

# 國際間實施利率走廊經驗之探討

朱 美 智

## 摘 要

### 一、利率走廊之定義、原理及型式

利率走廊 (interest rate corridor) 一般係指一國央行調控貨幣市場利率的貨幣政策操作工具，多以央行常設性放款機制之利率為上限，常設性存款機制之利率為下限，以上、下限利差為走廊寬度，作為以政策利率為目標的利率調控區間。

利率走廊的原理在於，央行透過常設性存款機制，吸收市場參與機構之無限量的流動性，因存放央行的存款無風險且流動性強，致在同等利率條件下金融機構會優先將資金存放央行，不會以低於央行存款利率的條件向外拆出資金，致市場利率不會降至較央行存款利率低的水準。因此，由央行存款利率擔任利率走廊下限的角色。

同理，央行透過常設性放款機制，向市場參與機構提供無限量的流動性，市場參與機構不會以高於央行放款利率的水準拆入資金，致市場利率不可能升至較央行放款利率高的水準。因此，央行放款利率成為利率走廊上限。

所以，央行便能將市場利率波動限制在

上下限所形成的利率走廊內，同時利用政策利率引導市場對利率的預期，鎖定在政策利率附近，再以公開市場操作進行調節，從而達成將市場利率調控至接近政策利率水準之目的。

利率走廊主要包括以下兩種型式：

#### (一) 標準型

政策利率位於由央行放款利率與央行存款利率作為上下限所建構的利率走廊內。上下限利率與政策利率之間存在相等或不等的利差。

加拿大央行自 1999 年採行即時大額電子清算系統 (Large Value Transfer System, LVTS) 以來，即一直採行標準型利率走廊。

#### (二) 地板型

央行將政策利率設定在利率走廊下限之水準，或市場利率接近於下限水準，均屬於或近似於地板型利率走廊。

該型式可使央行利率決策與流動性供給決策互不干擾：

- 1、央行可在不使市場利率下降之情況下，增加貨幣供給

傳統公開市場操作係以數量控制價格，使得央行無法在利率目標不變的情況下獨立追求數量目標。然而，全球金融危機期間，央行需要注入大量流動性以確保金融穩定，致市場利率被壓低至利率走廊下限，由於下限的央行存款利率可吸收無限的流動性，故市場利率會錨定在央行存款利率，此時的利率走廊近似地板型，而央行此時增減貨幣供給，皆不會對市場利率造成影響。

## 2、央行可在不增加貨幣供給之情況下，降低市場利率

當央行必須調降市場利率時，無須先投放大量流動性，只須調降央行存款利率，市場利率便會同步下降。反之亦同。

2008 年全球金融危機爆發後，歐洲央行、美國聯準會（Fed）及日本央行為實現金融穩定，均向市場注入大量流動性，並同時期望短期市場利率能鎖定於政策利率附近，致均採行地板型利率走廊之貨幣政策操作工具。

## 二、主要經濟體央行實施利率走廊之情形

1990 年代以來，由於科技發展及銀行欲規避監管，許多國家央行逐漸放棄以存款準備金制度為核心的貨幣政策，轉而採取以利率走廊為重心的貨幣政策。

自 1994 年瑞典央行第一次採行利率走廊以來，該系統即普遍應用於許多經濟體，如加拿大、歐元區等經濟體，而且還有一些央行利用具有利率走廊部分特徵的制度執行貨

幣政策，例如 Fed。2008 年全球金融危機前，採用利率走廊之央行大抵採行標準型。

全球金融危機以來，除瑞典等國仍維持對稱型利率走廊外，歐元區、日本、美國、英國等經濟體的央行則改採地板型利率走廊。該型式可使央行的利率決策與流動性供給決策相互獨立、互不干擾。

## 三、結論

從主要經濟體央行之利率走廊寬度來看，最適寬度並無一致的標準，端視央行所重視的是市場利率的波動幅度，抑或央行資產負債表的規模與銀行間拆款市場的規模而定。基本上，利率走廊寬度越大，將使銀行傾向於在銀行間拆款市場交易，使市場交易活絡，且由於銀行與央行發生的交易較少，央行之資產負債表的規模較為穩定；但另一方面將增大市場利率的波動性。

從加拿大央行的經驗來看，市場流動性需求波動越小，加以參與常設性存放款機制之市場參與機構範圍越廣泛，利率走廊運行就會越順暢。就 Fed 的經驗而言，若某些金融機構不能參與常設性存款機制，則利率走廊的下限就不牢固。日本央行則因參與常設性存款機制之市場參與機構範圍廣泛，地板型利率走廊運作情況較佳。

再者，從主要經濟體運用利率走廊的經驗來看，央行的法定存款準備率大抵比較低，有的國家甚至實行零存款準備率制度，主要係因這些央行考量，若實施法定存款準

備制度，銀行為了滿足準備金要求，通常會進行大量拆借，導致市場利率起伏，從而降

低利率走廊穩定市場利率的效果。

## 一、前言

央行貨幣政策及其工具的選擇，會隨著經濟與金融形勢的變化而動態調整。2008 年全球性金融危機之後，各國央行為激勵經濟，在貨幣政策及工具方面出現許多創新運用，具有代表性者包括：利率走廊（interest rate corridor）、量化寬鬆政策及負利率政策等。本文將聚焦於利率走廊之探討。

2008 年全球金融危機爆發迄今已逾十年，全球經濟持續穩健擴張，除了美、歐、日等主要經濟體仍採行利率走廊以外，亦有國家開始施行利率走廊。例如，2014 年 5 月中國人民銀行行長周小川表示，未來中國大陸在貨幣政策調控工具從數量型主導，向價格型主導轉變過程中（註 1），將採取利率走

廊；2016 年菲律賓央行亦宣布改採利率走廊來調節利率。

鑑於利率走廊是近年來國際間進行貨幣政策操作的普遍作法，影響國際金融情勢至鉅，本文擬將國際間實施經驗加以整理及分析，似可提供未來本行在選擇貨幣政策工具方面之有用參考。

本文的架構除第一節前言以外，第二節敘述利率走廊誕生的背景及過程，第三節說明利率走廊之類型，第四節指出全球金融危機前後，國際間實施利率走廊之概況，第五節探討主要經濟體央行採行利率走廊之經驗，最後整理出各國利率走廊所提供之諸多可參考之處。

## 二、利率走廊的誕生

央行採行利率走廊及公開市場操作，可有效維持短期利率依目標水準變動，但兩種工具之間仍有相異點。

### （一）利率走廊成為調控利率的重要貨幣政策工具

利率走廊誕生之前，央行主要運用以下

貨幣政策工具調控市場利率：貼現窗口（discount window）、存款準備率及公開市場操作。

1990 年代，採行通膨目標化（Inflation Targeting）機制及實施即時總額交割支付制度（Real Time Gross System, RTGS），成為

（註 1）數量型貨幣政策工具包括，存款準備率、公開市場操作、再貸款及再貼現等，價格型貨幣政策工具包括，利率、匯率等。

國際間央行業務發展的主流。為利於通膨目標的達成與降低新支付系統交割連鎖滯留（grid-lock）問題，許多國家央行紛紛調整貨幣政策操作方式，改革貼現窗口制度，設立存放款之常設性機制（Standing Facilities）。常設性存放款機制主要用來調節營業日底未經預期之資金變動（註2）。在正常情況下，銀行向常設性放款機制申請融通或將資金存入常設性存款機制之金額並無限制，利率則依央行設定之放款或存款利率計算。

許多國家央行多設定政策利率作為其操作目標，結合常設性存放款機制之放款及存款利率，形成利率走廊模式，走廊之上限為央行放款利率，下限則為央行存款利率，上下限利率之透明度，充分揭示央行之期望利率水準，央行可據以調控市場利率於區間內變動，並維持其在政策利率附近，以進一步達成通膨目標或物價穩定目標。

## （二）利率走廊在調控市場利率方面優於公開市場操作

利率走廊與公開市場操作均為各國央行用來調控短期利率的重要貨幣政策工具，前者引導大眾預期以影響利率，後者則調節流動性的供需來調控利率。兩者一起使用比單獨使用，更能準確實現貨幣政策意圖及達成貨幣政策最終目標。但是，兩者之間仍存在諸多差異點。

