。惟當二週期限跨越新的 MPC 會議時，往往在市場預期因素干擾下，導致利率不正常甚至扭曲波動的 pivoting 現象。Pivoting 意指當 MPC 調整利率時，未到期公開市場操作餘額仍適用調整前的利率。因此，當市場預期 MPC 調高利率時，銀行會儘量在利率調整前多借公開市場操作資金，而導致市場資金轉呈短暫寬鬆利率下跌之現象，與央行欲調高利率之期望走勢相反；反之，當市場預期央行調低利率時，銀行亦會在利率調整前儘可能少借公開市場操作資金，而導致市場資金轉呈短暫緊俏利率提高之現象，亦與央行調低利率之期望走勢相逆。上述市場在央行調整利率以前預期 MPC 調整利率所牽動利率非必要波動的現象，亦扭曲了貨幣市場的殖利率曲線。

圖 2-4 公開市場操作適用利率圖解



5. 英格蘭銀行目前的操作方式，並無法改變銀行在央行的清算帳戶水準。清算銀行亦因清算帳戶無利息收入，而將其餘額減至最低，以致在實務操作上，清算銀行不會以準備金滿足日中的流動性需求。再者，常設性窗口工具只限於少數銀行使用，亦使多數銀行無法利用該工具改善流動性。此外，英格蘭銀行並不供應超過其資金估計數以外之資金需求，即使極為特殊的狀況亦然。

6. 英格蘭銀行認為當前之操作架構相當複雜，特別是在調節營業日底清算帳戶餘額方面的操作。

7. 許多貨幣市場的參與者認為短期利率的波動對渠等不利，主要係因不同市場參與者擷取貨幣市場與支付制度的資訊，相當不規則。上述認知將阻礙參與者參與市場之意願，且損及貨幣市場的流動性。

(三) 改革的目的

英格蘭銀行的英鎊貨幣市場操作旨在透過金融調節的方式，達成貨幣政策委員會的利率政策，並致力於維持銀行體系的穩定。2004年5月英格蘭銀行公佈的第一次諮詢報告書列示四大改革目標如下：

1. 促使隔夜市場利率緊沿著MPC官方附買回利率變動，俾貨幣市場殖利率曲線在下次MPC會議以前為一依循官方政策率變動之平坦曲線，其逐日或日中的變動均微乎其微。

2. 具備效率、安全且彈性的銀行流動性管理架構，不僅促使貨幣市場具競爭力，亦便利日常及緊俏或極端特殊情況的資金管理。

3. 提供一簡單、易懂及透明的操作架構。

4. 提供一公正、具競爭力的英鎊貨幣市場。

(四) 主要改革內容

英格蘭銀行貨幣市場操作改革包括平均準備制度、公開市場操作頻率與期限、及利率區間寬幅三大方向，俾英鎊貨幣市場的隔拆利率能緊沿著官方公佈之公開市場操作利率變動。英格蘭銀行的官員認為當前全球市場都將焦點置於貨幣政策委員會或理事會如何決定利率，以及利率至經濟成長及通貨膨脹的傳遞管道。調整利率的時機與幅度成為市場的預期熱潮，而甚少將注意力集中於貨幣政策委員會決定之政策利率在傳遞機制第一階段的重要角色，英格蘭銀行即以上述為改革重點，希望結合他國經驗與自己的創意，建構成智慧型的操作架構。茲分別說明主要改革內容如下：

1. 銀行與房貸協會（Building Societies，以下統稱銀行）將選擇自願性之正數準備餘額目標，渠等在提存期間內（當次MPC會議至下次MPC會議以前）之平均準備餘額須符合自訂的目標水準。

2. 各銀行之平均準備餘額在目標水準上下 1% 以內者，英格蘭銀行將依 MPC 官方附買回利率付息，惟各銀行之自定目標水準仍有上限規定。

3. 另外，擴大常設性窗口融通及存款工具的適用範圍，讓更多銀行與房貸協會使用該工具。其適用利率以 MPC 官方附買回利率為中數，在提存期底日為中數上下 25 基本點；提存期之其他日期則為中數上下 100 基本點。

4. 就日常操作而言，英格蘭銀行將按週進行公開市場操作一次，期限為一週；提存期底日則進行微調操作，期限為隔夜。週例行性操作與微調操作之操作利率均為 MPC 官方附買回操作利率。

(五) 擴大參與央行貨幣市場操作的合格對象

擴大參與央行貨幣市場操作的合格機構範疇，是英格蘭銀行最新貨幣市場操作改革的重點之一。事實上，該行在 1997 年的改革

措施中即已適度擴大公開市場操作合格交易對手，藉以消除四大清算銀行壟斷市場的現象。考量 1997 年的改革措施雖已收操作效果，但其常設性窗口操作及營業日底之最後資金調節，僅限於清算銀行參加，其他中小型銀行或房貸協會並無機會直接使用央行的融通窗口，此或許是英國隔拆利率波動幅度較他國大的原因之一。因此，英格蘭銀行基於穩定短期利率的決心，爰決議擴大參與對象，以消弭金融市場二階 (two tiers) 結構 (註 2) 拉大利率波動的幅度。

英格蘭銀行兩次對外問卷調查的報告書中均大聲呼籲符合資格的銀行與房貸協會均能踴躍參加平均準備制度與常設性窗口機制。基於會員均應在提存期內達成準備目標之規定，英格蘭銀行要求參加平均準備制度的所有會員均應與央行簽訂協定參加常設性窗口操作機制，以利會員調節營業日底或提存期底未經預期的資金變動。茲說明各種政策工具之合格對象如下表。

表 2-2 各種政策工具之合格對象

央行工具	合格對象	相關說明
平均準備制度	<ul style="list-style-type: none"> ● 在央行開設 CHAPS 或 CREST 英鎊帳戶之銀行及房貸協會自動成為平均準備制度之合格會員。 ● 依 1998 年英格蘭銀行法規定，在央行提存現金比率存款之銀行與房貸協會亦為平均準備制度之合 	<ul style="list-style-type: none"> ● 基於提存期底利用常設性窗口補足會員準備目標的重要性，英格蘭銀行要求所有成為平均準備制度的合格會員，均應簽訂協定成為常設性窗口工具的合格會員。

央行工具	合格對象	相關說明
	<ul style="list-style-type: none"> ● 格會員，享有準備金孳息的權益。金融集團只能推舉一個單位代表該集團成為平均準備制度之合格會員。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 任何合格會員均可經由英國境內或設在 EEA (European Economic Area) 國家之分行或辦事處使用該行的準備帳戶。 ● 英格蘭銀行不硬性規定會員單位提存特定水準之含息準備餘額，而是在央行的規定條件下，由各會員自由決定其各提存期之準備目標水準。 ● 央行將公佈平均準備制度之合格會員名單。
常設性窗口工具	所有平均準備制度之合格會員	<ul style="list-style-type: none"> ● 英格蘭銀行希望擴大常設性窗口工具之適用對象，主要係該行認為更多的合格使用者，能更有效紓解銀行體系之資金緊俏狀況。 ● 任何合格會員均可經由英國境內或設在 EEA (European Economic Area) 國家之分行或辦事處使用該行的常設性窗口工具。
公開市場操作	<ul style="list-style-type: none"> ● 已成為平均準備制度合格會員之銀行與房貸協會。 ● 其他依據 Financial Services and Markets Act 2000 設立之銀行、房貸協會、證券交易商在英鎊貨幣市場積極扮演中介角色者。 ● 金融集團只能由一個內部單位申請作為公開市場操作之合格交易對手。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 公開市場操作合格交易對手除須為平均準備制度之合格會員，必須積極參與公開市場操作（不積極者將被取消資額）之規定條件外，英格蘭銀行未再設定其他最低條件。 ● 英格蘭銀行將不公布公開市場操作合格交易對手的名單。

資料來源：作者彙整資料後編表。

(六) 準備提存期與準備付息之規定

英格蘭銀行雖有現金比率存款 (註 3) (Cash Ratio Deposits) 之規定，但其性質與法定準備制度不同，因此，英國長久以來屬零準備制度的國家。但在新近的改革工程中，該行鑒於平均準備制度可有效管理提存期間逐日準備部位之優點，爰一反傳統，決

定採平均準備制度。在平均計算的基礎下，其部分營業日之超額與不足互補後，最終之平均準備餘額仍可達成準備目標。反觀日基礎之準備規定下，銀行須逐日審慎控管準備餘額以符規定。比較兩種操作方式，前者平均基礎之利率波動幅度較日基礎之操作模式低。

英格蘭銀行雖新採平均準備制度，但其風貌與一般的法定準備制度有出入，此亦係英格蘭銀行的創意改革之一。基於設定法定準備率須有法源依據，而修法復曠日費時，緩不濟急，因此，該行決定採銀行自願設定準備目標之行政規定，其管理模式符合企業目標管理的精神。茲分別說明準備提存期、準備目標設定、準備金付息與罰責、各提存期準備目標之提報日期、銀行監控準備帳戶之方式、以及準備金在金融監理局之相關規範如下：

1. 準備提存期

(1)正常情況：正常情況下，準備提存期由公佈之 MPC 會議日至下一會期，通常而言，提存期之首日為週四 MPC 公佈利率決策的日期，提存期之末日則為下次會期前一日週三。依英格蘭銀行 MPC 每個月開會一次之慣例推算，每個提存期大都為 28 天。英格蘭銀行大都在每年 9 月公佈次年 MPC 所有會期時，同時公佈提存期之日期，以及一週一次公開市場操作之日期（通常在週四，因為週四係 MPC 宣布調整利率的日期，新承作期限為一週之案件依新利率水準計息）。

(2)偶發狀況：在偶發情況下，若 MPC 宣布利率決策之日期不在週四，則相關之操作時間表將跟隨調整，如提存期底將調整至該次 MPC 會期宣布決策之前一日，下一個提存期則始自該次 MPC 會議日。

2. 準備目標之設定

(1)平均準備制之銀行得在提存期之前自由設定自己的準備目標，最低門檻為零，最小單位為 1 千萬英鎊，且目標有上限規定。

(2)英格蘭銀行規定各銀行之準備目標，應在 10 億英鎊及計提現金比率存款負債基礎之 2% 兩者間取最高者。

(3)英格蘭銀行規定各會員選定準備目標之 1% 為目標範圍，各會員在提存期底之平均準備餘額應落在目標範圍內，超過或不足部份均有罰責。英格蘭銀行設定準備目標限額之考量因素為：

(a)該行深信 1% 之目標範圍已足以彌補央行資金估測的最大誤差，惟央行將持續檢討上述範圍設定。

(b)確保央行有足夠的準備總數，以達成貨幣政策目標。

(c)避免銀行自定的準備目標過量，而加深公開市場操作的壓力，並造成擔保品的潛在壓力。

(d)確保更多的銀行及房貸協會能握有符合業務需要的準備金，銀行體系間準備金的分配能更普及。

(e)賦予清算銀行使用準備帳戶資金作為日中流動性之資金來源，藉以協助 CHAPS 支付系統與 CREST 債券清算系統的正常運作。

3. 準備金付息與罰責

(1)付息：準備目標將依 MPC 之附買回利率付息，在提存期結束後之第一天，央行即自動將前一提存期之準備金利息撥入會員在

央行的帳戶。在偶發情況，若 MPC 在毫無預警的情況下宣布調整利率，則該提存期之準備金利息，在調整日起改依新利率計算。

(2) 罰責：平均準備採日曆日期計算（註 4），因此多呈規則性的 28 天每日餘額的平均數。平均準備餘額若超出或未達準備目標範圍之部分，將被課以罰責。超出部分之超額準備央行不付息，而不足部分則被課以兩倍之 MPC 附買回利率。清算銀行在營業日底若發生透支，亦被課以兩倍 MPC 附買回利率之罰息。既已遭受罰息，在計算平均準備時，該日之準備餘額視為零。事實上，根據新的操作架構，平均準備制度之各會員將可避免上述未達目標之罰責，在提存期底，除利用微調操作調節資金外，各會員復可利用常設性窗口工具，以 MPC 附買回利率加 25 個基本點之利率進行隔夜附買回操作補足不足之資金，或以 MPC 附買回利率減 25 個基本點之利率將超額資金存入央行之隔夜存款。

4. 各提存期準備目標之提報日期

(1) 英格蘭銀行規定各銀行應於次一提存期開始之兩天前向央行提報其次一提存期之準備目標，央行則於提存期底日對外公佈次一提存期銀行體系之總準備目標金額。

(2) 英格蘭銀行根據市場的回收意見，在實施新制開始，將不限制銀行各提存期準備目標之調整規模。但必要時，央行保有權利對大額變動加以限制。

5. 各銀行監控準備帳戶之方式

英格蘭銀行提供 Enquiry Link Service 作業，採不收費的方式供銀行隨時檢視準備帳戶，其目的：

(1) 各銀行能即時檢視自己的準備帳戶，俾隨時監控自己的準備部位。

(2) 在提存期間隨時監控其平均準備餘額，以妥為因應。

(3) 輸入次提存期之新準備目標。

6. 準備金在金融監理局之相關規範

(1) 計算資本比率之風險係數：金融監理局(FSA)認定銀行及房貸協會在央行之準備餘額，在計算風險性資產之資本比率時，其風險權數為零。

(2) Sterling Stock Liquidity Regime：FSA 已考慮調整其原先之流動性規定，將在央行之準備金視為高品質流動資產（high-quality liquidity），同時將其列入房貸協會流動性規定，視為 8 天流動性資產（eight-day liquidity）之合格資產。

(3) Mismatch regime：在資產負債 Mismatch 機制中，在央行的準備金視為即期存款（sight deposits）。

（七）公開市場操作

英格蘭銀行往昔採買賣斷之公開市場操作方式調節金融，1997 年起則新採附買回操作方式，並採天天操作的日操作基礎，一天的操作次數多達 2-3 次，尚有下午 3 時 30 分操作及營業日底的調節操作，其調節資金之操作相當綿密積極，但效果卻不如他國央行

一週僅操作一次的效果，且操作期限長達二週，容易讓市場誤解央行控管的短期利率為二週期，而非隔夜利率。此外，二週期之操作期限，不易與貨幣政策委員會之會期搭配，一旦新會期調整利率，但二週期公開市場操作之未到期餘額仍沿用舊利率水準，以致常常在政策利率調整之前，市場預期導致利率不合理反向變動之情形。

有鑑於此，英格蘭銀行新近的貨幣市場改革架構中，對公開市場的改革亦占相當重的份量。值得注意的是，英格蘭銀行原擬維持二週期限的操作舊式，另採指標政策利率（be indexed to the MPC Repo rate）的方式，將所有未到期公開市場操餘額，自利率調整日起改依新的政策利率計息，惟此舉未獲金融市場支持。該行爰從善如流，取消原先之意圖，改採一週操作一次，期限一週，利率亦改為一週期附買回操作利率的方式，俾能與貨幣政策委員會之會期搭配。但為使新制實施前過渡期間之操作能與新制順利銜接，英格蘭銀行於 2005 年 2 月 11 日公佈過渡期間之操作方式，包括自 3 月 14 日起停止買斷票券操作、未到期之公開市場操作餘額自利率調整日起改依新政策利率計息，下午 3 時 30 分及 4 時 20 分之操作以政策利率加 25 基本點計息、下午 3 時 30 分存款利率則以政策利率減 25 基本點付息、以及將銀行承兌匯票自合格擔保品的名單（註 5）中剔除。

茲分別說明公開市場操作的新制如下：

1. 短期公開市場操作

(1) 操作日期、時間、期限與利率

(a) 正常情況下：在正常情況下，英格蘭銀行將依其前一年公佈之操作時程每週進行公開市場操作一次，通常在星期四（註 6），期限為一週，利率為 MPC 附買回操作利率（註 7）。

