

發展亞太金融中心與制度面條件的配合問題
—兼論我國最適的法定存款準備率

李 榮 謙
經 濟 研 究 處
民 國 八 十 五 年 六 月

發展亞太金融中心與制度面條件的配合問題 —兼論我國最適的法定存款準備率

目 錄

	頁次
摘要	
一、發展金融中心與金融穩定目標的調和	1
二、存款準備金制度的重新定位	3
三、貨幣控制程序的適度調整	11
四、金融監理制度的合理安排	14
五、結論與建議	17

發展亞太金融中心與制度面條件的配合問題

—兼論我國最適的法定存款準備率

李 榮 謙

摘 要

目前我國的法定存款準備率偏高，明顯不利於政府大力推動發展台灣成為亞太金融中心的計畫。鑑於此，如果發展亞太金融中心是我們的希望所繫，則未來中央銀行應逐步調降法定存款準備率至合理水準。值得注意的是，法定存款準備率的大幅調降，可能導致貨幣乘數的不穩定，此際貨幣控制如果採行「準備金政策」的操作程序，將使中央銀行執行貨幣政策的能力受挫。在這種情況下，中央銀行似乎會面臨維持金融穩定與推動亞太金融中心這二個目標，在抉擇上之衝突。

其實，如果中央銀行可以改變貨幣控制的操作程序，例如強化短期利率的控制機制，則可以有效降低對法定存款準備率的依賴，此時中央銀行有能力將重點置於發展亞太金融中心之考慮上。換言之，在這種採行以短期利率為操作目標的控制程序下，基於貨幣控制目的的法定存款準備率，就不會構成發展亞太金融中心的重大限制。

觀諸國際間主要金融中心的發展經驗，法定存款準備率不應高於 2%，否則根本無法與其他的國際金融中心競爭。職是之故，我國最適法定存款準備率的長期展望應該設定在 2%。鑑於目前我國實際的法定存款準備率遠高於此一最適水準，其中尤以活期

性存款為然，因此在調降至最適水準時所需花費的時間較長。我們建議，可以將中期目標暫訂為五年，在這段期間內先將定期存款的法定準備率降至 2%，活期儲蓄存款的法定準備率降至 5%，至於支票存款及活期存款的法定準備率則降至 10%；長期目標暫訂為由目前起算的八年內達成，亦即在西元 2003 年底前，將各種存款的法定準備率一律降至 2%（詳下表）。

我國法定存款準備率的調降目標

對存款額百分比

日期	支票存款	活期存款	活期儲蓄存款	定期儲蓄存款	定期存款
1996年3月8日	22.5	20.5	13	6.525	8.525
2000 年底	10		5	2	
2003 年底	2			2	

當然，法定存款準備率的調降仍必須選擇適當時機，同時應確實檢討歷次調降後對貨幣政策操作的影響，據以作為往後繼續調降的重要參考。如果發現負面的影響過鉅，就有必要優先將目標置於金融穩定上，並修訂原先所規劃的時間表。職是之故，上表僅係暫訂的中、長期時間表，且在這段期間內，實際的調降過程與幅度，需視當時的情況來決定。

又我國以準備金政策為主的貨幣控制操作程序，在大幅調降

法定存款準備率之後，勢必面臨更大的挑戰，因此儘管目前此一控制機制尚未面臨太大困難，但未雨綢繆計，建立短期利率的控制機制，並強化中央銀行貼現窗口的機能，必須儘快在這一、二年內構建完成。

最後，伴隨我國法定存款準備率的大幅調降，將考驗銀行流動性管理的能力，從而中央銀行必須有一套合理的金融監理制度。例如，中央銀行應善盡最後貸款者的角色，以及構建完善的流動性管理計畫。其他如建立「法定清算餘額制度」及單元化的金融監理當局，亦值得一併考慮。

發展亞太金融中心與制度面條件的配合問題

—兼論我國最適的法定存款準備率

發展台灣成為亞太金融中心，是政府既定的施政目標，因此中央銀行無庸置疑必須確實去支持並執行這個計畫。不過，維持金融體系的穩定是中央銀行最主要的職責，從而為了避免推動金融中心的目標妨礙到金融體系的穩定，中央銀行必須先認清本身的角色並速謀其定位，再進行循序漸進的推動策略。

