

議題二：有關短期市場利率多已足額反映政策利率升幅之說明

台灣金融體系以間接金融為主，民眾與企業主要透過銀行取得所需資金，因此，長期以來，本行貨幣政策操作係以銀行為主要操作對象，並運用各項操作工具，妥善管理銀行體系流動性¹，透過調控銀行體系準備金之供給，影響準備貨幣與短期市場利率，進而影響銀行信用與貨幣存量。

惟自 2021 年起，受供給面因素衝擊，全球及主要經濟體通膨居高，**為抑制國內通膨預期心理**，達成促進物價穩定，並協助整體經濟金融穩健發展之政策目標，**2022 年 3 月至本(2024)年 6 月，本行 6 度升息，累計 0.875 個百分點，並 3 度調升新台幣存款準備率，累計 0.75 個百分點**；在本行採取溫和漸進緊縮貨幣政策下，**重貼現率已近 16 年來之新高**。

另有論者認為，本行宣布政策利率調幅後，短期市場利率並未足額調整，以致目前的貨幣政策架構無法滿足「可究責性」的要求；惟實際資料顯示，本行各天期存單申購發行利率係隨重貼現率等幅調升，可有效引導市場利率，且**短期市場利率多已「足額」反映本行政策利率調整，並回升至以往重貼現率為 2.75% 時之水準**，且依據本行預測本年**國內通膨率維持緩步回降趨勢**，明年 CPI 年增率降至 2% 以下。簡要說明如下：

(一)本行政策利率創近 16 年之新高，且當前市場利率遠高於前波(2008 年 12 月 12 日)水準

國內政策利率係由本行理事會綜合考量國內外經濟金融情勢後審慎決定，本行**各天期存單申購發行利率則配合政策利率調整，以反映貨幣政策方向，並引導市場利率**。自 2022 年 3 月起本行啟動升息循環至本年 6 月止，業經 6 度升息及 3 度調升存款準備率²，**本年 3 月 22 日重貼現率再度回升至 2%，為近 16 年以來之新高**。由於各天期**存單申購發行利率隨重貼現率等幅調升³**，並**引導市場利率走升**。相較於前波(2008 年 12 月 12 日)重貼現率

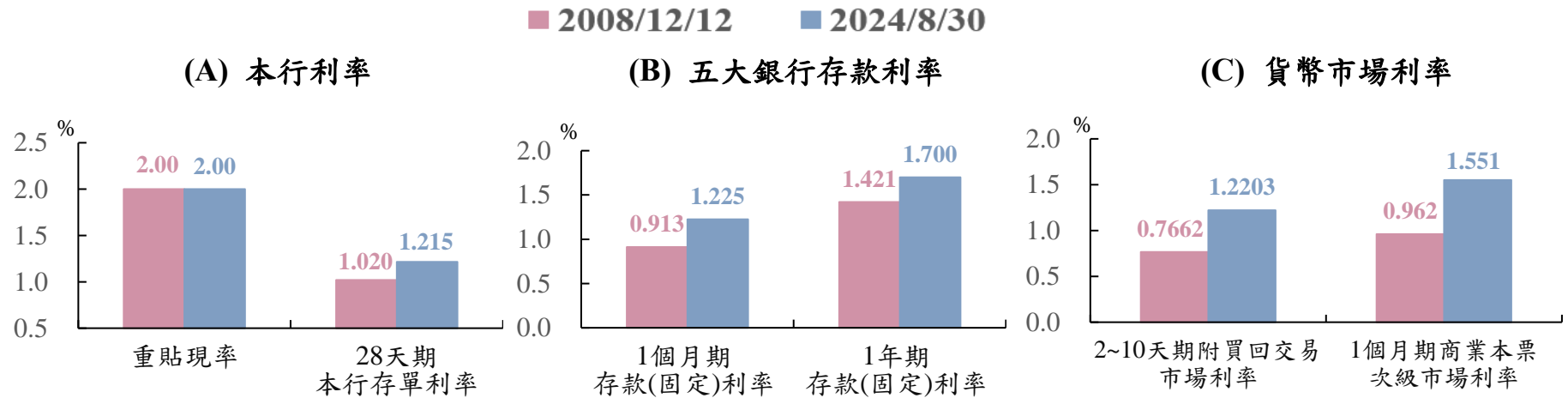
¹ 相關說明請參見議題一。

² 新台幣存款準備率分別於 2022 年 7 月 1 日、10 月 1 日及本年 7 月 1 日調升，調幅均為 0.25 個百分點。

³ 自 2022 年 6 月以來，本行各天期存單申購發行利率均隨重貼現率等幅調整。本行存單申購發行天期為 7、28、91 與 182 天期，另每月標售 364 天期、2 年期存單。

