

議題二：本行貨幣政策操作工具已有效引導市場利率之說明

有關外界指稱金融業隔夜拆款利率(下稱隔拆利率)等市場利率自 2002 年以來低於本行政策利率重貼現率，顯示本行未積極沖銷市場資金，以致政策利率與市場利率脫節。此種說法係對本行政策利率管理架構、本行公開市場操作實務及其與銀行體系資金變動之關係有所誤解，有必要加以澄清說明。

(一)隔拆利率之變動及其角色

1. **2002 年以前，國內資金環境緊俏，隔拆利率多高於本行重貼現率；2002 年以後，國內資金環境轉趨充裕，使隔拆利率跌幅大於重貼現率，並貼近本行 28 天期存單發行利率¹。2008 年 9 月為因應全球金融危機，本行 7 度調降重貼現率並採取寬鬆貨幣政策，隔拆利率進一步走低，並低於本行 28 天期存單利率(圖 1)。**
2. **美國以直接金融為主，美國聯邦資金利率交易量大，發展出不同天期之利率期貨與利率交換等衍生性金融商品，市場並以其做為金融商品訂價之參考利率指標；我國拆款市場則僅作為銀行間調節準備金之用，每日拆款交易量不大，因此我國隔拆利率在金融市場之角色，與美國聯邦資金利率明顯不同。**

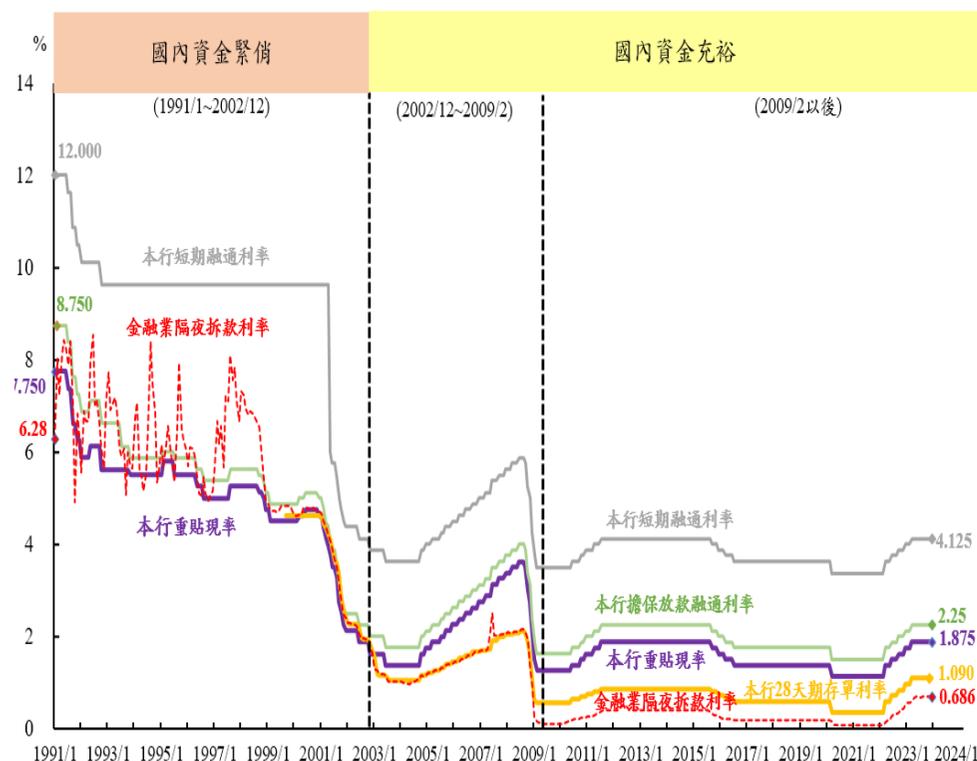
(二)本行政策利率管理架構與公開市場操作機制

1. 本行政策利率為**重貼現率**，係**本行對銀行之放款融通利率**(性質同銀行對民眾之**放款利率**)，**存單發行利率**為本行操作利率，係**本行對銀行購買本行存單所支付之利率**(性質同銀行對民眾之**存款利率**)；相對而言，本行重貼現率會高於存單發行利率(與銀行放款利率會高於存款利率情形相同)(圖 2)。

