

## 出國報告（出國類別：實習）

# 參加「央行法務人員（Central Bank Lawyer）」訓練課程及參訪相關機構

服務機關：中央銀行

姓名職稱：江子維四等專員

派赴國家/地區：美國/紐約

出國期間：113年10月26日至11月2日

報告日期：114年01月22日

## 摘要

紐約聯邦準備銀行為增進各國央行與該行之交流合作，爰舉辦央行人員訓練課程；其中 113 年「央行法務人員（Central Bank Lawyer）」訓練課程及活動，訂於 10 月 27 日至 29 日舉行。為參加上開訓練課程以增進與紐約聯邦準備銀行等外國央行法務人員之交流，並借鏡各國央行法務發展趨勢，回饋於本行法務工作，本人爰奉派赴美參訓。

另為充分運用赴美參訓機會，爰順道安排參訪紐約當地銀行，就附買回交易之實務作業及相關法規之進展等議題進行訪談與交流，行程充實、收穫頗豐。

## 目錄

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 壹、前言 .....                   | 1  |
| 一、目的 .....                   | 1  |
| 二、過程 .....                   | 1  |
| 貳、紐約聯邦準備銀行及其法務部門簡介.....      | 2  |
| 參、主要課程內容.....                | 4  |
| 一、央行法律架構 .....               | 5  |
| 二、央行涉訟之重要類型 .....            | 8  |
| 三、央行對提供第三方服務者之監理及執法架構.....   | 10 |
| 四、跨境流動性機制 .....              | 16 |
| 五、其他重要議題摘述 .....             | 19 |
| 肆、參訪情形說明—對附買回交易相關議題之研討 ..... | 22 |
| 一、附買回交易概述 .....              | 23 |
| 二、應值關注之相關議題 .....            | 25 |
| 伍、心得及建議.....                 | 31 |

## 壹、前言

### 一、目的

紐約聯邦準備銀行（Federal Reserve Bank of New York, NY FED）定期舉辦提供各國央行人員參加之訓練課程及研討會，以促進各國央行之資訊交流，並強化各國央行間之業務聯繫，俾使該行以更完善之方式履行職責。

本次該行舉辦「央行法務人員（Central Bank Lawyer）」訓練課程，主要涉及央行法律架構、央行涉訟之重要類型、央行對提供第三方服務者之監理及執法架構、經營政府部門間關係、跨境流動性機制、央行對外溝通及教育、央行融通及擔保實務，及人工智慧與央行法律風險管理等豐富內容；亦有由 NY FED 總裁 John C. Williams 與 Nasdaq 執行長 Adena T. Friedman（自 2018 年起亦為 NY FED 之 B 類董事）對談之課程。由於課程之形式多元，不同講座及與談人之呈現風格各異，對瞭解各國央行法務運作之實際情況及所面臨之新興議題，頗有助益。本次選派由職參加，期能透過課程掌握 NY FED 及各國央行法務議題趨勢，並借鏡各國央行之法務應處措施，以利完善本行法制工作。

此外為深入瞭解「跨境流動性機制」課程內容及附買回交易（Repo 交易）實際運作之相關機制，故另以 Repo 交易及相關法規動態為主軸，安排參訪法國東方匯理銀行（Crédit Agricole, CIB）之投資交易部門及富國銀行（Wells Fargo）之法務部門，分別就各該在紐約聯行之附買回交易（Repo）業務及法務事項訪談並交換意見，以增進對該等議題在實務及法務上之理解，俾供日後參考。

### 二、過程

本出國計畫始自 113 年（以下同）10 月 26 日搭機離境，迄至 11 月 2 日搭機入境為止；8 天 7 夜之行程及參訪機構如下（均在美國紐約市境內）：

- （一） 紐約聯邦準備銀行（NY FED）：參加央行法務人員訓練課程並與各國央行法務人員進行交流；

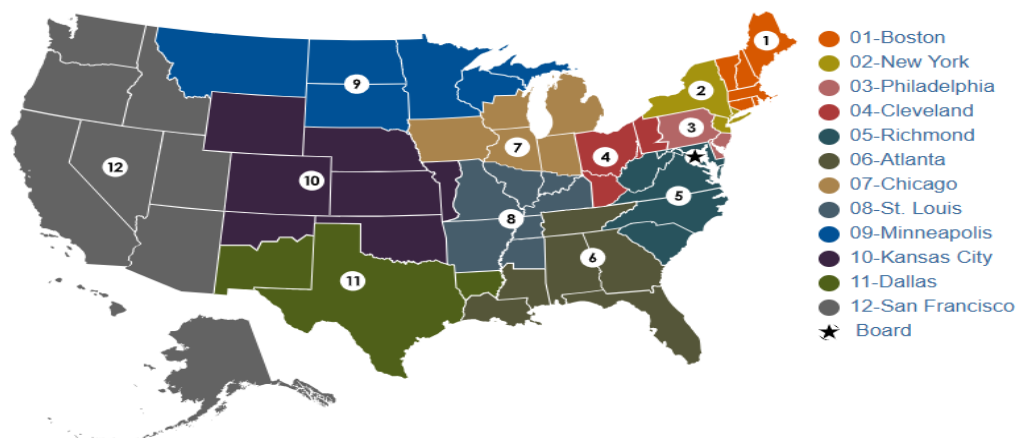
- (二) 法國東方匯理銀行紐約辦公室 (Crédit Agricole, CIB)：安排參訪投資交易部門，瞭解該行對美國利率策略及經濟走勢之分析預判；就操作 Repo 及其他固定收益產品之交易實務訪談交流；
- (三) 富國銀行紐約辦公室 (Wells Fargo)：安排參訪法務部門及交易室，瞭解該行法務部門之運作、分工及發展方向；就 Repo 交易法律實務及近期美國主管機關法規動態訪談交流。

## 貳、紐約聯邦準備銀行及其法務部門簡介

美國依據「聯邦準備法」(Federal Reserve Act) 設立聯邦準備體系，理事會可要求 12 家區域準備銀行或準備制度之會員銀行提交報告或檢查其帳目，並決定區域準備銀行適用之一致政策；另 12 家區域準備銀行監督轄區內之金融情況並採取區域金融穩定措施；至聯邦公開市場委員會 (Federal Open Market Committee, FOMC) 則掌管貨幣政策之擬定，以達成充分就業、穩定物價及調節長期利率之法定目標<sup>1</sup>。

(圖 1：各區域準備銀行之轄區及其所在城市)

The Twelve Federal Reserve Districts  
Federal Reserve Banks



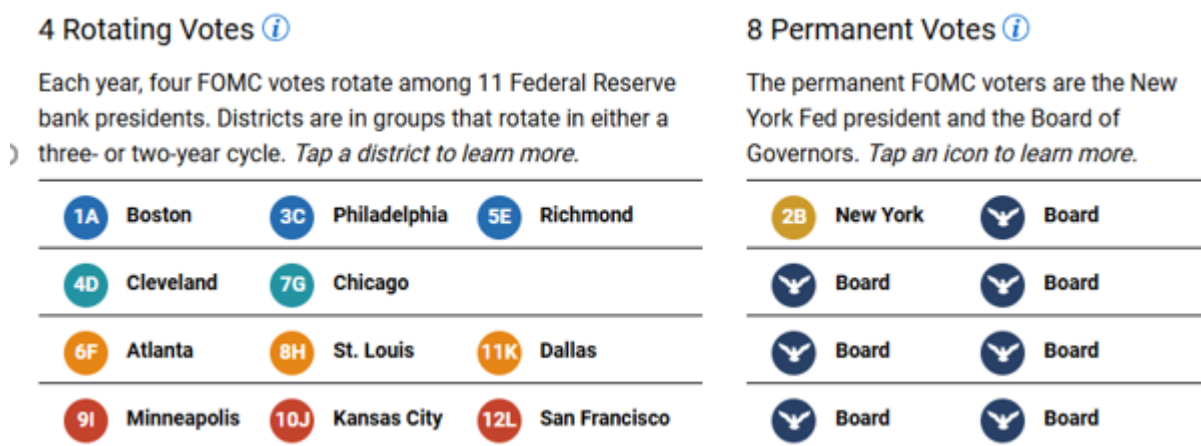
The Federal Reserve officially identifies Districts by number and Reserve Bank city.

In the 12th District, the Seattle Branch serves Alaska, and the San Francisco Bank serves Hawaii. The System serves commonwealths and territories as follows: the New York Bank serves the Commonwealth of Puerto Rico and the U.S. Virgin Islands; the San Francisco Bank serves American Samoa, Guam, and the Commonwealth of the Northern Mariana Islands. The Board of Governors revised the branch boundaries of the System in February 1996.

(資料來源：<https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/federal-reserve-system.htm>, 最後瀏覽日期：113 年 11 月 27 日)

<sup>1</sup> 可參見「聯邦準備法」第 2A 條；《各國中央銀行法選輯 (2013 年版) (上冊)》，頁 17，中央銀行法務室。

其中紐約聯邦準備銀行（以下簡稱「NY FED」）是最特殊之區域聯邦準備銀行，其經選定執行聯邦公開市場委員會（以下簡稱「FOMC」）之公開市場操作政策，並肩負管理各國央行寄存之黃金儲備等資產。因此 NY FED 之總裁（現由第一副總裁代之）是 FOMC 之當然成員，可持續影響 FOMC 決策；無須如同其他區域準備銀行之總裁，輪值擔任 FOMC 成員。（圖 2：FOMC 固定成員及輪值成員之說明）



（資料來源：St. Louis 準備銀行官網 <https://www.stlouisfed.org/open-vault/2022/nov/fomc-voting-rotation-explained>，最後瀏覽日期：113 年 11 月 27 日）

NY FED 之法務部門，旨在確保該行業務遵循法令且僅承擔合適之法律風險，以使該行於法令框架內盡可能實現對美國經濟之最大貢獻；其可依職能細分為下列 5 個團隊<sup>2</sup>：

- 一、職司「銀行申請」之團隊：針對聯邦準備體系對國內外銀行組織之相關監理事項，提供法律建議，並透過推廣教育增進區域準備銀行或外國銀行等機構或銀行組織對美國銀行業應遵循法令規範之瞭解。
- 二、職司「法令遵循」之團隊：負責辨識、評估及處理未能遵循 NY FED 行為準則等內部政策或規章、反洗錢及美國經濟制裁規範之情事，與存在詐欺及交易操作等法律風險<sup>3</sup>。另設立「道德辦公室」處理員工潛在之利益衝突等道德風紀事項。

<sup>2</sup> 可參閱 2023 年介紹 NY FED 法務部門之手冊，資料來源：<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/careers/2023-Legal-Group-Brochure>（最後瀏覽日期：113 年 11 月 27 日）。

<sup>3</sup> 另經請教 NY FED 人員有關該行與美國其他政府機關如何協作之經驗時，其答復之下列內容亦可參考：執行制裁時，NY FED 通常與美國財政部、外交單位均保持密切聯繫，由各單位代表之聯席會議，審