(b) 偶發狀況：必要時，MPC 亦可在其例行性會期以外時間開會，此時公開市場操作將自動跟隨調整。例如 MPC 改在週二與週三開會，則公開市場操作的日期將改在週三 MPC 宣布新利率的日期，其操作期限（週三至下週三）則為 8 天。

(c) 週四之操作時間：MPC 開會日之操作時間為中午 12 時 15 分，俾能依新的利率計息。至於其他無 MPC 會議的時間，則於上午 10 時進行公開市場操作。

(d) 交割日期：維持同天交割（T-day）之方式。

(2) 擔保品：只有英格蘭銀行公佈之合格擔保品才能用來進行公開市場附買回操作。為確保央行資金配置之合理性，英格蘭銀行持續規定單一合格交易對手參與競標之最高限額不得超過該次公開市場操作金額之 40%，央行將持續檢討該限額。

(3) 資金供應：英格蘭銀行在各提存期經由公開市場操作提供充足資金，俾各會員均能達成準備目標。一旦出現過渡投標的現象，央行將依投標比率分配資金。未分到之

資金將列入次一回合公開市場操作的考慮中，或在提存期底日進行微調操作，滿足市場資金需求。

2. 提存期底之微調操作

(1)英格蘭銀行在各提存期底將進行例行性之微調操作，以調節會員達成準備目標之資金需求，央行鎖訂準備目標範圍之中數，而非上下限。

(2)上述微調操作通常在星期三上午進行。準備不足時，央行進行附買回操作，反之，若屬超額情況，則進行附賣回操作，不論附買回或附賣回操作，其期限均為隔夜，利率均按 MPC 附買回利率計算。

(3)英格蘭銀行依據其資金估測資料進行微調操作，原則上希望微調操作的金額小於 5 億英鎊，最特殊情況下，以不超過 20 億英鎊為限。

(4)必要時，英格蘭銀行保有權利在提存期底以外之日期，進行微調操作。

3. 其他公開市場操作

(1)英格蘭銀行尚無計畫進行 3 個月期及以下之附買回操作。

(2)英格蘭銀行考慮進行 6、9 及 12 個月之買入債券或附買回操作。

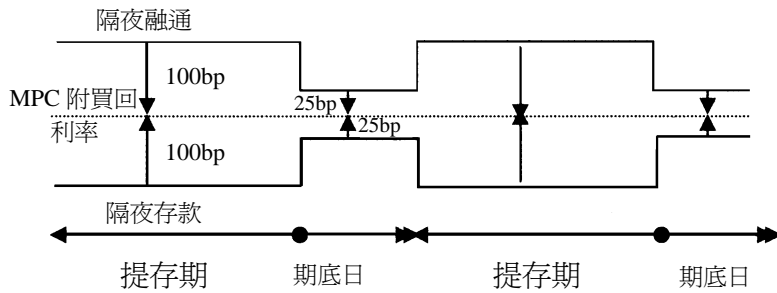
(八) 常設性窗口工具

英格蘭銀行於 2004 年全面檢討其貨幣市場操作實務時發現，他國央行使用利率區間操作，其上下限率自動抑制市場利率波動的方式，都能有效減緩隔夜利率之波動，不僅

如此，隔夜利率甚至緊緊接近政策利率變動。上述發現徹底推翻英格蘭銀行原先的思維，充分體認廣為各國央行使用之公開市場操作只能用來滿足銀行體系的流動性需求，並不能用來控制隔夜利率水準，而常設性窗口工具才是央行控制利率的最重要工具，蓋因在常設性窗口機制中，央行扮演邊際資金的調節者，其作為抑制利率變動之上下限隔夜融通與隔夜存款利率，亦由央行所決定，而銀行使用該工具時居主動權，及無金額限制的機制設計，更提高窗口工具的彈性與有效性。

事實上，英格蘭銀行自 1997 年之改革起，亦設有下午 3 時 30 分之隔夜融通與隔夜存款利率(註 8)，但因其幅度較大(上下對稱 100 個基本點)，似未發揮應有的功效，因此，此次的新改革工程中，英格蘭銀行充分發揮創意，設計一套迥異於他國央行的實務操作模式，其提存期底日之操作與其他日期不同。該行採差異化操作主要認為只要市場預期央行會在提存期底日透過微調及常設性窗口操作管道充分調節資金，則提存期底日之隔拆利率一定會接近目標水準。而提存期間之其他日期，在準備金平均計算方式及央行公開承諾調節資金之公信力下，除非情況特殊，否則銀行不會以較高利率拆入資金，或以較低利率拆出資金，所以整個提存期之隔拆利率會接近目標水準，即使公開市場操作未來一週僅操作一次，亦不會影響隔拆利

圖 2-5 英格蘭銀行的兩段式利率區間操作



資料來源：作者自行彙整資料後繪圖。

率變動。

1. 提存期

(1) 提存期之隔夜常設性窗口工具，為整個操作架構中控制或決定利率（rate-setting）的核心工具。

(2) 期末日之常設性窗口操作利率為 MPC 附買回利率上下 25 個基本點，換言之，整個利率區間為 50 個基本點。隔夜附買回融通為 MPC 附買回利率加 25 個基本點；隔夜存款則為 MPC 附買回利率減 25 個基本點。

2. 提存期以外之其他提存期間

(1) 提存期以外之其他提存期間之隔夜常設性窗口工具，為操作架構之一部分，但不扮演控制或決定利率（rate-setting）的角

色，僅用來調節提存期間合格會員的資金供需。

(2) 提存期以外之其他提存期間之常設性窗口操作利率則維持 MPC 附買回利率上下 100 個基本點，換言之，整個利率區間為 200 個基本點。隔夜附買回融通為 MPC 附買回利率加 100 個基本點；隔夜存款則為 MPC 附買回利率減 100 個基本點。

3. 常設性窗口操作工具之作業時間

英格蘭銀行在每日 CHAPS 營業時間結束後，接受銀行或房貸協會之常設性窗口操作申請作業，平均準備制度之合格會員直接經由準備帳戶作業，其時間較非合格會員延後 10 分鐘。一旦 CHAPS 延長營業時間，則上

表 2-3 常設性窗口的操作時間

常設性窗口工具	平均準備制度之合格會員 (直接經由準備帳戶)	平均準備制度合格會員以外之銀行或房貸協會
隔夜融通	4:30PM	4:20PM
隔夜存款	4:30PM	4:20PM

述常設性窗口之操作時間跟著調整。

(九) 營業日底調節操作 (End-of-day arrangements)

英格蘭銀行的新操作架構中，依下列三種情況進行營業日底調節操作：

1. 資金估計誤差：英格蘭銀行之資金估測統計誤差之發生機率在所難免，但該行已在設定準備目標範圍時將誤差因素加以涵蓋，因此，小額誤差最終仍能確保會員之準備目標落在上下1%之範圍內，各會員似乎無需要申請具懲罰性之常設性窗口操作。

2. 確保資金效率配置：英格蘭銀行希望各會員銀行充分利用平均準備之機制、每週一次公開市場操作、期底微調操作及期底常設性窗口操作方式，有效管理準備部位，以達成準備目標。新架構的操作方式簡單、易懂，因此，各會員發生營業日底資金不足之機率應較往昔低。未來實施新制起，英格蘭銀行亦將廢除其原先之營業日底資金移轉機制 (End-of-day Transfer Scheme)。

3. 支付制度發生困難時：

(1) 在現行架構下，支付制度發生技術性問題，影響支付作業時，英格蘭銀行之 Late-Transfer Scheme 允許清算銀行在 CHAPS 結束營業時間後之短時間內繼續完成支付作業。

(2) 未來實施新制起，英格蘭銀行將廢除 Late-Transfer Scheme 之規定。該行深信在提存期間各會員皆能應用平均準備之計算方式，調整其準備部位。至於提存期底日，各會員則有可能因發生技術性之支付困難，而須在 CHAPS 結束後之短時間內繼續完成支付作業。

(十) 英格蘭銀行操作工具的利率結構與日操作時間表

英格蘭銀行貨幣市場操作新制結合各國央行的成功經驗，亦加入自己本身的創意，下表彙整新制所有操作工具的利率結構與營業日操作時間表，表面上看來，略有複雜之嫌，但其透明化之操作模式，仍不失其簡單、透明、易懂之改革目標。

表 2-4 英格蘭銀行操作工具的利率結構

透支的懲罰性利率 (每天)	MPC repo rate 的兩倍
平均準備不足，低於目標範圍之懲罰性利率	MPC repo rate 的兩倍
提存期間常設性窗口融通的利率	MPC repo rate 加 100 基本點
提存期底常設性窗口融通的利率	MPC repo rate 加 25 基本點
支付準備目標餘額之利率	MPC repo rate
提存期底常設性窗口存款的利率	MPC repo rate 減 25 基本點
提存期間常設性窗口存款的利率	MPC repo rate 減 100 基本點
平均準備超額，高於目標範圍 (或未採目標範圍之點目標水準) 之利率	零

表 2-5 英格蘭銀行日操作的時間表

	各週例行性公開市場操作以外之其他提存期間	提存期間，各週例行性公開市場操作之日期	提存期最後一天
9am/9:30am/ 10am/11am 12:15pm	10am：公佈當日總準備餘額之估計數及前一日之實際準備餘額	<ul style="list-style-type: none"> ● 9am：公佈公開市場操作金額 ● 期限一週之公開市場之操作時間： 10am:non-MPC days 12:15pm: MPC days 	<ul style="list-style-type: none"> ● 9:30am:公佈微調操作金額 ● 10am:進行隔夜微調操作 ● 11am:公佈下一個提存期之總準備目標
4.20pm	<ul style="list-style-type: none"> ● 拆款市場 CHAPS 之營業結束時間 ● 常設性窗口操作結束作業時間（會員準備帳戶的移轉部份不在此限） ● 會員準備帳戶間之 funding/defunding 結束作業時間（使用常設性窗口者不在此限） 		
4.30pm	利用會員準備帳戶直接移轉資金之常設性窗口操作結束作業時間		清算銀行 RTGS 結束作業的時間
4.40pm			利用會員準備帳戶移轉資金之常設性窗口操作結束作業時間

註：資料來自英格蘭銀行之兩次諮商報告書及 2005 年 4 月公佈之最後定案報告。

三、英格蘭銀行新舊貨幣市場操作架構之比較分析

英格蘭銀行實際負責貨幣市場操作之相關人員在檢討其原有的操作架構時，總認為該行長久以來使用的操作模式既老舊又過時，既複雜又不易懂，各種工具之間亦無法協調搭配。渠等尤認為目前操作上的最大困擾，主要來自 1980 年代貨幣學派控制貨幣數量的主張，例如英國當時的柴契爾（Thatcher）政府即過渡熱衷於控管貨幣基數之操作模式。隨著技術進步與金融創新，貨幣定義不穩定導致各國紛紛放棄貨幣數量控管模式，改採利率控管模式以達成維持物價安定目標。英格蘭銀行亦然，1980 年代放棄

貨幣基數控管模式，改以公開市場操作為主要工具，藉以維持利率穩定。但因英格蘭銀行並未滿足市場超過該行資金估計數之資金需求，復因大型銀行在市場的壟斷勢力，往往導致利率波動幅度較大。歷史資料亦印證英格蘭銀行上述以公開市場操作為主要工具時，其利率波動幅度較大之實情。

英格蘭銀行最新的操作架構改革，即強烈展現擺脫舊式操作餘毒之意圖，希望學習 1980 年代以前的一些舊式操作精髓，再添加 21 世紀之創新觀念，建構一套智慧型操作架構，以提昇該行在國際間的地位。事實上，

在 1980 年以前，英格蘭銀行即扮演控制利率的角色，為有效控制利率變動，該行公佈窗口融通利率 Bank rate，扮演銀行體系邊際資金貸款者的角色。該行以調整公開市場操作的金額多寡，誘使市場利率維持在央行的期望水準，例如該行認為市場利率太低時，即以公開市場操作方式讓市場利率拉升至 Bank rate 的水準。

本小節比較分析英格蘭銀行新舊操作方式之異同，所稱舊制指 1997 年以來之操作現制，並未追溯更古老架構之比較分析。總體而言，整體操作架構之外型類似，但實務上操作的細膩處則有很大差異，採用平均準備制度並對準備目標付息，係全新的措施。提

存期底與其他時日常設性窗口操作工具之融通與存款利率，採不同的處理方式，係一種迥異於他國央行之創新之舉；僅於提存期底進行微調操作之方式，亦不同於舊有之操作模式，亦與他國央行可隨時微調操作之實務作業不同；大幅降低操作頻率由每日 2-3 次減低為一週一次，及將操作期限由二週改為一週，以搭配貨幣政策會議時程之做法，亦係新舊操作模式明顯的差異處；而擴大操作對象，則更凸顯英格蘭銀行企圖以更多、更直接使用央行工具之便利性，有效維持隔拆利率緊沿著政策利率變動的決心。新舊貨幣市場操作方式之比較分析，請參閱表 3。

表 3 新舊貨幣市場操作方式之比較分析

	2006 年新制	1997 年以來舊制
準備制度	新採平均準備制度，但不以法令強制規定應提準備目標，且目標採上下範圍而非單一特定水準。	無準備制度，但有現金比率存款 (CRDs) 制度
合格會員	所有在央行已設清算帳戶之清算銀行自動成為合格會員 所有原先在央行提存現金比率存款 (CRDs) 之銀行與房貸協會亦具備資格。	英格蘭銀行規定提存 CRDs 之合格負債之計算基礎，合格負債基礎小於 5 億英鎊之小型銀行之 CRDs 為 0%，大於 5 億英鎊者之 CRDs 比率為 0.15%。
準備提存期	自 MPC 宣布利率決策當日 (通常為星期四) 起算至下次會期前 (通常為星期三)，約四週或五週。	無提存期規定。
平均準備	採日曆日期之計算基礎計算平均準備	無
準備目標	合格會員自由設定自己的目標，以 10 億英鎊或同 CRDs 合格負債計算基礎之 2% 兩者中取較高者。	無
銀行填報及央行公佈準備目標	銀行應於新提存期兩天以前填報準備目標，央行則於提存期底上午 11 時公佈次一提存期之總準備目標水	無

	2006 年新制	1997 年以來舊制
	準。	
準備金付息	平均準備達到目標 $\pm 1\%$ 範圍者，按 MPC 附買回操作利率計息。	CRDs 央行不付息。
未達目標罰責	未達目標 $\pm 1\%$ 範圍者，其超額部分不計息，不足部分則按 MPC 附買回操作利率的兩倍計息。清算銀行每日準備帳戶不得有透支現象否則亦按 MPC 附買回操作利率的兩倍計息。	無
公開市場操作		
合格交易對手	同舊制。	央行並未設定合格交易對手之最低條件，亦不公佈合格交易對手名冊。舉凡銀行、房貸協會及證券交易商皆可申請作為合格交易對手。原則上，央行要求合格交易對手應具備規模操作與快速清算的能力，在貨幣市場積極活躍，同時能即時提供央行市場情報資訊。
合格擔保品	同舊制，但自 2005 年 8 月起將銀行承兌匯票自合格擔保品中剔除，2005 年 3-8 月期間為過渡期間。	央行規定的合格擔保品。
交割時間	同舊制。	Same-day 交割。
附買回操作		
操作頻率	一週一次，通常在星期四。	逐日操作，且一天多達兩次以上。
日操作時間	上午 9 時公佈操作金額。Non-MPC 日期在上午 10 時操作，MPC 會議日則延到中午 12 時 15 分。	上午 9 時 45 分及下午 2 時 30 分共計兩次操作。MPC 會議日則延到中午 12 時 15 分。
操作期限	一週。	二週。
操作利率	MPC 附買回操作利率(新制之政策利率為一週期)	MPC 附買回操作利率(舊制之政策利率為二週期)。實施新制以前之過渡期間，原二週期公開市場操作未到期餘額，若逢 MPC 宣布調整利率，將改按新利率計息，此及該行所稱之 Indexed Repo rate。
微調操作	央行在提存期底日，進行例行性之微調操作，期限為隔夜，無論附買回或附賣回操作，其利率均為 MPC 附買回操作利率。上午 9 時 30 分公佈操作金額，10 時進行操作。	無微調操作。
較長期限操作	英格蘭銀行擬不進行 3 個月期之附買回操作，但考慮進行 6、9、12 個月等較長期限之買入債券操作或附買回操作。	未明確說明較長期限之公開市場操作，以往央行採買賣斷及附買賣回的操作方式，其中買賣斷操作可用來調節較長期的資金供需。
常設性窗口工具	央行擴大使用常設性窗口工具之銀行的範圍	限制少數對象使用。
合格對象	央行規定參加平均準備制度之合格會員均應簽約使用常設性窗口操作工具，而其他非準備帳戶之 CRDs 銀行亦可申請使用常設性窗口操作工具。	僅合格交易對手可使用下午 3 時 30 分的常設性窗口操作工具。
利率區間 (channel) :		