### 1、利率走廊與公開市場操作調控市場利率之方式不同

進行公開市場操作的前提包括：（1）一國擁有比較發達的金融市場，央行可在其中進行大量操作；（2）銀行的超額準備金只能透過公開市場借入，央行的再貼現機制只有在發生清算困難等特殊情況才可使用；（3）大眾有穩定可測的貨幣需求。

公開市場操作的運作邏輯是，央行根據對總體經濟形勢的需要，制定銀行間拆款利率的目標，然後透過在公開市場買賣國債、央行票據等調節市場流動性，影響銀行的超額準備金需求，進而影響銀行間拆款利率及其他利率。

至於利率走廊模式，實施前提至少包括三項：（1）銀行是理性的市場參與機構，以利潤最大化為目標；（2）實施零或低之存款準備率制度，且銀行可藉助電子工具來即時瞭解其超額準備金情況；（3）銀行在央行帳戶的超額準備金存款可獲得利息，同時當銀行流動性不足時，可向央行借款，但要支付利息。

在利率走廊模式下，央行不以貨幣供給量為調控目標，而是透過央行存、放款利率的變化，形成利率走廊，來引導市場短期利率的變化，從而達成調控利率之目的。

### 2、利率走廊相對於公開市場操作具有諸多優勢

（註2）一般而言，公開市場操作用來調節已知之資金變動。

利率走廊有諸多優點，因此其調控市場利率之模式被越來越多的央行所採用。利率走廊之優點主要表現在以下方面：

### (1) 更加透明及有效

就透明度而言，在公開市場操作中，央行的政策意圖在市場傳遞需要一定時間，買賣國債、央行票據的資料也不一定能夠及時被所有市場參與者掌握及瞭解；而採取利率走廊模式，央行可及時向所有市場參與者表達調控意圖及操作目標與方式。

就效果而言，在公開市場操作中，央行透過流動性的鬆緊，影響銀行超額準備金餘額，再影響銀行間拆款利率，最後影響其他利率，過程較繁瑣；而利率走廊模式下，央行幾乎直接調控銀行間拆款利率，效果更為明顯。

### (2) 調控成本低

在公開市場操作中，央行為了壓低市場利率，必須以相對高價買入國債以釋放流動

性，有時為了提高市場利率，又必須以相對低價賣出國債以回收流動性，造成高買低賣，增加調控成本之情況。

利率走廊模式下，央行對銀行放款收取利息，對銀行存款支付利息，但是這些成本較在公開市場維持利率穩定而買賣國債的成本低。

### (3) 較易引導大眾預期

在公開市場操作中，由於央行對政策操作的力度、方向及時機不易精準把握，可能誤導大眾預期，使大眾誤將央行為了抵銷市場變動而採取的措施，視為主動性政策變化，從而採取與央行政策意圖相悖的行動。

利率走廊模式操作簡單有效，不會誤導銀行預期，能夠有效引導大眾預期，進而提高調控效果，穩定利率（見表 1）。

### 3、利率走廊要發揮作用，須具備之外部條件

#### 比公開市場操作嚴格

儘管利率走廊模式存在上述優勢，惟若

表 1 利率走廊與公開市場操作之比較

項目	利率走廊 (常設性窗口操作)	公開市場操作
營業日之調節操作	調節未經預期之資金變動	調節已知之資金變動
銀行是否具自主性	是	否
金額是否限制	無	有 (央行視市場需要決定金額)
透明化	是	否
調控成本	低	高
是否直接調控利率	是	否

資料來源：作者自行整理

要發揮調控市場利率的作用，須具備比公開市場操作更嚴格的外部條件。例如，央行若試圖將市場利率穩定在政策利率附近，必須借助銀行追求在貨幣市場利潤最大化的行為來實現，這就要求金融市場要充分地競爭。若銀行作為市場參與者不是以利潤最大化為主要目的，則利率走廊就無法發揮抑制市場

利率大幅波動的作用。此外，利率走廊與存款準備金制度具若干衝突，因為銀行為了滿足準備金要求，通常會進行大量拆借，導致市場利率波動，且法定準備率越高波動越大，反而降低利率走廊穩定市場利率的效果，致一國欲建立利率走廊，須考慮降低存款準備率或放棄法定存款準備金制度。

### 三、利率走廊之類型

利率走廊大致區分為標準型及地板型。根據走廊寬度對稱與否，標準型利率走廊又分為對稱型及不對稱型，前者上下限利率至政策利率的距離相等，後者上下限利率至政策利率的距離不相等。

存款利率。央行存款利率與央行放款利率分別構成利率走廊的下限與上限。D 代表流動性需求，S 代表流動性供給。

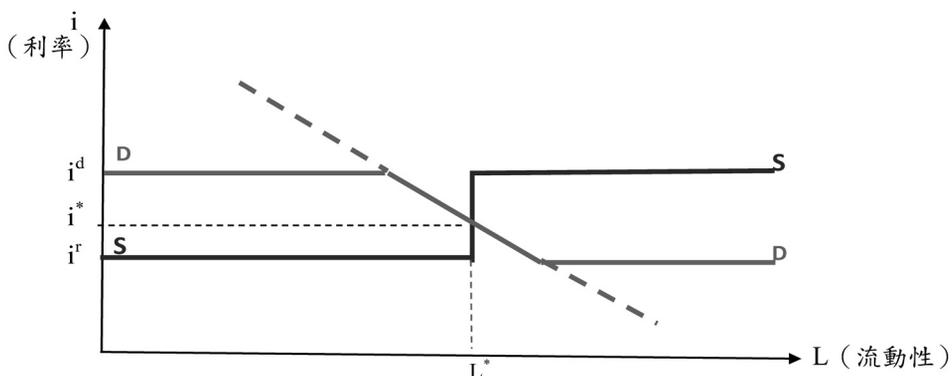
#### (一) 標準型利率走廊

在利率走廊中，央行可控制銀行間拆款利率於  $i^d$  與  $i^r$  之間，因為理論上銀行不會在銀行間拆款市場以高於  $i^d$  的利率借入資金，也不會以低於  $i^r$  的利率拆出資金，這樣就會激勵銀行以走廊上下限內的利率水準在銀行間市場拆借資金。

圖 1 為標準型利率走廊模型，縱軸代表銀行間拆款利率，橫軸代表流動性供給， $i^*$  代表市場利率， $i^d$  代表央行向銀行提供短期放款的放款利率， $i^r$  代表央行對銀行存款支付的

在對稱型利率走廊中，當利率等於央行

圖 1 標準型利率走廊



資料來源：轉引自 Kahn (2010)

放款利率或央行存款利率，流動性需求曲線呈完全彈性；當利率在利率走廊上下限之間，由於持有超額流動性的機會成本隨著市場利率下降而降低，導致流動性需求曲線呈向右下方傾斜態勢。

流動性供給曲線垂直部分，由央行決定並受其公開市場操作業務的影響，公開市場買入操作會增加流動性供給，導致供給曲線垂直部分向右移，相反地，公開市場賣出操作會減少流動性供給，導致供給曲線垂直部分向左移。左側的供給曲線平行部分之位置，由市場利率下限決定，右側的供給曲線平行部分之位置，由市場利率上限決定。

