

## 美國改革貼現窗口融通制度之簡介\*

黃 富 櫻

### 一、前 言

美國聯邦準備理事會 (Board of Governors of Federal Reserve System) 為改革貼現窗口融通制度，於 2002 年 5 月 17 日發布新聞稿，公佈改革計畫，希望在 90 天內廣徵社會大眾之意見。上述期間內該理事會共收到 61 件來自存款機構、各公會、個人及各區聯邦準備銀行等所提供之正反意見及相關建議。聯準體系 (以下簡稱 Fed) 在參酌各方意見後，於 2002 年 10 月 31 日宣佈新貼現窗口融通制度，並自 2003 年 1 月 9 日起正式實施。2003 年 1 月 6 日 Fed 理事會公佈實施新制起之主要融通及次要融通利率分別為 2.25 % 及 2.75 % 。

Fed 重申實施新制旨在透過結構變動有效提高貼現窗口功能，並無改變貨幣政策動向之意圖，亦不會改變目前聯邦公開市場委員會 (FOMC) 設定聯邦資金利率短期目標之操作方式。新制以「主要融通」( primary

credit ) 替代舊制低於市場利率之「調節性融通」( adjustment credit, 適用貼現率) ; 以「次要融通」( secondary credit ) 替代舊制之「延長性融通」( extended credit ) ; 季節性融通 ( seasonal credit ) 及緊急融通 ( emergency credit ) 則大致維持不變。其中主要融通之改革幅度較大，以市場價格導向及合格融通對象，替代往昔之行政管制，Fed 稱大多數營運健全之存款機構均可取得主要融通資格。事實上，Fed 的貼現窗口新制與 Frederic S. Mishkin 及 Milton Friedman 等著名貨幣經濟學家早期改革貼現窗口政策之主張，及貼現率與市場利率連動之替代性方案頗為近似。本文爰扼要說明 Fed 貼現窗口融通之舊制與新制，比較分析新舊制度之差異，並重點說明學者專家早期改革貼現窗口政策之主張，最後為簡單結語。

---

\* 本文承施處長燕、葉副處長榮造與施副處長遵驊的悉心審閱與斧正，以及陳襄理一端提供寶貴意見，特致謝忱；惟本文的觀點僅代表個人意見，與服務單位無關，如有疏漏或謬誤，概由作者負責。

## 二、Fed 貼現窗口融通舊制

Fed 貼現窗口融通舊制包括調節性融通、延長性融通、季節性融通及緊急融通等，分別適用不同的融通利率。圖一顯示各種貼現融通利率、聯邦資金利率目標及聯邦資金利率實際值，其中調節性融通即以貼現率（discount rate）計息，通常低於聯邦資金利率目標 0.25-0.50 個百分點，季節性融通利率及延長性融通利率則通常等於或高於貼現率。以 2002 年 12 月為例，貼現率為 0.75 %，聯邦資金利率目標為 1.25 %，聯邦資金利率實際值為 1.24 %，季節性融通利率為 1.30 %，延長性融通利率為 1.80 %。茲分別說明舊制之各種融通類型、合格融通對象、融通原則及其缺失如下：

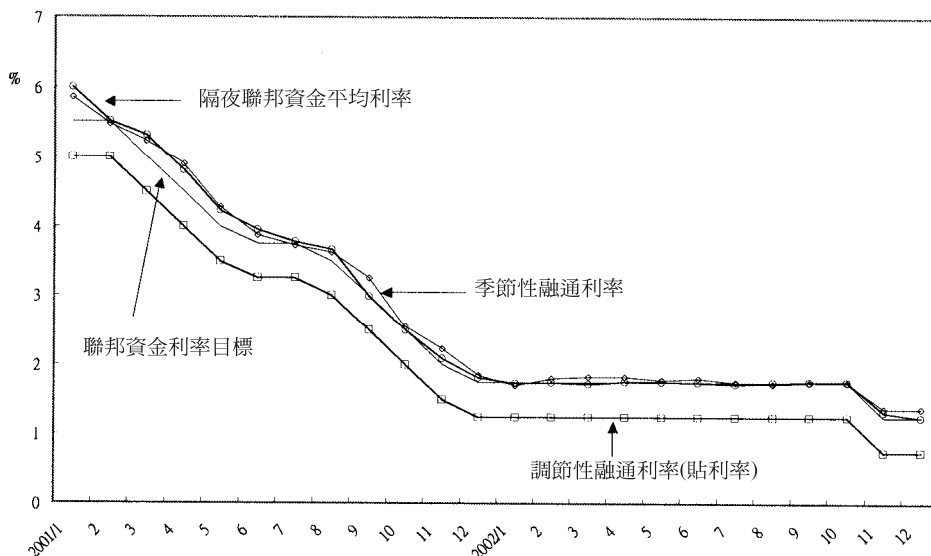
### （一）各種融通類型：

#### 1、調節性融通：

(1) 融通利率及適用對象：係最常見之貼現窗口融通方式。存款機構在無法自正常融資管道取得資金，以及非預期之存款流失時，所發生之暫時性資金需求，可申貸調節性融通以補準備不足，或避免發生隔夜透支之情況。融通利率按貼現率計息。

