

# 中央銀行財務實力、政策限制與通貨膨脹

蔡文浩譯

本文譯自：Peter Stella (註 1)，"Central Bank Financial Strength, Policy Constraints and Inflation," *IMF Working Paper* No. WP/08/49, February 2008.

## 摘要

中央銀行財務實力之強弱，與其政策表現良窳關係密切。財務實力弱之央行，其本身所蒙受虧損常危害整體經濟穩定，人民亦對政策可信度預期效果產生懷疑。評析中央銀行之財務實力，必須謹慎檢視其所處政經環境，避免直接運用分析私營企業財務實力之傳統方式（獲利能力與資金）而導致誤

判。此外，強化中央銀行財務實力所採方式實事關重大，提供央行具市場性之政府公債，不失為可行之策，按此不僅能發展貨幣市場，進而形塑貨幣政策的舞台，更可強化央行財務實力及改進貨幣政策操作環境之品質，有效達成最終政策目標。

## 壹、序言

本文認為中央銀行（下稱央行）的財務實力為決定其政策表現之重要因素。央行如擁有充裕資金，則財務狀況即使發生變動，亦不致嚴重影響總體經濟之政策表現。但若資金不足，則央行的政策選擇必多受限制，基於維持可信度或政經因素之考量，其常被迫採取寬鬆貨幣政策，避免發生鉅額損失。簡單地說，一旦發生財務吃緊或其政策承諾（policy commitments）愈趨強烈，央行財務

實力之重要性必呈指數式倍數增加。因此，就一獨立並素有聲譽的央行而言，其財務實力須能支持所擔負之政策任務與所面臨之風險。

本文結構如下：第貳節，討論央行財務實力與政策表現之相關概念，並與私營企業類推比較。個體經濟層面之效率，與此處所稱財務實力，在概念上須予嚴格區分，前者係普遍適用於所有企業，而後者則用於衡量

央行選擇政策工具時之財務自由程度。財務實力不僅指央行資產負債表上所顯露的會計評價，更涉及政策體制、預期經濟環境波動性及政策體制賦予央行的獨立性程度等因素。

第參節則檢視各國央行之財務實力，不同國家對此議題的觀點與著重處均有不同。央行個體經濟面之效率性廣受關切，但央行所承受之損失，在性質與範圍已危及央行之政策操作能力，甚至損及可信度時，會變成總體經濟面之憂慮。

第肆節論及跨國比較，雖然各國央行實

務操作風格迥異且不透明，造成比較上之困難，但仍有證據顯示各國央行之會計資訊已漸趨透明。據此，本文乃以通貨膨脹率作為衡量央行政策表現之指標，以數據證明凡央行財務實力較弱者，該國通貨膨脹情況較為嚴重。

第五節，考量實務上央行重組資本結構或增強財務實力之多種途徑。本文認為此時所採行之方式及工具，對其後能否成功地增進央行政策表現，具有決定性的影響。

第陸節為結論。

## 貳、概念：央行財務實力與其政策表現

本文中「財務實力」一詞，係用以描述某個體於推行其策略目標及政策時，受限於財務狀況之程度。若受限程度較深，則該個體財務實力較弱；反之，若較不受財務狀況限制，則稱該個體財務實力較強。

某商業銀行之財務實力，或以更普遍性的說法，某私營企業之財務實力，實與該企業經營成果息息相關。衡量企業經營表現之指標，首推該企業獲利能力。其次，則為帳面價值或資本額-此部分直接反映其累計盈虧。此外，亦應考慮市場對該公司所作資本化評價（market capitalization），此係以該公司未來盈餘變動性，暨其與整體市場關聯性作為調整因素，所計算得出之預期盈餘折現值。因此，某公司如於市場獲得較高之資本

化評價（market capitalization），若非源於其過去成功之經營成果，即是源於對未來獲利之預期。

在競爭市場環境下，獲利能力與市場評價（market capitalization）皆與經濟效率相關。因此，各項衡量企業財務實力之指標，皆反映其產出效率。然在不具競爭性之市場中，獲利能力與產出效率則不甚相干。事實上，基礎個體經濟學即已告訴我們，追求獲利極大的獨占者，所決定實際產出必較社會最適產量為低，其索價高昂，逾越社會最適價格水準。因此一般而言，短期獲利能力未必反映經濟效率，即使是勉力維持效率之標竿企業，亦可能隨時面臨未預期之隨機因素，措手不及下，獲利即受影響。因此，僅

於長期觀點下，獲利能力與財務實力，方得作為衡量企業表現效率與效果之指標。

然而，獲利能力或市場之資本化評價（market capitalization），皆非央行之首要考量。由於各國央行通常係依特別法而設立，其表現良否，基本上取決於是否達成該法所揭示目標。因此，衡量政策成果之基準，首重央行能否有效引導總體經濟環境-是否成功地營造有利環境，維持物價平穩與金融穩定，及促進經濟成長。其次，則為央行內部效率問題-是否以最少成本達成目標。

私營企業與央行之績效報告截然不同，其首要目標在於經營效率，即追求利潤極大或成本極小，至於整體社會經濟之效率，重要性遠居其後。將央行與私營企業年報並列比較，即可輕易發現其著重點不同。央行年報中，首先討論者必為該年度整體經濟表現、央行對特定議題所持態度及政策運作，至於財務績效之相關討論，則置於最末；而在私營企業年報，財務成果與企業運作（社會貢獻）之排列順序則恰恰相反。此非謂該兩要素（財務成果與企業運作）對於上述兩個體而言皆無關緊要，而僅係強調對於追求利潤極大之機構，盈餘有其基本重要性。然而，就央行而言，對其重視程度遠遜於私營企業。我們能夠輕易想見，一個被認為成功且明智之政策措施，即使將因此衍生虧損，仍將為央行所採行，惟就私營企業而言，此推論必不成立。

央行經營績效之衡量，可分為個體層面與總體層面。本文著重討論總體層面問題，特別是財務實力薄弱之央行，面臨政策目標無從達成之各種情況。另一方面，本文於個體層面著墨不多，雖然身為公營事業，央行理應有效運用國家所賦予之資源，惟央行不同於私營企業，無法以獲利能力衡量其績效。此外，將兩層面問題合併討論，亦可能模糊焦點，誤導對於央行財務實力重要性之理解。

央行之財務報表，有助於瞭解達成政策目標所費成本。事實上，該資訊對於討論央行是否以最低成本達成政策目標，具有決定性之意義。不過，最低成本之投入組合（已知央行非追求利潤極大化組合）如何定義，卻十分困難，其原因在於缺乏明確的央行生產函數以資分析。價格穩定、產出波動性低及金融市場穩定，以上種種政策目標，如何以最低成本達成？由於無法以量化指標衡量政策達成程度，上述問題之答案不僅無法明確定義，且連問題本身也備受質疑。此外，事實上存在眾多政府決策機構，其職權與上述政策目標相關，央行僅為其中之一。因此，除了評價央行整體資本報酬率外，亦須尋求輔助指標衡量其效率，俾使其財務會計與財務管理措施透明化。