關於發展台灣成為亞太金融中心的這個話題，近年來相當熱門，不過討論的重點泰半集中在一般性的配合條件，鮮少論及中央銀行的角色及其制度面條件的配合問題。鑑於制度面條件，是發展金融中心的最根本要求，因此本文擬探討與此有關的主題。

一、發展金融中心與金融穩定目標的調和

原則上，發展金融中心與維持金融穩定這二個目標是有衝突的，導致中央銀行經常面臨為了貨幣政策的需要必須有所保留，但為了強化台灣成為亞太金融中心的吸引力，又不得不為之的兩難抉擇。其實，誠如下文我們所要強調的，只要中央銀行能夠在制度面上作調整，將可減輕、調和，甚或消除這二個目標的衝突。

邇來極受爭議的「開放貨幣市場共同基金」一案，即是最明顯的例子。毫無疑問，開放「貨幣市場共同基金」（MMF）確實有助於提高台灣發展成為亞太金融中心的吸引力，但 MMF 亦不可

避免地削弱了中央銀行貨幣政策的效力。在顧此失彼的情況下，中央銀行必須作全盤的考量。

一般而言，MMF 具有高度的流動性，與銀行存款的替代性相當高，因此當存款準備金提存制度仍十分嚴格的情況下，若貿然開放 MMF，將浸蝕準備金制度，對貨幣政策的負面衝擊將是立竿見影。或有論者建議，如能要求 MMF 亦提列準備金，當可避免此種不利影響。但是，此舉無疑違反了原先引進 MMF 的用意，況且擴大應提準備金的適用範圍，亦與其他國際金融中心的慣例暨發展趨向相背。解決之道，應是在法定存款準備率調降至銀行自願握持之最適水準之後，方才考慮全面開放此類金融商品，在此之前應可逐步放寬共同基金的投資限制。

相同的衝突情況，亦出現在近一、二年來有關開放外資的爭議。基本上，開放外資至國內金融市場，的確有助於發展金融中心，但外資的引進卻對國內金融穩定的維持有潛在不安的影響，例如可能導致貨幣供給額的失控，以及利率、匯率的大幅波動。在這種情況下，如果是基於金融穩定的考慮，對於開放外資確實必須持較審慎的態度，惟若將之視為推動金融中心不可或缺的手段，則制度面需作適當調整，據以降低可能的衝擊。

首先是，貨幣當局應該建立防堵熱錢的機制，一旦情況需要，貨幣當局應有迅即管制銀行國外負債及非居民存款的能力。再者，為維持匯率的穩定，匯率制度或應採行可信度較高的匯率目標區制度，同時尋求亞太區域內的外匯合作亦屬重要。

綜上所述，當一國金融體系仍存在若干無法立即配合的制度限制，推動金融中心的策略應該是採「循序漸進的策略」（gradualist approach），一如德國的情形；至若採用類如英國的「大變革策略」（“big bang” approach），當金融體系本身並不完備時，其立即招致的風險極高，此或可說明東南亞之泰國、馬來西亞及印尼諸國，為爭取從眾多有意發展亞太金融中心的角逐者中脫穎而出，不惜採用此種躁進策略，所帶來金融體系的普遍不安。

坦白而言，賦予中央銀行作為推動金融中心的主導機構，確實使得中央銀行經常出現兩難的緊張局面。處在這種安排下的中央銀行，除了應在制度面上配合發展金融中心的需要作適度的調整之外，中央銀行本身也必須有清楚的瞭解，一旦推動金融中心的目標礙及金融穩定的維持，中央銀行就必須立即停止，然後再伺機而動。

二、存款準備金制度的重新定位

目前我國的法定存款準備率偏高（平均約 9.5%），明顯不利於政府大力推動發展台灣成為亞太金融中心的計畫。鑑於此，如果發展亞太金融中心是我們的希望所繫，則未來中央銀行應逐步調降法定存款準備率至合理水準。但是，究應調降至那一個水準才是最適當（optimal）的呢？這個問題的答案，無法遽下斷言，必須檢視存款準備金制度的三個功能，並確定中、長期仍有存在價值的剩餘功能，再據以設定達成這些功能的最低法定存款準備率。此外，由於過於嚴苛之存款準備金制度，亦導致金融機構間的不公平競爭，以及妨礙亞太金融中心的發展，因此，所謂

