

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

參加美國紐約聯邦準備銀行訓練課程  
「美國貨幣政策之執行」出國報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：莊萱如/四等專員

派赴國家：美國

出國期間：103年5月17日至24日

報告日期：103年8月

## 目次

壹、前言 .....	1
貳、Fed 採行之各項貨幣政策工具 .....	2
一、傳統貨幣政策工具 .....	2
(一) 調降利率 .....	2
(二) 調整貼現窗口融通機制 .....	2
(三) 公開市場操作 .....	3
二、非傳統貨幣政策工具 .....	3
(一) 援助特定金融機構 .....	4
(二) 提供金融機構流動性 .....	4
(三) 直接提供證券市場投資人及發行人流動性 .....	5
(四) 購買特定證券以影響特定市場 .....	6
參、Fed 規劃之退場機制 (Exit Strategy) .....	11
一、短期融通機制自動退場 (Wind-down of short-term lending program) ..	11
二、貼現窗口融通機制回歸正常化 .....	12
三、逐步縮減每月資產購買規模 .....	13
四、調整超額準備付息利率 (Interest Rate On Excess Reserve, IOER) .....	14
五、標售定期存款 (Term Deposit Facility, TDF) .....	16
六、執行附賣回交易 (Reverse Repurchase Agreement, RRP) .....	16
七、出售長天期證券 .....	18
八、調升利率 .....	19
肆、結語與建議 .....	21
一、因應美國量化寬鬆政策退場，本行應及早考慮調整資產配置 .....	21
二、增修法令以賦予本行彈性調整貨幣政策執行對象與標的之權力 .....	22
參考資料 .....	24

## 圖表目次

表 1	三次大規模資產購買計畫之比較 .....	7
表 2	Fed 資產負債表-2007 年 8 月 8 日 .....	8
表 3	Fed 資產負債表-2014 年 4 月 30 日 .....	9
表 4	Fed 各項創新融通機制實施起迄日 .....	12
表 5	金融風暴以來 Fed 貼現窗口之調整 .....	13
表 6	歷次準備金付息沿革 .....	15
表 7	Fed 近期標售定期存款概況表 .....	16
圖 1	金融風暴期間之美國經濟成長率走勢 .....	10
圖 2	金融風暴期間之美國失業率走勢 .....	10
圖 3	主要交易商預期購債規模縮減時程 .....	14
圖 4	隔夜附賣回交易市場之發展 .....	17
圖 5	2014 年 6 月 FOMC 委員之利率落點預測 .....	20

## 壹、前言

美國於 2007 年 9 月次貸事件及 2008 年 9 月雷曼兄弟聲請破產保護後，面臨嚴重的信用緊縮危機，全球金融市場因而大幅波動，美國聯邦準備理事會（Board of Governors of the Federal Reserve System，以下簡稱 Fed）首先採取傳統寬鬆貨幣政策，例如降息、延長貼現窗口融通期限等，以穩定金融市場；接著又推出多項非傳統性的量化寬鬆（Quantitative Easing）措施，充分提供金融市場所需之流動性，以期能刺激總體經濟，達到充分就業及穩定物價的法定任務。

本次參加美國紐約聯邦準備銀行（Federal Reserve Bank of New York，以下簡稱 FRBNY）舉辦之「美國貨幣政策之執行」（U.S. Monetary Policy Implementation）研習課程，為期 4 天，計有 36 個國家派員參與。除循例分別就聯邦準備體系架構、FRBNY 的角色定位以及傳統貨幣政策工具操作等基本議題進行說明外，並講解近期採行的非傳統貨幣政策及金融改革法案等議題，使學員得以深入了解美國貨幣政策執行方式，以及 Fed 面對金融危機時的處理模式。同時安排來自日本、巴西和挪威央行的學員解說各該行之組織架構及執行貨幣政策的方式，有助於經驗交流。

本報告共分為四個部分，除前言外，第貳章說明次貸危機以來 Fed 所採行之各項貨幣政策工具及現況；第參章探討 Fed 目前所規劃執行之退場機制；第肆章則為結語與建議。

## 貳、Fed 採行之各項貨幣政策工具

### 一、傳統貨幣政策工具

#### (一) 調降利率

金融風暴發生初期，流動性為市場最密切關注之焦點，多數國家央行均訴諸於傳統之調降利率方式因應，美國亦不例外。Fed 自 2007 年 9 月 18 日至 2008 年 12 月 16 日間共 10 度降息，將聯邦資金利率由點目標 5.25% 大幅調降至區間目標 0% 至 0.25%，並多次明確宣布將維持低利率一段時間<sup>1</sup>，希望藉由降低銀行取得流動性之成本，減輕市場動盪對整體經濟活動所造成的負面影響。

#### (二) 調整貼現窗口融通機制

Fed 之貼現窗口提供存款機構 3 種擔保放款融通：主要融通、次級融通及季節性融通。主要融通係提供體質健全的存款機構極短期（通常為隔夜）融通；不符主要融通資格條件的存款機構可以申請次級融通以支應短期流動性需求；相對小型的存款機構若有年內循環性波動的資金需求時，可以申請季節性融通。

金融危機發生後，Fed 針對主要及次級融通貼現窗口做了一些暫時性的調整，例如：縮小重貼現率與聯邦資金目標利率間之利差、延長融通期限，以及擴大合格擔保品範圍等，希望降低存款機構對貼現

---

<sup>1</sup> 此類政策溝通工具亦被稱為前瞻式指引（Forward Guidance），係指 Fed 利用政策意向溝通，使外界了解其政策意圖，並形成相對應之市場預期，進而透過市場交易影響實體經濟，有利於其貨幣政策之施行。