流動性供給與需求均衡決定銀行間拆款利率，均衡時流動性餘額為  $L^*$ ，市場利率  $i^*$  被控制在利率走廊的上下限之間。

## (二) 地板型利率走廊

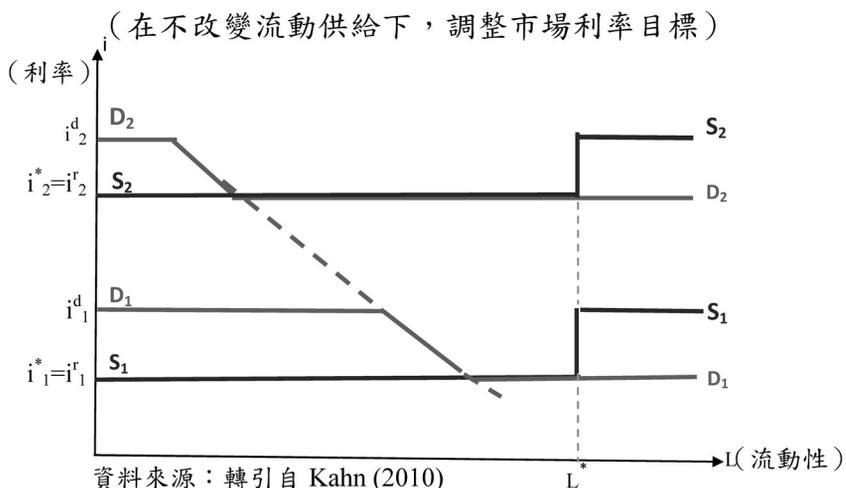
在均衡流動性的基礎上，如果進一步增

加流動性供給，就會使供需曲線在右側的需求曲線平行部分交會，均衡利率降至利率走廊的下限，此時利率走廊轉變為地板型，此時  $i_1^* = i_1^d$ ，即市場利率等於央行存款利率（見圖 2）。

另在不改變流動性供給量的條件下，透過移動央行存、放款利率，即可調整市場利率。例如，央行只要將央行存、放款利率提高，則市場利率就會從  $i_1^*$  提高到  $i_2^*$ ，而均衡時流動性餘額仍為  $L^*$  不變。

此外，央行還可在不改變市場利率的前提下，調整流動性供給量。在傳統的制度下，向市場注入大量流動性，會將市場利率推低至政策利率以下。然而，在利率走廊下，隨著流動性供給量的增加，供給曲線向右移，從  $S_1$  移到  $S_2$ ，市場利率由  $i^*$  下降至  $i^r$ ，此後由於市場利率下降受到走廊下限的限制，流動性供給量進一步增加，市場利率則被錨定在  $i^r$  而不變（見圖 3）。

圖 2 地板型利率走廊—型態 1



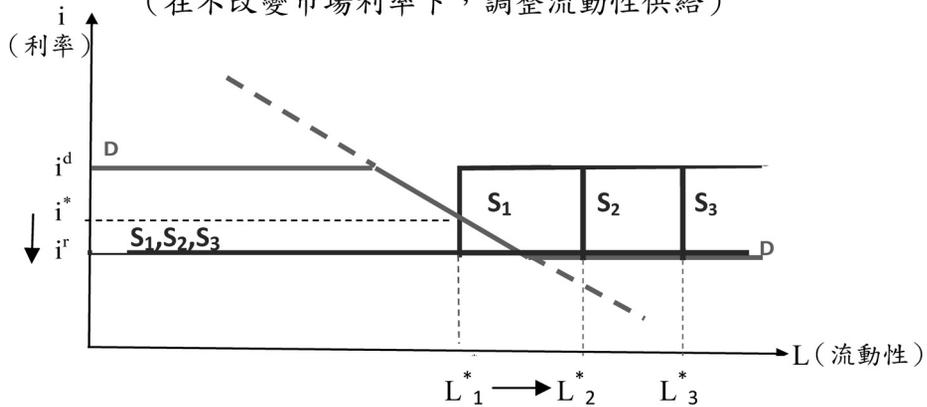
藉由上述的方式，利率走廊使利率政策與流動性政策分離。這也正是全球金融危機以來，主要經濟體央行的貨幣政策工具從對稱型利率走廊轉向地板型利率走廊之原因。

而如果貨幣當局企圖收縮資產負債表之同時引導利率有序上升，則可採用以下方式平穩退場。例如，在維持利率走廊不變的條

件下，逐步減少持有的資產規模，收回資金，流動性供給因此從  $L_1^*$  降低至  $L_2^*$ ，而市場利率仍維持在  $i^r$  水準；未來如需進一步升息，只需移動利率走廊上下限便可實現。這也是當前美國聯準會 (Fed) 量化寬鬆 (QE) 政策退場與升息之政策組合所採行的模式 (見圖 4)。

圖 3 地板型利率走廊—型態 2

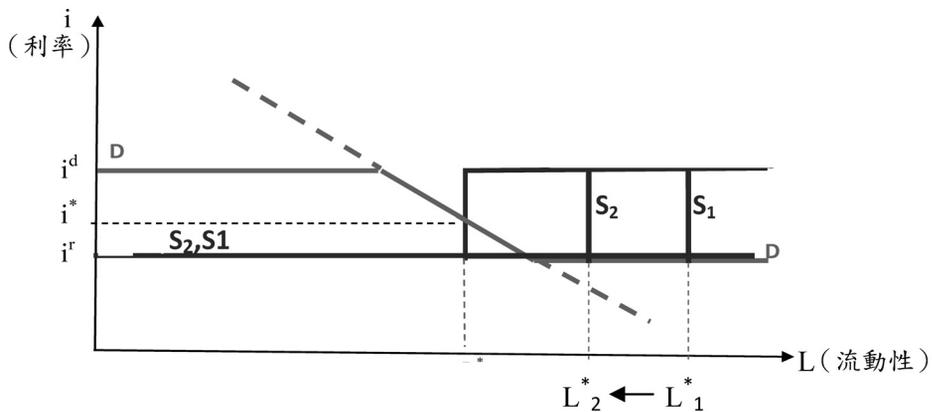
(在不改變市場利率下，調整流動性供給)



資料來源：轉引自 Kahn (2010)

圖 4 地板型利率走廊—型態 3

(量化寬鬆貨幣政策退場)



資料來源：轉引自 Kahn (2010)

## 四、國際間實施利率走廊之概況

### (一) 全球金融危機前，多數央行採標準型利率走廊

#### 1、背景及實施概況

1990年代以來，由於科技發展及銀行欲規避監管，許多國家央行逐漸放棄以存款準備金制度為核心的貨幣政策，轉而採取以利率走廊為重心的貨幣政策。

自1994年瑞典央行第一次採行利率走廊以來，該系統即普遍應用於許多經濟體，如加拿大、歐元區、英國、瑞士、紐西蘭、澳洲等經濟體，而且還有一些央行利用具有利率走廊部分特徵之制度執行貨幣政策，例如Fed。全球金融危機前，多數央行係採用標準型利率走廊。

#### 2、標準型利率走廊的特點—對利率進行區間調控

利率走廊將對利率的點調控變成區間調控，適時調整走廊寬度，增強貨幣政策因應市場變化的彈性。全球金融危機爆發期間，為降低市場利率的波動，英國、瑞典、加拿大以及歐元區等經濟體央行將走廊寬度予以縮窄。

### (二) 全球金融危機後，歐美日等央行採地板型利率走廊

#### 1、背景及實施概況

全球金融危機以來，除瑞典、瑞士、澳

洲、紐西蘭等國仍維持對稱型利率走廊以外，歐元區、美國、日本、英國等經濟體的央行則改採地板型利率走廊。

#### 2、地板型利率走廊的特點—使央行利率決策與流動性供給決策互不干擾

地板型利率走廊的特點表現在以下四方面：

(1) 加大央行貨幣政策操作的自由度：央行可供給任何數量的流動性，而不使短期貨幣市場利率低於政策利率。因此，央行可獨立調節銀行體系的流動性，來實現金融穩定之目標。全球金融危機爆發後，一些央行利用地板型利率走廊使利率決策與流動性供給決策互不干擾之優點，成功實施量化寬鬆政策等非傳統貨幣政策。

(2) 流動性微調操作的頻率降低：在對稱型利率走廊下，流動性需求和供給的細微變化可能引起銀行間拆款利率的變動，變動的大小則取決於需求彈性。因此，為了維持銀行間拆款利率與政策利率一致，央行就必須調整流動性供給，以抵銷這些變化。這需要央行對流動性具備精確的預測及頻繁操作之能力。相反地，在地板型中，流動性供給與需求的變化並不會改變短期貨幣市場利率，央行也就不須頻繁對流動性操作進行微調。

