

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書  
(出國類別:研究)

# 歐洲中央銀行貨幣政策之操作及其影響 暨參加「歐洲銀行業研討會」 報告書

行政院研考會/省(市)研考會 編號欄

服務機關：中央銀行  
出國人員：職 稱：三等專員  
姓 名：呂桂玲  
出國地點：德國  
出國期間： 89.8.15 至 89.9.2  
報告日期： 90.1.20

# 歐洲中央銀行貨幣政策之操作及其影響 暨參加「歐洲銀行業研討會」 報告書

目	次	頁次
摘 要.....		2
壹 前言.....		7
貳 歐洲中央銀行貨幣政策之操作及其影響.....		7
一、歐洲貨幣聯盟成立之背景.....		7
二、ECB 貨幣政策策略及決策制度之設計.....		10
三、ECB 貨幣政策之操作工具.....		14
四、ECB 貨幣政策之操作現況.....		19
五、歐元區貨幣政策之傳遞過程.....		25
六、結論.....		34
貳 參加德國德利銀行舉辦「歐洲銀行業研討會」.....		35
附錄 1.....		39
附錄 2.....		40
附錄 3.....		41

# 歐洲中央銀行貨幣政策之操作及其影響 暨參加「歐洲銀行業」研討會 出國報告書

## 摘 要

1999 年 1 月 1 日起, 歐盟 15 國中的 11 個國家(奧地利、比利時、芬蘭、法國、德國、愛爾蘭、義大利、盧森堡、荷蘭、葡萄牙、及西班牙)由於符合馬斯垂克條約一致性的標準而成立歐元區, 將該 11 國貨幣與歐元間之匯率固定, 採取單一的貨幣政策, 並決定自 2002 年 7 月 1 日起歐元成為歐元區唯一之法償貨幣。歐元區的貨幣政策由歐洲中央銀行管理委員會決定, 主要目標為維持物價之穩定。為有效率的執行貨幣政策, 有關歐洲中央銀行決策制度之設計係根據馬斯垂克條約規定之外, 歐洲中央銀行貨幣政策策略及操作工具之設計皆由歐洲中央銀行管理委員會決定; 惟在實務操作上, 除少部份操作由歐洲中央銀行執行外, 絕大部份多委由歐元區各會員國之中央銀行執行。

歐元區成立以來, 國內相關研究多偏重於歐元區的成立對全球或我國經濟金融之影響, 甚少針對歐洲中央銀行貨幣政策實務操作及其決策程序作詳細之探討。目前歐元區經濟金融之發展與其貨幣政策傳導過程間之關係等相關資料, 僅能取自歐洲中央銀行內部刊物或自國際性組織如 IMF 或 BIS 等, 而國內對於這方面的研究更是少見。本人奉派公出德國拜訪歐洲中央銀行及參加德國德利銀行舉辦之歐洲銀行業研討會, 在身歷歐洲政經文化氣息的同時, 除能取得豐富的資訊之外, 也更加瞭解目前歐洲中央銀行貨幣政策施行情況。

貨幣政策影響經濟活動的過程中, 包含各個經濟金融變數的數量及價格變化過程, 其中物價為 ECB 最關心的變數。根據理論推演及一些先進國家的經驗, 貨幣在政策傳遞過程中所扮演的角色仍頗受爭議, 貨幣創造在傳遞機能中是否重要, 目前尚無定論。由於歐元區貨

幣政策的傳導過程也有類似這樣的不確定性的考慮，因此歐洲中央銀行對於未來物價發展的一些展望評估並不執著於特定的變數，而是採取兩種判斷標準，一為公布歐元區三個月移動平均的廣義貨幣供給額 M3 年增率之參考值，當三個月移動平均的廣義貨幣供給額 M3 年增率偏離參考值時，表示有物價不穩之可能性；二為觀察廣泛的經濟金融指標，諸如經濟成長、工業生產、匯率及消費者信心或生產者信心等，以判斷未來通貨膨脹風險。這種貨幣政策策略之設計在過去二年的實施過程中，雖曾遭受一些批評，但大致上運作仍相當順利。

歐洲中央銀行設計三種不同的貨幣政策工具：公開市場操作、常備融通機制及最低準備金制度。ECB 的公開市場操作主要在於透露 ECB 的貨幣政策立場、引導利率及提供銀行體系流動性；常備融通機制主要在控制隔夜拆款市場利率，最低存款準備金主要在於穩定每日的流動性。通常貨幣市場中發生資金剩餘的信用機構會與資金不足的信用機構互通資金之有無，兩者抵銷後形成歐元區資金的缺口，此一缺口最後須仰賴 ECB 利用政策工具給予融通，因此 ECB 成為邊際流動性的供給者，據以引導貨幣市場利率，再透過貨幣政策的傳導過程據以影響市場的中長期利率，最後影響支出進而達到控制通貨膨脹的目的。

就目前歐洲中央銀行貨幣政策的操作經驗來看，常備融通機制能將利率控制在歐洲中央銀行所設定的範圍內變動；而最低準備金制度及主要再融通操作及較長期再融通操作已能成功的穩定市場利率，有效的控制通貨膨脹。由於主要再融通操作及較長期再融通操作已能達到引導市場利率之目的，因此歐洲中央銀行甚少採取結構性操作或微調操作。

經由過去兩年間歐元區的金融市場發展顯示，歐元區貨幣政策的傳遞過程中，隔夜拆款市場能事前反應政策決策，在未調整利率之前，市場大致已能反應利率將可能調整的效果；而貨幣市場利率與零

售銀行業的存放款市場利率亦在官方利率調整後，隨即迅速調整，因此官方利率、存放款利率與貨幣市場利率走勢相當接近；由於 ECB 採防患於未然的控制通膨措施，歐元區的十年期公債殖利率自 2000 年以來一直維持在 5.5% 左右，未再持續攀升，公債殖利率曲線顯示在未來兩年以內利率呈現下降趨勢。

就貨幣政策對實質支出的改變方面，歐元區利率的改變會影響投資與消費之資金成本及企業與家計之所得。其中資金成本變動對投資之影響相對於其對消費的影響為高，而所得變動對企業的影響相對於其對家計部門之影響為高。由於歐元區參與股票或債券市場投資者並不普遍，因利率變動導致股票及債券價格變動所產生的財富效果並不明顯，惟對於一些歐元區房地產市場正熱絡之國家來說，利率的變動會明顯影響這些國家的總合需求。此外，由於歐元區與區外國家貿易佔 GDP 比重不高(進口佔 GDP 比重與出口佔 GDP 比重分別各約 15% 左右)，因此匯率變動對歐元區總合需求的影響很小，但對於進出口物價之影響則較為明顯。

通貨膨脹會因總合供需的調整及預期通貨膨脹而產生變動，就目前的歐元區實證經驗顯示，歐元區名目價格的僵固性程度與美國相似，但實質工資的變動對失業及生產力影響的調整速度相對較美國為慢，OECD 也同意大部分歐元區的失業都是結構性失業。在缺乏結構性改革且生產力無法快速擴增的情況之下，總需求的上升雖會降低失業率，但絕大部分也會反映在物價上。因此，ECB 認為歐元區進一步的結構性改革，不但有助於經濟成長，同時也能確保歐元體系物價穩定目標的達成。

德利銀行為德國第二大銀行，該行於 2000 年 8 月 21 日至 31 日特別為其國外之往來聯行舉辦「歐洲銀行業研討會」，該研討會最主要的目的除了讓其國外聯行深入瞭解歐洲銀行業的發展之外，也能夠對德利銀行的運作有更深瞭解，藉以加強往來銀行的關係。研討會大

抵可分為四大部份：德國政治與經濟發展史、歐洲及德國的經濟金融情勢、歐元區貨幣政策與清算制度之運作、德利銀行業務發展與國外聯行關係。該行在研討會期間也安排與會人員拜訪德國聯邦銀行、德國貨幣博物館及德國證券交易所。職擬就參加此次研討會及參訪相關單位後，所蒐集有關歐洲中央銀行貨幣政策執行之相關資料，及德國政經情況之瞭解，提出下述幾點心得：

- (1) 德國銀行業目前面臨相當大的競爭壓力，尤其反中介的情況日益嚴重，侵蝕了德國銀行業的利潤，加上歐元上路之後，許多匯兌上的收入消失及聯行業務的減少等，均使得銀行業的經營更加困難，較大的銀行也多積極尋求策略合作或合併的伙伴。以德利銀行而言，目前也面臨同樣的競爭壓力。
- (2) 德國人有非常強烈的優越感，為人處事多正直且富正義感，作事一板一眼，非常守法，社會治安良好。唯一缺點是，德國政府社會福利政策相當完善，導致一般人民在工作上不如亞洲人或美國人來得勤奮。德國人也較著重休閒與個人權益，對於累積財富較缺乏興趣。職認為，德國人對累積財富較無興趣，可能是其經濟成長較為有限的原因之一。
- (3) 德國貨幣博物館的設計在裝璜及內容設計上，以各種不同的方式呈現(電子媒體、實物陳列、故事解說、歷史回顧、或兒童遊戲教學等)，試圖讓參觀者明瞭物價穩定的重要性，無怪乎歐洲中央銀行貨幣政策的主要目標為物價穩定。
- (4) 出席此次研討會的其他人員絕大多數來自東歐國家，參加的人員不僅年輕，有實務經驗，而且多接受相當高的教育，絕大多數參加人員都會兩種以上的外國語言，不得不讓人對東歐人的看法大大改觀。這些參加的人員在研討會中也多能充份的相互討論，彼此間也建立深厚的友誼。
- (5) 職停留法蘭克福期間也曾順道拜訪我國第一銀行法蘭克福分

行，請教我國銀行在歐洲營運狀況。目前我國商業銀行在德國的營運績效並不理想，幾乎呈虧損狀況，建議政府應整合國內銀行業，集中力量後才可能與德國當地銀行業競爭。

**歐洲中央銀行貨幣政策之操作及其影響  
暨參加「歐洲銀行業」研討會  
出國報告書**

## 壹、前 言

職奉派於八十九年八月十五至十九日拜訪總部設於德國金融中心法蘭克福市(Frankfurt am Main)的歐洲中央銀行(European Central Bank, 以下簡稱 ECB), 旨在瞭解目前該行貨幣政策運作現況。嗣後並於八月二十日至九月二日, 參加由本行國外聯行之一的德國德利銀行(Dresdner Bank)總行(亦設址於法蘭克福市, 為德國第二大商業銀行)所舉辦的「歐洲銀行業研討會」(Seminar on “European Banking for Staff of Foreign Correspondent Banks”), 會中主要討論目前歐洲銀行業發展狀況及德利銀行目前經營現況及未來發展之策略。本報告係<sup>職</sup>停留於德國法蘭克福市二週期間, 參訪及研習之所見所聞與回國後整理及研究之心得, 本報告概分為兩部份: (1)歐洲中央銀行貨幣政策之操作及其影響; (2)參加德國德利銀行舉辦「歐洲銀行業研討會」。鑑於貨幣政策的制訂與執行為本行最重要工作, 因此本報告對於前(1)項之報告著墨較多, 至於參加「歐洲銀行業研討會」之部份則僅提出簡要說明。

