

專題二

有關短期市場利率多已足額反映本行政策利率升幅之說明¹

110 年以來，受供給面衝擊與疫後服務類消費供不應求等因素影響，全球及主要經濟體通膨居高不下，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，111 年 3 月至 113 年 12 月，本行 6 度升息，累計 0.875 個百分點，並 4 度調升新台幣存款準備率，累計 1.0 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。

實際資料顯示，本行各天期存單申購發行利率隨重貼現率等幅調升，且短期市場利率多已足額反映本行政策利率調整，顯見本行的政策利率管理架構，能有效引導短期市場利率於適度水準。此外，實證顯示，當前本行貨幣政策主要透過存單發行利率，有效傳遞至各種市場利率。

一、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

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。自 111 年 3 月起本行啟動升息循環至 113 年 12 月止，業經 6 度升息及 4 度調升存款準備率²，113 年 3 月 22 日重貼現率回升至 2%，為近 16 年以來之新高。

實際資料顯示，本行自 111 年 3 月迄今，重貼現率共調升 0.875 個百分點，來到 2% 水準，本行各天期存單申購發行利率亦配合政策利率調整，以反映貨幣政策方向，並引導市場利率，自 111 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³。

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

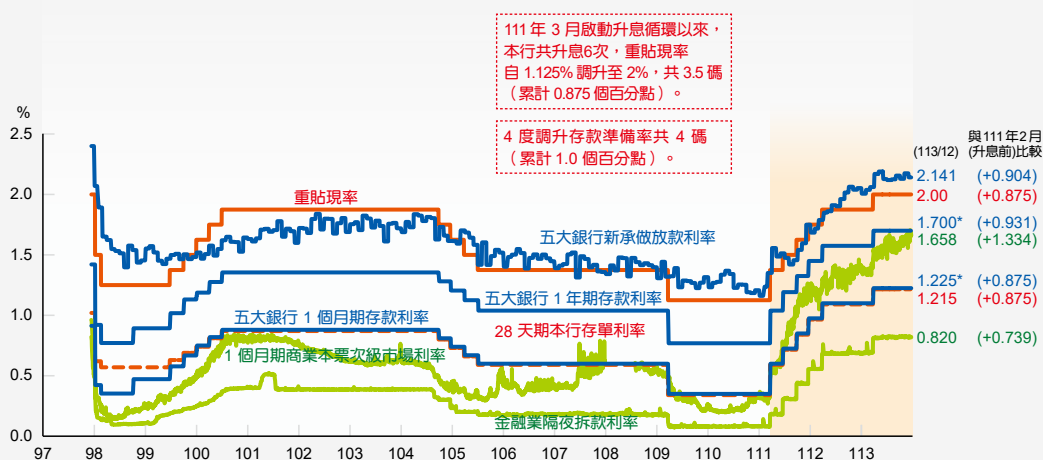
單位：%；百分點

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)
111 年 2 月 升息前 (A)	1.125	0.340	---	0.350	0.769	1.237	0.081	0.324	0.218
113 年 12 月 (B)	2.000	1.215	1.00	1.225	1.700	2.141	0.820	1.658	1.294
調幅 = (B) - (A)	+0.875	+0.875	+1.00	+0.875	+0.931	+0.904	+0.739	+1.334	+1.076

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檯中心提供之附買回債券成交量加權平均利率。
資料來源：本行、銀行公會金融業拆款中心、Bloomberg、證券櫃檯買賣中心。

¹ 主要取材自中央銀行 (2024)，「本行貨幣政策之說明議題二：有關短期市場利率多已足額反映政策利率升幅之說明」，央行理監事會後記者會參考資料，9 月 19 日。
² 新台幣存款準備率分別於 111 年 7 月 1 日、10 月 1 日以及 113 年 7 月 1 日、10 月 1 日調升，調幅均為 0.25 個百分點。
³ 本行存單採申購發行與標售發行兩種方式，其中 364 天期、2 年期存單係採標售發行，利率由市場決定；其餘天期存單 (ON、7 天期、28 天期、91 天期、182 天期) 係採申購發行。本行 ON 與 7 天期存單發行利率，主要係參考貨幣市場利率訂定；111 年 6 月起，隨本行政策利率等幅調整。28 天期、91 天期及 182 天期存單發行利率，係隨本行政策利率調整，111 年 3 月起為等幅調整。

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：* 為五大銀行廣告存款平均利率。

資料來源：本行、銀行公會金融業拆款中心、Bloomberg。

目前本行存單發行期限以 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。

在本行 28 天期存單申購發行利率等幅調升 0.875 個百分點之下，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 111 年 2 月（升息前）至 113 年 12 月各調升 0.875、0.931 及 0.904 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、1.334 及 1.0761 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，且已回升至以往重貼現率為 2.75% 時之水準。

