

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

參加東南亞國家中央銀行研訓中心舉辦之

「第4屆總體經濟及貨幣政策管理」

(4th SEACEN-CeMCoA/BOJ

Intermediate Course on Macroeconomic

and Monetary Policy Management)

研討會出國報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：蔡曜嶺 四專

派赴國家：斯里蘭卡

出國期間：99年8月7日至8月18日

報告日期：99年11月

目 次

	頁 碼
壹、研討會議程簡介.....	2
貳、研討會內容摘要.....	4
一、金融風暴後之亞太新興市場經濟.....	4
二、外部失衡對總體經濟的影響.....	11
三、財政政策之持續性.....	15
四、貨幣政策之傳遞機制及傳遞效果.....	18
五、央行之政策溝通.....	24
參、心得與建議.....	29
參考資料.....	31
附錄一：研討會專題報告.....	33
附錄二：研討會議程表.....	55

參加東南亞國家中央銀行研訓中心舉辦之
「第 4 屆總體經濟及貨幣政策管理」研討會
出國報告書

壹、研討會議程簡介

- 一、 研討會名稱：總體經濟及貨幣政策管理
- 二、 期間：民國 99 年 8 月 8 日至 17 日
- 三、 地點：斯里蘭卡、可倫坡市
- 四、 參加人員：包括來自柬埔寨、印度、印尼、馬來西亞、尼泊爾、菲律賓、斯里蘭卡、泰國、越南及我國等 10 個國家之中央銀行相關部門人員及 SEACEN 人員，共 31 人參加。
- 五、 內容概要：

本次研討主題為總體經濟及貨幣政策管理，內容包括金融風暴後的亞太經濟、對外部門及金融部門失衡對總體經濟的影響、財政政策的持續性、小型開放經濟體之通膨預測及潛在產出之衡量、資金流動與匯率及貨幣政策之關係、物價穩定與金融穩定之交互影響、貨幣政策傳遞機制、貨幣政策架構與操作策略等議題，課程邀請國際清算銀行(BIS)、國際貨幣基金(IMF)、日本央行、菲律賓央行、泰國央行、印尼央行、澳洲央行及 SEACEN 專家擔任講師，並藉由個案研討及意見交流增進學員對課程之了解。

六、研討會主講人:

1. Mr. Masaur Tanaka, 日本銀行國際部副處長
2. Dr. Herbert Poenisch 瑞士經濟學家
3. Dr. Reza Y. Siregar, 東南亞中央銀行研訓中心處長
4. Mr. C.J.P. Siriwardena 斯里蘭卡央行助理總裁
5. Dr. Maria Almasara Cyd Tuano-Amador 菲律賓央行助理總裁
6. Dr. Vincent Lim 東南亞中央銀行研訓中心經濟學者
7. Dr. Guonan Ma 國際清算銀行駐香港亞太辦事處經濟學者
8. Dr. Roong Poshyananda Mallikamas 泰國央行監督管理處處長
9. Mr. David Jacobs 澳大利亞儲備銀行國內投資處處長
10. Dr. Raneey Jayamaha 斯里蘭卡央行前副總裁；總統顧問
11. Dr. sukudhew Singh 馬來西亞央行助理總裁
12. Dr. Juda Agung 印尼央行經濟研究處副處長
13. Mr. Muchamad Barik Bathaluddin 印尼央行經研局經濟學者
14. Mr. B.D.W.A. Silva 斯里蘭卡央行助理總裁
15. Dr. Koshi Mathai 斯里蘭卡國際貨幣基金會首席代表

貳、研討會內容摘要

一、 金融風暴後之亞太新興市場經濟

(一) 亞太新興市場經濟體對全球金融風暴之因應對策

源自於 2007 年中之美國次級房貸風暴，使連結次級房貸之結構型信用商品之價差不斷擴大，導致投資此類商品之金融機構面臨資產評價下跌及損失，資本適足率因而下降，市場信心亦開始動搖，於是銀行間拆款利率轉趨上揚，融資管道亦陷入停滯，直至 2008 年美國 Lehman Brothers 聲請破產保護及全球最大保險公司 AIG 瀕臨倒閉，終使市場信心一夕間崩潰，市場流動性急劇萎縮，不但隔夜拆款利率陡升，利率交換價差亦擴大，而在全球化發展效應下，造成全球金融機構之間信用緊縮，全球股市亦持續重挫，因而形成此次全球金融風暴。此次金融風暴不僅由美國境內蔓延至工業先進國家，並外溢至全球新興市場經濟體，同時亦由金融面波及至實質經濟面，導致民間消費及投資降低，失業率攀升及通貨緊縮風險，全球經濟景氣亦因而陷入嚴重衰退¹。