此一觀點反映於加拿大銀行 2005 年年報：「淨收入並非衡量管理績效之優良指標。央行於金融市場進行交易，其目的在於

達成政策目標，非求利潤極大。因此，為求彰顯央行對於公共資源管理之良窳，以營業費用作為衡量指標，應為較佳之選擇。」

當探究央行之財務表現或財務實力是否影響其政策表現時，值得注意的是，某些國家央行之財務實力雄厚，難以想像財務因素會成為政策之阻礙，且討論央行財務表現之相關公共議題，通常僅聚焦於個體層面。事實上，於此類國家，即使央行財務實力成為重大議題，亦難見主張央行財務實力惡化將危及總體經濟之立論。因此，一旦央行營運發生虧損，爭論總非聚焦於政策之限制，而是對於央行破產之擔憂。換言之，公眾所提出之問題並非「是否需要修改或放棄現有之政策體制」，而是「這個機構在財務上是否面臨破產」。雖然事實證明後者實屬杞人憂天，但在主張獲利非央行首要目標之論述下，前者仍未引起關注。

受限於上述經驗，以及相關政策思維，即「央行獲利能力並非導致破產之關鍵因素」及「任何政策制定皆不應慮及獲利能力」，我們實難以體認在其他國家，虧損可能嚴重影響政策結果，甚至可能左右其政策制定。

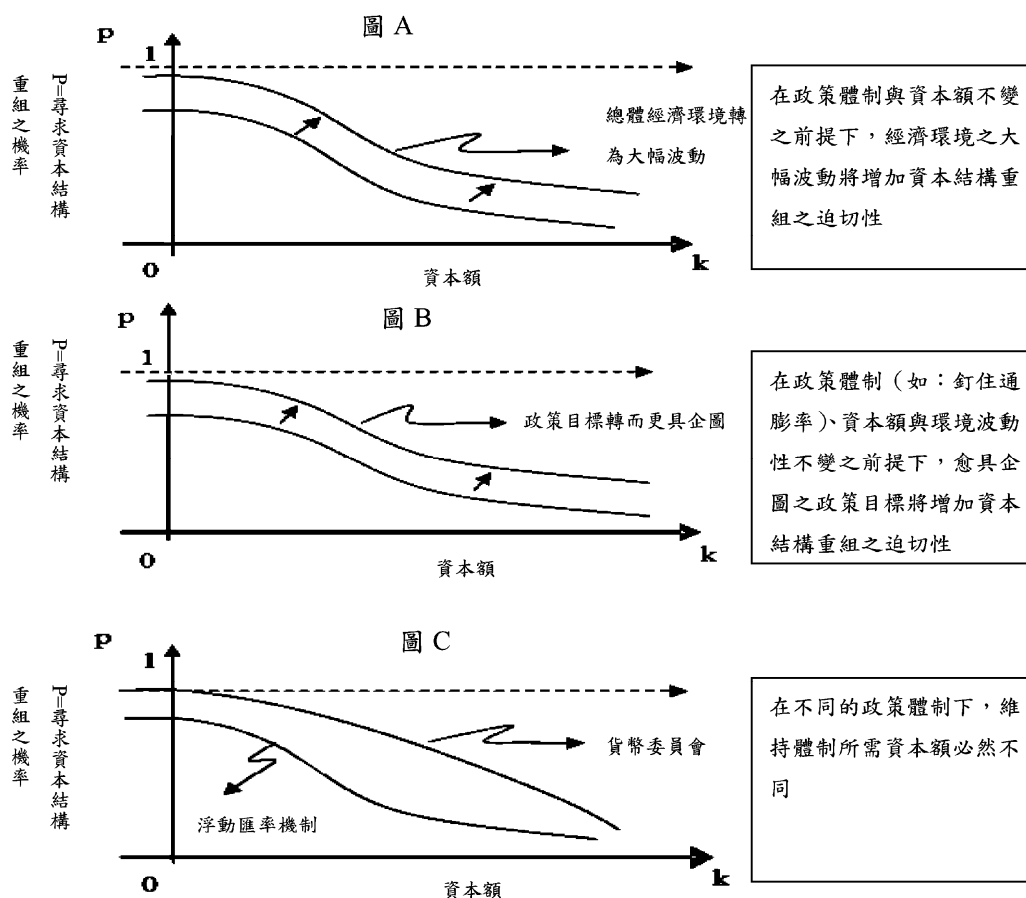
在央行財務實力雄厚之國家，傳統智慧教導我們，潛在之破產可能性並不成問題。首先，央行能夠無限量地印製本國鈔券，其

次，政府亦不可能坐視央行破產。但在某些國家，上述論點並不成立：第一，央行雖得創造無限量的鈔券（或電子存款），但並不意味其將被接受為支付工具，成為貨幣（註2）；第二，由歷史經驗可知，政府未必能及時援助央行，此係因央行財務危機通常伴隨著財政困難，事實上，央行所面臨的問題通常是國庫的準財政措施所引起（註3）；第三，雖然央行財務困難不致造成法律上之破產（註4），但實質上其政策後果卻必趨惡化，衍生總體經濟之重大問題（註5）。上述情況中，央行財務實力皆攸關重大。

倘承認可信度對貨幣政策成功與否相當重要，則央行必須擁有雄厚之財務實力（註6）。此一立論於實務上之意義，在於財務實力雄厚之央行，必須確保其實力足以支應其政策責任及所伴隨之風險。央行所聘經濟學家，應運用風險基礎模型確認是否在不理事件發生時，依然毋須放棄既定政策目標（註7）。不言而喻，當目標、政策體制或環境波動程度改變，央行最適財務實力水準亦須隨之重行評價。相關概念圖示如下（圖1）：

下一節，將以各國央行為例，列示其間財務實力水準之差異。我們可明確地看出，若央行之財務實力堅強，則該國公共議題通常僅聚焦於個體層面之考量；反之，若財務實力薄弱，則總體層面議題勢將受到關注。

圖 1、政策體制、財務實力及環境波動程度對於注資迫切性之影響



### 參、綜觀各國央行財務實力

在財務報表顯示央行財務健全之國家，少有人關心財務實力相關議題，例如美國、加拿大與歐盟國家。

在美國聯邦準備系統，其 90% 之資產係由美國國庫券與聯邦代理機構債務所構成，其餘絕大部分為黃金（以固定之會計基礎評價）與國外資產（註 8）。就負債面而言（不含資本與公積），其中 91% 係聯邦準備鈔票，

另存款機構所提不計息準備則約占 3%，此意味聯邦準備之負債幾乎未使其擔負任何成本，以 2002 年至 2006 年而言，其平均獲利約 256 億美元（各年資料詳見下表 1）。

如此規模的獲利程度，幾乎如同擁有政府持續擔保，也因此，美國會計總署（GAO）發現並無誘因迫使聯邦準備體系持有自有資本（註 9）。即使央行財務狀況惡化，

表 1、美國：聯邦準備體系合併資產負債與損益資料

(單位：10 億美元)