## 貳、歐洲中央銀行貨幣政策之操作及其影響

### 一、歐洲貨幣聯盟成立之背景

二次大戰之後, 隨著美、蘇勢力的擴大及殖民地獨立運動的蔓延, 肇致西歐國家在海外的經濟權利及政治影響力逐漸消失, 更喪失了國際舞台的主導權。這些挫折使得西歐國家體驗到, 若以狹隘的國家意識各自為政, 將無法對抗強大的美蘇勢力, 因此產生了追求「一個歐洲」的意識。這個意識促成了戰後歐洲政治、經濟與貨幣整合運動的蓬勃發展。由於透過經濟與貨幣的整合可以達成「一個歐洲」的政治整合理想, 因此在 1950 年代逐步完成經濟整合並成立歐盟(EU)組織之後, 一些期望歐洲政治更能進一步整合者, 開始對單一貨幣的整合寄予厚望, 認為整合而成的單一貨幣將是歐洲政治統一的有力代表。其中最重要的進展是, 1988 年的漢諾瓦歐洲高峰會議(Hanovere

European Summit)中，由德法兩國共同促成設立一委員會，該委員會之委員皆來自於歐盟各國中央銀行總裁及一些獨立專家，並由狄諾 (Jacques Delors)擔任主席，該委員會決議建立歐洲貨幣聯盟(European Monetary Union,以下簡稱 EMU)，嗣後並於 1989 年 4 月提出 EMU 三階段施行計畫書，稱該計畫書為狄諾報告 ( Delors Report )，並在該年 6 月的馬德里高峰會議 ( Madrid Summit ) 由歐盟各國正式簽定狄諾報告。

狄諾報告的三階段施行計劃的第一階段 ( 1990 年 7 月 1 日起 ) 係完成歐盟內部市場整合，包括在歐盟各國間資金及金融服務自由移動下，完成單一金融市場，並完成歐洲匯率機制(ERM)之統合；第二階段 ( 1994 年 1 月 1 日起 ) 係建立歐洲貨幣機構(EMI, 為歐洲中央銀行的前身)，並促使各國在財政及經濟政策間的合作更加緊密。第三階段 ( 1999 年 1 月 1 日起 ) 係將 EMU 盟國間之匯率永久固定、使用統一的貨幣、並僅採取單一的貨幣政策。此外，以貨幣政策支持財政政策，惟對於共同的財政政策及經濟政策的實施，並未嚴格訂定最後時限。

在狄諾報告施行期間，為達成施行單一貨幣的計劃，歐盟各會員國於 1991 年 12 月簽訂馬斯垂克條約( Treaty of Maastricht )，並於 1995 年 12 月於馬德里舉行的歐洲部長理事會，決定將未來採用的單一貨幣定名為歐元 ( euro )，以取代各會員國之通貨。最後終於在 1998 年 5 月 3 日，歐盟十五國領袖在布魯塞爾舉行高峰會議中決議，由於奧地利、比利時、芬蘭、法國、德國、愛爾蘭、義大利、盧森堡、荷蘭、葡萄牙以及西班牙等十一國在通貨膨脹率、預算赤字、政府債務、長期利率以及匯率等方面大致上已符合馬斯垂克條約一致性的標準，遂通過該十一國自 1999 年 1 月 1 日起成為 EMU 創始會員國，狄諾報告中施行計畫的第三階段照原訂計畫開始實施。其他四國中除希臘已

於 2001 年 1 月 1 日加入 EMU 之外<sup>1</sup>，英國、瑞典及丹麥決定暫不加入。

1999 年起以迄於 2002 年歐元實體貨幣正式流通前的歐元區單一貨幣制度，除開始以歐元為計價單位，及將十一個會員國通貨與歐元間匯率固定外，並實施單一的貨幣政策。為執行單一的貨幣政策，歐盟於 1998 年 5 月 3 日決議設立歐洲中央銀行 (European Central Bank，以下簡稱 ECB；前身為 EMI)，歐盟並依據羅馬條約的規定制定「歐洲中央銀行體系 (ESCB) 及歐洲中央銀行 (ECB) 條例議定書」(the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank，以下稱條例議定書)，據以規範 ECB 及 EU 各國中央銀行之責任及任務。ESCB 是由歐洲中央銀行 (ECB) 及歐盟國家中央銀行(National Central Banks, 簡稱 NCBs)共同組成。ESCB 與 NCBs 之關係如美國聯邦準備理事會與各區聯邦準備銀行之關係一樣。ESCB 主要工作為制定及執行歐元區的貨幣政策、進行外匯操作、保管並管理會員國的外匯準備及促使支付制度的順利運作等。ESCB 由管理委員會(Governing Council) 執行理事會(Executive Board) 及一般委員會(General Council)各司其職，其成員、主要工作及表決方式如圖 1。依據羅馬條約第 105 條規定，ESCB 主要之目標為維持物價之穩定，且在不抵觸物價穩定目標的前提之下，支持歐盟共同體一般的經濟政策，並維持公開市場的競爭原則，以使資源的有效率運用。為有效率的執行貨幣政策，在實務上，除少部份貨幣政策操作由 ECB 執行外，絕大部份貨幣政策操作多委由歐元區各會員國之中央銀行 (NCBs) 來操作。

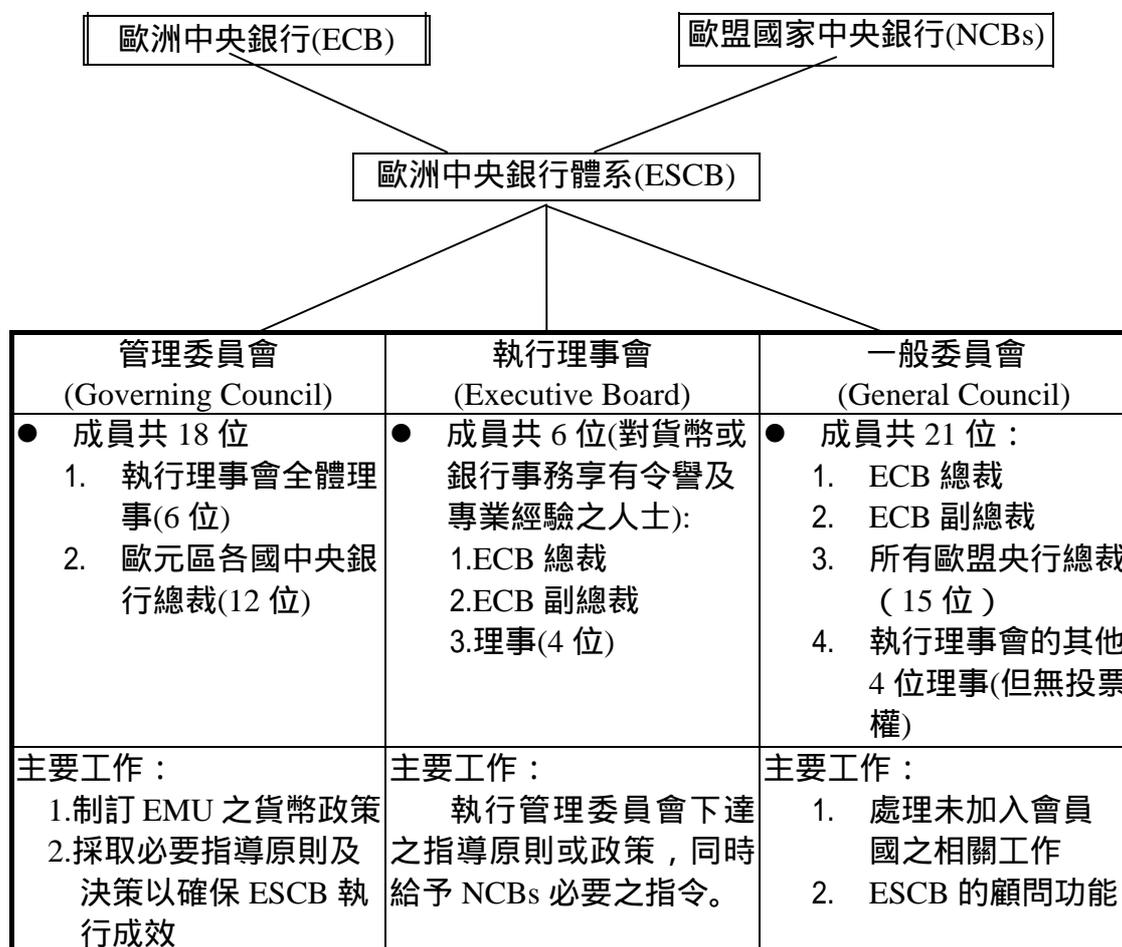
以下謹就 ECB 貨幣政策策略及決策制度之設計、ECB 貨幣政策操作之工具與操作之現況、及歐元區貨幣政策的傳遞過程等作詳盡的

---

<sup>1</sup> 歐盟(EU)15 個會員國領袖係於 2000 年 6 月 19 日同意歐盟執委會所提的希臘加入歐元區的申請案，並於 2001 年 1 月 1 日正式加入歐元區，成為歐元區第 12 個會員國。

討論，此外，根據歐元區經濟金融運作之特點說明 ECB 貨幣政策決策制度及操作策略設計之緣由，以作為我國貨幣政策決策之參考。

圖 1: 歐洲中央銀行體系結構圖(2001.1.1)



## 二、ECB 貨幣政策策略及決策制度之設計

貨幣政策執行後透過各種不同的途徑，最後影響產出與物價的過程，稱之為貨幣政策的傳遞過程(Monetary Policy Transmission)。在各種不同影響途徑中，發生的時間順序也各有不同，其所影響的市場包括金融市場、資產市場、生產市場及消費市場等；其所影響之價格變數包括利率、匯率、物價、工資、金融資產價格及一些相關實質與名目的數量變數。由於 ECB 最後所關注的變數為物價，因此 ECB 根據過去歐元區的貨幣政策傳遞過程之經驗<sup>2</sup>，設計一套觀察發生貨膨脹