而以出口為導向之亞太新興市場經濟體，在此次金融風暴中金融面及實質經濟面亦受到嚴重之衝擊，各經濟體因而紛紛採取多項措施以穩定金融市場並刺激經濟景氣，其所採行之措施彙總如表一，從表一中可得知，除了傳統性之利率政策及擴張性財政政策外，亞太新興市場經濟體亦採行多項非傳統性政策機制，挹注金融市場資金以確保市場流動性，另外藉由對非存款負債擔保、挹注銀行資本及活化金融資產等方式強化金融機構資產負債表，以利其持續營運並維持金融市場穩定。

在亞太新興市場經濟體採取多項刺激經濟方案及穩定金融措施後，相對於歐美先進國家，亞太新興市場經濟體展現強勁的復甦力道，亞洲主要

¹ 請參考 Hannoun, Hervé, "Policy lessons from the recent financial market turmoil", Speech by the Deputy General Manager of the Bank for International Settlements at the XLV Meeting of Central Bank Governors of the American Continent, Ottawa, May 2008.

表一：亞太新興市場經濟體面對全球金融風暴所採取措施之比較

措施	中 國	香 港	印 度	印 尼	韓 國	馬來 西亞	菲律 賓	新加 坡	泰 國	台 灣
寬鬆貨幣政策	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
擴張性財政政策	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
提供本國貨幣流動性		○	○	○	○		○			○
外匯交換協定			○	○	○		○	○		○
擴大存款保險		○		○	○	○	○	○	○	○
提供非存款負債之保證					○					
注入銀行資本	○	○	○		○				○	
創造資產需求	○		○	○	○	○				
限制市場放空		○		○	○			○		○
放寬市場結清規定				○	○	○	○			

資料來源：Filardo, Andrew et al, “The international financial crisis: timeline, impact and policy responses in Asia and the Pacific”, *BIS Papers* 52, p.29,p.68.

經濟體能於此次金融風暴中受損較為輕微且能在風暴後快速復甦，分析其可能的原因如下：

1. 許多亞洲經濟體已在 1997 年亞洲金融風暴中學習到如何因應危機，雖然亞洲金融風暴是由於亞洲經濟體本身資產價格泡沫所導致經濟景氣衰退，但是僵化的匯率制度使許多亞洲經濟體在面臨資金大量外流時，產生更嚴重的金融面及實質經濟面之衝擊，因此，亞洲金融風暴後許多亞洲經濟體建立更為彈性的匯率制度及厚實外匯存底；並致力於金融體系改革使金融市場更加穩健，故此次全球金融風暴雖使亞洲經濟體再度面臨資金大量外流問題時，憑藉著彈性的匯率、外匯存底及金融市場的

深度降低此次風暴之衝擊。

2. 過去十年來，亞洲經濟體之央行紛紛改採釘住通貨膨脹為目標之貨幣政策機制，而未採取通貨膨脹為目標機制之經濟體亦以穩定物價為首要目標，使近十年來亞太新興市場經濟體均能維持通貨膨脹低且穩定的總體環境，而全球金融風暴期間，亞洲經濟體之央行亦致力於穩定物價，導引大眾通貨膨脹之預期，這些皆促進金融風暴後實質經濟之復甦。
3. 近十年來亞太新興市場經濟體雖然在金融改革上頗具成效，然而在金融市場開放程度上仍不及於歐美先進國家，但也因而在此次全球金融風暴中，由於亞太新興市場之金融機構未持有過多之證券化商品，資產損失程度不若歐美國家金融機構嚴重，故能在金融風暴後迅速恢復中介功能，暢通企業融資管道，進而活絡經濟活動。
4. 過去以出口為導向是亞太新興市場經濟體之經濟成長模式，然而，亞太新興市場高度重視出口，但忽視國內需求之成長模式，導致其景氣之榮枯須仰賴歐美國家消費能力而定，而於此次全球金融風暴後，亞太新興市場經濟體均轉而強化國內需求，並將出口導向亞洲區內其他國家，使亞洲各國成為經濟擴張的管道，這些亦是亞太新興市場經濟能夠快速復甦之主要原因之一。