	2006年新制	1997年以來舊制
提存期底以外之其他提存期間	200 基本點	200 基本點
提存期底	50 基本點	200 基本點
申請作業時間		
直接透過準備帳戶者(新制)	下午 4 時 30 分	
未直接透過準備帳戶者(新制)	下午 4 時 20 分	
合格交易對手(舊制)		下午 3 時 30 分
隔夜窗口融通		
利率：		
提存期底以外之其他提存期間	MPC 附買回操作利率加 100 基本點	全部均適用 MPC 附買回操作利率加 100 基本點
提存期底	MPC 附買回操作利率加 25 基本點	
隔夜存款		
利率：		
其他提存期間	MPC 附買回操作利率減 100 基本點	全部均適用 MPC 附買回操作利率減 100 基本點
提存期底	MPC 附買回操作利率減 25 基本點	
Late-repo Facility	實施新制起,舊制之 Late-repo Facility 已由常設性窗口融通工具所取代。	營業日下午 4 時 20 分,限清算銀行,期限隔夜,利率為 MPC 附買回操作利率加 100 基本點。
End-of-day Transfer Scheme	實施新制起,取消 End-of-day Transfer Scheme。	允許清算銀行在 CHAPS 營業時間結束後之短時間內,相互間再度移轉資金。
Late-Transfer Scheme	實施新制起,取消 Late-Transfer Scheme。	允許清算銀行在營業日稍早面臨技術性之支付系統問題時,得在雙方同意後之短時間內重新完成支付清算。
公佈總準備資金估計數		
無公開市場操作之其他提存期間	上午 10 時公佈當日總準備餘額估計數、及前一日之實際總準備餘額	舊制一天好幾次公佈資金估計數。上午 9 時 45 分公佈資金估計數,中午 12 時 15 分第一次修正估計數,下午 2 時 30 分公佈第二次估計數,下午 4 時 20 分公佈第三次估計數。
例行性公開市場操作日	上午 9 時公佈淨準備需求估計數、以及公開市場操作金額	

資料來源：作者自行彙整資料後編表。

四、英格蘭銀行與先進國家央行貨幣政策操作架構 與操作績效之比較分析

英格蘭銀行最新的貨幣市場操作改革中 指出，其改革措施與他國央行類似，但仍同 中求異，添加些許創新之舉，該行期盼其差異化管理能贏得他國央行反過來學習英國的

經驗。美國 Fed 在 2002 年改革貼現窗口融通制度時，亦重申其改革措施與他國類似。歸納言之，英格蘭銀行與美國 Fed 都是將利率區間操作的精髓植入其貨幣市場操作架構中，兩者的差異在於借鏡的程度。即使新措施類似他國央行，但其中仍有若干因應國情需要的調整處。本節擬比較分析英格蘭銀行與先進國家央行的貨幣政策操作架構，並圖示各國央行的操作績效。

（一）貨幣政策操作架構之比較

本小節擬由下列不同構面分析英格蘭銀行與先進國家央行操作架構之異同。利率區間操作係 20 世紀以來央行執行貨幣政策操作相當盛行之模式，特別是採行通貨膨脹目標化的國家，先進國家如歐洲央行、澳洲、紐西蘭及加拿大等國家採行利率區間操作已不足為奇，但亞洲地區之泰國央行在身陷東南亞金融危機時，在 IMF 之協助下，頻頻進行金融改革，亦採通貨膨脹目標化，並自 2001 年 10 月 1 日起實施常設性融通窗口機制，其仿效先進國家央行之操作模式，在亞洲地區的央行而言，是率先之舉，亦頗為顯著。為便於分析起見，本文只取樣歐洲央行及澳洲、紐西蘭、加拿大、瑞典及美國央行的實務操作經驗，與英格蘭銀行的新措施加以比較分析，並彙整如表 4-1 及表 4-2 供參考：

1、準備制度：

英格蘭銀行師法歐洲央行及美國 Fed 實施的準備制度，以提高資金估測的精確度，

採平均準備規定，以有效降低提存期間短期利率的不規則波動。該行考量若採法定準備制度，修法工程曠日費時，因此採行政命令規定之非強制性自願設定準備目標之操作方式，並對準備金付息，以減緩準備稅對銀行競爭力的不利衝擊。澳洲、紐西蘭、加拿大及瑞典等央行則無準備制度。其中加拿大央行原實施法定準備制度，1994 年 6 月已全面取消準備制度，該行在實施準備制度及後來之清算帳戶餘額控管模式時，曾採平均準備或平均計算清算餘額的方式，惟在實施 LVTS 大額資金移轉新支付制度起，取消平均計算之作業規定，主要係因實施 LVTS 已明顯降低清算帳戶資金之不確定性，且加拿大的銀行認為平均計算的方式過於複雜，渠等偏好簡單的方式，透支時，付息予央行；清算帳戶有正數餘額時，則自央行收取利息。此種取消平均計算方式，異於常情之新思維，則與英格蘭銀行、歐洲央行及美國 Fed 不同。

2、公開市場操作頻率與期限

英格蘭銀行與歐洲行及瑞典央行相同，一週僅固定操作一次，期限為一週期；加拿大、澳洲、紐西蘭及美國的央行皆採日基礎操作，必要時，於每個營業日進行公開市場操作，其期限多屬短期。

3、央行政策利率與公開市場操作利率

每週固定進行一次例行性操作之英格蘭銀行、歐洲央行及瑞典央行，公開市場操作利率均為一週期公開市場附買回操作利率，

該利率是一種央行政策利率，英格蘭銀行及歐洲央行由每個月舉行之貨幣政策會議決定利率水準，瑞典央行則由一年集會 6-8 次之例會決定利率水準。即使英格蘭銀行與歐洲央行之利率決策模式接近，但其實務操作細節亦不盡相同。英格蘭銀行的公開市場操作日期搭配貨幣政策會議日期，MPC 會議日與公開市場操作同一天，以致新的公開市場操作均適用新的利率水準；反觀歐洲央行，兩者之日期有落差，但歐洲央行規定新的利率水準自新準備提存期日起生效，以減輕市場對利率變動預期，直接影響市場利率變動之現象。兩者之實務操作各有巧妙，但都能減緩利率的波動性。至於澳洲、紐西蘭、加拿大及美國的央行則以公佈隔夜拆款利率目標為政策利率，除澳洲央行每月召開貨幣政策例會外，紐西蘭、加拿大及美國的央行則每年集會 8 次，決定利率水準。

4、公開市場操作之微調操作

微調操作是一種快速便捷的公開市場操作，以輔助例行性公開市場操作之不足。英格蘭銀行與歐洲央行及瑞典央行同，具備微調操作工具，但操作方式則不相同。歐洲央行每天都可進行快速標之微調操作，英格蘭銀行則僅於提存期日進行該項操作，瑞典央行則每天進行微調操作。微調操作利率亦不同，歐洲央行採競標方式，英格蘭銀行無論隔夜附買回或附賣回操作，均固定依一週期附買回操作利率計算，瑞典央行之調節操

作則以一週期附買回操作利率加減 10 基本點計息。不管採何種利率進行微調操作，各國央行均係以維持利率穩定為唯一的目的。至於採行日基礎進行公開市場操作的央行則鮮少論及微調操作，此或與其日基礎操作已具備微調操作的彈性有關。

5、利率區間寬幅與常設性窗口操作工具：

英格蘭銀行貨幣市場操作舊制，亦具備利率區間操作的模式，其上下幅度高達 200 基本點，與歐洲央行同。美國 Fed 在改革貼現窗口新制，改採半套利率區間操作機制時，亦師法歐洲央行及英格蘭銀行上下對稱 100 基本點的做法。此次英格蘭銀行的新制雖保留 200 基本點利率區間的舊制，但為謀有效控制隔拆利率接近一週期附買回操作利率變動，將新採的準備提存期區隔為提存期日與其他提存日兩段期間，提存期間之其他提存日之利率區間仍維持 200 基本點的操作架構，其常設性窗口操作工具亦全天開放。至於提存期日之利率區間則由 200 基本點大幅縮小至 50 基本點，亦即提存期日常設性窗口操作之隔夜融通與隔夜存款與一週期政策利率上下對稱 25 基本點，在央行無金額限制之保證下，英格蘭銀行希望此種創新之舉，能將隔拆利率維持於央行的期望水準。換言之，提存期日之常設性窗口操作工具扮演央行控管短期利率平穩變動之最主要工具，而提存期日以外其他提存期間之常設性窗口操

作工具只用來調節資金供需。事實上英格蘭銀行提存期底 50 基本點之操作模式與加拿大、澳洲及紐西蘭央行近似，但後者適用於每個營業日，而非僅適用於單日操作。至於瑞典央行之利率區間則為 150 基本點，亦即上下對稱 75 基本點。

瑞典央行認為其 150 基本點之利率區間有過大之虞，但又不易拿捏最適的利率區間，該行除以每週例行性公開市場操作儘量滿足市場資金需求外，另於每日利用一週期政策利率上下加減 10 基本點的微調操作，藉以有效控管利率變動，其最大的目的就是減少銀行使用上下加減 75 基本點常設性窗口的

機率。瑞典央行雖亦採利率區間操作模式，但該行希望對長天期利率提供一清楚的訊息，並深信長天期利率是特定期間內隔拆期望利率的平均數，因此若能有效控管隔拆利率沿著政策利率變動，即相當於控管長天期利率平穩變動。瑞典央行認為達成隔拆利率穩定變動之第一步成功之鑰，就是減少銀行使用常設性窗口工具。事實上，瑞典央行上下 10 基本點之微調操作亦屬常設性窗口操作的一種，該行減少銀行使用常設性窗口工具的用意，係不希望銀行使用上下 75 基本點之設性窗口操作工具，以免徒增隔利率的波動幅度。

表 4-1 各國央行貨幣政策操作架構之比較分析

	法定準備	平均準備/提存期	對準備金付息	重要政策利率(利率區間之中數)	常設性窗口操作工具之利率/利率區間之上下限幅度	例行性公開市場操作	公開市場微調操作	常設性窗口操作
英格蘭銀行：新制	是，但無法源依據，屬非強制性的行政命令措施，屬銀行自願性設定目標餘額的作業方式	是 提存期：一個月(約 4 週)	是 (Repo 利率)	7 天期公開市場操作附買回操作利率(由貨幣政策委員會每個月例會決定利率)	對稱差距： ±100bp (其他提存日) ±25bp (提存期底日) 利率區間之上下限幅度： 200bp (其他提存日) 50bp (提存期底日)	每週週四操作一次 利率：7 天期公開市場操作附買回操作利率 期限：一週 交割：T day	僅在提存期底日進行微調操作，其隔夜融通或存款利率均依 7 天期公開市場操作附買回操作利率計算	每天開放
歐洲央行	是有法源依據，屬法定形式	是 自 2004 年 3 月 10 日起 準備金提存期由公開市場操作交割日(通常為	是(準備提存期間各週公開市場操作最低得標利率之加權平均利	7 天期公開市場操作附買回操作利率(2004/3/9 以前為 14 天期，由理事會每個月例會決	對稱差距： ±100bp 利率區間之上下限幅度： 200bp	是央行最主要也是最重要的貨幣政策工具，藉以引導利率、調節市場流動性及	不定期微調操作，採競標方式，同一天交割。	供應及沖銷金融機構的隔夜流動性、揭示一般貨幣政策動向訊息、以及維持隔

	法定準備	平均準備/ 提存期	對準備金 付息	重要政策利率 (利率區間之 中數)	常設性窗口操 作工具之利率 /利率區間之 上下限幅度	例行性公開 市場操作	公開市場微 調操作	常設性窗口 操作
		週三)起算 至次月公開 市場操作開 標日(通常 為週二)。 2004年3月 以前之提存 期為固定自 每月之24 日至次月之 23日。	率計息)	定利率。為減 輕市場對利率 變動的預期， 自2004年3 月起，理事會 會議後之新政 策利率自新準 備提存日起生 效)		揭示貨幣政 策動向訊 息。 例行性操作 每週操作一 次(週一宣 布、週二投 開標、週三 交割)。 利率：7天 期公開市場 操作附買回 操作利率。 期限：一週		夜拆款利率 穩定變動。 交易對象不 限公開市場 操作之合格 交易對手， 金融機構只 要有擔保品 即可使用此 工具。
Fed	是 有法源依 據，屬法 定形式	是 提存期：二 週	否，但其 法定清算 餘額之利 息可用來 抵用銀行 應支付予 Fed的費 用	聯邦資金利率 目標	對稱差距： ±100bp Fed 迄無存款 機制，致無利 率下限，只有 利率上限。	逐日操作， 期限多為短 期，採競標 方式，其利 率接近聯邦 資金利率目 標。	相關文獻上 無微調操作 的說明，或 與其公開市 場操作之頻 率為日基礎 有關。	只有主要融 通及次要融 通窗口，尚 無存款機 制。融通無 金額限制， 亦屬全天開 放的央行工 具。
紐西蘭 央行	否，但規 定銀行之 清算帳戶 餘額不得 透支，亦 即其餘額 不得低於 零，央行 在實務操 作上，通 常將銀行 體系之總 清算餘額 控制在2 千萬紐幣 之期望水 準。	否	否 但對逐日 之清算帳 戶餘額支 付官方隔 夜拆款利 率目標減 25bp之利 息	官方隔夜拆款 利率目標 (Official Cash Rate)， 央行每6週檢 討利率一次， 平均一年開 8次會議決定官 方政策利率， 並公佈於各季 貨幣政策報告 中。 央行透過設定 官方政策利率 及利用常設性 窗口操作工具 執行貨幣政 策，公開市場 操作及換匯操 作則用來滿足 銀行體系之資 金需求。	對稱差距： ±25bp 利率區間之 上下限幅度： 50bp	採日基礎進 行公開市場 操作，期限 為短期，平 均約4天， 央行於每天 早上9:30公 佈公開市場 操作資訊， 其中亦包括 最低(放錢) 或最高(收 錢)投標利 率。依據 2003年統 計資料顯 示，投標利 率較最低利 率高約11 個基本點。	不詳。可能 沒有微調操 作，此或與 其採逐日公 開市場操作 有關。	是央行執行 貨幣政策之 主要工具， 每天開放， 無金額限 制，期限為 隔夜，融通 利率為官方 隔夜拆款利 率目標加 25bp；營業 日底之清算 帳戶餘額則 依官方隔夜 拆款利率目 標減 25bp計息。