<sup>2</sup> 參見下文。

風險的判斷標準，作為貨幣政策決策之依據，ECB 稱之為歐元體系貨幣政策之策略(Monetary Policy Strategy of the Eurosystem)。此外，由於 ECB 由採行貨幣政策至控制通貨膨脹的過程，也夾雜大眾直接對經濟變數的預期，因此 ECB 亦設計一套具透明度的貨幣政策制度，希望經由取信社會大眾，達成以控制通貨膨脹之目的。

### (一)貨幣政策策略之設計

根據理論顯示，通貨膨脹對於一國經濟有深遠之影響，包括財富重分配、資源分配的扭曲與經濟成長的受阻等，更可能造成政治與社會的動盪不安。加以，根據過去歐洲經濟金融發展的經驗，歐盟各國更深切體認到物價穩定對歐元區整體經濟發展的重要性，因而要求 ECB 扮演捍衛物價穩定的守護者。

到底通貨膨脹起因為何？大部份人都相信通貨膨脹是一種貨幣現象，這種說法可以由數量方程式中物價、貨幣、貨幣流通速度與產出之間的關係導出。長期而言，超額的貨幣供給與物價間有相對應的關係，也就是貨幣供給年增率與物價上漲率成同方向的變動關係；但短期內，貨幣對於通貨膨脹壓力到底有多大，則須視貨幣流通速度的可預測性如何，也就是貨幣需求函數是否穩定而定。以歐元區目前的資料來看，其貨幣需求仍屬穩定<sup>3</sup>。

貨幣政策影響經濟活動的過程中，包含許多不同數量及價格的變化組合，其中貨幣在傳遞過程中所扮演的角色仍頗受爭議。部份經濟學家認為，貨幣的傳遞過程是透過利率及其他金融價格的變化，再傳導至支出及通貨膨脹的改變，銀行的信用與貨幣指標僅扮演消極的角色，也就是，貨幣與信用僅是資訊的變數，在某種程度上，它僅是名目支出變動的領先指標，因為它們會以很快的速度影響名目支出。另外若干經濟學家卻認為，貨幣的傳遞過程是透過貨幣基數的變化，進

---

<sup>3</sup> ECB 根據過去 20 年來歐元區貨幣總計數資料所作的實證分析，支持長期下歐元區對於廣義的貨幣總計數 M3 之需求具穩定性的說法。

而影響貨幣與信用的變動，而超額的貨幣或信用卻不會立即影響金融價格，而是影響銀行、消費者及廠商的支出，進而調整其所持有的貨幣。

根據現有的實證結果顯示，貨幣創造在傳遞機能中的重要性尚無定論，此外，貨幣的結構性轉化也不易與勞動市場及財貨市場等物價或工資的傳統總體模型分析結合在一起。由於歐元區貨幣政策的傳導過程也有類似的不確定性，因此 ECB 對於未來物價發展的一些展望評估並不執著於特定的變數，而是採取兩種判斷標準，一為當歐元區三個月移動平均的廣義貨幣供給額 M3 年增率偏離參考值(目前為 4.5%)時，表示有通膨上升的壓力；二為觀察廣泛的經濟金融指標，諸如經濟成長、工業生產、匯率及消費者信心或生產者信心等，以判斷未來通貨膨脹風險。

## (二) ECB 貨幣政策決策制度之設計

各經濟單位對經濟金融變數的預期與貨幣政策的傳遞過程有相當密切的關係。其中，家計單位決定目前的消費，進而左右了未來可能的消費行為；廠商決定投資決策進而決定了未來的產能；勞動者或其代表與廠商簽定工資契約，進而決定未來的收益及成本。當 ECB 採行貨幣政策時，上述各經濟單位將根據其對未來物價及一般經濟變數的預期來決定其行為的方向及強弱程度，因此瞭解經濟單位的預期對 ECB 貨幣政策的制定及執行具有相當重要的義意。雖然預期的時點及影響程度大小很難衡量，使貨幣政策傳導過程的評估增加許多的不確定性，惟 ECB 認為可以採取下列兩種方式，增強 ECB 的獨立性 (independence)，以影響大眾的預期，進而達到穩定物價的目的：

1. 對物價穩定做清楚的定義：因為物價穩定的定義可以引導經濟個體在物價穩定的預期上採取前瞻性的決策。例如歐元區經常有勞資雙方工資協議，若有明確的物價穩定之定義，則勞資雙方可以根據該物價作為決定未來工資的參考。

2. 設定 ECB 貨幣政策之策略及加強貨幣政策的透明度：當金融市場及經濟個體明瞭 ECB 所採取的貨幣政策策略之後，他們將預期貨幣政策的動向，因此能夠強化 ECB 穩定物價之目標，例如當有通貨膨脹壓力時，市場的長短期利率將因預期 ECB 將可能將利率提高而自動產生緊縮效果，進而自動達成 ECB 物價穩定的目標。此外，加強貨幣政策決策過程的透明度以影響通膨預期，亦可達到物價穩定之目的。

根據上述論點，為加強 ECB 的獨立性，歐盟國家遂於馬斯垂克條約中，設計與貨幣政策決策制度有關的規定如下：

1. 確立貨幣政策之策略是以物價穩定為政策目的，並參酌廣義貨幣供給額 M3 及廣泛的經濟金融指標來判斷未來物價可能的走勢。
2. 制定一個量化的數據來衡量 ECB 的運作成效，目前 ECB 將穩定物價定義為中期至長期間「調和的消費者物價指數」(Harmonized Index of Consumer Prices, 簡稱 HICP) 年增率低於 2%。
3. ECB 至少每季需報告其運作狀況，每年必須公布年報，年報中需刊載上年及本年有關貨幣政策的討論。目前 ECB 每月出版月報，1999 年年報已亦於 2000 年 2 月出刊。
4. ECB 總裁須出席由歐洲財經部長組成的理事會(ECOFIN)，會中並報告 ECB 年報，並出席歐洲議會(European Parliament)，針對年報提出報告。ECB 總裁及其它執行理事會委員需出席歐洲議會的特別委員會舉行的聽證會，其中 ECB 總裁一年至少出席四次。

除了馬斯垂克條約明訂的一些透明化措施之外，ECB 亦於每年年初前，公布未來一年貨幣政策會議(由管理委員會召開)及會後記者

會的時間表，總裁及副總裁於記者會中所發表的任何說明及分析，都立即在 ECB 的全球資訊網上登載，此外，管理委員會的所有成員都可以在公開場合發表演講及接受訪問，並可在期刊或書本上發表文章，這些都是加強 ECB 貨幣政策決策透明度之方法。

### 三、ECB 貨幣政策之操作工具

為達到貨幣政策維持物價穩定的目標，ECB 採取三種不同的貨幣政策工具：公開市場操作（open markets operation）、常備融通機制（standing facilities）及最低準備金制度（minimum reserve system）。ECB 的公開市場操作主要在透露 ECB 的貨幣政策立場、引導利率及提供銀行體系流動性；常備融通機制主要在控制隔夜拆款市場利率；最低準備金主要在於穩定每日的流動性。通常貨幣市場中發生資金剩餘的信用機構會與資金不足的信用機構互通有無，兩者互抵後形成歐元區資金的缺口，此一缺口最後須仰賴 ECB 以上述三種政策工具給予融通。因此 ECB 成為邊際流動性的供給者，據以引導貨幣市場利率，再透過貨幣政策的傳導過程，影響市場的中長期利率，最後影響支出進而達到控制通貨膨脹的目的<sup>4</sup>。

目前歐元區貨幣政策的決策由 ECB 的管理委員會決定，而實務運作除少部份由 ECB 操作外，絕大部份操作則由 ECB 委託歐元區

**表 1、歐洲中央銀行體系貨幣政策操作方式**

操作工具	交易種類		操作期限	操作次數	操作程序
	流動性之釋出	流動性之吸收			
<b>一、公開市場操作</b>					

<sup>4</sup> 1970 年代及 1980 年代大多先進國家的貨幣政策操作多採控制貨幣數量或準備貨幣方式以達到控制通貨膨脹的目的，惟隨著貨幣數量的中間目標角色逐漸降低及準備貨幣可控制性不如以往，使快速反應市場訊息的利率逐漸取而代之成為各國央行貨幣政策操作重點，因此 1990 年代以後，實施公開市場操作，以利率作為操作目標遂成為先進國家貨幣政策操作中最重要的一環。

主要再融通操作	附買回	(無)	二星期	每週一次	標準標
較長期再融通操作	附買回	(無)	三個月	每月一次	標準標
微調操作	附買回 外匯換匯交易	附賣回 外匯換匯交易 收存固定存款	無一定期限	不定期	快速標 雙方直接交易
	買斷	賣斷	(無)	不定期	雙邊直接交易
結構性操作	附買回	發行債務憑證	無一定期限	定期/不定期	標準標
	買斷	賣斷	(無)	不定期	雙方直接交易
<b>二、常備融通機制</b>					
邊際放款機制	附買回	不定期	隔夜	每日	由合格參與者自由參加
存款機制	(無)	存款	隔夜	每日	由合格參與者自由參加
<b>三、最低準備金制度</b>					
方 式	最低準備金額 (應提準備)之 計算	提存期間	準備金扣 除額	對應提準 備金給予 補償性利 息	銀行間交易之 負債項目無需 提準備金之例 外情況
貨幣性金融機構的 特定負債項目提存 準備金，以活期存款 方式存在 ECB。	提存期前一月月 底之資產負債表 中特定負債項目 的某一固定百分 比(目前為 2%)	當月 23 日至下 月 24 日的日平 均準備金提存 數須達到最低 準備金額	10 萬歐元	依據提存 期間每星 期主要再 融通操作 的邊際利 率之平均 利率計 息。	若無法提出 銀行間交易 證明之應提 準備金的負 債項目，可扣 除 30% 折扣 後做為應提 準備的負債 項目。

各會員國中央銀行代為執行。有關 ECB 貨幣政策的執行方式及程序，則規定於 1998 年 9 月公布的「第三階段單一貨幣政策之工具及程序 報告書」( "The Single Monetary Policy in Stage Three—General Documentation on ESCB Monetary Policy Instruments and

Procedures”，以下簡稱“報告書”)<sup>5</sup>，該報告書對於各種不同貨幣政策工具的操作方式、運用時機及操作目的提供明確的說明（如表 1）。茲簡單說明如下：

