

貨幣與金融分析
Monetary Theory and Policy

李榮謙

第七講次 貨幣金融穩定與貨幣政策工具

— 何以需要額外的總體審慎工具？

大 綱

- 直接工具 vs. 間接工具
- 公開市場操作
- 貼現窗口政策
- 準備金政策
- 總體審慎政策
- 有關貨幣政策工具的尖峰對話
- 參考資料

■ 直接工具 vs. 間接工具

- **直接工具**(direct instruments)係指非以市場為基礎的工具，至於**間接工具**(indirect instruments)則是指以**市場為基礎的工具**(market-based instruments)。
- 金融自由化與國際化的發展，類如管制利率、管制信貸及行政指導等直接工具將被間接工具所取代。
- 間接工具包括：
 - 公開市場操作(open market operation)
 - 貼現窗口政策(discount window policy)
 - 準備金政策(reserve requirement policy)
 - 雖然準備金政策是藉由管制力量所施行，但其貨幣性效果的實現，則是透過影響銀行對準備貨幣之需求來達成。因此，準備金政策一般仍被視為間接工具。

2

■ 公開市場操作

- **公開市場操作的意義**
 - 中央銀行藉由公開市場買賣合格有價證券，影響準備金的數額，進而影響準備貨幣（及貨幣供給額）或短期利率的行動。
- **公開市場操作之影響機能**
 - 銀行準備金、準備貨幣及貨幣供給額
 - 證券價格和利率水準
 - 預期效果
- **公開市場操作的模式**
 - **防衛性操作**(defensive operation): 中央銀行進行公開市場操作的目的，是為了抵銷外來因素對銀行準備金暨準備貨幣的干擾。
 - **動態性操作**(dynamic operation): 中央銀行進行公開市場操作的目的，是為了積極改變銀行準備金及準備貨幣的數量。

3

- 我國中央銀行公開市場操作的合格票據有：
 - 政府發行或保證之債券。
 - 銀行業發行之金融債券與承兌或保證之票據。
 - 中央銀行所發行之定期存單、儲蓄券。
- 在金融市場尚不發達時期，靈活、雙向的公開市場操作無法順利進行，此際透過**公開市場形式的工具** (open-market-type instruments)，可獲致眾多利益。
 - 此類準公開市場形式的工具，通常是在初級市場中採用。
 - 中央銀行所發行的定期存單、儲蓄券，以及政府基於貨幣政策目的而標售的政府債券等皆是。
 - 我國過去相當仰賴公開市場形式的工具，包括財政部及中央銀行所發行的國庫券，央行所發行的儲蓄券及定期存單，甚至於央行利用**郵政儲金轉存制度**的運作，亦可視為此種類型。

4

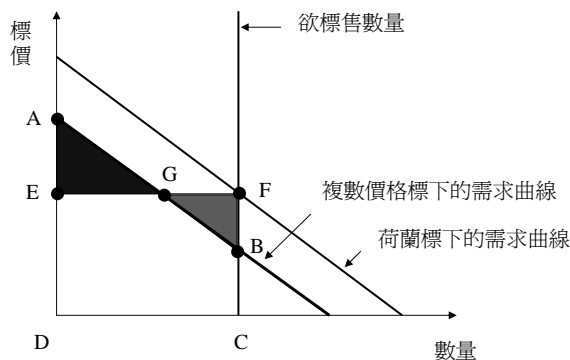
- 沖銷政策**(sterilization policy)
 - 典型的沖銷政策:央行一方面在外匯市場買進外匯，另一方面再藉由公開市場操作收回資金。
 - 1980年代後期，央行需仰賴在初級市場進行大規模的沖銷政策，即使到目前，央行進行大規模公開市場操作仍有很大限制。
- 公開市場操作的實務面**
 - 央行以公開市場操作進行流動性管理，最大的干擾源自於其外匯部位及政府存款的變動。
 - 1990年代後期起，央行側重以**固定利率**(fixed rate)之公開市場操作來傳達政策意圖。
 - 為補充公開市場操作之不足，1997年2月起央行開始以**換匯交易**(foreign exchange swaps)影響銀行体系的準備部位。

5

• 複數價格標 vs. 荷蘭標

- 我國政府債券標售採荷蘭標(Dutch Auction)。
- 我國央行定期存單標售採複數價格標。
- 荷蘭標是否節省國庫成本，視綠色三角形方塊是否大於藍色三角形方塊。

圖1 複數價格標 vs. 荷蘭標



6

■ 貼現窗口政策

• 貼現窗口政策的功效

- 透過貼現窗口來影響銀行準備金、準備貨幣（及貨幣供給額）或利率水準，據以因應季節性資金需求的變化，或者達成央行寬鬆或緊縮的政策意圖。
- 扮演最後貸款者角色，以貼現窗口提供金融體系充分流動性，據以防範或紓緩金融危機之不利影響。