	法定準備	平均準備/提存期	對準備金付息	重要政策利率(利率區間之中數)	常設性窗口操作工具之利率/利率區間之上下限幅度	例行性公開市場操作	公開市場微調操作	常設性窗口操作
澳洲央行	否，但規定銀行之清算帳戶餘額不得透支，亦即其餘額不得低於零，央行在實務操作上，通常將銀行體系之總清算餘額控制在央行之期望水準，2002-2003年之總清算帳戶餘額平均約7億5千萬澳幣。	否	否，但對營業日底之清算帳戶餘額支付隔夜拆款利率目標減25bp利息。	隔夜拆款利率目標(Cash Rate)，由理事會每月例會決定利率目標。	對稱差距： $\pm 25\text{bp}$ 利率區間之上下限幅度： 50bp	採日基礎競標方式進行公開市場操作，用來確保隔夜利率接近利率目標。澳洲央行亦進行一個月一次之較長期限操作。	不詳。可能沒有微調操作，此或與其採逐日公開市場操作有關。	是央行執行貨幣政策之主要工具，每天開放，無金額限制，期限為隔夜，融通利率為隔夜拆款利率目標加25bp；營業日底之清算帳戶餘額則依隔夜拆款利率目標減25bp計息。
加拿大央行	否，1994年6月起全面廢除準備制度，改以成本誘因機制激勵銀行將清算帳戶餘額之目標設為零。	否	否	隔夜拆款利率目標，由Governing Council每年集會8次決定利率目標。	對稱差距： $\pm 25\text{bp}$ 利率區間之上下限幅度： 50bp	採日基礎競標方式進行公開市場操作，用來確保隔夜利率接近利率目標。	不詳。可能沒有微調操作，此或與其採逐日公開市場操作有關。	是央行執行貨幣政策之主要工具，每天開放，無金額限制，期限為隔夜，融通利率為隔夜拆款利率目標加25bp；營業日底之清算帳戶餘額則依隔夜拆款利率目標減25bp計息。
瑞典央行	否，但每天支付系統關帳時，銀行之清算帳戶應平衡	否	否	7天期公開市場操作附買回利率(由執行委員會每年固定集會6-8次決定)	對稱差距： $\pm 75\text{bp}$ 利率區間之上下限幅度： 150bp	用來調節準備部位，俾隔夜利率緊沿著7天期公開市場操作附買回利	每天下午4:20-4:40進行微調操作(隔夜融通或存款)利率：7天	是央行控制短期利率變動之最重要工具。每天開放，但因其利率

法定準備	平均準備/提存期	對準備金付息	重要政策利率 (利率區間之中數)	常設性窗口操作工具之利率/利率區間之上下限幅度	例行性公開市場操作	公開市場微調操作	常設性窗口操作
(must be balanced)					率變動。每週週二操作一次 利率：7 天期公開市場操作附買回利率 期限：一週交割；T+1 day	期公開市場操作附買回利率±10bp 期限：隔夜	區間幅度較大 (150bp) 央行原則上不希望銀行使用該工具，以免拉大利率波動幅度。

資料來源：作者自行彙整資料後編表。

表 4-2 英格蘭銀行新制與先進國家央行之異同

	英格蘭銀行 (新制)	先進國家央行
相同處	<ul style="list-style-type: none"> ● 約一個月的提存期 (與歐洲央行同) ● 例行性公開市場操作：一週僅一次 (與歐洲央行、瑞典央行同) ● 常設性窗口操作工具 (隔夜附買回融通及隔夜存款) ● 利率區間操作：以利率上下限控制短期利率依循期望水準變動 	
相異處	準備制度	<ul style="list-style-type: none"> ● 無法令束縛，屬自願性提存，由合格會員自定準備目標
	準備目標	<ul style="list-style-type: none"> ● 由法令規定適用準備規定之對象及法定準備比率 ● 澳洲、紐西蘭及加拿大等國央行無準備制度或為零準備制度
	準備金付息	<ul style="list-style-type: none"> ● 歐洲央行及美國 Fed 有法定準備制度。前者亦對準備金付息 ● 美國 Fed 醞釀多時對準備金付息之法案迄未通過，致目前尚未對準備金付息，但其法定清算制度，屬自願性之提存制，名目上 Fed 支付隱含利息，但僅能用來抵付銀行應支付 Fed 的費用。

	英格蘭銀行（新制）	先進國家央行
利率區間/常設性窗口操作	<ul style="list-style-type: none"> ● 提存期間有二個不同的利率區間 ● 提存期底之利率區間為 50 基本點，隔夜附買回融通與隔夜存款與 MPC 利率±25 基本點 ● 其他提存期間之利率區間為 200 基本點，隔夜附買回融通及隔夜存款與 MPC 利率±100 基本點 	<ul style="list-style-type: none"> ● 整個準備提存期間或逐日（無準備制度者）之利率區間採統一的方式，換言之，只有一個利率區間 ● 澳洲、紐西蘭及加拿大央行之利率區間為 50 基本點，亦即隔夜附買回融通及隔夜存款與利率中數±25 基本點 ● 歐洲央行之利率區間為 200 基本點，換言之，隔夜附買回融通與隔夜存款與利率中數±100 基本點 ● 美國 Fed 目前只有半套利率區間模式，其主要融通及次要融通分別為聯邦資金利率目標加 100 基本點及 150 基本點 ● 瑞典央行之利率區間為 150 基本點，但其逐日微調操作之利率區間僅 20 基本點。
公開市場操作	一週僅進行一次附買回操作	<ul style="list-style-type: none"> ● 歐洲央行、瑞典央行與英格蘭銀行同 ● 無準備制度之澳洲、紐西蘭及加拿大央行，則進行逐日操作 ● 美國 Fed 雖有準備制度，但進行逐日公開市場操作
微調操作	英格蘭銀行對市場保證在提存期底一定進行公開市場微調操作	部分央行具備微調操作機制，但未對市場保證在提存期底一定進行微調操作

資料來源：作者自行彙整資料後編表。

（二）各國央行之貨幣政策操作績效

本小節擬利用各國央行網站蒐集之利率資料，圖示實施利率區間操作國家之央行的政策利率與隔夜拆款利率走勢，觀察其貨幣政策操作績效。所稱貨幣政策操作績效，其範疇僅指透過央行貨幣市場操作後之短期利率績效，亦即觀察各國之隔夜拆款利率是否

緊緊依循央行期望水準的政策利率目標變動，而不包括物價安定或通貨膨脹目標等操作績效。圖 4-1 顯示各國隔夜拆款利率與政策利率目標間之差距（註 9），圖 4-2 至 4-8 則顯示個別國家之隔拆利率與央行政策利率間之變動情形。

大體而言，加拿大、美國、瑞典、紐西

蘭及澳洲等國央行及歐洲央行等取樣國家之操作績效都相當好，其隔夜利率與政策利率目標間之差距大都落在 0.1% 之微小誤差範圍內，其中不乏差距為零之紀錄；僅少數資料之波動較大，可能與當時逢政策利率調整有關，通常在利率調整前後之短時間內之利率波動幅度較大。

取樣國家中只有英國的波動較大，但自 1997-1998 年改革貨幣市場操作起，隔夜利率與 MPC Repo 利率間之差距已明顯縮小，最近兩年之差距更逐步改善，惟其波動幅度仍較其他國家大，此亦係英格蘭銀行此次檢討改革其貨幣市場操作策略之最根本原因。