	資本額	盈餘	移轉國庫	總資產
1981	2.6	14.2	14.0	176.8
1986	3.7	18.0	17.8	267.4
1991	5.3	21.2	20.8	353.1
1996	9.1	21.0	20.1	481.5
2001	14.7	28.0	27.1	654.9
2004	23.5	21.4	18.1	810.9
2006	30.6	34.2	29.1	873.4

資料來源：聯邦準備理事會，年報，各項議題。

表 2、加拿大銀行

(單位：百萬加拿大幣)

	資本額 1/	盈餘	總資產
1955	5	1	308
1965	30	156	3,956
1975	30	629	10,496
1985	30	1,880	21,135
1995	30	1,816	30,201
2005	30	1,732	48,320
2006	30	1,896	51,626

資料來源：加拿大銀行。

1/ 包含 500 萬加拿大幣之股本，及 2,500 萬加拿大幣之法定準備。

美國政府依然信心滿滿地認為央行有能力創造足夠的貨幣，以履行所負債務：

「的確，理論上央行擁有國家賦予之鑄幣權，故毋需持有資本。在私人部門，其自有資本係用以保護債權人以防損失，然央行之債權人並無此風險，因央行總能創造貨幣，清償以該貨幣計價之任何債務。」(註 10)

加拿大央行之情況亦然，其授權資本為 500 萬加拿大幣，另須自淨收入逐步提存一般

準備(剩餘資金)，至符合 1955 年所頒法定最高額 2,500 萬加拿大幣為止。該行所持有 480 億加拿大幣資產中，有 430 萬(約占 92%)係政府所發行或保證之 AAA 等級證券，而其負債絕大部分為不計息之通貨(註 11)。因此在穩定均衡狀態下，該行必然獲有利潤，即使資產價格波動可能導致其股東權益改變。加拿大銀行法於 2006 年業經修訂，引進新的公平價值會計原則，並允許其董事會提列多達 4 億加拿大幣之保留盈餘，以抵

減所持投資組合之未實現評價損失。2007年9月，首批1億加拿大幣保留盈餘業經董事會批准(註12)。

歐洲央行原以50億歐元資本額成立，之後於1999年前期，獲得歐洲貨幣聯盟第三階段參與國挹注395億歐元外匯資產。該筆挹注資金係為融通歐洲央行開辦費用，並產生後續營運收入之用。由於鑄幣稅遲至2002年方始產生，該筆挹注資金更顯其重要性。此外，因各國政府係以本身原持有外匯存底轉換為歐元，故歐洲央行多達90%資產係以外匯與黃金構成，導致其外匯暴險部位龐大。

歐洲央行巨額的外匯開放部位(此亦部分反映其保守的會計政策)，使該行可能承受龐大損失，然而，如表3所示，此損失並不具有總體經濟上之重要性，亦未成為歐洲央行貨幣政策之議題。

因此，不論美國、加拿大或歐盟，央行支出費用僅具個體層面之意義，無從影響政策制定。德意志銀行總裁Axel Weber於發布該行2004年獲利數據時，曾精闢地闡釋上述觀點：

「德意志銀行之獲利對我，或對我的同僚而言，皆僅是議題中的殘差項…不論早晨、中午或晚間，我從未對德意志銀行之獲利進行任何策略性思考。」(註13)數月後，其更精簡地表達：

「利潤極大化並非德意志銀行的目標」Weber告訴記者(路透社)「我們僅追求以最具效率的資源運用方式，達成我們的政策目標。」(註14)

同時對照Meyer與Weber所言，不難發現一些有趣之處。儘管後者清楚地表示央行財務狀況不應影響政策，Meyer卻認為只要

表3、歐洲央行

	獲利/損失(-)	
	以數額表示 (單位：十億歐元)	以百分比表示 (基數：歐元區2003年GDP)
1999	0.67	.00
2000	1.99	.03
2001	1.82	.02
2002	1.22	.02
2003	-0.48	-.00
2004	-1.64	-.02
2005	0.00	.00
2006	0.00	.00

資料來源：歐洲央行年報，各項議題。2005年及2006年分別有9.9億及13.8億歐元之提存準備，使獲利抵減至零，(頁198)。

央行仍有能力創造通貨，其財務破產即不足為慮，其言論中隱含著損失可能影響政策之假設。的確，如下述各國情形，許多央行被迫創造較採行審慎貨幣政策時為高之貨幣數量，致政策選擇多所受限；亦有國家採行金融管制（financial repression）政策，企圖減少損失。假定損失額不超過可承受之鑄幣稅水準，且央行毋需維持物價與匯率穩定，則損失與央行之財務情況，很可能無限期地持續惡化。

事實上，面對鉅額損失，許多央行已改變所採政策。1997年，委內瑞拉央行大舉發行債務憑證，沖銷流入資金所增加之流動性，惟由於財政擴張，國庫存款銳減，該政策未有效果。在進一步出售債務憑證並提高存款準備率達5%後，由於愈來愈擔憂來自沖銷所造成的準財政損失，最終，貨幣政策於該年最後數月中顯著地轉為寬鬆（註15）。

哥斯大黎加央行近二十年持續發生虧損，此持續性虧損已嚴重阻礙央行達成低通貨膨脹之能力。2000年底，該行淨值呈負值，且已超過6%GDP（註16）。2002年底該行計息負債幾達計息資產兩倍之譜，其資產負債顯有重大之結構性問題。儘管執政當局採行諸多重要措施，企圖重組資本結構，但Ize (2005)仍指出，除非其資產負債情況顯著改進，否則難以長期維持低於兩位數之通貨膨脹率（註17）。事實上，該國央行近年來即因考量資產負債情況無法持續

（sustainability），故而不願降低目標通膨率。該國政策制定者之想法迥異於Weber，其央行總裁於一次訪問中提及：

「我們中央銀行淨值為負…這一直是我們的最大挑戰。」（註18）

牙買加亦為央行虧損影響總體經濟政策的國家之一。1990年代早期，牙買加銀行所處情況危急，據估計，1991年底該行負淨值已達15億美元。損失係因該行從事準財政活動所致，包括匯率保證與其他補貼方案，及為政府或其他公部門之外債提供服務。此外，處於高通膨與本國貨幣貶值背景下，為融通上述財政操作所需資金，及負的淨外匯資產（negative net foreign assets）所發生重評價損失，皆使該行被迫發行央行定期存單，以吸收上述操作所生流動性。惟此舉亦增加該行所負擔之利息費用。隨著愈來愈多新發行央行定期存單所募資金，用於償還先前債務之利息費用，牙買加央行轉而漸趨依賴無須給付報酬之政策工具（規範商業銀行的法定準備與法定流動資產）。1988/89至1991/92會計年度間，牙買加央行因虧損平均已逾其準備貨幣（reserve money）之53%，幾乎已達無計可施地步，該國消費者物價上漲率因而於1991年底達到80%。