• 貼現窗口政策的限制

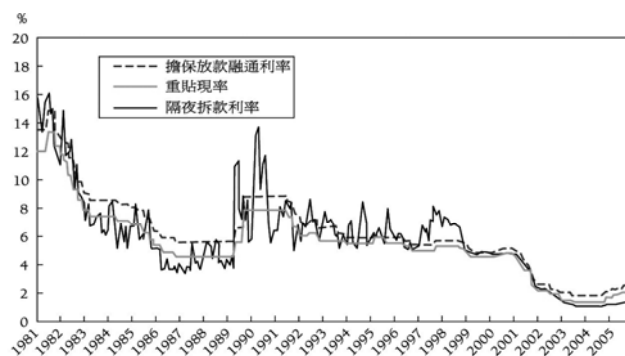
- 央行調整重貼現率將影響銀行接近貼現窗口的成本，進而影響銀行是否向央行要求融通資金的決定。理論上，央行調降（調升）重貼現率，將促使銀行增加（減少）向央行的資金需求。
- 但此一資金需求的決定端視銀行的行為，央行並無主動的決定權，因此政策效果很難事先預估。
- 貼現窗口有時淪為只具宣示效果的工具而已。

7

• 我國央行的官方利率

- 重貼現率、擔保放款融通利率、短期融通利率。
- 自2001年底起，央行放手讓隔夜拆款利率跌破重貼現率(見圖2)。

圖 2 央行重貼現率、擔保放款融通利率與隔夜拆款利率



實務上，我國中央銀行有三種貼放利率，由低至高分別為重貼現率、擔保放款融通利率及短期融通利率（未繪出）。自2002年12月以降，這三種中央銀行貼放利率均較金融業拆款市場的隔夜拆款利率為高。

8

■ 準備金政策

• 準備金政策的意義

- 央行根據法令授權，在法令規定範圍內，要求金融機構所吸收的**特定存款**或(及)**負債**須提列**準備金**；
- 藉由**提高**或**降低**法定準備率，以**削弱**或**增強**金融機構經由**放款與投資**創造**銀行信用**的潛在能力，達到控制貨幣供給額或影響市場利率的目標。

• 準備金政策的功能

- 充當**貨幣政策工具**，以之控制貨幣供給量；
- 充當**銀行體系**的主要**流動性**來源；
- 充當**央行**對**銀行體系**服務所收取的**代價**；
- 充當銀行從事**資產選擇**之限制，提供央行非膨脹性之**鑄幣稅** (seigniorage) 來源。

9

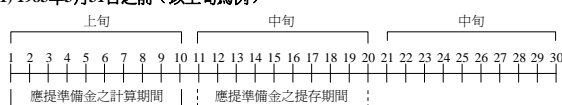
• 我國的準備金提存制度

- 1983年4月以來，我國央行較強調準備貨幣的控制策略，準備金提存制度較為嚴格；除以旬為基礎外，提存期截止日僅落後計算期截止日3天(見圖3(2))，旨在追求準備貨幣與貨幣總計數的同期關係。
- 迨至1994年11月1日起，我國準備金提存制度的計算期為每月1日至月底，提存期則為4日至次月3日(見圖3(3))，旨在避免金融業拆款市場隔夜利率於月中的規則性波動。
- 各種新台幣存款及外幣存款均需提存準備金，其他負債雖亦納入，惟目前準備率設定為零；法定準備率高低按存款種類各異，至於可充當準備金的準備資產包括庫存現金及在中央銀行存款。

10

圖3 我國準備金的計算期與提存期

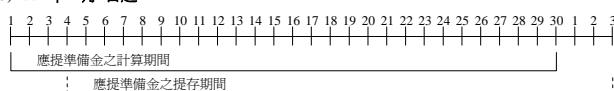
(1) 1983年3月31日之前 (以上旬為例)



(2) 1983年4月1日起 (以上旬為例)



(3) 1994年11月1日起



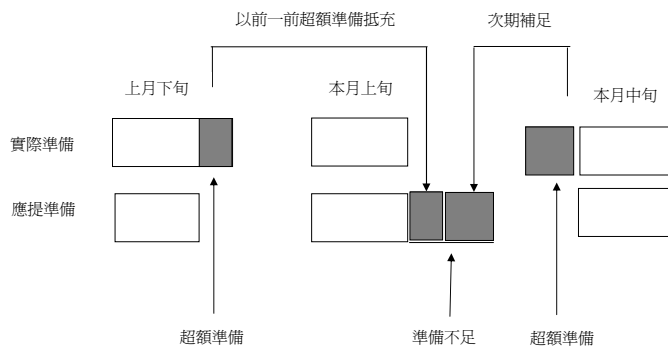
11

—準備金提存制度的結轉規定(carry-over provision)