的「最適法定存款準備率」亦應將這二個因素列入考慮。此即意指，最適法定存款準備率，應是尋求極小化法定存款準備率，使之仍能維持存款準備金制度的最起碼功能，並將其對金融市場的可能傷害降至最低¹。

存款準備金制度的三個功能為：(1)提供非膨脹性之「鑄幣稅」(seigniorage)來源，並充當中央銀行對銀行體系服務所收取的代價；(2)充當貨幣政策工具，以之來控制貨幣供給量，以及改善短期間對目標變數成長路徑的精確控制；(3)充當銀行體系的主要流動性來源²。根據這個觀念，最適的法定存款準備率，可以從租稅的合理性、貨幣政策的合理性及流動性的合理性，這三方面來加以討論。

就以存款準備金制度在租稅的合理性層面觀之，一般認為，它在這方面的論據十分薄弱。或許存款準備金有若干租稅的特質，但他們既不是一個可信賴和重要的收入來源，也不能視為充當中央銀行支付服務的使用費³。況且，即使基於租稅之考慮確有必要，理論上卻證明，對存款(儲蓄)課徵直接稅優於以「準

¹ 關於此一見解，基本上與德國聯邦銀行看法一致。請參閱 Hausler, Gerd, "The Competitive Position of Germany as a Financial Centre," Central Banking, Vol. 5, No. 2, Autumn 1994, PP.44-55.

² 請參閱 European Commission, "Reserve Requirements, Seigniorage and the Financing of the Government in an Economic and Monetary Union," European Economy, 1994, PP.3-55.

³ 請參閱 Stevens, E. J., "Is There Any Rationale for Reserve Requirement?" Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Review, Vol. 27, No. 3, 1991, PP.2-17.

備稅」(reserve tax)方式⁴。至於存款準備金制度在流動性的合理性，短期而言似乎存在，這是因為，銀行鮮少誘因去握持無利息之中央銀行存款餘額，若缺乏存款準備金制度的設計，將造成銀行業拆款市場利率的過度波動。不過，迨至目前，經濟學家大抵相信，創設中央銀行作為「最後貸款者」(lender of last resort)，中央銀行有能力透過「貼現窗口」(discount window)迎合整個銀行體系的流動性需要，此際以存款準備金制度作為流動性來源之概念已日漸式微⁵。

根據上面的說明，存款準備金制度目前“殘存”的功能，似侷限於在貨幣政策層面上的考慮。Poole and Lieberman 很早就主張，法定存款準備率的規定，若設定適當的話，可以使得貨幣乘數較穩定，有助於改善中央銀行控制貨幣供給量的能力。他們進一步指出，若中央銀行嘗試控制狹義貨幣 M_1 ，則定期存款的最適法定存款準備率應設定為零；惟若中央銀行以廣義貨幣 M_2 作為中間目標，則定期存款的法定存款準備率應與活期存款相同⁶。迨入 1980 年代，以 Fama 及其同僚所揭櫫的貨幣理論則認為，只要準備金能被中央銀行所控制，貨幣乘數是否穩定並不重要，

⁴ Freeman, Scott, "Reserve Requirements and Optimal Seigniorage," Journal of Monetary Economics, Vol. 19, 1987, PP.307-314.

⁵ 請參閱李榮謙，主要國家「存款準備金制度」的最新發展，中央銀行經濟研究處，民國 84 年 3 月。

⁶ 如果控制策略是採用 M_1 和 M_2 的加權平均，例如 $M = \alpha M_1 + (1 - \alpha) M_2$ 。在這種情況下，Poole and Lieberman 建議，在活期存款及定期存款的法定準備率分別為 r_1 及 r_2 之下，應該設定 $r_2 / r_1 = (1 - \alpha)$ 。請參閱 Poole, William, and Charles Lieberman, "Improving Monetary Control," Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 2, 1972, PP.293-342.