(2) 融通期限：融通期限為隔夜或數日。法令對此項融通僅提供一般性指導原則，因此 12 家區域性聯邦準備銀行之貼現窗口官員在核定是否准駁融通申請時，具有相當大之自行裁量權，其主要判斷依據包括存款機構確實無法自其他資金來源取得資金及申貸機

圖一 Fed 舊制下之聯邦資金利率與貼現融通利率



構之資金需求確屬適當，後者尚包括申貸機構確無利用低利貼現窗口資金賺取利差之套利行為。

#### 2、延長性融通：

(1) 適用對象：存款機構因非預期之金融情勢變化，或非預期之流動性緊縮，致無法由正常市場籌資管道籌措資金時，得申貸延長性融通直至基本問題解決為止，例如，經由同業購併、挹注更多資本、或由其存保機構採行其他援助措施等。

(2) 融通利率：延長性融通之前 30 天採貼現率計算，但聯邦準備銀行可自行決定縮短該天數。超過 30 天後，採與市場利率連動之彈性利率計息，該彈性利率在每二週提存期之第一天重訂一次，其利率水準高於市場利率。

#### 3、季節性融通：

(1) 適用對象：季節性融通適用於每年有明顯特定期間重複發生資金需求型態之存款機構。此種融通用來協助中小型存款機構因應一年內存放款之特定季節性波動，該等機構大都位於農業或鄉村地區，缺乏取得貨幣市場資金之有效管道。

(2) 融通期限：季節性融通之期限最常可達 9 個月，到期復可續作。

(3) 融通利率：季節性融通利率以市場利率為訂定基礎，且不低於調節性融通之貼現率。自 1992 年起，該項利率係與每月之聯邦資金加權平均利率及可轉讓定存單利率相連

動，以貼現率為下限。此種彈性利率在每二週提存期之第一天重訂一次，以反映前一提存期之市場利率變動。

#### 4、緊急融通：

(1) 適用對象：緊急融通之適用對象較廣泛，除存款機構外，在不尋常之緊急狀況下，Fed 理事會授權各區聯邦準備銀行提供緊急融通予個人、合夥、公司等非存款機構者。

(2) 適用利率：Fed 並未訂定緊急融通之融通利率，依據「聯邦準備法」之規則 A（regulation A）規定，此種利率須較對存款機構融通之最高利率尤高。若申貸者缺少擔保品時，提供緊急融通必須至少有 5 位聯邦準備理事會理事投票贊成。由於此種情況極少發生，自 1930 年代中期開始，Fed 即未再提供此種融通。

#### （二）貼現窗口合格融通對象：

往昔僅 Fed 之會員銀行具備使用貼現窗口融通之資格，惟自 1980 年之「存款機構解除管制與貨幣控制法」（Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act）通過以來，全體存款機構均為合格申貸機構。

#### （三）融通原則：

- 1、申貸者須具備適當理由。
- 2、其他合理可取得資金之來源用盡後，才能申請貼現窗口融通。
- 3、貼現窗口經辦人員以彈性裁量權判斷

是否提供資金融通。

4、申請融通必須提供十足擔保品。

#### (四) 貼現窗口融通舊制之缺失：

1. 貼現窗口融通作業僅有一般性之指導原則，貼現窗口官員在准駁融通申請案時，具有相當大之自由裁量權。存款機構在申貸時欠缺特定規則遵循，換言之，申貸作業未透明化。
2. 申請貼現窗口融通者須提出適當理由。

3. 申貸者必須先用盡其他可能資金來源後，才能申貸貼現窗口資金。

4. 貼現率低於市場利率，聯邦準備銀行擔心存款機構以低利資金套利賺取利差，致審核申貸案件時格外嚴謹。

5. 行政作業規定既繁瑣又嚴苛，申貸者使用窗口復普遍存在遭致污名之疑慮，導致存款機構使用貼現窗口之意願不高，影響貼現窗口作為調節貨幣市場緩衝器之功能。

### 三、Fed 貼現窗口融通新制

Fed於2002年10月底宣佈新的貼現窗口融通制度（以下簡稱新制），放棄1913年開始採用貼現率低於市場利率之傳統融通方式，改採高於市場利率之融通機制，並以市場價格導向及合格融通對象取代往昔之行政作業規定，新制自2003年1月9日起實施。Fed稱其高於市場利率之融通機制與其他國家央行之措施類似。先進國家中，歐洲央行、澳洲、紐西蘭、英國、瑞典及加拿大等國央行均已採行類似機制，日本亦於2001年3月起實施倫巴形式融通(註1)。