窗口污名化 (stigma) 的恐懼，增進使用意願，藉以提供存款機構融通資金，協助市場儘速回復流動性。

### (三) 公開市場操作

Fed 主要運用之貨幣政策工具為公開市場操作 (Open Market Operation, 簡稱 OMO)，係由聯邦公開市場操作委員會 (Federal Open Market Committee, 簡稱 FOMC) 制定聯邦資金利率等操作目標，授權 FRBNY 成立公開市場操作交易室 (The Desk)，藉由與主要交易商 (Primary Dealer)、外國官方機構或國際組織買賣政府債券、機構債 (Agency Debt) 及機構擔保抵押貸款債券 (Agency MBS) 等標的，影響銀行體系之資金水位，並引導市場利率水準，以達成操作目標。

2007 年 8 月次貸危機發生後，Fed 擴大公開市場操作規模，並增加定期操作頻率，企圖穩定金融體系之運作。後續即將提及的大規模資產購買計畫 (Large-Scale Asset Purchases, 簡稱 LSAP) 及債券到期年限延長計畫 (Maturity Extension Program, MEP) 亦屬於廣義之公開市場操作，擴大操作的結果確實降低美國的長期利率及風險性資產利率，卻也造成 Fed 資產負債表規模急速膨脹。

## 二、非傳統貨幣政策工具

面對金融危機影響的範圍與層面日益擴散，傳統寬鬆貨幣政策似乎已經難以發揮效果，Fed 不得不改變危機初期僅以傳統方式對存款

機構提供短期流動性之一般性措施，轉而採取直接注資問題市場的創新援救措施。此後，Fed 針對非存款機構、商業本票市場、貨幣市場共同基金、房貸市場等問題市場，甚至個別企業及個人<sup>2</sup>，分別提供短、中長期流動性。

以下將 Fed 所採行之各項非傳統貨幣政策措施依目的性加以分類，由於多項措施機制均已於 2009 年及 2010 年屆期，故僅分別簡要概述各項政策措施之相關內容：

### （一）援助特定金融機構

主要係對貝爾斯登公司（Bear Stearns）、美國國際集團（AIG）、花旗集團及美國銀行等機構提供融通，除前者係由 Fed 提供資金協助 JP Morgan 併購 Bear Stearns，後三者均為 Fed 提供個別公司營運資金援助。

### （二）提供金融機構流動性

#### 1、定期資金標售機制（Term Auction Facility, TAF）

以標售方式提供存款機構 28 天期及 84 天期之融通資金，擔保品規定與貼現窗口相同，滿足存款機構長天期資金需求，解決貼現窗口污名化之問題。

#### 2、流動性換匯（Liquidity Swap Lines）

---

<sup>2</sup> Fed 依據聯邦準備法第 13 條第 3 項規定具有緊急貸放權，一旦其認定金融市場處於「不尋常的緊急情況（unusual and exigent circumstances）」時，得直接提供信用予個人（Individual）、合資企業（Partnership）與公司（Corporation）。

與多國央行簽訂換匯協議，以提供其國內金融機構美元額度，有助於解決國際金融市場美元短缺之困境。

### 3、定期借券機制 (Term Securities Lending Facility, TSLF)

為滿足主要交易商之流動性需求，提供政府債券出借機制（借券期間一般為 28 天期），擔保品為 Agency MBS 等證券，此舉亦可改善公債市場因券源不足而違約交割之問題。

### 4、主要交易商融通機制 (Primary Dealer Credit Facility, PDCF)

化解主要交易商資金短缺的問題，主要交易商得提供第三方附買回交易 (Tri-party Repo) 之合格擔保品以取得隔夜融通資金。

### 5、定期借券機制選擇權方案 (TSLF Option Program, TOP)

售予主要交易商以約定利率借入政府債券之選擇權，以滿足其於季底或特定時段可能激增之流動性風險。

## (三) 直接提供證券市場投資人及發行人流動性

### 1、資產擔保商業本票貨幣市場共同基金融通機制 (ABCP Money Market Fund Liquidity Facility, AMLF)

以貼現利率放款予存款機構及銀行控股公司，以供其向貨幣市場基金購買高品質 ABCP，藉以滿足貨幣市場基金因客戶贖回而產生之資金需求，並恢復 ABCP 流動性。

### 2、商業本票融通機制 (Commercial Paper Funding Facility, CPFF)



以聯邦資金目標利率放款予特殊目的機構 (SPV)，以供其向合格之商業本票 (CP) 發行人買入高評等 CP，解決 CP 發行人到期無法續發 CP 融資之流動性風險。

### 3、貨幣市場投資者融通機制 (Money Market Investor Funding Facility, MMIFF)

以貼現利率放款予 SPV，以供其向貨幣市場基金或合格投資人購買貨幣市場工具，強化貨幣市場工具之流動性，以維持貨幣市場基金及其他投資人之信心。

### 4、定期資產擔保證券融通機制 (Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)

持有合格資產擔保證券 (ABS) 之合格借款人 (美國法人或自然人) 得以之為擔保，透過主要交易商向 Fed 申請 3 年或 5 年之無追索權融資；藉由提供 ABS 持有人融通資金，增加 ABS 之需求，以提高金融機構授信能力，滿足民間資金需求。

## (四) 購買特定證券以影響特定市場

### 1、大規模資產購買計畫 (Large-Scale Asset Purchases, LSAP)

Fed 總計執行 3 次大規模買入美元公債 (UST)、機構債 (Agency Debt) 及機構擔保抵押貸款證券 (Agency MBS) (詳表 1)，以釋出流動性並壓低相關利率，穩定相關市場之運作。

表 1 三次大規模資產購買計畫之比較

	LSAP 1	LSAP 2	LSAP 3
美國經濟情勢背景	雷曼兄弟破產引爆全球金融海嘯，金融市場流動性枯竭，全球經濟衰退	失業率仍處於高點，且通貨膨脹率仍低於目標區，Fed因而擔憂未來可能會發生通貨緊縮	經濟狀況略有回升，惟力道仍不強烈
執行期間	2008年12月~2010年3月	2010年11月~2011年6月	2013年1月~
收購資產規模	UST：3,000億美元 Agency Debt：1,720億美元 Agency MBS：1.25兆美元	UST：6,000億美元 UST到期再投資：1,670億美元	2013年12月底前每月購買Agency MBS及公債850億美元，2014年1月起購債金額陸續遞減，截至2014年7月，每月購債金額降至350億美元
對經濟情況之改善	經濟成長率： 由2008年第4季之-8.2%，至2009年第4季上升為3.9%	經濟成長率： 由2010年第3季之2.7%，至2011年第2季上升為2.9%	經濟成長率： 2013年第1季2.7%，於2013年第3季上升至4.5%，隨後於2014年第2季降至4.0%
	失業率： 2008年12月為7.3%，於2009年10月上升至10.0%，隨後於2010年3月降至9.9%	失業率： 2010年11月為9.8%，2011年6月降至9.1%	失業率： 2013年1月為7.9%，2014年7月降至6.2%