即使是形式上的法定存款準備率亦非必要⁷。Kaminow 則將研究重點擺在，若中央銀行採行不同的操作程序，法定存款準備率的存廢對短期貨幣控制的影響。他指出，如果中央銀行是採行「利率政策」（interest rate policy）的操作程序，此際有沒有法定存款準備率，對短期的貨幣控制都沒有影響⁸。

值得注意的是，近年來許多先進國家在經歷大幅調降法定存款準備率，甚或完全廢止存款準備金制度之後，卻也發現，存款準備金制度的維持，實務上確實有助於強化貨幣政策的效力。根據美國聯邦準備當局（Fed）最近的研究業已指出，即使目前大多數國家轉而以控制短期利率來達成對貨幣供給量的控制，若無存款準備金制度，則準備金之需求將呈現較大的波動，從而中央銀行為穩定短期利率所採行之公開市場操作、貼放政策其效力將大打折扣⁹。因此，廢除存款準備金制度，或將法定存款準備率降為零，需要有更堅強的論據才可以列入考慮。

我國的法定存款準備率之所以較先進國家為高，除了歷史因素之外，部份原因或可歸因於貨幣控制長久以來係採行「準備金政策」（reserves policy）的操作程序，在這種情況下，較高的法定存款準備率可維持較穩定之貨幣乘數。而誠如前述，如果法定存款準備率的中、長期展望是逐步調降至合理水準，則該合理水準應是能夠維持貨幣乘數的穩定之最低準備率。

⁷ 請參閱 Fama, Eugene F., "Banking in the Theory of Finance," Journal of Monetary Economics, Vol. 6, 1980, PP.39-57.

⁸ 請參閱 Kaminow, Ira, "Required Reserve Ratios, Policy Instruments and Money Stock Control," Journal of Monetary Economics, Vol.8, May 1976, PP.239-245.

⁹ 請參閱 Feinman, Joshua W., "Reserve Requirement: History, Current Practice, and Potential Reform," Federal Reserve Bulletin, June 1993, PP.569-589.

理論上，這個最適的存款準備率，即是銀行自願性的準備金需求占總存款的比率。由於目前法令規定的法定存款準備率遠較實際的需要為高，因此很難利用現有資料客觀的去衡量。其實，即使可間接的去衡量¹⁰，但這種基於貨幣控制觀點（亦兼顧了公平競爭的觀點）所決定之最適水準若高於發展國際金融中心之所需，則中央銀行將面臨抉擇之困難。不過，如果中央銀行能改變貨幣控制的操作程序，例如強化短期利率的控制機制，則法定存款準備率在貨幣控制的意義上將減輕，此際可以將重點置於發展國際金融中心之考慮上。換言之，當發展國際金融中心是政府的既定政策，而中央銀行又有能力調整貨幣控制的操作程序來降低對法定存款準備率的依賴，則衡量銀行自願性握持的準備金比率，意義似乎不大。從而，未來我國最適的法定存款準備率，其決定應借鏡國際間重要金融中心，或擬發展為國際金融中心之國家的作法。

國際間重要的金融中心，如倫敦、香港皆無法定存款準備金制度，至於東京、紐約的平均法定存款準備率則在 2%以下。另以德國的經驗觀之，德國政府自 1992 年以來即大力推動法蘭克福成為國際金融中心，但銀行業認為當時德國平均高達 5%的法定存款準備率，根本無法與其他的國際金融中心競爭。起先德國聯邦銀行相當堅持法定存款準備率在貨幣政策上的重要性¹¹，但

¹⁰ 可以利用銀行庫存現金的資料，以及銀行使用央行存款與在其他銀行存款帳戶作為清算的變動情形來加以估算。若以銀行使用央行存款的資料加以估算，則此一準備率的期望水準在 3%左右（以 1996 年 4 月 30 日的資料計算）。

¹¹ Deutsche Bundesbank, "Financial Centre Germany: Conditions and Recent Developments," Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, Vol. 44, No. 3, 1992, PP.23-31.

1993 年起，為配合發展國際金融中心的政策，德國聯邦銀行已三度調降法定存款準備率至目前的 1.5% 2%。這個發展的另一重點是，德國活期存款的法定準備率已經降至與定期存款一致（見表一）。由於德國聯邦銀行係以廣義貨幣為中間目標，此一發展符合 Poole and Lieberman 在學理上的建議。

表一、德國的法定存款準備率

調整日期	活期存款			定期存款	儲蓄存款
	一千萬馬克以下	一千萬馬克至一億馬克	一億馬克以上		
1987年2月10日	6.6	9.9	12.1	4.95	4.15
1993年3月1日	6.6	9.9	12.1	2	2
1994年3月1日	5			2	2
1995年8月1日	2			2	1.5