### 1. 公開市場操作

在 ECB 貨幣政策操作策略中，公開市場操作扮演引導市場利率、管理市場流動性及透露貨幣政策立場的主要角色。公開市場操作方式包括主要再融通操作(Main Refinancing Operations)、較長期再融通操作(Longer-term Refinancing Operations)、微調操作(Fine-tuning Operatgions)及結構性操作(Structural Operations)。

由於貨幣政策對整體金融體系的影響效果愈普及，則愈能有效掌握市場利率及流動性，因此 ECB 基本上儘可能讓合格者皆能參與 ECB 的公開市場操作。根據報告書規定，在 ECB 設有準備金帳戶的信用機構均可參加公開市場操作中的標準投標，而微調操作中的附條件(附買回及附賣回)交易及收存固定存款則由各會員國中央銀行或 ECB 由符合參加標準投標資格者中選擇一部份做為交易對手，而對買斷與賣斷的參與者之資格，則無限制。比較特別的是，對於外匯換匯交易對手，是由各會員國央行在其國內選自信譽卓著有能從事大額外匯交易並受該國金融監理當局監管的信用機構。

ECB 透過主要再融通操作提供銀行體系的流動性，為每星期一次的附買回投標操作，附買回期限為二星期；而額外流動性是由較長期再融通操作所提供，是透過每月一次附買回的投標操作，附買回期限為三個月。

不論是主要再融通或較長期再融通操作，其競標方式都是採標準標(standard tenders)方式，即依據事前公布的作業流程，自宣布投標

---

<sup>5</sup> 2000 年 12 月 5 日 ECB 針對該報告書中有關合格市場參與者、合格資產及罰則部份作小幅修改，惟基本操作方式並未更動。

至投標結果為止須在 24 小時以內完成。標準標的標單價格可分為固定利率標(fixed rate auctions, 又稱數量標)及變動利率標(variable rate auctions, 又稱價格標), 前者由歐洲中央銀行事前公布標單利率, 投標者可以根據其本身的資金需求, 標購所需的流動性; 後者為投標者根據本身願意支付的利率水準及所需之流動性數量投標。此外, 變動利率標又可分為單一利率(single rate procedure, 又稱德式標)及複式利率(multiple rate procedure, 又稱美式標)兩種, 前者指投標者只投一種利率標單及在此利率下所需流動性數量, 後者指投標者可設定不同的利率級距及各級距下所需的流動性數量。

根據 2000 年 12 月新版的報告書規定, 目前 ECB 每星期的主要再融通操作均可採固定或變動利率標, 而對於每月的較長期再融通操作則採取變動利率標。固定利率標與變動利率標之不同在於, 固定利率標是以事前設定利率的方式投標, 具有引導利率的功能; 而變動利率標是由 ECB 事前公布資金供給量, 並由信用機構主動依據其資金需求及所能接受的利率價格投標, 此時 ECB 係扮演利率的接受者的角色。

ECB 有時也可以為減少利率的波動, 而在必要時採取微調操作(fine-tuning operations), 尤其是在利率受流動性波動影響而產生大幅波動之際。由於是臨時性的需要, 微調操作所採取的方式是快速標(quick tenders)及雙方直接交易(bilateral procedures)。其中快速標是自宣布投標至投標結果須在一小時內完成, 參與者則由 ECB 或會員國央行自行決定, 並不是所有合格的公開市場操作參與者都可以參加; 雙方直接交易則由中央銀行直接在市場選擇交易對手, 而不採行投標方式。此外, ECB 也採用結構性操作(structural operations), 以修正在長期下銀行體系的淨流動性部位。

## 2. 常備融通機制(standing facilities)

ECB 為協助信用機構解決其隔夜流動性之供需問題, 遂設計常

備融通機制，其中，提供隔夜流動性的機制稱為邊際放款機制 (marginal lending facility)，而吸收隔夜流動性機制稱之為存款機制 (deposit facility)。只要符合參與公開市場操作資格，能提供合格抵押品之信用機構，均可隨時要求 ECB 提供流動性；相反的，當該信用機構有剩餘流動性時，亦可要求 ECB 無限量接受存款，惟此項隔夜存放款之利率事前均已固定。由於在貨幣市場拆款利率高於 ECB 邊際放款機制利率時，市場參與者將會轉向 ECB 之邊際放款機制拆借隔夜資金；若銀行間隔夜存款利率低於 ECB 存款機制時，則市場參與者勢必利用 ECB 的存款機制轉存其剩餘的隔夜資金。因此歐元區市場的隔夜拆款利率必定介於邊際放款機制利率與存款機制利率之間（見圖 2），ECB 即利用此一機制控制隔夜利率之上下限。

### 3.最低準備金制度(Minimum Reserve System)

ECB 規定凡設址於歐元區的信用機構(也包括外國信用機構設立在歐元區的分支機構)均須提存準備金，且以活期存款方式存放於 ECB。準備金制度之規定有利於 ECB 透過公開市場操作以引導貨幣市場利率水準。歐元區信用機構提存的最低準備金，是根據上月底信用機構的資產負債表中特定負債項目乘一特定比率來決定，提存期間為當月的 24 日至次月的 23 日，只要日平均量達到最低準備之要求即可。由於提存期間，信用機構本身可以將其流動性剩餘補充其不足，因此採取日平均量的計算方式，一方面，可以穩定市場流動性，另一方面，也可避免 ECB 在貨幣市場作非必要的干預，肇致貨幣政策操作的效果降低，從而使其原所希望表達的訊息變得模糊。

目前 ECB 規定，歐元區信用機構之負債項目中，兩年期以下之存款、兩年期以下之負債證券及貨幣市場工具，均須提列 2% 的準備金；而超過兩年期以上之存款、超過兩年之負債證券及附買回工具等之準備率，目前規定為零。若遇下列兩種情況，則最低準備金可作部份如下調整：

- (1) 應提準備金的負債項目是銀行間交易者，則可由負債項目中扣除，若無法提出銀行間交易證明之負債項目，則可扣除 30%後做為應提準備的負債項目<sup>6</sup>。
- (2) 應提準備可扣除 10 萬歐元的扣除額(allowance)，因此當信用機構應提準備金不足 10 萬歐元時，無需提存準備金。超過 10 萬歐元時，則可扣除 10 萬歐元後作為應提之最低準備金。

為避免該地區信用機構之競爭力受到提存準備金的影響，ECB 對於信用機構所提存之準備金，係依據提存期間每星期主要再融通操作的邊際利率(marginal rate)之平均計息，作為對提存準備金的信用機構之補償。

#### 四、ECB 貨幣政策之操作現況

##### 1. 主要再融通操作

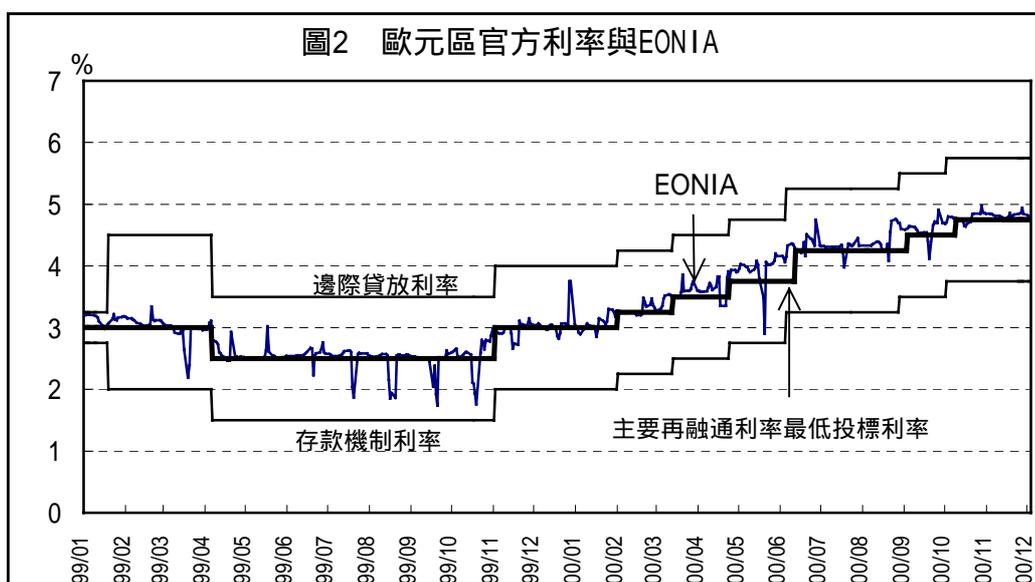
###### (1) 官方利率之調整

1998 年 12 月 22 日 ECB 管理委員會決定自 1999 年歐元採用後，每星期主要再融通操作投標利率固定於 3%，而邊際放款機制及存款機制利率分別 4.5%及 2%，惟為使歐元採用之初，貨幣市場更能趨於整合，ECB 決定自 1 月 4 日至 1 月 21 日間調整前兩項利率，將其差距縮小，遂分別調整為 3.25%及 2.75%，並決定第一次(首月)的較長期再融通操作採單一的變動利率標(single rate procedure / variable rate auction)。嗣後的 2 月及 3 月的貨幣政策操作都維持主要再融通利率 3%，而自 1 月 22 日以後由於隔夜拆款市場已逐漸適應 ECB 的公開市場操作並逐漸趨於整合，ECB 遂將邊際放款機制及存款機制利率分別調回至 4.5%及 2%。

---

<sup>6</sup> 歐元區成立之初規定，無法提出銀行間交易證明之負債項目，僅能扣除 10%後做為應提準備的負債項目，至 1999 年 11 月起提高為 30%。

由於 1999 年初亞洲金融危機造成歐元區景氣趨緩，ECB 遂於 1999 年 4 月調降主要再融通利率、邊際放款機制利率及存款機制利率。至該年 11 月，由於景氣逐漸回穩，加以貨幣總計數 M3 年增率攀升及通膨壓力增加，ECB 遂決定調升以上三項官方利率各一碼。2000 年以來，由於歐元持續貶值及油價持續攀升使歐元區 HICP 年增率逐漸攀升，遂於 2000 年 2 月、3 月、4 月、6 月、8 月及 10 月連續六度調升官方利率，至 2000 年底，歐元區主要再融通利率為 4.75%，邊際貸放利率為 5.75%，而轉存款利率則為 3.75%（見圖 2）。