- 三、職司「團隊運作及策略」之團隊：其中，「業務運作及策略」小組負責與 NY FED 內部利害關係人協調，確保各項業務運作符合法令；另「GOAS 最佳化服務小組」則負責整個法務部門獲取資料、使用及管理資料之規範與優化作業；至「風險管理及應變計畫小組」則負責強化 NY FED 應對突發事件造成之法律風險管理流程。
- 四、職司「法務」之團隊：「銀行監理、市場及金融服務」小組負責 NY FED 訂立規定或立法事務之分析，並提供監理事項之法律意見；另「執行、爭訟、調查、企業事務、科技及契約」小組，則就 NY FED 簽訂契約等文件至爭訟、執行等程序，提供法律支援服務。
- 五、職司「紀錄管理」之團隊：負責管理 NY FED 之文書紀錄及資訊，使相關文書紀錄及資訊符合規定並具備完整法律效力。

NY FED 法務部門之運作分工，係以履行之法務職能作為分工之依據，與本行法務部門以對應處理之業務進行分工運作，顯有不同。另外 NY FED 同仁均須加入地方律師公會，或有執行公益法律服務一事，亦與我國律師法第 18 條規定擔任特定臨時性公務員職務者應退出律師公會之規定有別<sup>4</sup>。為瞭解及參考該行與本行不同運作分工之長處，並回饋於本行法務工作，似可透過 NY FED 發布之法務資訊及舉辦之研討交流，持續關注該行法務團隊之運作發展。

### 參、主要課程內容

本次「央行法務人員」訓練課程為 10 月 28 日至 29 日之兩天全日研討會；多數課程由 NY FED 法務人員主持，並由各國央行法務代表與談；亦有由 NY FED 總裁等資深央行人員或各國央行法務主管對談之講座，涉及

---

酌美國政府所能掌握之所有資料後，進行最終決策；依其經驗，決策並無任何一個單位居於主導地位。

<sup>4</sup> 另經請教 NY FED 人員有關該行辦理無償社區法律服務經驗，其答復之下列內容亦可參考：於 NY FED 服務之法務人員，均須具備律師執照並加入地方公會；此項無償社區法律服務，係由各法務同仁自願且以自身名義對外提供。對外提供之無償社區服務與 NY FED 職責設有利益衝突檢核機制，但尚無違反該機制之前例；律師法第 18 條第 1 項第 3 款規定：「律師有下列情形之一者，應於事實發生之日起一個月內，向律師公會申請退會。未主動申請退會者，律師公會應除去其會員資格……三、擔任中央或地方機關特定臨時職務以外之公務員。但擔任公職律師或其他法律有特別規定者，不在此限。」

法務人員與其他央行專業人員互動，或央行法務人員職涯發展等廣泛議題。  
茲摘要報告主要課程內容如下：

### 一、央行法律架構<sup>5</sup>

本課程主要簡介美國聯邦準備體系、瑞典央行以及辛巴威央行之法律架構與任務目標，並說明如何確保央行獨立性等內容：

#### (一) 美國聯邦準備體系

美國聯邦準備體系由「聯邦準備法」規定作為骨幹<sup>6</sup>；其主要運作機制，乃由 7 位理事加上 5 位區域聯邦準備銀行總裁組成之**聯邦公開市場委員會** (FOMC) 制定貨幣政策；由 7 位理事組成之**理事會**主導準備系統之業務運作，以及透過 **12 家區域聯邦準備銀行**監管金融機構、擔任最後融通者並提供支付系統服務。

(圖 3：美國聯邦準備體系主要機構及其職能)



(資料來源：課程講義)

NY FED 代表說明：「聯邦準備法」第 10 條雖明定理事之 14 年任期作為聯邦準備體系獨立性之基石，然而持續且適時向公眾、國會報告等透

<sup>5</sup> 由 NY FED 副總法律顧問 Katherine Steele Landy、辛巴威準備銀行總法律顧問 Webster Madera、瑞典央行資深法律顧問 Elsa Themner 及 NY FED 助理總法律顧問 Jannifer Spain 簡報與談。

<sup>6</sup> 「聯邦準備法」中譯文，可參考《各國中央銀行法選輯 (2013 年版) (上冊)》，頁 1 至 294，中央銀行法務室；與聯邦準備系統架構及其獨立性較有關者，可優先參閱第 2A 條 (貨幣政策之目標)、第 2B 條 (出席國會及提交報告)；第 3 條、第 4 條與第 13 條 (分行及聯邦準備銀行與聯邦準備銀行之權力)；第 10 條及第 11 條 (聯準會及聯準會之權力)；第 12A 條 (聯邦公開市場委員會) 等條文。



明、公開作為，才是公眾信任並尊重準備銀行獨立性之要素，例如：FOMC 於會議後 3 週主動公開會議紀要或進行前瞻式指引、NY FED 總裁於電視節目親自說明政策、出版金融漫畫、將員工工作報告上網公開等實踐作為，均有助於增進公眾對準備銀行業務運作之理解及信任。另準備銀行間定期之總法律顧問會議，亦可確保各準備銀行一致之法制實踐。

## （二）瑞典央行

瑞典央行係國會因應銀行倒閉事件後，於 1668 年設立；於 1931 年採納穩定物價為目標，為第一個明定此目標之央行。瑞典於 1995 年加入歐盟後，基於歐盟條約之要求，確立央行獨立於政治且不得向政府融通之特性。瑞典國會為強化央行之獨立性並明確其任務目標，於 2023 年修正瑞典央行法；其修正要旨如下<sup>7</sup>：

- 1、明定瑞典央行之任務目標為「永久性地維持低且穩定之通貨膨脹」（原僅規定「維持物價穩定」）；通貨膨脹目標須由該行提報國會通過。
- 2、瑞典央行一併考慮發展生產及就業等實體經濟等因素後，應獨立決定貨幣政策措施；擬從事政府證券以外之資產交易時，應具備特殊理由。
- 3、瑞典央行應持續監視總體經濟及金融市場之發展並進行研究分析，包含氣候變遷等影響永續經濟發展之因素。
- 4、明定瑞典央行應向國會金融委員會及公眾提交資訊，並加強國會經濟委員會、國家審計辦公室及瑞典央行理事會對該行之監督。
- 5、明定常務理事會成員任期為 5 至 6 年，且可續（再）任 1 次；其中之 1 人由理事會指定為總裁。

瑞典央行代表並稱：為促進公眾對瑞典央行業務之理解以便建立公眾信任，該行聘請語言專家確保各項對外文件是以平易近人之用字遣詞撰寫，甚至將文件佐以適當之圖像（畫）呈現。此一做法值得留意。

---

<sup>7</sup> 可參閱瑞典央行針對 2023 年瑞典央行法修正內容之說明，資料來源：<https://www.riksbank.se/globalassets/media/rapporter/ppr/fordjupningar/engelska/2023/230209/the-new-riksbank-act-and-the-monetary-policy-framework-article-in-monetary-policy-report-february-2023.pdf>（最後瀏覽時間 113 年 11 月 14 日）；瑞典代表於課程時說明 2023 年瑞典央行法之修正重點，在於將央行應透明公開之作為、應對大型金融危機之行動入法，並強調央行在支付領域之職能規範，可一併參考。

### (三) 辛巴威央行

辛巴威依憲法建立央行，憲法中已明定央行「管理貨幣系統」、「為平衡且永續經濟成長之利益，保護辛巴威貨幣」及「制定貨幣政策」之職能。

辛巴威準備銀行法則明定該行之任務目標為「達成並維持物價及金融系統之穩定，以強化永續包容之經濟成長」，並明確該行之具體職能為：(1)管理辛巴威之貨幣系統；(2)透過增加辛巴威金融系統之流動性、清償能力、穩定性及適當運作，以達成並維持辛巴威金融部門之穩定；(3)監督銀行機構；(4)促進支付系統之順利運作；(5)制定並執行辛巴威之貨幣政策；及(6)作為國家之財政代理人、國庫及金融建言者。

該行應獨立履行上述職能，不得接受任何人或其他政府當局或機關之指示或控制。為確保此項獨立性獲得實現，辛巴威央行並採取下列做法：

- 1、貨幣政策委員會獨立決定貨幣政策，雖可諮詢政府意見但其決策無須獲得政府同意。
- 2、理事會監督銀行之管理、營運，並實施相應政策；理事會之查核及監視委員會，負責核閱銀行內部控制及法令遵循情形等金融情況報告。
- 3、辛巴威央行須自籌財源，可自行決定預算、盈餘應如何使用。
- 4、總裁及副總裁，得由總統決定不超過 5 年之任期後任命；僅得基於其身心失能或被司法定罪等不適任事由，始得強迫其離職；不得續任超過 2 任或任職超過 10 年。

### (四) 小結

美國聯邦準備體系、瑞典央行以及辛巴威央行之法律架構與任務目標，乃至如何確保央行獨立性等內容，因應國情各有特色；然若觀察其共通性者及近期變革，均透過法制賦予央行更明確之任務目標，一則使國會或公眾得有依據監督央行作為；次則要求央行以相對透明、公開之作為向國會或公眾適時報告，以建立社會對央行之信任。另外將總裁、副總裁等央行重要人士之長期任期及其離職事由於法律明定，亦是各該央行確保其獨立性之共通法律機制。

另外與時俱進、配合世界趨勢亦為各報告國家央行法修正之重點，以作為歐盟會員國瑞典於近期修正之瑞典央行法為例，即納入氣候變遷、永續經濟發展之國際關切議題，值得注意。

## 二、央行涉訟之重要類型<sup>8</sup>

### (一) 美國聯邦準備體系

聯邦準備體系係由性質屬於聯邦行政機關之理事會，及屬於聯邦機構之 12 家準備銀行共同組成；於履行其職責時，會遭遇外界對其應處金融危機措施之挑戰，或以訴訟請求取得其內部資訊、債權人請求凍結外國央行於 NYFED 存放之資產等民刑事等訴訟案件。即便非屬案件當事人，聯邦準備體系亦時常向法庭提供參考意見。例如 NYFED 參加聯邦上訴法庭之訴訟，協助法院決定外國央行在美國資產之豁免範圍，即為近期較具代表性者<sup>9</sup>。

NY FED 代表另補充：準備銀行通常希望以友善且合意之方式解決紛爭，縱使涉訟案件最終走向強制執行，基於準備銀行與受監管機構之關係，最終通常亦能與受監管機構達成「合意」執行之結論。此一情形值得留意。

### (二) 菲律賓央行

菲律賓央行為菲律賓之中央貨幣主管機關，並屬享有財務及行政上獨立性之企業實體，得作為訴訟主體起訴或被訴；其較常面臨訴訟爭議之起因為：(1)關閉銀行或撤銷受監管實體之執照；(2)受監管實體提起之行政訴訟；(3)因簽訂商業合約而提付仲裁等爭議，及(4)為 1000 萬菲律賓披索以下之金融消費案件進行裁決等。菲律賓央行章程並定有相關涉訟規定，以資遵循<sup>10</sup>。

---

<sup>8</sup> 由 NY FED 助理總法律顧問 Michelle Kalstein 及 Micheal Brennan、菲律賓央行資深助理總裁 Elmore Capule、印度準備銀行副法律顧問 Lali Ramesh；荷蘭央行及歐洲中央銀行 (ECB) 共同法律顧問 Willem Bovenschen 簡報與談。

<sup>9</sup> 例如：阿根廷政府於 2001 年違約數十億美元之債權人請求凍結該國於 NYFED 之資金，NYFED 出具法庭之友意見認為適用聯邦法應豁免於執行，該意見終獲上訴法庭採納。