¹ 2002 年第 4 季本行理監事會議決議，為增進公開市場操作彈性，隔夜拆款利率將維持在重貼現率上下波動，而不以重貼現率為底限。

2. 由於我國經常帳長期順差，反映國內存在龐大超額儲蓄，國內銀行體系存在過剩流動性，銀行平常並無向本行融通資金之需求；因此，長期以來本行須透過公開市場操作發行存單，沖銷銀行體系過剩資金。亦即，**實務上本行存單發行利率係配合政策利率調整後，再藉由存單利率引導市場利率走向**，兩者一直維持相當之互動關係，此係本行因應我國經濟金融情勢採取之貨幣政策工具操作結果，並非顯示重貼現率與市場利率有脫節情形(圖 3)。

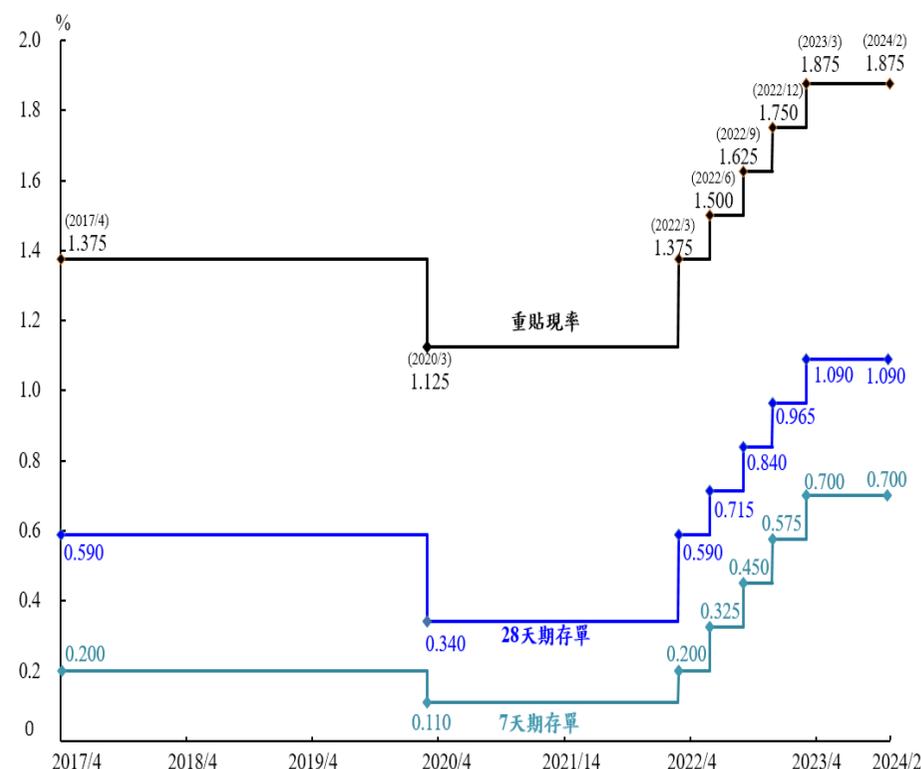
圖 1 本行政策利率、28 天期存單發行利率及金融業隔夜拆款利率



註：本行自 1999 年 9 月開始發行 30 天期存單 (2013 年 2 月 27 日起本行改發 28 天期存單，停止發行 30 天期存單)。

資料來源：中央銀行

圖 2 本行政策利率管理架構- 本行重貼現率與本行存單發行利率

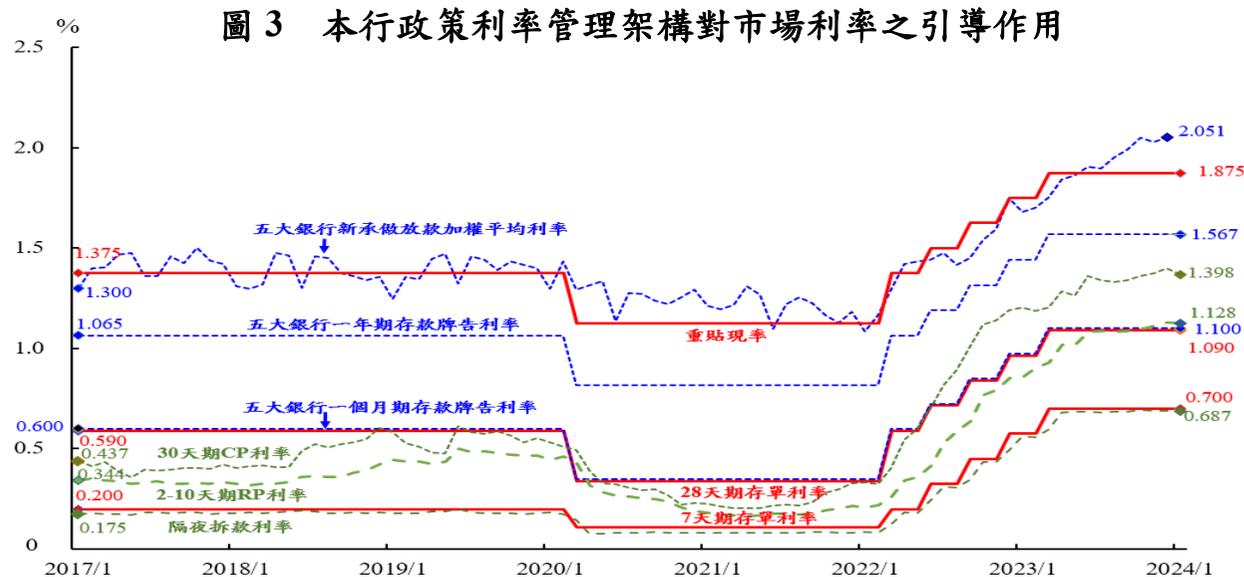


註：本行存單申購發行天期除 7 天期、28 天期外，尚有 91 天期、182 天期，另本行每月標售 364 天期、2 年期存單。

資料來源：中央銀行

(三)本行存單利率對市場利率具有引導作用

1. 本行各天期存單發行利率隨重貼現率調整(2022年3月以來均等幅調整)，目前存單發行期限以28天期為主，其利率為貨幣市場利率、銀行1個月期存款利率之主要訂價參考指標。此外，國內銀行放款利率係依據其存款利率(資金成本)及借款者信用條件加碼訂定，因此，本行存單發行利率亦對銀行放款利率具一定程度之引導作用(圖3)。
