

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

# 13 貨幣政策工具與量化寬鬆

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制  
度

我國央行其他貨  
幣政策工具

金融危機與非傳  
統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 1 前言
- 2 公開市場操作
- 3 貼現窗口制度
- 4 法定存款準備制度
- 5 我國央行其他貨幣政策工具
- 6 金融危機與非傳統貨幣政策
- 7 量化寬鬆政策

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 貨幣政策乃是透過操作貨幣政策工具，調控貨幣數量或利率水準，以影響人們的經濟行為，來達到其維持物價穩定和促進經濟成長等之最終目標。
- 一般中央銀行的貨幣政策工具包括公開市場操作、貼現窗口和法定存款準備制度。除了以上三項，我國央行的貨幣政策工具還包括金融機構轉存款與選擇性信用管理。

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 次貸金融風暴後，各國央行不斷引導利率下降，甚至來到零利率下限 (zero lower bound)，幾乎宣告傳統貨幣政策工具的實施已達到極限。
- 在幾近零利率的情況下，央行無法藉由傳統貨幣政策工具降低短期利率，於是採取非傳統貨幣政策的大規模資產購買計畫，即**量化寬鬆** (quantitative easing, QE)，企圖壓低企業和家計部門的融資成本，以刺激就業和產出。

## 公開市場操作

公開市場操作 (open market operation) 是央行經由金融市場買賣票券與債券，改變銀行體系的準備金，以便調控貨幣基數或隔夜拆款利率，可分動態性與防禦性兩種：

- 動態性公開市場操作：央行審時度勢主動執行貨幣政策。
- 防禦性公開市場操作：指當經濟社會發生某些衝擊，央行執行貨幣政策因應，使銀行體系準備金發生變動，為防止上述準備金的變化超出央行的目標範圍，因而採取的公開市場操作。

## 公開市場操作的方式

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 買斷或賣斷交易：當央行預估資金緊俏或寬鬆狀況的期間較長時採用。
- 附買回或附賣回協定：當市場上資金的緊俏或寬鬆狀況屬短期現象時採用。

附買回或附賣回協定是指央行向金融機構買入（賣出）債券或票券時，約定未來某一日期由央行按約定價格重新賣回（買入）該債券或票券。

# 公開市場操作的好處

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 央行主動所以便於操控
- 由於透過買賣票券和債券來操作，在影響銀行體系準備金和貨幣基數的數量上兼具精確與彈性
- 容易反向操作
- 透過市場交易立即影響銀行體系準備金和貨幣基數，所以執行效果快速，沒有時間落差的問題

- 我國央行使用最頻繁的公開市場操作是發行及贖回定期存單
  - 我國央行定期存單餘額於1999年起迅速增加，2000年底為0.56兆，2007年底為3.46兆，到了2018年底已增至7.8兆。
- **沖銷政策：**

在1980年代中期，央行為了將新台幣維持在一個較低的價位，持續買入美元，放出新台幣，使貨幣基數大幅增加。為減緩貨幣基數增加的速度，央行發行定期存單，收回部分的準備金，即為沖銷政策。

- Fed 以公開市場買進賣出國庫券來影響由市場決定的聯邦基金利率 (federal funds rate), 以符合其設定的指標利率。
- 當聯邦基金利率大於指標利率, 表示市場資金緊俏, 則 Fed 買進國庫券, 使金融體系準備金增加, 聯邦基金利率下降至指標利率水準。

## 貼現窗口的功能

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 貼現窗口是金融機構向中央銀行申請融通的機制，它是央行應付危機的一個重要工具，以發揮最終借貸者功能。
  - Fed 在 911 事件發生時，迅速地透過貼現窗口，提供流動性給金融機構。
- 央行的目的是要防止穩健的銀行因缺乏流動性而倒閉，因此在透過貼現窗口提供資金時，會希望這些銀行提供證據，證明它們是安全穩健的銀行。