綜上所述，我國最適法定存款準備率的長期展望應該設定在 2%。鑑於目前我國實際的法定存款準備率遠高於此一最適水準，其中尤以活期性存款為然，因此在調降至最適水準時所需花費的時間較長。我們建議，可以將中期目標暫訂為五年，在這段期間內先將定期存款的法定準備率降至 2%，活期儲蓄存款的法定準備率降至 5%，至於支票存款及活期存款的法定準備率則降至 10%；長期目標暫訂為由目前起算的八年內達成，亦即在西元 2003 年底前，將各種存款的法定準備率一律降至 2%（詳表二）。

表二、我國法定存款準備率的調降目標

對存款額百分比

日期	支票存款	活期存款	活期儲蓄存款	定期儲蓄存款	定期存款
1996年3月8日	22.5	20.5	13	6.525	8.525
2000 年底	10		5	2	
2003 年底	2			2	

由於目前我國的法定存款準備率遠高於此一最適水準，因此法定存款準備率的調降，必須有計畫的依序進行。一方面，法定存款準備率的調降必須慎選時機，俾降低對市場的衝擊，另一方面中央銀行亦應確實檢討歷次調降後對貨幣政策操作上之之影響，據以作為往後繼續調降的重要參考。如果發現負面的衝擊過鉅，就有必要優先將目標置於金融穩定上，並修訂原先所計畫的時間表。

調降法定存款準備率並非在提供金融體系較多的流動性，因此中央銀行必須貫徹沖銷政策，將過多的流動性予以沖銷。不可諱言，調降的過程中，必然考驗中央銀行透過公開市場進行沖銷的能力。鑑於法定存款準備率的調降係採取循序漸進的方式，沖銷的規模應能預作安排，況且中央銀行已由過去累積豐富的經驗，沖銷政策的技巧已臻成熟，而且隨著我國債券市場的漸次發展，公開市場的規模及彈性應有充分的配合條件；其實，如果再考慮資金可能流出的情況，則沖銷的規模可能更微不足道。即使如此，我們亦必須體認，除了應進一步強化公開市場操作的效力之外，利用換匯操作及政府存款帳的移轉也是可以考慮的輔助工

具¹²。

亦有論者認為，如果是基於減輕銀行成本的考慮，可不調降法定存款準備率，直接對法定準備金付息。目前國際間對存款準備金付息的國家，只有義大利、荷蘭及我國。其中義大利銀行除了對可轉讓定期存單所提存的準備金部份支付 8.5%的較高利率之外，餘皆按低於市場利率的 5.5%支付；荷蘭銀行支付的利息，約等於該行的擔保融通利率（目前約 3%左右）；至於本行則對準備金乙戶支付 2.4%的利息。觀諸這三個對存款準備金支付利息的國家，他們的法定存款準備率相對都較高，因此付息有明顯補貼的用意。值得注意的是，可以充當應提準備金的資產，在義大利及荷蘭都侷限於在中央銀行的存款，不似我國尚包括庫存現金。

對存款準備金按照市場利率付息，由於可提高銀行的競爭力，降低對銀行資金來源及一般大眾資產選擇的扭曲，以及強化貨幣政策的效力，因此理論上確實可以得到支持¹³。正因為這個緣故，經濟學者長期以來即主張對存款準備金付息，不惟如此，美國聯邦準備當局自 1970 年代起亦傾向於支持這個構想，而日本在 1970 年代初期，「金融制度研究審議會」也作成了類似的見解。

不過，誠如前述，觀諸國際間的發展，存款準備金制度係朝

¹² 中央銀行經濟研究處，資本帳開放經驗與未來發展策略（初稿），民國八十五年三月。

¹³ 中央銀行經濟研究處，試論「存款準備金付息」的合理性，民國八十五年五月。

向逐步調降法定存款準備率，甚或廢止法定存款準備金制度，而不選擇對存款準備金付息。探究其原因，大抵是因為對存款準備金支付利息的財源，對目前大多數國家窘困的財政狀況而言，實務上很難行得通。況且，即使同意以課稅來取得財源，則課稅將衍生出另一種扭曲（例如，所得稅阻礙工作意願，即是這種可能的扭曲）。尤有進者，即使不考慮租稅所帶來的扭曲，對存款準備金支付利息，亦創造了財富在代際間的移轉，因它是以犧牲未來世代之福祉為代價，因此對整個經濟社會並無淨福祉的增加。