（二）金融風暴後亞太新興市場經濟體所需面對的議題²

1. 貨幣政策退場時機

隨著亞太新興市場經濟逐漸復甦及金融市場已恢復正常運作情況下，亞太各國央行面臨一項嚴峻的考驗，就是於全球金融風暴期間所實施之各項政策刺激方案應何時及如何退場？太早退場可能會損及剛剛復甦的經濟，但太晚退場則可能使經濟泡沫擴大，造成通貨膨脹而導致二次衰退。

² 請參考Mohanty, Madhusudan and Turner :“Banks and financial intermediation in emerging Asia: reforms and new risks”, *BIS Working Papers No 313* , June 2010.及Gill H., Ravi K and Eswar P.: “Monetary Policy Challenges for Emerging Market Economies”, Cornell University, Department of Applied Economics and Management, *Working Papers*, 02-09

另外，由於各國經濟復甦情勢不一，加上各國央行採行的貨幣政策工具不同，故各國央行在執行退場措施上難以一致性，假如亞太新興市場比其他地區提早實施退場措施，則有可能產生新一波的國際資金擾動問題，故以上這些問題都會影響亞太新興市場央行在退場時間點和速度上的選擇，然而，仍有下列幾項議題值得央行注意：

- (1) 全球金融風暴期間，央行透過擴大資產負債表政策（balance sheet policy）吸收民間部門資產負債，造成央行資產負債表急速膨脹，未來如何將這些多餘的準備金從市場中收回將是一大課題，其中賣回去一些低品質資產固然是選項之一，但是這些資產是否會造成金融市場波動仍值得央行關注，如果這些商品市場仍處於不成熟穩定狀態，央行可以考慮透過發行央行票據或是調整準備金政策等方式從金融體系中吸納過剩資金。
- (2) 當金融市場恢復秩序後，央行應重新檢視金融風暴期間所使用之貨幣政策工具，有些新的政策工具可納入正常情況下之貨幣政策架構中，但是有些政策工具，例如為防止風險利差急劇拉高時所採行之保證措施，應設定時間表逐步退場，以避免發生道德風險。
- (3) 另一項議題是如何考量把退場機制傳達給一般民眾知道，央行這方面應謹慎對外溝通，以避免央行的退場聲明被市場誤釋，假如被市場判斷為宣布的太早，則有可能會削弱剛復甦的經濟，另外，其聲明亦有可能與其他政府部門所提出之振興經濟與金融市場方案相抵觸，導致被外界新聞解讀為政府內部行動不一致性，導致損及市場信心。

2. 金融部門失衡

金融部門失衡係指金融不穩定，過去全球央行主流思想認為維持低而穩定之通貨膨脹率即足以達成經濟成長，然經歷此次全球金融風暴後，亦發現金融不穩定亦會影響央行政策目標的達成，金融體系與實體經濟間亦會交互影響，因此央行平時除了執行傳統性貨幣政策外，另需運用總體審

慎政策（macro-prudential policy）降低金融部門之系統性風險，以維持金融穩定，同時，央行在執行貨幣政策時，須將信用成長、資產價格等攸關金融穩定的因子列入政策考量。

依據國際清算銀行（BIS）定義，總體審慎政策是在維持整體金融體系穩定，及考量金融體系與實體經濟間之交互影響關係下，運用管制與監理等工具來解決金融體系順循環的問題，以降低系統性風險，並促進金融穩定。過去，金融部門的授信與投資行為常呈現高度順景氣循環現象，亦即在景氣擴張時，金融部門授信及投資審核標準寬鬆，擔保品價值提高，放款及投資顯著增加，反之，在景氣反轉時，金融部門授信及放款審核標準嚴格，擔保品價值滑落，放款及投資則大幅減少。而金融部門的逾期放款則與景氣循環呈反向關係，在景氣擴張時，逾期放款、備抵呆帳準備等通常較低，而在景氣反轉時則大幅上升，亦即金融部門於景氣擴張時期，過於寬鬆的授信政策已經產生潛在的信用風險，而在景氣反轉後，潛藏的問題授信則漸漸變成逾期放款，當金融部門發生這些不當貸放之集體行為時，就會產生總體之系統性風險，最後造成金融不穩定並衝擊經濟成長，故總體審慎政策即針對金融部門之不當投資與放款行為，提出反循環之管制及監理措施，例如：反循環資本提列、提列具前瞻性的呆帳準備、系統性資本提列、限制槓桿比率或限制最高貸放成數等措施，據以處理金融部門之過度槓桿、擔保資產價格暴漲暴跌等問題，因此，經歷此次金融風暴後，各國央行應依各國情勢強化總體審慎政策架構，以避免再度發生類似金融危機³。

