

出國報告（出國類別：其他）

參加 UBS 資產管理公司舉辦之
「31th Reserve Management Seminar」
心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：王梓彥 三等專員

廖子萱 辦事員

派赴國家/地區：瑞士/Ermatingen

出國期間：114 年 6 月 21 日至 29 日

報告日期：114 年 9 月 16 日

目錄

壹、前言.....	1
貳、總體經濟之回顧及展望.....	2
一、美國經濟展望及政策風險.....	2
(一) 美國經濟成長動能放緩.....	2
(二) 美國政策不確定性對經濟與市場之潛在影響.....	5
二、歐洲經濟前景與資本市場重估.....	10
(一) 歐洲政策轉向帶動經濟逐步脫離疲軟.....	10
(二) 歐洲資產吸引力回升.....	11
三、地緣政治下之去美元化現象.....	14
(一) 地緣政治風險致全球重塑其資產配置.....	14
(二) 外匯存底管理趨勢.....	15
參、美國公債附買回(Repo)市場介紹.....	17
一、美國公債 Repo 基本介紹.....	17
(一) 定義.....	17
(二) 案例說明.....	17
(三) Repo 市場類型.....	18
(四) Repo 利率.....	22
二、交易商資產負債表與 Repo 交易之相互影響.....	24
(一) 市場障礙：銀行監管規範.....	24
(二) 季底及年底：交易商面臨資產負債表壓力，導致 Repo 利率上升.....	26
(三) 因應作法：FICC 之保薦式附買回清算機制.....	26
三、美國公債市場實務小組(TMPG)違約賠償規則.....	29
(一) 交割失敗罰金之利率.....	29
(二) 交割失敗罰金之計算方式.....	29
四、Fed 提供之 Repo 及流動性工具.....	30
(一) 常設附買回機制(SRF).....	30
(二) FIMA repo facility.....	31
(三) 隔夜附賣回機制(ON RRP).....	31
(四) FIMA reverse repo facility.....	32
肆、心得及結論.....	33
伍、參考資料.....	34

壹、前言

職奉派於本(2025)年 6 月 21 日至 6 月 29 日參加 UBS 資產管理公司舉辦之「31th Reserve Management Seminar」，研討會為期 5 天；參加人員多為各國中央銀行或政府機構外匯存底管理者與主權基金交易人員；講者主要為 UBS 資產組合管理人、經濟研究分析師等；課程主要內容涵蓋：全球總體經濟情勢、央行貨幣政策前景、外匯存底管理趨勢、固定收益市場展望及貨幣市場概況等議題，主題多元、理論與實務兼具；講者另於會場透過線上問答投票方式與學員互動，讓學員們了解彼此對各類議題之看法。

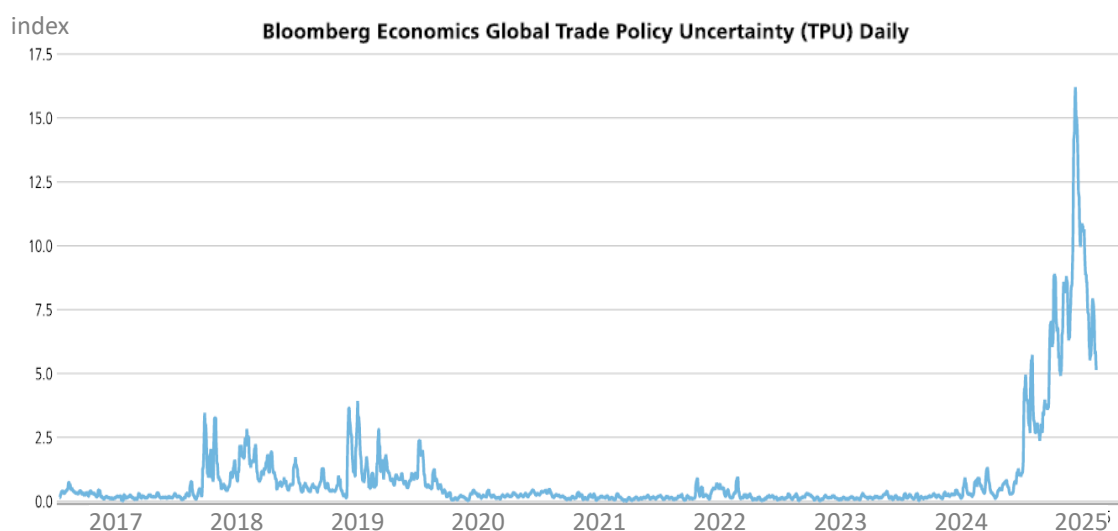
本專題報告內容主要分為二大部分，第一部分為「總體經濟之回顧及展望」，議題包含：美國經濟展望及政策風險、歐洲經濟前景與資本市場重估、地緣政治下之去美元化現象；第二部分為「美國公債附買回(Repo)市場介紹」，內容包括：美國公債 Repo 基本介紹、交易商資產負債表與 Repo 交易之相互影響－衍生出「固定收益清算公司」(Fixed Income Clearing Corporation, FICC)保薦式 Repo 交易模式、美國公債市場實務小組(TMPG)違約賠償規則，再以美國聯準會(Federal Reserve，以下簡稱 Fed)提供之 Repo 及流動性工具作結；最後並附上本次研習心得與結論。

貳、總體經濟之回顧及展望

一、美國經濟展望及政策風險

本(2025)年 1 月川普政府上任以來，陸續推動涵蓋含貿易關稅、稅制改革、財政擴張、移民管制、能源轉向及國防戰略重塑等多項重大政策。前述政策多以「美國優先」為核心主軸，充分展現其保護主義立場，卻也對其他非美國家帶來顯著衝擊。於此背景下，川普政府相關貿易與外交政策使全球貿易政策不確定性顯著增加(圖 1)，亦使美國面臨經濟成長趨緩、通膨壓力上升、財政負擔加重及地緣政治風險升高等多重挑戰。

圖 1 全球貿易政策不確定性指數



註：資料截至 2025 年 6 月。

資料來源：UBS、Bloomberg、Macrobond。

(一) 美國經濟成長動能放緩

1. 民間消費及投資逐步轉弱

UBS 指出，美國近期消費動能持續放緩，主因家庭儲蓄率下滑、勞動市場擴張放緩、借貸成本居高不下、實質所得成長疲軟，及新增關稅推升通膨壓力。儘管短期內高資產與信貸水準仍對消費提供一定支撐，惟整體趨勢顯示未來成長動能恐減弱。同時，企業投資活動亦趨保守，反映總體需求放緩、稅收與貿易政策前景不確定，及政治與財政風險升高，抑制企業擴張其產能之意願。

2. 通膨回升與就業市場降溫風險再起

UBS 指出，美國通膨正面臨結構性上行壓力，未來通膨穩定區間可能落在 3%~3.5%，並恐形成高於 3% 之新常態。此趨勢主要反映人口老化、勞動供給萎縮、移民放緩及全球化退潮等因素，尤其與薪資和就業市場密切相關之服務通膨，在失業率維持低檔情況下難以明顯回落。另一方面，美國過去依賴中美貿易帶來之輸入型通縮已逐步消退，隨中國 PPI 下行使美國難以再透過低價進口抑制商品通膨；加以近期關稅政策推升進口成本，帶動製造業與消費品價格上漲，進而傳遞至美國整體及核心 PCE 物價水準(圖 2)。此外，而高赤字與高債務水準則限制 Fed 進一步升息空間。儘管近年人工智慧(Artificial Intelligence, AI)崛起有望提升生產力，長期或能部分抵消通膨壓力，惟短期內美國恐面臨高通膨、高利率及政策兩難之困境。

圖 2 UBS 對美國整體及核心 PCE 年增率之預估

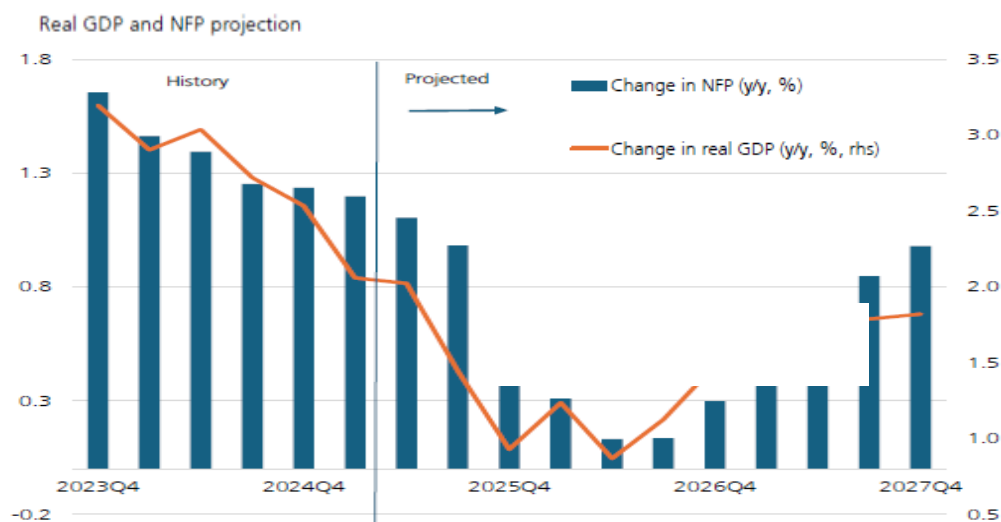


資料來源：BLS、Haver、UBS。

UBS 亦表示，近期隨美國 GDP 成長放緩，勞動市場正逐步降溫，非農新增就業人數成長趨緩(次頁圖 3)，預估本年第 4 季失業率上升至 4.6%，並於明年同期進一步升至 4.8%。若未來美國 GDP 成長率降至約 1.0%，理論上無需新增就業需求；惟若成長率進一步下滑至約 0.5%，勞動市場恐顯著緊縮並推升失業率。儘管部分家庭仍憑藉高資產與儲蓄水準於短期內支撐消費，惟在高利率及實質所得成長放緩之

壓力下，將拖累民間消費與就業成長。此外，關稅與貿易政策不確定性升高，使企業傾向延後投資與招聘計畫，加以現行就業數據面臨回應率低與估算偏誤等問題，恐無法真實反映當前勞動市場之疲弱程度。

圖 3 UBS 對美國非農新增就業人數與 GDP 成長率之預估

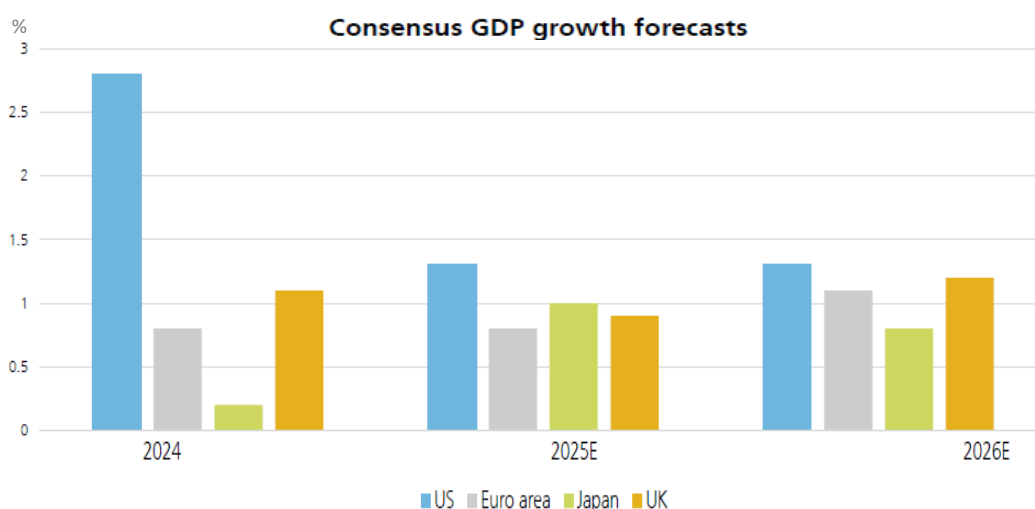


資料來源：BLS、BEA、Haver、UBS。

3. 經濟前景下修，衰退可能性上升

UBS 指出，上(2024)美國 GDP 成長率約 2.8%，遠優於其他主要經濟體，惟市場已普遍下修本年及明年美國 GDP 成長率，預期其與歐元區、英國、日本等其他已開發經濟體水準之差距將縮小(圖 4)。