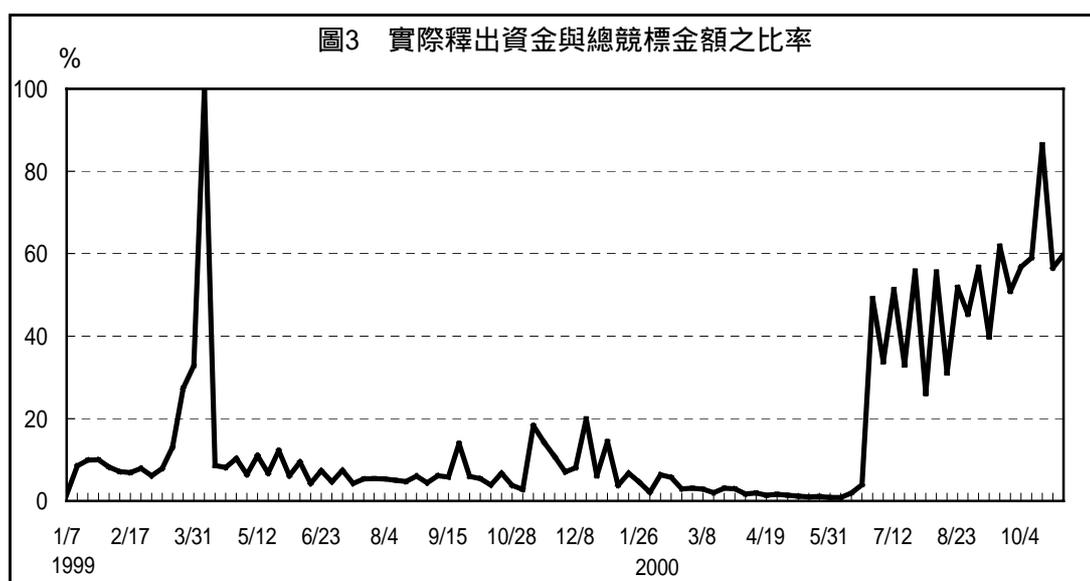


## (2) 操作方式

自 1999 年至 2000 年 6 月間 ECB 的主要再融通操作所採行的競標方式為固定利率競標，舉凡參與公開市場操作投標的銀行業只須在標單上標示所需資金數量，ECB 即根據個別投標銀行所投標之資金占所有投標銀行業的總競標資金之比重分配 ECB 所釋出之資金 (ECB 事前不會公布資金的釋出數量)，而附買回利率是依據事前公布的主要再融通利率計算。

ECB 採行的固定利率的競標方式在 1999 年運作尚稱順利，全年實際釋出金額與總投標金額之比率平均 10%，惟自 2000 年以來，由於市場預期 ECB 將會調高利率，肇致短期的貨幣市場利率明顯高於

主要再融通利率，在固定利率的競標方式之下，銀行業為取得成本較低的資金，遂大幅提高競標金額。根據 ECB 統計，2000 年初至 6 月 7 日間，ECB 實際釋出資金與銀行業總競標金額之比率平均由 1999 年的 10% 降為 2.7%，6 月 14 日及 21 日兩次之得標率甚至降至 1% 以下（見圖 3）。



由於固定利率競標方式容易造成投標金額遠超過實際釋出的資金數量，無法顯示出市場對資金真正的需求數量。ECB 管理委員會遂於 2000 年 6 月 8 日的決策會議中決定，自 6 月 28 日起調整主要再融通操作方式，將原固定利率競標方式改採複式利率競標方式，並設訂最低的投標利率水準。新的操作方式所設定的最低投標利率與過去設定的固定利率義意並無不同，都是在顯示 ECB 貨幣政策的立場。有關新的主要再融通操作時間表、複式利率競標方式及資金分配的規定如下：

- a. 有關於主要再融通利率的操作日程及時間控制如表 2；
- b. 每一個投標銀行最多只能競投 10 筆不同的利率水準的標單，每一筆標單均需標示在該投標利率之下所需的資金數量；

- c. ECB 在宣布主要再融通操作的同時(即交割日前二天的下午 3:30~3:35)，亦宣布最低的競標利率 ( minimum bid rate )，並規定參與投標者所競標的利率均不得低於最低競標利率。
- d. 標單收齊後，ECB 將最高至最低利率的標單排列出來，依最高的利率標單至較低的利率標單逐筆得標，直至 ECB 釋出的總資金分配完畢為止。若在最低得標利率 ( 稱為邊際利率，marginal rate ) 下有數筆標單時，則將最後所剩餘的資金依據各張標單所需資金數量比例分配。

表 2、標準投標方式的主要再融通操作程序

日期	時間	程序
交割日的前二天 ( 每星期一 )	下午 3:30-3:35	ECB 透過電信網宣布主要再融通操作
	下午 3:30-4:10	歐元區 11 個會員國的中央銀行透過各該國的電信服務網宣布主要再融通操作。
	下午 4:10 以後	有資格參加競標者遞送標單給各設址會員國之中央銀行
交割日的前一日 ( 每星期二 )	上午 9:30 以前	(交割日前一日的上午 9:30 為投標的最後時限)
	上午 9:30-10:35	ECB 彙集各會員國中央銀行所彙集的標單
	上午 10:35-11:15	ECB 決定資金分配
	上午 11:15-11:20	ECB 宣布競標結果
	上午 11:20-12:00	與得標者確認競標結果
交割日 ( 每星期三 )		交割

為配合複式利率競標 ( multiple rate auction ) 方式的實施，讓參與主要再融通操作的競標者能對市場資金實際需求有更多的瞭解，以協助競標者在投標時能對其所提出投標利率及流動性需求量作適當的分配，ECB 決定自 2000 年 6 月 28 日起，在每星期主要再融通操作之前公布歐元區銀行體系在未來約一星期(自該次操作交割日的前二天至下次操作交割日的前一天)資金需求量的日平均估計數，並同時公布該次操作的最低投標利率。ECB 所估計的銀行體系資金需求量是根據各國中央銀行所提供之資料加以估算，主要包括歐元區銀行

體系存放在 ECB 的活期存款及自由因子（即表 3 中的第 1,8,9,10 及 11 項）等二項。ECB 並透過電訊方式公布該估計數及該次操作的最低投標利率，目前公布時間是在主要再融通操作交割日（每星期三）的前二天（每星期一）的下午 3 時 30 分左右。

採行固定利率的競標方式雖容易導致投標的金額無法顯示出市場真正的資金需求，惟若市場利率能維持在 ECB 認為合理的範圍內，這種背離情況並不致於造成困擾，就如 1999 年的情況一樣。但若市場預期利率將上升或下降，在無法得知市場實際的資金需求狀況之下，ECB 就不易透過固定利率競標方式來引導市場利率，市場利率也可能持續偏離 ECB 所設定的利率。若採複式利率的操作方式，銀行將會考量其資金成本而顯現其實際的資金需求，由於 ECB 可能因此成為價格的接受者，因此附帶的設定最低競標利率及同時調整資金數量來引導利率。ECB 表示，此一改變並非意味 ECB 的貨幣政策立場有所改變，ECB 亦表示未來若有必要也可能再回復至固定利率的標售方式。

至 2000 年 11 月 1 日止，ECB 已實施 19 次複式利率競標方式的主要再融通操作，其中投標金額與實際釋出資金的差距仍大，得標分配比率介於 40% 至 80% 間不等（見圖 3），惟已擺脫先前固定利率標時不足 1% 的窘境，顯示複式利率競標方式已大幅改善先前過低的得標比率，亦較能顯示出市場真正的資金需求狀況。

表 3、銀行業體系流動性部位(提存準備期間的日平均數)

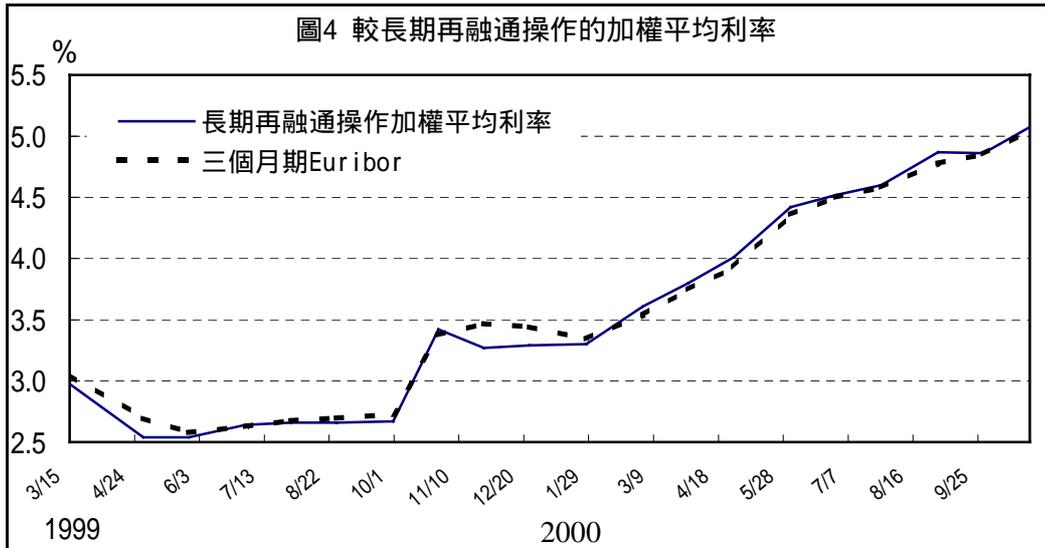
流動性提供因素	流動性吸收原因	信用	貨
歐元區貨幣政策操作		機構	

在歐  
元體  
系的  
活期  
存款

歐元體系淨國外資產 1	主要再融通操作 2	長期再融通操作 3	邊際放款機制 4	其他流動性提供 5	存款機制 6	其他流動性吸收 7	流通中之通貨 8	中央政府在歐元體系的存款 9	其它因素（淨項） 10		
----------------	--------------	--------------	-------------	--------------	-----------	--------------	-------------	-------------------	----------------	--	--

## 2. 較長期再融通操作

ECB 在 1999 年成立之初，為穩定市場利率，於 1 月 14 日及 2 月 25 日的較長期再融通操作採取單一利率操作方式。嗣後由於歐元區銀行業已經能夠適應歐元區新的市場運作，加上較長期的再融通操作的原始目的並不是暗示市場未來利率動向的工具，因此改採變動利率標(variable rate auctions)。自 1999 年至 2000 年 11 月為止，ECB 總計操作 25 次的較長期的再融通操作，得標之加權平均利率約介於 2.5% 至 5% 間，變動趨勢與三個月期 Euribor(歐元三個月期銀行間拆款市場利率)大致相若(見圖 4)，其中 1999 年的較長期再融通操作得標利率多低於當時三個月期 Euribor 約在 4 至 11 個基本點之間，差異主要在於貨幣市場的風險貼水；惟自 2000 年以來較長期再融通操作得標利率高於當時三個月期 Euribor，主要是因為市場預期未來利率將上揚。整體而言，ECB 的較長期再融通操作得標利率與市場利率的連動關係相當密切。