<sup>10</sup> 例如菲律賓央行章程明定：(1)該行於接管或清算程序指定管理人之行動，應為終局且待執行者，僅得透過聲請調卷令 (Petition for Certiorari) 之方式聲請司法審查；(2)該行就 1000 萬菲律賓披索以下之金融消費裁決，應為終局且待執行者，僅得透過聲請調卷令之方式以司法審查；(3)針對該行檢查受監管實體之行動，法院不得頒發限制命令或禁制令。針對其他行動，亦僅有上訴法院或最高法院有權對該行頒發臨時禁制令或臨時強制禁制令。違反相關規定之限制命令或禁制令無效；及(4)該行履行其他準司法功能之行動如有爭議，應由上訴法院審查。

另菲律賓央行人員雖與其他政府官員負同等之注意義務，然而除非其行為係故意違反該行章程或出於明顯惡意或重大過失等情形外，菲律賓央行及其人員享有極高程度之法律豁免。因此菲律賓央行代表更補充道：實務上該行通常僅於錯誤行事（Misdoing）或共同錯誤（Mutual Mistake）等情況，負擔法律責任。

### （三）印度準備銀行（Reserve Bank of India, RBI）

RBI 為未享有訴訟上豁免之法定實體，得作為訴訟主體起訴或被訴；較常面臨挑戰 RBI 下列行動之訴訟包括：(1)監管相關命令；(2)授權訂立規章；(3)就消費者申訴所為之命令或行動；(4)立法行動（基於逾越憲法授權之理由）；(5)依據人事管理規定對員工之請求。較常與 RBI 訟爭之對象包括受監管實體、陳情之公眾、政府與其他主管機關以及 RBI 之員工。

另外由於 RBI 職能相當廣泛，因此涉訟類型亦相當多元，訴訟按事件類型由多元之法庭解決<sup>11</sup>。RBI 可自行選擇是否出席庭審，通常 RBI 僅出席涉及重大法律爭議之案件；惟法庭認必要時亦可要求 RBI 派員出席協助調查事實或釐清法律關係。RBI 代表於眾多涉訟類型中特別強調，印度憲法並無資訊請求權之概念，因此外界能請求 RBI 提供何種資訊，是取決於立法政策，即議會多數黨之意志。此一情形值得留意。

### （四）荷蘭央行

荷蘭央行隸屬於多國央行組成之歐洲中央銀行體系，由於歐洲中央銀行（European Central Banks, ECB）成員國間訂有契約，便可能因此類契約涉訟，例如德國聯邦銀行曾因出資比例涉及之該行權益而與 ECB 涉訟。如銀行等經常與央行往來之金融機構，多會避免與央行訴訟。然而近年才成為央行「新朋友」之保險公司，則較易與央行涉訟。

---

<sup>11</sup> 針對 RBI 之訴訟，依案件類型可能由「印度最高法院、各邦高等法院」、「依據 1934 年印度準備銀行法、1949 年銀行業管理法或 2005 年資訊取得法設立之上訴機構」、「地方/邦/國家之消費者委員會」或「民刑事或勞動等專門法庭」等多元法庭處理。

荷蘭央行代表認為：有時雖可辨認或化解各該機構決定涉訟之關鍵因素，但是央行法務人員，仍須有足夠之專業素養及信心，對步入法庭涉訟毫不畏懼。此言實值得借鏡。

(圖 4：歐洲中央銀行體系及其央行成員示意圖)



(資料來源：課程講義)

## (五) 小結

各國央行因國情及法制之不同，而面臨相異之涉訟環境。例如：菲律賓央行及印度準備銀行(RBI)均直接處理消費者保護事件而有涉訟之情形；或歐洲中央銀行(ECB)與會員國央行涉訟之情形，於我國似尚無類似案例。然而有些央行因其共同之職能，例如緊急融通、外界請求央行提供資訊等職能，而衍生相似之訴訟類型，仍可借鏡。荷蘭央行代表闡述央行法務人員應具備之共同專業素養：有備而來，不求涉訟但亦臨訟不懼。印象深刻，期共勉之。

## 三、央行對提供第三方服務者之監理及執法架構<sup>12</sup>

### (一) 美國監理架構

美國監理第三方金融服務提供者之主要法源，係銀行業服務企業法(Bank Service Company Act, BSCA)：針對提供存款查對、分類、利率與授

<sup>12</sup> 由 NY FED 助理總法律顧問 Thomas Noone、ECB 主要法律顧問 Ludovico Cardone、英格蘭銀行法務主管 Oliver Dearie 簡報與談。

信等費用計算或告示、支票等文件之準備及郵寄服務；代存款機構處理記帳或會計、統計服務；其他存款機構依聯邦法可從事之業務；以及與銀行業務密切相關之非銀行業務（例如：資料處理、儲存、傳輸之軟硬體服務、記錄或人事管理服務）等業者，賦予主管機關管理及檢查之權限。

相關金融檢查透過聯邦金融機構檢查委員會（Federal Financial Institution Examination Council, FFIEC）實施，又分為以「具重大性」或「區域範圍」作為監理重點之兩種金融檢查。為減輕監理負擔，故將監理權限分散由各聯邦銀行監理機構獨立執行<sup>13</sup>；針對查核（Audit）、管理（Management）、發展及併購（Development & Acquisition）、支援與交付（Support & Delivery）四大項目（AMDS）評分。

然而 BSCA 對第三方服務提供者執法之規定，仍侷限於行政管理及檢查，如若監理機關欲就管理及檢查結果採取進一步之行政作為，仍須援引聯邦存款保險法（Federal Deposit Insurance Act, FDI Act）始能針對存款機構利害關係人（Institution Affiliated Parties, IPAs）違反法令或存在風險之實務作業頒布「停止及拒卻命令（Cease-and-desist order）」、「暫停或禁止命令（Suspension or prohibition order）」或採取「民事懲罰金（Civil monetary penalty）」等執法措施。

另外聯邦監理機構不會揭露哪些服務提供者受到監理，更不採取公開指定監理之方式；不過業者仍可透過自行揭露之方式，表明其受聯邦監理機構監理之情況<sup>14</sup>。NYFED 代表另補充：監理第三方服務提供者之重點，在於監理機關可驅使銀行去做（或不做）某件事之政策工具選項多寡；如何適當區別銀行向他人購買服務（Service Purchasing，服務本身之責任仍屬銀行以外之第三人）與外包（Outsourcing，因屬銀行提供其服務之環節，服務本

---

<sup>13</sup> FFIEC 成員由聯邦準備系統(FRB)、聯邦存款保險公司 (FDIC)、國家信用合作社管理局(NCUA)、貨幣監理局 (OCC)、金融消費者保護局 (CFPB)等相關單位之代表擔任。講者指明 NYFED 協同實施之具體監理措施及執行分工情形，可參閱 FFIEC IT Examination Handbook, Outsourcing Technology Booklet, Third-Party Risk Management: A Guide for Community Banks (May 2024)，Interagency Guidance on Third-Party Relationships: Risk Management (June 2023) 等資料。

<sup>14</sup> 此種不公開指定監理之做法，與英國 FSMA、歐盟 DORA 之規範方式截然不同。講者舉例 Amazon Web Services (AWS), Bill.com, Broadridge Financial, Jach Henry & Associates, Lending Club Corporation 等業者，即自行揭露受監理之情況。

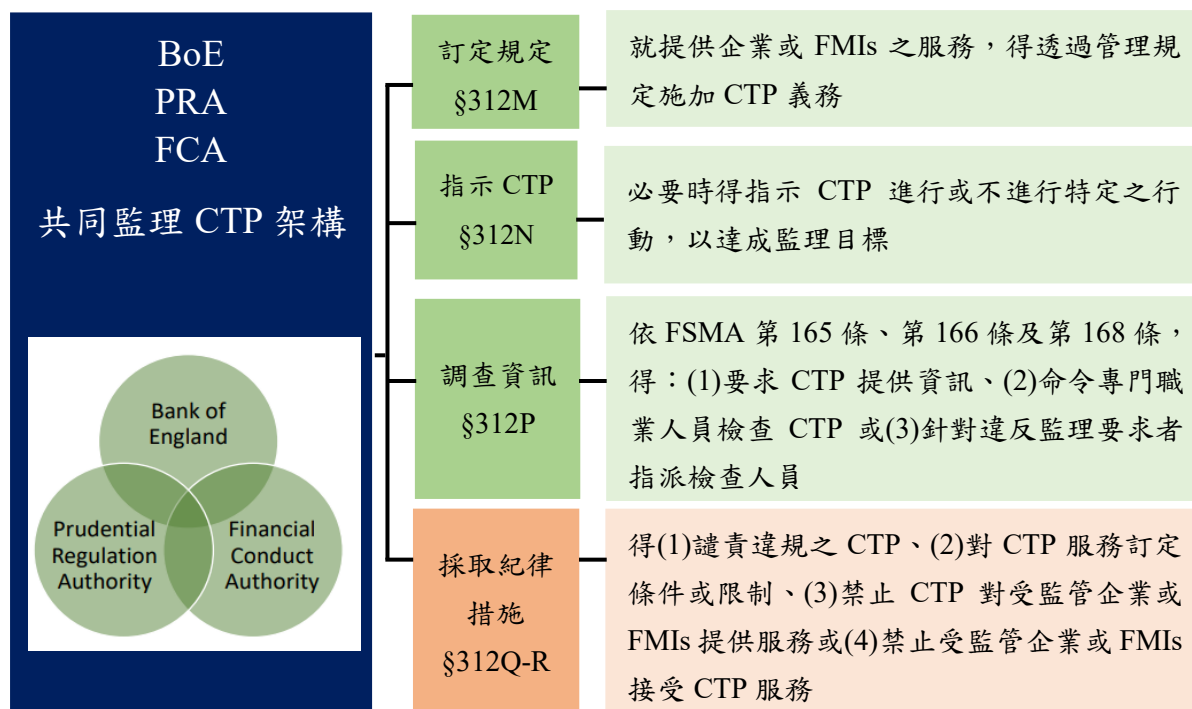
身之責任屬於銀行)之行為；以及跨境或不同監理機關間之資訊分享與協作等事項。

## (二) 英國監理架構

2023 年金融服務及市場法 (Financial Services and Market Act 2023, FSMA)，使英國財政部得指定「未能提供服務或中斷服務會對英國金融系統之穩定性或信心產生威脅之服務提供者」為「關鍵第三方」(Critical Third Parties, CTP) 並進行監理；該指定通常由相關監理機關 (英格蘭銀行及審慎監理局<sup>15</sup>；金融行為監理總署) 審酌「第三方服務提供者服務對企業之實質重要性」與「使用第三方服務之企業/金融市場基礎設施公司 (Financial Market Infrastructure firms, FMIs) 類型及數量」等因素後，向英國財政部提出建議後定案，且在指定前英國財政部必須徵詢將被指定為 CTP 者之意見。英國財政部預計於 2025 年開始指定 CTP。

監理機關對 CTP 享有如下圖 5 之廣泛監理權限：

(圖 5：英國針對 CTPs 監理權限之示意圖)