圖 4-1 各國隔夜拆款利率與政策利率目標間之差距

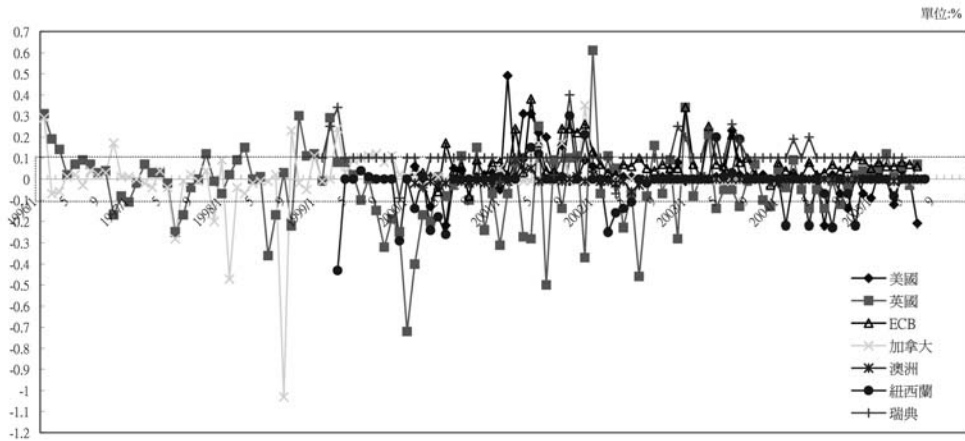


圖 4-2 加拿大央行的政策利率與隔夜拆款利率

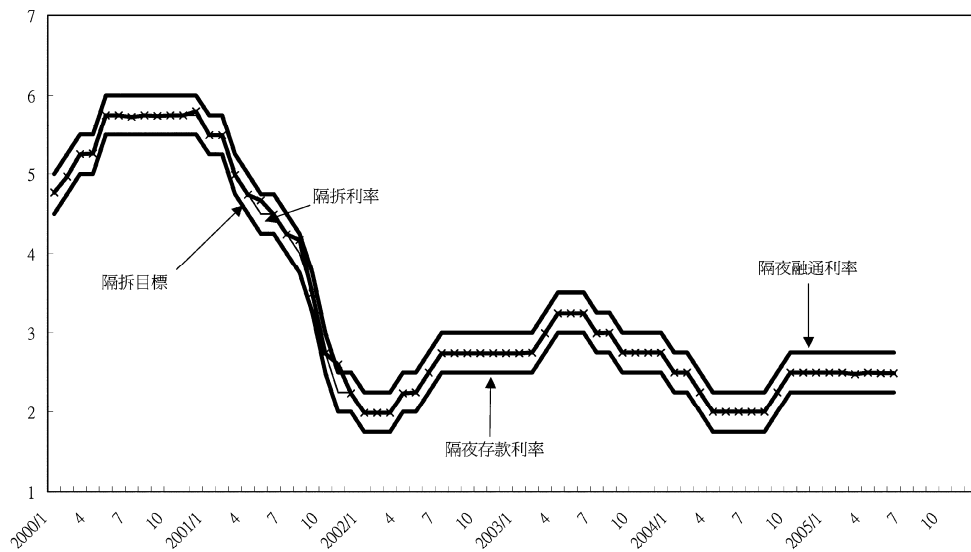


圖 4-3 歐洲央行的政策利率與隔夜拆款利率

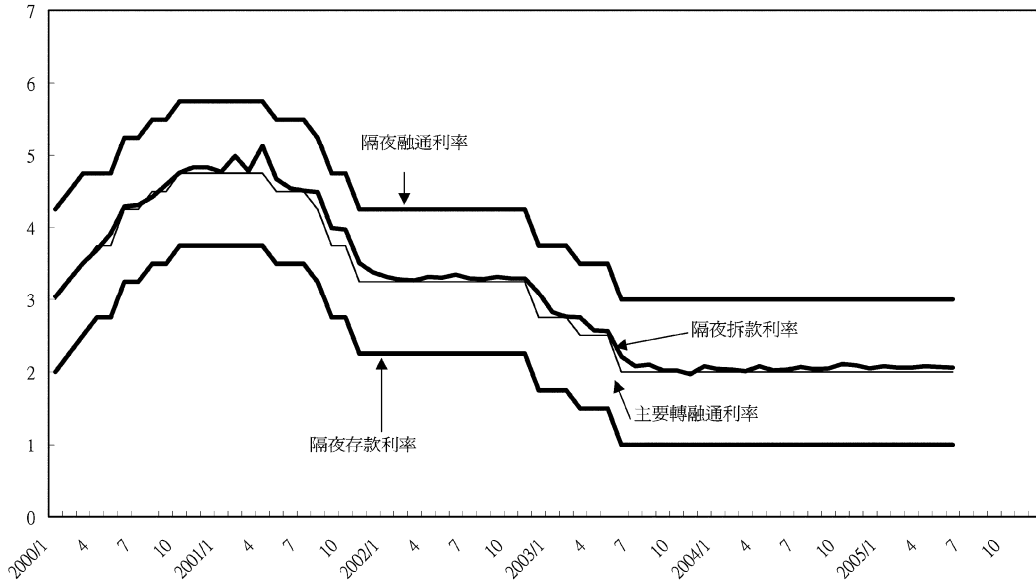


圖 4-4 英格蘭央行的政策利率與隔夜拆款利率

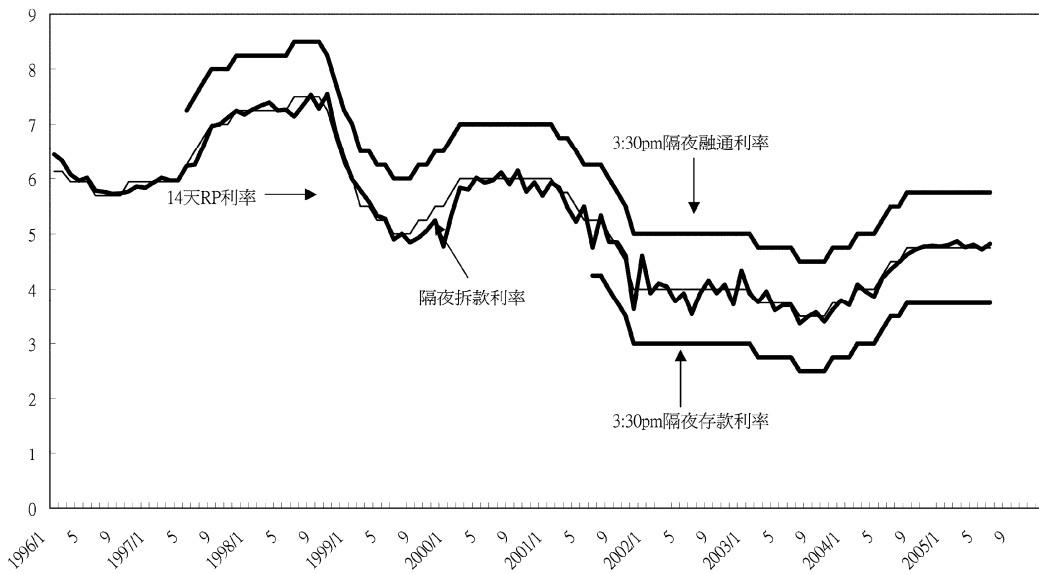


圖 4-5 瑞典央行的政策利率與隔夜拆款利率

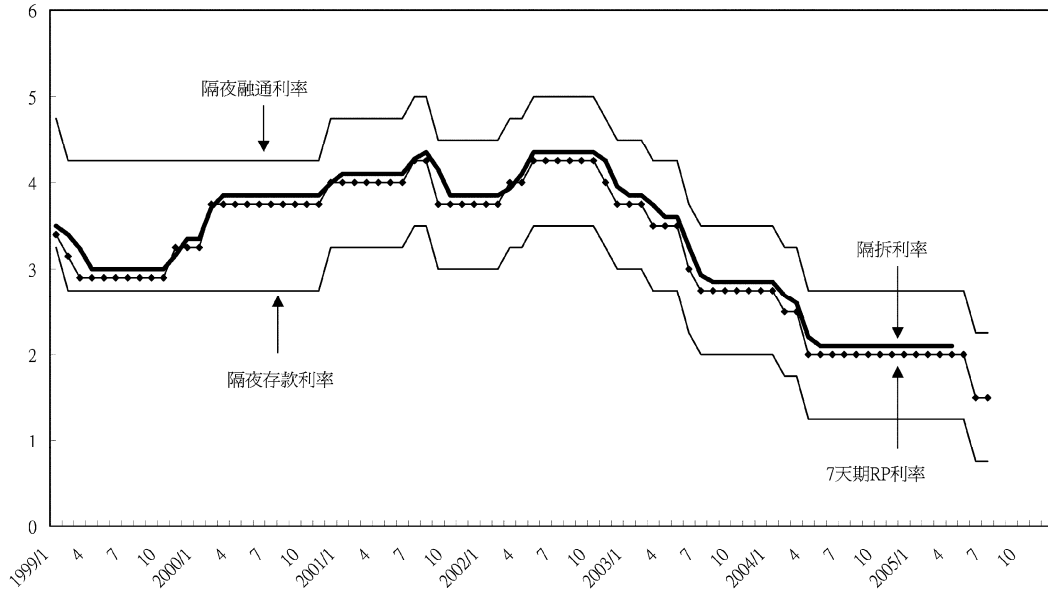


圖 4-6 澳洲央行的政策利率與隔夜拆款利率

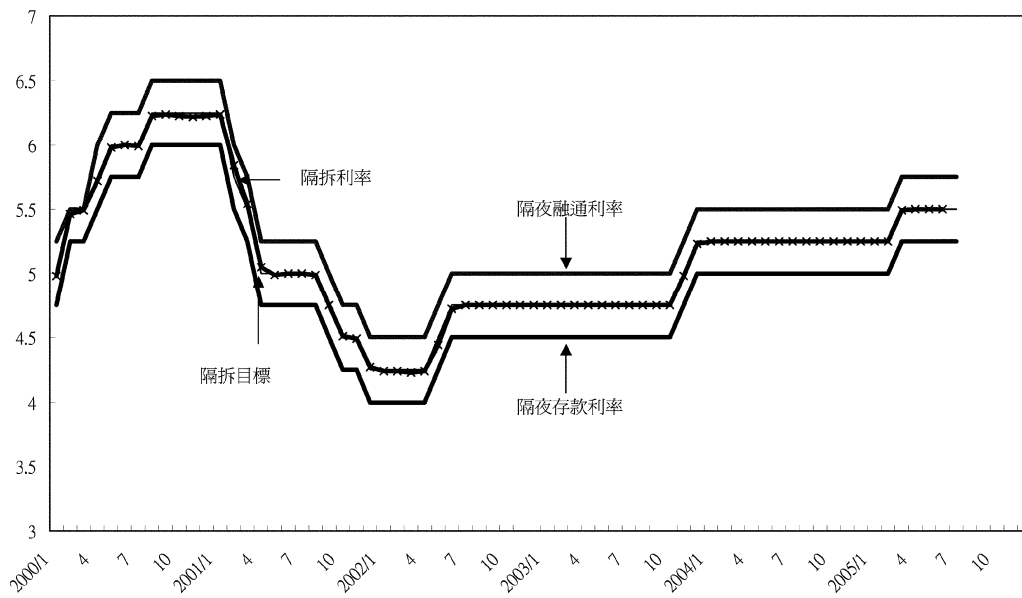


圖 4-7 紐西蘭央行的政策利率與隔夜拆款利率

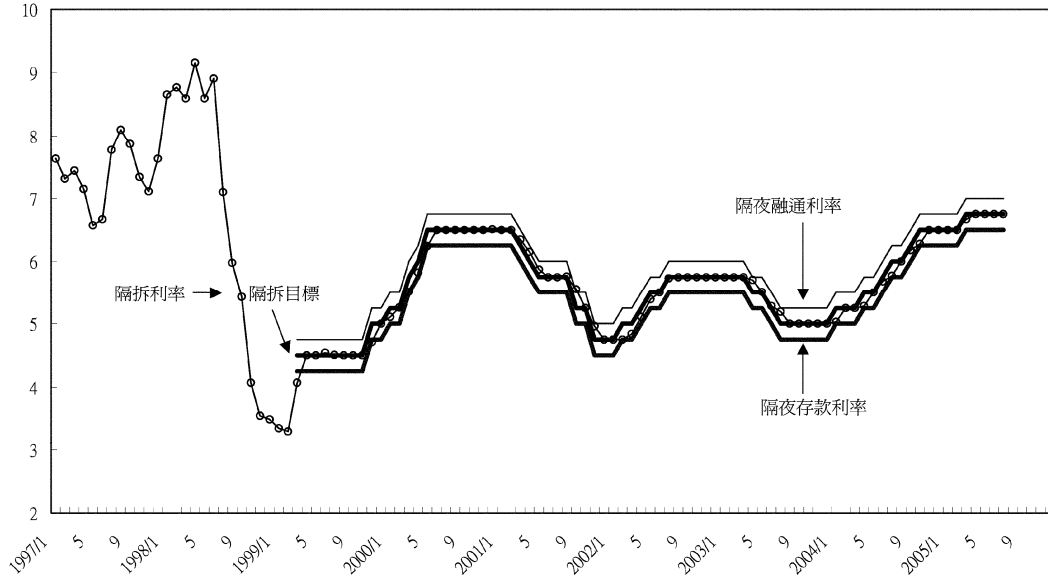
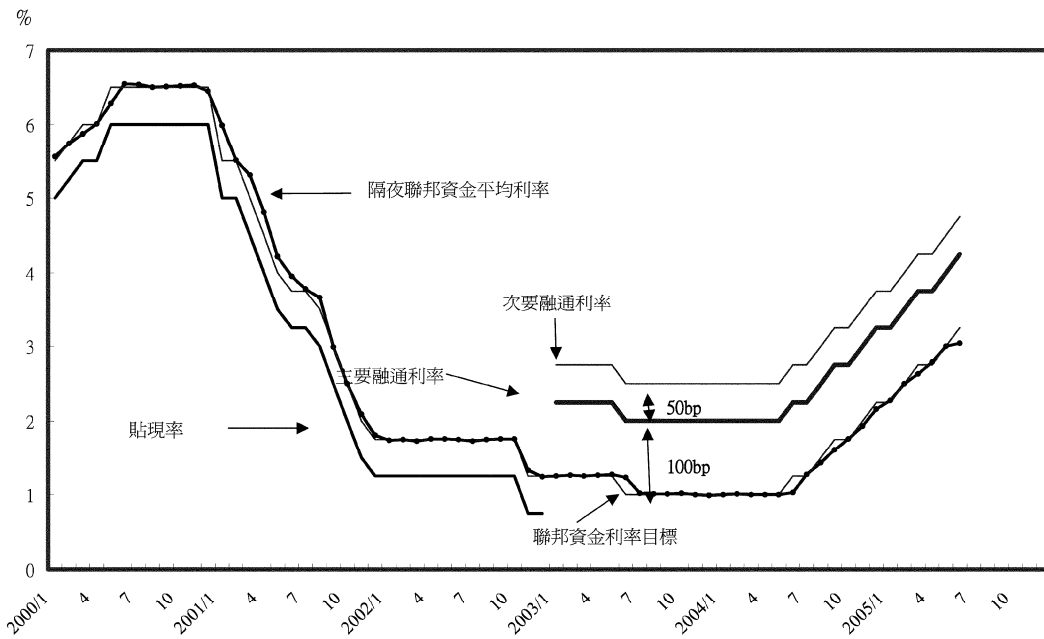


圖 4-8 美國 Fed 的政策利率與聯邦資金利率



五、公開市場操作與常設性窗口操作工具在

央行貨幣政策操作的角色

隨著支付制度與金融市場的發展，常設性窗口操作工具在央行貨幣政策工具的角色日益重要，成為大多數先進國家央行控制短期利率之最重要的貨幣政策工具，而往昔最重要及使用頻率最高的公開市場操作，其重要性似已退居第二位，僅用來滿足銀行體系之準備需求，並非央行用來控制利率變動之工具。本節將比較分析公開市場操作及常設性窗口操作在貨幣政策操作的角色；另鑑於常設性窗口操作係央行實施利率區間操作的要項，爰利用利率區間操作之風貌，說明常設性窗口操作重要性凌駕公開市場操作之緣由；最後另由常設性窗口操作的實際使用情形，觀察銀行是否因居主動權及無金額限制，而頻頻使用該工具。

(一) 兩者之比較分析

表 5-1 由控制利率、調節資金、金額限制、主動權、使用頻率、操作複雜度等各種構面比較分析公開市場操作與常設性窗口操作工具在央行貨幣政策操作的角色。簡單、透明、易懂、以及銀行居主動權是常設性窗口操作工具優於公開市場操作的最主要理由，外加常設性窗口操作工具的利率由央行設定，常設性窗口工具爰成為央行控制利率之最重要工具。事實上，常設性窗口操作工具銀行居主動權，亦無金額限制，但銀行的使用情形並不普遍，可以說少之又少，但其透明化的機制及央行公信力所建置之市場信賴，在市場力量運作下，自然會誘使銀行儘可能在市場調節資金，而甚少仰賴央行的窗口工具，此亦說明隔夜市場利率最終皆能依循政策利率水準或目標變動的理由。

表 5-1 公開市場操作與常設性窗口操作之比較

	公開市場操作	常設性窗口操作
控制利率	否，非屬央行控制利率之重要工具，其功能多用來調節銀行之準備需求	是，屬央行控制利率之重要工具，也是最有效工具。扮演市場利率變動之上限與下限
調節資金	用來調節營業日當中已知之資金變動，亦即用來調節央行當日之資金估計不足數或超額部分	用來調節營業日底未經預期之資金變動
金額限制	有金額限制。由央行視市場需要決定當日之公開市場操作金額	無金額限制，銀行得依自己的需要，向央行提出申請
主動權	央行居主動權，銀行居被動立場	銀行居主動權，央行居被動立場

	公開市場操作	常設性窗口操作
利率	採固定利率操作者多採一週期或二週期附買回操作利率，採競標方式操作者，其得標利率大都接近隔夜拆款利率	其融通或存款利率與利率區間中數之政策利率維持對稱等距變動，如上下 25 基本點或 100 基本點。換言之，其融通利率高於公開市場操作利率，存款利率則低於公開市場操作利率
懲罰性	操作利率接近市場利率，不具懲罰性	隔夜融通利率高於市場利率甚多，隔夜存款利率低於市場利率甚多，對銀行而言，具懲罰性質。
期限	較多樣化，可為隔夜、一週或以上	期限大多為隔夜
使用頻率	使用頻率高，包括日基礎或週基礎之操作方式	使用頻率甚低，因其融通利率遠高於市場利率或存款利率遠低於市場利率，因此銀行鮮少使用
操作複雜度	較為複雜	簡單、透明、易懂

資料來源：作者自行彙整資料後編表。

（二）常設性窗口操作重要性凌駕公開市場操作之緣由

利率區間操作的利率指標包括利率中數及上下限利率，其操作面則包公開市場操作及常設性窗口操作，前者用來調節營業日已知之資金變動，後者則多用來調節營業日底未經預期之資金變動，亦即調節未知之資金變動。其作為抑制市場利率變動之上下限利率之設定權為央行，主動使用權則為銀行，在無金額限制之申請方式及成本誘因機制之設計機制下，央行只要公開承諾透過公開市場操作充分供應市場所需資金，並全天開放常設性窗口操作，即可輕易誘使隔拆利率沿著目標利率變動。因此，必須要有利率區間操作架構為前提，才能有效發揮常設性窗口操作作為控制短期利率變動的最重要工具。

本小節擬由各國央行實施利率區間操作

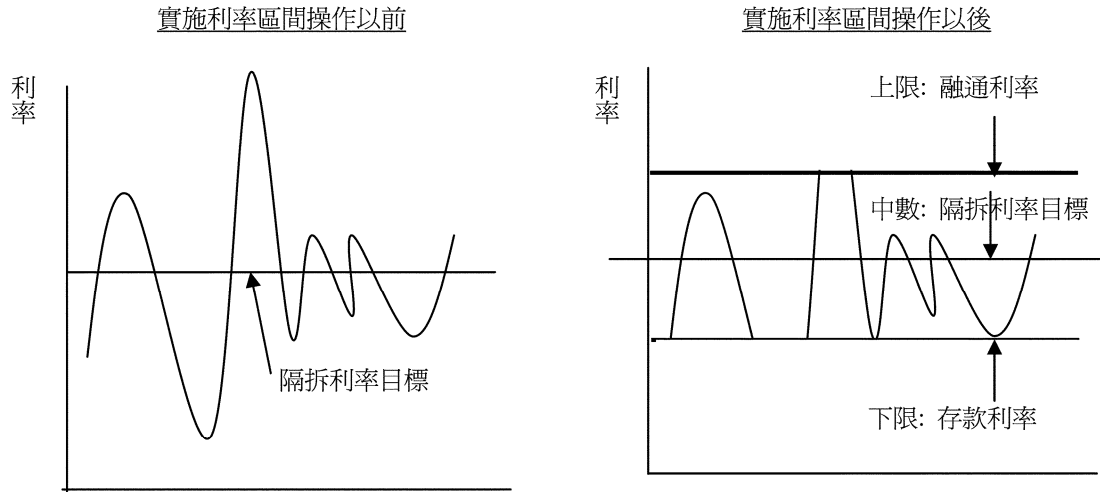
的理由、利率區間操作的基本要素、價格誘因機制、利率區間寬幅等構面，進一步了解常設性窗口操作如何在利率區間操作中發揮控制短期利率變動的功能。

1. 各國央行實施利率區間操作之理由

（1）簡單、透明、易懂。

（2）可有效控管隔夜拆款利率變動，進而達成通貨膨脹目標。下圖比較實施利率區間操作模式前後隔夜拆款利率變動之模擬趨勢圖，顯而易見的是，在未實施利率區間操作模式狀態下，隔夜拆款利率可能受未經預期事件衝擊，其波動幅度較大；惟在實施利率區間操作以後，市場之價格誘因機制將促使銀行在利率波動超過上下限利率水準時，選擇使用央行之常設性窗口操作工具進行融資或將資金存入央行，而自動抑制利率往上揚升或往下探底，最終維持利率於上下限利

圖 5-1 利率區間操作前後之效果比較



資料來源：作者自行繪圖。

率區間內波動。換言之，隔夜拆款利率依央行之期望水準變動。

(3) 實務操作的主動性：銀行在使用常設性操作工具時居主動權，央行則居於被動立場。因此，央行之逐日操作不致被市場誤解。

(4) 倘欠缺利率區間操作機制，在透明操作目標之前提下，央行每天必須慎選相當精確的操作種類與數量，以達成隔夜拆利率目標。但因央行供應資金與操作結果的利率之間並無緊密的可靠關係，導致央行的操作選擇並不一定能達成利率目標。歷史資料顯示，僅依賴一項公開市場操作，易促使其逐日隔夜拆利率之波動幅度較大。央行使用利率區間操作模式後，可因無須精確控管其逐日操作種類與數量之正確性，而節省資源成

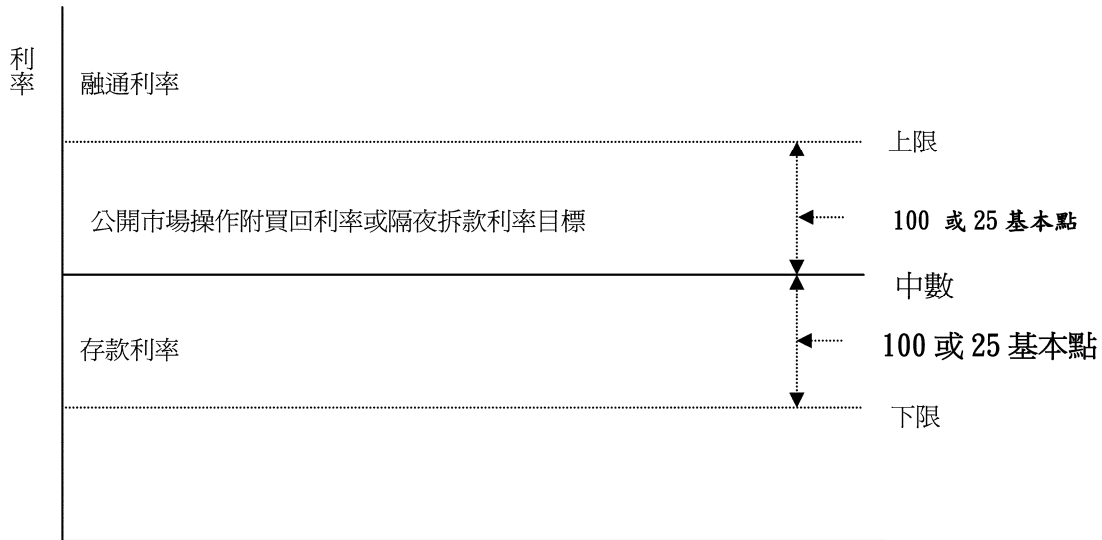
本。

2. 利率區間操作模式之基本要素

利率區間操作模式之基本要素包括作為中數之主要政策利率及上下限利率。前者係指央行設定之公開市場操作附買回利率(如歐洲央行、英格蘭銀行及瑞典央行)或隔夜拆款利率目標(如澳洲央行、紐西蘭央行、加拿大央行)；後者之上下限利率則指常設性窗口操作工具之融通利率及存款利率，與中數維持固定差距，例如 100 或 25 基本點。