➢我國與美國的準備金提存制度，均給予金融機構可結轉規定。

圖4 我國準備金的結轉規定

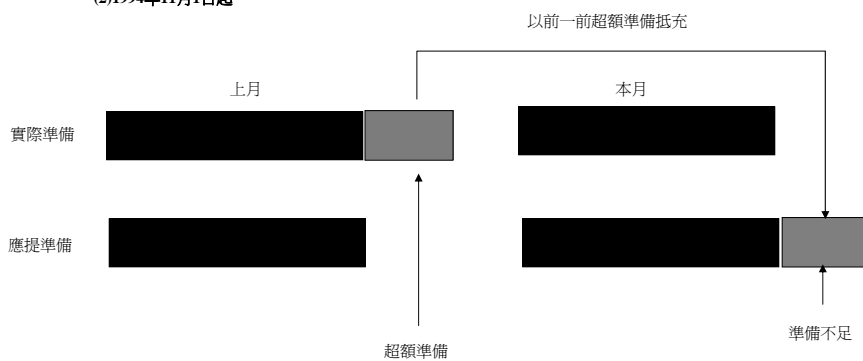
(1)1984年9月1日起(以上旬為例)*



* 當期準備不足額未超過應提準備額2%部分可適用結轉規定. 1983年4月1日至1984年8月31日此段期間只可於次一提存期間申請補足.

圖4 我國準備金的結轉規定(續)

(2)1994年11月1日起*



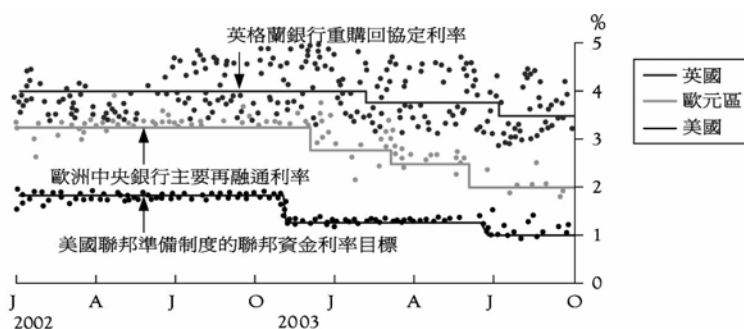
* 當期準備不足額未超過應提準備額1%部分可適用結轉規定.

• 準備金政策的新定位

- 1980年代以來，主要國家透過調整法定準備率來影響貨幣乘數，進而再影響貨幣供給額的積極角色已不復存在。
 - 主要國家的準備金政策，轉而在維持較穩定之準備金需求，俾減輕公開市場操作之負擔，維持短期利率之較大穩定。
 - 新興市場國家仍仰仗準備金政策，例如中國人行不斷擴大準備金制度的功能，除作為影響貨幣供給額的重要工具外，並以之進行差異化的風險控管。
- 英格蘭銀行過去並無強制性的準備金提存制度，自2006年5月18日起，因隔夜拆款利率波動較大（見圖5），實施自願性的準備金提存制度。

14

圖5 主要國家短期利率與官方利率的散布情形



英國過去並未建立準備金提存制度，因此與美國及歐元區相較，英國的短期利率（散佈點）與官方利率（直線）呈現較大範圍的波動。

15

- 三種一般性貨幣政策工具之比較
 - 伸縮性高低
 - 準備金政策是具有的**鈍性**(blunt)的工具。
 - 伸縮性由高至低，依序為公開市場操作>貼現窗口政策>準備金政策。
 - 預期效果大小
 - 準備金政策的影響最強烈，宣示效果最明確。
 - 預期效果由大至小，依序為準備金政策>貼現窗口政策>公開市場操作。
 - 對銀行業務的扭曲程度
 - 準備金政策是具有**扭曲**(distortion)的工具，將誘使金融機構吸收低(或無)準備率的資金來源。
 - 扭曲程度由大至小，依序為準備金政策>貼現窗口政策>公開市場操作。

16

- 當一般性工具仍無法順遂央行的政策意圖時，央行就須求助於其他的政策工具，這些工具有：
 - 選擇性信用管制
 - 當採行緊縮政策時，被選擇加強管制的銀行信用種類，通常**不具生產性、具高度投機性及風險性**。例如消費者信用、不動產信用及股票質押融資。
 - 當採行寬鬆政策時，被選擇作為鼓勵對象的銀行信用種類，通常為對關鍵性產業的放款、不動產抵押貸款及分期付款信用。
 - 直接管制
 - 直接管制金融機構的資金來源。
 - 直接管制信貸總額。
 - 道義說服
 - 對金融機構負責人曉以大義，縮短彼此間認知上的差距。