3. 國際資金移動對亞太新興市場之影響

國際資金流入可以帶動一國之金融市場發展，使企業籌資成本降低及

³ 請參考Borio, Claudio and Drehmann Mathias :“Assessing the risk of banking crises – revisited” , *BIS Quarterly Review* ,March 2009.Borio, Issing O., “In search of monetary stability: the evolution of monetary policy”, *BIS Working Papers* No 273, March 2009. Borio, Claudio and White, William, “Whither monetary and financial stability: the implications of evolving policy regimes”, *BIS Working Paper* No 147, February 2004.及 Claudio and Lowe Philip : “Assessing the risk of banking crises”, *BIS Quarterly Review* , December 2002.

改善風險分配，並且能夠隨之引進管理經驗及技術移轉，進而促進經濟成長，但是短期大量國際資金流入也可能產生通貨膨脹、信用急速擴張及資產價格泡沫，造成總體經濟及金融市場的不穩定，例如 1997 年亞洲金融風暴及此次全球金融風暴，國際資金因迅速撤離造成亞洲新興市場國家經濟受到嚴重的打擊，原本這些國際資金大多數流向證券投資，然而亞洲新興市場經濟體之金融市場深度與廣度都相當有限，造成短期股價及匯率大幅波動，並影響企業營運與投資人的信心，進而影響經濟實質面，而在目前全球低利率的環境下，亞洲新興市場經濟又比歐美國家快速復甦，自 2009 年起亞洲新興經濟體資金則呈現持續流入狀態，亞洲各國央行再度面臨國際資金大量流入，同時也面臨貨幣升值壓力及資產泡沫化等問題，這些對央行貨幣政策而言也是空前挑戰，以下提出幾種管理匯率及資本流動方法⁴：

- (1) 改進資金流入監管措施：即建立較嚴格的資金流入的管理措施，對於流入的國際資金區分長短期，對於短期資金移動採嚴格事前審查措施及建立資金流動監控系統以追蹤資金流向。
- (2) 增加匯率彈性：浮動匯率機制具有自動穩定匯價功能，而當市場供需失衡時，藉由匯率自動調整機制重新配置資源達成經濟活動效率，故 1997 年亞洲金融風暴後，亞洲新興市場國家均能透過匯率調整以因應外來衝擊，進而使此次全球金融風暴未在亞洲進一步擴大。
- (3) 累積外匯存底及適時公開市場操作：面對短期國際資金移動時，外匯存底具有自我保險機能，但是大量干預匯率市場同時亦會造成國內資金流動性過剩，因此必須搭配公開市場操作進行沖銷。
- (4) 金融部門革新：即厚植金融市場深度與廣度，以避免受短期國際資金移動而造成金融市場的波動。

⁴ 請參考本屆SEACEN課程資料(菲律賓央行提供)及Levy Yeyati, Eduardo, Schmuckler, Sergio L, Van Horen, Neeltje, "Crisis, capital controls and financial integration", *ADB Institute Working Paper No 121*, November 2008.