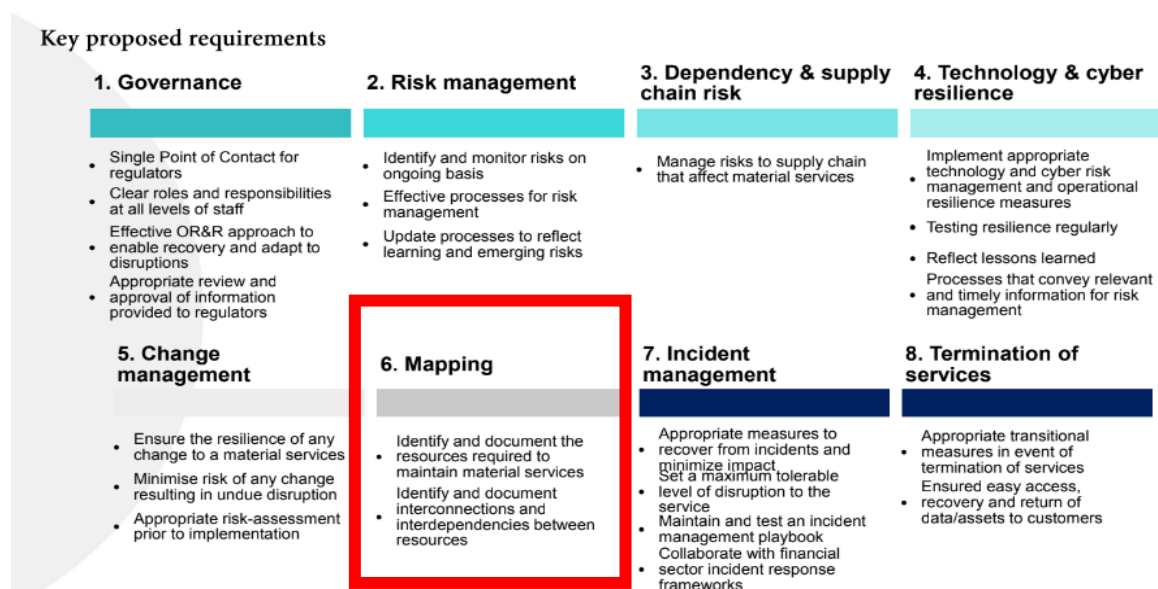
(資料來源：課程講義並由作者自行改作)

<sup>15</sup> 依英格蘭銀行官網之說明，審慎監理局 (以及金融政策委員會) 於 2013 年後，均係隸屬於該行組織架構內之單位。資料來源：<https://www.bankofengland.co.uk/explainers/what-is-the-prudential-regulation-authority-pra> (最後瀏覽日期 113 年 11 月 15 日)。

監理機關基於上述監理架構，會針對 CTP 採取共同之監理措施，務求特定 CTP 對企業及 FMIs 提供之所有服務，符合「誠信正直」、「盡責之技能、注意及調查」、「審慎」、「有效之風險管理系統」、「實質負責之組織架構」及「對監理機關公開並具合作意願」等六大基本原則。

上述六大基本原則可繼續延伸為監理機關對 CTP 之八大關鍵要求（詳下圖 6），即：(1)治理、(2)風險管理、(3)依賴性與供應鏈風險、(4)科技及網路安全性、(5)應對變化之管理、(6)定位及循路而走、(7)突發事件管理及(8)服務之終止。英格蘭銀行代表說明：針對 CTP 所屬全體產業是否均需要被監理，或僅有部分之產業環節需被監理，在英國仍未有定論。此外，英國之監理相當強調定位及循路而走（Mapping），監理者通常會自行或要求業者辨識各項工作環節之定位及順序，再決定擬採取之針對性監理措施。英國之金融監理機關，雖然樂見 CTP 及其國際分支機構一致符合英國之監理標準，惟實際情形卻未必如此。

（圖 6：英國監理 CTP 八大關鍵要求之示意）



（資料來源：課程講義）

另外英格蘭銀行代表提及該行及英國政府已習慣於與歐盟規定整合，10 數年未自行決定金融政策，因此英國脫歐（Brexit）對該行影響更為巨大。

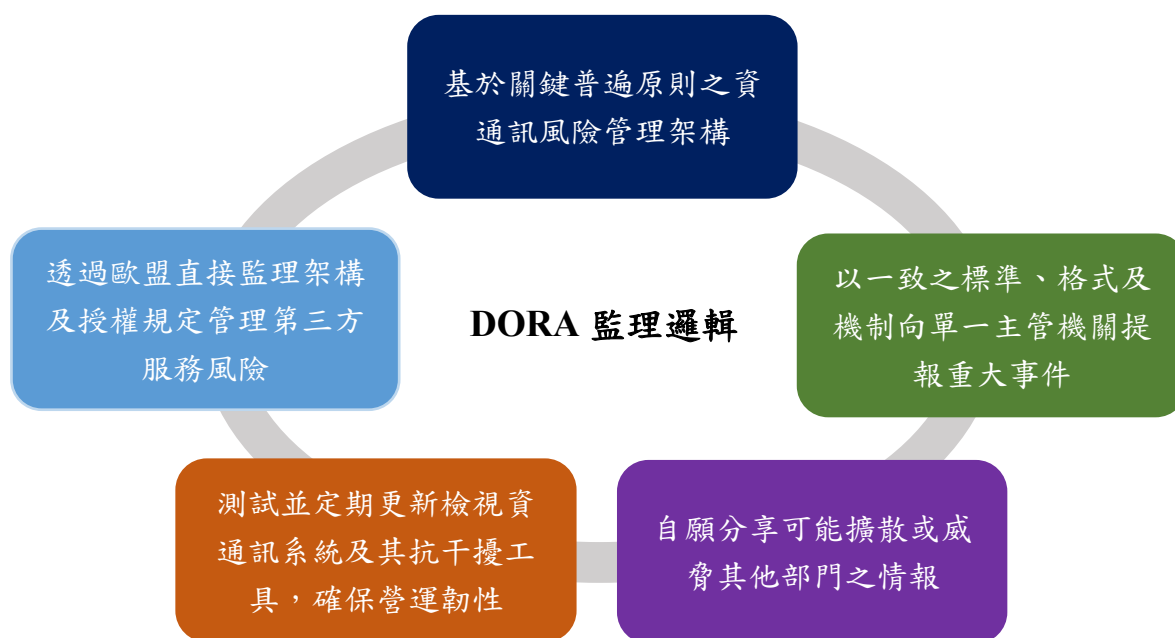


如何重新調整政策制定步驟，同時關注歐盟法令進展，構成該行法務工作之挑戰，殊值留意。

### （三）歐盟監理架構

數位作業韌性法（Digital Operational Resilience Act, DORA）已於 2023 年 1 月 16 日生效，並將於 2025 年 1 月 17 日起施行。歐盟委員會據此針對使用資通訊服務之契約安排、指定對金融機構提供第三方服務者「具關鍵性」之標準訂定相關規範。續由會員國及歐洲中央銀行（ECB）頒布相關指導原則，以便金融機構遵循。有關 DORA 之監理邏輯，可參考下圖 7：

（圖 7：DORA 監理邏輯之示意圖）



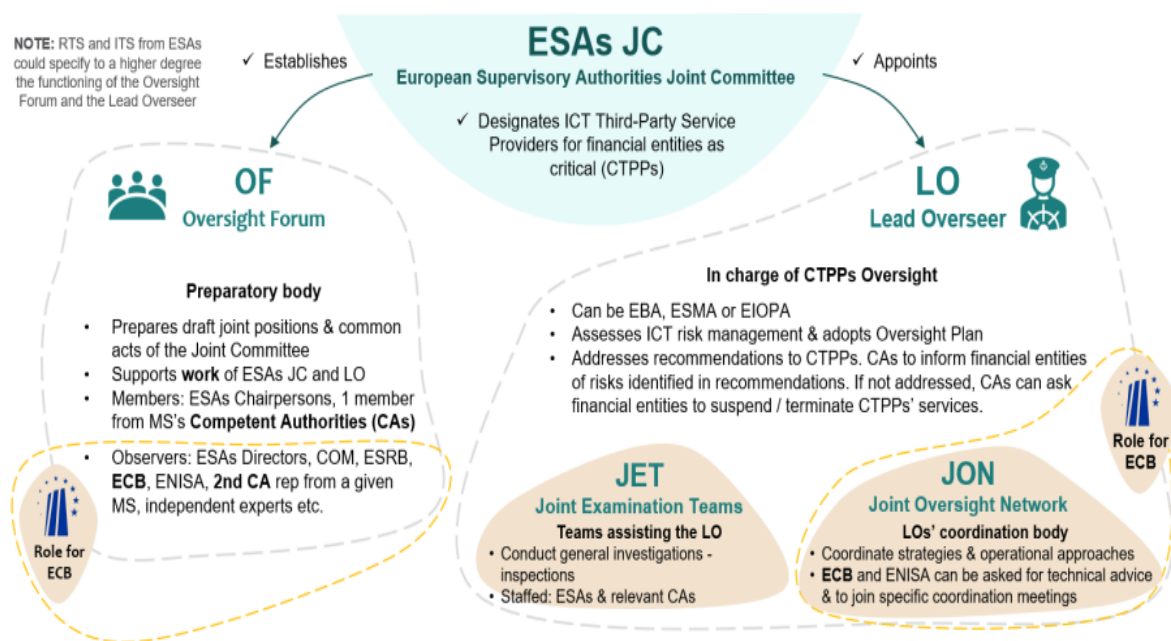
（資料來源：課程講義，並由作者自行改作）

DORA 監理涉及支付及安全清算系統之「系統營運者」，由於金融機構另受監理，原則並非 DORA 監理之對象；歐盟監理主管機關（European Supervisory Authorities, ESAs）聯席會將考量第三方服務提供者對現行中央銀行營運支付系統之衝擊後，再進行 DORA 監理之「指定」或判斷例外不受 DORA 監理之容許性。其中較值得注意之處略以：

- 1、作為 ESAs JC 幕僚之監視論壇（Oversight Forum, OF），將負責起草聯席會之共同立場及一般性行動等作業文件。

2、擔任主要監理者（Lead Overseer, LO）之 ESAs<sup>16</sup>，將負責評估並監視被指定為關鍵第三方資通訊服務提供者（Critical ICT TPPs, CTPPs）遵循 DORA 要求之情形，包括：辨識、監視並即時向金融機構告知重大資通訊事件、風險控制流程及相關基礎建設及控制措施。與其他聯合監視網絡（Joint Oversight Network, JON）之成員協作，並籌設聯合檢查小組（Joint Examination Team, JET）。

（圖 8：DORA 監理架構之示意圖）



（資料來源：課程講義）

特定 CTPPs 之主要監理者（LO）及相關主管機關，享有下列權限：

- 1、LO 可建議 CTPPs，要求其報告已採取之行動或已實施之補救措施；
- 2、未能履行上開建議之 CTPPs，將可能面臨 LO 最高不超過該 CTPP 前一年度每日全球營業額 1% 之罰鍰，並持續裁處；
- 3、相關主管機關並可要求金融機構暫時停止使用特定 CTPP 服務之一部或全部，直到 LO 建議指明之風險已獲適當處理；必要時甚至可以要求金融機構終止與 CTPP 契約之一部或全部；

<sup>16</sup> 此處之 ESA 視情形可能為 EBA（歐洲銀行業管理局）、ESMA（歐洲證券及市場管理局）或 EIOPA（歐洲保險和職業養老金管理局）。

4、若歐盟附屬機構協作無法達成監理目標，LO 可對設立於第三國且由 CTPP 所有處所或用於對監理範圍內之金融機構提供服務之處所行使權力。

ESAs JC 預計將於 2025 年中前，研究 DORA 相關之技術標準、報告及指引，以及應對大型資通訊事件方法之可行性。同時 ESAs 及歐洲中央銀行( ECB )與歐洲系統性風險委員會( European Systemic Risk Board, ESRB )將確定依 DORA 實施監理之流程、方法及架構後，指定第一批之 CTPPs 並持續發布相關問答集，以促進會員國執行 DORA 標準之一致性。