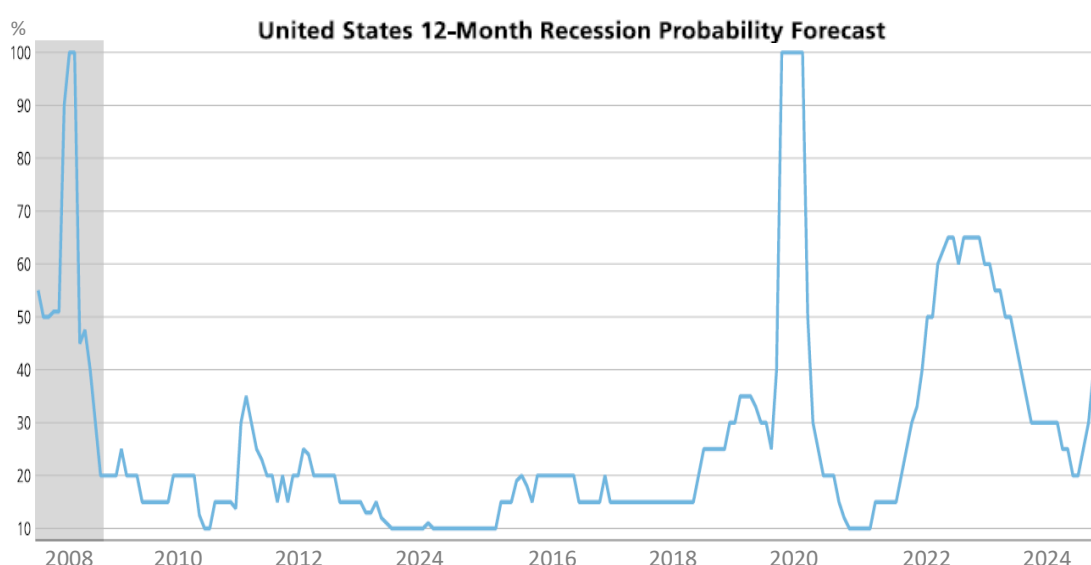
圖 4 UBS 對美國與其他主要經濟體經濟成長率之預估



註：資料截至 2025 年 6 月。
資料來源：UBS、Bloomberg。

根據最新數據，諸多領先經濟指標已轉呈衰退訊號，約 70%之領先就業行業已出現裁員，市場預期未來 12 個月內經濟衰退機率再次上升(圖 5)，惟當前美國經濟仍具韌性，短期內陷入衰退機率不高，中期風險則上升，目前衰退風險屬於「寬而淺」(a mile wide and an inch deep)，即風險範圍廣但影響深度有限。UBS 認為，在未出現重大全球衝擊之前提下，美國經濟可能逐步放緩而非陷入全面衰退，惟最終是否陷入衰退仍將取決於市場預期及政府政策(如：Fed 降息時點與幅度)。

圖 5 美國未來 12 個月經濟衰退機率



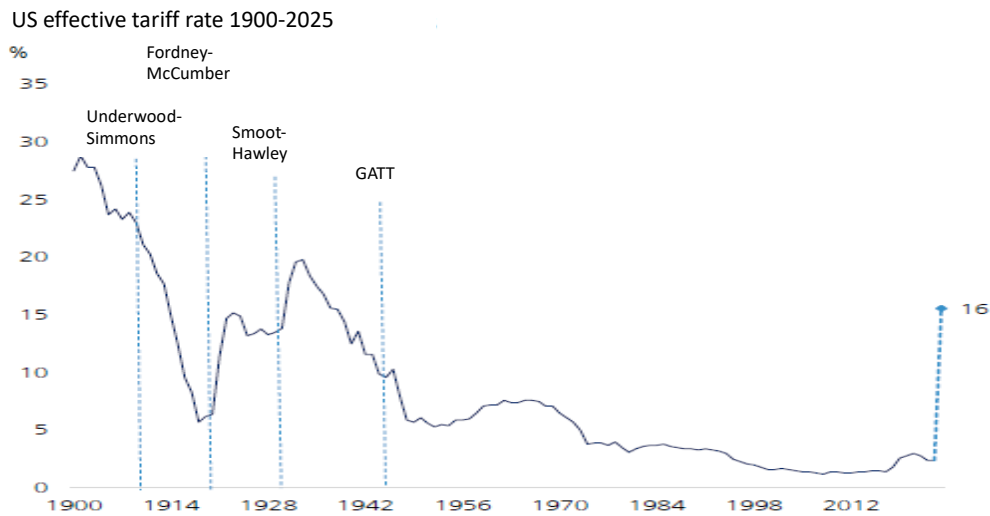
註：資料截至 2025 年 6 月。
資料來源：UBS、Bloomberg、Macrobond。

(二) 美國政策不確定性對經濟與市場之潛在影響

1. 關稅政策對全球貿易及通膨帶來巨大衝擊

本年 4 月初，川普政府宣布多項關稅措施，包括基準關稅、對等關稅、汽車關稅等等。其中，除對所有進口商品徵收 10%基準關稅外，亦對特定國家加徵更高之對等關稅。雖該政策一度延後實施以爭取協商空間，惟近期川普政府已陸續公布各國適用之新對等關稅稅率，並對特定產業(如：鋼、鋁...等)加徵關稅，致美國有效關稅稅率水準大幅上升(次頁圖 6)。

圖 6 美國平均有效關稅稅率



資料來源：UBS、Census Bureau、Haver。

儘管關稅政策後續走向仍具不確定性，全球對美國作為穩定貿易夥伴之信任已明顯下滑，即便未來政策轉向，各國亦對其貿易立場之可預測性存疑。當前全球供應鏈正重塑，企業傾向降低對美依賴，以減少政策風險與成本。整體而言，關稅政策所帶來之資源錯置與政策不確定性，恐對全球貿易秩序造成負面衝擊。

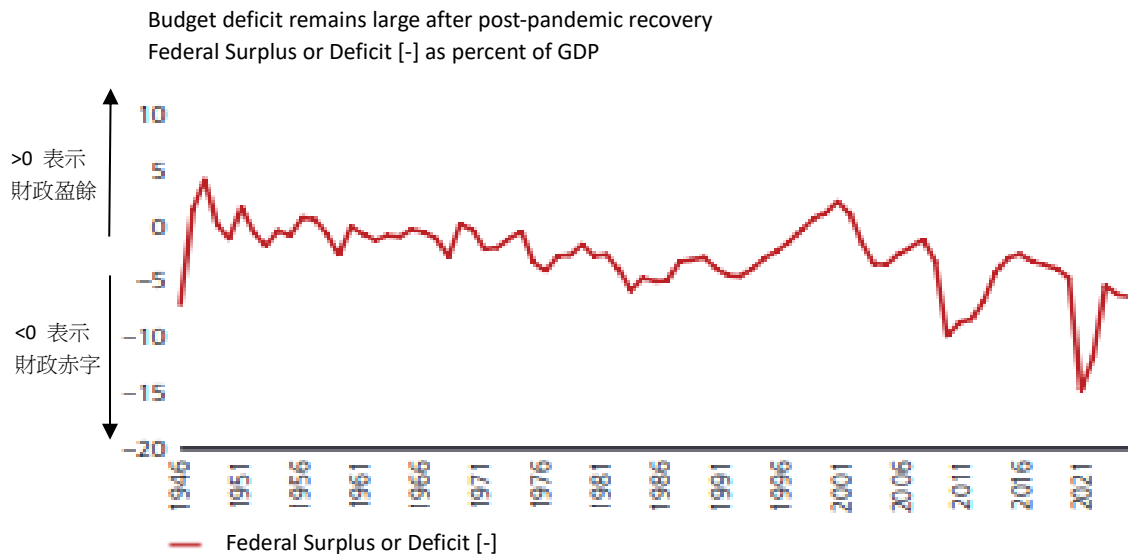
UBS 表示，本年初美國通膨數據隨租金壓力減緩而呈下降趨勢，原可望於明(2026)年回落至 Fed 2%目標，惟隨川普祭出關稅政策，當前通膨趨勢已改變。關稅不僅推升進口商品成本，亦可能促使企業策略性漲價，進而推升通膨。此外，由於關稅對通膨之影響具滯後性，6 月通膨數據(已於 7 月發布)僅反映部分影響，而完整效果恐至年底才逐步顯現，預期本年底美國核心 PCE 年增率將回升至 3.5%~4.0%(第 3 頁圖 2)，遠高於先前預期之 2.5%以下。惟鑑於關稅轉嫁至消費者之程度仍未知，加以政策前景充滿不確定性，宜密切關注未來美國通膨走勢。

2. 財政擴張與赤字惡化引發長期財政可持續性之疑慮

UBS 表示，近年美國財政狀況持續承壓，疫情間政府大規模支出使財政赤字急劇擴大，目前財政赤字對 GDP 比率約 7%而仍居高水準(次頁圖 7)，且預期未來難以顯著回落。此外，美國政府債務水準已近歷史高位，美國國會預算辦公室

(Congressional Budget Office, CBO)預估，若利率長期維持高檔，2050 年債務利息支出將接近 GDP 之 8%，高於當前部分新興市場國家水準。整體而言，美國高赤字與高債務之財政困境將限制 Fed 以升息抑制通膨之貨幣政策空間，未來其恐需透過金融抑制(如：擴張資產負債表)來壓低市場利率。

圖 7 美國財政赤字對 GDP 比率



註：資料截至 2025 年 5 月。
資料來源：FRED、UBS。

於此背景下，本年 7 月 4 號**公共法案(Public Law 119-21)**¹**正式生效**，該法案雖然常被外界解讀為大規模擴張性政策，惟其核心內容主要為延續 2017 年減稅條款，**實質刺激效果有限**；據估算，**本年該法案帶動 GDP 成長約 0.3 個百分點**，明年將降至 0.1 個百分點，**後(2027)年起則轉為負貢獻**，長期亦傾向拖累 GDP。同時，延續減稅與部分新增支出在財政面仍將推高赤字，**十年內將使政府債務對 GDP 比率上升約 30 個百分點**。另該法案亦包含**一次性將債務上限提高約 5 兆美元**，將推升政府債券淨發行之量，若市場信心動搖，恐再現 1993 年至 1994 年「債券義警」²式之利率上行壓力。在美國政府缺乏財政共識且移民收緊削弱勞動力供給之情況下，**美國長期成長與財政可持續性風險恐同步加劇**。

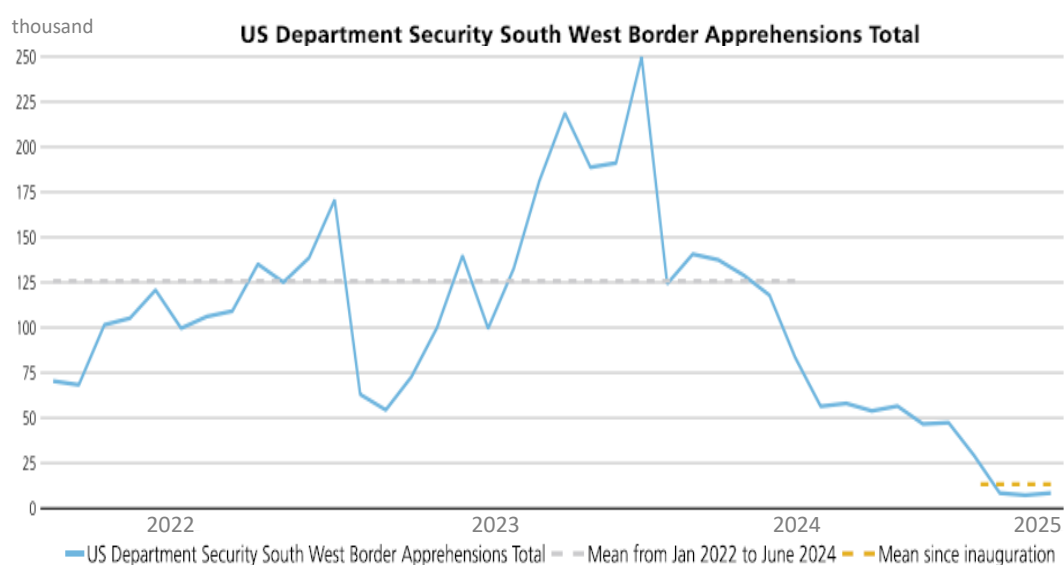
¹ 原《大而美法案》(One Big Beautiful Bill Act)。

² 該事件係指美國財政赤字與通膨壓力引發投資人信心動搖，債市投資人(尤為長天期公債持有人)大量拋售美債，導致殖利率急升、金融環境緊縮之情況。

3. 緊縮移民政策致勞動力供給減少

近期美國移民政策收緊，邊境執法加嚴，加以公共法案及相關移民法規對庇護申請、簽證配額與非法入境處理之限制，使勞動力流入速度趨緩(圖 8)。短期內，或能在勞動市場需求放緩之際維持相對均衡；惟長期而言，隨人口高齡化加深，非勞動人口比例持續上升，若移民淨流入無法有效補足勞動缺口，將導致勞動力供給逐步萎縮，進而推升結構性通膨壓力，並加劇經濟下行風險。