2. 自2022年3月本行啟動升息以來，總計調升重貼現率0.75個百分點，帶動2-10天期附買回(RP)利率、30天期商業本票(CP)利率分別上升0.94個百分點、1.035個百分點；五大銀行1年期存款利率、新承作放款利率分別上升0.752個百分點、0.782個百分點。
3. 因應金融市場情勢變動，本行定期檢討調整本行存單發行機制，強化利率管理架構之功能。例如，本行自2020年4月起每日發行7天期存單，以因應銀行短天期資金大幅變動情形，有助維持市場利率之穩定。



註：五大銀行係指臺灣銀行、合作金庫銀行、第一商業銀行、華南商業銀行及臺灣土地銀行。

資料來源：中央銀行、銀行公會金融業拆款中心、台灣集保結算所、證券櫃檯買賣中心

(四)結論

本行透過**政策利率管理架構**，向市場**明確傳達貨幣政策立場**，自 2022 年 3 月本行啟動升息以來，總計調升重貼現率 0.75 個百分點，有效**引導銀行存、放款利率及貨幣市場利率一定幅度之走升**。截至本**(2024)年 1 月底**，**銀行新承作放款利率高於重貼現率，30 天期 CP 利率高於本行 28 天期存單利率**，且升幅多超過 0.75 個百分點，顯示**本行政策利率有效引導市場利率走向，兩者並無脫節情形**。

未來本行將持續檢討政策利率管理架構，**適時調整貨幣政策操作工具之運用與利率操作策略**，**維持貨幣政策傳導機制之順暢運作**。