#### (四) 小結

英國從脫離歐盟後必須就監理事項另闢蹊徑爰制定 FSMA，與歐盟 DORA 監理第三方服務提供者之架構，仍有下列不同且值得留意之處：

- 1、 歐盟 DORA 要求被指定且非設立於歐盟之資通訊第三方服務（例如：雲端計算服務、軟體或資料分析、資料儲存中心等服務）提供者，均必須於歐盟至少增設一個附屬機構；此乃英國 FSMA 監理要求所無。
- 2、 英國監理者雖因 FSMA 獲得訂定管理規定、調查蒐集資訊、指示 CTP 行事並採取紀律措施等廣泛監理權限，惟須相互協作；相較於 DORA 指定由主要監理者（LO）獨立監理，其中若評估 CTPPs 未能履行其建議，LO 可採取罰鍰之做法，目前為 FSMA 所無。

美國與英國、歐盟均由數個監理機關分別執法，惟亦透過共同監理架構調和監理權限，以確保對業者之最適當監理；鑒於國情及體制相異與建立之監理制度等不同，難以逕為優劣之比較，惟如何參酌其優點作為適合我國監理架構之參考，仍值得續為研究。

#### 四、 跨境流動性機制<sup>17</sup>

央行間透過交換協議（SWAPs）或附買回工具（Repo）建立之跨境流動性機制，在過去 20 年間顯著成長；該等機制主要之目的在於緩解市場承

---

<sup>17</sup> 由 NY FED 助理總法律顧問 Brett Phillips、澳洲準備銀行副法律總顧問 James Greenwood、瑞士央行法務主管 Andreas Josuran 及香港金管局副法律總顧問 Mayanna To 簡報與談。

受壓力或金融危機時之市場資源錯置，惟亦有為充實持有之國際準備、促進地方或區域貨幣之使用，以及降低對國際金融機構依賴等目的而建立者。

跨境流動性機制可作為舒緩全球資金市場壓力之流動性備援，對國內或國際之信用供給順利流向家戶及企業產生正面效益。多數央行建立之流動性機制均使用當地貨幣計價，惟亦有與區域交易對手建立以美元計價者。鑒於跨境流動性機制之用途各異，以下爰分別簡介之。

### （一）美國聯邦準備體系

以下兩種跨境流動性之機制，交易者須承擔不同之信用風險；例如採取貨幣交換機制者，擔保貨幣係由交易對手央行保管，且若交易對手違約或未能到期贖回將有匯率風險。採取附買回機制者，擔保證券仍是屬於附買回交易之買方所有，且因有折減率（hair-cut）及補充擔保（Margin call）等交易模式，可於證券價格變動時保護供給流動性之一方。NYFED 就所持有之美國國債，因具備持有至到期之充分能力，爰無須承擔提早變現之風險：

#### 1、貨幣交換機制

NYFED 自 2013 年起建立與加拿大、歐盟、英國、日本及瑞士五大央行之永久雙邊貨幣交換機制，進行即期及遠期貨幣交換：所交換之貨幣由個別交易對手以「央行供給流動性」之名目分離記帳；可於次一營業日或至遲於交易後第 88 日換回原幣，最常見者為 7 天期之交換協議。2020 年至 2021 年之疫情期間，NYFED 則額外與丹麥、挪威及紐西蘭央行（交換上限為等值 300 億美元）；澳洲、巴西、南韓、墨西哥、新加坡及瑞典央行（交換上限為等值 600 億美元）九個區域央行建立雙邊貨幣交換機制。

#### 2、外國及國際貨幣主管機關附買回機制（Foreign and International Monetary Authorities Repo Facility, FIMA Repo）

此外亦有透過 FIMA Repo 完成之流動性機制，以 NYFED 於系統公開市場帳戶（System Open Market Account, SOMA）持有之美國國債與交易對手央行進行附買回交易；可進行當日、隔夜或最長 7 個日曆天期之交易。外國央行或國際貨幣主管機關，只要持有足額（等值 10 億美元）之美國國債

並經過 FOMC 之外國貨幣小組委員會認可，均可進行交易；目前約有 60 餘國央行加入。由於 FIMA Repo 之利率訂價較市場利率更高，因此僅作為市場流動性不足時之備援，並可替代雙邊貨幣交換機制之使用。

## (二) 瑞士央行

外國貨幣交換機制主要用於「充當貨幣政策工具」、「提供流動性」與「對外提供瑞士法郎」以及「外匯存底管理」。瑞士央行之外幣流動性主要來源為：(1)使用既有外幣、(2)以瑞士法郎進行即期或遠期換匯、(3)以外匯存底資產進行買賣或附買回交易、(4)透過央行貨幣交換機制取得外幣<sup>18</sup>，或(5)使用 FIMA Repo 機制。充足之國際貨幣流動性，是瑞士央行可於獲得足額擔保品後緊急供給瑞士金融機構流動性之基石<sup>19</sup>。

## (三) 香港金融管理局 (Hong Kong Monetary Authority, HKMA)

香港金融管理局透過 FIMA Repo 可取得美元流動性，自 2021 年 7 月 FED 宣布常態實施 FIMA Repo 後，該局亦常態實施其美元流動資金安排 (US Dollar Liquidity Facility, USDLF)；其主要條件，可見下表 1：

(表 1)

|       |   |
|-------|---|
| 總額及利率 | 100 億美元；不得低於 7 天期之 FIMA Repo rates                  |
| 存續期   | 7 天 (可能因香港或美國節假日異動)                                 |
| 目標參與者 | 香港註冊登記之銀行，須與 HKMA 簽訂 Repo 協議主約                      |
| 交易及結算 | 依個別參與者提供有效報價競價之附買回交易；結算日即投標日 (T+0)                  |
| 流動性供給 | 美元 1 億之倍數；最低 1 億美元，分配方式則由 HKMA 裁量                   |
| 擔保折減率 | 外匯基金票據最低 2.5%；外匯基金債券最低 5%另按存續期每年酌增 1% <sup>20</sup> |

(資料來源：課程講義，並由作者自行改作)

<sup>18</sup> 瑞士央行除於 2013 年與 FED、歐洲央行及日本、加拿大、英國央行建立交換協議外，另與波蘭 (2012)、中國 (2014) 及南韓 (2018) 訂有交換協議。

<sup>19</sup> 瑞士央行代表另稱該行之法務團隊分別位於蘇黎世及伯恩，但皆由同一主管督導。該行股票有上市，除員工外之一般民眾可自由購買，惟擔任股東仍無法影響貨幣政策。此外以德語、法語及義大利語等不同瑞士官方語言書寫之文件，法律上容易衍生爭議。併附敘明於此。

<sup>20</sup> 外匯基金票據及債券是 HKMA 發行之港元債務證券，屬於香港特別行政區政府記入外匯基金帳目內的直接、無抵押及無條件之一般負債，與政府所有其他無抵押負債享有同等權益；是作為買賣、投資及流動資金管理之工具。在 HKMA 設有港元結算戶口之銀行，可憑外匯基金票據及債券 (及其他合格證券) 作擔保品訂立附買回協議，或向 HKMA 借取隔夜港元流動資金。可參閱 HKMA 網站，資料來源：<https://www.hkma.gov.hk/chi/key-functions/money/linked-exchange-rate-system/components-of-the-monetary-base/exchange-fund-bills-notes-programme/> (最後瀏覽日期：113 年 11 月 19 日)

#### **(四) 澳洲準備銀行 (Reserve Bank of Australia, RBA)**

RBA 目前與中國人民銀行 (2026 年 7 月到期；等值 410 億澳幣)、日本央行 (2025 年 3 月到期；等值 200 億澳幣)、韓國央行 (2028 年 2 月到期；等值 120 億澳幣)、印尼央行 (2025 年 2 月到期；等值 100 億澳幣)，分別簽訂有貨幣交換協議<sup>21</sup>。RBA 主要是為支援以當地貨幣結算貿易、促進雙邊貿易結算及為促進金融穩定等目的，而簽訂貨幣交換協議。

透過貨幣交換協議，請求之央行可向他國央行取得其發行貨幣，以支應請求國央行之國內金融機構資金需求。然 RBA 代表強調，此種金融支援他國之做法，實已超出貨幣交換協議之本旨，且具備高度之政治考量。例如 1997 年亞洲金融風暴時，RBA 曾在獲得澳洲內閣同意後向泰國政府提供 10 億美元之緊急流動性；此等決定係由澳洲內閣基於國際政治及請求國與澳洲之關係是否良好而定，並非 RBA 之決定。值得留意。

#### **(五) 小結**

各國央行為實現自身金融穩定等政策目標，積極尋求雙邊或多邊合作，以建立取得充足資金流動性之管道。考量國際資金市場之貨幣接受度，各項跨境流動性機制仍以取得美元流動性為主。其中 RBA 代表直指提供資金流動性事涉國際政治現實，有時並非央行可獨立斟酌決定並達成協議成果，令人印象深刻。本次先透過課程瞭解央行實務作業後，再以 Repo 交易及相關法規動態為題安排參訪相關機構，頗有助益。

### **五、其他重要議題摘述**

#### **(一) 央行對外溝通及教育研究<sup>22</sup>**

準備銀行利用漫畫等簡易出版品，向大眾推廣業務運作；亦與所在地區之居民協作，以及時瞭解民眾關心之經濟議題，並促進居民對準備銀行之信賴。

---

<sup>21</sup> RBA 於 2020 年曾與美國聯邦準備系統訂有等值 600 億美元之貨幣交換協議，以應對當時美元流動性緊俏之情形。

<sup>22</sup> 由 NY FED 研究部門主管 Kartik Athreya 及對外溝通部門之另名主管人員講授。

NY FED 代表指出：中央銀行成功之要素，來自包容各項專業合作後之集體決定；擅長建立共識並獲致決策之專業人才，較易成功。本課程內容雖精簡扼要，惟 NY FED 代表此言確實值得於任何大型機構任職者參考。

## (二) 總法律顧問圓桌會議<sup>23</sup>

本圓桌會議論及下列議題：

- 擔任總法律顧問之挑戰為何？對後進者有何建議？
- 貴機構的組織架構及職掌為何？疫情後之工作環境有何改變？
- 央行數位貨幣 (Central Bank Digital Currency, CBDC) 如何對央行履行其職責有益？總法律顧問在央行面臨新興議題時扮演之角色為何？貴機構對資產代幣化及分散式帳本技術之應用，有何看法？
- 貴機構對數位安全衍生法律議題，有何看法？是否與私部門合作因應相關風險？

### 1、挪威央行代表答

鑒於不同之資訊可能同時流向總裁，故確保部門間之工作步調及指揮鏈之調度能確實符合總裁需求，且次次都能著重通盤思考，並以能解決實務問題之方式提供法律意見，相當重要。另考量團隊成員個性各異，疫後挪威央行未要求屬員每日均在辦公室實地工作等因素，故亦宜將工作再作適當授權。