(3) 銀行間拆款市場的活躍程度下降：在地板型利率走廊下，銀行通常擁有超過自身需求的準備金，彼此互相拆借資金的需求下降，因而選擇將多餘資金以利率走廊下限利率存放在央行，導致銀行間拆款市場的活躍程度下降。同時，銀行間拆款市場將資金進行分配的功能也會受到限制，從而使流動性不足的金融機構在利率走廊下限利率或附

近水準借入資金的難度增大，影響金融活動的正常運行。

(4) 抵押品需求上升：在地板型利率走廊下，央行的流動性供給大幅增加，以使市場利率降至央行的存款利率水準。因此，就部分國家而言，更多的流動性供給（抵押貸款）即代表銀行在央行存入更多的抵押品，致銀行對抵押品的需求上升。

## 五、主要經濟體央行採行利率走廊之經驗

以下介紹瑞典（全球首先建構）、加拿大（典型的對稱型），歐洲、美國及日本（地板型），以及中國大陸（試驗中）等之利率走廊（見表2）。特別是中國大陸是在採行貨幣目標化機制之情況下試行利率走廊（註3），該經驗或可作為採行相同貨幣政策框架之國家實施利率走廊之參考。

### （一）瑞典央行

#### 1、採不對稱型利率走廊階段（1994年6月~2000年11月）

瑞典央行於1994年4月1日取消法定存款準備金要求後，於1994年6月採行利率走廊。初期瑞典央行總裁負責設定走廊的政策利率—附買回利率，上下限及寬度則由央行執行委員會來設定。此時採行不對稱型利率走廊，上限利率較附買回利率高55個基點，

下限利率則較附買回利率低40個基點。

#### 2、採對稱型利率走廊階段（2000年12月至今）

1999年，瑞典政府授予瑞典央行更大的獨立性，貨幣政策由新的執行委員會負責。2000年12月，執行委員會將目標利率設定在一個寬度為150個基點的利率走廊之中心，改採對稱型利率走廊。

全球金融危機後，瑞典央行將走廊寬度暫時縮窄，以減少危機對市場利率波動的衝擊。2009年4月，走廊寬度一度縮窄至100個基點，附買回利率從1%下調至0.5%。下限利率設定為零。3個月以後，將附買回利率下調至0.25%，將存款利率設定為-0.25%，成為全球首家對銀行存款實施負利率的央行（見圖5）。

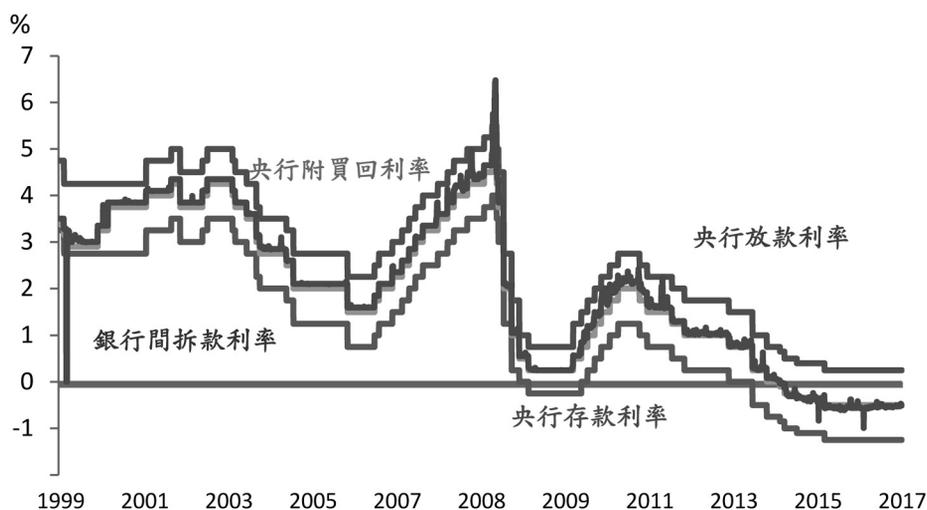
（註3）目前中國大陸存在所謂利率雙軌制，主要係指在存貸款方面仍有基準利率，而貨幣市場利率由市場決定。近年來中國人民銀行試行利率走廊的目的在於，增強人行調控市場利率的能力，其最終目標為，推進利率市場化改革，讓兩個軌道的利率逐漸統一，亦即逐步放棄存貸款基準利率，形成一個市場化利率。

表 2 主要經濟體央行之利率走廊的比較

相關指標	瑞典央行	加拿大央行	歐洲央行	美國央行	日本央行	中國人民銀行
上限	央行放款利率	短期擔保融通利率	邊際放款機制利率	主要融通利率	基準貼放利率	常備借貸便利利率
下限	央行存款利率	央行存款利率	存款機制利率	超額準備金利率	補充性存款機制利率	超額準備金利率
政策利率	央行附買回利率	隔夜拆款利率目標	主要再融通操作利率	聯邦資金利率目標	無擔保隔夜拆款目標利率 (2016/2/16 前) 超額準備金利率	公開市場逆回購利率 <sup>*</sup>
市場利率	銀行間拆款利率	銀行間拆款利率	歐元隔夜銀行間拆款利率	聯邦資金利率	無擔保隔夜拆款利率	銀行間拆款利率或 貨幣市場回購利率 或存款機構回購利率 (以國債為抵押)
準備金制度	無	無	低法定存款準備率	低法定存款準備率	低法定存款準備率	高法定存款準備率

註：<sup>\*</sup>目前中國人民銀行的政策利率為存放款基準利率，2016 年人行行長周小川表示，未來政策利率將倚賴公開市場逆回購利率。

圖 5 瑞典央行之利率走廊



資料來源：Thomson Reuters Datastream

## （二）加拿大央行

### 1、採對稱型利率走廊

加拿大廢除存款準備金制度，因此銀行在銀行間市場拆借資金的動機係為清算業務的需要。1999年2月，加拿大採行即時大額電子清算系統（Large Value Transfer System, LVTS），規定銀行透過該系統進行結算，且必須每天保證清算帳戶收支平衡，當帳戶出現透支時，須向央行之常設性放款機制（Standing Lending Facility）借款來彌補差額，利率較政策利率高25個基點；當帳戶出現盈餘時，則自動存入央行之常設性存款機制（Standing Deposit Facility），利率較政策利率低25個基點。易言之，加拿大央行利率走廊的寬度為50個基點，目標利率位於走廊的中間，為對稱型（見圖6）。

### 2、利率走廊運作良好

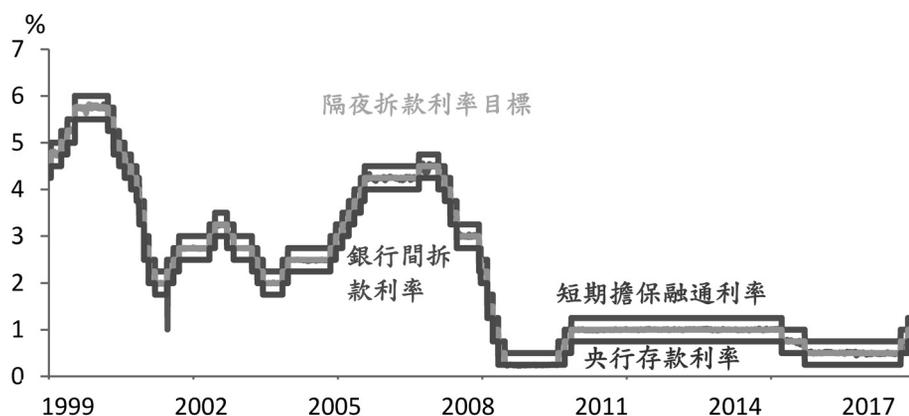
加拿大央行的利率走廊運作良好，即市

場利率在絕大多數期間與政策利率非常接近，原因如下：（1）廢除法定存款準備金制度，銀行不需為滿足準備金要求而在市場上拆借資金，這可減少流動性需求的波動，使央行更容易精確預測市場的流動性需求，並據以進行針對性的公開市場操作，平滑市場利率波動。（2）所有銀行均可在LVTS開戶並隨時使用常設性存、放款機制，常設性機制之參與未設門檻可大幅增強利率走廊上下限之有效性，市場利率很難突破利率走廊的上下限。