儘管牙買加央行資本結構業經重組，其源於外匯存底成本所生損失，仍一再成為爭議話題。該行最近一任總裁Derick Latibeaudiere即言：「…為去除國際貨幣基金



對於本行累計虧損之疑慮，我們在記者會上即強調，對牙買加而言，虧損實是利多於弊。」(註 19) 該行總裁主張外匯準備所提供之預防價值 (insurance value)，實超過吸收因購買外匯所生流動性之成本。

央行損失具有總體經濟重要性之國家實例中，1980 年代晚期，烏拉圭央行損失平均達 GDP 之 3%。而 2000-2001 年 8 月，尼加拉瓜為清算四家經營困難銀行所生成本，則迫使該國央行發行高達 GDP 之 20% 金額之美元指數連動債券 (dollar-indexed bonds)。

至此，我們已討論光譜上極端的兩端，在其中一端的情況，央行財務實力些微變動之影響微不足道，而在另一端，則具有壓倒性之重要政策意涵。然除上述極端情況外，其餘國家之情形並不明朗，特別是考量外匯干預代價高昂，一旦面臨損失或財務狀況轉趨衰退，央行維持特定政策立場之意願可能遭受質疑。

日本央行則係較不尋常的例子，其維持擴張性貨幣政策之立場常遭質疑是否能夠持續。2002 年晚期至 2003 年早期，市場分析師開始懷疑，鑑於其後可能發生之資本損失，日本央行是否仍將維持擴張政策，持續購入長期政府公債 (註 20)。諸如「日本央行是否正迅速通往緊急財務求助之困境？」等憂慮陸續出現。雖然此總體經濟層面之疑慮毫無根據 (參照 Cargill, 2005)，但市場參與者卻普遍質疑，日本央行是否仍將維持其長期承

諾來支撐市場，而此一質疑已阻礙利率無法降低至政策目標水準。如此，日本銀行於可信度所受質疑，已進而衍生出總體經濟後果。

第二個例子，為捷克國家銀行，Frait (2005) 於其著作中曾廣泛討論該行所處情況。儘管於外匯資產蒙受鉅額重評價損失，導致捷克國家銀行淨值轉為負值，其政策達成能力卻未見減損，該行且認為並無必要與政府討論資本結構重組之相關事宜。Holub (2004) 舉出兩個原因，說明為何儘管捷克國家銀行須沖銷大量資本流入 (包括直接來自公部門)，卻依然能夠建立可信的外匯干預政策機制。首先，捷克國家銀行與其政府達成協議，由政府承擔捷克國家銀行因直接購買外匯而承受之沖銷成本，此協議因政府之參與，具備財務上可行性及政策可信度。其次，則是國內利率調降幅度甚大，使得外匯準備之殖利率超過為融通累積準備所發行之金融工具，此與多數國家之情況有所不同 (參照 Rodrick, 2006)。

亞美尼亞央行之現況與捷克相似，低通貨膨脹率、穩健財政狀況及快速經濟成長，導致該國貨幣需求急遽增加，幣值升高。其成功的政策表現，雖導致該國央行於外匯準備蒙受鉅額重評價損失，惟長期而言，本國貨幣需求增加，美元化現象減緩，必然為其持續增加可觀的鑄幣稅收入。

南非為另一個有趣的例子。為維持匯價

穩定，南非向來在遠期外匯市場進行廣泛干預。而南非準備銀行亦因此而累積鉅額外匯淨開放部位，至 1998 年 9 月底，其金額已達 232 億美元，導致該國經濟益顯脆弱。南非準備銀行將此部分歸咎於幣值大幅波動，並決定著手排除問題，俾能穩定幣值，增加國家承受外在衝擊之能力，改善國際信用評等展望（註 21）。

### 肆、實例：財務實力對於政策表現所產生的影響

如欲就各國央行財務實力進行橫剖面分析，首先面臨的問題是：無從確知市場對央行所為資本化評價（market capitalization）如何，其次，政策環境先天上即為主觀且屬質化（qualitative）資訊，再者，資本額亦無法作為衡量財務實力之良好替代指標。為何資產負債表內「資本額」無法作為適合的替代指標？首先，資本由原投入資本加計累積未分配盈餘構成，故其金額取決於央行所採會計原則與盈餘分配規則。實務上，各國央行所採原則差異極大，因此某國央行資本所表達意涵，並不同於另一央行所表達者。此外，歷年盈餘分配亦甚少取決於經營表現。於此環境下，央行財務資訊透明度乃成為最重要之議題（註 22）。

目前各國央行所採利得與損失重評價之會計處理，仍存在重大歧異。以國際貨幣基金之國際金融統計資料為例，其中對於貨幣

本節回顧央行財務實力與政策後果相關議題，探討各國實際情形。明顯可見地，某些國家央行並不在意獲利能力或淨值之短暫變動；然在其他國家，損失卻嚴重侵蝕政策執行能力。至於本文另一立論，即資本額並非衡量央行財務實力之良好的簡要指標（summary statistic），將於下節作進一步討論。

當局所持黃金準備之「國家評價」，於 2002 年底計 113 國之報告資料中，有 72 國所採平均評價價格，均不超出該年底倫敦黃金現貨之美元約當價格（342.75 美元）之 10% 限度；其餘 41 國中，約半數以接近或相當於每盎司 42 或 35 美元評價，另半數所採價格則落於兩者之間。此印證了各國所採會計處理方式之歧異。

如同缺乏足夠會計準則以規範財務報表各項目，央行通常持有資產負債表外潛在之鉅額資產與負債。於資產面，所有未來鑄幣稅與通貨膨脹稅之折現總值，其金額龐大，輕易地使得所有可辨認資產相形失色；於負債面，援助破產金融機構之潛在成本，常達國民生產額之數十個百分比，卻未表達於資產負債表。倘忽略這些因素，實如同研究某一獨占國（州）營石油公司之資產負債表，卻未考量其所擁有地底原油儲量，亦未慮及

該公司以補貼價格供應予特定市場之非正式承諾。加拿大的例子，說明了資產負債表所示「資本與準備」如何低估實際情況。加拿大央行年報顯示其獲利達該行資本與準備 60 倍之譜，以現行利率計算，其獲利亦數倍於年營運費用。即使利率跌破 1%，營運費用亦能由收入所彌補。相反地，其他國家之央行，如 1980 年代的秘魯與 1988 年的阿根廷，雖然資本持續維持正值，但惡劣的財務情況已使其無力對抗通貨膨脹（註 23）。

如欲深入探究央行資產負債情況，國際金融統計（IFS）資料中，各貨幣當局資產負

債表所示「其他淨項」（other items net），實為饒富趣味的議題。於資產面，所能明確辨認之項目，通常包含外幣資產、對中央政府請求權、對地方政府請求權、對金融機構請求權及對私部門請求權等；於負債面，則為準備貨幣、外幣負債、中央政府存款及貨幣當局所發行債券等。考量所有可辨認項目後，剩餘部分即為所謂「其他淨項」，此與報導透明度及央行財務實力間呈現同時相關性（註 24）。以「其他淨項」為指標，圖 2 至圖 5 表示 1992、1997、2002 及 2005 年（貨幣決策機構之數目分別為 148、171、162 及