二、實證顯示，當前本行貨幣政策主要透過存單發行利率，有效傳遞至各種市場利率

為評估各種利率之間的傳遞方向與影響程度，本行計算各種利率間的鏈結指數 (connectedness index)⁵，並以網絡圖方式呈現。

當本行調整重貼現率時，本行存單申購利率隨之調整，隔拆利率則多在政策利率調整當日立即反應。網絡圖的結果顯示，本行 28 天期

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：

109 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，109 年 3 月 20 日本行調降政策利率 0.25 個百分點，由於 109 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 109 年 4 月（降息後）為 0.079%，僅下降 0.099 個百分點；111 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，111 年 4 月（升息後）之隔拆利率自 111 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 109 年 2 月降息前之 0.178%。上述 111 年 4 月隔拆利率的調升幅度 0.104 個百分點，若再加計接下來的 5 次升息（共 0.625 個百分點），升幅為 0.729 個百分點，而 113 年 12 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。

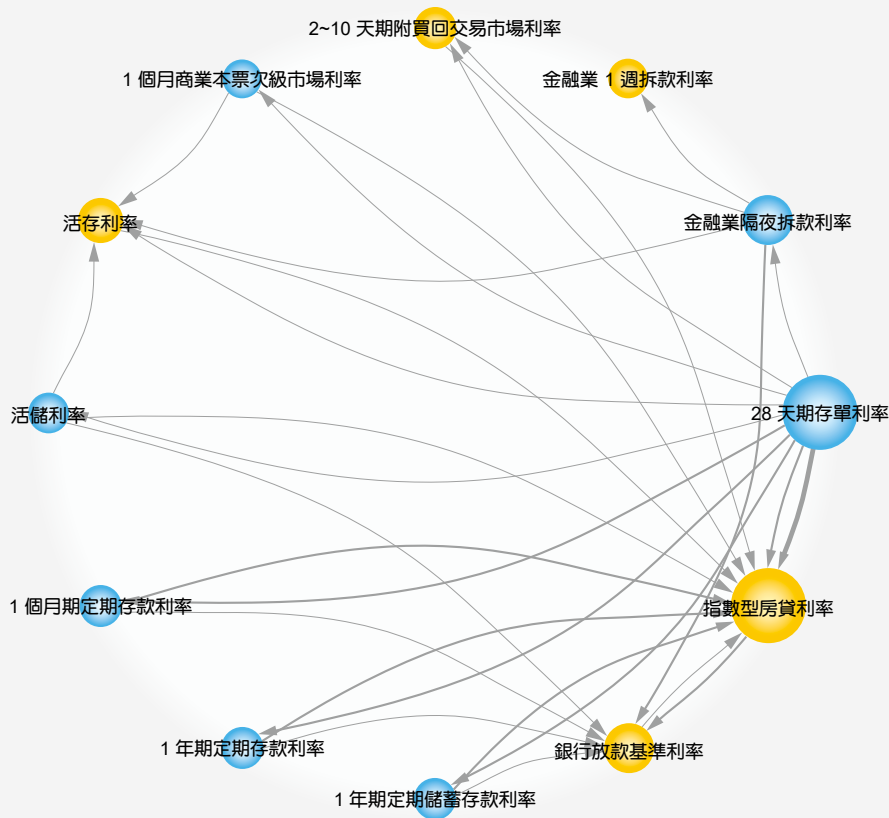
⁵ 參考本行內部研究報告：該報告使用週頻率的利率資料，應用 Diebold and Yilmaz (2014) 提出的鏈結指數分析國內利率間的傳遞，全樣本期間為 94 年 7 月至 113 年 4 月中，並配合本行曾在不同時期調整利率操作策略，而以 99 年 1 月做為利率操作架構顯著改變的時點區分為前段與後段樣本。全樣本期間鏈結指數模型的結果顯示，本行透過影響 28 天期存單利率與隔拆利率，將政策效果傳遞至各市場利率，其中 28 天期利率對銀行存放款利率影響較大，而隔拆利率則是對其他貨幣市場利率的傳遞效果較大。Diebold, F. X. and K. Yilmaz (2014), "On the Network Topology of Variance Decompositions: Measuring the Connectedness of Financial Firms," *Journal of Econometrics*, 182(1), 119-134。

存單利率與隔拆利率對各種貨幣市場利率與銀行存放款牌告利率均有影響，且在 99 年以後，28 天期存單利率對其他利率的影響則是明顯大於隔拆利率等其他利率，且傳遞程度進一步提升。顯示本行主要透過存單利率有效引導市場利率走向，傳遞貨幣政策效果。此實證結果亦顯示，現行金融業隔拆利率的重要性降低，已不是本行主要操作目標；金融業隔夜拆款市場

主要作為銀行調節準備金之用。

2~10 天期附買回交易市場利率、1 個月期商業本票次級市場利率、1 個月期定期存款利率、1 年期定期存款利率與 1 年期定期儲蓄存款利率除了受 28 天期存單利率與隔拆利率影響外，也會進一步將央行貨幣政策傳遞至銀行放款基準利率與指數型房貸利率。

99 年 1 月以後的利率鏈結指數所得到之網絡圖



註：1. 藍色節點表示該利率影響其他利率的程度大於受其他利率影響的程度；黃色節點則代表該利率受到其他利率影響的程度大於影響其他利率的程度。
2. 連接線之前頭代表傳遞影響的方向；連結線之粗細則反映關連性程度之大小。
資料來源：本行內部研究報告。