## （三）歐洲央行

歐洲央行自1998年6月成立以來，逐步構建利率走廊，並隨著1999年歐元的啟動而正式實施。歐洲央行政策利率為主要再融通操作利率，並使用兩種常設性機制來設定利率走廊的上下限。上限為邊際放款機制（Marginal Lending Facility, MLF）之利率，

圖6 加拿大央行之利率走廊



資料來源：Thomson Reuters Datastream

MLF 允許市場以高於市場利率一定幅度的利率從歐洲央行獲得隔夜貸款，數量沒有限制。下限為存款機制（Deposit Facility, DF）之利率，DF 允許市場將資金存於各成員國央行。在正常情況下，DF 利率低於市場利率。

#### 1、大抵採對稱型利率走廊階段（1999 年 1 月 1 日~2009 年 6 月 25 日）

歐洲央行在多數情況下利率走廊採對稱型，但有時亦採用不對稱型，如果走廊的上半部較寬，則說明央行偏好貨幣緊縮，例如 1999 年 1 月 22 日~1999 年 4 月 9 日期間，政策利率高於利率走廊下限 100 個基點，同時低於利率走廊上限 150 個基點，當時歐元區經濟增速較快，歐洲央行出於防範經濟過熱的考量，設定相對較高的上限。反之，如果利率走廊的下半部較寬，則說明央行偏好貨幣寬鬆，例如 2008 年 10 月 8 日~2008 年 10 月 14 日期間。

關於歐洲央行利率走廊寬度，最寬的是 1999 年第 1 季的 250 基點，隨著歐洲央行在 1999 年 4 月降息，走廊寬度縮窄為 200 個基點，該模式一直維持至 2008 年 9 月全球金融危機爆發前，為迄今為止持續期間最長的寬

度。危機期間，走廊寬度亦經歷多次變化，先是 2008 年 10 月縮窄至 100 個基點，接著 2009 年初恢復至 200 個基點，最後於 2009 年 5 月重新縮窄至 150 個基點（見圖 7），隨後寬度大抵呈現逐步縮窄的趨勢（見圖 8）。

利率走廊的寬度越大，一方面會使銀行傾向於在銀行間拆款市場交易，使該市場交易活絡，央行動用常設性機制的可能性小，央行的資產負債表就不會迅速膨脹而較為穩定；但另一方面亦會增大市場利率的波動性。因此，央行在選擇利率走廊寬度所必須考量的因素是：寬度不能太小，否則央行的資產負債表會迅速膨脹；寬度也不能太大，否則市場利率波動會很大（註 4）。

#### 2、採地板型利率走廊階段（2009 年 6 月 26 日~現在）

從 2009 年年中開始，歐元隔夜銀行間拆款利率（Euro Overnight Index Average, Eonia）已被大量的流動性驅使至走廊下限附近（註 5），此時的利率走廊近似於地板型（註 6）。使歐洲央行向貨幣市場注入空前流動性的同時，亦能穩定控制短期市場利率。

#### （四）美國聯準會

（註 4）Bindseil and Jablecki（2011）。

（註 5）全球金融危機爆發時，市場流動性非常匱乏，歐洲央行遂對銀行以主要再融通操作利率無限制提供流動性，造成市場充斥大量流動性，貨幣市場利率不斷降低，而金融危機後，評估銀行體系流動性需求困難度大增，為降低主要再融通操作之利率波動幅度，歐洲央行於 2008 年 10 月起，將主要再融通操作之標售方式由變動利率標改為固定利率標。導致市場利率接近央行存款利率，但主要再融通操作利率則高於央行存款利率。

（註 6）傳統的地板型利率走廊是政策利率或市場利率目標等於走廊下限利率，歐元區則是市場利率接近於走廊下限利率，故近似於地板型。

圖 7 歐洲央行之利率走廊

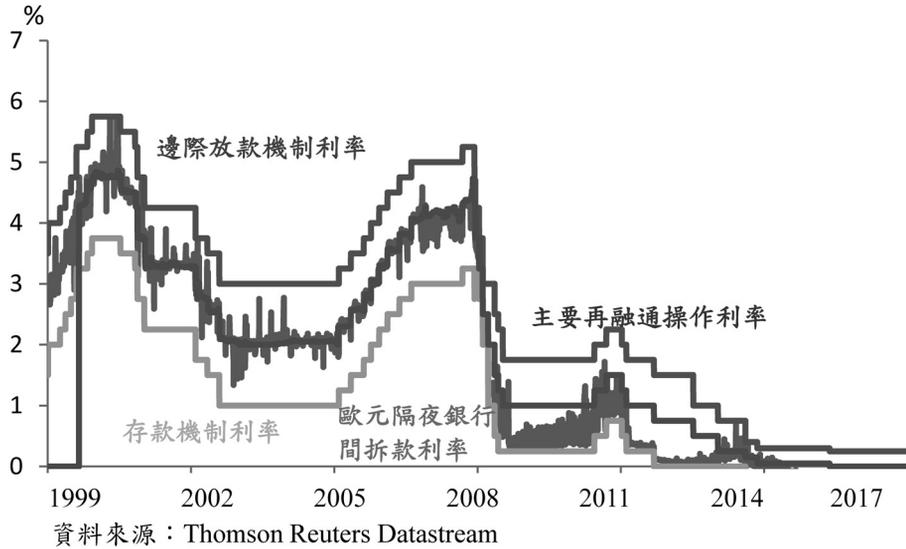
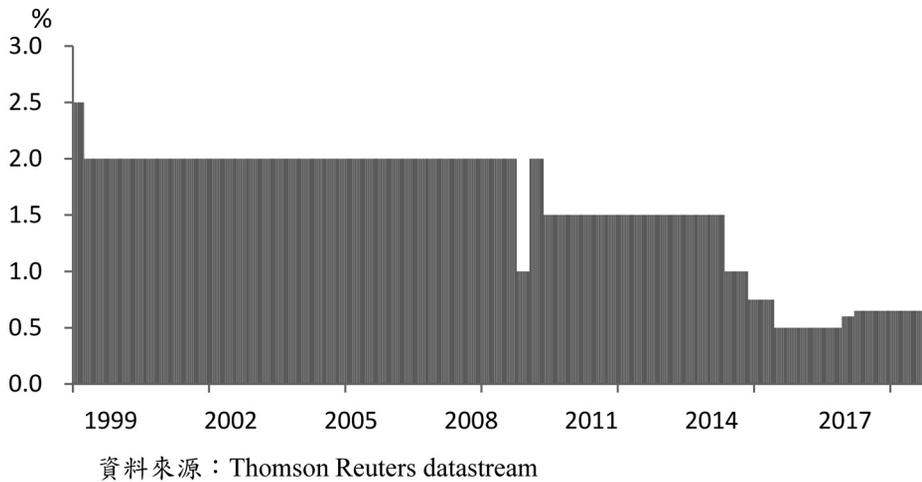


圖 8 歐洲央行利率走廊寬度



1、傳統以公開市場操作調控利率階段（2008年9月之前）

2008 年全球金融危機以前，Fed 維持聯邦資金利率在目標水準的主要方式為，每日在公開市場操作以準備金供給之多寡，來引導隔夜銀行間拆款利率（聯邦資金利率）與

聯邦資金利率目標要求的水準一致。例如，在 Fed 提高聯邦資金利率目標時，為確保聯邦資金利率能升至此目標水準，將在升息當天的公開市場操作中，以較慢速度滿足銀行的準備金需求，此時銀行為保證日內流動性，只得提高隔夜銀行間拆款利率的報價。