圖 2、其他淨項對資產總額比率，1992 年（%）

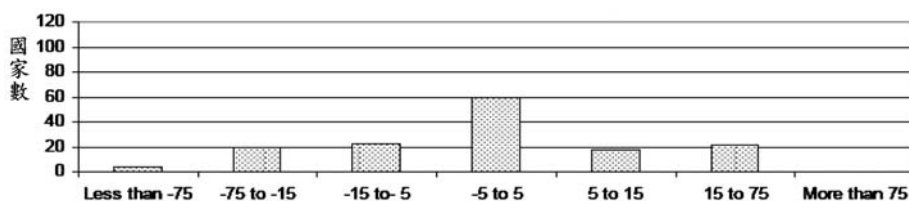


圖 3、其他淨項對資產總額比率，1997 年（%）

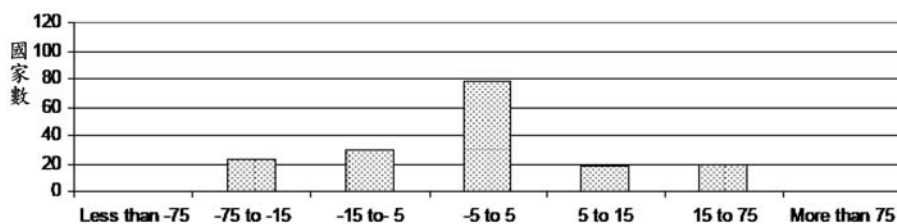


圖 4、其他淨項對資產總額比率，2002 年（%）

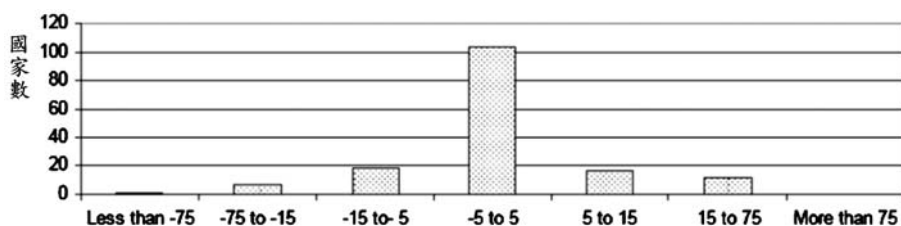


圖 5、其他淨項對資產總額比率，2005 年 (%)

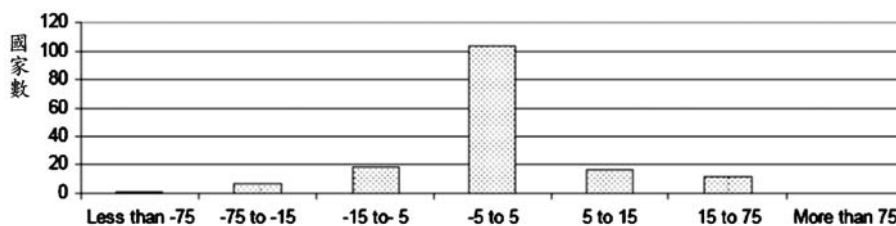
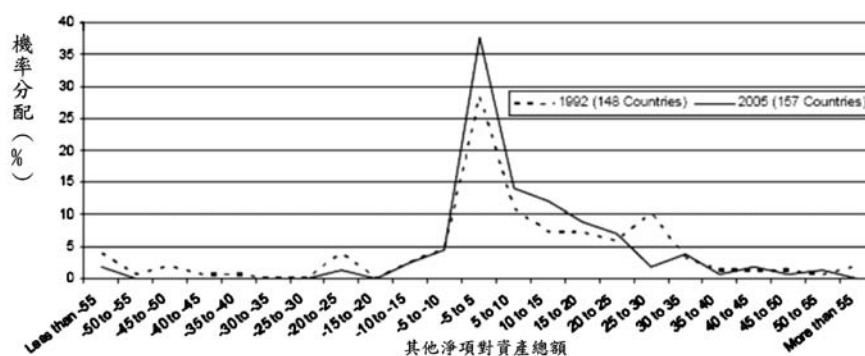


圖 6、其他淨項對資產總額比率

(央行之機率分配：1992 年與 2005 年)



資料來源：國際金融統計資料庫

157) 各貨幣當局「其他淨項」占全體資產之比率。

藉由觀察上述資料，可作出幾點結論。首先，雖然機率分配中顯示多數國家「其他淨項」占資產總額比率甚低，但仍有部分國家此比率相當地高。1992 年，有 60 個貨幣當局 (占 41%) 所報導「其他淨項」數額落於資產總額正負 5% 之範圍內；然亦有 46 個貨幣當局 (31%) 所持「其他淨項」超過資產總額正負 15% 範圍。其次，比較 1992 年與 2005 年資料，我們可看出明顯的進步 (圖 5)。舉例而言，2005 年時，157 個貨幣當局中有 104 個 (約占 2/3) 落於正負 5% 內，僅

有 19 個 (12%) 仍超過 15% 門檻。另一令人振奮的現象為，透明度的增進多歸功於「其他淨項」原為負值者之情況改善，其可辨認資產原遠低於可辨認負債，表示財務實力原本虛弱 (註 25)。1992 年時計有 47 個貨幣政策當局之負值「其他淨項」超過資產總額之 5%，其中 24 個 (16%) 超過程度甚至在 15% 以上。至 2005 年時，僅餘 26 個貨幣當局之負值「其他淨項」超過資產總額之 5%，其中超過程度達 15% 以上者亦僅占 5%。

從上述觀察結論出發，明顯可見，由於缺乏衡量央行財務實力之精確指標，評價政策表現與央行財務實力間關係之工作更顯複

表 4、通膨表現與財務實力 1/

	財務實力強健之央行	財務實力虛弱之央行
通膨率平均數	23.8	11.2
樣本數	111	328
t 統計量	3.28	
P(T<=t) 單尾	0.00	
t 臨界值 單尾	2.33	

資料來源：國際金融統計資料庫。

1/ 通膨率平均數之計算係以 1992、1997 及 2004 年樣本數計算而得。

雜。尤其不論跨國比較，抑或跨年比較，衡量央行資本之方式皆不具備完全的可比較性。試圖藉統計工作獲致實證結論時，雖存在上述困難，但跨國比較與案例分析所提供證據，卻強烈指出央行資本結構重組與政策表現間之關聯，許多研究成果更顯示高通膨通常存在於央行財務虛弱之國家。