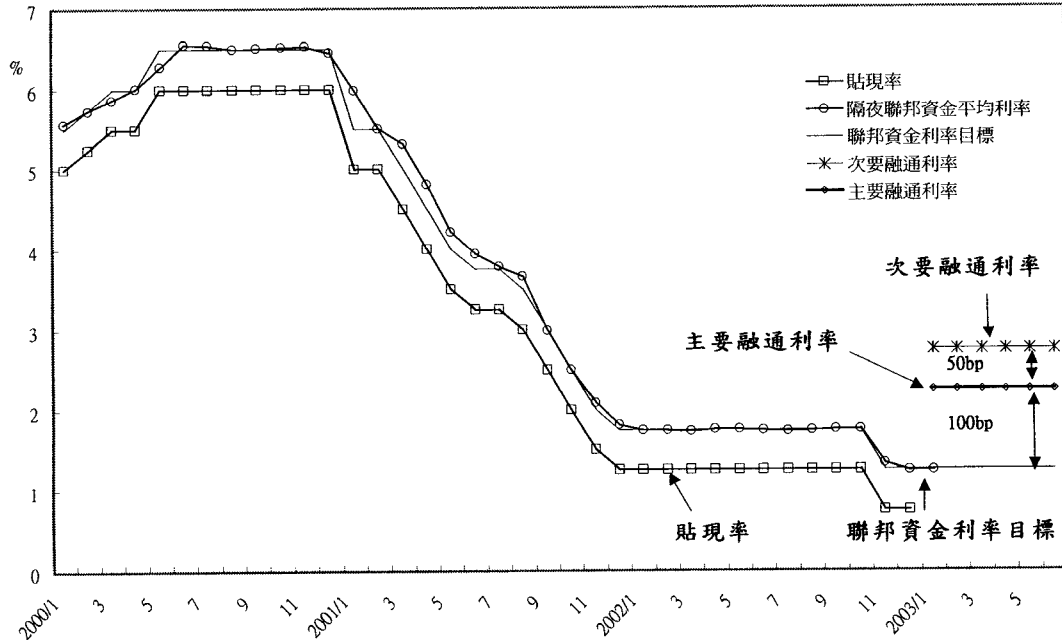
Fed之貼現窗口融通新制，以主要融通及次要融通取代舊制之調節性融通及延長性融通，季節性融通及緊急融通則無顯著變更。相較於舊制之調節性融通，新制之主要融通是一種行政規定甚少、行政成本甚低之融通方式。儘管新制取消許多行政作業規定，例

如聯邦準備法規則A第201.3(d)條中規定存款機構取得之主要融通資金無須聯邦準備銀行同意，即可在聯邦資金市場拆出，Fed稱新制之主要融通為"No-questions-asked"，而是"How much for how long"；但次要融通則仍保有若干行政限制，例如，存款機構以次要融通方式取得之資金不得在聯邦資金市場再拆出，或用來擴充其資產負債表。

新制之主要融通利率及次要融通利率與聯邦資金利率目標間之關係如圖二所示。目前Fed維持聯邦資金利率目標於1.25%水準，其主要融通利率及次要融通利率分別為2.25% (=1.25% + 1%) 及 2.75% (=2.25% + 0.5% 或相當於 1.25% + 1.50%)，Fed理事會已於2003年1月6日公佈上述利率水準作為1月9日起適用之新融通利率。

部分反對者認為新制之利率加碼幅度太

圖二 新制下聯邦資金利率與各種融通利率之關係



高，主要融通利率以聯邦資金利率目標加 100 個基本點之計息方式，恐加深聯邦資金利率之波動幅度。就圖三 2003 年 1 月 2 日至 3 月 10 日聯邦資金利率與各種融通利率之日資料變動情形觀察，實施新制以來，聯邦資金利率仍沿著目標水準變動，短期內似未加劇利率波動。事實上，Fed 在宣佈新制時，已一再重申貼現窗口制度是一種結構性的變革，並無改變貨幣政策動向之意圖，Fed 希望主要融通利率在資金緊俏之際能扮演抑制利率波動之利率上限功能。至於利率下限部分，Fed 迄無類似他國央行之存款工具（deposit facility），因此尚無存款利率下限（註 2）之機制，主要係因 Fed 對超額準備付息之法源尚付闕