但是，最近經濟學者的研究也指出，對存款準備金付息，將提高對存款的需求，因之準備金的需求也會增加，此際如果中央銀行採取穩定價格的策略，透過公開市場買入有利息之債券來釋出準備金，再將這些收益用來支付對存款準備金付息的財源，則這種策略將使每一世代的福祉皆提高¹⁴。無論如何，關於這方面的爭議，經濟學者之間尚無具體的結論。

平心而論，對法定存款準備金付息的方式，確實可以不帶來流動性鉅幅增加的壓力，同時銀行的流動性亦得以偏高維持，有助於降低潛在的流動性危機。但是，此舉卻無法有效改善銀行的中介功能，以及資金配置效率所遭受的扭曲。因此，調降法定存款準備率至發展國際金融中心所需之最適水準，才是最佳及最可

¹⁴ Freeman, Scott, and Joseph H. Haslag, "Should Bank Reserves Earn Interest," Federal Reserve Bank of Dallas: Economic Review, Fourth Quarter, 1995, PP. 25-33.

行的方法。尤有進者，當中央銀行在調降過程中，尚透過公開市場致力於沖銷操作，也有助於活潑債券市場，強化金融中心的吸引力。

三、貨幣控制程序的適度調整

當法定存款準備率大幅調降，有可能削弱以準備貨幣為操作目標的貨幣控制操作程序；此際如果操作目標改以短期利率為主，則此一控制程序將能改善中央銀行的貨幣控制成效。這是因為，當銀行資金需求出現轉變時，只要中央銀行有能力透過靈活的公開市場操作及貼現窗口，據以有效調節銀行準備金需求的變動，就能控制利率的水準。可見，在此一操作程序下，法定存款準備率的高低，其實際的作用將十分有限。

詳言之，在採行「準備金政策」的控制程序之下，需要有較高的法定存款準備率，來維持準備金需求的較大穩定，否則貨幣乘數波動過鉅，就算是中央銀行能夠控制準備金數量，仍難以達成貨幣供給量的控制目標。至若在以短期利率為操作目標的控制程序下，即使是廢止法定存款準備金制度，只要中央銀行的貨幣政策工具可適時釋出或吸納流動性，即能維持中央銀行的利率目標，並達成貨幣供給量的控制水準。不過，根據若干國家的經驗卻也發現，若廢止法定存款準備率，雖無礙於中央銀行對短期利率的控制，但的確加重了公開市場操作及貼現窗口的負荷。

目前大多數的國家皆已轉向強調短期利率為操作目標。至於被採用為操作目標之短期利率，則擴及至銀行同業拆款市場與短

期票券市場，不過大部份係以銀行同業的隔夜拆款利率為主。其中，美國聯邦準備當局係將其活動限定在影響銀行同業拆款市場之隔夜利率（聯邦資金利率），並賦予市場力量去決定政策的傳遞過程至其他金融市場；日本的銀行間隔夜利率亦是日本銀行最重要的操作目標；至於加拿大、德國和英國，雖亦積極地進行干預，以緩和隔夜利率的波動，惟較長期的利率（三個月期以下），通常才是較重要的操作目標。主要國家之所以重視銀行同業拆款市場的隔夜利率，其原因是這些國家有功能相當完備的銀行同業拆款市場，因此個別銀行可輕易地透過此一市場，進行其在中央銀行存款帳戶餘額的交易。若銀行體系準備金的供給未伴隨其需求作反應，則銀行同業市場的隔夜資金，其成本將立即受到影響。

雖然中央銀行管理準備部位的活動，使得中央銀行有能力控制短期銀行同業拆款市場利率，然而此一利率必須擴及至影響比隔夜利率更長期限的利率，據以影響總體經濟活動，否則中央銀行控制此一利率並無太大意義。一般而言，中央銀行影響長期利率是透過間接的過程，而且原則上是完全依市場力量來決定。這是因為，長期利率係反映對未來短期利率的預期，從而中央銀行對長期利率的影響力，泰半是取決於如何左右這些預期。尤有進者，當中央銀行傳達其對隔夜利率及其他短期利率的明確意圖，中央銀行甚至可以將影響力及於貨幣供給額及貨幣市場的利率期限結構。就主要國家的經驗來看，這種貨幣政策的操作程序，實務上並無太大的困難。