圖 8 美國移民政策收緊對勞動供給之影響



註：資料截至 2025 年 4 月。

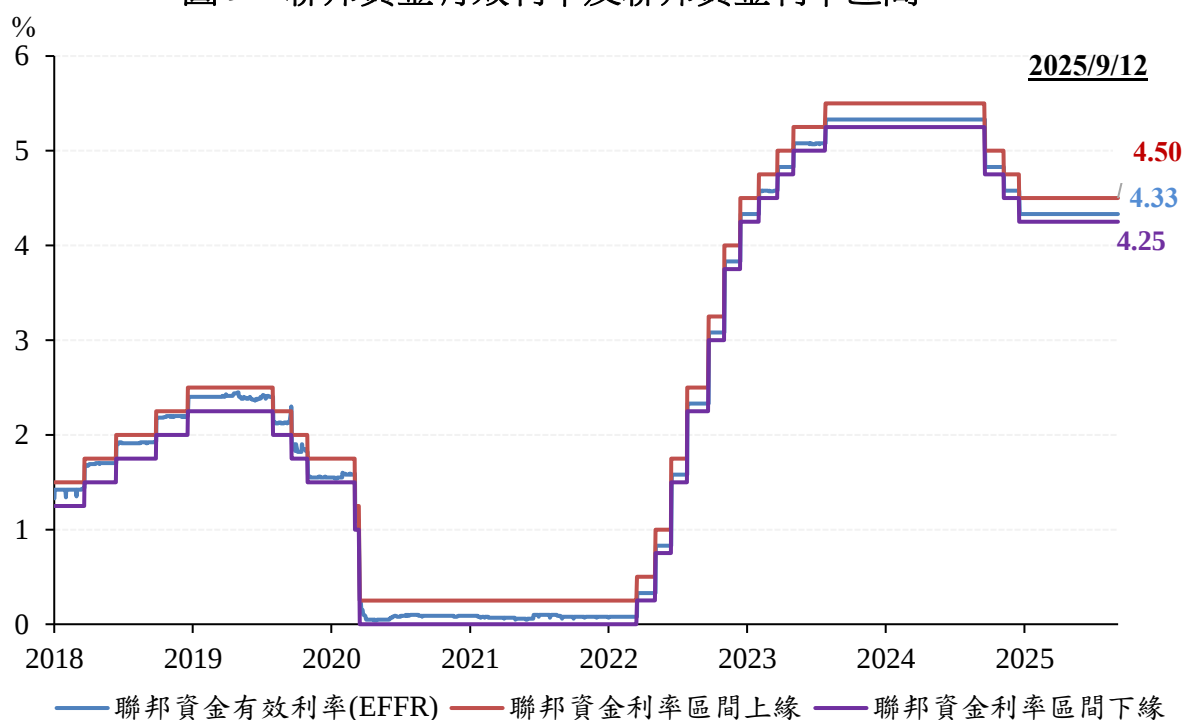
資料來源：UBS、Macrobond。

4. Fed 貨幣政策面臨干擾，其獨立性受挑戰

UBS 預期，在通膨回升與就業市場降溫風險下，Fed 將持續推進降息，惟其政策反應可能滯後，須待經濟下行訊號更明確才實施。過去 Fed 主席 Powell 表示，政策立場屬「溫和緊縮」，利率維持於 4.25%~4.50%(次頁圖 9)；惟本年 8 月 22 日 Jackson Hole 演講中，其態度出現轉變，表示「通膨風險偏上行，而就業風險偏下行」，指出政策利率已較一年前更近中性區間，若風險平衡持續轉變，可能調整政策，暗示 9 月 FOMC 或將進一步降息。

UBS 認為，美國經濟前景高度不確定，雖然目前其經濟衰退可能性不高，基礎情境為過渡性放緩而非深度衰退，惟全球衝突及地緣政治風險仍構成下行風險。另一方面，近期川普要求 Fed 理事 Lisa Cook 解職，惟依《聯邦儲備法》規定，理事僅能因正當理由(for cause，如：重大不當行為或職務失當)被解職，此舉凸顯政治干擾 Fed 貨幣政策獨立性之風險，進一步加劇市場對政策前景與經濟走向之不確定性。

圖 9 聯邦資金有效利率及聯邦資金利率區間



資料來源：Bloomberg。

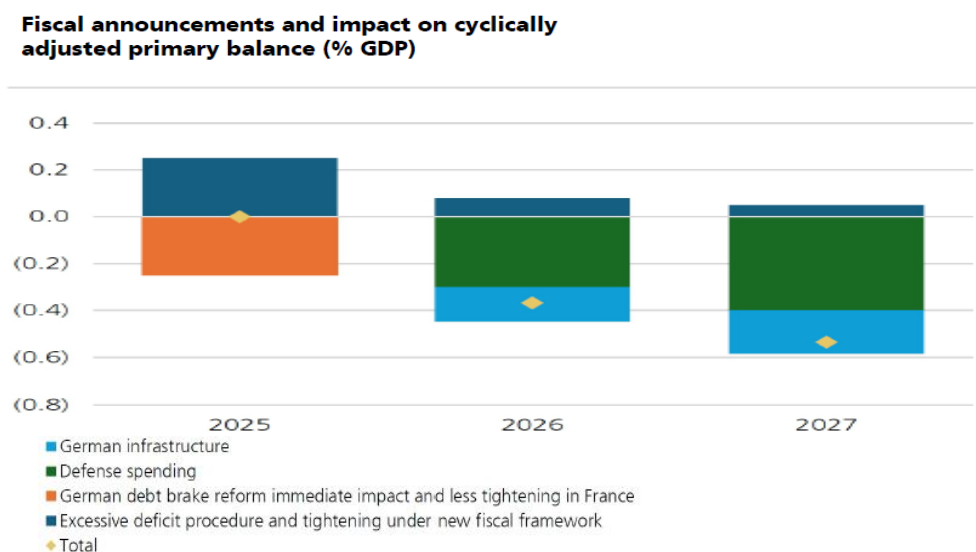
二、 歐洲經濟前景與資本市場重估

(一) 歐洲政策轉向帶動經濟逐步脫離疲軟

1. 財政擴張與國防基礎建設支出刺激成長

UBS 指出，雖然歐洲主要國家(如：德國、義大利)的人口結構持續惡化，長期成長潛力受限，惟**中期經濟動能受財政與結構性因素支撐**，主要反映**德國已大幅轉向擴張性財政政策**，其計畫於未來十二年投入約 **5,000 億歐元於基礎建設基金**(按約每年 GDP 之 1%)，並**將國防支出逐步提升至約 GDP 之 3.5%** (圖 10)。短期內(即本年)，德國「債務剎車³」改革已釋放部分財政空間，惟**主要刺激效果將於明年至後年逐步顯現**，預期將貢獻歐元區 GDP 約 **30~40 個基點**，並帶來外溢效應，進一步提振市場對歐元區經濟前景與資產吸引力之信心。

圖 10 UBS 預估明後年歐洲財政刺激效果將逐步顯現



註：本年德國「債務剎車」改革主要包括：(1)允許各州政府舉債；(2)將部分既有國防支出排除於債務限制外，爰自本年起釋出更多財政空間。

資料來源：EC、Haver 和 UBS 預估。

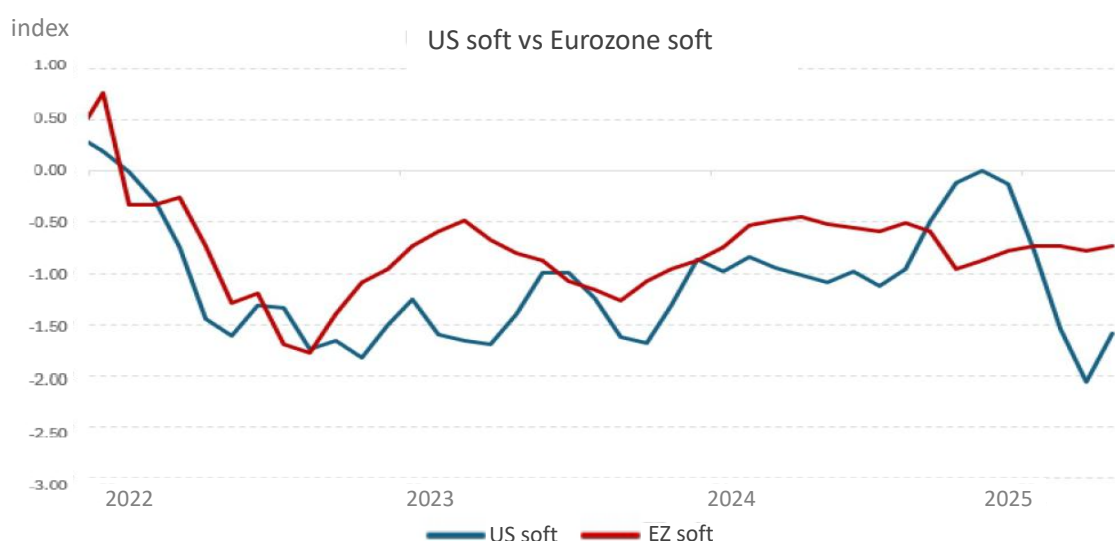
2. 經濟前景樂觀且出現回穩跡象

雖然歐洲面臨美國加徵關稅等外部挑戰，惟**近期歐元區經濟數據顯示，企業與商業信心仍具韌性，短期下行壓力有限**。UBS 指出，**相較美國，歐洲信心指標下滑幅**

³ 德國憲法於 2009 年修訂，設立「債務剎車(debt brake)」機制，要求聯邦政府自 2016 年起的結構性赤字不得超過 GDP 之 0.35%，且各州政府原則上不得新增結構性債務。

度較小(圖 11)，顯示市場預期與景氣感受仍相對穩定。另 ECB 預估，本年第一季歐元區 GDP 成長率達 0.6%，而全年該值約 1%，未來幾年亦將略高於此，且 PMI 組成結構反映經濟動能優於原先預期。展望中期，歐元區成長動能主要來自財政支出與國防投資，預期後年德國 GDP 年成長率由目前之零成長回升至約 1.9%，高於歐元區平均之 1.5%。此外，歐元區通膨已逐步回落至約 2%，反映物價受控，將有助提振投資人信心，並提升市場對歐洲資產中期增值潛力之評價。

圖 11 歐元區與美國信心指標



註：信心指標以調查資料為主之軟數據為基礎，反映受訪者對經濟前景或市場狀況之預期與情緒，涵蓋消費者信心、企業信心、PMI 製造業、PMI 服務等指標。
資料來源：UBS、Haver。

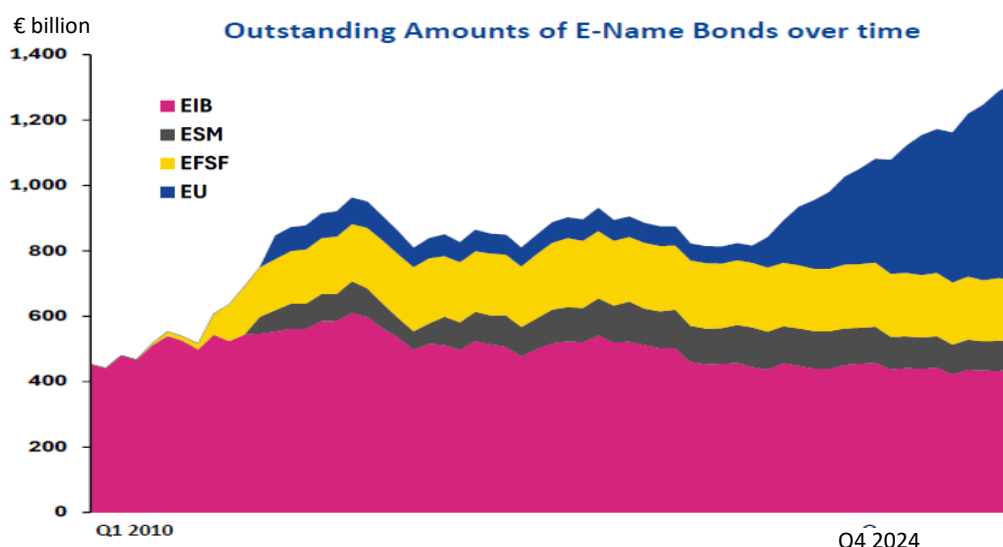
(二) 歐洲資產吸引力回升

1. 歐洲政策與貿易環境相對穩定，帶動資金流入

UBS 表示，歐元區在外部不確定性升高之背景下，市場反應相對穩定，預期企業與市場維持韌性，顯示其政策與治理框架具備較高承受度。近年歐洲於貨幣政策與財政政策上更趨協調，政治風險亦相對可控；同時，以歐盟國家為主體共同發行之債券⁴大幅成長，其市場規模已於 2024 年底突破 1.4 兆歐元(次頁圖 12)，而其殖利率利差相對德國公債亦持續收窄(次頁圖 13)。