如，實務操作上亦無迫切性。

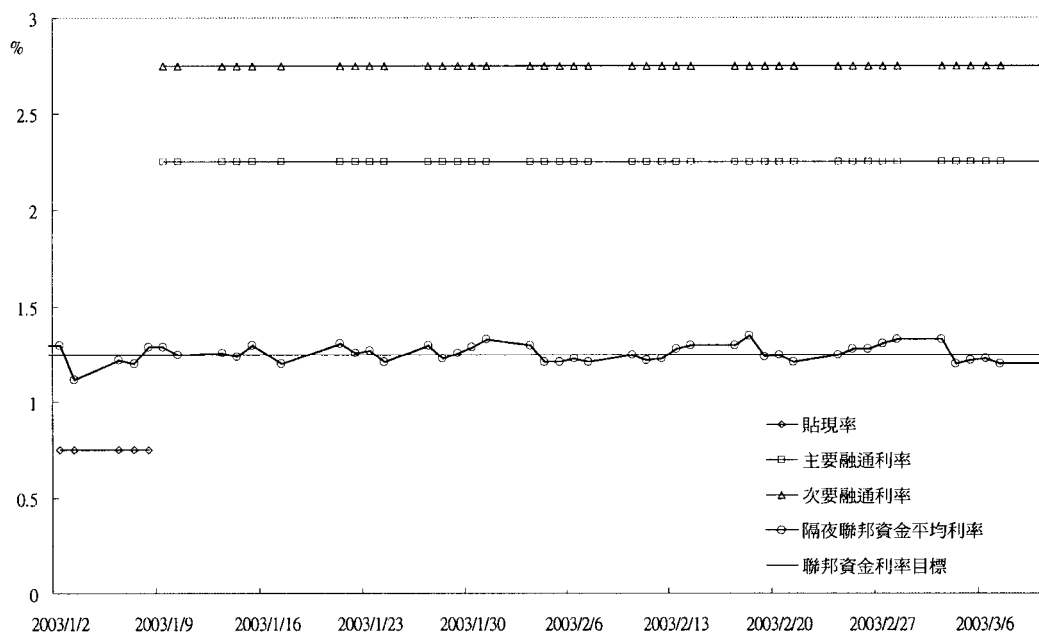
茲分別說明學者專家早期改革貼現窗口政策之主張、Fed 改革貼現窗口制度的目的、實施新制對存款機構及 Fed 的好處，以及改革後之各種融通類型如下：

**(一) 學者專家早期改革貼現窗口政策之主張**

經濟學家 Frederic S. Mishkin (2001) 之教科書中有關美國貨幣政策工具的探討篇中即曾說明貼現窗口政策之缺點，而 Milton Friedman 等多位貨幣經濟學家早期亦曾有廢除貼現窗口政策、以及貼現率與市場利率連動之替代性主張，茲扼要說明其重點如下：

- 1、貼現窗口政策之缺點：Mishkin (2001) 認為貼現率雖具有宣示效果，但宣

圖三 實施新制後聯邦資金利率與各種融通利率之變動關係



示效果可能是貨幣政策之阻力而非助力，主要係因貼現率具有下列缺點：

(1) 可能誤導市場對 Fed 政策措施之解讀，干擾政策效果。例如，當聯邦資金利率上升而較貼現率高出甚多時，將導致貼現窗口融通大幅增加，即使 Fed 無意圖讓聯邦資金利率提高，但為避免銀行取得之貼現資金變成超額準備，不利信用控制，Fed 可能被迫提高貼現率，以因應市場利率走勢，如此一來，市場可能誤解 Fed 將採較緊縮的政策。

(2) 當市場利率變動時，Fed 設定貼現率於特定水準之僵固性，將導致市場利率與貼現率間之幅度拉大，可能誘使銀行大量使用貼現窗口。

除了上述宣示性效果之缺失外，Mishkin 亦認為貼現窗口政策之效力不如公開市場操作：

(1) 央行固可決定貼現率，但是否借取貼現資金則由銀行決定，有時央行欲透過貼現窗口挹注資金之效果遠不如公開市場操作來得有效，央行執行公開市場操作具有完全的自主性。

(2) 公開市場操作頗為靈活，可輕易執行逆向操作，反觀貼現率政策，不易快速逆轉。

2、Friedman 等學者專家主張廢除貼現窗口政策之理由：M. Friedman 及一些經濟學家早先主張 Fed 廢除貼現窗口政策，以建立更



好的貨幣控制。Friedman 認為在建立聯邦存款保險 (FDIC) 制度後，可降低發生銀行遭擠兌之機率，因此貼現窗口制度無存在的必要性，取消貼現窗口制度可降低準備貨幣因貼現窗口金額變動造成之波動，接著可降低貨幣總計數非預期的波動。但亦有許多人批評 Friedman 的主張，渠等強調唯有央行在背後扮演最後貸款者 (lender of last resort) 角色時，FDIC 才能發揮避免發生銀行擠兌之效果。再者，Fed 的貼現窗口亦能助益無關銀行倒閉之金融危機，例如 1987 年 10 月 19 日之黑色星期一 (Black Monday) 事件，美國股市非預警大崩跌，市場流動性驟失，Fed 即透過貼現窗口立即挹注資金，對穩定金融市場貢獻卓著。