為 2%時，本年 8 月**五大銀行 1 個月期及 1 年期存款利率**、**2~10 天期附買回交易市場利率**及 **1 個月期商業本票次級市場利率**已遠高於前波之水準(圖 1)。

圖 1 本年 8 月市場利率已遠高於前波水準
(2008 年 12 月 12 日與 2024 年 8 月 30 日之比較)



- 註：1. 五大銀行係指臺灣銀行、臺灣土地銀行、合作金庫銀行、第一商業銀行及華南商業銀行。
 2. 五大銀行存款利率分別於 2024 年 3 月 25 日及 2008 年 12 月 15 日調整。
 3. 2~10 天期附買回交易市場利率係櫃買中心公布之附買回債券成交量加權平均利率。
 4. 1 個月期商業本票次級市場利率係 Bloomberg 公布之 8 家專營票券金融公司於次級市場賣出 21~31 天期商業本票加權平均利率。
 資料來源：中央銀行、Bloomberg、證券櫃檯買賣中心

(二)本行存單利率隨政策利率等幅調升，短期市場利率多已足額反映本行政策利率之升幅

有論者指稱本行宣布政策利率調幅後，短期市場利率並未足額調整，以致目前的貨幣政策架構無法滿足「可究責性」的要求；然而，**實際資料顯示**：本行各天期**存單申購發行利率**係隨**重貼現率**等幅調升，其利率為**相近天期**的貨幣市場利率、銀行存款利率之**參考指標**。舉例來說，本行自 2022 年 3 月迄今，**重貼現率**共調升 **0.875 個百分點**，本行 28 天期存單申購發行利率亦**等幅調升 0.875 個百分點**，帶動**五大銀行 1 個月期、1 年期存款利率**及**新承做放款利**

率，自 2022 年 2 月(升息前)至本年 8 月各調升 **0.875**、**0.931** 及 **0.888** 個百分點。至於**金融業隔夜拆款利率**、**1 個月期商業本票次級市場利率**及**2~10 天期附買回交易市場利率**，則分別上升 **0.739⁴**、**1.258** 及 **1.0382** 個百分點，均顯示短期市場利率多已足額反映本行升息搭配調升存款準備率之效果(表 1、圖 2)。

表 1 本行調整政策利率、定期存單及存款準備率帶動市場利率效果

單位：%；百分點

啟動升息 循環前後 各利率調幅	本行			五大銀行存放款利率			貨幣市場利率		
	重貼現率	存單利率 (28 天期)	存準率 累積調幅	1 個月期存款利率 (固定)	1 年期存款利率 (固定)	新承做放款利率 (不含國庫借款)	金融業拆款利率 (隔夜期)	商業本票次級市場利率 (1 個月期)	附買回交易市場利率 (2~10 天期)
2022 年 2 月 升息前 (A)	1.125	0.340	...	0.350	0.769	1.237	0.081	0.324	0.2175
2024 年 8 月 (B)	2.000	1.215	0.75	1.225	1.700	2.125	0.820	1.582	1.2557
調幅 = (B) - (A)	+0.875	+0.875	+0.75	+0.875	+0.931	+0.888	+0.739	+1.258	+1.0382