舉例而言，在構成上述各圖之國家中，1992、1997 及 2004 年資本與其他淨項總和為負之國家，其通膨率係擁有健全財務央行之國家，亦即總和為正值者（參照圖 4，及其單尾 t 檢定結果）之二倍（註 26）。此結果同於 Stella（2003）以 1992、1996 及 2002 年相對較小樣本所得研究成果；另一方面，Ize（2006）以不同樣本與資料研究央行所受損失發現，發生損失之央行，其通膨率係三倍於有盈餘者（2003 年為 9.2% 對 3.7%）。目前 Klueh 和 Stella（2008）正預備提出更為複雜，且涵蓋範圍更為廣泛之實證分析成果。

除跨國比較外，單一國家之時間序列分析結果，亦強烈印證「財務實力影響政策表

現」之論點：

- 匈牙利於其央行重組資本結構（1977 年）前 3 年間，平均通膨率達 23.5%，90 天期國庫券之平均殖利率為 27.6%。而資本重組後 3 年間，平均通膨率降至 11.4%，90 天期國庫券平均殖利率降為 14.4%，平均實質成長率亦有 1.9% 至 4.8% 之水準。
- 牙買加於 1987 至 1993 年間，央行承受鉅額損失時期，平均通膨率達 31%。隨著政府以政府證券注資，該國央行自 1995 年停止虧損之勢，1995 至 2000 年間，平均通膨率為 12%。
- 秘魯自資本結構重組，並於 1992 年修改中央銀行法，排除央行從事準財政活動後，其損失占央行對私部門負債之比率，由 1991 年之 31% 降至 1994 年之 2.5%，該國央行資產負債漸趨平衡。隨著法定準備降低，廣義貨幣占 GDP 比率由 1991 年底之 12% 升至 1997 年之 21.5%，秘魯金融部門於此自由化環境下展現了強勁成長態勢。另一方面，銀行監理與架構亦經強化。該

國央行營運帳 (operating balance) 自 1996 年轉為正值，近年來並成功維持低度的、個位數的通膨率。

- 在烏拉圭，中央銀行將 1980 年代中期因協助銀行紓困，當未償還的外部債務，移轉至國庫後，1995 年該國相關損失占其 GDP 之比率由 1980 年代晚期的 3%，下降為 0.5%。此外，該行並持續於公開市場操作中，以國庫券替換其本身所發行證券。至 1993 年底，央行所發行之全部證券存量均被取代，而公開市場操作之成本則由國庫負擔 (註 27)。央行資本為負值之 1986 至 1992 年間，通膨率平均為 81%，而資本為正值之 1994 至 2000 年間，通膨率則僅有 18%。該國央行損失額占 GDP 比率曾於 1999 年達至歷史最低點 0.2%，其後因面臨

金融危機，央行淨外匯資產迅速降低，損失占 GDP 比率復於 2003 年升至 0.4%。

- 尼加拉瓜央行於蒙受多年損失後，於 1995 年決定停止對公營銀行融資，而政府亦決定就其對央行所負債務支付本息，此舉使得央行營運狀況於十年來首次達成平衡 (註 28)。然而 1998 年金融危機爆發，迫使央行發行大量證券介入銀行經營，導致損失發生，增加債務履行之潛在困難。當局所採部分因應措施為提高商業銀行法定準備，此係屬一項金融中介之稅賦。然為支應於 2000 年 8 月至 2001 年間清算四家經營困難銀行之成本，央行被迫發行高達 GDP20% 之美元連動債券，使得情況愈趨惡化。近來已有部分債務業經重整 (註 29)。

## 伍、強化央行財務實力：方法與工具

不同國家所採強化央行財務實力之諸多方法，不外乎結合財務移轉 (financial transfer) 與政策改革。在我們熟悉的個案中，央行財務困境常源於過去對銀行部門所承擔之準財政活動，或為消弭累積外匯準備所生之成本。因此，藉由承諾消除或降低從事準財政活動頻率，即可大幅增進央行財務實力。就全球而言，過去 25 年來，絕大多數準財政活動皆係援助商業銀行，因此，強化銀行監理，特別是對於公營銀行財務狀況之

控管，亦能間接強化央行財務體質 (註 30)。

以低於市場利率之水準，提供信用予政府與公營事業，為造成央行虧損之另一主因。特別是，利息給付遲延、重新安排債務利息，或未能於貸款中有效訂立利息約款。過去 15 年來改革央行組織法之全球浪潮中，消弭央行提供此類信用之機會無疑為其中最重要的部分。

如願忍受匯率高度波動之可能性，即可減少外匯存底目標水準，降低累積外匯所需

龐大成本。由於購買外匯將使國內流動性增加，某些國家如願忍受匯率高度波動，並因此降低外匯存底目標水準，則立即可見的是，央行為了沖銷來自購買外匯所釋出之流動性，而須發行之貨幣政策工具數量會減少。隨著時間過往，外匯準備占 GDP 比例降低，央行融通該準備所生成本亦將減輕。另一解決途徑，則是由政府持有外匯準備，或是央行與政府進行衍生性金融商品交易，將外匯管理相關風險移轉予政府，由政府藉由負債管理措施有效管理該外匯風險。

央行為了沖銷外匯所生流動性，必然承受相當成本，為了增強中央銀行面對沖銷成本的能力，最近印度已經採取另外一種方法：央行與政府達成協議，由央行發行政府債券，吸收購買外匯所生流動性，至於發售政府債券所得本國貨幣，則儲存於央行之不計息帳戶。如此，由政府承擔所有成本（註 31）。前述 Holub（2004）亦指出捷克共和國所採之類似方式。

重組資本結構最直接的方式，則是移轉現金與證券。於概念上，我們可比較「立即移轉現金與證券」及「承諾未來提供證券」兩種方式。前者係於特定期間內挹注現金，而後者則存在於遙遠的未來。歷史經驗證明，於未來提供證券之承諾，甚少實現，特別是在危機時期-央行可信度繫於財務實力之時（參照 Stella, 2005）。

惟挹注現金之方式甚少被採行，近年來

少見的例外為挪威與哥斯大黎加。挪威鉅額的石油與天然氣出口收入，使得該國得以輕鬆地挹注資金予挪威銀行，且挹注金額占 GDP（2002 年）比率亦不大（0.6%）。2004 年，哥斯大黎加則由政府於國際金融市場進行外幣借款，並將借得款項扣除應付利息後，移轉予其央行。惟此移轉支付在數量上並不足以消弭該國央行已呈負值之淨值，亦無法消除央行損失（註 32）。在智利，國會批准了一系列移轉支付予該國央行，其金額達 GDP 之 0.5%，分 5 年期，2006 年 12 月首批支付數額為 606 百萬美元。

財政部通常不願提供現金予央行。此係由於缺乏足夠的流動部位，使其無從撥付鉅額現金予央行。此外，在多數情況下，國內金融市場亦無法吸納超過國內正常融通計畫（normal treasury domestic financing plan）之國庫券發行量。換句話說，若市場上同時存在國庫券與央行債券，則必須同時考量國庫券之增額發行與央行債券贖回間之關係（註 33）。