資料來源：作者自行整理

由於大規模資產購買計畫亦屬於廣義之公開市場操作，擴大操作的結果造成 Fed 資產負債表規模由 2007 年 8 月金融危機發生前之 8,700 億美元急速膨脹，截至 2014 年 4 月，Fed 資產負債表規模已高達 4.30 兆美元（詳表 2 及表 3）。

在資產方面，以往 Fed 之帳戶組成項目相對單純，以美國公債為主，2007 年 8 月持有美國公債占總資產之比重高達 90%；但金融危機爆發後，Fed 轉而大舉購入問題銀行、保險公司、政府贊助機構（GSE）之證券化資產，資產項目更加多樣化，截至 2014 年 4 月 Fed 持有上述資產之金額高達 1.63 兆美元，此舉亦使其持有美國公債占總資產之比重下滑至 55%。在負債方面，過去 Fed 係以通貨發行餘額為主，於次貸危機發生前約占其總負債之 93%，之後隨著資產規模快速膨脹，存款機構之準備金開始大幅擴增，截至 2014 年 4 月準備金餘額已高達 2.51 兆美元，遠超過通貨發行餘額。

**表 2 Fed 資產負債表-2007 年 8 月 8 日**

August 8, 2007		USD, billions	
<b>Assets</b>		<b>Liabilities</b>	
Securities held outright	791	Federal Reserve notes	777
<i>U.S. Treasury securities</i>	791	Reserve balances	7
Repurchase agreements	19	Deposits other than reserve balances	12
Loans	*	<i>U.S. Treasury, General Account</i>	5
<i>Primary credit</i>	*	<i>Depository institutions (required clearing balances)</i>	6
Other assets	60	<i>Other deposits</i>	*
<b>Total assets</b>	<b>870</b>	Reverse repurchase agreements	30
		<i>Foreign official/international accounts</i>	30
		<i>Dealers</i>	0
		Other liabilities	10
		<b>Total liabilities</b>	<b>836</b>
		<b>Capital</b>	<b>34</b>
		<b>Total liabilities and capital</b>	<b>870</b>

資料來源：FRBNY 課程資料

\* Less than \$1 billion

表 3 Fed 資產負債表-2014 年 4 月 30 日

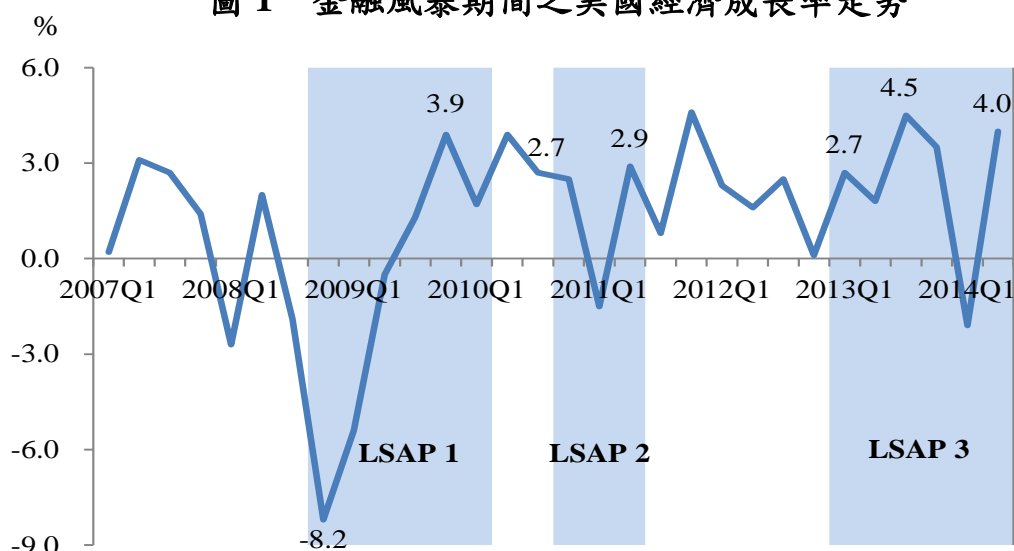
April 30, 2014		USD, billions	
Assets		Liabilities	
Securities held outright	4,027	Federal Reserve notes	1,229
<i>U.S. Treasury securities</i>	2,350	Reserve balances	2,514
<i>Federal agency debt</i>	45	Deposits other than reserve balances	164
<i>Agency MBS</i>	1,632	<i>U.S. Treasury, General Account</i>	148
Unamortized premiums and discounts	192	<i>Term deposits of depository institutions</i>	0
Repurchase agreements	0	<i>Other deposits</i>	16
Loans	*	Reverse repurchase agreements	325
<i>Primary credit</i>	*	<i>Foreign official/international accounts</i>	117
<i>TALF</i>	*	<i>Other</i>	208
Maiden Lane LLC	2	Interest on FR notes due to U.S. Treasury	2
Maiden Lane II LLC	*	Other liabilities	6
Maiden Lane III LLC	*	<b>Total liabilities</b>	<b>4,240</b>
TALF LLC	*	<b>Capital</b>	<b>56</b>
Central bank liquidity swaps	*	<b>Total liabilities and capital</b>	<b>4,296</b>
Other assets	74		
<b>Total assets</b>	<b>4,296</b>		