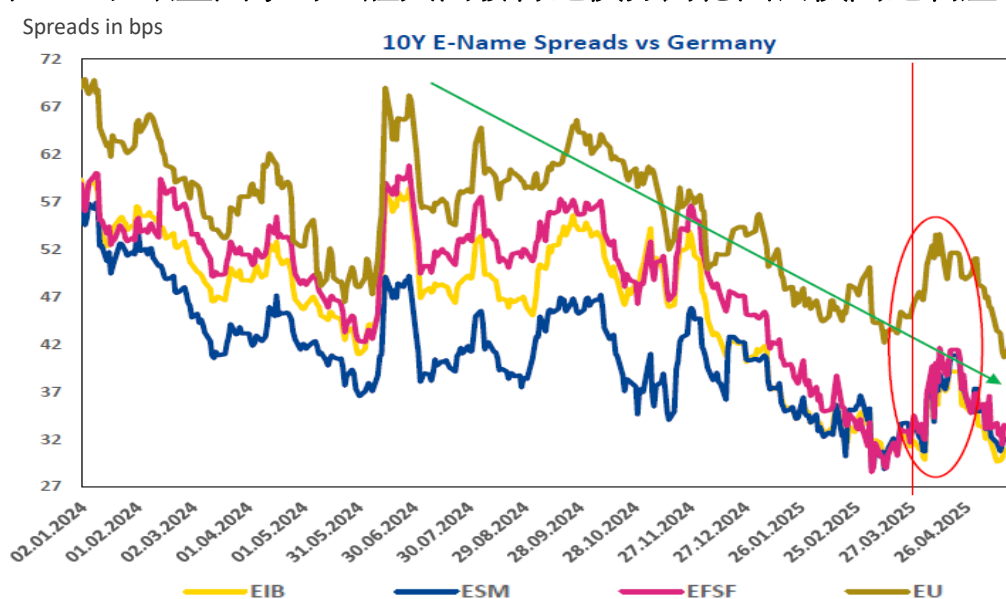
⁴ 如：歐洲穩定機制(European Stability Mechanism, ESM)、歐洲金融穩定基金(European Financial Stability Facility, EFSF)、歐盟(EU)和歐洲投資銀行(European Investment Bank, EIB)等機構發行的債券。

圖 12 2010 年底迄今以歐盟國家為主體共同發行之債券規模



資料來源：ESM、Bloomberg。

圖 13 以歐盟國家為主體共同發行之債券對德國公債間之利差



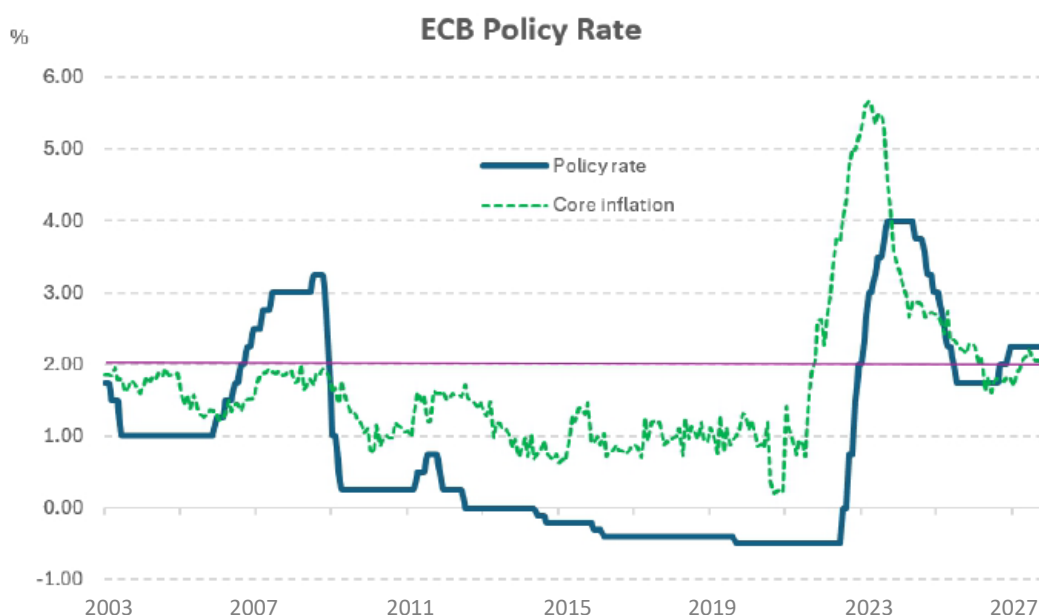
資料來源：ESM、Bloomberg。

UBS 強調，[近期資金流向已呈結構性轉變](#)，投資人不僅降低美元曝險，更積極增加配置歐洲資產，尤其[利差因素已不足以解釋歐元兌美元\(EUR/USD\)波動](#)，顯示[匯率走勢更多受資金配置和信心驅動](#)。因此，歐洲在政策與制度框架相對穩定、貿易環境具韌性之背景下，逐漸鞏固其作為國際資金之主要承接方，投資人亦轉向關注歐洲資產表現。

2. ECB 政策支撐資產估值

ECB 在通膨與金融穩定間取得平衡，並與財政政策互相配合。UBS 表示，隨著通膨逐步回落至約 2%，**ECB 已啟動降息循環，預期本年下半年再降息一次**，惟在基礎情境下，明年因財政刺激可能推升物價，ECB 或將小幅調升利率，以防範通膨回升；整體而言，**ECB 政策利率將逐步降至 1.75%(接近中性水準)**(圖 14)，**並維持偏寬鬆立場**。

圖 14 UBS 對 ECB 政策利率之預估



資料來源：UBS、Bloomberg。

在此政策環境下，歐洲資產估值持續獲得支撐。歐元區政府債券利差收斂，股市表現亦相對強勁，顯示**市場對歐洲資產之風險溢價要求下降**。薪資成長速度放緩與企業獲利能力回升，強化投資人對物價可控與盈利前景之預期。相較之下，在美國受制於赤字與政策不確定性導致估值波動升高之下，**歐洲資產於國際資產配置中之相對吸引力隨之提升**。

三、地緣政治下之去美元化現象

(一) 地緣政治風險致全球重塑其資產配置

上年底迄今，美元呈階段性走弱，市場普遍認為其主要反映川普政府相關貿易與外交政策所導致之美國政策不確定性上升。UBS 指出，多數受訪者預期未來一段時間美元將持續承壓，惟部分分析師認為前述現象為短期「重設(reset)」，不代表美元將長期走貶。相較於過去危機期間資金大量湧入美元避險資產之模式，本次美元走弱期間，美股與美債亦同步遭拋售，顯示美元避險地位恐受影響，亦反映外資對美國市場之信心已動搖。

儘管市場對美元長期走勢尚無明確共識，惟大致已由先前之「強勢美元預期」轉為更謹慎看法。部分觀察指出，隨國際貿易緊張情勢暫時緩解，美元下行壓力似有限，惟當前投資人對歐洲資產之相對吸引力已有初步反應，且在固定收益與股票市場之資金流向尤為明顯(表 1)，顯示投資者正重新思考美國資產之配置。

表 1 各地區和資產類別之資金流量概況

單位：%

資金淨流量占資產管理規模(AUM)之百分比(年化)								
	美國大選前	川普政策	德國財政刺激	關稅解放日	解放日迄今	過去一週	過去一個月	本年迄今
股票								
歐洲大型股	-1	2	18	4	10	0	5	11
歐洲中小型股	1	-7	12	-8	7	9	10	5
美國大型股	2	4	2	10	1	2	1	2
全球新興市場股	3	-1	1	1	2	1	2	0
固定收益								
歐洲	12	12	11	-10	12	14	17	12
美國	10	7	6	-8	4	2	7	5
新興市場	0	-2	6	-60	9	31	17	4

資料來源：Morningstar、UBS Analysis

註：美國大選前係指 2024/1/1~11/4；川普政策係指 2024/11/5~2025/2/25；德國財政刺激係指 2025/2/26~4/2；關稅解放日係指 2025/4/3~4/11；解放日迄今係指 2025/4/12~迄今。

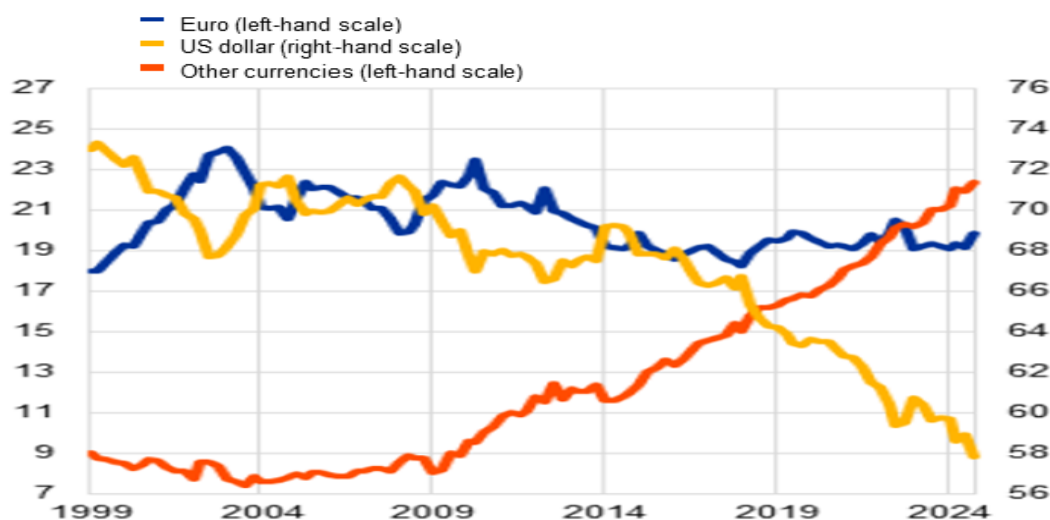
(二) 外匯存底管理趨勢

1. 美元資產配置面臨調整，歐元具備成為全球安全資產之潛力

近年各國央行外匯存底幣別配置呈多元化趨勢(圖 15)：美元占比已由 1999 年之約 74% 降至 2024 年之約 58%；歐元占比則穩定維持於約 20% 之水準；其他貨幣(如：瑞典克朗、新加坡幣、韓元等)則由 1999 年之約 10% 上升至 2024 年之約 20%。

圖 15 歐元和美元於全球外匯存底之占比

(percentages; at constant Q4 2024 exchange rates)



資料來源：ECB International Role Euro Report 2025

以歐元計價融資具諸多優勢，不僅融資成本較美元低，亦可觸及更廣泛之投資人，並提升對 ESG 投資者的吸引力。此外，歐債市場提供更完整的期限結構，最長可延展至 50 年，為發行人帶來更大靈活性，亦有助於地緣政治分散，降低單一市場或貨幣風險。更重要的是，當前國際貨幣體系中，歐元具備一定升值潛力及中期內挑戰美元地位之條件，主要反映歐元兌美元估值偏低及歐盟基本面改善。從基本面觀察，歐洲較美國擁有相對穩健之財政結構，尤其近期德國推動擴張性財政政策將有助於歐洲經濟復甦。此外，歐洲似能更有效管理通膨、政治風險亦相對可控，加以歐盟持續推動跨國投資與債務整合機制⁵，均有助於提振市場對歐元區之信心。

⁵ 如 Next Generation EU (NGEU) 係歐盟於 2020 年推出之計畫，旨在協助成員國從新冠疫情中復甦。該計畫總規模約 8,070 億歐元，資金來源為歐盟首次以自身名義發行之長期債券，試圖建立超國家債務機制。