就目前我國的情況而言，以準備貨幣為操作目標的控制程序，尚未面臨太大困難，惟未來調降法定存款準備率至較低的最適水準之後，準備金需求的穩定性多少會受到影響，屆時或有調整控制程序的必要。但是，轉換至以利率政策為主的貨幣控制程序，未來所需克服的問題仍多，因此中央銀行必須作嚴謹的學理性研究，據以構建短期利率的控制機制。而這其中最重要的，當是健全銀行同業拆款市場，以及強化中央銀行貼現窗口的機能。

關於健全銀行同業拆款市場方面，建立雙向報價制度固然重要，但是，更重要的是，中央銀行應放棄倚賴行政指導的操作方式，重新檢討轉存及公庫代理制度，同時將銀行同業拆款市場的成員限定為有調劑準備金需要的金融機構，否則納入性質有明顯差異之金融機構，不僅干擾此一市場設計的原意，對於短期票券市場之發展，亦帶來不利之影響¹⁵。此外，為穩定銀行同業拆款市場之利率，中央銀行除應有正式管道宣示對利率的態度（例如美國 Fed 設定聯邦資金利率目標，或者德國聯邦銀行之固定利率重購回協定之數量競標制度）外，似宜進一步設計富彈性之中央銀行貼放機能，以提供緊急時幾無限制之懲罰性放款。

¹⁵ 由於銀行需要準備金是為了迎合中央銀行法定準備金的規定，以及進行與其他銀行間的清算，因此為了反映銀行同業拆款市場是準備金供需市場的特性，除了日本及英國允許非銀行金融機構加入此一市場之外，大部份國家皆將銀行同業拆款市場的參與對象，侷限於存款貨幣機構（及性質相近的金融機構）。此外，若允許存款貨幣機構以外的金融機構參與銀行同業拆款市場，將造成此一市場的過度成長，致礙及短期票券市場的健全發展，歸因於此，法國銀行在 1985 年 12 月改革其銀行同業拆款市場，將原先可參與該市場的非存款貨幣機構，如人壽保險公司、退休年金、証券經紀商及單位信託（unit trusts），逐步排除在該市場之外。

這種緊急時幾乎沒有限制的資金融通，最為人熟稔者，即是有若德國及瑞士的「倫巴德放款」(Lombard Lending) 制度。倫巴德放款是證券質押放款，其所設定的「倫巴德利率」，德國聯邦銀行係採固定型式(惟仍經常機動調整)，至於瑞士國家銀行則是每日依前二日銀行同業拆款市場的平均利率加碼二個百分點。未來我們似可參酌這些國家的經驗，來建立符合我國國情與需要的中央銀行貼現窗口機制。

四、金融監理制度的合理安排

法定存款準備率一旦大幅調降，銀行是否有足夠的能力應付緊急的流動性需求，確實不無疑問。因此中央銀行除必須充分發揮最後貸款者的角色之外，更重要的是構建一套完善的流動性管理計畫，俾使銀行能握持適當的流動性。例如，中央銀行必須去擴大銀行取得流動性的來源，包括要求銀行握持適當的流動資產、擴大銀行舉債的管道，乃至於協助銀行解決放款證券化所面臨的困難。

一般而言，銀行基於本身流動性管理的目的，仍會握持一些餘額以迎合他們的清算需要，不過，銀行基於此一目的所握持的清算餘額，很可能逐日都在改變，而且無法被銀行本身及中央銀行所精確預測及控制。在這種情況下，中央銀行在大幅調降法定存款準備率之後，為了確保銀行能握持適當的流動性，並減輕中央銀行公開市場操作及貼現窗口的負擔，或可考慮輔以「法定清算餘額制度」(Required Clearing Balance System)。

法定清算餘額制度的基本架構，有別於法定存款準備金制

度，它是由各金融機構按照本身的情況與中央銀行簽約，承諾在中央銀行握持彼此同意的清算餘額，如果未達此一協議中的清算餘額，則金融機構如同處在法定存款準備金制度一樣，必須接受中央銀行的懲罰。

邇來，伴隨法定存款準備率的不斷調降，乃有論者認為，應大幅提高「法定流動比率」（statutory liquidity ratio），否則銀行握持的流動資產或有不足之虞。但流動比率內部控管的意義大於強制性管制的目的，如果一味要求所有銀行握持較多的流動資產，將迫使體質較健全的銀行握持過多的流動性，妨礙了資金的配置效率。因此，即使目前法定流動比率仍有提高的空間，不過較適當的因應策略應是建立法定清算餘額制度。