\* Less than \$1 billion

資料來源：FRBNY 課程資料

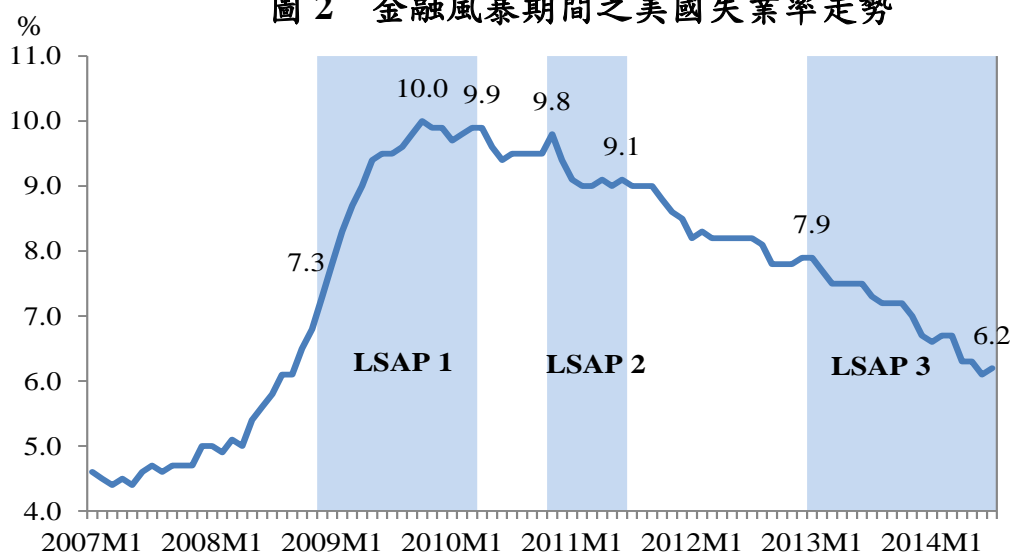
Fed 相繼執行 3 次大規模資產購買計畫後，觀察美國近期公布之國內生產毛額及就業數據，近年來經濟成長率除 2014 年第 1 季受天氣酷寒影響驟降至-2.1%外，已逐漸恢復至金融危機發生前之水準（詳表 4）；而失業率雖自危機爆發後的高點 10.0% 緩降至目前之 6.2%（詳表 5），惟據美國勞工局的資料顯示，2014 年 7 月該國僅有 59.0% 的成年人擁有全職工作，並有 750 萬人非自願性從事兼職工作，相較於 2007 年初之 63.3% 及 440 萬人，就業市場其實並無顯著改善，Fed 仍需持續投入更多的心血，才能真正帶動勞動市場邁向復甦之路。

圖 1 金融風暴期間之美國經濟成長率走勢



資料來源：路透社

圖 2 金融風暴期間之美國失業率走勢



資料來源：路透社

## 2、債券到期年限延長計畫 (Maturity Extension Program, MEP)

由於就業市場復甦力道不佳，失業率仍居高不下，Fed 於 2011 年 10 月至 2012 年 12 月執行債券到期年限延長計畫，賣出 6,670 億美元的短天期公債，同時買入相同金額長天期公債，故亦稱為扭轉操作 (Operation Twist)，此舉主要意圖在不再擴大資產負債表之情況下，仍持續提供市場充沛資金，並引導長期利率往下，以協助金融借貸市場之交易活絡。

### 參、Fed 規劃之退場機制 (Exit Strategy)

Fed 為因應次貸危機，除運用傳統貨幣政策工具外，亦採取多項創新的非傳統貨幣政策措施，以期穩定美國甚至是全球的金融體系，卻也因此使得 Fed 資產負債表規模大幅膨脹、銀行體系超額準備擴增，引發學者專家及市場參與者對於通膨及資產價格泡沫化之疑慮，因此 Fed 必須極度審慎處理後續相關事宜。以下逐一介紹 Fed 目前已規劃並正在執行的退場機制相關工具：

#### 一、短期融通機制自動退場 (Wind-down of short-term lending program)

Fed 於金融風暴期間所推行之各項創新融通機制均明訂實施起迄日(詳表 6)，有助於形成市場一致性的退場預期。前 Fed 主席 Bernanke 亦曾指出，這些短期融通機制具有自動減少 (contract automatically) 之特性，意即隨著金融市場逐漸趨於穩定，存款機構將會大幅減少使用短期融通工具，因此，各項創新的短期融通機制將自動產生緊縮效果，並不需要透過額外的貨幣政策操作以達到退場之目的。

表 4 Fed 各項創新融通機制實施起迄日

措施項目	實施日期	終止日期
定期資金標售機制 (TAF)	2007/12/12	2010/3/8
流動性換匯 (Liquidity Swap Lines)	2007/12/12	2010/2/1
定期借券機制 (TSLF)	2008/3/11	2010/2/1
主要交易商融通機制 (PDCF)	2008/3/16	2010/2/1
定期借券機制選擇權方案 (TOP)	2008/7/30	2009/6/25
資產擔保商業本票貨幣市場共同基金融通機制 (AMLF)	2008/9/19	2010/2/1
商業本票融通機制 (CPFF)	2008/10/7	2010/2/1
貨幣市場投資者融通機制 (MMIFF)	2008/10/21	2009/10/30
定期資產擔保證券融通機制 (TALF)	2008/11/25	2010/6/30

資料來源：Fed 網站

## 二、貼現窗口融通機制回歸正常化

鑑於國內金融市場情況持續改善，Fed 調整貼現窗口融通機制(詳表 7)，自 2010 年 1 月 14 日起，融通最長期限自 90 天縮減至 28 天，2010 年 3 月 18 日更進一步縮短至隔夜，恢復至金融風暴前之水準；同時，Fed 亦於 2010 年 2 月 19 日首度調升重貼現率 1 碼，由 0.50% 調高至 0.75%，擴大重貼現率與聯邦資金目標利率間之利差，政策目的係為促使存款機構多利用民間資金市場支應短期信用需求，至於 Fed 則重返提供最後備援資金的角色，貼現窗口融通機制正式回歸正常化。