註：1.金融業隔夜拆款利率係以每日交易額為權數加權平均計算而得。

2.1 個月期商業本票次級市場利率以 Bloomberg 公布之日資料簡單平均計算。

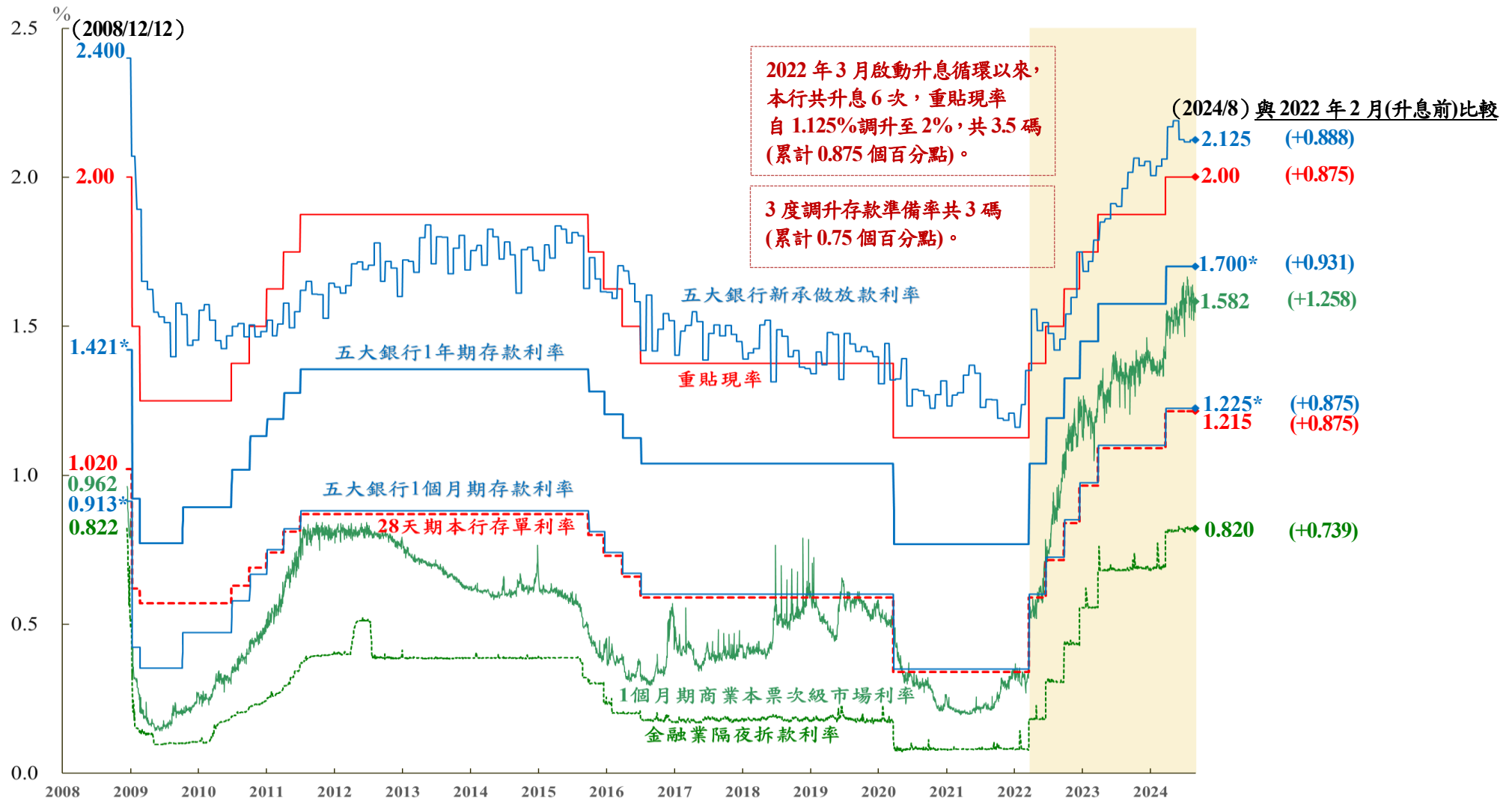
3.2~10 天期附買回交易市場利率採櫃買中心提供之附買回債券成交量加權平均利率。