- (5) 運用總體審慎政策：由於央行利率政策對實質經濟面影響廣泛，造成央行欲運用貨幣政策管理資金流動時必須瞻前顧後，故可適時運用總體審慎工具，針對特定部門，如資產部門予以管控，以有效抑制資金移動之衝擊。
- (6) 緊縮財政政策：如果資金大量流入造成景氣過熱，為了抑制總合需求，可以採行預先防範之緊縮性財政政策。採行緊縮性財政政策可以避免沖銷成本，同時亦可取代浮動匯率成為另一種穩定機制。
- (7) 增加央行決策透明度：央行藉此對外溝通傳遞訊息，引導大眾對利率、匯率的預期，將有利於央行匯率政策執行。

二、外部失衡對總體經濟的影響

外部失衡係指外債清償能力不足，不具持續性。從 1980 年代拉丁美洲外債危機、1998 年俄羅斯金融危機至 2009 年杜拜債務危機，皆是債務國片面宣佈暫緩償還外債或無力償還所導致之金融危機。一國若外債過多，在實質經濟面會因為風險貼水提高使利率水準上升，投資意願降低，導致經濟衰退。在財政面，為清償外債，政府必須提高稅賦使民間部門負擔增加，同時政府亦會利用操縱匯率方式減輕債務而產生資源錯置問題。在金融面，過多的外債會導致借款利率上升及市場流動性危機，而外債所引發的匯率擾動，亦會使金融機構暴露過多匯率風險，進而造成金融不穩定，總之，外部失衡將易引發公私部門財富資源不當配置及金融體系不穩定，最後可能產生通貨膨脹及產出縮減。因此，評估一國之外債持續性（sustainability）就甚為重要，對於外債尚屬正常國家，了解外債持續性可以確認該國外債潛在承受能力，對於面臨外債危機國家，可以擬定有效的債務穩定計畫，而對於已發生違約國家，可以評估債務重建架構。以下就外債持續性之相關概念及評估外部債務持續性之方法與壓力測試做簡要說明：

（一）外債持續性之相關概念

所謂外債持續性為在可預見的未來，債務人的收入及支出不會發生大幅度的修正情況下，其有能力且有意願持續地清償債務。外債持續性亦可以清償力（solvency）、流動性（liquidity）及脆弱性（vulnerability）等三構面表示，所謂清償力即債務人未來有足夠盈餘支付債務之能力，而所謂流動性為債務人隨時能夠償付即將到期債務之能力，脆弱性為具有無清償能力及流動性之風險，清償力與流動性之區別在於正常情況下債務人雖有能力支付債務，但是當經濟情勢大幅波動時，債務人之流動資產如果無法及時出售或出售無門，則流動性不足將造成到期債務無法及時償付，故所謂外債持續性即在無脆弱性之風險情況下，一國對外部債務具有清償力且有

流動性的處理能力⁵。

(二) 評估外部債務之持續性—動態分析法

以下利用債務動態分析法評估外部債務之持續性，也就是探討如何避免外部債務持續擴大，使其呈穩定或收斂狀態之條件。分析方法以外部債務占 GDP 之比率為架構，了解該比率與其他重要總體變數之關係。

1. 外部債務跨期限限制式：

假設第 t 期外部債務為 D，則下列為其跨期限限制式：

$$D_t = (1 + i_t)D_{t-1} - CB_t - FDI_t \dots \dots \dots (1)$$

其中 D_t ：外部債務存量

i_t ：外部債務之平均名目利率

CB_t ：不需支付利息之經常帳餘額

FDI ：外國人之直接投資

2. 將 (1) 式除以第 t 期名目 GDP ($P_t Y_t$)，則為下列式子：

$$\frac{D_t}{P_t Y_t} = \frac{(1 + i_t)}{(1 + \pi_t)(1 + g_t)} \frac{D_{t-1}}{P_{t-1} Y_{t-1}} - \frac{CB_t}{P_t Y_t} - \frac{FDI_t}{P_t Y_t}$$