表 5 金融風暴以來 Fed 貼現窗口之調整

調整日期	融通期限		主要融通利率	
	調整前	調整後	調整前	調整後
2007/8/17	隔夜	30天	聯邦資金目標利率 +100bps	聯邦資金目標利率 +50bps
2008/3/16	30天	90天	聯邦資金目標利率 +50bps	聯邦資金目標利率 +25bps
2010/1/14	<b>90天</b>	<b>28天</b>		
2010/2/19			聯邦資金目標利率 +25bps	聯邦資金目標利率 +50bps
2010/3/18	<b>28天</b>	隔夜		

資料來源：Fed 網站

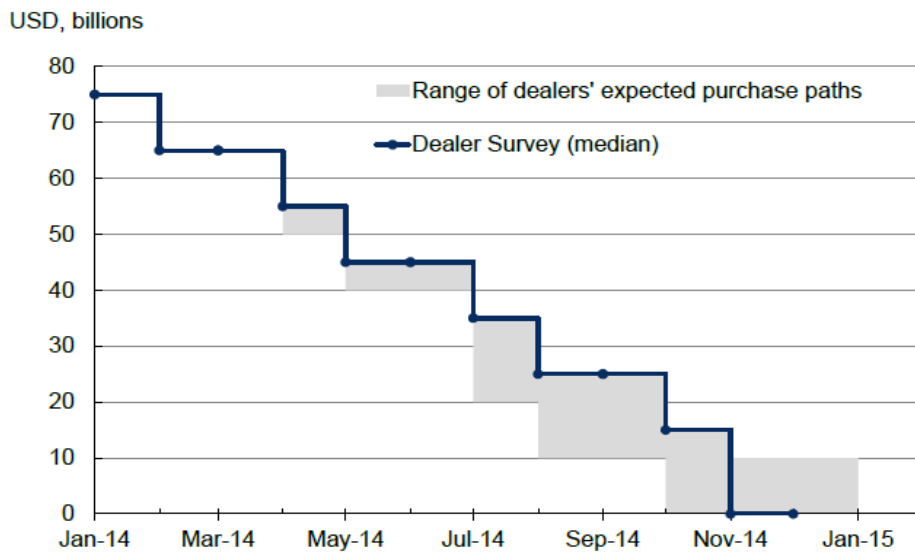
### 三、逐步縮減每月資產購買規模

2013 年 12 月中旬，FOMC 首度宣布將自 2014 年 1 月起逐步縮減每月資產購買規模<sup>3</sup>，採取漸進的方式溫和退場，2014 年 1 月、2 月、4 月、5 月、7 月及 8 月各減少購買 100 億美元之 Agency MBS 及長期公債，每月總購買規模從 850 億美元下降至 250 億美元，外界預計若按照此一縮減步調，則美國量化寬鬆政策可望於 2014 年第 4 季完全退場（詳圖 1）。

<sup>3</sup> Fed 雖於 2014 年起逐步縮減每月資產購買規模，惟 FOMC 仍決議維持 Agency Debt 及 Agency MBS 到期本金再投資 Agency MBS 之既有政策，同時，並透過標購公債繼續延長所持公債年限。



圖 3 主要交易商預期購債規模縮減時程



資料來源：FRBNY 課程資料

#### 四、調整超額準備付息利率（Interest Rate On Excess Reserve, IOER）

金融風暴發生前，美國並未針對存款準備金支付利息，故大部分存款機構均以庫存現金充當準備金，Fed 因而無法藉由調整全體準備金數量來擴大其資產負債表，對問題市場的授信能力備受限制。

次級房貸風暴發生後，為減輕金融市場之信用緊縮，2008 年 10 月美國國會通過緊急經濟穩定法案（Emergency Economic Stabilization Act），Fed 亦配合修正 Regulation D，當月起即開始對存款機構之法定準備及超額準備<sup>4</sup>支付利息（詳表 8），存款機構因持有準備金之機會成本降低，故較願意將準備金存放於 Fed，使 Fed 在危機期間有充足的餘裕資金來增加流動性操作。

<sup>4</sup> 超額準備係指存款機構於準備金提存期間，存放 Fed 帳戶之每日平均餘額超過法定準備之部分。

表 6 歷次準備金付息沿革

單位：%

日期	法定準備利率	超額準備利率
2008/10/9	1.40	0.75
2008/10/23	1.11	0.65
2008/11/6	1.00	1.00
2008/12/4	0.89	0.25
2008/12/17	0.25	0.25

資料來源：Fed 網站

Fed 可透過調整超額準備付息利率（IOER）以影響準備金部位，間接影響市場借貸利率。舉例來說，當 Fed 意圖緊縮市場資金，避免出現高通膨資產泡沫的風險時，可藉由調升 IOER，鼓勵存款機構將資金存放在 Fed 準備金帳戶，進而引導市場短期利率上升，達成緊縮貨幣政策之效果。反之，如欲實施寬鬆貨幣政策時，則可調降 IOER，促使存款機構將準備金另行運用，例如增加授信貸放等，進而帶動市場短期利率下降。

此外，Fed 對超額準備金付息，存款機構理論上不會以低於該利率之水準借貸資金，使 IOER 得以成為市場短期利率下限。但由於準備金付息之對象僅限於「存款機構」，Fannie Mae 及 Freddie Mac 等非存款機構之聯邦資金市場參與者仍可以低於準備金利率之水準進行資金借貸，以致近 5 年來聯邦資金利率持續低於 IOER，無法形成有效之利率下限，惟調整 IOER 仍可達到政策宣示之目的。

## 五、標售定期存款 (Term Deposit Facility, TDF)

2010年5月Fed宣布自6月中旬推出小規模標售定期存款機制，藉由向存款機構標售定期存款，以吸納市場過多的流動性，係屬信用緊縮之貨幣政策工具之一。此項機制之存款期間較短，多為7天期、14天期及28天期，以競標方式決定利率，目前利率多介於0.26%至0.30%，高於法定及超額準備金付息利率（詳表9）。