### 3. 其他操作（微調操作及結構性操作）

在歐元體系貨幣政策運行之初的幾個月並未採行微調操作或結構性操作，主要原因是這段期間市場利率波動不大，雖然在準備金提存期的最後一天利率波動較大，惟新的提存期首日起，利率很快恢復正常水準，而且也不影響較長期的收益曲線。直至 1999 年底，ECB 曾為應付年關及聖誕節慶之資金需求而釋出大量的資金，嗣後為避免節慶後餘裕資金過剩而影響市場利率，在主要再融通操作不及調節(例行操作日為 1 月 12 日)情況下，於 2000 年 1 月 5 日首次採行微調操作，以固定利率方式吸收 7 天期之固定存款。至 2000 年 6 月 21 日，由於歐元區市場資金需求旺盛，市場利率有逐漸走高趨勢，ECB 遂再度採行隔夜附買回之微調操作，釋出資金以緩和市場利率。故自歐元區成立至 2000 年底止，未採行結構性操作，而僅採行 2 次微調操作。

由於過去 ECB 甚少採行微調操作及結構性操作來看，最低準備金制度及主要再融通操作及較長期再融通操作已能成功的穩定市場利率。

## 五、歐元區貨幣政策之傳遞過程

當貨幣政策執行之後，透過各種不同途徑，最後影響產出與物價

的過程，稱之為貨幣政策的傳遞過程。貨幣政策的傳遞過程大抵是經由下列二種管道，其間並混合通貨膨脹預期的影響效果，最後影響經濟金融的名目及實質變數：

1. 改變利率或貨幣基數以改變金融市場情況(包括貨幣市場利率、資產價格、匯率及流動性或信用條件)。
2. 由於金融市場情況改變，從而使得財貨及勞務的名目價格改變。

(1) 長期而言：名目價格的改變並不會影響實質的產出水準。

(2) 短期而言：名目的支出仍然會影響實質的經濟活動，其影響力量的大小，取決於名目價格的僵固程度或是經濟體系調整速度之快慢。

對貨幣政策執行者而言，要制定好的貨幣政策，必須對政策的傳導過程有清楚的瞭解，其中包括：

1. 若能瞭解政策效果的時間落後程度及影響強度，則較可以掌握貨幣政策調整(利率或貨幣基數)的幅度及時間；
2. 若能瞭解傳遞過程中，不同變數的反應程度，則可以清楚建立貨幣政策的立場。

事實上，評估貨幣政策的影響結果並不全然可以由實際的經濟金融變化來作評估，主要是因為在影響的過程當中，仍可能夾雜其他的外部因素變化的影響效果，例如制度性的改變、其他國家因素及國際油價等。就歐元區而言，歐元區單一貨幣政策的實施，其制度性變化及近年全球原油價格攀升等外部因素都應自整體影響效果中抽離出來，以便貨幣政策決策者能正確評估貨幣政策真正的影響效果。

以下謹就歐元區成立以來，ECB 之貨幣政策改變金融市場或資本市場各項價量水準，及至改變各部門支出，最後影響物價之傳導過

程等作簡要說明。

### (一) ECB 貨幣政策至金融市場或資產市場的傳導過程

ECB 調整主要再融通利率、常備融通機制、最低存款準備金等政策工具，均會以不同程度的時間落後影響市場利率、匯率及資產價格等，此外，一些非價格條件例如信用市場的信用額度，通常也會因此而改變。而這些市場價格或數量變動的時間、方向及程度大小如何，須視金融市場的結構及市場參與者的行為特性而定。特別是，競爭的程度、市場流動性多寡及不同金融工具間的替代程度等均直接影響金融及資產市場價格之變動。

另外根據利率平價理論，本國利率等於外國利率加上預期本國幣相對外國幣的貶值率，而此一關係僅是一個近似值，因為仍有交易風險及其它流動性等因素。實務上，短期利率對匯率的影響要看對未來利率之預期及被影響的其它經濟變數而定。

最後，利率的改變會影響股票、債券及房地產的市場價值。這些資產的市場價值為其未來各期預期收益的現值，當市場利率調高時，會透過兩個效果使資產的市場價值下降，一為當利率上升時，每期收益得折現值下降；二為利率調升時，廠商的營運成本上升，使得營運收益下降，進而造成折現值下降。但若考慮到預期因素時，則結果可能相反，因調升利率時，市場預期通貨膨脹可能下降，因此預期未來短期利率將維持穩定或下降，進而預期收益也將維持穩定或上升，資產的未來價值也因此而不變甚至上升。

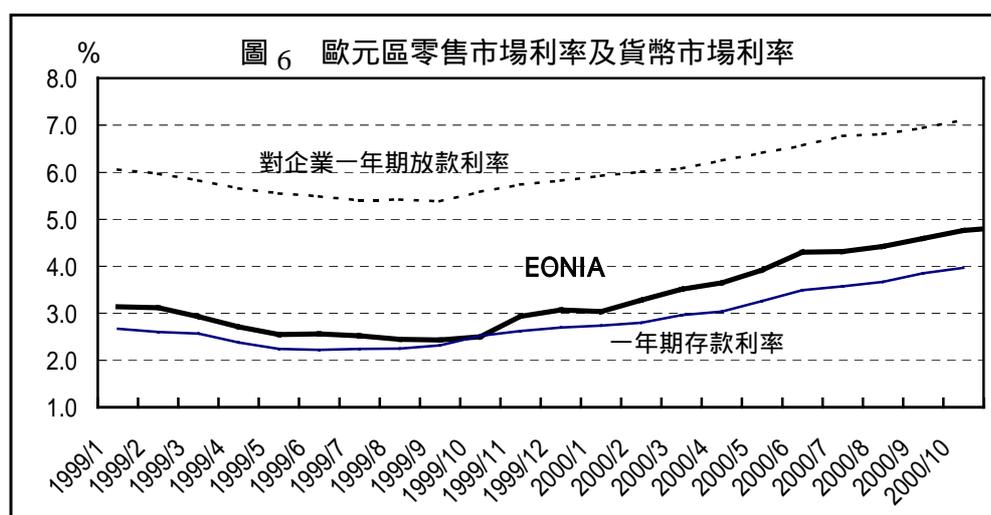
#### 1. 貨幣市場的傳遞過程

貨幣政策決策制度較具可信度的國家，當經濟情勢有所改變時，其官方調整貨幣政策的動向經常是可以被預期到的。通常在調整官方利率之前的幾天，市場利率就已經先行反應，且在實際調整利率當日或嗣後的日子裡，市場利率反而不因調整官方利率而改變。就歐元區的經驗來說，1999 年及 2000 年間共調整主要再融通利率八次，就每

次調整利率的前後各五天的官方利率(主要再融通利率)及市場利率(銀行間隔夜拆款市場利率)波動狀況比較，除第一次調整利率(1999年4月9日)前市場並未事前反應之外，其後的七次利率調整，市場利率均在調整日之前即已先行反應。

## 2. 銀行業部門的傳遞過程

貨幣市場利率的變動也會影響零售銀行業存款利率及放款利率，其影響過程的速度及程度大小如何，須視存放款供需調整狀況及銀行業市場的結構而定，例如金融服務業競爭程度、不同期限存放款的偏好或所面對風險貼水、行政成本等一些結構性因素等，都將影響零售銀行業利率的調整。根據歐元區資料顯示，貨幣市場利率與銀行業存放款利率走勢相當接近，而且波動幅度相當溫和（見圖 6）。通常銀行若面對競爭程度較低的存款市場，在貨幣市場利率攀升時，銀行可以將調高存款利率的時間拖延較久。此外，銀行在獲取資金時所承受貨幣市場利率上升的壓力會較以貨幣市場為資金來源的銀行為小。由圖 6 顯示，歐元區銀行業存放款利率對於貨幣市場利率調整的反應並不慢，銀行業不易透過存放款利率的調整來擴增收益。

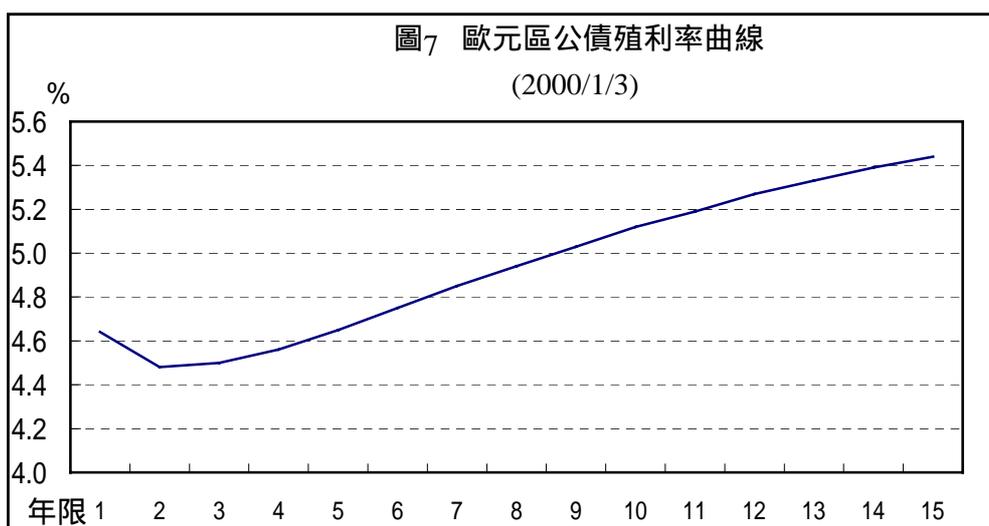


目前歐元區借貸活動仍以間接金融為主，至 1999 年底為止，歐元區貨幣性金融機構(MFIs)對企業的信用餘額占 GDP 的 45.2%(高於美國的 12.6%)；企業發行負債證券餘額占 GDP 僅 7.4%(低於美國的

29%)；銀行業資產占 GDP 比重高達 175.4%(美國僅為 98.8%)，可見歐元區銀行業信用供給受利率變動的影響程度在傳導過程中占相當重要的角色。目前歐元區金融部門正處結構性改革過程，反中介情況開始盛行，例如將儲蓄資金由傳統銀行部門移轉至共同基金有逐漸增加的趨勢，對廠商的信用供給也受到公司債發行擴增的競爭壓力，在存款流失及貸款需求減少的雙重競爭壓力下，銀行面對貨幣市場利率變動時，自然必須很快的調整存放款利率，以因應其他金融市場的競爭壓力。