南非準備銀行財務實力之增進，則是藉由多種途徑，消除外匯之負淨開放部位（negative net open foreign currency position）而達成。由於提供國內公司遠期匯率保證，並於 1980 及 1990 年代干預外匯市場，南非準備銀行之帳冊中持續存在結構性失衡。依南非準備銀行法，該損失歸由國庫承擔，會計上計入「黃金與外匯緊急準備科目」

(Gold and Foreign Exchange Contingency Reserve Account)，至 2005 年 4 月 1 日結算前，列為南非準備銀行之資產項目。「黃金與外匯緊急準備科目」係依南非準備銀行法第 28 節規定而運作，該帳戶所示黃金與外匯準備重評價利得或損失，歸於南非政府。其後歷經該國央行與政府間多次協商，該帳戶業經清算完結。

「黃金與外匯緊急準備科目」之清算，係以現金支付與債券移轉而進行。政府撥付現金予央行，永久性地消除貨幣市場所存流動性，而南非準備銀行係以反向附買回債券交易吸收市場流動性。未來央行所累積外匯準備，部分將儲存於政府基金，而其計息依外匯準備資產之平均報酬而定。

重組央行資本結構更常見的途徑為證券移轉，其方法通常反映該國當時所面對之負債性質。匈牙利的例子中，該國央行為貸款予政府，及為支撐匯率累積外匯準備，而面臨嚴重外債問題。該國政府乃配合匈牙利國家銀行所負債務之計價貨幣類別，及其現金流量，以外幣證券組合，重建該行資本結構。

如前所述，哥斯大黎加中央銀行之股東權益已持續數年呈現負值。2006 年所提出決定性之法律草案，配合哥斯大黎加中央銀行國內計息債務之折現值，提供該行可交易之國內證券，至於外債則由政府直接承擔。目前該國持續研究另一解決途徑，藉由加強稅

捐稽徵能力，提供財政範疇之解決方式（註 34）。

以不具市場性之證券強化央行財務實力一途，則具有重大缺點。在最糟之情況下，該證券僅只是隱藏問題經濟本質之裝飾品而已。1990 年代早期的秘魯，其「預算融通法」為強化財政體質，要求國庫每年自央行借入 100 年期國庫券，年利率為 0.1%。在通膨盛行期間，此債務之實質價值迅速降低，幾乎為零。在迦納，財政部發行許多證券予其央行，致使迦納銀行就其對國際貨幣基金及其他國際機構所負債務，蒙受鉅額重評價損失。這些證券不計息、不具市場性，且顯然未有票載到期日。在宏都拉斯，為彌補該國央行 1996 年底資產負債表所顯示鉅額損失，政府發行 50 年期之不計息且無市場性之債券。此項交易之帳面價值達 GDP 之 1% 金額，但經濟價值卻近乎零（註 35）。

沒有任何一種無市場性證券之發行，能夠實際增進央行的財務實力；相反地，卻常導致央行財務報表透明度惡化，並減弱政府財政聲譽。

以具市場性之證券重建央行資本，提供迅速發展國內債券市場難得的機會。許多央行陷於困境之國家，均深受低度或未發展之國內金融市場所苦。此係因央行如陷入財務困境，該國必存在高且易變之通膨率、美元化及金融管制現象（以緊縮之金融法令迫使金融體系大量持有不計息之央行存款或政府/



央行證券)。央行之資本重建，可增進其財務能力，獲致低度且穩定之通膨率，另一方面，提供央行具市場性之證券，透過市場上

的買賣斷或附買回協定交易，得作為建構活絡貨幣市場之基礎，為發展國內公債市場踏出第一步。

## 陸、結語

中央銀行財務實力之強弱，與其政策表現良窳關係密切。財務實力弱之央行，其本身所蒙受虧損常危害整體經濟穩定，人民亦對政策可信度預期效果產生懷疑。

評析中央銀行之財務實力，必須謹慎檢視其所處政經環境，避免直接運用分析私營企業財務實力之傳統方式（獲利能力與資金）而導致誤判。

強化中央銀行財務實力所採方式實事關重大，提供央行具市場性之政府公債，不失為可行之策，蓋此不僅能發展貨幣市場，並得進而形塑貨幣政策的舞台，強化貨幣政策操作環境，有效達成最終政策目標。相反地，如果所提之方案僅是單純表面工夫，例如提供央行長天期之無交易性且無計息證券，對於央行本身或其政策達成皆無所助益。

## 附註

- (註 1) 作者謹此感謝英格蘭銀行所辦研討會之所有參與者，及作者於國際貨幣基金之同事寶貴的評論與建議，包括 Simon Gray, John Dalton, Jerome Vandenbussche, Kenneth Sullivan, Erik Oppers，特別是 Ulrich Klush。
- (註 2) 此非僅純理論之臆測。事實上，賴比瑞亞中央銀行就曾一度因未能清償債務，遭蒙羅維亞（賴比瑞亞首都）票據清算所除名。由於該行無力以本國鈔券或外匯贖回債務，商業銀行拒絕接受該行餘額為貨幣。美元化亦為拒絕本國貨幣之另一形態。
- (註 3) 參照 Fry (1993) 及 Mackenzie and Stella (1996)。
- (註 4) 作者所注意到的惟一例外為菲律賓中央銀行。
- (註 5) 作者認為央行績效不宜以靜態資產負債表中「淨值」概念衡量，而應以政策目標之達成能力為之，此想法部分類同於 Fry, Goodhart, and Almeida (1996, 頁 39)，其認為央行破產應定義為「穩定均衡通貨膨脹率下之淨值為負」。依此定義，央行即使淨值為負，但若仍能穩定通貨膨脹率，即仍視為「具備償付能力」。
- (註 6) 參照 Johnson and Zelmer Bank of Canada Discussion Paper (2007)，該文討論為何避免資本轉為負數之作法，得以鞏固公眾對於貨幣政策之信心，並阻絕金融體系所生危機。<http://www.bankofcanada.ca/en/res/dp/2007/dp07-2.html>
- (註 7) 實際應用參照 Blejer and Schumacher (1998)。
- (註 8) 美國聯邦準備之資產負債表中僅包含部分之美國國際準備，其餘係由財政部外匯穩定基金所持有。
- (註 9) United States General Accounting Office (2002)。
- (註 10) 理事 Laurence H. Meyer 於美國眾議院所屬銀行與金融服務委員會前所為證言，May 3, 2000。
- (註 11) 參照 Bank of Canada (2005)。加拿大之外匯存底係由外匯基金帳戶所持有，雖由央行管理，惟不計入其資產負債表。
- (註 12) Johnson and Zelmer (2007)，該文對相關基礎理論提供更為細項之闡述。