表7 Fed近期標售定期存款概況表

標售代號	標售日期	定存期間	定存總金額	利率	標售家數
F41	2014/6/2	7天期 (2014/6/5~2014/6/12)	591.02 億美元	0.26%	35
F42	2014/6/9	7天期 (2014/6/12~2014/6/19)	777.69 億美元	0.26%	40
F43	2014/6/16	7天期 (2014/6/19~2014/6/26)	926.90 億美元	0.27%	45
F44	2014/6/23	7天期 (2014/6/26~2014/7/3)	924.20 億美元	0.28%	46
F45	2014/6/30	7天期 (2014/7/3~2014/7/10)	1,248.87 億美元	0.29%	58
F46	2014/7/7	7天期 (2014/7/10~2014/7/17)	1,527.95 億美元	0.30%	75

資料來源：Fed 網站

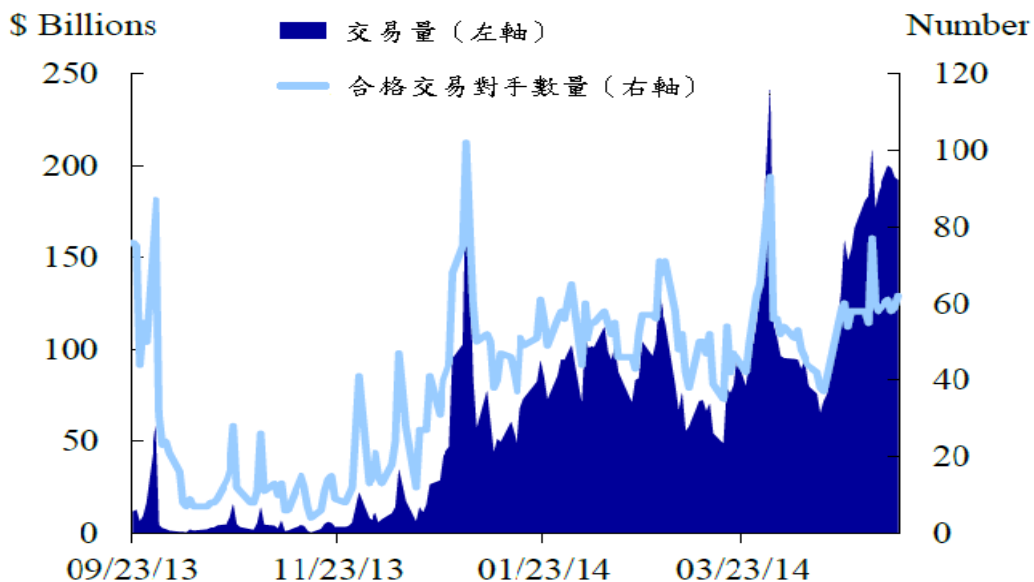
## 六、執行附賣回交易 (Reverse Repurchase Agreement, RRP)

附賣回交易係屬Fed短暫性的調節操作，Fed先將債券售予合格交易對手，同時訂下合約在未來特定到期日以特定價格再買回債券，此舉係先收縮金融體系過多的超額準備，到期再釋回資金至市場，恢復操作前的準備部位，堪稱目前執行最為頻繁的退場工具。

2013年9月Fed為增加對短期利率的控制力，授權FRBNY開始測試固定利率的隔夜附賣回交易 (Overnight Reverse Repurchase

Agreement, ON RRP)。FRBNY 為增強附賣回交易吸收資金的效果，測試期間不斷增加合格交易對手數量<sup>5</sup>，每日操作時間亦由早上 11 點 15 分延後至中午 12 點 45 分，並將單一交易商之交易限額由 5 億美元逐次調升至 100 億美元。由於市場反應良好，故測試期間延長至 2015 年 1 月截止。有鑑於附賣回交易的交易量不斷擴大（詳圖 2），此項貨幣政策工具未來應可有效提升 Fed 控管短期利率的能力。

圖 4 隔夜附賣回交易市場之發展



資料來源：FRBNY 課程資料

Fed 與合格交易商承做 ON RRP 收回市場資金，隔日再依約定之 ON RRP 利率還本付息，因此，理論上合格交易商不會以低於 ON RRP 利率之水準在市場上進行資金借貸，使得 ON RRP 成為市場短期利率

<sup>5</sup> 截至 2014 年 4 月底，FRBNY 已核准 140 個合格交易對手，包括 22 家主要交易商、18 家存款機構、94 檔貨幣市場基金及 6 家 GSE。

下限<sup>6</sup>。由於附賣回機制的交易對手並非僅限於存款機構，尚包含貨幣市場基金及二房等 GSE，因此 Fed 對於利率的掌控程度大幅提升，未來 Fed 可透過調高此一利率，將影響力擴大至非存款機構，順利帶動市場短期利率上揚。

多數 Fed 官員對於附賣回交易的實驗成效感到滿意，但無限量的附賣回交易卻可能為 Fed 本身及存款機構帶來風險；紐約 Fed 總裁 William Dudley 及波士頓 Fed 總裁 Eric Rosengren 日前曾建議，基於金融穩定考量，未來如果決定採用附賣回機制作為短期利率控管工具，最好事先設定金額上限，否則存款機構恐怕會將過多的資金撤出金融業等私部門（例如商業本票），轉而存放於 Fed，造成市場融資機制扭曲，加劇金融市場的壓力<sup>7</sup>。

## 七、出售長天期證券

根據 2014 年 5 月 Fed 發布的資產負債季報（Quarterly Report on Federal Reserve Balance Sheet Developments）資料顯示，截至 2014 年 4 月 Fed 之公開市場操作帳戶（System Open Market Account, SOMA）餘額高達 4 兆美元，擁有規模龐大的資產負債表必須擔憂持有資產價值減損及發生惡性通膨，且 Fed 主席 Janet Yellen 曾在國會聽證會表示，若要縮減此空前龐大的資產組合可能需要耗時 5 年以上的時間，

---

<sup>6</sup> ON RRP 利率已由起初設定之 0.01% 調升至目前的 0.05%。

<sup>7</sup> 見 Michael S. Derby, “Two Fed Officials Suggest Reverse Repos May Need Borrowing Limits, After All” Wall Street Journal, June 11, 2014.