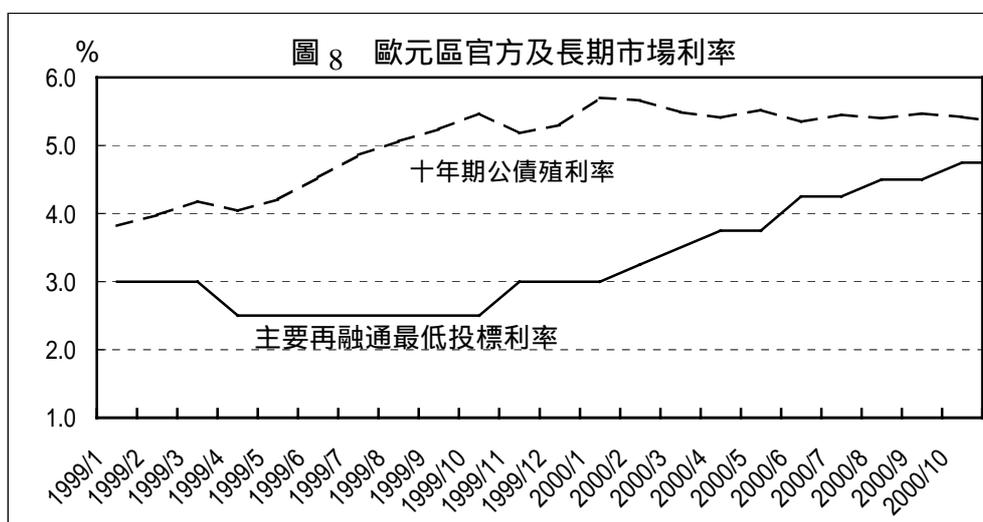
### 3.長期利率的傳遞過程

根據利率期限結構的預期理論，長期的名目利率等於到期日前各期短期利率(包括本期)的平均數。而本期短期利率的改變如何影響長期利率，則須視對未來各期名目利率的影響情況而定，若預期利率持續上升或下降，則長期利率也會以同方向上升或下降。但若政策措施能降低通貨膨脹預期，則長期利率將可能不受影響或下降。就 2001 年 1 月 3 日歐盟公布之公債殖利率曲線(如圖 7)，在短期一、二年以內預期利率將呈下降趨勢，惟二年後利率將呈上升局面。



歐元區自 1999 年成立之後，十年期公債殖利率與官方主要再融通利率間存在不同的關係，在 1999 年初受亞洲金融危機影響，歐元區經濟復甦力道趨緩，殖利率維持在 4% 左右，自 5 月以後受美國通

膨壓力增加及 7 月以後歐元區經濟復甦力道逐漸明朗之影響，雖主要再融通利率仍維持在 2.5% 的低點，殖利率卻逐漸攀升。至本年 2 月以來，ECB 為防患通貨膨脹於未然，連續六次調升官方利率，殖利率自 2 月以來均維持在 5.5% 左右，並未再攀升(圖 8)。



事實上，利用貨幣政策企圖改變預期的效果如何，需視貨幣政策的可信度而定。根據圖 7 的歐元區公債殖利率曲線及圖 8 的歐元區十年期公債殖利率走勢來看，過去 ECB 為控制歐元區通貨膨脹而採取防患於未然的利率調升政策，確實已使歐元區長期利率能維持在穩定之水準，預期在未來的二年內，利率將維持下降局面。

## (二) 自金融市場與資產市場的改變至支出的改變

當金融市場條件改變，若價格能充份調整，則預期實質支出將不受影響。但實際上，價格調整多為漸進式的，因此金融市場名目變數在短期內會影響實質變數的改變。特別是在固定的短期通貨膨脹預期之下，名目利率的改變即指實質利率的改變，當市場利率(名目利率)上升時，實質利率也將隨之上升。

所有的支出被影響的程度都是一樣，支出改變的程度及時間長短須視經濟及金融的結構特性而定。此外，其它諸如國外需求、政府支出及預期利潤及工資的改變也會影響總合需求，因此估計利率的調整

對各經濟變數的影響程度及時間長度並不容易。通常可將利率調整對實質經濟變數的影響分為下列四項效果予以說明：

### 1.流動性效果

實質利率是決定資金成本一個非常重要的因素。例如，當實質利率上升時，銀行貸款及債券的利息上升，廠商投資在設備的成本即上升，進而造成利潤率的下降。但實證上卻不易顯現出此種關係。利率改變的影響程度及時間落後長短會因產業別的不同而有所差異。例如，資本密集產業相較於勞動密集產業，使用較多的資金，因此受利率上升所產生的不利影響較大；而另外也有一種說法是，資本密集產業對資金需求的敏感度較高，當利率變動時，其營運資金也較易受到影響。

對消費者而言，由於大部份耐久財需求，須經由消費者貸款及抵押貸款予以融通，因此名目利率的高低會影響消費者對耐久財的消費需求。此外，實質利率的變動也會影響儲蓄行為，當名目利率下降時，消費者將會增加消費及減少儲蓄，但在實證上，這種替代關係相當小。

歐元區由於消費支出及投資支出的時間數列資料不足，遂無法評估貨幣政策實施的影響效果。ECB 內部曾以計量方法對歐元區部份國家做實證研究，發現投資對於資金成本變動的敏感程度較消費對資金成本變動的敏感程度為高。

### 2.所得效果

利率變動也會對借款人及貸款人的所得產生影響，就歐元區而言，歐元區的家計部門是淨貸款人，而政府及企業部門為淨借款人。因此，利率的調升將提高家計部門的總合可支配所得，並降低企業利潤及提高政府赤字。而整體所得效果的大小須視非金融部門資產負債表的組合及規模而定，特別是資產與負債的期限結構。此外，所得效

果也會因資產或負債設定之短期利率為變動或固定，而產生不同的時間落後影響效果。

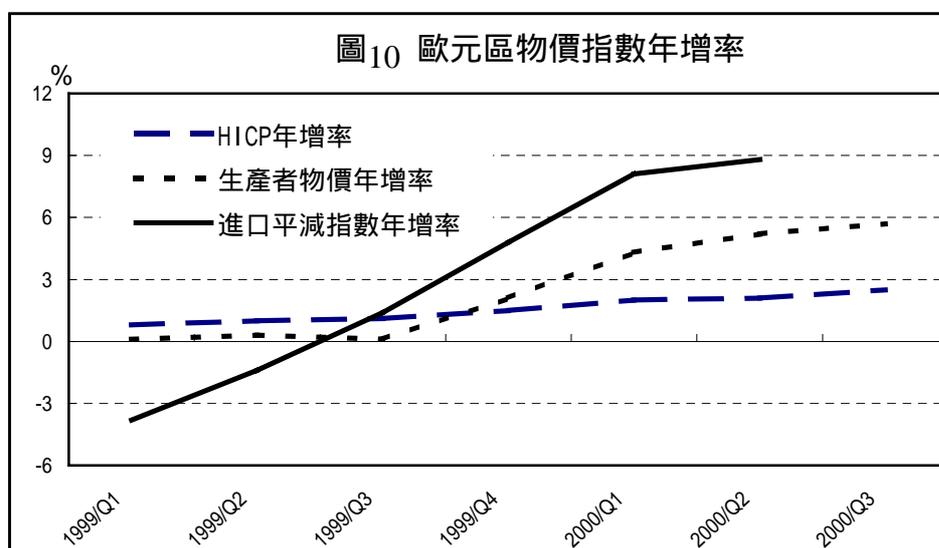
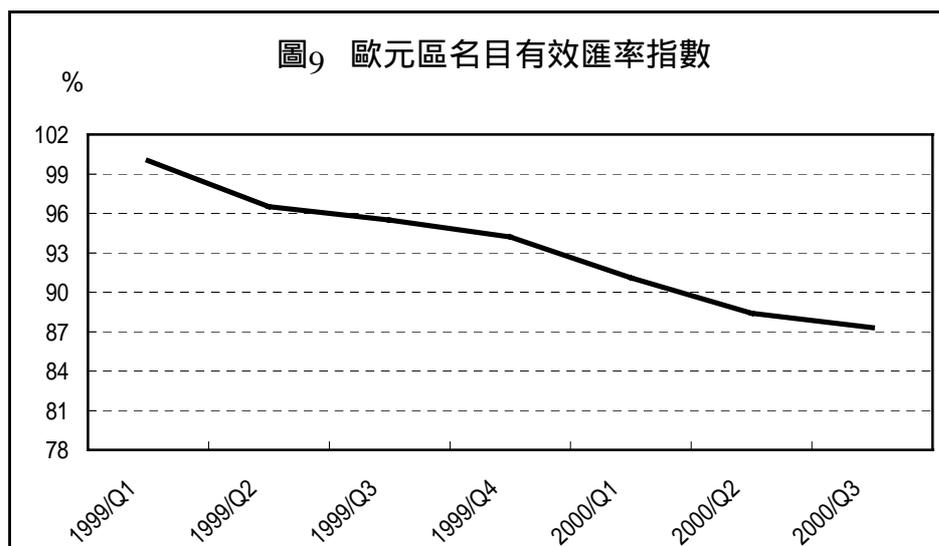
目前歐元區家計部門及金融部門全體的金融帳尚未完成，但由歐元區一些較大的國家的家計部門及企業部門的金融帳來看，短期利率變動對淨利息所得或支付的影響仍然很小。約有三分之一企業部門的負債期限是低於一年期以下，因此當利率上升時，資金成本多少都會上升，特別是在負債到期展期時，資金成本將立即增加，因此 ECB 調升利率確實會降低歐元區企業資金流量，並影響其投資支出。此外，雖然歐元區各國家計部門也持有生利資產與負債，但絕大部份是以固定利率方式持有，因此 ECB 的利率調升對於家計部門的影響為漸進式的，不如企業部門所受到的衝擊快。

### 3. 財富效果

利率的改變會影響股票、債券、不動產等金融性資產的價格，而財富價值的變動對於支出的影響程度如何，須視以財富融通消費的傾向及財富的多寡、結構及金融性資產價格改變的時間長短而定。通常財富改變對於其消費支出的影響不大，但若一些資產被大部份人所持有時，即所得分配較為平均時，則其資產價值的改變將對總體經濟產生較大的影響力。