3、貼現率與市場利率連動之替代性方案：另有許多經濟學家提出貼現率應與市場利率連動之主張，例如與三個月期國庫券利率或聯邦資金利率連動。此種替代方案形同取消貼現率，但並未完全取消貼現窗口政策。它其實是一種懲罰性貼現率觀念 (penalty discount concept)，意指設定貼現率高於市場利率某一水準，此即當前先進國家普遍採行之常設性窗口操作工具 (standing facilities) 中之融通利率。採行此種替代性方案具備下列優點：

(1) Fed 可繼續使用貼現窗口政策，扮演資金的最後供給者角色。

(2) 當市場利率提高時，可消除市場利率

與貼現率間幅度拉大之現象。

(3) 當懲罰性貼現率觀念普遍被市場接受時，貼現窗口之行政指導將更為簡化，因為融通成本高於以貼現資金進行放款所獲得之收益。

(4) 貼現率的調整是自動的，將不再出現錯誤解讀政策訊息之情節，貼現率之宣示效果亦將自動消失。

## (二) Fed 改革貼現窗口融通制度之目的

1、改善貼現窗口制度之功能，希望新制在資金緊俏時，成為存款機構更具吸引力之資金來源，能充分扮演貨幣市場緩衝器 (buffer) 功能。

2、新制高於市場利率之設計，可降低舊制調節性融通利率 (貼現率) 低於市場利率，存款機構低利套利之誘因。

3、取消往昔之行政作業規定，改以合格標準篩選融通對象，反而可消除存款機構使用窗口有損其名聲之戒心(註 3)，從而提高存款機構使用貼現窗口之意願，及建立一套全國一致之貼現窗口行政規定。

4、Fed 取消行政作業規定後，亦可減輕其原先審查融通作業之繁瑣負擔。

## (三) 實施新制對存款機構之好處

1、提供存款機構另一種穩定之備援資金來源，用來調節未經預期之資金需求。

2、提供營運健全存款機構更自由、更具自主性之貼現窗口融通管道(註 4)。

3、提供更彈性之擔保品管理。

#### (四) 實施新制對 Fed 的好處

1、使貼現窗口成爲更有效之工具，輔助貨幣政策操作。

2、新制之融通利率高於市場利率，可消除舊制調節性融通低於市場利率之補貼色彩，並助益簡化 Fed 之行政作業，在核准貼現窗口融通時，主要以融通利率爲依據(註 5)。

3、面臨金融危機時，提供聯邦準備銀行快速調降主要融通利率之快捷處理方式。

#### (五) 新制下之各種融通類型

1、主要融通：主要融通是一種極短期之融通，通常爲隔夜，用來挹注營運健全存款機構 (sound institutions) 之流動性需求，其融通利率爲主要融通利率 (primary credit rate)。

(1) 融通利率：

a. 融通利率高於市場利率，實施初期以聯邦資金利率目標加 100 個基本點(註 6)計息。

b. 事實上，主要融通利率之設計近似爲因應 Y2k 電腦年序問題期間 Fed 曾使用之「特殊流動性機制」(Special Liquidity Facility, SLF)，SLF 亦只對營運健全之存款機構融通窗口資金，其利率以聯邦資金利率目標加 150 個基本點。

c. 新制中 Fed 亦規定金融危機(規則 A 中界定金融危機意指戰爭、恐怖攻擊、自然災害及其他災難事件對金融市場造成嚴重影

響)發生時，主要融通利率可迅速降至聯邦資金利率目標水準。理事會達到法定人數才能議決金融危機發生時之主要融通利率雖爲理想之作業方式，但爲爭取時效，2002 年 10 月 31 日理事會決議(已修訂規則 A 第 201.51 (d)條)：一旦金融危機發生，即使理事會未達法定人數，聯邦準備銀行可在理事會主席證明下，將主要融通利率迅速降至聯邦資金利率目標水準，並隨著聯邦資金利率目標調整。

(2) 融通期限：主要融通之期限通常爲隔夜，但營運健全之存款機構無法合理地在市場取得資金時，在聯邦準備銀行衡量下，其主要融通之期限可長達數週，惟須受較多之行政管理。

(3) 合格融通對象：

a. 經聯邦準備銀行評定爲營運健全之存款機構可獲取主要融通之融通資格，亦即爲主要融通之合格對象。

b. 聯邦準備銀行以金融監理的評等(例如 CAMELS，或 SOSA 及 ROCA)、金融機構之資本適足、準備銀行之裁量及一些輔助資料作爲營運健全金融機構之衡量標準(註 7)。

c. 金融機構如符合下列標準者，爲主要融通之對象：

(a) 至少達資本適足標準，國內註冊存款機構之 CAMELS 評等爲 1 或 2 級，及外商銀行在美分行具有 SOSA (Strength of Support



Assessment) 評定為 1 級者，及 ROCA (Risk Management, Operation Controls, Compliance, and Asset Quality) 評定為 1, 2 或 3 級者，幾乎肯定為合格者。