## 貼現窗口制度的特點

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 需抵押品等機制鑑別申請融通銀行的良窳；
- 產生太大而不能倒的道德危險；
- 向央行重貼現除了利息成本，還有隱含成本，使銀行融通意願下降；
- 借貸與還款由銀行體系主動，央行只能靠貼現率改變誘因。調整貼現率的貼現政策主要是宣示效果，提示未來貨幣政策與利率動向。

# 我國央行的貼現融通政策（一）

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- **重貼現**

銀行可以持有承兌匯票或商業本票等合格票據，向中央銀行申請重貼現。但目前以重貼現方式向央行申請融通的例子較少。

- **短期融通**

銀行可以檢附重貼現所規定的合格票據、政府債券以及央行發行的定期存單，申請短期融通，期限不超過10天。

## 我國央行的貼現融通政策 (二)

- 擔保放款再融通

當銀行承作特定放款或有緊急資金需求時，可以用央行同意的有價證券或存款準備金乙戶為擔保品，申請擔保放款之再融通。該項融通的期限最長不超過360天。

- 當央行調整貼現利率時，不僅可以向外界宣布貨幣政策的走向，也可以引導市場利率。

例如：2008年金融風暴發生後半年內，央行7度降息，寬鬆貨幣政策使得市場長短期利率隨之下降。

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

## 美國央行過去重貼現政策的問題

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- Fed 過去把重貼現率設在低於聯邦基金指標利率的水準。並要求銀行必須嘗試其他方法都借不到資金才能向 Fed 借款。
- 這種極度阻卻銀行向央行拆借的政策，對利率穩定有不利的影響。
  - 當市場有異常的準備金需求，銀行又不願向央行拆借時，聯邦基金利率便會攀升，可能超出 Fed 所設的指標利率水準，反而更不容易管理。

# 美國央行的重貼現政策

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 基本貼現
  - 主要是因應銀行隔夜拆款的需求。
  - 一家銀行如果經營穩健、提出國庫券當抵押品，就可以向 Fed 拆借。且未來銀行仍可以繼續向央行借貸，不會遭到拒絕。
  - Fed 通常將重貼現率定在聯邦基金指標利率加上 1 個百分點。
  - 基本貼現率等於是幫聯邦基金利率設定了一個上限。
- 次級貼現：提供資金給無法從其他銀行借貸，又不符合基本貼現窗口借貸條件的銀行。利率比貼現率高 0.5 個百分點

## 法定存款準備

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 中央銀行依法要求存款貨幣創造機構，按照存款提存一定比例的準備金，以因應支付需求的制度。
- 央行可透過調整法定存款準備率來影響銀行的貸放能力：在既有的存款和準備金數量下，若央行**降低**存款準備率，銀行的超額準備便增加了，也就**提高**了銀行的貸放能力。

## 法定存款準備的缺點

- 準備金制度如同對銀行吸收存款課稅，成為其經營成本，也減弱流動性管理效率之競爭。
- 調整法定準備率影響層面太廣，易造成金融體系不穩定。
- 由於準備金制度的缺點，各國央行日益朝向降低法定存款準備率的方向進行改革。
  - 澳洲、加拿大、紐西蘭、瑞典和英國等已去除法定存款準備制度。
  - 我國央行規定支票存款法定存款準備率已從1999年的15%調降為現今的10.75%；活期存款的法定存款準備率則從13%降為9.775%。

## 法定存款準備金的提存

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 準備金的提存制分為當期制與落後制兩種。若應提準備計算期間，與實際準備的提存期間一致或差異僅數天，則為當期制。
- 我國為當期制，提存期僅落後計算期3天。而美國屬落後制，差異為16天。
- Fed 施行落後制：
  - ▷ 銀行對於流動性管理更加容易，減少了聯邦基金利率的波動。
  - ▷ 有助於央行以聯邦基金利率為指標的貨幣政策的執行。

