



退場策略：關鍵在於調升聯邦基金利率， 超額準備未必需要抽乾

理性的投資人多數同意，聯邦基金利率維持在零以及銀行體系充斥著近 8,000 億美元的超額準備，這兩者都是無法長期維繫的。雖然多數人--儘管是規模較小的多數--為聯準會策劃出這種結果以消除通縮浩劫的「極端風險」(fat tail risk, 指極端事件出現的風險異常高)而歡呼，但大家還是認為零利率與超額準備充斥的情況無法持久。

輿論一面倒認為，一旦通縮的「極端」已切斷並銷毀(借用科林·鮑威爾就美國從科威特操控伊拉克局勢之策略的著名說法)，聯準會超乎尋常的寬鬆政策即必須退場，央行得調升聯邦基金利率並抽乾銀行體系的超額準備。此一退場論的要點難以駁斥，因為它基本上是對的！

但我必須承認，對於那麼多評論者一再強調聯準會抽乾超額準備的重要性，彷彿這是調升聯邦基金利率的必要條件，我非常不解。**事實並非如此**。沒錯，以前的確是這樣，但那是在美國國會 2008 年秋賦予聯準會對銀行準備金支付利息的法定權力前。在此之前，聯準會若要維持聯邦基金利率在有意義的正數水準，唯一的辦法是根據銀行體系的準備需求(基本上即法定準備要求)，相對收緊準備金的供給。

本文翻譯自 2009 年 6 月份出版之 Global Central Bank Focus，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓
Tel : (02) 2502-8889
Fax : (02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
96 金管投信新字第 020 號



在這種情況下，超額準備若過多，聯邦基金利率將跌至聯準會的目標水準之下，因為準備過剩的銀行將願意以這種低利率將資金拆借出去，這樣總好過任由資金留在央行帳戶中，什麼利息都賺不到。但現在情況不同了，因為聯準會會對銀行的超額準備支付利息(目前利率為 0.25%，即聯邦基金利率目標區間 0% ~ 0.25% 的上限)。因此，準備過剩的銀行已沒有理由以顯著低於聯準會支付的利率將資金拆借出去，業者只需要將超額準備留在央行帳戶中收息即可。在此情況下，儘管銀行體系中有龐大的超額準備，聯準會對超額準備所支付的利率已成為聯邦基金利率的大致下限。因此，如今只要調高對超額準備支付的利率，即使央行大幅膨脹的資產負債表尚未收縮，聯準會仍有能力強制推高聯邦基金利率目標水準。

當前的現實

2008 年冬將聯邦基金利率目標降至 0% ~ 0.25% 後，聯準會已不再需要「維持銀行準備部位的壓力」--按聯準會的術語就是這麼講。聯準會因此可視需要隨意擴大其資產負債表：央行對外放款或購入資產--即聯準會主席柏南克所稱的「信貸寬鬆」(Credit Easing)¹ 操作，央行的資產規模因此膨脹，由此衍生的準備已不再需要「沖銷」。

事實上，聯準會亦充分利用此一自由，其資產負債規模相對於去年夏天實際上已擴大一倍，銀行體系龐大的超額準備亦由此而生。這並不是一個「難題」，因為聯準會實際上正是希望聯邦基金利率維持在接近零的水準--這是央行的目標！

本文翻譯自 2009 年 6 月份出版之 Global Central Bank Focus，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓
Tel : (02) 2502-8889
Fax : (02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
96 金管投信新字第 020 號



我得趕緊補充：聯準會並未就銀行體系中的超額準備規模設定目標，這一點柏南克主席已大力強調。部分人士呼籲聯準會設定這樣的目標，以便央行的作為有一個(貨幣上的)評鑑基準，但柏南克拒絕了這種要求。在聯準會的資產負債表上，銀行的超額準備是央行的一項債務，其狀況取決於央行在資產的那一邊如何操作。換個更學究式的說法，超額準備的規模是「信貸寬鬆」的結果，而不是一個外在的目標數額--後者是日本本世紀初推行量化寬鬆政策時的情況。柏南克主席已大力強調此中差別，因此我們最好看一下他的原文：²

信貸寬鬆(Credit Easing)vs. 量化寬鬆(Quantitative Easing)

聯準會支持信貸市場的方式，概念上跟日本央行2001至2006年間的量化寬鬆政策是不同的。我們的做法可稱為「信貸寬鬆」，跟量化寬鬆有一個類似之處：央行的資產負債表會隨著政策的施行而膨脹。不過，在純粹的量化寬鬆政策下，政策焦點是銀行準備(央行的一項債務)之數量，央行資產中的放款與證券是怎樣一種情況，取決於前者。事實上，雖然日本央行推行量化寬鬆期間政策舉措相當多樣，其整體政策立場仍主要以央行設定的銀行準備目標為衡量基準。