(b) 至少達資本適足標準，CAMELS 3 級 (或 SOSA 2 級及 ROCA 1, 2 或 3 級) 者，則為一般合格者。

(c) 至少達資本適足標準，CAMELS 為 4 級 (或 SOSA 為 1 或 2 級，及 ROCA 為 4 或 5 級)，但持續的金檢顯示其經營情況有顯著改善者。

(4) 其他規定：

a. 新制取消主要融通申貸者在申貸前須先用盡市場其他資金來源之限制。

b. 存款機構取得主要融通資金後可自由將資金拆出，藉以強化主要融通利率在市場資金緊俏時扮演抑制聯邦資金利率波動之利率上限功能。

2、次要融通：次要融通係指對不符主要融通資格之存款機構，在聯邦準備銀行衡量其未來還款資金能來自市場之另一種利率較高之貼現融通。其期限亦極短，通常為隔夜，其融通利率高於主要融通利率。

(1) 融通利率：融通利率依主要融通利率加 50 個基本點計算，亦即新制實施初期，次要融通利率與聯邦資金利率目標間之差距為 150 個基本點。惟為防止金融機構過度依賴本項融通，除仍須維持行政管理外，此一新制實施一段期間後，將檢討其與主要融通利率

之差距是否過高或過低，再重新調整其定價方式。

(2) 融通期限：與主要融通一樣，次要融通係提供金融機構短期流動性支援，惟其期限則以該金融機構能適時向市場取得流動性為限。融通期限通常為隔夜，但如須有秩序地解決問題金融機構時，亦可提供較長的融通期限，惟仍需受規則 A 第 201.5 條對資本未達適足標準及資本嚴重不足金融機構融通之相關限制。

3、季節性融通：季節性融通部分大致維持不變，惟為配合主要融通制度之相關規定，Fed 亦進行兩項技術性調整：取消借款者使用窗口前應先證明其已用罄其他資金來源之規定；另取消季節性融通利率應為或高於基本貼現率之規定。

(1) 適用對象：季節性融通適用於每年有明顯特定期間重複發生資金需求型態之存款機構。此種融通用來協助中小型存款機構因應一年內存放款之特定季節性波動，該等機構大都位於農業或鄉村地區，缺乏取得貨幣市場資金之有效管道。

(2) 融通期限：季節性融通之期限最長可達 9 個月，到期復可續作。

(3) 融通利率：季節性融通利率是一種彈性利率，以市場利率為考量基礎，實務操作上與短期市場利率相連動。1992 年起聯邦準備銀行將季節性融通利率與每月之聯邦資金加權平均利率及可轉讓定存單利率相連動，

此種彈性利率在每二週提存期之第一天重訂一次，以反映前一提存期之市場利率變動。目前季節性融通利率為 1.25 %。

(4) 季節性融通之適用情況：聯邦準備銀行僅在下列情況下提供季節性融通：

a. 存款機構之季節性資金需求超過其可在其他資金來源籌措資金之門檻（該門檻由理事會設定，係指相對於該存款機構前一年平均總存款之比率）。

b. 存款機構之資金需求必須具備季節性之特質，且至少長達四週。

(5) 當存款機構在資金緊俏時期，面臨不

尋常之季節性資金需求時，聯邦準備銀行可設定季節性融通之特別條款。

4、緊急融通：同舊制，維持不變。

(六) 配合實施新制，Fed 同時修正規則 D：

為配合實施貼現窗口新制，Fed 修訂準備不足之懲罰利率規定，將該懲罰利率設定為主要融通利率加 100 個基本點，相當於聯邦資金利率目標加 200 個基本點。以往係以調節性融通利率（貼現率）加 200 個基本點，但因調節性融通利率較聯邦資金利率目標低約 50 個基本點，致其懲罰利率相當於聯邦資金利率目標加 150 基本點。

#### 四、Fed 貼現窗口融通新舊制度之比較分析

本節將 Fed 貼現窗口融通之新舊制度加以比較分析，並編製主要項目之比較對照表綜觀新舊制度之主要差異處（參見下表）。表面上，Fed 並未完全廢除其貼現率政策，其季節性融通及緊急融通亦大多維持不變，惟若進一步深入剖析新制之內涵，其實 Fed 已對其持續使用長達近 90 年之傳統型貼現窗口融通政策做了相當重大的變革，茲試析新制之重要改革特色如下：

(一) 改革重心-取消行政限制，改採市場價格導向：新制以市場價格導向及合格融通對象取代原先之行政限制，使主要融通較舊制之調節性融通更便利，成為可隨時申貸之備援資金來源。