一般而言，公開市場操作用來調節已知之資金變動，常設性窗口操作工具則用來調節營業日底未經預期之資金變動。央行執行公開市場操作及常設性窗口操作，即可有效維持短期利率(通常為隔夜拆款利率，因為在貨幣政策傳遞機制中，隔夜拆利率是央行最

圖 5-2 利率區間操作之基金架構



資料來源：作者自行繪圖。

易、最直接、最短期間內可加以控管的市場利率)依目標水準或期望水準變動。

利率區間之上限為倫巴貸款利率或隔夜附買回融通利率，下限則為存款利率。但利率區間操作模式能否奏效，上下限利率寬幅之最適設計乃居關鍵性角色，各國央行爰利用價格誘因機制(Cost Incentives)之理論基礎，設定符合其國情需要之最適上下限利率差距。

3. 價格誘因機制(Cost Incentives)

央行在實施常設性窗口操作工具時，最適價格誘因設計乃顯得格外重要，其理由如下：

(1) 就減少銀行對央行之依賴觀點而言：銀行資金不足向央行融通之成本必須超

過隔夜拆款利率，俾鼓勵銀行積極在市場籌措資金，而不要過度依賴央行的融通窗口。

另一方面，央行亦鼓勵銀行儘量在拆款市場拆出超額資金，因此存在央行帳戶的收益必須小於在市場拆出的收益。如此一來，成本最小化的銀行將設定其逐日在央行的帳戶餘額目標為零。向央行融通的利息支出相當於握有超額資金的機會成本後，兩者即能維持對稱的處理方式。

(2) 就市場實質交易角度而言：在拆款市場之實質交易中，拆出行之 offer 利率若超過央行融通利率，將導致拆進行直接利用央行融通窗口籌措資金，而能抑制隔拆利率持續攀升；反之，若拆進行之 bid 利率低於央行存款利率，將導致拆出行直接將多餘資金存

在央行孳息，而能抑制隔拆利率持續下降。因此，在透明上下限利率之價格誘因機制驅使下，市場利率自動在利率區間內波動，甚至因市場競爭導致 bid/offer 間通常僅維持 1/8%、1/12% 或 1/36% 之極小價差，而輕易地促使隔夜拆款利率沿著央行之隔夜拆款利率目標或公開市場操作附買回利率變動。

4. 利率區間寬幅

(1) 利率區間操作之寬幅大小直接影響隔拆利率之變動幅度。若利率差距太大，可能使短期利率之波動幅度擴大，不符央行原先控管利率穩定變動之初衷；若差距太小，則銀行使用央行融通或存款工具之意願可能大幅提高，反而使拆款市場交易萎縮。因此，設定最適利率差距幅度不僅是藝術，同時也是技術。

(2) 紐西蘭央行在實施利率區間操作模式初期原擬採上下 20 基本點之寬幅，但在參採市場意見及其他國家經驗後，決定選擇上下 50 基本點之較寬利率差距。

(3) 澳洲央行自 1996 年 8 月開始對清算帳戶餘額付息，實施初期，付息利率以隔拆利率目標減 10 個基本點，此種與隔拆目標

之利率差距明顯較狹之央行付息利率，導致銀行樂於保有較高之清算帳戶餘額，而不願在拆款市場拆出資金。因此，導致該期間之清算帳戶餘額顯著上升，銀行拆出款意願低落卻反過來不利央行達成隔拆利率目標。澳洲央行遂於 1997 年 6 月宣佈自同年 10 月起，付息利率改依隔拆目標減 25 基本點，藉以導正銀行之偏差行為，激勵銀行多在市場拆出資金，而非將超額資金留在央行孳息，新制實施以後清算帳戶餘額顯著降低，達到央行的預期效果，澳洲央行之經驗正足以說明利率區間大小之重要性。

(4) 目前國際間存在三種利率區間寬幅各國選擇利率區間寬幅大都與地域性有關，例如歐洲地區及南半球屬兩大明顯區塊，加拿大及瑞典則例外，美國則參採歐洲之寬幅。英格蘭銀行的操作新制雖維持 200 基本點的利率區間寬幅，但為更有效控管隔拆利率緊沿著央行政策利率變動，該行另規定提存期底之常設性窗口操作之利率區間大幅縮小至 50 基本點。有趣的是，瑞典央行認為其 150 基本點的利率區間寬幅有過大之虞，為避免銀行大量使用該窗口工具，擴大

利率區間寬幅	採行該寬幅之央行
200 基本點	歐洲央行、英格蘭銀行、挪威央行
150 基本點	瑞典央行
50 基本點	澳洲央行、紐西蘭央行、加拿大央行

資料來源：作者自行彙整資料後編表。

利率波動幅度，該行進行每日的微調操作，並將微調操作利率設定為上下 10 基本點。微調操作雖係公開市場操作的一種，但其利率特性接近常設性窗口操作，換言之，瑞典央行微調操作之利率區間由原先之 150 基本點縮小至 20 基本點。

(三) 常設性窗口操作工具之實際使用情形

第四節各國央行隔拆利率與政策利率目

標之差距圖與各國央行之政策利率與隔夜拆款利率變動圖，已充分顯示各國央行在實施利率區間操作控制短期利率變動之績效，各該國央行皆能控制隔夜拆款利率在利率上下限區間內變動，美國、澳洲、紐西蘭、加拿大、瑞典及歐洲央行甚至控管隔拆利率緊緊沿著中數政策利率目標變動，英格蘭銀行之操作績效雖略遜於上述國家，但就長期觀

表 5-3 英格蘭銀行的流動性管理操作 單位：英鎊 millions

	附買回操作		小計	常設性窗口操作			4:20pm late repo	總計
	金額	所佔 比率		所佔 比率	3:30pm隔 夜附買回	3:30pm隔 夜存款		
2005/6/1	1,950	75.0	0	0.0	0	0	650	2,600
2	3,100	94.7	175	5.3	175	0	0	3,275
3	3,075	96.9	0	0.0	0	0	100	3,175
6	2,525	100.0	0	0.0	0	0	0	2,525
7	1,700	100.0	0	0.0	0	0	0	1,700
8	1,550	100.0	0	0.0	0	0	0	1,550
9	500	26.5	397	21.0	397	0	992	1,889
10	4,475	98.2	0	0.0	0	0	84	4,559
13	2,630	84.8	470	15.2	470	0	0	3,100
14	3,450	100.0	0	0.0	0	0	0	3,450
15	1,775	100.0	0	0.0	0	0	0	1,775
16	1,675	98.5	0	0.0	0	0	25	1,700
17	920	28.3	14	0.4	14	0	2,318	3,252
20	3,650	70.2	1,550	29.8	1,550	0	0	5,200
21	1,725	47.3	1,925	52.7	1,925	0	0	3,650
22	425	9.4	1,324	29.3	1,324	0	2,776	4,525
23	5,400	72.7	2,025	27.3	2,025	0	0	7,425
24	5,038	100.0	0	0.0	0	0	0	5,038
27	272	100.0	0	0.0	0	0	0	272
28	2,825	98.0	0	0.0	0	0	57	2,882
29	1,450	76.3	450	23.7	450	0	0	1,900
30	1,600	69.6	0	0.0	0	0	700	2,300

資料來源: Quarterly Bulletin, Summer 2005, Bank of England

表 5-4 歐洲央行的流動性管理操作

單位:歐元billions

Maintenance period ending on:	公開市場操作				常設性窗口操作				總計
	小計	所佔比率	主要轉融通	較長期限轉融	小計	所佔比率	邊際融通	存款	
2004/Q1	276.1	99.8	219.4	56.7	0.6	0.2	0.4	0.2	276.7
Q2	299.7	99.8	224.7	75	0.6	0.2	0.1	0.5	300.3
Q3	326.6	99.9	251.6	75	0.3	0.1	0.1	0.2	326.9
Q4	340.7	99.9	265.7	75	0.2	0.1	0.1	0.1	340.9
2005/1/18	347.9	99.9	272.9	75	0.3	0.1	0.2	0.1	348.2
2/7	354.6	99.9	276.6	78	0.2	0.1	0.1	0.1	354.8
3/8	360	99.9	277.8	82.2	0.2	0.1	0.1	0.1	360.2
4/12	365.1	99.9	278.2	86.9	0.3	0.1	0.2	0.1	365.4

資料來源: ECB Monthly Bulletin, May 2005

察，隨著其陸續的改革措施，隔拆利率與目標利率之差距已逐漸縮小。若進一步分析上述功效之原因，則首推利率區間操作之透明化措施，其上下限利率很自然地控制隔拆利率在利率區間內波動，不僅如此，隔拆利率甚至貼著政策利率目標變動。

常設性窗口操作之上下限利率自動抑制市場利率波動，是毫無疑問的事實，是否因其無金額限制，銀行經常大量使用窗口，才導致隔拆利率貼著政策利率目標變動。上述問題值得進一步推敲，並觀察其操作頻率及金額大小。

依規定，各國央行之常設性窗口操作工具並無金額限制，但各國央行之金融數據顯示金融機構之使用情形並不多，僅偶爾為之。實務操作上，渠等央行之日常流動性管理以公開市場操作為大宗，常設性窗口操作

之比率則微乎其微。即使如此，亦未因此削弱常設性窗口操作機制在貨幣政策操作之重要性，其上下限利率之透明度，充分揭示央行之期望利率水準，因而可有效抑制短期利率大幅波動。本小節蒐集加拿大央行(註 10)以外樣本國家之操作資料，加以編表分析如下：

1. 英格蘭銀行的常設性窗口操作

表 5-3 顯示英格蘭銀行 2005 年 6 月份的流動性管理操作，包括例行性公開市場附買回操作、下午 3 時 30 分之常設性窗口操作及下午 4 時 20 分對清算銀行之最後附買回融通。公開市場操作仍佔大宗，平均約八成以上，若剔除極少數之特殊情形，則公開市場操作所佔比率高達 95 成以上。至於常設性窗口操作所佔比率，在 22 個營業日中，有 13 天之比率為零，總體平均比率僅及 9.3%，顯示銀行鮮少使用常設性窗口。

表 5-5 美國存款機構之實際準備 單位：英鎊 dollars

	實際準備	非借入準備		借入準備				
		金額	所佔 比率	小計	所佔 比率	primary	second dary	seasonal
2004/7	46,835	46,591	99.5	245	0.5	42	0	203
8	45,872	45,620	99.5	251	0.5	18	0	233
9	46,532	46,197	99.3	335	0.7	97	0	238
10	45,747	45,568	99.6	179	0.4	15	0	164
11	45,652	45,469	99.6	183	0.4	105	0	78
12	46,812	46,750	99.9	63	0.1	11	0	52
2005/1	50,397	50,335	99.9	62	0.1	39	0	23
2	46,703	46,661	99.9	42	0.1	26	0	16
3	46,033	45,983	99.9	50	0.1	13	0	37
4	46,703	46,572	99.7	132	0.3	52	0	80
5	46,509	46,370	99.7	139	0.3	6	0	133
6	46,125	45,876	99.5	249	0.5	85	0	164
7	46,485	46,060	99.1	425	0.9	176	12	237

資料來源: Fed網站

2. 歐洲央行的常設性窗口操作

表 5-4 顯示歐洲央行的流動性管理操作。就 2004 年之 4 季資料觀察，以公開市場操作為大宗，平均占 99.85%；常設性窗口操作所佔比率平均約 0.15%。另就 2005 年年初以來之 4 個提存期之資料觀察，公開市場操作與常設性窗口操作所佔比率分別為 99.9% 及 0.1%。上述資料顯示歐洲央行會員國之銀行使用常設性窗口之比率更微乎其微。

3. 美國 Fed 的常設性窗口操作

美國 Fed 自 2003 年年初開始實施貼現窗口新制，改採市場價格導向之半套常設性窗口機制。表 5-5 顯示美國 Fed 之實際準備資

料，由實際準備之非借入準備與借入準備可粗略觀察美國的銀行使用常設性窗口之情形。一般而言，庫存現金除外之非借入準備之資金絕大多數來自央行的公開市場操作，根據表 5-5 最近一年來（2004/7-2005/7）之統計資料，非借入準備平均占 99.62%，借入準備所佔比率平均約 0.38%。換言之，銀行實際準備之資金來源中，以 Fed 的公開市場操作為大宗，由貼現窗口借入的資金僅約 0.4%，其中以地方小銀行之季節性融通為主軸約 0.3%，主要融通不及 0.1%，而次要融通則大都為零。美國亦然，其常設性窗口融通微乎其微。

表 5-6 澳洲央行的流動性管理操作 單位：英鎊 billion

	公開市場操作						隔夜附買回融通			總計
	小計	所佔 比率	附買賣回操作		買賣段操作		金額	件數	所佔 比率	
			附買回	附賣回	買斷	賣斷				
1998/99	433.5	99.5	300.0	13.0	21.0	0.0	2.0	32.0	0.5	435.5
1999/00	366.8	99.8	244.0	14.0	9.0	0.0	0.9	11.0	0.2	367.7
2000/01	497.5	99.5	376.0	17.0	5.0	0.0	2.6	18.0	0.5	500.1
2001/02	539.9	99.9	423.0	16.0	1.0	0.0	0.7	11.0	0.1	540.6
2002/03	423.6	99.6	304.0	17.0	3.0	0.0	1.7	14.0	0.4	425.3
2003/04	288.0		272.0	11.0	5.0	0.0				

資料來源：澳洲央行網站

4. 澳洲央行的常設性窗口操作

表 5-6 顯示澳洲央行的流動性管理操作。1998 年以來之統計資料顯示，公開市場操作所佔比率平均約 99.66%，隔夜附買回融通之常設性窗口操作平均占 0.34%。澳洲央行的日常流動性管理亦以公開市場操作為大宗，

常設性窗口操作亦微乎其微，其件數一年平均約 17 件，亦寥寥無幾。

5. 紐西蘭央行的常設性窗口操作

表 5-7 顯示 2005/2-2005/7 紐西蘭央行之流動性管理操作，其中淨公開市場操作所佔比率平均約 95.65%，淨隔夜附買回所佔比率

表 5-7 紐西蘭央行的流動性管理操作 單位：紐幣 million

	公開市場操作					淨隔夜附買回		總計
	小計	所佔 比率	淨附買回	淨附賣回	淨FX換 匯	金額	所佔比 率	
3	709	98.7	123	0	586	9	1.3	718
4	2,863	96.6	746	79	2,038	102	3.4	2,965
5	1,276	97.9	0	66	1,210	28	2.1	1,304
6	1,069	99.5	265	16	788	5	0.5	1,074
7	1,294	85.4	266	38	990	222	14.6	1,516