17

■ 總體審慎政策

- 央行除維持物價穩定(price stability)外，亦肩負金融穩定(financial stability)的職責。
- 央行應運用何種工具促進金融穩定？
 - 適用於物價穩定的傳統貨幣政策工具（如調整利率），雖然具有處理信用成長及資產價格不合理現象之能力，但其影響層面太廣泛，可能傷害到其他尚屬健全的經濟層面，甚或對金融穩定反而造成威脅，亦即以貨幣政策工具來處理資產價格問題，可能是大而不得當的工具(too blunt instrument)。
 - 一種貨幣政策工具（如調整利率），無法同時達成兩個政策目標。
 - 應為央行補充額外的政策工具，例如以具針對性的總體審慎政策(macprudential policy)來因應較為妥適。

18

• 總體審慎政策工具的類型

- 總體審慎政策係指基於維持整體金融體系之穩定，以及考量金融體系與實體經濟的相互影響關係，運用管制(regulation)與監理(supervision)等工具來舒緩金融體系順循環的特性，並降低系統性風險，以促進金融穩定。
- 總體審慎政策與個體審慎政策(microprudential policy)不同，BIS建議以政策目標與政策考量來區分兩者之不同（見表1）。

表 1 總體審慎政策 vs. 個體審慎政策

個體審慎政策工具 目標：限制個別金融機構風險	總體審慎政策工具 目標：限制系統性風險
<ul style="list-style-type: none"> • 資本品質與數量要求 • 限制槓桿比率 • 流動性規範 • 限制交易對手信用風險 • 限制銀行業務活動（如投機目的之交易） • 強化風險管理 	<ul style="list-style-type: none"> • 逆循環資本提列 • 提列具前瞻性的呆帳準備 • 系統性資本提列 • 限制槓桿比率 • 限制最高貸款成數 • 健全的金融基礎設施（交易對手集中清算機制）

19

■ 關於貨幣政策工具的尖峰對話

- 低利率持續的時間過長，將助長風險承受，危及金融穩定，因此為促進金融穩定宜升息。
- 不管先進國家或新興市場國家，都仰仗準備金政策來達成物價穩定。
- 荷蘭標可避免贏家的詛咒，因此基於節省國庫成本，荷蘭標較佳。
- 金管會與央行都有促進金融穩定的職責，只要各自發揮**個體審慎**與**總體審慎**的職責即可。
- 低利率雖可能危及金融穩定，但最好是以**總體審慎**工具為之，至於升息則是最後手段。
- 先進國家早已放棄準備金政策，因為沒有也不妨礙央行追求物價穩定。
- 荷蘭標可能帶來**納稅人的詛咒**，基於節省國庫成本，**複數價格標**較佳。
- 金管會與央行確實都有促進金融穩定的職責，但仍須**個體審慎**與**總體審慎**互相配合。

20

■ 參考資料

- Baliño, Tomás J. T. and Lorena M. Zamalloa, eds.(1997), *Instruments of Monetary Management: Issues and Country Experiences*, IMF.
- Coleman, Stacy Panigay(2002), "The Evolution of the Federal Reserve's Intraday Credit Policies," *Federal Reserve Bulletin*, Feb..
- Issing, Otmar(1999), "The Monetary Policy of the Eurosystem," *Finance & Development*, Mar., pp.18-21.
- Kwan, Simon(2000), "Margin Requirements as a Policy Tool ?" *FRBSF: Economic Letter*, No. 2000-09, Mar.24.
- Madigan, Brian F. and William R. Nelson (2002), "Proposed Revision to the Federal Reserve's Discount Window Lending Programs," *Federal Reserve Bulletin*, July.
- Neely, Chris(2000), "The Practice of Central Bank Intervention: Looking Under the Hood," *Central Banking*, Vol.11, No. 2, Nov..
- Schaechter, Andrea(2001), "Implementation of Monetary Policy and the Central Bank's Balance Sheet," *IMF Working Paper*, WP/01/149, Oct..
- 李榮謙 (2012a) , *新時代的貨幣銀行學概要*, 初版二刷, 智勝文化, 1月, 第十四章。
- _____ (2012b) , *貨幣銀行學*, 十版增訂, 智勝文化, 1月, 第十五章。

21

- 李榮謙(2007)，*貨幣金融學概論*，二版，東華書局，7月，第十六章。
- 李榮謙、黃麗倫(2010)，「總體審慎政策之意涵、工具與策略」，中央銀行:*國際金融參考資料*，第五十九輯，7月，頁48-55。