相對來說，聯準會的信貸寬鬆政策聚焦於央行持有什麼樣的放款與證券，以及央行持有這些資產對民眾與企業的信貸狀況有何影響。這種差別並不是因為我們跟日本在這方面有學理上的歧見，而是因為美、日這兩段時期金融與經濟狀況大不相同。尤其顯著的是，相對於日本試行量化寬鬆時期的情況，美國現今的信用價

本文翻譯自2009年6月份出版之Global Central Bank Focus，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司
台北市復興北路378號5、6、7樓及9樓
Tel：(02) 2502-8889
Fax：(02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
96 金管投信新字第020號



差(credit spreads)寬得多，而信貸市場運作不順的程度亦嚴重得多。在此情況下，為刺激經濟總合需求，聯準會的政策必須集中著力於縮減信用價差，同時改善民間信貸市場的運作。

信貸寬鬆政策能產生怎樣的刺激效果，基本上取決於聯準會推行怎樣的放款計劃以及購買哪一些證券。當市場像目前這樣，流動性不足，而且民間的套利機制因資產負債表或其他因素而未能正常運作時，央行買進 1 元的長期證券/債券對金融市場與經濟的影響，跟向銀行業者放款 1 元是不同的，而後者的作用，跟放款 1 元以支持商業票券市場也是不同的。

因為各種放款的效果各有不同，聯準會在當前局面下的政策立場很難像量化寬鬆政策那樣，以某個數字簡單概括，譬如超額準備的數量或是基礎貨幣的規模。此外，民間動用多少聯準會信貸，基本上視借款人的需求而定，因此市場環境惡化時會增加，市場環境好轉時則減少。因此，倘若聯準會仿效量化寬鬆政策的做法，對央行的資產負債規模設定某個目標，效果將適得其反：當市場環境惡化時，央行反而將被迫收緊放款的條件與規模，反之亦然。

因缺少一個簡易的概括指標或政策目標，聯準會面對一個重大的溝通困難。為盡量減少市場的不確定性並爭取最大的政策效果，聯準會將致力提高政策透明度，盡其所能為公眾提供以下資訊：央行資產負債之運用與未來規劃，以及相關決策之制定基準。

好的好的，我知道許多讀者看到這裡已目光呆滯，受不了我(以及柏

本文翻譯自 2009 年 6 月份出版之 *Global Central Bank Focus*，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓
Tel : (02) 2502-8889
Fax : (02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
96 金管投信新字第 020 號



先生)的學究氣。非常抱歉，但理解上述內容真的、真的很重要，因為現在人們到處疾呼聯準會制定退場策略，確保央行創造出來的龐大超額準備將來能順利消除，彷彿這些準備必將(最終)重燃通膨野火似的。但事實並非如此。

是的，我知道我們年青時的課本以貨幣乘數為核心概念，強調在銀行創造信貸的過程中，聯準會創造準備跟銀行業者創造存款(即貨幣存量)的能力之間的關係。我還記得，我肯定部分讀者也記得，課本中的那些「T 帳戶」，我們在藍色(抑或黃色?)的考卷中得依樣畫葫蘆複製出來。「故事」是關於聯準會可以如何「擴大貨幣供給」：央行創造準備，銀行業者據此創造出數以倍計的銀行放款，因此也就創造了銀行存款，而存款基本上就是貨幣供給。

但世界其實並不是這麼運作的，雖然上述答案在考試中可以為你取得 A 級成績(據我所知，現在可能仍是這樣)。實際情況是：央行制訂聯邦基金利率的目標水準，然後視情況調整準備規模以確保聯邦基金利率維持在目標水準，藉此利率影響銀行業者以及資本市場的信貸需求。

沒錯，我們目前正處於非常時期，聯準會實際上將聯邦基金利率控制在零。但這並未激發強勁的信貸需求，或換個說法，這並未促使銀行業者放鬆貸款條件以刺激信貸需求。實際情況很可能是，借方不太想借錢，貸方也不太想放款。

因此，我們可以明確指出，聯邦基金利率雖然接近零，但目前並未

本文翻譯自 2009 年 6 月份出版之 Global Central Bank Focus，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓
Tel : (02) 2502-8889
Fax : (02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
96 金管投信新字第 020 號



促使總合需求勁增、以至經濟產能緊繃到足以造成通膨壓力的程度。而聯準會的「信貸寬鬆」措施亦並未造成這種效果；這些措施是造成銀行體系超額準備暴增的最直接原因。沒錯，假以時日，接近零的聯邦基金利率理論上可重燃借貸雙方的借貸意欲。事實上這正是聯準會的目標。而一旦聯準會得償所願，聯邦基金利率將得調高以緩和信貸需求，以免經濟過熱。