資料來源：中央銀行、銀行公會金融業拆款中心、Bloomberg、證券櫃檯買賣中心

⁴ 隔拆利率僅上升 0.739 個百分點，未足額反映重貼現率 0.875 個百分點升幅之原因如下：

2020 年 3 月受 COVID-19 疫情衝擊，國內經濟金融之不確定性持續擴大，2020 年 3 月 20 日本行調降政策利率 0.25 個百分點，由於 2020 年 2 月(降息前)之隔拆利率為 0.178%，若足額調降，隔拆利率將降至負值，為-0.072%，為避免負利率發生，當時隔拆利率未足額調降，以致 2020 年 4 月(降息後)為 0.079%，僅下降 0.099 個百分點；2022 年 3 月 18 日本行調升政策利率 0.25 個百分點，令政策利率回升至疫情前水準，2022 年 4 月(升息後)之隔拆利率自 2022 年 2 月(升息前)之 0.081% 上升至 0.185%，調升幅度為 0.104 個百分點，已大於前次調降幅度的 0.099 個百分點，使利率水準高於 2020 年 2 月降息前之 0.178%。上述 2022 年 4 月隔拆利率的調升幅度 0.104 個百分點，若再加計接下來 5 次升息(共 0.625 個百分點)，升幅為 0.729 個百分點，而本年 8 月隔拆利率為 0.820%，調升幅度為 0.739 個百分點，已超越 0.729 個百分點。

圖 2 本行重貼現率、28 天期本行存單利率、貨幣市場利率、銀行存放款利率走勢



註：*為調整後牌告利率。

資料來源：中央銀行、銀行公會金融業拆款中心、Bloomberg

(三)目前短期貨幣市場利率多已回升至以往重貼現率為 2.75%時之水準

1. 近期 1 個月期商業本票次級市場利率已高於前波重貼現利率為 2.75%之水準

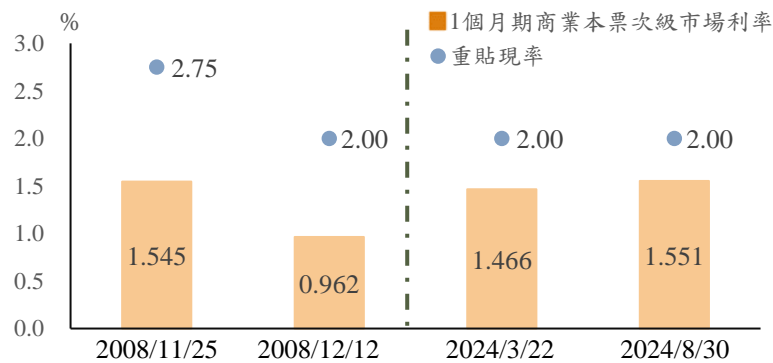
本年 3 月 22 日重貼現率回升至 2%，帶動該日 1 個月期商業本票次級市場利率升至 1.466%，高於 2008 年 12 月 12 日的 0.962% (當時重貼現率為 2%)；本年 8 月 30 日再走升至 1.551%，高於 2008 年 11 月 25 日的 1.545% (當時重貼現率為 2.75%)(圖 3(A))。

2. 近期 2~10 天期附買回交易市場利率已高於前波重貼現率為 2.75%之水準

本年 3 月 22 日 2~10 天期附買回交易市場利率回升至 1.1492%，高於 2008 年 12 月 12 日的 0.7662% (當時重貼現率為 2%)；本年 8 月 30 日再走升至 1.2203%，高於 2008 年 12 月 10 日的 1.2044% (當時重貼現率為 2.75%)(圖 3(B))。

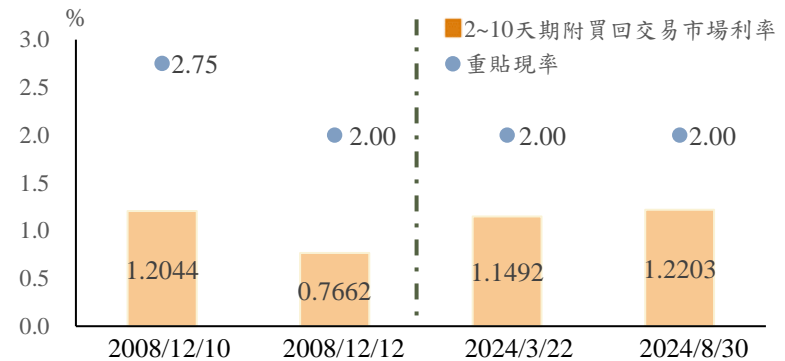
圖 3 2008 年 11~12 月與 2024 年 3~8 月短期貨幣市場利率

(A) 1 個月期商業本票次級市場利率



註：2024 年 3 月 22 為本行最近 1 次調升政策利率之日期。
資料來源：Bloomberg

(B) 2~10 天期附買回交易市場利率



註：2024 年 3 月 22 為本行最近 1 次調升政策利率之日期。
資料來源：證券櫃檯買賣中心