一旦處理不慎可能引發長天期利率巨幅上揚，對於正在復甦中的經濟造成再次衝擊，因此，Fed 預計何時開始出售其資產項下高達 4 兆美元的投資組合為眾所矚目之議題。但由於大部分 FOMC 委員均不認為目前為出售 Agency Debt 及 Agency MBS 的適當時機<sup>8&9</sup>，尚有賴其充分考量經濟成長率、失業率及通膨率等總體經濟情勢，並與市場達成明確溝通後，方得逐步降低其資產規模，正式執行退場機制。

## 八、調升利率

2014 年 6 月 17 日及 18 日 FOMC 例行會議之會後聲明表示，為支持充分就業及物價穩定，在資產購買計畫結束後，尤其是在通膨預期持續低於 2% 長期目標，以及長期通膨預期穩定之前提下，在一段相當期間內維持目前 0% 至 0.25% 之聯邦資金目標利率區間不變應屬合理。

進一步觀察 16 位 FOMC 委員就升息時點及幅度之討論，有 1 位認為 Fed 應在本年升息，12 位認為應 2015 年升息，並有 3 位委員認為應在 2016 年升息，而圖 3 則呈現委員們對利率之落點預測，均較 2014 年 3 月公布之預測值為高，反應升息步伐應較先前預期更快。藉

---

<sup>8</sup> Minutes of the Federal Open Market Committee, 2013/6/19, "Most, however, now anticipated that the Committee would not sell agency mortgage-backed securities (MBS) as part of the normalization process, although some indicated that limited sales might be warranted in the longer run to reduce or eliminate residual holdings."

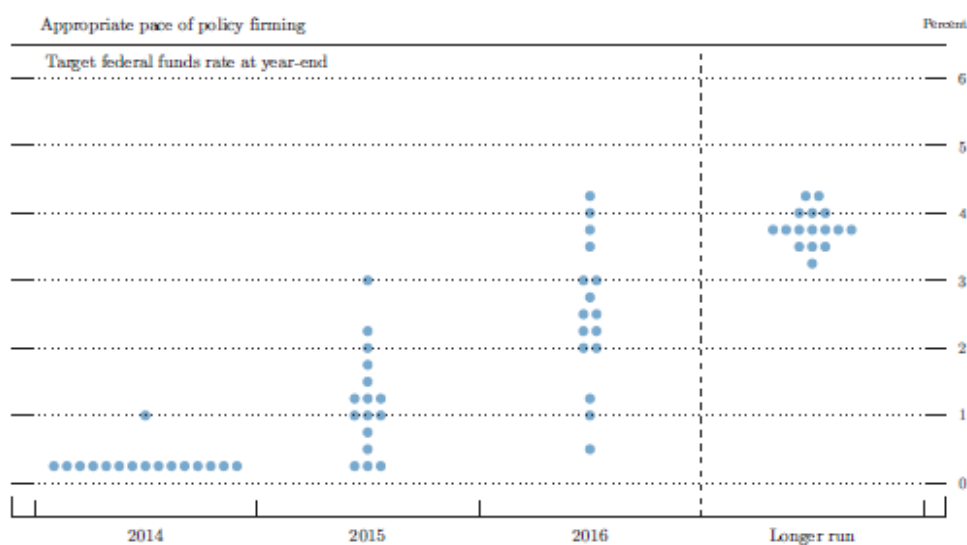
詳細內容可見 <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20130619.pdf>。

<sup>9</sup> 紐約 Fed 總裁 William Dudley 於 2014 年 5 月出席一場公開演講，席間透露 Fed 可能會考慮先進行升息的動作，並繼續維持手中的資產負債，以降低驚動市場的風險，此舉與市場預期先出售資產而後再升息之動向大相逕庭。

此引導市場預期 Fed 極有可能將於 2015 年開始升息，屆時貨幣政策將由現行寬鬆轉為略趨緊縮的方向<sup>10</sup>。

對於美國等先進經濟體貨幣政策正常化後的外溢效應及溢回效應，IMF 近日提出警語<sup>11</sup>。由於可能掀起各國的升息潮，並引發大量資金撤離新興市場，預期各國同時將以貨幣貶值因應，惟此舉恐進一步引發輸入性通膨，助長國內物價高漲的壓力，衝擊全球景氣復甦，因此所有的市場參與者應提早做好相關因應措施。

圖 5 2014 年 6 月 FOMC 委員之利率落點預測



資料來源：Fed 網站

<sup>10</sup> 2014 年 7 月底 FOMC 之會後聲明指出：「目前就業市場狀況已有改善，失業率同時持續下跌。然而，就業市場指標顯示，勞動力明顯未能被充分利用。」。由於就業市場表現仍有相當大的改善空間，因此 Fed 將繼續保持寬鬆貨幣政策，並不急於現階段調升利率。

<sup>11</sup> 詳見 IMF 2014/7/29, 2014 Spillover Report。

## 肆、結語與建議

隨著全球經濟復甦，選擇適當的退場方式及時機對 Fed 而言是項極大的挑戰。Fed 已陸續備齊相關退場工具，但若太早退場，可能使得經濟再次步入衰退；若過晚退場，則可能因金融體系流動性過多而引發通膨問題。目前 Fed 許多短期融通機制已成功退場，惟未來如何收回市場過多的流動性，並同時維持物價穩定，仍值得本行持續密切關注。

### 一、因應美國量化寬鬆政策退場，本行應及早考慮調整資產配置

由於美國量化寬鬆政策即將退場，2014 年 6 月「中央銀行出版公司」(Central Banking Publications) 及滙豐 (HSBC) 訪問調查 69 名央行資產經理人，為因應未來利率上揚，大部分受訪者均計劃調整資產配置，減少長期債券持有部位，轉而投資股票或指數股票型基金(ETF) 等資產，部分受訪者則計劃縮短債券部位的存續期間，以降低利率風險<sup>12</sup>。

反觀 2014 年 6 月底本行持有超過 4,200 億美元的外匯存底，由於大部分央行仍屬高度風險趨避者 (Risk Averter)，故外匯存底的運用首重安全性及流動性，進而考量獲利性及經濟性，因此，過去各國外匯存底之投資標的多聚焦於全球政府債券；而近年來，各國央行開放

---

<sup>12</sup> 見 Simon Kennedy, "Central Banks Eyeing Equities, Traded Funds as Reserves Swell" Bloomberg, June 23, 2014.