挪威之現金交易已逐年下降至 2% 至 3%，其餘交易則透過電子支付方式完成。挪威央行自 2016 年起少量試行 CBDC 之法務準備工作，目標乃使該行具備可隨時發行 CBDC 之能力，但目前尚未達成是否發行之最終決定。挪威央行法務團隊始終參與新興議題之研議，如何將央行觀點向大眾傳達並獲得回饋意見，或與其他參與者合作互動，常在討論議題之列；部分未直接涉及央行之法律議題，例如支付者及受款者間之法律問題，亦受關注。關於數位安全一事，挪威央行朝向應如何減少法律風險之方向研究，以盡力把握使用數位化工具之效益。

---

<sup>23</sup> 由紐約聯邦準備銀行總法律顧問 Rick Ostrander 主持發問；挪威央行總法律顧問 Alexander Behringer、BIS 總法律顧問 Dessi Cheytanova 及巴西央行總法律顧問 Christiano de Oliveira Lopes Cozer 回答與談。

## 2、國際清算銀行（Bank for International Settlements, BIS）代表答

擔任總法律顧問將面臨涉及不同成員、議題之專案同時進行，平衡各項專案之要求、時程，並考量疫後 BIS 員工可於各該派赴之國家內，以每週 20 小時之工時上限內遠端工作，實屬挑戰。然若能確保團隊成員彼此信任，且順暢進行垂直交流，仍可產出高品質之法律工作成果。由於 BIS 處理眾多且涉及廣泛領域之國際事務，從而法務團隊主要職能在於協助研訂內部規章，進行法規研究及與其他銀行合作，以使行務運作同時符合國際法及各該在地國家之法規要求。

BIS 之法務團隊與創新團隊密切合作，側重於研究新興議題之效益，而非關注其風險；新興議題能否成功推動，其核心關鍵仍取決於資訊之透明公開及對消費者之教育是否成功等因素而定。另 BIS 針對新興議題涉及之技術或法律議題，均有數道防線的概念；亦即思考各該行為以何種法制因應最為適當？是否需予以刑罰化？為達成新興議題在法制面之協調穩定，或可設想在法規制度之設計上，如何為適當之風險分配，以有效控制該議題可能產生之法律風險。

## 3、巴西央行代表答

巴西央行雖考量發行 CBDC 可能促進消費者支付效率及增進普惠金融，然亦尚未決定發行與否<sup>24</sup>。一方面由於各主要國家央行均顧慮潛在風險而不願率先發行，另一方面，巴西券幣發行法律，仍限定於金屬及紙質貨幣：如何使此等法律與新興之資訊法或資料保護法調和，相當具有挑戰，其中又以探索去中心化之金融法制架構尤甚。然而，巴西央行法務團隊密切與資訊科技部門合作，以求在資料為基礎之未來金融中持續獲得公眾信任。

## 4、小結

央行法務工作之順利完成，有賴於與其他部門之團隊協作以及內部信任文化、授權分工及定期順暢之溝通。透過各國央行總法律顧問經驗之分享

---

<sup>24</sup> 巴西央行代表提及：由於發行 CBDC 需要金融中介，但巴西之大型銀行，對於 CBDC 之小規模測試較不感興趣，因此尋求民間合作夥伴，亦構成挑戰；巴西央行目前有與部分小型金融科技公司合作，並持續探索分散式金融之解決方案。



可知，宜透過持續之努力及良好之工作習慣，確保央行不斷產出高品質之政策及措施，以達成法定經營目標；於央行任職者，宜時時自省並共勉之。

此外 NY FED 總裁 John C. Williams 分享道，即便央行工作職責重大，仍建議同仁多從事舒緩生活壓力之活動；如此應有助於自身職涯發展，更能長久致遠。

### （三）人工智慧與央行法律風險管理方式<sup>25</sup>

ECB 代表認為，人工智慧技術之投資應用是否具備效益，首要取決於擬運用資料之數據化程度而定；其次則有賴於提示詞及提示技巧之運用技術高明與否。另因年輕之數位原生世代對人工智慧議題較為熟稔，央行決策者在推進人工智慧或數位化一事上，可多參考其等之意見。

另與本項議題相關之對談研討，Nasdaq 執行長 Adena T. Friedman（現為 NY FED 之 B 類董事）亦分享 Nasdaq 為 NY FED 及聯邦準備體系提供技術服務，目前擬將此等服務改於雲端運算。由於 Nasdaq 同時受 SEC 等主管機關監理，亦與聯邦準備體系共同分擔監理任務，性質特殊，能同時瞭解被監理者之處境，並深諳監理者之需求。監理環境變化快速，Nasdaq 每年均研討相關監理議題：通常議題並無標準答案，僅有不同監理需求間之調和及在地化考量；而人工智慧（AI）實為中性工具，若能避免落入過度監理之陷阱，應有利於調和監理要求並有助於被監理者遵循法令。目前多以「原則（Principles）」加以提示 AI 之使用，但未來仍宜以「規則（Rules）」明確應遵循之規範。在法律遵循風險上，必須正確設定各項日常及創新工作之關鍵績效指標（KPI）。

### 肆、參訪情形說明一對附買回交易相關議題之研討

為利全面瞭解附買回交易之實務作業，以利於更適切地履行法務工作職責，本次爰規劃參訪法國東方匯理銀行（CIB）紐約辦公室之投資交易部門，及富國銀行（Wells Fargo）紐約辦公室之法務部門。

---

<sup>25</sup> 由 NY FED 顧問 Somee Kim、ECB 主要法律顧問 David Brinkman、聯邦準備理事會助理副法律總顧問 Alys Foster 及新加坡金管局助理副法律總顧問 Elaine Tan 簡報與談。

本次由聯行與會人員盛情接待，分別於會議中充實探討「美國 2024 年總統大選，對市場之影響、政策啟示及美國利率路徑」、「附買回交易市場近況、市場流動性及資產負債表最佳化」及「附買回交易涉及之法務議題」等與附買回交易相關之法律、經濟議題；會後並參觀聯行所在大樓及交易室。茲將參訪重點報告如下。

## 一、附買回交易 (Repo) 概述

### (一) Repo 交易架構

依照證券業及金融市場協會 (SIFMA) 網站之定義，附買回交易 (以下簡稱「Repo」) 是一方向他方出售資產，他方並承諾於預定日期買回該資產之金融交易：Repo 交易可為隔夜到期或定期 (多數之存續期為 3 個月以內，亦有達 1 至 2 年者)；市場參與者可藉 Repo 向彼此提供有擔保之貸款，金融機構亦普遍使用 Repo 作為管理庫存現金短期波動之工具<sup>26</sup>。依 2023 年 4 月之資料顯示，涉及美國國債之 Repo 日均交易量約達 4.6 兆美元之譜<sup>27</sup>。

由主要交易商、銀行、保險公司、共同基金、退休基金及對沖基金等金融機構；各級政府、NY FED 及各國中央銀行，以及需要現金或擔保品之企業等市場參與者，共同組成 Repo 市場，可概分為下列兩種交易模式：

#### 1、雙邊 Repo

由投資者及擔保品提供者，在無清算銀行介入之情形下，交易雙方自行透過證券交易商完成現金及證券之交割清算；交易可透過雙方協商同意，自符合清單所列之擔保品中選擇作為一般擔保品 (General Collateral, GC)，或應他方要求僅提供特定合格證券作為特殊擔保品等方式進行。當交易雙方希望直接交易或取得特殊擔保品時，此種交易方式較可能被採用。

#### 2、三方 Repo

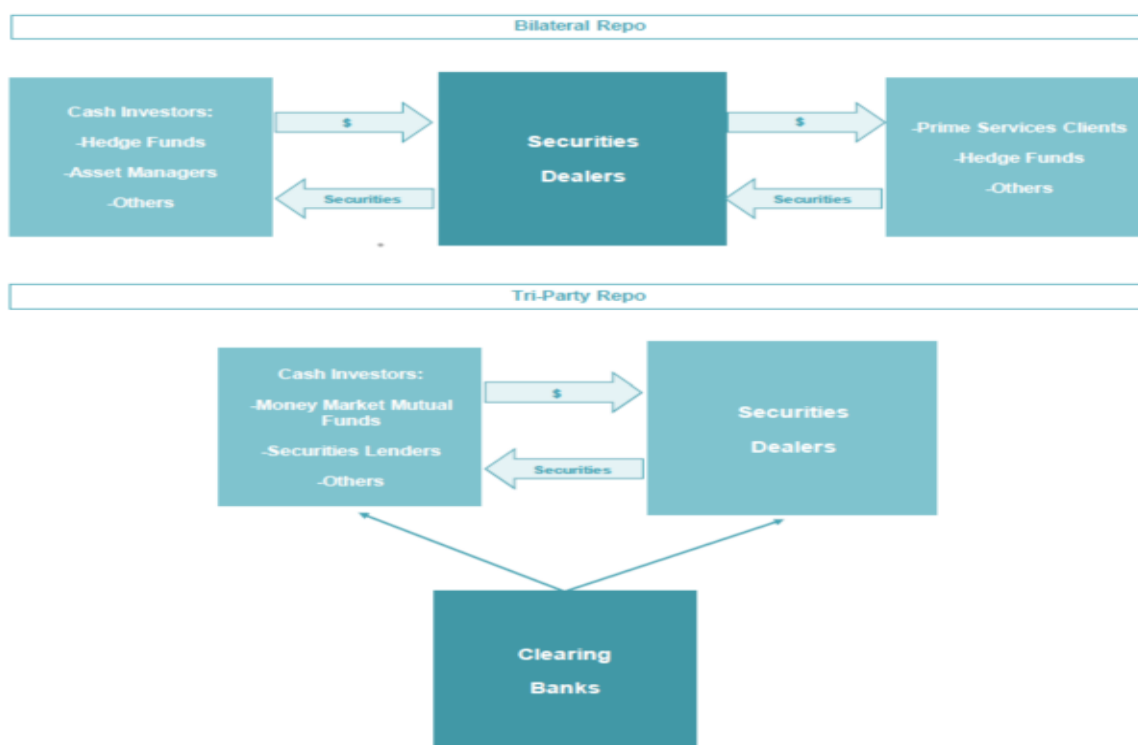
---

<sup>26</sup> 由證券買方之角度觀察 Repo 即是反向 Repo。可參閱 SIFMA 網站之說明，資料來源：<https://www.sifma.org/resources/research/economics/us-repo-market-chart-book/> (最後瀏覽日期：113 年 11 月 22 日)

<sup>27</sup> 另外截至 2024 年 7 月，流通在外之美國國債約達 27 兆美元，且涉及美國國債之市場日均交易量亦達到 8700 億美元之譜。相關數據是聯行提供 SIFMA 報告之會議資料第 3 頁，引用自 SEC 網站資料。

清算銀行作為交易之中介，處理 Repo 交易雙方之行政細項及證券結算。通常以一般擔保品（GC）進行交易。據 NY FED 表示，市場參與者認為三方 Repo 最具成本效益。

（圖 9：雙邊 Repo 及三方 Repo 之示意圖）



（資料來源：NY FED 及 SIFMA 網站，<https://www.sifma.org/resources/research/economics/us-repo-market-chart-book/>，最後瀏覽日期：113 年 11 月 22 日）

CIB 與會人員分享，Repo 交易貸出資金之一方，主要承擔作為中介者對收受證券之到期風險（Maturity Risk）及交易對手可能違約之信用風險（Credit Risk），並透過承擔此等風險牟利。CIB 之 Repo 交易特色，在於該行並不會將所取得之證券再繼續融資以擴大槓桿比率，原則上 CIB 之資金充裕，都是用自有資金貸出執行交易。