反之，如果 Fed 降息，則以較快速度滿足銀行的準備金需求，銀行的拆借意願降低，隔夜銀行間拆款利率的報價隨之下降。

由此可見，透過上述方式，Fed 藉由帳戶上準備金的餘裕或缺乏，可引導聯邦資金利率變動，使得兩者存在負相關關係，從而保證聯邦資金利率在交易日結束時向目標利率收斂。

## 2、採對稱型利率走廊階段（2008 年 10 月 9 日~2008 年 11 月 5 日）

全球金融危機爆發後，Fed 實施第一輪量化寬鬆貨幣政策，旨在改善私人信貸市場，引導長期利率下降，刺激經濟活動。銀行體系的準備金餘額較危機前膨脹數百倍，大量超額準備金使得銀行拆借意願顯著降低，銀行間市場的拆借金額大幅下降，Fed 準備金規模與聯邦資金利率的負相關性亦不復存在。紐約聯邦公開市場辦公室發現愈難實現聯邦公開市場委員會（FOMC）所設定的聯邦資金利率目標。

為鼓勵銀行有意願持有準備金及更好管控聯邦資金利率，在 2006 年「金融服務業監管法案」（Financial Services Regulatory Act）和 2008 年「經濟穩定緊急法案」（Emergency Economic Stabilization Act）的授權下，Fed 於 2008 年 10 月 9 日開始設定超額準備金利率（Interest Rate on Excess

Reserve, IOER），並將該利率水準設定為聯邦資金利率目標減去 75 個基點。

雖然 Fed 並未正式宣布採用標準型利率走廊，但實際上，Fed 所設定之超額準備金利率如同為利率走廊設定下限，主要融通利率（Fed 於 2003 年 1 月設置的高於聯邦資金利率目標的懲罰性利率）如同為利率走廊設定上限（註 7）。而聯邦資金利率目標位於由上限和下限所組成的走廊之中間，則形成對稱型利率走廊。

## 3、演變為地板型利率走廊，但下限利率有滲漏現象之階段（2008 年 11 月 6 日~2013 年 9 月）

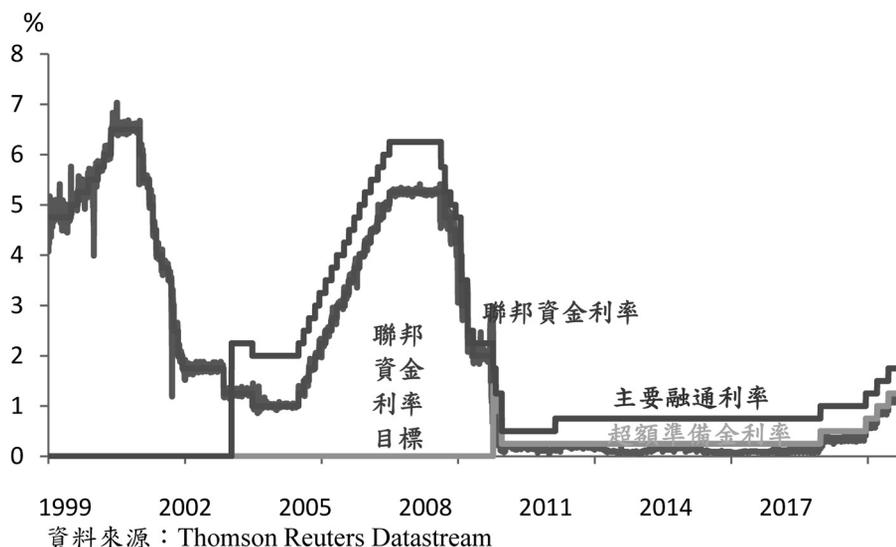
2008 年 11 月 6 日起，Fed 將超額準備金利率釘住聯邦資金利率目標，自此 Fed 之利率走廊從標準型演變為地板型，為 Fed 大幅擴大資產負債表規模提供獨立實施的條件，且可維持聯邦資金利率略高於零，以維持銀行間市場的活力。

然而，隨著 2008 年 12 月 16 日 Fed 聯邦公開市場委員會將目標利率設定為 0~0.25%，同時將超額準備金利率設於 0.25%。聯邦資金利率因此低於超額準備金利率，超額準備金利率難以作為利率走廊之有效下限（見圖 9）。

從理論上來說，大於零的超額準備金利率意味著，銀行日常多餘的流動性可存放在

（註 7）Fed 改革實施長達 90 年之久之傳統貼現窗口融通制度，新制於 2003 年 1 月開始生效，以聯邦資金利率目標加碼計息，原則上融通金額無限制，類似利率走廊模式，惟只有半套機制。

圖 9 Fed 之利率走廊



Fed 享有利息，因此除非聯邦資金利率高於超額準備金存款利率，否則銀行沒有動力將超額準備金調出用於拆借。不過，由於危機後諸如房地美、房利美等政府支持機構（GSEs）也獲得了大量流動性，惟這類機構存在 Fed 的準備金並無獲得利息的資格，所以仍有意願以低於超額準備金利率的利率拆出資金。較之於危機前，危機後政府支持機構占聯邦資金市場拆出資金比重大幅上升，逐漸主導聯邦資金利率的報價，使得其得以低於超額準備金利率的水準運行。

#### 4、ON RRP 利率提供有效利率地板階段 (2013 年 9 月~現在)

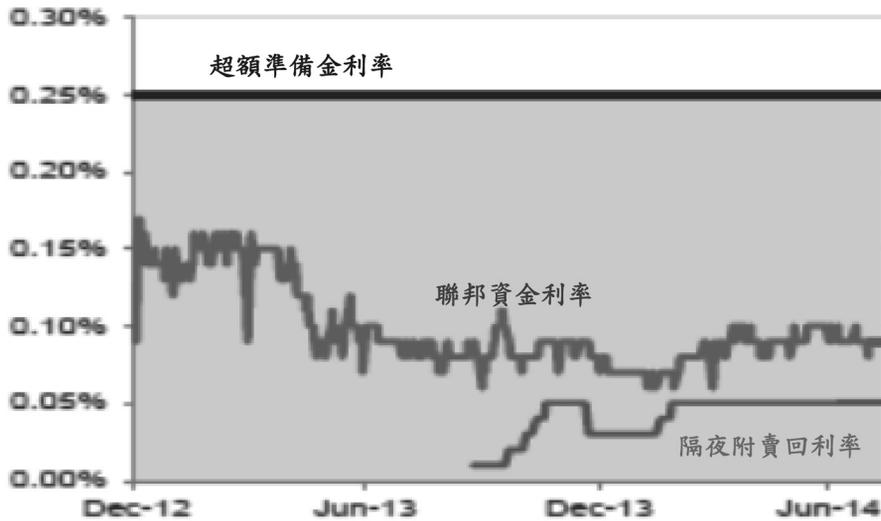
2013 年 Fed 推出無限制收受市場隔夜資金的隔夜附賣回（Overnight Fixed-Rate Reverse Repo, ON RRP）計畫，並將 ON RRP 利率作為利率走廊的最終下限。截至 2017 年

4 月 20 日，Fed 擁有 164 個 ON RRP 交易對手，包括主要交易商、銀行、貨幣市場基金及政府支持機構等。ON RRP 成為 Fed 在控制聯邦資金利率方面的重要補強措施。至此，超額準備金利率成為利率走廊的上限，ON RRP 利率為利率走廊的下限，在實際操作中，聯邦資金利率在超額準備金利率及 ON RRP 利率之間運行（見圖 10）。

#### （五）日本央行

2001 年 3 月以來，日本央行採取補充性放款機制（Complementary Lending Facility），2007 年 2 月 21 日~2008 年 10 月 30 日，該機制之基準貼放利率（basic loan rate）高於政策利率—無擔保隔夜拆款目標利率（the target for the uncollateralized overnight call rate）25 個基點，2008 年 10 月 31 日之前，未設有常設性存款機制。

圖 10 Fed 之新利率走廊



資料來源：轉引自 Fidelity International Limited (2014)

1、採對稱型利率走廊階段（2008 年 10 月 31 日~2008 年 12 月 18 日）

2008 年 10 月 31 日，日本央行臨時建立補充性存款機制（Complementary Deposit Facility），設定存款機制利率為 0.1%，同時將無擔保隔夜拆款目標利率從 0.5%降低至 0.3%，基準貼放利率從 0.75%降低至 0.5%，形成對稱型利率走廊，走廊寬度為 40 個基點。