2. 惟結構性限制下，短期內美元地位仍穩固

儘管歐元資產供需持續增加⁶，惟現階段歐元欲成為能與美元匹敵之安全資產，仍面臨諸多結構性問題，包含：歐元區國債市場尚未整合(如德、法、義各自發債)、歐盟治理決策機制仍呈碎片化及主權整合進展緩慢等，抑制資本市場流動，進而限制歐元作為安全資產之流動性與深度。鑑此，倘若歐盟未能在近期地緣政治壓力及美國政策不確定之背景下推動制度性整合改革，歐元恐持續停留在具潛力但未成熟之替代資產選項。故目前美國雖面臨諸多挑戰，美元仍然憑藉其市場規模、制度信任與金融基礎建設⁷，維持全球安全資產霸主之地位。

⁶ 如：非歐洲國家提升歐元債券發行比重、歐盟自身債券發行規模增加等。

⁷ 美國擁有完善金融與法律基礎設施，如：深厚債券市場、美元支付與清算系統等，且目前美元仍主導資本市場與金融機構。

參、美國公債附買回(Repo)市場介紹

一、美國公債 Repo 基本介紹

(一) 定義

附買回協議(Repo Agreement)係一種短期有擔保的貸款協議。在交易啟始階段，協議一方(現金借入方)先將所持有的證券出售予另一方(現金出資方)，並約定在未來某個日期、以約定價格買回該證券；當 Repo 協議到期時，借款方將先前借入之資金連同利息一併還給出資方，出資方則會返還證券擔保品。

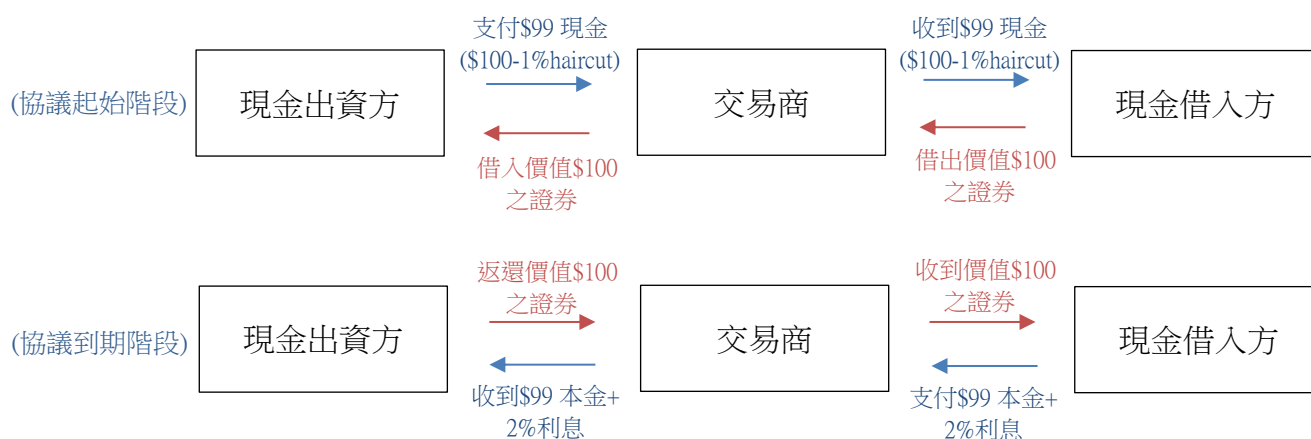
Repo 交易的**期限都相當短**，大部分為隔夜(**overnight Repo**)，而**定期(Term Repo)**交易期限**最長可達兩年**。美國 Repo 交易的擔保品主要集中在美國公債，其次為抵押擔保證券(MBS)。

在利率方面，當市場上可用於融資的**現金減少**，**或用以融資的擔保品數量增加時**，**Repo 利率傾向上升**；反之，當市場上可用於融資的現金增加，或用以融資的擔保品減少時，Repo 利率傾向下降。此外，交易商的資產負債表中介功能也會影響 Repo 利率，例如：**當交易商之資產負債表受到限制時，中介能力降低，導致 Repo 利率上升**。

(二) 案例說明

以 2%利率、價值 100 美元之債券進行 Repo 交易，擔保品折價(haircut)為 1% (圖 16)。

圖 16 Repo 交易流程



資料來源：本文撰寫者繪製

首先，出資方借入價值 100 美元之債券，並同時借出等值債券價值扣除 haircut 後之現金。**Haircut** 係由借款方所支付，即形同 **Repo** 交易中的初始保證金，通常以擔保品市價的百分比表示。**Haircut** 高低一般取決於所借入擔保品的類型，也可能依據交易對手信用狀況而有所不同。

Haircut 在「擔保品提供者」違約的情況下，能保護現金投資人，也能作為對擔保品價值波動的緩衝，以及因快速變現證券所產生的價值損失的保護機制。在交易期限結束時，現金出資方會將債券返還給現金借入方，並收回其原始出借的現金金額，加上按附買回利率計算之利息。利息計算公式為：

$$\text{利息} = \text{含息價格 (dirty price)} \times \text{附買回利率 (repo rate)} \times \text{天數計算 (day count)}$$

Dirty price 係包含應計利息的債券當前價格，天數計算是指交易期間之天數除以 360。

從上述例子來看，假設債券的 dirty price 為 \$100，haircut 為 1%，附買回利率為 2%，則現金出資方所收到的利息為：\$0.166 = \$99 × 2% × (30/360) (此為一筆 30 天的交易)。

(三) Repo 市場類型

在實務上，Repo 市場可依清算及保管方式，分成以下三種(表 2)。

表 2 Repo 市場分類

雙邊附買回(Bilateral Repo)	三方附買回(Tri-party Repo)
雙邊協議(Bilateral)	傳統三方協議(Tri-party)
➢ 證券借入及借出雙方的直接交易。 ➢ 可不經清算，也可透過 FICC⁸進行中央清算。 ➢ 交易可雙向進行：Repo 為交易商出售證券，Reverse Repo 為交易商買入證券。 ➢ 擔保品可指定特定證券，如一般擔保品 (General Collateral, GC)或特殊擔保品 (specials)⁹。 ➢ 折價率(haircut)依交易對手方及擔保品之信用風險來決定。 ➢ 可將借來的證券進行再次質押。	➢ 在證券借入及借出方之間，透過第三方機構 (目前為紐約梅隆銀行，簡稱 BONY)進行的交易；第三方機構負責保管擔保品及現金交換。 ➢ 保管機構作為代理人(agent)，負責交易之結清算，並確保遵守協議條款。 ➢ 客戶不會實際收到證券；擔保品僅適用 GC。
	一般擔保品融資(General Collateral Financing)
	➢ 係透過 FICC 清算的 Tri-party Repo。 ➢ 交易由交易商間以匿名撮合方式完成。 ➢ 由 FICC 作為雙方的交易對手。

⁸ FICC 為「固定收益清算公司」(Fixed Income Clearing Corporation)之簡稱，係「美國存託及清算公司」(Depository Trust and Clearing Corporation, DTCC)的子公司。

⁹ 特殊擔保品通常是最新發行(on-the-run)的基準債券，如剛發行的美國公債，因市場對此債券需求旺盛而以較低的 Repo 利率交易。

1. 雙邊交易(Bilateral)

- (1) 在雙邊 Repo 協議下，交易雙方就一系列具體條件達成協議，包括：證券類型、本金金額、利率、擔保品折價(haircut)及到期日等。
- (2) 在清算方面，目前可透過 FICC 進行中央清算，也可不經清算。根據 Fed 統計，未清算的雙邊 Repo 約占全體市場之 65%，經清算的雙邊 Repo 則約占 35%。鑑於美國證券交易委員會(SEC)於 2023 年 12 月通過「擴大中央清算規則」，大多數 Repo 交易將會在 2027 年 6 月 Repo 中央清算規則生效期限之前，轉移至 FICC 中央清算架構¹⁰。
- (3) 在雙邊 Repo 交易中，證券借出方需在上午 11 點前交付其證券，並明確約定將交付哪一種證券。由於清算時間較早，對部分參與者來說，雙邊 Repo 相較三方 Repo 更具吸引力，因為現金投資人可將借來的證券再次質押(repledge)，但也隱含證券借出方承擔了交易到期結算失敗的風險。
- (4) 目前並沒有針對所有美國公債雙邊 Repo 交易的利率進行明確統計，但可透過 Fed 發布之「三方一般擔保品利率」(TGCR)、「廣泛一般擔保品利率」(BGCR)及「擔保隔夜融資利率」(SOFR)等數據¹¹反推出雙邊清算 Repo 的隔夜利率。由於交易對手風險更高，結、清算及操作成本也較大，雙邊 Repo 利率通常高於三方 Repo 利率。
- (5) 此外，擔保品可指定特定的證券，如一般擔保品(GC)或特殊擔保品(specials)。若市場對特殊擔保品的需求增加，可能會對雙邊 Repo 利率產生下行壓力，因為證券借入方願意為了獲得某項特殊擔保品，而接受較低利率。

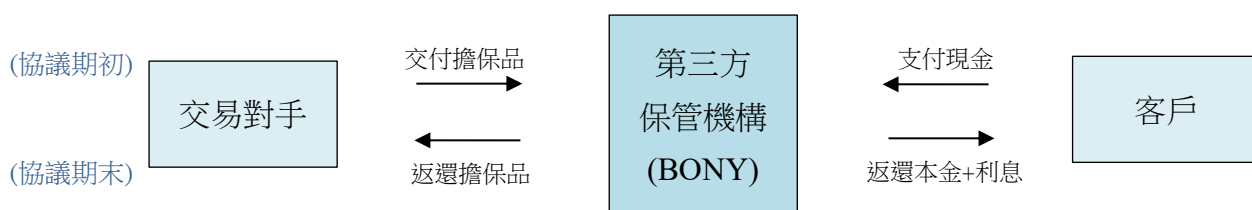
¹⁰ 為提升市場透明度、降低系統性風險並改善違約管理機制，SEC 通過擴大「中央清算規則」，要求金融機構在 2027 年 6 月底前，須將所有美國公債 Repo 交易透過中央清算機制進行，僅有中央銀行、主權基金、州或地方政府及關係企業間的 Repo 交易仍豁免於 SEC 中央清算規則之規範範疇。

¹¹ 將於後面第(四)節進一步介紹。

2. 傳統三方交易(Tri-party)

- (1) 所有 Tri-party Repo 交易雖然都是由雙方自行協商，但透過「**第三方機構**」帳戶進行**現金與擔保品的交換，並保管擔保品**(圖 17)，而此種**保管機構(custodian)**不等同於**中央清算對手(central clearing counterparty, CCP)**。中央清算對手的功能是協助撮合交易並匿名化交易雙方，而保管機構則不參與撮合，僅負責交易的結清算。
- (2) Tri-party Repo 交易使用的擔保品都是一般擔保品，表示現金出資方對所接收的擔保品無特定偏好，僅要求該證券屬於某一類資產類別，如**美國公債、政府機構債券或投資等級公司債**。
- (3) 目前**紐約梅隆銀行(The Bank of New York Mellon, 簡稱 BONY)**是**唯一的** Tri-party Repo **保管機構**，惟 BONY 並不參與交易撮合或協商條件，僅負責清算與結算。

圖 17 Tri-party Repo 交易清算架構



資料來源：本文撰寫者繪製

- (4) 市場參與者可能偏好 Tri-party Repo，因為將結、清算作業外包給保管機構，可減少內部後台作業，但會產生一定的保管費用。
- (5) **Tri-party Repo** 所提供的擔保品無法在三方平台之外進行再次質押，因此可防止 **Repo** 結束日發生結算失敗的風險。