## （二）Repo 法律架構

至於 Repo 法律架構上，通常交易各方會採取國際資本市場協會（International Capital Market Association, ICMA）、證券業及金融市場協會（SIFMA）等協會制定之附買回主協議（MRA）、全球附買回主協議（GMRA）等定型化契約，再針對個別交易需求協商客製化之契約條件：自契約標的、

用詞定義、擔保品維持及追補（Margin Maintenance & Margin Call）、付款流程、違約事件之處理等細節予以約定，俾資遵循。

### （三）Repo 交易實務心得分享

CIB 人員分享：為達成 Repo 交易最佳化資產負債表之結果，選取最合適之一般擔保品（General Collateral）提供予交易對手，十分重要；將依指定之日期、條件於資產負債表中檢索合格擔保品。此時若交易對手或客戶能在出價及指定擔保品之條件上給予更明確且富有彈性之指示，將有助於達成合適交易。即便當下沒有公開報價存在，有時交易人員仍必須依據自身交易經驗、資產負債表之配置等因素，評估交易風險後進行場外交易。

另 CIB 人員亦分享：Repo 交易雖然需要參考經濟研究分析，但由於涉及交易心理、市場情緒及突發事件之影響，仍為完全專業且獨立之學問，無法輕易透過人工智慧（AI）等技術取代；對 Repo 交易較有幫助之資訊科技，反映於客戶下單、帳務及顯示面板等繁瑣或複雜流程可由電腦自動化執行等環節上，如此使交易人員可更專注於擬定交易策略。此外近期資產管理同業，注意到透過 FED 隔夜逆回購之交易量（Overnight Reverse Repurchase Agreement, ON RRP）及常備附買回機制（Standing Repo Facility, SRF）之使用量上升，透露出量化緊縮（Quantitative Tightening, QT）環境下聯邦資金緊俏一事，亦值得持續留意分析。

## 二、應值關注之相關議題

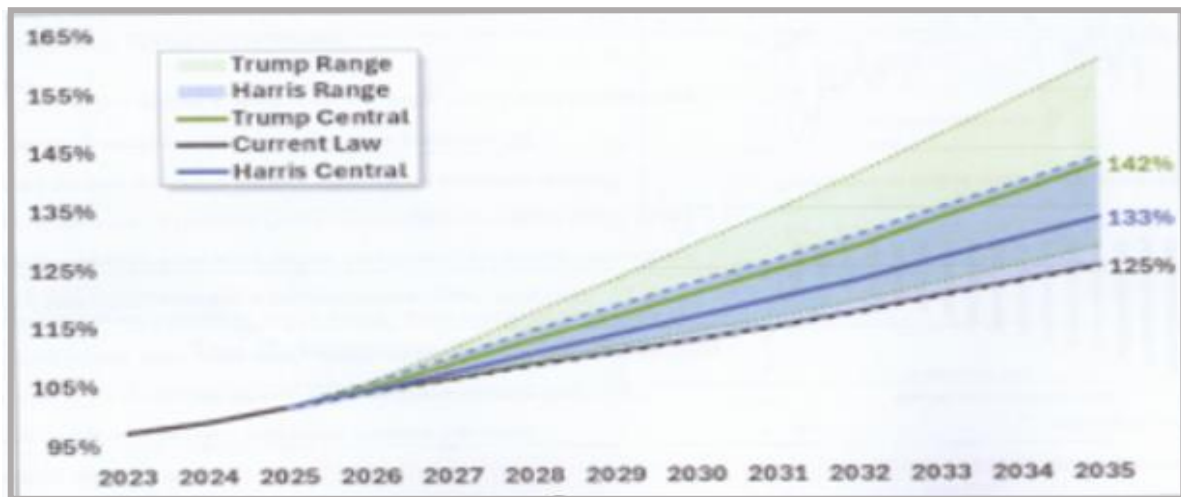
### （一）值得關注之議題一：2024 年美國總統大選對利率市場之影響

為瞭解 Repo 之定價、擔保品之市值及追繳等交易受利率變動之影響，故安排與該行之美國利率專家對談，討論並觸及美國國債上限、國會期中改選等議題之會議，聚焦討論美國總統大選對該國經濟之影響。

參訪時鄰近美國總統大選，尚無法確定選舉結果，但由會議資料預測發生 Trump 勝選之概率為 60%；且多有聚焦於其勝選之情境分析者，故斯時美國國內經濟專家或已認定 Trump 勝選機率較高。其中在 Trump 勝選且由共和黨掌握參、眾兩院橫掃國會之情況下，預期將出現國內減稅、關稅增

加、移民政策緊縮及其他監管措施鬆綁之情形。另川普政府執政後，美國國債對於國內生產毛額（Gross Domestic Product, GDP）之比率將陸續墊高，至 2029 年 Trump 第二任總統任期結束後，美國國債相對於美國國內生產毛額之比率（該行會議資料預期之中庸值），亦將略高於 115%（參見圖 10）。

（圖 10：美國國債相對於美國國內生產毛額之比率預估值）



（資料來源：本次會議參考資料）

針對國債上限是否將成為美國政府之難題？與會人員表達於不同之時間點進行觀察，恐將得出相異之結論；由於影響因素過多，仍宜就個別議題及後續政策效果，持續注意分析。兩黨總統候選人之經濟政策均側重實體製造業，短期雖然無法撼動美國經濟仍以服務業為主之體質；長期或將形塑全然不同之美國經濟樣貌。實際上包含中俄等地緣政治強權是否成功建立廣泛使用之獨立支付系統？是否將對美國領導地位產生威脅？此等問題同樣須經相當時間後才能得知結果。

另外針對政治人物如何透過簡明扼要之方式將經濟政策向大眾傳達一事，與會人員分享「以法案名稱簡化宣傳經濟政績」之做法，例如拜登政府於 2022 年簽署之降低通貨膨脹法（Inflation Reduction Act）：政治人物以直白之文字命名法案，有助於向大眾扼要呈現其處理複雜經濟問題之政績。

## （二）值得關注之議題二：SEC 新規定

CIB 及富國銀行與會人員，另提及近期美國證券交易委員會（SEC）要求透過場外交易（OTC）方式完成之 Repo 交易，應逐期完成集中清算之新

增規定。由於 SEC 新增規定係逐步實施，直至 2026 年 6 月底才會完全施行，且 SEC 未必會及時、明確指示何種交易型態合於規定，針對 SEC 未明確指示之部分，資產管理業應會一致遵循 SIFMA 報告之標準，以降低從事 Repo 交易之法令遵循風險<sup>28</sup>。CIB 將因應 SEC 新增規定建立內部控制措施，但應不會實行較 SEC 規定更嚴謹之措施。為利於瞭解，以下爰簡介之。

## 1、SEC 新增規定之背景及實施期程規劃

依據 SEC 主席 Gary Gensler 之說法，將近 80% 涉及美國國債之資金市場之交易情況未完全透明<sup>29</sup>。SEC 為提高上開資金市場透明度並降低市場之系統性風險，爰在「證券交易法」（Securities Exchange Act, SEA）第 17A 條及「陶德－法蘭克法案」（Dodd-Frank Act）第 VIII 章之「支付、清算及結算監理法」（Payment, Clearing, and Settlement Supervision Act）等法律之授權下，於 2023 年 12 月 13 日針對聯辦法規（Code of Federal Regulations, CFR）標題 17「商品及證券交易」（Title 17 Commodity and Securities Exchanges）導入相關新增規定（以下簡稱「SEC 新規定」），規範涉及美國國債之 Repo 及現金交易清算作業<sup>30</sup>。

SEC 新規定規範美國國債之處理清算機構（Covered Clearing Agency, CCA）應要求其會員（直接參與者，例如直接與 FICC 進行交易之主要證券商）提報自身作為清算或結算交易對手之合格次級市場交易。SEC 新規定係依下列期程逐步規劃，至 2026 年 6 月 30 日前全面實施（參見下圖 11）：

- (1) 2024 年 3 月 16 日前：CCA 應提報其擔保品分離、取得使用及 SEA Rule 15c3-3 客戶再質押之處理原則。
- (2) 2024 年 6 月 14 日前：CCA 應提報其清算合格次級市場交易之條件。

---

<sup>28</sup> SIFMA 報告（草案）於近百頁之篇幅中，針對 SEC 新規定進行全面之評析：著墨於 FICC 規章手冊之異動、2025 年 3 月因應 SEC 新規定之法遵活動、SEC 新規定對擔保品之影響、美國國債現金市場之主要變革、不再使用及新採用之 Repo 交易模式、取得清算服務、對法定資本之影響、業界之變革、其他實務與技術考量及未來之展望；其中 FICC 因應 SEC 新規定，已分別於 2024 年 3 月及 6 月針對該公司「政府證券部分規章手冊」（Government Securities Division Rulebook, GSD Rulebook）提出異動，並持續徵求利害關係人及團體提供意見，尚等待 SEC 之批准後生效。

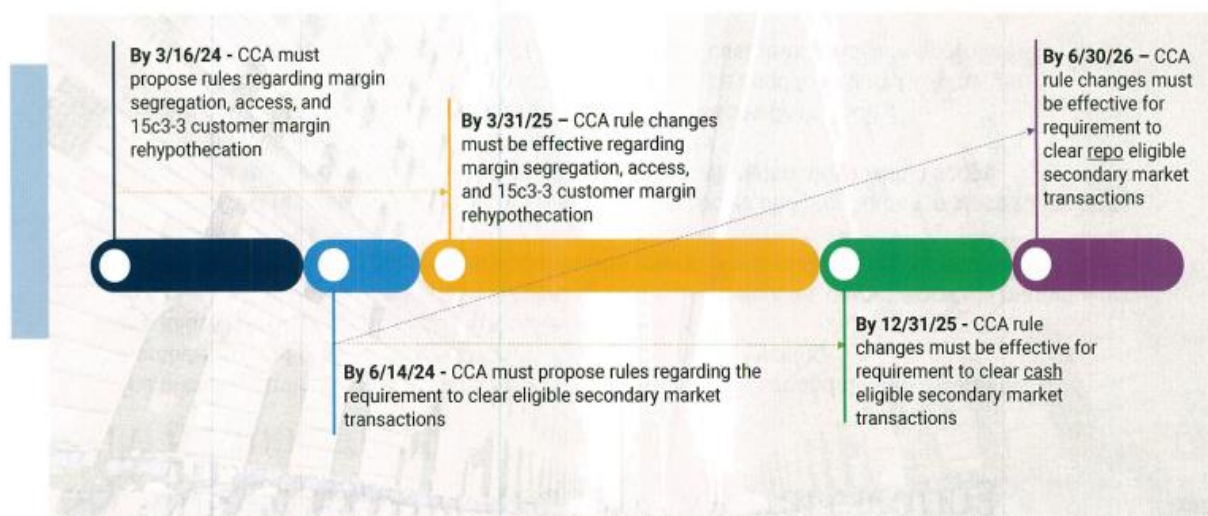
<sup>29</sup> 資料來源：<https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-statement-treasury-clearing-121323>（最後瀏覽日期：113 年 12 月 4 日）。

<sup>30</sup> See 17 CFR §240.17ad-22 and § 240.19b-4.