資料來源：紐西蘭央行網站

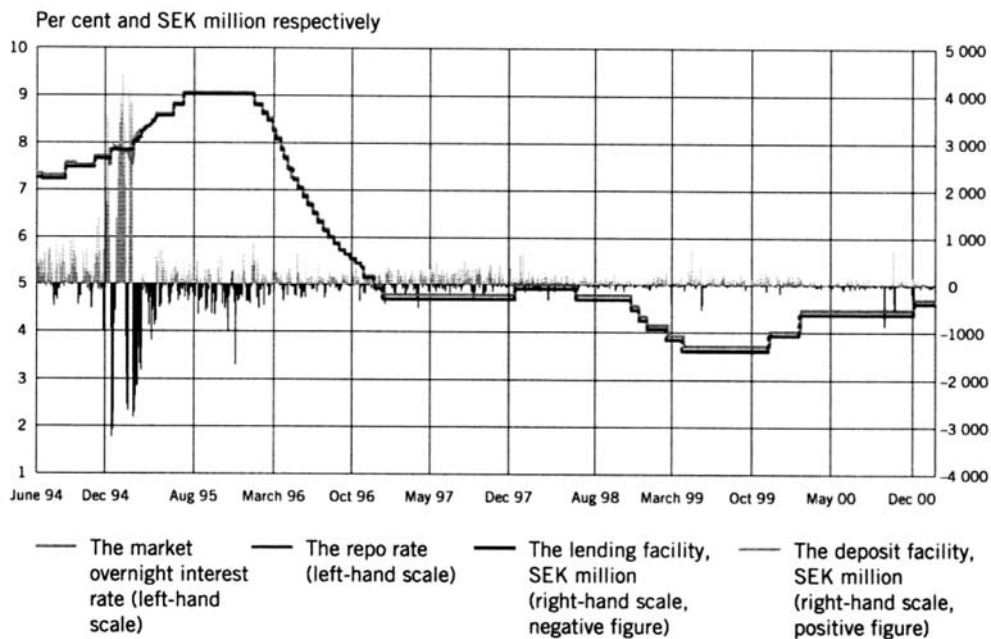
平均約 4.35%。表 5-7 直接擷取紐西蘭央行網站之資料，由於其僅公佈淨資料，較不易清楚觀察其實際結構比率，惟該淨資料所顯示之結果，似亦可用來說明銀行甚少使用常設性窗口工具之實情。

6. 瑞典央行的常設性窗口操作

瑞典央行網站或出版刊物未公佈央行操作之相關資料，爰掃描其 2001 年第 1 季季刊中一篇文章“Steering interest rates in monetary policy-how does it work?”之圖，加以說明瑞典銀行使用常設性窗口的情形。該圖顯示

1994 年 6 月至 2000 年 12 月銀行使用常設性窗口之融通與存款工具之金額平均約 2 億瑞典幣。除 1994 年底至 1995 年初因央行未進行微調操作，導致銀行大量使用窗口工具，其金額較大，且導致隔拆利率波動較大外，其餘期間之常設性窗口工具使用之金額均很小，此實與瑞典央行每天進行微調操作有關。1999-2000 年之平均使用常設性窗口操作之金額則僅及 5 千萬瑞典幣，約占該兩年資金不足數之 0.1%。上述資料亦清楚說明瑞典銀行使用常設性窗口工具之比率微乎其微。

圖 5-3 Diagram 2. The Swedish overnight interest rate and the use the facilities



六、本行當前的貨幣政策操作方式

本行的貨幣政策操作基本架構雖鮮少作 全面性大幅度的調整，但為因應經濟金融情

勢發展需要，實務上的操作細節亦曾進行多次調整，如改革準備制度，取消準備率下限規定，增列其他負債之提存準備規定等。大體而言，本行目前採貨幣數量之控管方式，每年年底公佈次年 M2 之成長目標，經由對貨幣總計數之控管，達成金融與物價安定之目標。

貨幣政策工具係央行執行貨幣政策的手段，本行的貨幣政策工具包括準備金制度、貼現窗口融通制度、公開市場操作、金融機構轉存款及選擇信信用管理等，其中選擇信信用管理包括選擇信信用融通及選擇信信用管制，選擇信信用管制曾於民國 78 年 2 月採行，隨著時代環境之變遷，78 年 2 月的管制措施已於 85 年中止。至於選擇信信用融通則包括各項專特案融通，肩負政策使命，擬不在此贅述，本節將重點說明主要貨幣政策工具在貨幣政策操作的角色如下，亦不贅述各項工具之相關細節（註 11）：

（一）準備金制度

多數國家央行在 1990 年代考量準備金制度之準備稅，加諸銀行經營上的負擔。為提高銀行在國內與國外的競爭力，渠等紛紛改革準備金制度，全面廢除或大幅降低準備率之舉成為一種國際風潮，惟美國 Fed、或德國聯邦銀行，甚至後來之歐洲央行則仍維持法定準備制度，以利其貨幣政策操作資金估測之可預測性。為降低銀行之負擔，歐洲央行對準備金付息，美國 Fed 則因欠缺法源迄未

對準備金付息，但對準備金付息的法案已醞釀多年，似有實施在即的眉目。

準備金制度傳統上扮演強有力之工具角色或已逐漸蛻變中，但其助益央行維持資金穩定變動之功能並未因其重要性降低而有所抹滅，本行亦基於其助益央行維持資金穩定變動之功能，仍維持平均計算基礎之法定準備制度作為貨幣政策工具之一環，但平均法定準備率已由往昔之二位數顯著降低至約 5% 左右。本行亦對準備金乙戶付息，對減輕銀行資金成本有相當正面的意義。英格蘭銀行新近之貨幣市場操作改革，即修正其原先無準備制度之觀念，改採非法令強制規定之銀行自願性平均準備規定，並將對準備目標付息。英格蘭銀行上述舉動之成效雖有待驗證，但若結合美國 Fed 及歐洲央行的想法，似亦可用來說明準備制度功成身未退之內在意涵。因此，本行雖不斷檢討準備金制度之若干細節，但維持準備金制度實具備貨幣政策實務操作之必要性與正當性。

（二）貼現窗口融通制度

貼現窗口融通制度包括調整貼現率及窗口資金融通，在本行貨幣政策操作上除擔任揭示政策動向訊息、準備不足之資金融通角色外，其最後貸款者角色在金融安全網維持金融安定之央行職責上，亦居相當重要的角色。盱衡近數年來全球央行業務的發展，隨著央行操作對市場導向的重視，傳統上貼現率低於市場利率之貼現窗口政策已大都為市

場利率導向之高於市場利率之常設性窗口操作工具所取代，例如美國Fed、早期之德國聯邦銀行及瑞典央行等，瑞典央行甚至廢除貼現率，直接以隔夜融通利率取代。各該國央行以無金額限制之作業方式，有效調節營業日底未經預期之資金供需，亦利用該工具繼續扮演央行最後貸款者角色。

考量我國現行仍採貨幣數量控管之操作模式，目前之貼現窗口融通制度亦足敷需要，似無檢討貼現窗口融通制度之急迫性。但因維持短期利率穩定亦為本行當前貨幣政策實務操作的目標之一，未來若改革當前之窗口制度為常設性窗口工具，則在具備抑制市場利率波動之上限與下限利率後，清楚、簡單、透明、易懂之工具，將可有效引導短期利率依循本行的期望水準變動。

(三) 公開市場操作

日操作基礎之公開市場操作係本行當前使用頻率最高，也是最重要的貨幣政策工具。台灣島國經濟之高貿易依存度，長久以來呈現貿易順差，國外資產累積之經濟金融情景，導致銀行體系資金普遍寬鬆，甚至出現游資氾濫的現象。為維持物價、匯率與短期利率的穩定，本行爰經由公開市場操作發行單券，適度沖銷銀行多餘的流動性，截至94年5月底止央行定存單之發行餘額已高達新台幣3兆8千億元。

(四) 金融機構轉存款

嚴格而言，金融機構轉存款是一種貨幣

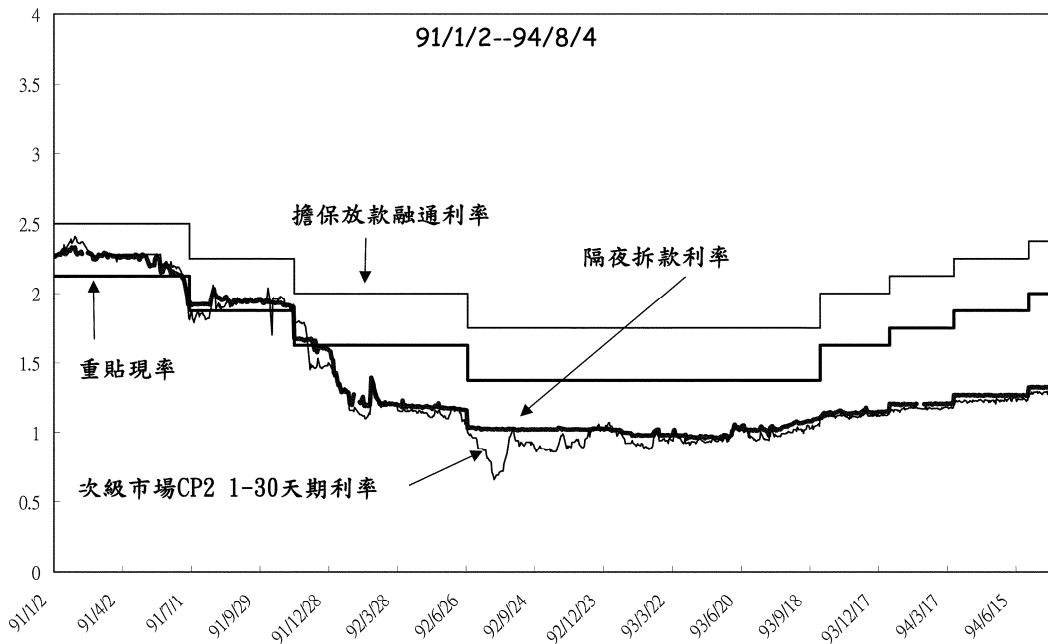
政策之輔助工具，但該項工具在我國的重要性較高，實具備歷史背景因素，與我國的金融制度設計有關。例如郵政儲金轉存制度，即因郵政公司依法不能承作放款業務，將其吸收之郵政儲金轉存央行（註12）；又如銀行的定期存款轉存款，其轉存對象包括收受基層金融機構存款之農業銀行，以及經中央銀行專案核准之銀行。截至94年5月底止前兩項轉存款之餘額分別為新台幣1兆3千6百億元及5千8百億元，兩者合計高達新台幣1兆9千4百億元，若再加計發行單券餘額，則同一期底央行沖銷之流動性即高達5兆7千多億元，換言之，公開市場操作與金融機構轉存款促使準備貨幣收縮5兆7千多億元，在當前本行之貨幣政策操作居重要角色。

儘管本行利用前述貨幣政策工具執行貨幣政策，在控管M2中間目標時，以準備貨幣為操作目標，但實務操作上，並未偏廢對短期利率的重視，特別是對隔夜拆款利率的重視，力求維持隔拆利率穩定變動（參見下圖：本行政策利率與短期利率）。為達成M2目標，於實務操作上，透過計量模型之模擬分析，設定每個月的準備貨幣目標，以及隔夜拆款利率的期望水準。此種價量兼顧的操作模式是一種技術與藝術，也增加貨幣政策操作的挑戰與困難度。就過去的資料觀察，當前的操作模式符合國情需要，尚無全面改革之必要性。惟若考量金融市場與支付制度之快速與長足發展，貨幣定義漸趨不穩定將

是不可避免的問題，在國際間央行普遍採利率控管模式之操作架構下，期利率區間操作與常設性窗口操作工具的實務經驗，對本行未來近一步檢討貨幣政策操作時，甚具啟示

力與借鏡學習之處。英格蘭銀行貨幣市場操作新制異於他國之差異化管理，尤值得進一步深思與驗證其成效。

本行政策利率與短期利率



資料來源：本行金融統計月報。

七、結論與建議

本文由英格蘭銀行最新的貨幣市場操作改革個案深入探討，引發更進一步探尋國際間央行貨幣政策操作策略新發展趨勢之研究動機。盱衡控制利率之操作模式已大都為先進國家之央行貨幣政策操作之共通模式，如何有效控制短期利率平穩變動，爰為各國央行努力以赴的目標，就渠等央行之操作經驗觀察，其操作工具或策略都大同小異，就控

管隔拆利率沿著政策利率目標變動之績效而言，亦皆表現出色，令人刮目相看，嘖嘖稱奇。

利率區間操作模式為各國央行採用之相同策略，隔夜融通或存款之上下限利率具備抑制市場利率變動之功能，其中最重要的是，該上下利率由央行設定，意指利率不會超越央行的期望水準。在央行公信力的承諾

下，以公開市場操作充分供應銀行體系已知之資金變動，再由常設性窗口操作調節營業日底未知之資金變動。此種操作模式簡單、透明、易懂，在實務操作之經驗累積下，逐漸突顯常設性窗口操作工具為央行控制利率的最主要工具，而公開市場操作僅用來調節銀行體系之資金變動，並非央行控制利率的最主要工具。事實上，就各國銀行實際使用常設性窗口之情形觀察，幾乎是微乎其微，佔央行流動性管理之比率大都不及 1% 但即使銀行甚少使用，亦未消若其在貨幣政策操作的重要性。

近十餘年來各國央行莫不經常借鏡他國的成功經驗，改革其貨幣市場操作，以有效控制短期利率變動。此種國際間央行貨幣政策策略之發展趨勢，已顛覆作者往昔以公開市場操作為最主要貨幣政策工具，常設性窗口操作為輔助性工具之舊思維，也是研究本文的最大發現。一國央行只要建構適合其國情之利率區間操作架構與常設性窗口操作機制，即能有效控制短期利率變動，但其成功的前提是，央行具公信力，操作工具須簡單、透明、易懂。

英格蘭銀行最近改革其貨幣市場操作，其目的即在於全面檢討其長久以來所使用老式過時的操作架構，學習他國經驗，建構完成一適合英國的利率區間操作架構及常設性窗口操作機制。更通俗而言，英格蘭銀行的貨幣政策操作較他國頻繁，但其隔拆利率的

波動卻較他國大，因此，該行歷時 2 年餘鉅細靡遺檢討其各種操作細節，並兩度公佈改革計畫諮商報告書，在回收意見後再據以檢討改進，希望這一次大規模的改革措施，能提昇該行之流動性管理架構效率化、安全化、彈性化，在簡單、透明、易懂的操作架構與公正、具競爭力的英鎊貨幣市場的市場導向運作下，隔夜拆款利率能緊沿著 MPC 附買回利率變動。

英格蘭銀行貨幣市場操作改革包括新採平均準備制度、縮小公開市場操作頻率與期限、及兩段式利率區間寬幅三大方向，俾英鎊貨幣市場的隔拆利率能緊沿著官方公佈之公開市場操作利率變動。英格蘭銀行的官員認為當前全球市場都將焦點置於貨幣政策委員會或理事會如何決定利率，以及利率至經濟成長及通貨膨脹的傳遞管道，而甚少將注意力集中於貨幣政策委員會決定之政策利率在傳遞機制第一階段的重要角色，英格蘭銀行即以上述為改革重點，希望結合他國經建與自己的創意，建構成智慧型的操作架構。

改採平均準備制度對英格蘭銀行而言係一項全新的創舉，惟其實務迥異於國際間之法定準備制度。該行未來之平均準備制度不具法源基礎，由銀行自行設定其準備目標，央行則設定 1% 的目標範圍。央行對合乎準備目標者付息，未達目標者則有罰責。擴大參與央行貨幣市場操作的合格對象，亦係英格

蘭銀行的重點改革工作，以有效改善往昔侷限於少數清算銀行使用該行工具，反而造成市場利率波動的不利現象。英格蘭銀行此次改革亦大幅縮小公開市場操作頻率，由當前之一日數次改為一週一次，提存期底則佐以微調操作。至於其利率區間操作之上限限差距仍維持上下對稱 100 個基本點之方式，但提存期底之常設性窗口操作之上下限利率則大幅縮小為上下 25 個基本點，此種兩段式利率區間之操作方式亦迥異於他國央行只有一種利率區間之方式，英格蘭銀行宣稱希望其創新的改革措施能進一步成為他國央行學習仿效的對象。