- (註 13)路透社 (2005a)。
- (註 14)路透社 (2005b)。
- (註 15)IMF (1998)。
- (註 16)哥斯大黎加央行 2000 年年報。
- (註 17)參照 Central Bank of Costa Rica (2003), IMF(2004a)及 Ize (2005)。
- (註 18)Francisco de Paula Gutierrez, 哥斯大黎加央行總裁(Central Banking, Vol. X V No.4, May 2005, page 82)。
- (註 19)The Jamaica Observer Internet Edition, May 31, 2006。
- (註 20)參照 J. P. Morgan (2002) 與 Business Week online (2003)。
- (註 21)參照 Governor's address (2003) 及 (2004)。
- (註 22)國際貨幣基金已積極推動「防衛措施評估」計畫，希冀提昇央行透明度。該計畫始於 2000 年，首要目標在於尋求該基金所託資源使用情形之透明化，暨增進財務資訊之可靠性。防衛措施評估係驗證央行之五大相關領域：外部審計、內部稽核、法律上獨立性、財務報導及內部控制，要求央行至少應公布年報，該年報並應依國際公認準則經獨立審計。目前已完成 111 份防衛措施評估，範圍涵蓋 69 國中央銀行，讀者如有興趣，可參考國際貨幣基金網頁所發布摘要 <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/033105.pdf>。
- (註 23)秘魯中央銀行年報；Braessas and Naughton (1997)。
- (註 24)「其他淨項」與報導透明度相關性相當明顯。至於其與央行財務實力之相關性，則是源於「其他淨項」中所通常包括之諸多反映累計虧損及隱藏虧損的帳目。
- (註 25)從另一方面說，即不可辨認資產超過不可辨認負債。累計虧損常似（無法個別辨認）資產項目，若欲以其真實經濟價值（零）衡量，即須沖銷資本帳面價值。
- (註 26)為確保可比較性，本文採用 Stella (2003) 之方法，以修正惡性通貨膨脹相關因素。
- (註 27)參照 IMF (1996a)。相同情況亦曾發生於巴西。2002 年 5 月生效之巴西財政責任法要求央行不得發行其自身債券，自彼時起所有金融操作均運用政府債券。其間，由巴西國庫提供具交易性證券予央行，該批證券係用於重購回交易，藉以消除因贖回到期之央行債券所生流動性。
- (註 28)參照 IMF (1996b)。
- (註 29)參照 IMF (2001 與 2004)。
- (註 30)當央行直接或間接從事昂貴的金援銀行行動時，此議題更具重要性。其所衍生問題，使得部分人士主張應限制央行從事此類行動，或是改由政府擔任。參照 Ja'come (2001) 與 Dornbusch (2001)。
- (註 31)此舉能有效地增進央行的獲利能力。如央行就政府存款支付其於外匯準備所得平均報酬，則該方式將能產生中立結果。
- (註 32)參照 Central Bank of Costa Rica Memoria Annual 2004, p. 41。
- (註 33)此曾發生於 2006 年 8 月之墨西哥。參照 "Resultados de la Colocacion de Bondes D y Prepagos Adicionales de Deuda Externa," Press Release 064/2006, Secretaria de Hacienda y Credito Publico, August 10, 2006。
- (註 34)<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2007/pr07289.htm>
- (註 35)IMF Country Report No. 02/16, Honduras : Report on the Observance of Standards and Codes-Fiscal Transparency Module, February, 2002.

## 參考文獻

Blejer, Mario I., and Liliana Schumacher, 1998, "Central Bank Vulnerability and the Credibility of Commitments: A Value-at-Risk

- Approach to Currency Crises," IMF Working Paper 98/65 (Washington: International Monetary Fund).
- Braessas, Homero, and Alejandra Naughton, 1997, *La Realidad Financiera Del Banco Central: El Antes y El Despues de la Convertibilidad* (Banco central de la Republica Argentina) (Buenos Aires: Fundacion Editorial de Belgrano).
- Cargill, Thomas F. 2005, "Is the Bank of Japan's Financial Structure an Obstacle to Policy ? " IMF Staff Papers 52(2).
- Dornbusch, Rudi, 2001, "Fewer Monies, Better Monies," *American Economic Review*, Papers and Proceedings, Vol. 91 (May), pp. 238-42.
- Frait, Jan, 2005, "Exchange Rate Appreciation and Negative Central Bank Capital: Is There a Problem ? " speech presented at Expert Forum: Central Bank Finances and Impact on Independence, Centre for Central Banking studies, Bank of England, London, United Kingdom, August. Available via Internet:  
[www.cnb.cz/www.cnc.cz/en/conferences/speeches/download/JF\\_CN Bloss\\_CCBSweb.pdf](http://www.cnb.cz/www.cnc.cz/en/conferences/speeches/download/JF_CN Bloss_CCBSweb.pdf)
- Fry, Maxwell, 1993, "The Fiscal Abuse of Central Banks," IMF Working Paper 93/58 (July).
- \_\_\_\_\_, Charles A. E. Goodhart, and Alvaro Almeida, 1996, *Central Banking in Developing Countries: Objectives, Activities and Independence* (London: Routledge).
- Holub, Tomas, 2004, "Foreign Exchange Interventions Under Inflation Targeting: The Czech Experience," Research and Policy Notes 2004/01, Czech National Bank.
- Ize, Alain, 2005, "Capitalizing Central Banks: A Net Worth Approach," IMF Staff Papers, Vol. 52, No. 2 (September).
- \_\_\_\_\_, 2006, "Spending Seigniorage: Do Central Banks Have a Governance Problem ? ," IMF Working Paper 06/58 (March).
- Jacome, Luis, 2001, "Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America During the 1990s," IMF Working Paper 01/212 (Washington: International Monetary Fund).
- Kluh, Ulrich and Peter Stella, 2008, "Central Bank Financial Strength and Policy Performance: An Econometric Evaluation," forthcoming (Washington: International Monetary Fund).
- Mackenzie, G. A. and Peter Stella, 1996, "Quasi-Fiscal Operations of Public Financial Institutions," IMF Occasional Papers 142, (Washington: International Monetary Fund).
- Reuters News, 2005. "Bundesbank Blows Hole in Eichel's 2005 Budget" Factiva.  
<http://global.factiva.com> (March 15).
- \_\_\_\_\_, 2005, "Germany Should Not Assume Higher Buba Profit—Weber" Factiva.  
<http://global.factiva.com> (June 15).
- Rodrick, D. (2006), "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves," NBER Working Paper No. 11952.
- Stella, Peter, 2003, "Why Central Banks Need Financial Strength," *Central Banking*, Vol. X I V, No.2 (November).
- \_\_\_\_\_, 2005, "Central Bank Financial Strength, Transparency, and Policy Credibility," IMF Staff Papers, Vol. 52, No. 2 (September).
- International Monetary Fund, 1996a, *Uruguay: Recent Economic Developments*, IMF Staff Country Report No. 96/94 (Washington).
- \_\_\_\_\_, 1996b, *Nicaragua: Recent Economic Developments*, IMF Staff Country Report No. 96/124 (Washington).
- \_\_\_\_\_, 2001, *Nicaragua: Article IV Consultation—Staff Report*, IMF Staff Country Report No. 01/171 (Washington).
- \_\_\_\_\_, 2004, *Nicaragua: IMF Staff Country Report No. 04/71* (Washington).

(本文完稿於 98 年 1 月，譯者為本行經濟研究處專員)