- (3) 2025 年 3 月 31 日前：CCA 應使第(1)階段之處理原則生效。
- (4) 2025 年 12 月 31 日前：CCA 應使第(2)階段清算現金交易之條件生效。
- (5) 2026 年 6 月 30 日前：CCA 應使第(2)階段清算 Repo 之條件生效。

(圖 11)

## SEC rule to expand Treasury central clearing: Implementation Timeline



(資料來源：本次會議參考資料)

## 2、SEC 新規定之核心要求

SEC 新規定有助於 FED 確保美國國債市場穩定及效率之作為，並將直接規範 CCA，促使其制訂相關規則<sup>31</sup>；另外亦將對於 CCA 之交易對手，或其他欲申請成為 CCA 之業者產生影響。SEC 新規定之核心要求略以：

- (1) 要求 CCA 針對其會員因受委託等法律關係而以間接參與者（即與 CCA 會員交易並間接使用 CCA 服務之非會員）名義持有擔保品之計算、資料蒐集等風險管理事項，制訂規範。
- (2) CCA 應就 SEC 新規定所及之交易（包含間接使用其服務之非會員交易）使用其清算及結算服務一事，制訂政策及流程。

<sup>31</sup> 美國目前唯一固定資產商品集中結算所即固定收益結算公司 Fixed Income Clearing Corporation, FICC），FICC 是美國證券集中保管結算公司（Depository Trust and Clearing Corporation, DTCC）之附屬機構。

- (3) 修改 SEC 之客戶保護規定 (SEA Rule 15c3-3)：當客戶資金與 CCA 自有資金適當隔離時，允許 CCA 將客戶之資金用於滿足 CCA 對合格次級市場交易 (詳後述) 之擔保品要求。

### 3、SEC 新規定所規範之「合格次級市場交易」及「例外排除情況」

SEC 新規定旨在透過 CCA 制訂一系列之規則，強化涉及美國國債資金市場之資訊揭露，使 CCA 會員於場外 (Over-the-counter, OTC) 進行合格之次級市場交易時，若非明確例外排除之情況，即應直接或間接透過 CCA 彙報交易，以利主管機關瞭解相關資金市場之交易規模及交易近況。其中「合格次級市場交易」及「例外排除情況」之規定如下：

- (1) 「合格次級市場交易」即為由 CCA 接受於下列市場清算之交易<sup>32</sup>：
- A. Repo 市場：交易對手之一方為美國國債 CCA 會員，且以美國國債為擔保之 Repo 及反向 Repo；
  - B. 現金市場：美國國債 CCA 會員，與註冊之交易經紀商、政府債券經紀商或政府債券交易商，進行美國國債之買賣交易；或由上開 CCA 會員擔任前開買賣交易經紀商之交易。
- (2) 「例外排除情況」則是指可豁免於 SEC 新規定之下列情形之一者：
- A. 交易對手一方是中央銀行、主權實體、國際金融機構或自然人之 Repo 或現金交易<sup>33</sup>。
  - B. 美國國債 CCA 會員與國家或地方政府、其他清算組織，或與其他 CCA 會員之附屬機構 (限於依美國法或依其設立地法，屬銀行、經紀商、交易商或期貨經紀商而受監管者；且該附屬機構已向 CCA 提交其從事之其他 Repo 清算及結算資料) 進行之 Repo 交易<sup>34</sup>。

### 4、聯行與會人員對 SEC 新規定之評析

---

<sup>32</sup> SEC 新規定既以「合格次級市場交易」為規範中心，並考量 FICC 為目前唯一之美國國債 CCA，因此可知「於初級市場進行之交易」以及「未於 FICC 清算之 Repo」均不在新規定之射程範圍內，並可留意。

<sup>33</sup> 亦即本行相關交易將屬 SEC 新規定之例外排除情況，本行相關交易爰暫不受新規定影響。

<sup>34</sup> CIB 與會人員即表示，該行證券分別透過紐約或巴黎之兩本帳簿交易，尚無法得知 SEC 新規定之管轄範圍，是否將一致及於該兩本帳簿完成之所有合格次級市場交易。



由於 SEC 新規定已明確與央行交易者，屬例外不受新規定影響之情況，故與會人員預期 SEC 新規定暫不影響本行相關交易。然而，SEC 新規定仍存在模糊之處，並且須待 CCA 持續建立其內部控制流程後向會員佈達。此番談話適可呈現 SEC 新規定之本質，係規範 CCA 應符合規定，並透過 CCA 規範其會員進行涉及美國國債之 Repo 及現金交易，應依 CCA 制訂之原則進行清算、結算作業。實務上，例如 Sponsored Repo 交易，作為 CCA 會員之銀行為客戶提供信用，並由客戶提供擔保證券；CCA 會員應就客戶對 CCA 之違約負責，若遇 Margin Call，CCA 會員須先提供 CCA 擔保品，再回頭向客戶請求補足擔保<sup>35</sup>。

與會人員另附帶說明，Repo 市場雖以美國國債為主要標的，然而市場之成長不必然暗示美國國債之發行量持續增加，美國國債發行量是否觸及法定上限是關於美國政府能否持續透過自我放貸挹注施政之問題；預期各個主管機關在 SEC 新規定實施後將更瞭解美國國債市場之交易情形，屆時應會有較現在更為明朗之解決方式。

此外 FICC 作為美國目前唯一合格之 CCA，因應 SEC 新規定，已對使用該公司清算、結算服務者新增交易應符合之要求；FICC 於 2024 年 7 月所做之調查結果即顯示，至少將有 7000 個交易往來關係須於 SEC 新規定生效前重新建立或予以調整<sup>36</sup>。且由於不符合「例外排除情況」之交易，屆時均必須透過合格之 CCA 清算、結算，預期 SEC 新規定將對涉及美國國債之資金市場產生巨大影響。

## 5、小結

由上可知 SEC 新規定，規範涉及美國國債且以 OTC 方式完成之 Repo 及現金交易，未來原則須於合格之 CCA 集中清算並直接或間接向相關主管機關彙報交易相關資訊，且：

---

<sup>35</sup> 交易流程依序應符合(1)完成 FICC 每日補足擔保品之要求 (Margin calls)，該等要求通常於東部時間早上 7 時 5 分前就會發出；(2)於東部時間 9 時 30 分前滿足 FICC 之每日補足擔保品要求 (或須代替客戶預先向 FICC 提供資金)；(3)計算並向客戶發出補足擔保品之要求；(4)自客戶處取得現金或證券擔保品。源於聯行與會人員之說明，交易流程另引用自聯行提供 SIFMA 報告之會議資料第 7 頁。

<sup>36</sup> 目前約有 200 餘位之 FICC 會員作為直接參與者；3500 餘位與 FICC 會員進行交易之非會員作為間接參與者。相關數據引用自聯行提供 SIFMA 報告之會議資料第 6 頁。

- (1) 與央行交易屬 SEC 新規定明確排除之例外，暫不受影響。
- (2) SEC 新規定係規範 CCA 應符合規定：Repo 主要交易對手為 CCA 會員者，即須符合 CCA 訂定之相關規則。

由於 SEC 新規定係分階段逐期至 2026 年 6 月 30 日完全生效，且尚未明確所有規定及政策細節；故本行在紐約聯行之與會者均表示：對交易業務之影響尚待評估，宜關注後續發展。

## 伍、心得及建議

### 一、各國央行因文化、政治及經濟環境等不同，面對法務議題可能採取相異之因應策略；部分法制或政策措施，仍須衡量是否適合於本行或可否於我國落實

例如：近年我國部分立法委員提案本行應成立主權財富基金，以本行外匯存底撥用等方式支應，並主張於「中央銀行法」修正以本行為主權財富基金之主管機關。故本次即向挪威代表瞭解該國主權財富基金運作之情形；其提及在央行組織架構下之挪威主權財富基金日常運作，幾完全獨立於央行之日常運作；該行內有管理行務及管理主權財富基金之兩位平行職級之 CEO，雖互相協作但亦互不干涉。挪威為避免政治力介入主權財富基金之運作，而選擇以央行之獨立性，作為主權財富基金之保護傘。

然而，如考量「挪威主權基金」另有完整之相關法制規劃<sup>37</sup>；則上述做法是否適合本行需求及我國國情，仍值得進一步研究，甚至尚須透過相關立法及配套措施之妥善規劃，予以通盤考量。

### 二、平時宜掌握各國國情及央行法務發展近況，並主動積極參加社交活動，以利資訊交流

觀察本次參與研討會之各國央行代表，於過程中仍多與鄰近國家或有相似文化背景之代表進行社交。因此，若能經由結識其他文化背景之央行法

---

<sup>37</sup> 挪威為跨世代子孫進行長期投資，增加國家財富之長期購買力，依「挪威政府退休基金法」(Government Pension Fund Act) 第 2 條規定分為「挪威基金」(GPFN)(累積國家保險儲金)及「全球基金」(GPFG)(來自石油收入)，均由財政部主管；「挪威基金」委託 Folketrygdfondet 公司(財政部 100%股權)代操(規模較小，投資區域為挪威)，「全球基金」委託挪威央行代操(規模較大，投資區域為全球)。

務人員，應有助於藉此進一步拓展社交網絡；縱是較無地理或文化淵源之央行代表聚會，亦宜積極加入對話，以利資訊交流及建立聯繫管道。

此外，因本行歷年來均定期擇要翻譯各國央行法，對其他國家之央行規範亦有初步之理解，於與其他央行代表交流時，即可適當呈現翻譯各國央行法之成果；一則得以向被譯國家代表洽詢及確認翻譯內容之細節，二來有利於建立本行之國際化及法務人員專業形象，更有助於未來翻譯各國央行法之工作更臻完善及具參考價值。

**三、參訪其他機關（構），宜審慎應對與會者詢問，謹守部門及職能分際，並宜隨時注意主要國家法規動態，對將產生重要影響之法規預作瞭解，俾適時獲得協助，利於本行應處**

聯行與會人員曾於會議中藉機詢問本行進行資產操作之策略或邏輯。因所詢事項不適於由職回應，故說明事涉機敏資訊，亦非職於職務上所知者；幸獲提問者理解。故提醒未來進行參訪之出國同仁，仍可能面對互相打探情報之情形，宜謹守部門及職能分際，小心應答。

有關 SEC 新規定要求不符合例外規定且透過 OTC 方式完成之 Repo 交易，逐期符合規定並最終均須於合格之 CCA（目前僅 FICC 公司）集中清算等細部內容，幸獲聯行與會人員協助釐清。鑒於此一新規定，係於啟程參訪前獲悉並預先向聯行提問，故可順利攜回最新市場及法務資訊，俾供本行研議應處方案；此做法實有助益。

**四、紐約聯邦準備銀行採行多元方式宣導金融知識，設有專責單位負責對外接洽並於社區舉辦活動之經驗，可供借鏡**

本次於課程中所取得 NY FED 出版之金融漫畫，內容生動有趣，此即該行近年採行多元方式推廣金融知識之一環；據悉該行尚透過邀請鄰近社區居民參加該行活動，甚或主動赴社區舉辦活動等方式，除有利於該行蒐集社區經濟活動相關資訊之外，並希望藉由輕鬆、活潑之活動內容，協助民眾增進對該行之瞭解，並提供易於理解之各種金融資訊。

鑒於本行近期亦有優化對外溝通資訊管道之相關計畫，期望能透過網路及社群媒體，提供一般民眾深入淺出之金融知識；上述多元化之推廣方式，應可提供本行相關單位辦理時之參考。