(二) 融通利率高於市場利率：廢除貼現率

低於市場利率，具補貼色彩之傳統特性，新貼現率採市場價格導向，以聯邦資金利率目標為定價基礎往上加碼，均高於市場利率。

(三) 存款機構申貸窗口資金時，居主動自主權，原則上無金額限制(註 8)，是一種 no-questions-asked 的融通方式，只問 How much for how long。事實上，融通利率較聯邦資金利率目標高 100 或 150 個基本點之定價機制，將自然誘使存款機構在最適成本效益法則下，會優先在市場籌措資金(註 9)，除非萬不得已，才會使用窗口資金，此實係 Fed 改革窗口融通之目的之一，希望在資金緊俏之際，窗口資金能充

Fed 貼現窗口融通新舊制度比較對照表

舊 制		新 制	
調節性融通 Adjustment Credit	1.利率：貼現率 2.期限：隔夜或數日	主要融通 Primary Credit	1.利率：實施初期以聯邦資金利率目標加 100 基本點，但金融危機發生時，為爭取時效，即使理事會未達法定人數，但在理事會主席證明下聯邦準備銀行可將主要融通利率迅速降至聯邦資金利率目標水準。 2.期限：隔夜或數週。
延長性融通 Extended Credit	1.利率：前 30 天採貼現率計息，超過 30 天後，採與市場利率運動之彈性利率，並於每二週提存期之第一天重訂一次，其水準高於市場利率。 2.期限：較長期限	次要融通 Secondary Credit	1.利率：實施初期以主要融通利率加 50 基本點，亦即以聯邦資金利率目標加 150 基本點 2.期限：隔夜或較長期限。
季節性融通 Seasonal Credit	1.利率：以市場利率為訂定基礎，且不低於調節性融通之貼現率。自 1992 年起，該項利率係與每月之聯邦資金加權平均利率及可轉讓定存單利率相連動，以貼現率為下限。 2.期限：融通時間最長，可達 9 個月，且可到期續作。	季節性融通 Seasonal Credit	1.維持舊制，無顯著變動。 2.技術性修訂： (1)取消借款者須先用罄市場其他資金來源之規定。 (2)取消季節性融通利率應為或高於基本貼現率之規定。 3.季節性融通利率是一種彈性利率，以市場利率為考量基礎，實務操作上與市場利率連動。
緊急融通 Emergency Credit for Others	1.適用對象：在不尋常之緊急狀況下，Fed 授權聯邦準備銀行提供緊急融通予個人、合夥、公司等非存款機構者。 2.融通利率：聯邦準備銀行並未訂定緊急融通之融通利率，依據規則 A 規定，此種利率將較對存款機構融通之最高利率尤高。若申貸者缺少擔保品時，提供緊急融通必須至少有 5 位聯邦準備理事會理事投票贊成。	緊急融通 Emergency Credit for Others	維持不變。
行政作業規定	1.借款適當性：申貸者於借款時應申訴理由 2.聯邦準備銀行以不適於借款之理由，得拒絕借款申請，包括聯邦準備銀行認為借款者有賺取利差之套利行為等。 3.借款者應先用盡市場其他資金來源後，才可申請貼現窗口融通。 4.在申貸時不得有淨拆出聯邦資金之情況。 5.銀行控股公司之子公司可以取得聯邦準備銀行之貼現窗口融通，但若以窗口資金支應母公司或其他子公司時，須經聯邦準備銀行事先同意。	行政作業規定	1.新制對主要融通取消許多行政作業限制，惟對次要融通及季節性融通仍維持若干行政規定。例如，未來存款機構無須聯邦準備銀行同意，即可將所獲得之主要融通在聯邦資金市場拆出，但次要融通及季節性融通欲在聯邦資金市場拆出，則仍須事先獲得聯邦準備銀行的同意。 2.新制以申貸資格作區隔，不再限制借款者應先用盡市場其他資金來源。 3.Fed 維持原先對銀行控股公司之規定。

分發揮貨幣市場緩衝器功能，有效扮演貨幣政策操作之輔助性角色，抑制利率劇烈波動。

- (四) 新制以合格融通對象取代舊制之行政作業規範，一則可建立一套簡單、易懂、透明化之全國統一的作業規範；二則以營運健全之存款機構區隔合格融通對象，可扭轉舊制使用窗口時，存款機構唯恐損及聲譽或遭致污名之戒心，重振貼現窗口融通制度在貨幣政策之功能。
- (五) 存款機構可在營業日之任何時間申貸窗口資金，既彈性又便捷。在舊制時，只能在營業日底所有資金調度作