## 我國央行收受金融機構轉存款

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 央行根據經濟金融情勢，接受金融機構存款的轉存，並以調整轉存率影響貨幣基數的多寡。
- 轉存制度包括郵政儲金轉存款以及銀行轉存款。
- 郵政儲金轉存制度最早是規定郵政儲金全部轉存央行。1992年1月以後，則規定新增郵政儲金可自由轉存各銀行，並購買公債、國庫券及金融債券等。

- 選擇性信用融通：
  - ▷ 以郵政儲金轉存款為資金融通來源，由金融機構申請核撥，以配合政策性放款。
  - ▷ 央行不提供融通資金，但與其它有關部會合作推動並督促金融機構辦理各項專案貸款。
- 選擇性信用管制：
  - ▷ 對金融機構某些業務採取限制措施，以控制資金的流向與流量。
  - ▷ 透過對特定的銀行放款業務項目與量的限制，以抑制投機性的資金需求。如：不動產信用管制、消費者信用管制、貸放比率限制等。

- Fed 在次貸金融風暴時期救市的主要目的，是向金融市場注入流動性，並紓解問題金融機構償債能力不足的信用危機，以使受到嚴重打擊的信貸市場恢復正常運作，提供足夠的資金給家計部門和企業，以維持正常的經濟活動。

## 非傳統貨幣政策

- Fed 的資產負債表開始膨脹，且出現許多非傳統的項目。在2015年達到了4.5兆美元的規模，是2007年底，也就是風暴前的4倍。
- Fed 也持續降低聯邦基金利率的指標利率，在2008年12月 Fed 將目標設在0和0.25%之間，來到零利率下限。
  - 直到2015年12月才將聯邦基金利率的指標提高到0.25%-0.5%，開始了「貨幣政策正常化」。
- 採取大規模資產購買計畫，亦即量化寬鬆的非傳統貨幣政策（例如美國、歐洲、日本和英國的央行）。

# 金融危機時期的非傳統貨幣政策

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 提供金融機構流動性

Fed 提供低於 90 天的短期資金給存款貨幣機構、證券商, 以及貨幣市場共同基金等之金融機構。

- 取代金融市場和金融中介

- 直接購買公債和房地產貸款擔保證券

# 取代金融市場和金融中介

24/46

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- Fed 以無風險的國庫券和私部門金融機構交換有違約風險的有價證券，等於是為金融機構承擔了風險。
- Fed 取代了金融中介以及金融市場的角色，越過商業銀行直接借貸給資金需求者和投資者。
- Fed 直接進入商業本票市場購買商業本票，以提供這些企業短期融資。
- Fed 提供資金給證券化資本市場。

## 直接購買有價證券：第一輪量化寬鬆

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 為了壓低長期利率和房貸利率，Fed 直接購買公債和房地產貸款擔保證券。
- Fed 意圖藉由購買長期公債和房地產貸款擔保證券，降低長期利率，進而影響房貸利率，幫助房地產市場復甦，並促進總體經濟。

# 央行獨立性面臨考驗

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制  
度

我國央行其他貨  
幣政策工具

金融危機與非傳  
統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 在金融危機救市行動中，Fed 配合政府拯救金融業和信貸市場，而這些政治力也將影響到 Fed 日後對抗通貨膨脹的能力。
- Fed 資產負債表上有這麼多直接股權的投資，讓人擔心它可能插手經營私人企業，在未來制定貨幣政策時，可能產生利益衝突的問題。

- Fed 的救市行動所形成的金融安全網，其實鼓勵了金融業採取更高風險的經營方式。
- 金融安全網不僅鼓勵了金融機構採取更高風險的經營方式，在救市行動中所採取的權衡性措施，也已對金融競爭環境造成扭曲。

## 量化寬鬆政策

- Fed 在近七年內實施了三輪的量化寬鬆，和一次扭轉操作 (operation twist)，主要目的是壓低長期利率。
  - QE1: 2008年12月至2010年3月。
  - QE2: 2010年11月至2011年6月。
  - 扭轉操作: 2011年9月至2012年12月。
  - QE3: 2012年9月推出，此政策的實施更顛覆了傳統的貨幣政策操作方式，並有兩項創新。
- Fed 採取量化寬鬆時即表明該政策屬暫時性政策，未來經濟復甦後，將會採取措施使膨脹的資產負債表回復正常規模。