投資資產項目增多，尤其以國際金融機構債券（Supranationals）、歐洲主權債券（Sovereign Eurobonds）及美國機構債券為主要投資項目，逐漸趨向於多角化配置。

未來隨著美國及英國的基準利率開始回升至正常水準，債券殖利率上揚導致價格下跌，全球央行的資產規模將大幅縮水，資產配置勢必出現重大轉變。各國央行應持續定期檢視資產組合，並及早規劃資產及幣別的多角化配置，例如：多元分散配置新興市場的投資組合、轉進多種幣別計價資產，以及買入短天期債券取代長天期投資，以減緩市場動盪所造成的風險。本行已有專業團隊負責外匯存底之管理，未來更應持續關注有關外匯資產風險控管等議題，以因應瞬息萬變之金融市場發展。

## 二、增修法令以賦予本行彈性調整貨幣政策執行對象與標的之權力

Fed 在次貸危機後，衡酌金融情勢之變化，引用「聯邦準備法」第 13 條第 3 項授權規定，擴大融通對象至非銀行金融機構，適時發揮「最後貸款者」之功能。此外，Fed 亦擴大合格擔保品之範圍，有助於阻止金融資產價格崩跌，有效降低市場系統性風險。

雖然在金融危機發生時，我國曾採行「擴大附買回操作機制」<sup>13</sup>，

---

<sup>13</sup> 2008 年全球金融海嘯爆發後，我國部分金融機構亦面臨流動性不足之問題，本行乃於 2008 年 9 月 26 日實施「擴大附買回操作機制」，將操作對象擴大至全體證券商及保險公司，並延長操作天期至 180 天，且金融機構若有緊急流動性需求可主動向本行提出申請，藉此協助相關金融機構解決緊急流動性問題。

擴大操作對象及操作期間，其功能近似於前述 Fed 所採取的措施，惟此舉仍屬本行公開市場操作項目之一，並不同於中央銀行法所定義之融通機制。按我國相關法規規定<sup>14</sup>，本行得對「銀行」辦理各項融通，且以在本行業務局設立存款準備金之銀行為限，故僅包含本國銀行、外國銀行在台分行及郵政儲金匯業局，並未賦予本行得擴大融通對象至非銀行金融機構之權力。另有關於短期融通收受擔保品之規定<sup>15</sup>，本行可接受之擔保品種類相對單純，實務上亦多為政府債券及本行定存單等無信用風險之標的。汲取 Fed 因應次貸危機之經驗，未來我國似可考量增修相關法令，賦予央行彈性調整貨幣政策執行對象及標的之權力，以因應金融危機爆發的緊急應變處理需要。惟美國量化寬鬆政策後續引發的資產泡沫問題，顯示上述應變措施似僅為短期治標方法，加強金融監理才是避免金融危機的根本解決之道。

---

<sup>14</sup> 「中央銀行法」第 19 條及「中央銀行對銀行辦理融通作業要點」第 2 點。

<sup>15</sup> 「中央銀行對銀行辦理融通作業要點」第 10 點。

## 參考資料

- 1、Fed 網站 <http://www.federalreserve.gov>
- 2、紐約聯邦準備銀行網站 <http://www.newyorkfed.org/index.html>
- 3、紐約聯邦準備銀行 2014 年 5 月 19~22 日「美國貨幣政策之執行」訓練課程講義。
- 4、謝儀悌 (2014)，「美國準備金制度近期變革及付息政策效果-兼論 Fed 退場機制對超額準備及聯邦資金利率之影響」出國報告書，中央銀行。
- 5、莊維婷 (2013)，瑞士聯合銀行 (UBS)「第 19 屆主權機構外匯存底研討會」出國報告書，中央銀行。
- 6、吳宙達 (2012)，「美國聯邦準備體系之資產買入措施及其成效-兼述貨幣政策工具概況」出國報告書，中央銀行。
- 7、楊馥珉 (2012)，參加美國紐約聯邦準備銀行訓練課程「美國貨幣政策之執行」出國報告，中央銀行。
- 8、張志揚 (2012)，「美國非傳統貨幣政策之採行及其影響」，國際金融參考資料第 63 輯。
- 9、陳啟超 (2011)，「美國因應次貸危機之相關措施及退場機制」出國報告書，中央銀行。
- 10、陶慧恆 (2010)，「美國之穩定金融措施」，全球金融危機專輯 (增訂版)。
- 11、The Federal Open Market Committee, “FOMC Statement and Minutes” The Federal Reserve, 2013/6/19, 2014/1/29, 2014/3/19, 2014/4/30, 2014/6/18.

- 12 、 “Quarterly Report on Federal Reserve Balance Sheet Developments” The Federal Reserve, May 2014.
- 13 、 Michael S. Derby (2014), “Two Fed Officials Suggest Reverse Repos May Need Borrowing Limits, After All” *Wall Street Journal*, June 11.
- 14 、 Simon Kennedy (2014), “Central Banks Eyeing Equities, Traded Funds as Reserves Swell” Bloomberg, June 23.
- 15 、 Ben S. Bernanke (2010), ”Federal Reserve's Exit Strategy” Testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C., February 10.  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20100210a.htm>
- 16 、 Ben S. Bernanke (2010), “The Economic Outlook and Monetary Policy” Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 27.  
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100827a.htm>