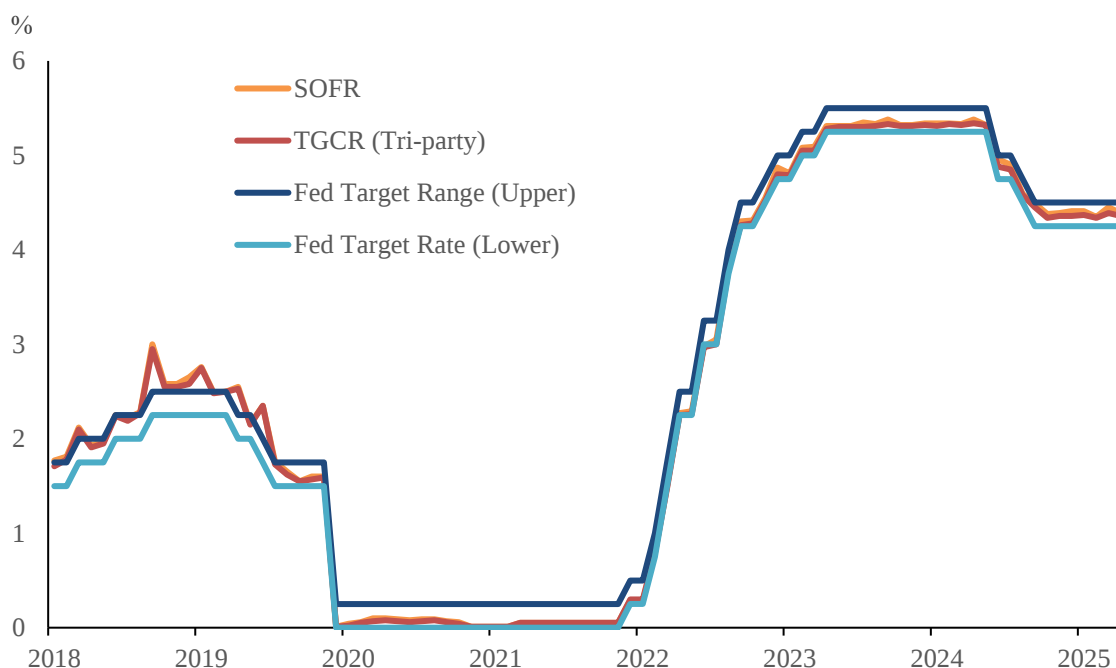
3. 一般擔保品融資(General Collateral Financing, GCF)

- (1) GCF Repo 係 **Tri-party repo** 的一個子類型，其交易透過同業經紀商(interdealer brokers)以**匿名撮合方式**進行，成交後，交易由 **FICC** 則擔任中央對手方進行結清算，因此交易雙方不需承擔彼此的對手風險。GCF Repo 由 FICC 於 1998 年推出，最初是設計給證券交易商之間使用，提供一種成本效益高的方式，讓他們能夠彼此交換現金與證券。
- (2) GCF 與 Tri-party Repo 皆**透過三方平台進行結算**，且使用的證券均屬於**一般擔保品**類型，不過只有被 FICC 認定為合格機構者才可參與 GCF Repo 交易。在 **GCF Repo** 市場中，**擔保品價值與借出現金金額是相等的(即沒有 haircuts)**，惟須符合 FICC 設定合格標準與擔保品要求。
- (3) **GCF Repo 利率較雙邊及 Tri-party Repo 的波動性更高**，主要因為：
- 市場交易規模較小；
 - 某些交易商在短期內急需借現金或出借擔保品；
 - 交易商在為機構投資人撮合交易時產生之中介成本。
- (4) **GCF Repo** 數據由「美國存託及清算公司」(Depository Trust and Clearing Corporation, **DTCC**)公布，並被納入 Fed 之「**廣泛一般擔保品利率**」(**BGCR**)及「**擔保隔夜融資利率**」(**SOFR**)的計算之中。

(四) Repo 利率

美國公債 Repo 各個市場在利率和特性上略有不同，多數隔夜公債 Repo 利率交易在 Fed 政策利率目標區間內，或接近該區間。平均而言，近年來 Tri-party Repo 利率通常交易在靠近區間下緣附近(圖 18)；而雙邊 Repo 利率通常較高(但缺乏明確統計)，除非市場對特定證券的需求增加才會拉低利率。

圖 18 Repo 利率相對 Fed 政策利率目標



資料來源：Bloomberg

1. 三方一般擔保品利率(Tri-party General Collateral Rate, TGCR)

TGCR 為 New York Fed 於每日上午 8 點(紐約時間)公布，TGCR 係以美國公債作為擔保、並透過 BONY 清算之隔夜特定交易對手的三方 Repo 交易(即不含 GCF Repo 交易)；而交易對手的身分，彼此在交易撮合時即可得知。

2. 廣泛一般擔保品利率(Broad General Collateral Rate, BGCR)

BGCR 為 New York Fed 於每日上午 8 點(紐約時間)公布，惟 BGCR 涵蓋所有的 TGCR 交易，以及由 DTCC 所收集的 GCF Repo 資料，FICC 作為雙方交易的對手方，確保交易對手身分的隱匿性。

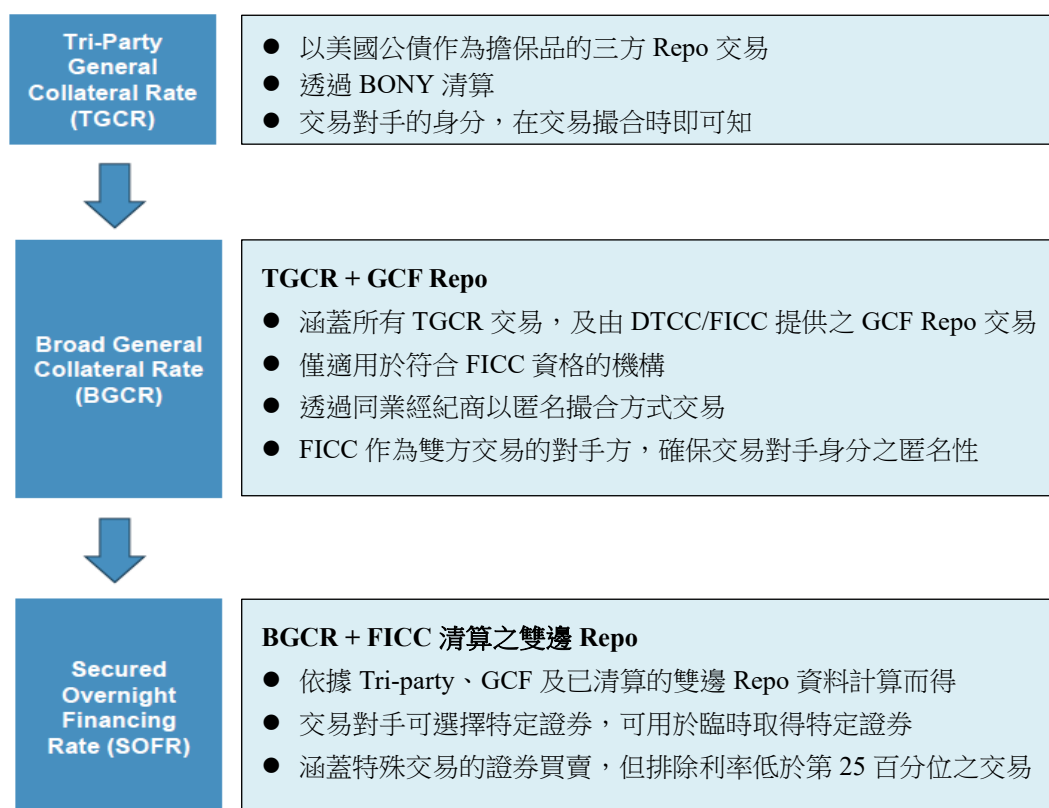
3. 擔保隔夜融資利率(Secured Overnight Financing Rate, SOFR)

2018 年 4 月，New York Fed 開始公布 SOFR 利率。SOFR 是一項涵蓋廣泛的隔夜美國公債 Repo 利率，係依據 Tri-party Repo、GCF Repo 及已清算的雙邊 Repo 資料，以成交量加權中位數計算而得(圖 19)。SOFR 的計算不包含與 Fed 承作的 Repo 交易，也不包含未清算的雙邊交易，但包含經由 FICC 擔保的 Repo 交易。

在選擇擔保品方面，交易對手可選擇特定的證券(而非一籃子可接受的擔保品)，因此涵蓋了特殊的證券買賣。SOFR 的設計目的是為了降低「特殊交易」¹²對 Repo 利率的影響，而 GCF Repo 利率與特殊擔保品 Repo 利率之間的差距，即代表「特殊性」之程度。

SOFR 利率與交易量在每日上午 8 點(紐約時間)公布，反映前一個交易日的交易情況。近期 SOFR 成交量已從一年前略低於 2 兆美元成長至約 3 兆美元。

圖 19 SOFR 為一個涵蓋不同 Repo 市場之利率



資料來源：New York Fed

¹² 當現金出資方願意接受較低利率以換取特定擔保品時，即構成「特殊交易」。

二、交易商資產負債表與 Repo 交易之相互影響

Repo 市場的可用性與資金水準高度依賴於交易商的資產負債表，而交易商扮演現金借出方與現金借入方之間的中介角色。若交易商參與 Repo 市場遭遇任何阻礙，皆可能直接影響市場的資金供應及融資條件。以下謹就市場障礙(market friction)及其影響，及市場參與者如何因應作進一步說明。

(一) 市場障礙：銀行監管規範

自 Basel III 規則實施以來，交易商的 Repo 交易活動大幅下降。根據 Fed 資料，2008 年第一季交易商的 Repo 交易總量為 3.1 兆美元，後來跌至最低點 1.3 兆美元，目前回升至約 2.7 兆美元；至於交易商 Repo 交易量占市場整體 Repo 交易量之比重，已由 2008 年第一季的 60%降至目前的 42%。交易商資產負債表與 Repo 活動的劇烈縮減，或為導致市場波動性上升及流動性下降的主因之一。

槓桿比率(Leverage Ratio)¹³及補充槓桿比率(Supplementary Leverage Ratio, SLR)¹⁴規範，會限制交易商可投入 Repo 市場的資產負債表規模。依目前美國槓桿比率規定，要求大型銀行針對非風險加權資產(non-risk weighted assets)須持有一定比率的資本，此對以美國公債作為擔保的 Repo 市場尤為重要，因為儘管以美國公債作為擔保品的借貸風險非常低(美國公債可輕易出售變現)，但在槓桿比率計算中仍會被完整納入資產總額，故對銀行的資本要求產生實質影響；除此之外，大型銀行另需符合 SLR 規範。從交易商的資產負債表來看，除非 Repo 交易採淨額(netting)處理，否則勢將增加資產與負債總額、放大其資產負債表(圖 20)，進而提高其所需的資本要求。

圖 20 交易商承作 Repo 前後，其資產負債表變化

承作 Repo 之前				承作 Repo 之後			
資產		負債		資產		負債	
存款	100	貸款	100	存款	100	貸款	100
證券	0	附買回	0	證券	+50	附買回	+50
合計	100	合計	100	合計	150	合計	150

¹³ 槓桿比率(Leverage Ratio) = 第一類資本 ÷ 總資產。據 BASEL III，大型銀行需維持至少 3% 之槓桿比率，而美國監管要求更為嚴格。

¹⁴ 補充槓桿比率(SLR) = 第一類資本 ÷ 整體槓桿曝險；比率越高，代表槓桿越低、資本緩衝越充足。SLR 為 BASEL III 下之銀行監管指標，總資產大於 2,500 億美元之美國大型金融機構，其 SLR 須大於 5%。

交易商與銀行的資產負債表規模也會列入每年「**全球系統重要性銀行**」(Global Systemically Important Banking Institution, G-SIB)之**附加資本要求(surcharge)**計算中。G-SIB 附加資本係要求針對最大型、最具系統重要性之金融機構所訂的額外資本要求，對多數銀行而言，G-SIB 附加資本要求根據五項關鍵指標計算：**規模、相互關聯性、複雜度、跨境業務活動及短期融資**等。Repo 交易會透過「**規模**」與「**短期融資**」二個面向影響 G-SIB 附加資本要求，進一步增加銀行資本負擔。

不過，在相同的交易對手、清算地點、日期及擔保品的狀況下，交易商可對 Repo 交易進行淨額結算。交易商常會設計可高效淨額處理的交易結構，來降低每筆交易對資產負債表的淨影響，但即使交易商與客戶之間的淨曝險可以受到控制，許多交易商仍會基於更廣泛的風險管理考量，限制與單一客戶的總體 Repo 交易量。至於 FICC 自 2017 年開始實施的「**保薦式附買回清算機制**」(sponsored repo clearing)，為交易商提供了更大的資產負債表靈活性(傳統 Repo 及保薦式 Repo 對交易商資產負債表影響流程如圖 21 及 22)。