業結束後才能使用窗口。

- (六) 賦予聯邦準備銀行快速調降主要融通利率，因應金融危機之快捷處理方式：新制特別規定一旦發生恐怖攻擊、戰爭等金融危機時，即使理事會未達法定人數，聯邦準備銀行在理事主席之證明下，可迅速將主要融通利率降至聯邦資金利率目標水準。
- (七) 實施新制起，Fed 官員必須調整貼現窗口扮演存款機構流動性管理角色之舊思維模式。新制之主要融通在調節資金供需之角色將較舊制調節性融通更為重要，Fed 官員應視存款機構偶而使用主要融通為一種正當行為。

## 五、結語

綜觀 Fed 2003 年初起實施之新制，旨在改善貼現窗口制度之結構，並無改變貨幣政策動向之意圖，仍維持現行 FOMC 設定聯邦資金利率目標之操作方式，其高於市場利率之融通新制亦與其他國家央行之措施類似。新制以市場利率導向及合格融通對象取代舊制繁瑣之行政作業規範，助益 Fed 建立一套簡單、透明、易懂之全國一致性作業準則，希望提高銀行使用窗口之意願，使貼現窗口在資金緊俏之際，能充分發揮作為貨幣市場緩衝器之輔助性貨幣政策工具功能。鑒於社會大眾對主要融通利率以聯邦資金利率目標加 100 個基本點及次要融通利率以主要融通

利率加 50 個基本點之加碼幅度仍存有少數歧見，Fed 稱目前之加碼幅度尚屬適當，係實施新制初期之加碼基準，未來必要時，將視情況調整。

Frederic S. Mishkin 早期曾預言，即使社會大眾及學者專家對貼現窗口制度具有正反意見，Fed 早期亦未參考學者專家意見將貼現率與市場利率連動，但 Fed 未來終將改革其貼現窗口政策。細窺 Fed 2002 年底改革貼現窗口政策之過程似不難嗅出早期美國著名貨幣經濟學家的主張。新制融通利率以聯邦資金利率目標加碼之方式，即類似早期學者專家建議以貼現率與市場利率連動之替代性方

案，皆具備懲罰性貼現率之觀念。展望未來，在簡單、透明、易懂之新機制下，Fed之貼現窗口融通政策更能發揮貨幣政策操作之輔助性功能。

### 註 釋

- 1 日本央行之倫巴形式融通以貼現率計息，原則上亦無金額限制。
- 2 回收意見書中，反對者認為 Fed 不應在尚未同時設置利率下限之前提下，先設定利率上限，因為當聯邦資金利率降低時，對淨資金拆出者不利。
- 3 反對者認為存款機構使用貼現窗口遭致污名之恐懼，是一種普遍存在之現象，市場無法區別其資金來自貼現窗口或其他來源，導致營運健全之銀行不會使用窗口。因此，反對者稱，唯有 Fed 採行緊密之教育宣導，使銀行高階管理階層、證券分析師、投資者及其他市場參與者等充分體認貼現窗口融通為正常資金來源，才能扭轉存款機構使用貼現窗口之疑慮，否則即使實施新制，亦不可能減輕存款機構之戒心。
- 4 貼現窗口融通舊制規定存款機構只能於營業日底申貸窗口資金，新制取消前述規定，在營業時間內存款機構均可自由申貸主要融通。
- 5 其中主要融通部分完全以利率為基準，次要融通部分則尚包括行政規範。
- 6 反對者認為，100 個基本點之加碼幅度導致融通利率太高，具懲罰性，可能減弱存款機構使用窗口之意願，反而違背改革新制之目的。反對者建議加碼幅度為 25-50 個基本點，或依聯邦資金利率目標之絕對水準決定加碼幅度，例如，低聯邦資金利率目標採低加碼幅度。亦即設定一特定比率決定加碼幅度，而非依特定之固定基本點數加碼；另亦有反對者建議釘住公開市場附買回操作利率，而非以聯邦資金利率目標為加碼基礎。
- 7 反對者認為，應主要依據金檢評比作為篩選融通對象之標準，並應降低對其他輔助性資料之依賴。另有反對者認為，在貼現窗口融通須要擔保品之架構下，以存款機構是否健全為融通依據並不恰當，Fed 的融通決策應以擔保品類別作為決策依據。
- 8 但必要時，聯邦準備銀行仍保留最後准駁權。
- 9 其實 Fed 亦不希望存款機構平素大量使用窗口資金。

### 參考資料

1. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/bcreg/2002/>, May 17, 2002, "Proposal to Revise Federal Reserve Discount Window Programs"; Oct. 31, 2002, "Publication of Final Rule Amending Regulation A( Extensions of Credit by Federal Reserve Banks)"
2. <http://www.frbdiscountwindow.org/>
3. Brian F. Madigan and William R. Nelson (2002), " Proposed Revision to the Federal Reserve's Discount Window Lending Programs", Federal Reserve Bulletin, July.
4. Frederic S. Mishkin ( 2001 ) , "The Economics of Money, Banking, and Financial Markets", Sixth edition.