2、採地板型利率走廊階段（2008 年 12 月 19 日~2016 年 2 月 15 日）

2008 年 12 月 19 日，日本央行將基準貼放利率從 0.5%降低至 0.3%，無擔保隔夜拆款目標利率從 0.3%降低至 0.1%，存款機制利率仍維持 0.1%，即政策利率等於利率走廊的下限，亦即 2008 年 12 月 19 日~2010 年 10 月 4 日在量化寬鬆貨幣政策下，日本央行採行地板型利率走廊，使得日本央行在提供市場大

量流動性的同時，仍能將無擔保隔夜拆款利率維持在零以上水準。2010 年 10 月 5 日~2016 年 2 月 15 日存款機制利率仍為 0.1%，而無擔保隔夜拆款目標利率則調整為 0~0.1%。

日本央行採行補充性存款機制，原設定期日為 2009 年 3 月 16 日，但隨後又將其延長，最終的到期日至今尚未確定。透過補充性存款機制，日本央行對超額準備金支付利息，有準備金要求的金融機構，以及在日本央行開設臨時帳戶的金融機構都可透過此機制獲得利息，惟對法定準備金不支付利息。

3、採地板型利率走廊及負利率政策階段（2016 年 2 月 16 日至今）

2016 年 2 月 16 日迄今，日本央行以存款機制利率（即銀行存放央行之新增超額準備

利率)作為短期政策利率,水準值為-0.1%,此時利率走廊亦屬於地板型,且成為亞洲第1個實施負利率的國家(見圖11)。

#### (六) 中國人民銀行

傳統上,中國大陸貨幣政策工具並存數量型及價格型,中國人民銀行除了主要透過調整存款準備率、公開市場操作等方式來調整基礎貨幣的供給以外,另透過調整政策利率(存放款基準利率)直接調控資金的價格,以達到調控貨幣供給量之目的。

惟近年來,存放款利率管制逐步放寬,加上金融創新蓬勃發展,利率波動幅度增

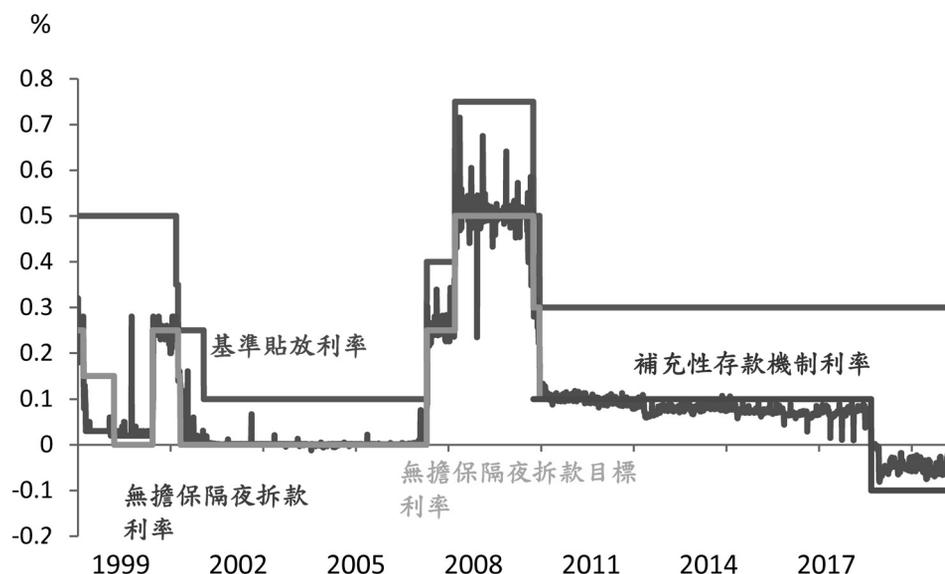
大,致須透過建立利率走廊,強化貨幣政策工具箱之使用。

為穩定市場利率,人行計劃依以下三步驟建立利率走廊(註8):(1)在不公布主要政策利率之情況下建構走廊;(2)逐步縮窄走廊寬度;(3)促使市場形成某種利率為主要政策利率的預期。

目前人行施行利率走廊尚在探索階段。走廊的三大要素—上限、下限及寬度均已大抵確定。

關於走廊上限,確定為常備借貸便利(Standing Lending Facility, SLF)利率。常

圖11 日本央行之利率走廊



註：1. 2010年10月5日~2016年2月15日無擔保隔夜拆款目標利率調整為0~-0.1%。2. 2016年2月16日起,短期政策利率由無擔保隔夜拆款目標利率改為銀行存放央行之新增超額準備利率(即存款機制利率)。

資料來源: Thomson Reuters Datastream

(註8) 參考牛慕鴻、馬駿等(2015),「利率走廊、利率穩定和調控成本」,人民銀行工作論文,第12號,11月。

備借貸便利是人行創設的常設性放款工具，用以滿足金融機構臨時性的短期流動性需求。2015年人行將SLF推行地區從10個省（市）擴展至全國，致使用機構的範圍廣泛，使得SLF利率能扮演穩固的走廊上限角色（註9）。

至於走廊下限，推測為超額準備金利率（註10），由於參與存款準備金制度之金融機構眾多，該利率應可發揮牢固的下限之作用。

就走廊寬度而言，目前7天期SLF利率為3.45%，超額準備金利率為0.72%，上、下限利差為273個基點，屬過寬水準，不利於抑制市場利率的波動性，人行的權宜之計為，將尚未對外正式公布之政策利率視為實質下限（註11）。人行前行長周小川曾表

示，未來政策利率將採用公開市場操作所產生的利率（註12），即主要向貨幣市場釋放流動性的7天期公開市場逆回購之利率（註13）。之後，再進行縮窄走廊寬度的改革（見圖12）。

目前仍未確定何種為貨幣市場基準利率，不過，根據學者研究或人行報告，可能為下列三種：（1）7天期銀行間拆款利率（China Interbank Offered Rate, Chibor），（2）7天期貨幣市場回購利率（Repo）（註14），（3）7天期存款機構（註15）回購利率（以國債為抵押）（註16）。其中，（2）與（3）的差別在於前者不限定交易機構及抵押資產，後者則限定交易機構為存款機構，抵押品為國債。

就具體操作而言，人行透過推升公開

（註9）根據主要先經濟體實施利率走廊的經驗，使用常設性放款及存款工具之市場參與者範圍越廣泛，利率走廊的上限及下限就會越牢固。

（註10）牛慕鴻、馬駿等（2015）指出，未來人行建立的利率走廊，下限為超額準備金利率，加以主要先進經濟體實施利率走廊的經驗顯示，下限為常設性存款工具利率或超額準備金利率，而人行沒有常設性存款工具，故推測其下限為超額準備金利率。

（註11）參見註8參考文獻。

（註12）參考中國人民銀行（2016），「中國人民銀行行長周小川記者會文字實錄」，新聞發布稿，2月26日。

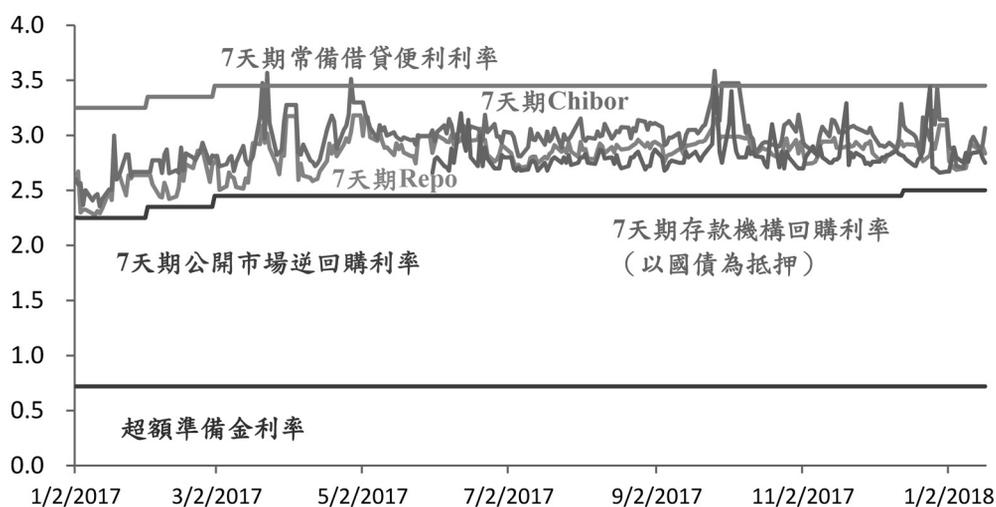
（註13）透過計量分析檢驗亦發現，人行公開市場逆回購利率可有效引導貨幣市場基準利率，成為利率走廊的主要政策利率。參考中國人民銀行營業管理部課題組（2013），「中央銀行利率引導—理論、經驗分析與中國的政策選擇」，*金融研究*，2013年第9期。