雖然歐元區股票市場成長非常快速，截至 1999 年底止，該區股市市值占其 GDP 比重約 90.2% (約為美國的二分之一)，且股市參與者並不普遍，因此股票價格的變動並不會明顯影響消費支出。事實上，歐元區家計部門的財富效果明顯，是受到其它非股票資產價格變動之影響。1999 年底家計部門持有的債券餘額占 GDP 約 100%，此外，歐元區國家平均房屋自有率約 50%，對於一些歐元區房地產市場正熱絡的國家來說，透過房屋抵押貸款會使財富效果更加明顯。當市場利率上升時，總體需求將受到抑制。

### 4. 匯率效果



匯率的改變會影響進口消費財及資本財的價格變動，進而影響消費者物價及生產者物價。根據歐元區的資料顯示，名目有效匯率指數及進口平減指數年增率呈反向變動(見圖 9 及圖 10)<sup>7</sup>，由於進口財價格上升部份反應在調和的消費者物價指數(HICP)及生產者物價指數上，因此 HICP 及生產者物價指數反應較為和緩(見圖 10)。

匯率的變動會影響貿易行為，當實質匯率貶值時，出口品相對於外國價格下降，而進口品相對於本國價格上升，因此，出口增加而進口減少。同理，當實質匯率升值時，出口會降低而進口將擴增。由於

<sup>7</sup> 歐元區目前未公布進口物價指數，故以進口平減指數代替。

歐元區內貿易比重較高，惟對區外的出口僅占歐元區 GDP 的 16.8%，進口也僅占 GDP 的 15.2%（與美國的 10.8% 及 13.5% 相當），因此歐元匯率的貶值對歐元區總合需求的影響相當有限。

### （三）支出的改變與通貨膨脹

支出變動對於物價影響的程度及速度如何，須視物價僵固的程度如何而定。長期而言，產出水準是受供給面所決定，如勞動參與率、資本投資及新技術的引進及稅率的改變等。至於短期，勞動力會以加班或工作調整的方式來因應勞動需求的變動；資本存量也會在目前既有的數量下，調整其使用率。但不論如何，在正常的情況，總合需求若超過潛在產能時，勢將會對物價造成上升之壓力。

通貨膨脹壓力會透過不同的途徑而上升，一般的情況是，當廠商的生產超出產能時，將擴增勞動需求及加班的要求，這種勞動需求的擴增會造成工資調高的壓力，因此單位勞動成本或生產成本也隨之增加。也有較特殊情況是，在無效率的生產階段，若遭遇投入短缺或超過產能以上的生產，也同樣會造成單位成本上升的壓力。就目前的實證經驗顯示，歐元區名目價格的僵固性情況與美國相似，但平均來說，實質工資的變動對失業及生產力影響的調整速度相對美國為慢，OECD 也同意大部分歐元區的失業都是結構性失業，在缺乏結構性改革且生產力無法快速擴增的情況之下，總需求的上升雖會降低失業率，但絕大部分也會反映在物價上。因此，歐元區進一步的結構性改革對於經濟成長甚有助益，同時也將強化歐元體系物價穩定目標的達成。

## 六、結論

歐元區成立以來在貨幣政策決策制度的設計及市場操作狀況尚屬順利，每星期的主要再融通操作方式亦能隨著市場的變化作彈性的調整，無須再依賴其它諸如微調操作或結構性操作等。此外，由於貨幣政策的執行至實質經濟的改變間的傳導過程，有很長的時間落後，

意味著利用短期的影響力來影響物價並非易事，且長期也會產生不穩定的效果，因此 ECB 認為貨幣政策決策者必須具前瞻性，在評估經濟金融情況時也不宜用一些固定的方式調整，或僅依賴單一模型或指標等來評估未來的經濟情勢。雖然歐元區成立距今僅兩年，相關的時間數列資料尚不足以斷言其政策施行之成敗，也無法對其貨幣政策的影響效果有明確的瞭解，但由 ECB 貨幣政策操作策略實行的現況來看，自 1999 年 11 月以來，ECB 為防範通貨膨脹，採取連續七次調升利率等措施，已使物價上升的壓力逐漸減輕，並能有效影響通膨預期，另外，經濟亦能維持穩定成長，可見其貨幣政策對整體經濟之發展已產生正面的成效。

就貨幣政策的決策過程來看，雖然部份人士以 ECB 的管理委員會不公布貨幣政策決策的會議記錄，顯示其決策過程不夠透明化。但 ECB 也辯稱該行定期舉行記者會，與其他國家所公布的會議記錄的意義並無不同。此外，仍有批評者認為，ECB 應公布貨幣政策決策的投票過程及結果，以取信於歐元區社會大眾。但 ECB 也解釋之所以不公布個別意見及不採投票方式，是因為 ECB 是為十一個會員國家作單一的貨幣政策決策，這些國家的中央銀行總裁並不代表其各別國家，而是基於全歐元區利益的立場來考量，如果公開投票，則將使這些人受到國內壓力而危及其獨立性，因此 ECB 認為不能將透明度極大化與提供最多訊息劃上等號。例如，公布會議全貌將會更令人莫衷一是，也不全然透明，而且反而會降低管理委員會成員在交換意見時坦白的程度及品質。ECB 確信，對決策有清楚的瞭解，比起公開爭辯誰投贊成票或誰投反對票來得更具可信度。

### **參、參加德國德利銀行舉辦「歐洲銀行業研討會」**

德利銀行為德國第二大銀行，該行於 2000 年 8 月 21 日至 31 日特別為其國外之往來聯行舉辦「歐洲銀行業研討會」(Seminar “European Banking for staff of Foreign Correspondent Banks”)。此次研

討會的課程安排係由德利銀行在法蘭克福總行主辦，由其資深行員 Mr. Volker Wurm(中文姓名為翁客福)擔任研討會主任，所有參加人員的生活起居與課程連繫安排，均由 Mr. Wurm 全程參與。德利銀行表示，此次研討會最主要的目的除了讓其往來的國外銀行能深入瞭解歐洲銀行業發展之外，也能夠對德利銀行的運作有更深入的瞭解，藉以加強往來銀行的關係。

研討會大抵可分為四大部份：德國政治與經濟發展史、歐洲及德國的經濟金融情勢、歐元區貨幣政策與清算制度之運作、德利銀行業務發展與國外聯行關係。在研討會期間也安排拜訪德國聯邦準備銀行、德國貨幣博物館及德國證券交易所。有關研討會課程安排及結業證明請參見附錄 1 及 2。

職參加此次研討會及參訪相關單位之心得如下：

1. 德國銀行業目前面臨相當大的競爭壓力，尤其反中介的情況日益嚴重，侵蝕了德國銀行業的利潤，加上歐元上路，許多匯兌上的收入消失及聯行業務的減少等，均使得該國銀行業的經營更加困難。目前歐洲較大的銀行多積極尋求策略合作或合併的伙伴。在職參加短短十天的研討會期間，德利銀行就宣布關閉在德國五家分行，並計劃將一些業務合併，以降低成本。根據當地一些銀行傳聞，德利銀行一直都在尋求合併伙伴，並積極擬訂未來發展的重點及經營策略。此外，德國其他銀行，也同樣面臨相同的問題。
2. ECB 是負責制定歐元區十二國單一貨幣政策的機構，對於歐元區的經濟金融發展具舉足輕重的影響力。目前該行職員約八百人左右。職很幸運的可以造訪 ECB 經濟研究部門 Sinikka SALO 女士，Sinikka 女士是芬蘭人。她於 ECB 成立之初即服務於 ECB，對於 ECB 的運作相當瞭解，對於職所提出有關金融監理與制度、歐元匯率問題、貨幣政策運作及經濟研究工作方面的問題均不厭其煩的解說，讓職獲益良多。

3. 在造訪 ECB 的期間，發現 ECB 的行員來分別來自歐元區各會員國家的人，他們對於歐洲的認同感相當高，對未來歐元區經濟前景也都表示樂觀的看法。比較奇特的是，在 ECB 大樓除了英語以外，聽不到其它國家的語言，這與 ECB 大樓外只能聽到德語的世界有著截然不同的感受。
4. 多數德國人會有強烈的優越感，對於來自非歐洲地區的人之態度較為冷漠。但德國的民族性仍有其可取之處，德國人為處事多正直並富正義感，作事一板一眼，非常守法，社會治安非常好，男士多溫文有禮，女士個個強悍有能力，與東方文化大大不同。Mr. Wurm 也經常提醒女士，在德國，女士必須自力自強，隨時保護自己的權益。唯一稍有遺憾的是，德國是一個重視社會福利的國家，政府對於人民的照顧無微不至，社會福利政策相當完善，因此卻導致該國一般人在工作上不如亞洲人或美國人來得勤奮努力。歐洲人也較重視休閒與個人權益，對於累積財富較缺乏興趣，職認為這可能是該區經濟成長較為有限的原因之一。
5. 研討會期間，德利銀行也安排與會人員參觀德國貨幣博物館，並安排德國央行人員特別解說德國央行歷史及目前 ECB 運作狀況。德國貨幣博物館的設計在裝璜及內容設計上並沒有特別突出的地方，但經參觀所有設施及詳讀其說明之後，會讓人真正瞭解到博物館試圖以各種不同的呈現方式(電子媒體、實物陳列、故事解說、歷史回顧、或兒童遊戲教學等)，讓參觀者明瞭穩定物價的重要性，甚至擺設一些主張控制通貨膨脹重要性的一些經濟學家的雕像，以加深參觀者的印象。全館幾乎全在說明物價穩定在經濟社會中的重要意義，無怪乎 ECB 貨幣政策的主要目標為物價穩定。
6. 此次參加研討會的其他國家人員絕大多數來自東歐國家，令人訝異的是，多數東歐國家的年平均國民所得都較我國為低，但前來

參加的人員不僅年輕有經驗，接受到相當高的教育，且絕大多數都會說兩種以上的外國語言，讓職對東歐人的看法大大改觀。這些參加的人員在研討會中多能充份的相互討論，彼此間也建立深厚的友誼。有關參加人員之資料，請見附錄 3。

7. 職於停留法蘭克福期間為瞭解本國銀行於當地經營狀況，曾透過德利銀行黃淑如小姐居中連繫，有幸向第一銀行法蘭克福分行的陳榮科副理請教德國銀行業的發展現況。陳副理就德國銀行業營運情況及本國銀行在德國分行營運狀況作詳細的解說，並表示台灣的商業銀行在德國的營運績效並不理想，幾乎呈虧損狀態，建議政府應整合國內銀行業，集中力量後才可能與德國當地銀行業競爭。