本行當前的貨幣政策操作仍以貨幣總計數 M2 為貨幣政策中間目標，實務操作上則未偏費對短期利率穩定變動的重視，亦經常檢討改進操作方式，以有效發揮操作功效。在國際間多數央行普遍採行利率控管模式之操作架構下，其利率操作區間與常設性窗口操作機制之實務經驗，對本行未來進一步檢討貨幣政策操作時，甚具啟示力與借鏡學習

之處。英格蘭銀行貨幣市場操作新制異於他國央行之差異化管理，由值得進一步深思與驗證其成效。

公開市場操作仍屬央行控管短期利率平穩變動之最主要工具嗎？答案是否定的，但僅適用於採利率操作模式的央行，就仍採數量控管模式的央行而言，公開市場操作仍為其最重要的貨幣政策工具。事實上，在當今金融市場多元化，變遷速度又快的時代，近數年來國際間已另興起央行操作之新思潮，央行的溝通政策才是央行執行貨幣政策的最重要工具，透過讓大眾了解央行，同時讓央行了解大眾的雙向溝通方式，在成功的策略運作下，才能充分發揮央行執行貨幣政策工具的綜效。學者特別指出近 20 年全球央行業務已出現極大的轉變，往昔的央行最好少說，讓行動說明一切；現代的央行則最好多說，且聲音要大於行動，呼籲央行應自沉睡 20 年之久中覺醒。此種進一步顛覆傳統教科書之新思維，亦值得我門進一步觀察與深思，並作為後續研究之主題。

附 註

- (註 1) 包括 1996-1998 年間開始執行附買回操作，改以合格交易對手取代貼現商號作為公開市場操作之對象；1999 年起擴大合格擔保品之範疇；2001 年進一步採用隔夜存款機制，作為抑制市場利率變動之下限。
- (註 2) 市場二階結構，意指市場之金融機構約可分為大型金融機構及中小型金融機構，前者規模大極易由央行或市場籌措資金，中小型銀行則大都仰賴大型銀行供應資金，此種二階的市場結構極易拉大利率波動幅度。
- (註 3) 現金比率存款係指特定大型銀行與房貸協會依規定存在央行之無息存款，英格蘭銀行運用該存款賺取的收益，作為該行的業務操作費用。並非所有銀行均需提存現金比率存款，央行設定銀行應提現金比率存款平均合格英鎊負債之最低門檻為 5 億英鎊。
- (註 4) 採日曆日期而不採營業日計算，主要取其規則性，且與貨幣市場之計算方式相同。

- (註 5) 原已流通之銀行承兌匯票則繼續充當合格擔保品至 2005 年 8 月 17 日止。
- (註 6) 若星期四為國定假日，英格蘭銀行將事先調整操作日期，並公佈於年度操作時程中。
- (註 7) 2005 年 3 月 14 日宣布之過渡期間之操作方式中，其二週期未到期餘額依 MPC 利率調整。亦即未到期餘額自利率調整日起改依新的利率水準計息。
- (註 8) 英格蘭銀行自 2001 年起採行隔夜存款工具。
- (註 9) 直接以隔拆利率減政策利率目標，其中政策利率目標係指利率區間操作的中數，有些國家直接以隔拆利率目標為政策利率，有些則以公開市場操作附買回利率為政策利率。
- (註 10) 無法由加拿大央行網站或其金融統計刊物獲得常設性窗口操作的資料。
- (註 11) 有興趣者，可參考本行編印之 93 年版『中華民國中央銀行之制度與功能』。
- (註 12) 郵政儲蓄轉存制度歷經多次變革，有興趣者可參考央行編印之 93 年版『中華民國中央銀行之制度與功能』。

參考資料

1. 黃富櫻(1999)，「英格蘭銀行及歐洲央行的貨幣政策操作與貨幣市場管理—兼述對我國貨幣政策操作的啟示」，業務局，民國 88 年出國報告。
2. 黃富櫻(2002)，「主要工業國家中央銀行利率區間操作模式比較研究」，業務局，民國 91 年 8 月。
3. 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。
4. 黃富櫻(2003)，「央行利率區間操作模式簡介」，經研處，民國 92 年 7 月，國際金融參考資料第 49 輯。
5. 黃富櫻(2004)，「美國 Fed 的公開市場操作」，經研處，民國 93 年 5 月。
6. 英格蘭銀行、歐洲央行、加拿大央行、澳洲央行、紐西蘭央行及瑞典央行等之網站。
7. Annika Oyz(2005), "The Riksbank's management of interest rates-monetary policy in practice," *The Riksbank/Economic Review* 2/2005.
8. Bill Allen(2004), "Implementing monetary policy," *Central Banking* Volume XV, No. 2, November 2004.
9. Jan Frazer(2004), "Liquidity management in the New Zealand banking system," *Reserve Bank of New Zealand: Bulletin*, Vol.67, No.4.
10. Kerstin Mitlid and Magnus Vesterlund(2001), "Steering interest rates in monetary policy-how does it work?" *The Riksbank/Economic Review* 1/2001.
11. Paul Jenkins(2005), "Communication: A Vital Tool in the Implementation of Monetary Policy," Remarks by Paul Jenkins, Senior Deputy Governor, Bank of Canada, to the FMAC/FMA-USA Joint Conference 2004 at the Toronto, Ontario, 30 September 2004. *Bank of Canada Review*, Spring 2005.
12. _____ (2004), "Trends in money market operations," *Central Banking* Volume XV, No. 2, November 2004.
13. _____ (2005), "The Bank's money market reforms take shape," *Central Banking* Volume XV, No. 3, February 2005.
14. _____ (2001), "Adjustments of standing facility and interest rate on overnight ILF," No. 122/2001, Bank of Thailand News.
15. _____ (1997), "Reform of the Bank of England's operations in the sterling money markets," A paper by the Bank of England, February 1997.
16. _____ (2002), "The Bank of England's operations in the sterling money market," Bank of England, May 2002.
17. _____ (2003), "Bank of England review of sterling money market operations," News Release, Bank of England, 15 October 2003.
18. _____ (2004), "Reform of the Bank of England's operations in the sterling money markets—A consultative paper by the Bank of England," News Release, Bank of England, 7 May 2004.
19. _____ (2004), "Reform of the Bank of England's operations in the sterling money markets," News Release, Bank of England, 22 July 2004.

20. _____ (2004), "Manging the central bank's balance sheet:Where monetary policy meets financial stability," Bank of England Operational Notice, 28, July 2004.
21. _____ (2004), "Reform of the Bank of England's operations in the sterling money markets-A consultative paper," *Bank of England Quarterly Bulletin*, Summer 2004.
22. _____ (2004), "Reform of the Bank of England's operations in the sterling money markets—A second consultative paper," News Release, Bank of England, 25 November 2004.
23. _____ (2005), "Reform of the Bank of England's operations in the sterling money markets—A paper on the new framework by the Bank of England," Bank of England, April 2005.
24. _____ (2005), "Bank of England operations in the sterling money markets—Operational Notice(Applicable from 14 March)," Bank of England.
25. _____ (2005), "Monetary policy, stability and structural change," News Release, Bank of England, 1 March 2005
26. _____ (2005), "Monetary policy in the UK—The framework and current issues," News Release, Bank of England, 21 March 2005.
27. _____ (2005), "Implementing monetary policy : reforms to the Bank of England's operations in the money markets," *Bank of England Quarterly Bulletin*, Summer 2005.

附錄：英格蘭銀行二次貨幣市場操作改革諮詢報告之問題整理彙整表

公開諮詢報告	主要議題	針對回收意見後之決定事項
<p>第一次： 2004/5/7，希望在2004年6月11日以前回收意見。</p>	<p>1、英格蘭銀行希望了解銀行對準備金付息的看法： (1) 對付息利率的看法。 (2) 除了付息利率，是否有其他應考慮之因素。 (3) 該些因素如何變動，係季節性或有其他理由。 (4) 銀行在滿足 RTGS 日中流動性需求時，會選擇日中透支，或直接利用準備帳戶資金，各有何效益。 (5) 採用平均提存期制度或逐日提存制度，是否影響銀行對準備金付息的看法。 (6) 在平均提存期規定及逐日提存規定下，銀行會多久改變自訂帳戶目標水準，所持理由為何。</p> <p>2、英格蘭銀行以附買回操作釋出中長期資金，調節中長期或季節性資金需求（如聖誕節或新年之通貨需求）的做法是否有用。</p> <p>3、就公開市場操作的期限而言，銀行會選擇哪一種，一週、二週或隔夜。</p> <p>4、公開市場操作採變動利率標或固定利率標之優缺點為何？</p> <p>5、公開市場操作交易對手是否能配合央行之釘住（indexed to）MPC Repo rate，換言之，一旦 MPC 調整利率則原已承作公開市場操作未到期部分改按新的 Repo rate 計息。</p> <p>6、若英格蘭銀行以市場利率之變動利率標方式提供中長期（6、9、12 個月）資金融通，市場的做法如何，對公債附買回市場或應報貨幣市場有幫助嗎？</p> <p>7、銀行對央行在營業日內公開市場操作之操作時間有何看法？該時間點會隨著操作金額大小或期限而不同嗎？</p> <p>8、銀行會選擇下列哪種央行用來補正估測錯誤的方式，所持理由為何？ (1) 營業日底之微調操作。 (2) 利用常設性窗口融通工具，利率依 MPC Repo rate 計算（若融通金額大於誤差金額，則按比率決定融通利率）。 (3) 英格蘭銀行對銀行之準備帳戶餘額之目標範圍付息。</p> <p>9、當前對清算銀行在營業日底之移轉規定是否應予以取消。</p>	<p>英格蘭銀行針對第一次諮詢回收意見後所作之決定（見 2004/11/25 第二次諮詢報告書）： ● 決定新採平均準備制度。 ● 縮小提存期底日常設性窗口操作工具利率區間之範圍。</p>
<p>第二次：</p>		<p>英格蘭銀行針對第二次諮詢回收意見後所作之決定（見 2005/4 月之架構報告）：</p>

公開諮詢報告	主要議題	針對回收意見後之決定事項
2004/11/25， 希望在 2005 年 1 月 7 日 以前回收意見。	1. 英格蘭銀行希望儘快知道有興趣參加平均準備制度、作為公開市場操作交易對手或使用常設性窗口之所有合格機構。	
	2. 英格蘭銀行希望知道對準備金付息之機制是否與其他規定有關？	
	3. 在決定各會員單位各種準備目標上限以前，英格蘭銀行希望知道各潛在會員對上限目標各種組合的看法。	10 億英鎊或英鎊合格負債之 2% 中較高者，英鎊合格負債的定義與現金比率存款 (CRD) 之計算基礎同。
	4. 英格蘭銀行想知道市場的下列看法： (1) 能在接近提存期開始以前決定準備目標。 (2) 能儘早知道銀行體系得總準備目標。	通知央行未來提存期準備目標的時間：平均準備制度之合格會員最晚應在提存期開始前 2 個營業日通報央行其自行選定之準備目標。
	5. 為決定是否對各提存期準備目標之變動加以限制，英格蘭銀行希望知道市場對各提存期準備需求變動的看法。	
	6. 英格蘭銀行希望知道經由 SWIFT 提供會員帳戶資訊是否對任何會員造成運作上的困難。	
	7. 英格蘭銀行希望知道對準備帳戶的管理方式是否造成會員的作業困擾。	
	8. 公開市場交易對手是否能配合一週操作一次的當天交割作業，能否積極使用 pre-positioned 擔保品機制。	一週一次公開市場操作的清算作業：英格蘭銀行採同一天 (same-day) 清算的作業方式。
	9. 英格蘭銀行希望知道市場是否希望再非貨幣政策會一日期之公開市場操作在上午進行 (如上午 10 時)，以便利交割或其他理由，或希望央行都在同一天的相同時間進行 (如中午 12 時 15 分)，理由為何？	一週一次公開市場操作的操作時間：MPC 公佈會議決議日之操作時間為中午 12 時 15 分，其他日期則為上午 10 時。
	10. 依據本報告的說明，英格蘭銀行希望知道準備提存期準備需求的可能型態，特別是，會員能否量化準備需求受嘴被目標、營業日抵不確定性及準備目標範圍的影響程度。	
	11. 英格蘭銀行想知道央行在反向沖銷資金食，交易對手偏好附賣回方式或存款方式，理由為何？	反向沖銷操作的偏好方式：反向操作將採公債附賣回方式 (gilt DBV repo)
	12. 英格蘭銀行將公佈各提存期間銀行體系流動性部位的說明，市場認為哪些項目是有用的，理由為何；是否尚有其他須公佈的項目。	央行將公佈所有與銀行體系準備部位及央行操作關的資訊。
	13. 英格蘭銀行決定不採行 3 個月期及以下之附買回操作，但仍希望知道市場對上述決定的看法。	
	14. 英格蘭銀行希望知道市場對 6、9 及 12 個月等較長期限公開市場操作的看法，其操作頻率係按月或按季。	
	15. 英格蘭銀行將提存期底日之其他日期之常設性窗口利率設定為上下 100 基本點，仍希望市場對上述的看法。	央行將提存期間之常設性窗口利率設定為上下 100 基本點，MPC 官方附買回利率為利率區間中數。

公開諮詢報告	主要議題	針對回收意見後之決定事項
	16. 英格蘭銀行希望知道各會員如何量化準備目標範圍，及準備目標大小影響準備需求的程度，包括提存期間的需求型態。	準備目標設定為上下 1% 的範圍。
	17. 在提存期底日，在 CHAPS 當日之營業時間結束後，清算銀行是否需要一個短時段，自行調節資金需求；在改採新操作機制後英格蘭銀行能否終止原有之營業日底資金調節機制（End-of-day Transfer Scheme）。	<ul style="list-style-type: none"> ● 在提存期底日，CHAPS 當日之營業時間結束後，央行將新採 10 分鐘的時段供清算銀行間移轉準備資金。 ● 在改採新操作機制後，英格蘭銀行將終止原有之營業日底資金調節機制（End-of-day Transfer Scheme）。
	18. 在提存期底日，在 CHAPS 當日之營業時間結束後，若提供清算銀行一個短時段用來調節資金需求，則在營業日開始肇因真正的技術或系統面問題無法順利清算的案件，在交易雙方清算銀行同意後能否亦利用最後之時段完成清算作業；在改採新操作機制後，英格蘭銀行能否終止原有之營業日底最後資金調節機制（Late-Transfer Scheme）。	<ul style="list-style-type: none"> ● 在營業日開始肇因真正的技術或系統面問題無法順利清算的案件，在交易雙方清算銀行同意後可利用最後之 10 分鐘時段完成清算作業。 ● 改採新操作機制後，英格蘭銀行將終止原有之營業日底最後資金調節機制（Late-Transfer Scheme）。
	19. 常設性窗口工具如何補足 Stricken Bank Liquidity Scheme 在英鎊支付之偶發事件的資金安排。	
	20. 英格蘭銀行希望知道若改採新制，銀行及房貸協會需要多長的準備時間，特別想知道， (1) 銀行及房貸協會在作業上需要調整的主要部分。 (2) 上述調整需要多長的時間。 (3) 在進行作業調整時，是否遭遇何種干擾或限制。	
	21. 在正式實施新制以前，在過渡期間，現行的合格交易對手對公開市場操作未到期餘額依兩週期 REPO 利率調整（Indexed two-week repos）的過渡方式，是否面臨作業上的困擾。	<ul style="list-style-type: none"> ● 英格蘭銀行已於 2005 年 2 月 11 日宣布該行將在完全實施新制以前之過渡期間，採行 indexed two-week repos 的方式。 ● 上述過渡期措施自 2005 年 3 月 14 日起實施。

註：資料來自英格蘭銀行兩次諮詢報告書及 2005 年 4 月公佈之最後定案報告。

（本文完稿於 94 年 9 月，作者現為本行經濟研究處研究員）