（註14）由於Chibor及Repo有獨立的運作體系，並具有較大的影響力，且央行的政策利率對渠等有較好的可控性，另外渠等對央行政策利率有較佳的反應，致可能成為貨幣市場基準利率。參考楊迪川（2016），「利率走廊的國際經驗與我國利率走廊構建研究」，*金融監管研究*，第11期，銀監會。

（註15）存款機構包括：儲蓄機構（資金來源多為儲蓄存款，多運用於長期的投資與放款）、信用合作社及商業銀行。

（註16）人行指出「7天期存款機構回購利率（以國債為抵押），可降低交易對手信用風險及抵押品品質對利率定價的干擾，能反映銀行體系流動性鬆緊狀況，對於培育貨幣市場基準利率有積極作用。」參考中國人民銀行（2016），「2016年第三季度貨幣政策執行報告」，11月17日及中國人民銀行（2017），「2017年第一季度貨幣政策執行報告」，2月16日。

圖 12 中國大陸模擬的利率走廊



資料來源：Thomson Reuters Datastream、Thomson Reuters Eikon、中國人民銀行

市場逆回購的得標利率來引導貨幣市場利率上升，進而傳遞其收緊貨幣之意圖。反之，則透過壓低公開市場逆回購的得標利

率來引導貨幣市場利率下降，傳遞其寬鬆貨幣之意圖。

## 六、國際間實施利率走廊經驗提供諸多可參考之處

從上述瑞典、加拿大、歐元區、美國、日本及中國大陸等主要經濟體央行之利率走廊操作經驗發現，大體而言，各國央行均能有效控管市場融資利率緊沿著政策利率變動，顯示利率走廊的實施具有若干成效（註 17）。茲將渠等實施利率走廊經驗值得參考之處整理如下：

歐洲央行的利率走廊寬度開始時曾達 250 個基點，但之後逐步縮小至目前的 65 個基

點；加拿大則從開始至今，走廊寬度一直維持 50 個基點。從兩經濟體央行的情況顯示，利率走廊的最優寬度並無一致標準，央行在決定利率走廊寬度時，主要視央行所重視的是市場利率的波動幅度，抑或央行資產負債表的規模與銀行間拆款市場的規模而定。基本上，利率走廊寬度越大，一方面使銀行傾向於在銀行間拆款市場交易，造成該市場交易活絡，且由於銀行與央行發生的交易較

（註 17）黃富櫻（2004）剖析歐元區、澳洲、紐西蘭、瑞典、英國、加拿大及挪威等主要經濟體央行之利率走廊操作模式，亦發現相同的結果。

少，央行的資產負債表就不會迅速膨脹而較為穩定；但另一方面亦會增大市場利率的波動性。

從加拿大央行的經驗來看，市場流動性需求波動越小，加以參與常設性存放款機制之市場參與機構範圍越廣泛，利率走廊運行的就越順暢。就 Fed 的經驗而言，若某些金融機構不能參與常設性存款機制，則利率走廊的下限就不會牢固。日本央行則因參與常設性存款機制之市場參與機構範圍廣泛，地板型利率走廊運作情況較佳。

保留法定存款準備金制度的歐洲央行相較於廢除準備金制度的加拿大央行，市場利

率波動幅度較大。另外，從主要經濟體運用利率走廊的經驗來看，央行的法定存款準備金要求大抵比較低，甚至取消存款準備金制度。正值人行構建利率走廊初期，中國大陸銀監會之研究（註 18）亦建議，人行應考慮適當降低法定存款準備率（註 19），主要係因在利率走廊的調控中，由於銀行可在流動性短缺時向央行借款，致法定存款準備金的重要性下降；加上若實施法定存款準備制度，銀行為了滿足準備金要求，通常會進行大量拆借，導致市場利率大幅波動，且法定存款準備率越高利率波動越大，從而降低利率走廊穩定市場利率的效果。

## 參考文獻

- 中國人民銀行（2016），「2016 年第三季度貨幣政策執行報告」，11 月 17 日。
- 中國人民銀行（2017），「2017 年第一季度貨幣政策執行報告」，2 月 16 日。
- 中國人民銀行（2016），「中國人民銀行行長周小川記者會文字實錄」，新聞發布稿，2 月 26 日。
- 中國人民銀行營業管理部課題組（2013），「中央銀行利率引導—理論、經驗分析與中國的政策選擇」，*金融研究*，2013 年第 9 期。
- 牛慕鴻、馬駿等（2015），「利率走廊、利率穩定和調控成本」，*人民銀行工作論文*，第 12 號，11 月。
- 黃富櫻（2004），「央行利率區間操作模式簡介」，*國際金融參考資料*，49 期，頁 26-62。
- 楊迪川（2016），「利率走廊的國際經驗與我國利率走廊構建研究」，*金融監管研究*，第 11 期，銀監會。
- 劉義聖、趙東喜（2012），「利率走廊理論述評」，*經濟學動態*，第 7 期。
- 謝儀悌（2011），「美國對準備金付息及其貨幣政策效果」，*國際金融參考資料*，第 62 輯，12 月。
- Berentsen, A., A. Marchesiani, C.J. Waller（2010），“Channel Systems: Why Is There a Positive Spread,” *Working Paper Series*, No. 49A, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Bernhardsen, T., and Kloster, A.（2010），“Liquidity Management System: Floor or Corridor?” *Staff Memo*, No. 4, Norges Bank.

（註 18）參見註 14 參考文獻。

（註 19）儘管加拿大等國實行零準備率制度的效果要好於實行法定存款準備率的國家，但並不表示利率走廊可完全替代存款準備率。存款準備率的主要目的為，調節廣義貨幣水準及總體利率水準；而利率走廊只能在總體利率水準合理的情況下，減少短期因素對利率的衝擊及公開操作的規模，因此許多實施利率走廊的經濟體並未放棄存款準備率制度，而是維持較低的存款準備率。

- Bindseil, Ulrich and Juliusz Jablecki (2011), “The Optimal Width of the Central Bank Standing Facilities Corridor and Banks' Day-to-day Liquidity Management,” *Working Papers*, No. 1350, ECB, June.
- Bowman, David, Etienne Gagnon, and Mike Leahy (2010), “Interest on Excess Reserves as a Monetary Policy Instrument: The Experience of Foreign Central Banks,” *International Finance Discussion Papers*, No. 996, Board of Governors of the Federal Reserve System, March.
- ECB (2010), *Monthly Bulletin*, January.
- Kahn, George (2010), “A Monetary Policy under a Corridor Operating Framework,” *Economic Review*, Fourth Quarter, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Fidelity International Limited (2014), “The Fed’s Exit Strategy in Focus,” *Fixed Income Spotlight*, August.
- Keister, Todd, Antoine Martin, and James McAndrews (2008), “Divorcing Money from Monetary Policy,” *FRBNY Economic Policy Review*, September.
- Ma, Jun (2014), “China: Transition of Monetary Policy Intermediate Targets to Policy Interest Rates,” *Slide*, Deutsche Bank, March.

(本文完成於 107 年 5 月，作者為本行經濟研究處一等專員)