實際上，真正能提高銀行承受風險的能力，既不是法定存款準備金制度（或法定清算餘額制度），也不是單純的仰賴高的法定流動比率，而應是提高銀行的「資本適足率」（capital adequacy ratio），同時構建完備的內、外部金融監理制度。以內部金融監理制度而言，主管當局應責成銀行注重自律的內部控管，以及落實監理標準的嚴格執行。

至於外部金融監理的層面，首需建立一具獨立性、值得信賴且負責任之單元化金融監理當局。這是因為，由多個金融監理單位共同執行金融檢查，經常因疊床架屋而出現重覆檢查、浪費成本的情節，亦可能因各監理單位在協調上的不良而出現檢查的漏洞，更嚴重的是，一旦爆發金融風暴，各監理單位經常因權責劃分的不夠清楚，而產生互相推諉的情形，不僅延緩了解決問題的時效，並嚴重傷害政府的信譽，打擊投資人信心。凡此種種，皆

不利於發展亞太金融中心¹⁶。

值得注意的是，若由中央銀行扮演單一金融監理當局，也有商榷之處。可歸因於：(1)如果中央銀行是唯一的金融檢查機構，將加重其逐日對銀行機構的控制，不利於他們未來的創新和競爭力。(2)中央銀行是貨幣當局，倘若再扮演金融監理當局，難免出現利害上的衝突。衝突可能在許多方面發生。一個最重要的例子是，當考慮銀行體系的健全性而調降利率，很可能在單獨基於貨幣性的考慮時，反而應該採行提高利率的政策。

基於此一考慮，另外成立一個獨立的金融監理機構或許才是正途，其實這也是國際間共同的發展趨勢。不過，轉換至這種金融監理制度，仍有以下幾個問題需要妥善處理：(1)將使目前金融監管結構作重大變革，所需花費的成本甚鉅；(2)獨立的專責金融檢查機構或將使其決策狹隘地專注於安全性及穩健性，忽視了對總體經濟發展的職責，因此最終將產生長期的偏差，不利於金融制度的風險承擔及創新；(3)對金融檢查的標準將立即產生過鬆或過緊的危機，前者有導致未來銀行倒閉的潛在危機，後者則可能帶來「信用緊縮」(credit crunch)¹⁷。

除了建立單元化的金融監理當局之外，尚應建立以資本為中心的監理制度。所謂以資本為中心的監理制度，就是根據金融機構的資本為基準，分為資本良好、資本適足、資本不足、資本顯

¹⁶ 李勝彥，跨世紀的金融體系改革與貨幣政策，跨世紀的國家發展研討會，民國八十五年四月。

¹⁷ 同 16。

著不足及資本嚴重不足等五類，而監理當局對金融機構所採取的監理方式與強制措施，就隨著資本水準而有差異。

五、結論與建議

發展台灣成為亞太金融中心，中央銀行確實扮演一個關鍵性的角色，這其中尤以如何提高中央銀行的獨立性來建立政策的「可信度」(credibility)最為重要。我們認為，確保金融穩定和推動金融中心這二個互為衝突的目標，最好藉由分工的方式予以克服，亦即這二個工作最好交付給二個不同的單位來負責。因為一個執行貨幣政策的超然獨立之中央銀行，通常無法同時擔負推動金融市場的職責。中央銀行在貨幣政策領域的自主性，迫使其在某些方面的功能受限，否則她將陷於無法調和目標的困境。

鑑於行政院已指示由中央銀行作為推動亞太金融中心的主導機構，因此中央銀行已無選擇餘地，必須致力於達成此一使命，不過為了金融穩定的維持，中央銀行有必要加速在制度面的改革，據以減輕及調和來自這二個目標的衝突。

其實，發展國際金融中心，伴隨金融全球化的趨勢，將拉近國際競爭力的制度性或管理因素，因此其重要性已日趨下跌。至於基礎設施、技術、人力素質，尤其是穩定之環境和有利可圖之實質投資機會，這些因素所彙集的所謂「成本效率」(cost efficiency)則益形重要。

台灣不僅在最基本的制度性或管理因素上，仍欠缺國際競爭

力，即使是過去引以為傲的「成本效率」優勢，在最近幾年亦呈現惡化的情形。我們相信，台灣能否順利發展成亞太金融中心，端視政府在這方面未來的努力成果。