圖 21 傳統 Repo 對交易商資產負債表之影響

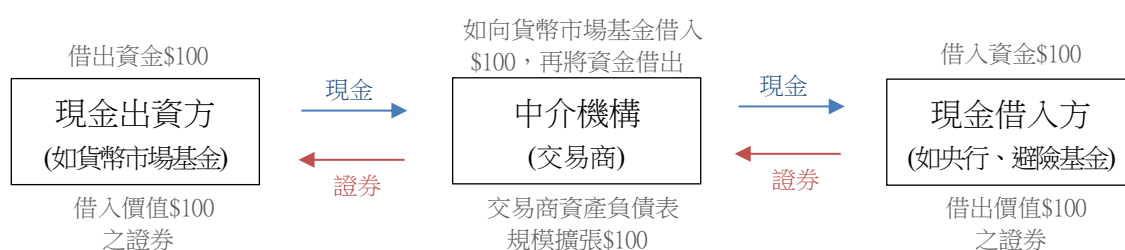
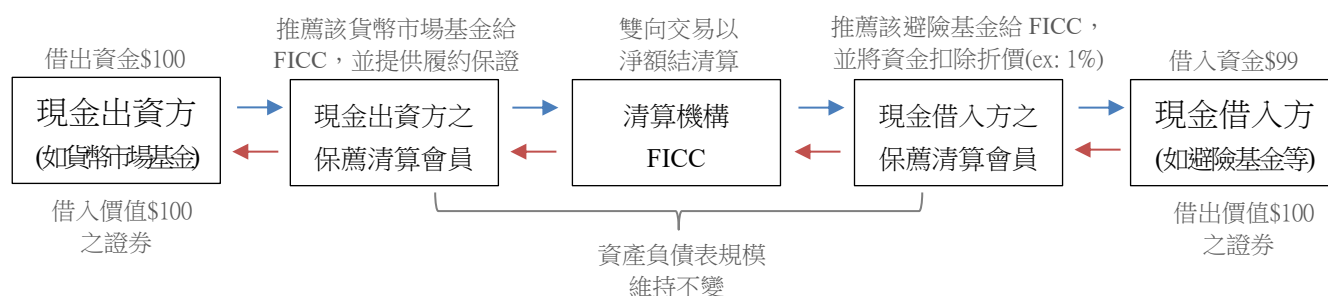


圖 22 FICC Sponsored Repo 對交易商資產負債表之影響



註：藍色箭頭代表現金流向、紅色箭頭代表證券流向；保薦清算會員通常為交易商。

(二) 季底及年底：交易商面臨資產負債表壓力，導致 Repo 利率上升

Repo 利率每逢季底及年底往往會上升，造成此現象的原因包括銀行和交易商在季/年底為了符合監管要求(如前述的槓桿比率規範等)，因該等規範係採「季/年底當日」之比率來衡量，導致 Repo 市場參與者在季/年底期間交易行為出現明顯變化¹⁵—交易商會顯著減少交易中繼活動，導致資金需求者須支付更高成本來取得現金，此將導致 Repo 利率上升(圖 23)。

2019 年 6 月，BASEL 銀行監理委員會宣布修訂對槓桿比率之揭露要求，銀行必須根據其季底數值及每日數值，揭露經調整的總融資交易資產金額，此舉在一定程度上已減少了季底 Repo 利率飆升的情況。此外，美國監管機構也提議將 G-SIB 的申報要求，由目前的年底單日數據改為每日平均數據，若未來此變更被採納，將進一步減少交易商在年底的「Window Dressing」行為。

圖 23 SOFR 利率在季底及年底通常較高



註：資料截至 2025 年 9 月 15 日。

資料來源：Bloomberg

(三) 因應作法：FICC 之保薦式附買回清算機制

由於監管規範限縮了交易商的中繼能力，使得 FICC 所推出的「保薦式附買回清算機制」日益受到青睞。此機制運作方式為—FICC 之會員(即保薦清算會員)可將客戶之

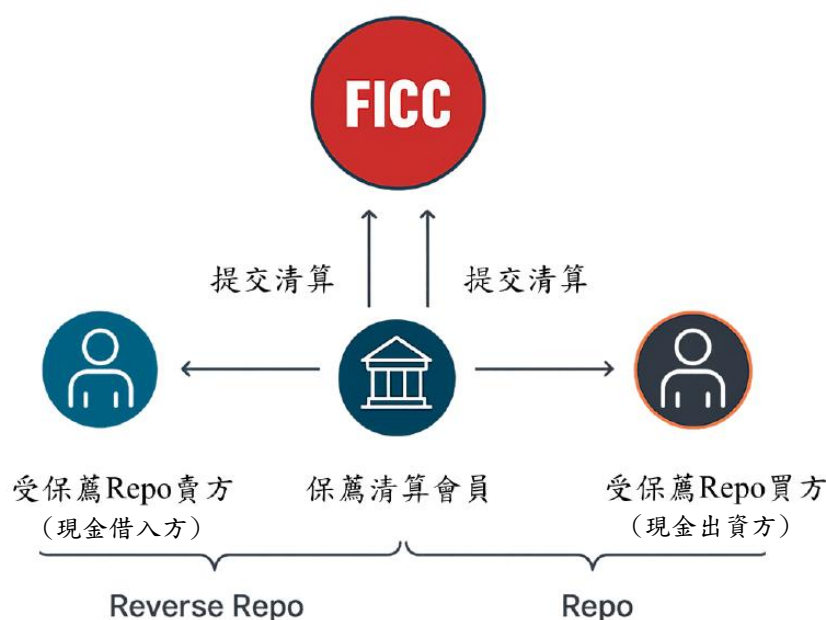
¹⁵ 此作法在業界被稱為「Window Dressing」。

Repo 交易活動提交至 FICC 清算(圖 24)，執行清算方式又分為二種¹⁶：

- **款券同步(DVP)交易**：客戶能透過經 FICC 清算的 Repo 交易，以隔夜或定期方式出借現金或擔保品(擔保品標的包括美國公債及機構債)，並以 DVP 方式進行交割結算。
- **第三方平台交易**¹⁷：允許客戶間執行一般擔保品附買回交易，並透過 BONY 第三方平台上完成交割結算。

此機制可使 FICC 的會員能在 FICC 的平台上，將 Repo 交易中的現金出資方及借入方進行撮合，並以淨額結算，故此類 Repo 交易不會造成額外的資產負債表壓力。同時，FICC 保薦清算會員也能在平台上為非 FICC 會員提供擔保服務而收取費用，惟此代表當某個客戶未能履行交割義務時，FICC 可要求保薦清算會員代為履行，也進而減少了交易對手違約所帶來之風險。

圖 24 保薦式附買回清算機制



資料來源：TBAC

以下謹就保薦清算會員、受保薦的 Repo 賣方及買方作進一步介紹(次頁表 3)。

¹⁶ Treasury Borrowing Advisory Committee (2025), “Developments in Central Clearing in the U.S. Treasury Market,” Feb.

¹⁷ 此方式多以 DVP 清算，惟擔保品不限於單一券種，並可透過第三方平台清算交割，故 FICC 推出此服務係為吸引已有使用 BONY 平台之機構，使其交易更容易納入中央清算。

表 3 保薦式附買回清算機制之參與者

受保薦的 Repo 賣方	保薦清算會員	受保薦的 Repo 買方
- 即受保薦 Repo 交易中的「現金借入方」。 - 將受惠於此機制的優點： (1)隨著交易商資產負債表淨額化而增加效率； (2)利率在關鍵之資產負債表報告期間(如季底/年底)更加穩定。 - 受保薦會員的履約須由保薦清算會員擔保，故可能透過增加資金成本(利率)或提高折價率(haircuts)來補償。	- 保薦清算會員通常為「交易商」或「保管機構」。 - 保薦清算會員居於借貸雙方之間，並介接 FICC 作為交易對手。 - 保薦清算會員作為交易代理人，代為接收及傳遞交易資訊，並須開設一個專用於受保薦客戶的帳戶，此帳戶須與保薦清算會員在 FICC 的結算帳戶分開。 - 保薦清算會員能將其 Repo 部位淨額化。 保薦清算會員須擔保受保薦客戶之履約義務。	- 即受保薦 Repo 交易中的「現金出資方」。 - 在此機制中，目前主要的現金出資方為貨幣市場基金(MMFs)。 - 受保薦會員的交易對手風險僅限於 FICC，而非 Repo 交易另一端之交易商。

資料來源：本文撰寫者整理

- 對於保薦清算會員而言，此機制最主要的優點包括：(1)**能將資產負債表曝險進行淨額化¹⁸**；(2)**在協助客戶的活動中賺取邊際利差**；缺點是保薦清算會員須向 FICC 提供履約擔保，並向 FICC 繳納違約基金¹⁹，用以確保 FICC 會員違約時，仍能履行所有現金結算義務。
- 對於受保薦方而言，此機制主要優點包括：(1)**受保薦方的交易對手風險僅限於 FICC**；(2)**在接近資產負債表報告日期時，Repo 市場穩定性更高**；缺點是使用 FICC 保薦式清算機制的成本可能較高，可能導致市場對傳統 Repo 模式仍存在一定的偏好。

¹⁸ 淨額結算可以讓交易商在為客戶提供 Repo 融資服務的同時，降低其整體資產負債表規模。

¹⁹ 違約基金即 Capped Contingency Liquidity Facility (CCLF)。保薦清算會員通常需依其可能對 FICC 帶來的流動性需求比例，繳納相應的 CCLF 資金。

三、美國公債市場實務小組(TMPG)違約賠償規則

2009 年 5 月，美國公債市場實務小組(Treasury Market Practice Group, **TMPG**)為降低美國公債之違約交割事件的發生，實施一項收費：**市場對於未按時交付債券之一方請求補償，稱之為「交割失敗罰金」(fails charge)**，意即賣方未能按時交付債券，買方可要求賣方支付相當於交易總價款一定比例的補償金。

(一) 交割失敗罰金之利率

在 TMPG 實施 fails charge 之前，當利率偏低時，有時市場參與者缺乏足夠的誘因去完成交割；為解決此問題，TMPG **在低利率時實施較高額的 fails charge**。自 TMPG 實施 fails charge 規則後，在利率較低時，美國公債交割失敗情情有所減少。

1. 以美國公債及機構債(Agency debt)為例，目前 TMPG 的 fails charge 利率為²⁰：

(1) **3%減去 Fed 政策利率目標區間下限**²¹；(2)**1%**；**取孰大者**。

- 當 Fed 政策利率目標區間下限為 0%，則 fails charge 為 300bps ($\max[3\%-0\%, 1\%]$)
- 當 Fed 政策利率目標區間下限為 2%，則 fails charge 為 100bps ($\max[3\%-2\%, 1\%]$)
- 當 Fed 政策利率目標區間下限為 4.25%，則 fails charge 為 100bps ($\max[3\%-4.25\%, 1\%]$)

2. 以機構房貸抵押證券(Agency MBS)為例，目前 TMPG 的 fails charge 利率為：

(1) **2%減去 Fed 政策利率目標區間下限**²²；(2)**1%**；**取孰大者**。

(二) 交割失敗罰金之計算方式

舉例來看，假設 Fed 政策利率目標區間下限為 0%，fails charge 為交易總價款之 3%，買方承作價值 1,000 萬美元的**美國公債 Repo 交易**，但賣方在約定交易日未能如期交付，則買方**每日**可要求賣方支付之補償金將依照以下公式計算：

$$\text{Fails charge (amount)} = 1/360 * \max(3\%-0\%, 1\%) * \text{交易總價款}$$

$$= 1/360 * 0.03 * \$10,000,000 = \$833.33$$

²⁰ TMPG (2018), “Frequently Asked Questions: TMPG Fails Charges,” *Treasury Market Practice Group*, Apr.23.