## QE3的兩項創新

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- Fed 宣布 QE3時並未指定購買資產的數量，也未說明計畫結束的時點，而是指出，QE3的實施情況視經濟數據而定（特別是失業率和通膨率相關之數據），且允許購買資產的數量視 Fed 對其達到長期目標的評估而定。
- Fed 在聯邦基金利率的政策上採取**前瞻指引** (forward guidance)，說明未來聯邦基金利率指標區間將如何視經濟情勢而設定，以影響大眾對未來利率的預期。

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 以2012年12月的 FOMC 會議為例。
- Fed 宣布若未來失業率仍高於6.5%，通貨膨脹率不超過2%以上0.5個百分點，且長期通貨膨脹的預期仍溫和，則聯邦基金利率的指標將維持在0至0.25%的區間。此訊息乃在傳達央行將維持幾近零利率的政策，直到經濟情勢有所改善。

## 對前瞻指引的正面意見

- 前瞻指引的效果在於說服人們相信央行對未來貨幣政策的承諾，是一種「預期的管理」。
- 只要長期通貨膨脹的預期仍溫和，便會持續寬鬆政策，意圖傳遞以下訊息：
  - 央行不會坐視未來通膨率過高而不採取行動。
  - 令民衆對通膨不要有過高的預期。
  - 預期未來短期利率將維持接近零利率一段期間。
- 長期利率亦可維持在較低的水準。
- 根據費雪方程式，在名目利率趨近於零的情況下，只要通膨預期仍低，實質利率便可維持在較低的水準，增進人們消費與投資的意願。

## 對前瞻指引的反面意見

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 實質利率下降可能使資金剩餘者不願貸出資金，而不足以延續之前的借貸水準。因此，較低的實質利率反而會緊縮信貸和總合支出，減少經濟產出。
- 前瞻指引具有效果的前提是央行有明確的承諾，但有經濟學家認為 Fed 缺乏明確的溝通和承諾。
  - 以2012年 FOMC 的宣布為例，Fed 並沒有告訴民衆，若未來失業率低於6.5%，或通貨膨脹率高於2%時，它將採取什麼策略。

## 量化寬鬆影響經濟活動的管道 (一)

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- Fed 大規模購買長期公債和房地產貸款擔保證券，降低長期利率，減輕企業和家計單位的利息負擔，刺激投資和消費的支出。
- 長期利率降低可刺激房地產需求，使房地產價格復甦，寬鬆的資金亦刺激股票和債券等金融資產價格上漲，透過拉抬資產價格，產生財富效果，進而刺激需求。

## 量化寬鬆影響經濟活動的管道 (二)

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 壓低美元匯價，而貨幣貶值可刺激出口。
- 提供金融體系準備金，以利銀行的貸放。
- 資產價格上漲有助於提升借款人的抵押品價值，減輕其借貸限制。
- 央行以流動性高的資產（如準備金）買進流動性較低的資產（如長期債券），增加整體經濟的流動性，有助於消費與生產。

## 量化寬鬆對產出的效果

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- QE1降低了10年期公債利率約1個百分點；而量化寬鬆政策加上前瞻指引，降低了失業率約1.25個百分點，提高通膨率約0.5個百分點，然而此研究仍具有不確定性。
- 從資料看來，美國在實施量化寬鬆政策期間，實質經濟成長仍微弱，平均約2.25%；相較於沒有QE的時代，通貨膨脹率幾乎沒有改變。
- QE2對GDP成長率的貢獻不到0.33個百分點，對通膨的影響更是微乎其微。



- Fed 持有大量的有價證券，以及維持長時間的低利率，可能對金融穩定帶來風險。
- Fed 因為持有大量的有價證券而得到高額の利息收入，大部分都提撥給財政部，未來將會終止，可能對財政造成影響。
- 實施貨幣正常化的困難度極大。