其中： π_t ：通貨膨脹率

g_t ：實質 GDP 成長率

3. 外部債務占 GDP 之比率 (d_t) 可以表示為下列式子：

$$d_t = \phi_t d_{t-1} - cb_t - fdi_t$$

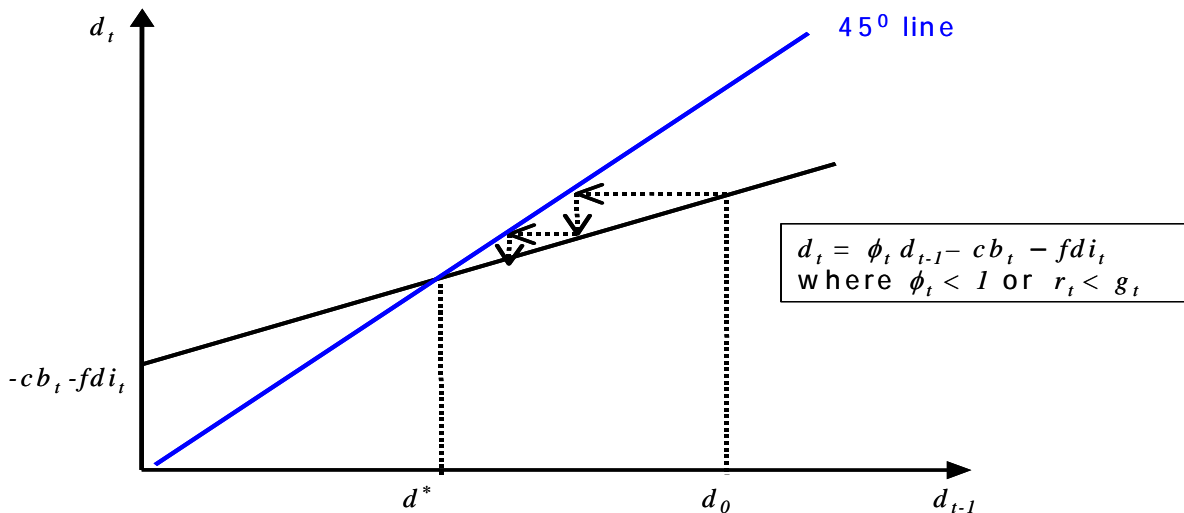
其中 $\frac{D_t}{P_t Y_t} = d_t$ $\frac{CB_t}{P_t Y_t} = cb_t$ $\frac{FDI_t}{P_t Y_t} = fdi_t$

⁵ 請參考本屆 SEACEN 課程資料。

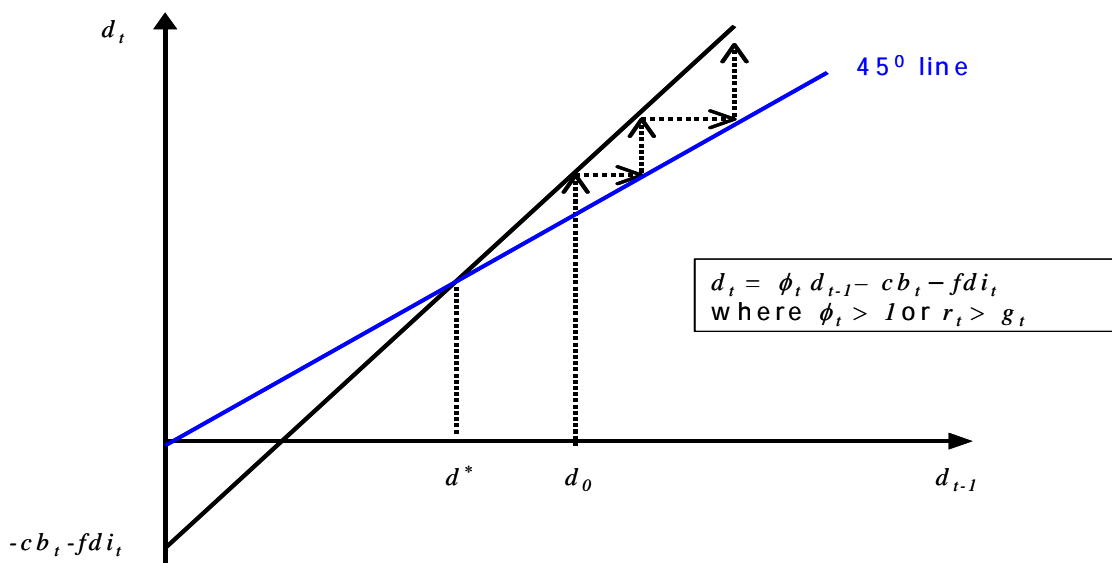
$$\phi_t = \frac{(1+i_t)}{(1+\pi_t)(1+g_t)} = \frac{(1+r_t)}{(1+g_t)}$$

r_t :外部債務之平均實質利率

4. 由外部債務占 GDP 之比率可知，若外部債務之平均實質利率 (r_t) 低於實質 GDP 成長率 (g_t) 時，外部債務呈收斂穩定狀態。



5. 由外部債務占 GDP 之比率可知，若外部債務之平均實質利率 (r_t) 高於實質 GDP 成長率 (g_t) 時，則外部債務呈發散膨脹狀態。



6. 由 4.5. 之分析可得知，唯有實質 GDP 成長率高於外部債務之平均實質利率時，外部失衡狀態才能獲得改善，反之，外部債務將不斷擴大。

7. 令 $\Delta d_t = d_t - d_{t-1}$ ，則 $\Delta d_t = (\phi - 1)d_{t-1} - cb_t - fdi_t$