²¹ 為 TMPG 所設定的參考利率，以前一個營業日紐約時間下午 5 點為基準。

²² 為 TMPG 所設定的參考利率，以前一個營業日紐約時間下午 5 點為基準。

四、Fed 提供之 Repo 及流動性工具

Fed 設計多項用於 Repo 市場之工具，包括：(1)常設附買回機制(standing repo facility, 簡稱 SRF)，(2)FIMA repo facility²³，(3)隔夜附賣回機制(ON RRP facility, 簡稱 ON RRP)，(4)FIMA reverse repo facility。其中，SRF 及 FIMA repo facility 向銀行體系注入資金(此 2 機制屬 Fed 資產項)；而 ON RRP 及 FIMA reverse repo facility 則是自金融體系中吸收流動性(此 2 機制屬 Fed 負債項)。

(一) 常設附買回機制(SRF)

1. 設立緣由：2008 年之前，Fed 的隔夜附買回工具是一項長期使用的工具，允許主要交易商以合格擔保品(包括美國公債、政府機構債券及機構 MBS 等)向 Fed 借入現金。當時金融體系準備金稀缺，Fed 經常使用隔夜附買回/附賣回操作來調整銀行體系中的準備金，使貨幣供給與需求達到其設定之利率目標。惟自 2008 年起，Fed 透過量化寬鬆(QE)擴大準備金規模後，隔夜附買回操作變得不再必要。直到 2019 年 9 月中，因為準備金再度短缺導致資金市場出現顯著壓力，故 Fed 重啟隔夜附買回操作，以增加銀行體系中的現金，協助資金成本恢復正常。到了 2020 年 3 月新冠疫情爆發初期，市場劇烈波動，Fed 擴大附買回操作規模，以支持市場的正常運作。2021 年 7 月 Fed 將附買回操作設為一種常設的備援機制，稱作「常設附買回機制」(SRF)。當市場利率低於 SRF 最低投標利率(minimum bid rate)²⁴時，投資人參與該機制的可能性不高，但 Fed 仍保留此工具，以應對突發的市場壓力，因其可在突發的資金市場壓力出現時，注入流動性。
2. 適用對象：主要交易商(primary dealers)及經 New York Fed 核准之存款機構。
3. Fed 每天提供整體市場 5,000 億美元之隔夜附買回額度，但由於目前金融體系準備金尚足夠，市場使用需求不高(次頁圖 25)。

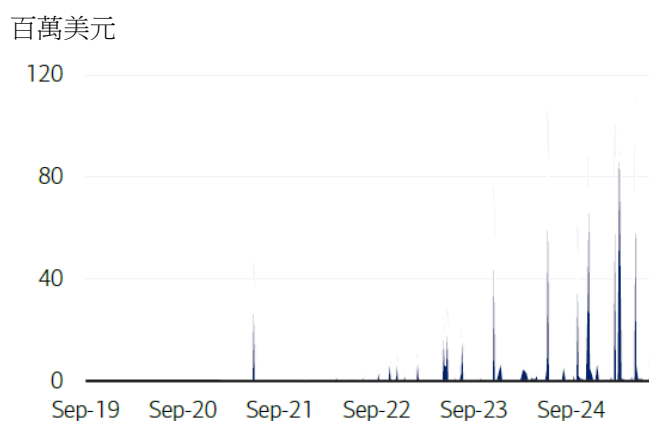
²³ FIMA 係 Foreign and International Monetary Authorities 之簡稱；FIMA Repo Facility 即「外國及國際貨幣主管機構債券附買回交易」。

²⁴ 由 FOMC 設定，代表 Fed 在 SRF 操作中願意接受的最低利率。目前為 Fed 政策利率目標區間上限(4.25%)。

(二) FIMA repo facility

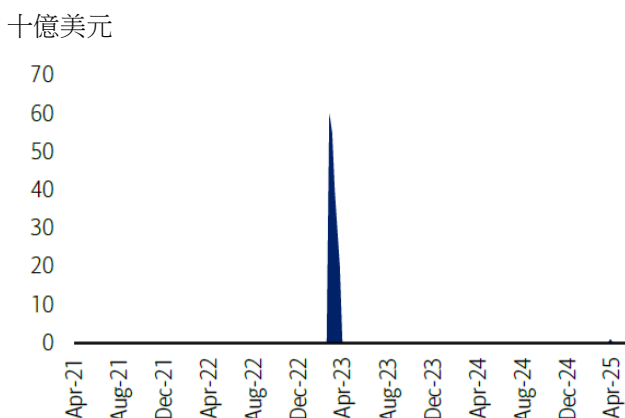
1. 2020 年 3 月 Fed 宣布設立 FIMA repo facility，並於 2021 年 7 月設為一項常設機制，允許特定外國機構以美國公債為擔保品，向 Fed 換取美元，可能是為了減少外國機構直接拋售美國公債而設立。該機制承作期限分為隔夜(overnight)及定期(7 天期)，隔夜利率設定在 Fed 政策利率目標區間上限(即 SRF 利率)，定期利率設定在 1 週之聯邦資金利率(Effective Federal Funds Rate)之 Overnight Index Swap (OIS)利率 +25bps，相較於一般美國公債 Repo 利率偏高，故在非常規的情況下才會使用。
2. 適用對象：在 New York Fed 設有帳戶之外國央行及外國貨幣主管機關，惟需先申請加入該機制；FIMA repo facility 給予每一交易對手之上限為 600 億美元，惟實際使用量向來相當低，僅在 2023 年初銀行體系出現壓力期間曾一度驟升(圖 26)。

圖 25 Fed 附買回機制使用量



資料來源：Federal Reserve

圖 26 FIMA repo facility 使用量



資料來源：Federal Reserve

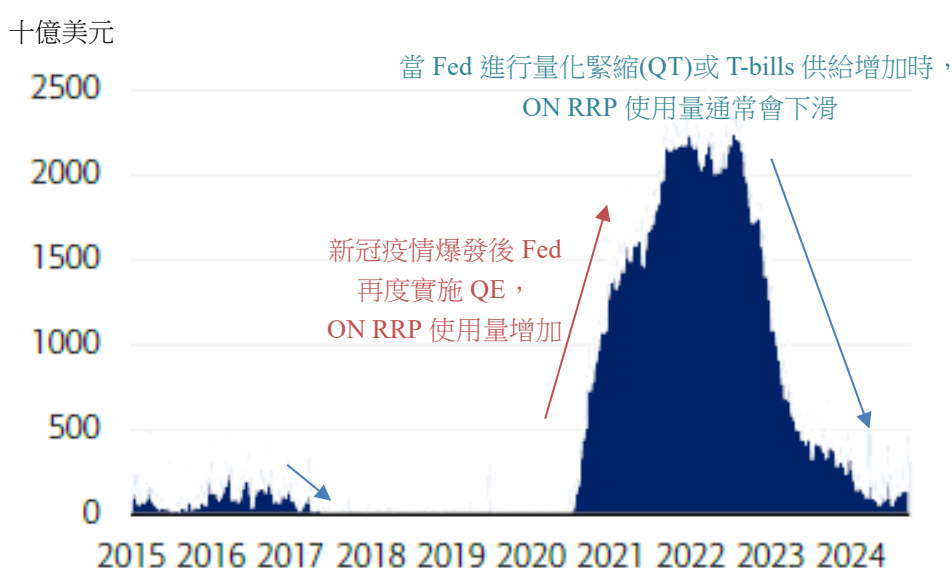
(三) 隔夜附賣回機制(ON RRP)

1. Fed 亦設有附賣回機制(reverse repo, RRP)提供許多市場參與者使用，包括貨幣市場基金(MMFs)及政府贊助機構(GSEs)，可協助 Fed 在流動性氾濫期間控制貨幣市場利率。該機制可被視為合格交易對手的「最後投資選擇」，即只有當市場上沒有其他更具吸引力、收益更高的投資選項時，交易對手方才會選擇將資金投向 RRP。RRP 之操作期間多為隔夜，故被稱為「隔夜附賣回機制」(ON RRP)(次頁圖 27)，

自從 Fed 在 2013 年推出 ON RRP 以來，該機制利率作為 Fed 政策利率之穩定下限，當附賣回利率偏低時(即市場資金較多時)，ON RRP 使用的情況往往會增加。

2. 適用對象：主要交易商及經核准的存款機構之外，尚包括 GSEs 及大型的 MMFs；目前約有 160 家合格的交易對手可使用 ON RRP；現行 Fed 對 ON RRP 設有每位交易對手每日上限 1,600 億美元，惟此限制尚未構成實際約束。

圖 27 Fed 附賣回機制使用量



資料來源：Federal Reserve

(四) FIMA reverse repo facility

1. FIMA reverse repo facility 又稱 FIMA RRP，代表一筆外國官方機構或國際機構存在 New York Fed 保管帳戶的現金，可於隔夜期間投資於 Fed，而 Fed 以系統公開市場帳戶(System Open Market Account, SOMA)持有的美國公債作為擔保品，並於下一個營業日平倉，基本上就是 Fed 與在 New York Fed 保管美元資產的外國官方機構之間所進行之附賣回交易，操作利率通常與 ON RRP 相當。
2. 適用對象：在 New York Fed 設有帳戶之外國央行及外國貨幣主管機關。
3. New York Fed 提供此保管服務的目的：(1)促進美元資產保管的安全性；(2)強化 Fed 與其他外國官方或多邊機構間的關係；故該機制有助於鞏固美元的儲備貨幣地位，以及美國公債作為全球儲備資產的角色。

肆、心得及結論

- 一、 本次參加 UBS 資產管理公司研討會課程，有助職等瞭解該行對於美、歐經濟情勢、Fed 貨幣政策前景、外匯存底管理趨勢之看法，並更深入了解貨幣市場(如 Repo 市場)概況等議題。職等於會中認知到，在目前美國貿易政策不確定性、地緣政治風險升溫的情況下，如何調配資產比重及投資項目，並在安全性、流動性與收益率之間取得平衡點，係各國與會者共同關切之課題。
- 二、 **總體經濟之回顧與展望：**美國方面，川普政府「美國優先」政策涵蓋關稅、財政擴張與移民管制等。短期美國經濟雖仍具韌性，惟成長動能趨緩，通膨壓力升溫，就業市場亦降溫。UBS 認為，美國通膨恐進入 3%以上之「新常態」，高赤字與高債務水準將制約財政永續性，並限制 Fed 貨幣政策空間，且政治干擾加劇其獨立性風險；歐洲方面，德國推動擴張性財政政策與國防支出，帶動區域經濟復甦。歐元區動能回升，在通膨逐步回落下 ECB 貨幣政策轉趨寬鬆，資產吸引力提升。國際金融層面，美元因政策不確定性走弱，帶動全球資產配置結構性轉變，資金逐步轉向歐洲資產。雖美元短期仍具主導地位，惟中長期「去美元化」趨勢漸顯。整體而言，全球經濟正邁向新平衡，美國成長優勢縮小，歐洲復甦動能增強，資金流向隨地緣政治格局重塑而調整。
- 三、 **美國公債附買回(Repo)市場介紹：**Repo 市場為美債市場運作之核心，其機制以美國公債作為擔保進行短期融資，不僅提供流動性，亦是金融機構資產負債管理之重要工具。Repo 主要分為雙邊、傳統三方與一般擔保品三種類型，分別依據交易結構、與清算機制而異。Repo 利率波動反映資金供需、擔保品稀缺程度及監管要求，季底或年底往往因資產負債表受限而出現利率急升，對市場流動性構成壓力。為維持秩序，TMPG 實施違約賠償制度，降低交割失敗風險並增強市場效率；此外，SEC 為強化金融市場韌性、降低違約風險，要求受規範機構之公債 Repo 交易需透過中央清算，該規範將於 2027 年 6 月底生效，本行將密切關注屆時是否影響 Repo 市場流動性，以及貨幣市場利率波動之情形。

伍、參考資料

1. Kapteyn, Arend (2025), “Global Economic and Market Outlook 2025-26,” Global Research, UBS, Jun. 30.
2. Gill, Barry (2025), “Breaking Correlations,” UBS Asset Management, Jul.
3. Huefner, Felix (2025), “European Fiscal outlook,” Global Research, UBS, Jun. 20.
4. Pingle, Jonathan et al. (2025), “US Economic Outlook 2025-2027: What Next?,” Global Research, UBS, Jun. 13.
5. Chief Investment Office GWM (2025), “UBS House View,” Investment Research, UBS, Jun.
6. Cardon, Pierre (2025), “Towards More Resilient Reserves,” Bank for International Settlements, Jun. 23.
7. Janse, Kalin Anev (2025), “European Renaissance. Is the Investors’ Optimism Justified? ” European Stability Mechanism, Jun. 24.
8. European Central Bank (2025), “The International Role of the Euro, ” Jun.
9. Cabana, Mark et al. (2025), “US Treasury Repo Primer: 2025 Edition,” Bank of America Global Research, Jul. 7.
10. International Capital Market Association (2019), “Frequently Asked Questions on Repo,” ICMA, Jan.
11. Treasury Borrowing Advisory Committee (2025), “Developments in Central Clearing in the U.S. Treasury Market,” Feb.
12. TMPG (2013), “Frequently Asked Questions: TMPG Fails Charges,” Treasury Market Practice Group, Apr. 1.
13. TMPG (2018), “Frequently Asked Questions: TMPG Fails Charges,” Treasury Market Practice Group, Apr.23.