## 量化寬鬆對通膨的影響

- Fed 量化寬鬆政策並未造成立即的通膨，直至 2016 年初，美國也仍未有通貨膨脹的隱憂。
- 一般貨幣理論考慮的央行增加貨幣供給是一次性的永久增加；執行量化寬鬆政策時，Fed 宣布這是個動態且暫時性的政策，會在日後經濟復甦時收回增加的資金。
- 量化寬鬆政策執行後，銀行持有的超額準備金暴增，貨幣基數增加並未造成 M2 大幅增加，貨幣乘數則是大幅下降，這顯示貨幣創造的機制相當微弱。

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

圖13.1 美國一般商業銀行的存款準備



# 圖13.2 美國的貨幣基數和 M2

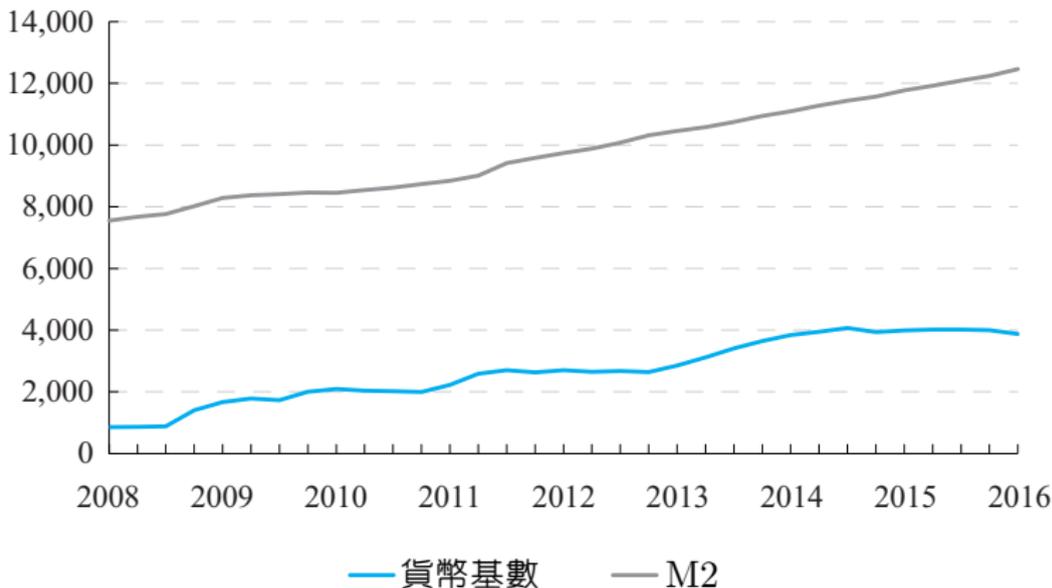
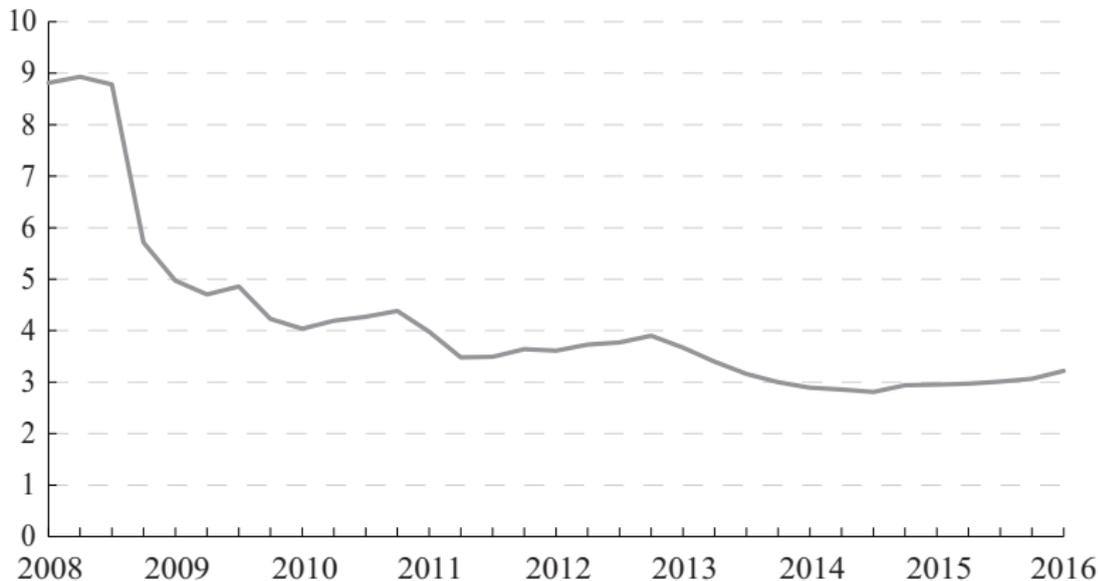