但目前我最不擔心的就是經濟過熱，相信聯準會也是這樣。經濟過熱意味著太多的閒置資源--勞工與工業產能--太快恢復生產，目前擔心這種風險實在是過慮了。事實上，如果這真是我們目前的首要憂慮，那可真是好事呢！但事實並非如此，而且根據聯準會的估計，經濟過熱還是非常遙遠的事。因此，目前就念念不忘聯準會的零利率政策是否有萬全的退場之計，實在、實在是為時過早。

對銀行體系中的龐大超額準備擔心不已同樣是杞人憂天。即使銀行體系充斥鉅額的超額準備，聯準會仍有能力推高聯邦基金利率，因為央行現在已擁有對這些準備支付利息的法定權力。

當然，流動資金過剩的機構並不是全部都能將資金交給聯準會，以賺取央行對超過準備支付的利息。此外，聯準會擁有此一權力的時間尚短，期間聯邦基金利率實際水準有時會跌至聯準會的目標水準下方，因為手頭資金過剩的金融機構在隔夜拆款市場接受很低的利率，務求將浮濫的頭寸拆出去。但如紐約聯邦準備銀行總裁比爾·杜德利(Bill Dudley)指出³，這種發生在市場壓力劇增時的狀況，很可能是因為銀行業者不願動用寶貴的資產負債餘裕進行套利操作，

本文翻譯自 2009 年 6 月份出版之 Global Central Bank Focus，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓
Tel : (02) 2502-8889
Fax : (02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
96 金管投信新字第 020 號



將聯邦基金利率實際水準推升至聯準會支付業者的水準(以較低的利率在市場借入資金，然後將資金存進業者在央行的帳戶，賺取央行支付的較高利率)。

快轉至(遙遠的)未來

當聯準會調升聯邦基金利率目標的時機成熟時，銀行體系的體質按道理應已顯著改善，銀行業者不會對沒有風險的套利機會坐視不理。因此，即使銀行體系中仍充斥鉅額的過剩準備，聯準會仍能緊縮貨幣政策 -- 調升利率！沒錯，正如柏南克主席所言，我們的確可以指望超額準備屆時已顯著減少，而這並非因為聯準會特意追求這種結果，而是因為央行信貸寬鬆措施的規模將自然隨著需求減少而收縮。

但因為信貸寬鬆措施已導致央行直接持有大量 -- 可能將是非常大量 -- 的機構房貸擔保證券(Agency MBS)及機構債券，以及數額少一些的美國長期公債，當聯準會真的到了必須調高聯邦基金利率時，銀行體系中很可能仍有非常多的超額準備。理論上，聯準會可以「抽乾這些準備」，可用的方法很多，例如可以賣斷這些證券、透過回購協議暫時賣出這些證券、取得發行付息票券的法定權力，或是讓財政部發行票券，然後增加在聯準會的存款。

這些政策工具柏南克主席和他的幾位同事均已談論過，他們要強調的是，央行該退場時，可用的門是完全足夠的。事實上也是這樣，雖然調升聯邦基金利率最乾淨俐落的辦法，其實不過是調高聯準會

本文翻譯自 2009 年 6 月份出版之 Global Central Bank Focus，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓
Tel : (02) 2502-8889
Fax : (02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
96 金管投信新字第 020 號



對超額準備支付的利率。

在我看來，聯準會掌握的其他政策工具，其實有比推高聯邦基金利率更重要的用途。如果聯準會調高對超額準備支付的利率之餘，搭配這些政策工具，此一政策「套裝」將對市場發出明確的強烈訊息：聯準會正結束其半財政政策性質的緊急措施；而這亦將非常有力地重申聯準會在貨幣政策上的自主性。這是值得大書特書、大書特書的事，雖然聯準會技術上其實有能力在央行資產負債表仍膨脹--亦即是銀行體系仍充斥大量超額準備--的情況下逕自推高聯邦基金利率。

升息時機

那麼，這一切將於何時發生呢？市場上週開始議論 2009 年底之前的可能性。我覺得這真是好傻好天真。就消除通縮浩劫的「極端風險」而言，執行時大膽一些並非罪過，耐心等到時機成熟才宣佈勝利更是美德。聯準會已勇敢採取斷然措施，而且正堅定地耐心等待勝果。好極了！那麼聯準會首次升息將在何時？我想不會是在 2011 年前。

保羅·麥克里(Paul A. McCulley)

執行董事

2009 年 6 月 15 日

mcculley@pimco.com

本文翻譯自 2009 年 6 月份出版之 *Global Central Bank Focus*，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司

台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓

Tel : (02) 2502-8889

Fax : (02) 2502-1288

<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理

96 金管投信新字第 020 號



1. Ben Bernanke, "The Crisis and the Policy Response,"
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>
2. 同上。
3. William Dudley, "A Preliminary Assessment of the TALF,"
<http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2009/dud090604.html>

*本文翻譯自 2009 年 6 月份出版之 **Global Central Bank Focus**，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。*

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓
Tel : (02) 2502-8889
Fax : (02) 2502-1288
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理
96 金管投信新字第 020 號