圖13.3 美國的 M2貨幣乘數



## 銀行準備金暴增

- 2007年12月到2014年12月間，銀行準備金占 Fed 負債的比例由0.5%增至52.9%；附賣回協定在2014年占 Fed 負債的比例為11.3%。
- Fed 執行救市政策向金融機構購買資產，使 Fed 資產增加，銀行的準備金也提高了。
- 由於金融市場與總體經濟的衰退，銀行認為放款將蒙受更高的倒帳風險，因而傾向持有較多的超額準備。
- 然而，短期利率開始上升時，大量的超額準備可能透過各種管道，轉變成市面上的游資，可能點燃通貨膨脹預期。

- Fed 也是借短貸長的金融機構，它的負債都極為短期，但資產的期限卻在實施量化寬鬆政策之後增加。
- 2012年底 Fed 資產的平均到期期限是 10.4 年，並且仍在持續增加。
- 未來的利率水準將會走高，若利率上揚時，Fed 的期限錯配仍然嚴重，可能蒙受損失。

## 對量化寬鬆政策的省思（一）

44/46

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 這次金融危機起源於金融體質的脆弱。
- 銀行有意削減放款以避免償債能力不足，低利率政策無法刺激金融機構增加放款。
- 許多銀行仍在修補資產負債表。
- 貨幣政策有分配效果：
  - 當寬鬆資金造成信貸擴張，資本與勞力會過度集中在某些部門。
  - 當信用緊縮時，使得某些部門得不到足夠的資源，造成失業率高居不下。
- 低利率或低估的匯率可能使企業推遲必要的改革和創新，市場亦無法淘汰無效率的廠商。

## 對量化寬鬆政策的省思（二）

45/46

前言

公開市場操作

貼現窗口制度

法定存款準備制度

我國央行其他貨幣政策工具

金融危機與非傳統貨幣政策

量化寬鬆政策

- 寬鬆貨幣政策，會影響資產的價格並提高槓桿率。長期的低利率政策易隱藏資產負債表的漏洞、降低銀行的收益能力，亦間接鼓勵銀行採取高風險的投資以換取高收益。
- 美國的低利率環境促使資金湧入新興經濟體，亦讓新興國家難以維持國內物價穩定。
- 央行僅以延長寬鬆貨幣政策的年限刺激經濟，會損及其可信度並降低政策的有效性。
- 一旦央行終止寬鬆的貨幣政策，將對金融市場造成衝擊。

## 貨幣政策正常化

- 聯準會的傳統貨幣政策的操作，是透過影響銀行體系的準備金，以達到聯邦基金利率的指標。
- Fed 資產負債表規模在2015年時達到了4.5兆美元，其中銀行準備金更高達50%以上，使傳統貨幣政策的機制無法操作或甚難預測。
- 2014年時估計2015年至2025年間，Fed 約有3.2兆美元的債券本金的回收，當債券到期，Fed 資產負債表規模將縮減。然而，2017年初的 FOMC 會後聲明表示，債券本金將繼續投資有價證券。