欲使 $\Delta d_t = 0$ ，則 $cb_t + fdi_t = (\phi - 1)d_{t-1}$ 其中 $(\phi - 1) = \frac{r_t - g_t}{1 + g_t}$

故假設外部債務之平均實質利率與實質 GDP 成長率存在正缺口或實質 GDP 成長率為負時，欲使外部債務不再增加之方法，只有增加不需支付利息之經常帳餘額及外國人之直接投資。

(三) 壓力測試

由外債持續性之動態分析中可得知，影響外債持續性之總體經濟變數有實質 GDP 成長率、通貨膨脹率、外部債務之平均實質利率、不需支付利息之經常帳餘額及外國人之直接投資等，而壓力測試即為假設這些總體經濟變數發生未預期之負向衝擊時，利用情境分析法評估一國之外債是否具清償力、流動性與脆弱性。其方法為將影響外債持續性之總體經濟變數設定不同程度之標準差，再利用風險值概念模擬不同情境下（例如設定單一總體變數波動或多項總體變數波動）外部債務可能的範圍，並藉以評估外部債務若發生極端值情況下，一國之承受的程度並儘早提出解決方案。

至於外部債務占 GDP 多少比率即為太高？一般而言，一國外債之淨現值占 GDP 比率不超過 50% 則尚屬於「安全」的債務水準。另外在實證上，學者研究亦發現發生債務違約的國家，其債務占 GDP 之比率通常顯著偏高，也就是發生債務違約之國家，其債務占 GDP 之比率超過 40% 之比重為 51%，而債務未違約國家，其債務占 GDP 之比率超過 40% 之比重只有 37%⁶。

⁶請參考 Gyntelberg, Jacob, Hördahl, Peter: “Overview: sovereign risk jolts markets”, *BIS Quarterly Review*, March 2010.

三、財政政策之持續性

當經濟陷入不景氣時，政府所能提出反景氣循環之政策工具主要是擴張性財政政策，也就是透過政府支出增加或減稅方式刺激總體需求，增加產出。然而，若政府收入不足以支應支出時，在不課徵稅負情況下，政府就必須發行公債或賒借等赤字預算方式融通，而政府財政赤字若持續擴大，將會影響政府債務持有人對政府償還能力的信心，進而導致主權債務危機，以此次全球金融風暴為例，各國政府為擺脫經濟不景氣之泥淖，莫不實施大規模財政激勵措施，導致各國之財政赤字及債務急速攀升，2009年10月，希臘政府宣布該年度政府財政赤字和公共債務占GDP之比率將分別達到12.7%和113%，引發全球主要信評公司調降希臘主權信用等級，投資人信心動搖因而爆發希臘債務危機，隨後亦引發投資人對義大利、西班牙及葡萄牙等政府之財政赤字疑慮等連鎖效應，導致歐元大幅貶值，也使歐元區經濟陷入另一波景氣衰退，故以減稅或舉債等方式之擴張性財政政策固然可以刺激總體需求，但是過度的舉債亦會引發投資人對債務貨幣化之疑慮，進而導致利率上升及通貨膨脹，同樣不利於長期經濟發展，因此為確保一國財政之持續性，政府應該嚴格控制預算，縮小赤字規模以避免引發主權債務危機，以下就財政餘額（fiscal balance）之基本概念、財政政策之持續性及達成預算平衡之方法做簡要說明：

（一）財政餘額之基本概念

傳統政府財政統計上，財政餘額為實質總收入扣除實質總支出之餘額，其中實質收入分為稅賦收入、非稅賦收入（如規費、管理費等）及捐贈收入，實質支出包含經常支出、資本支出及因政策目的之貸款淨額（loans minus repayment），兩者之差額若為正數則有財政盈餘，若為負數則有財政赤字。基本財政餘額（primary fiscal balance）則為實質收入扣除非利息部分之實質支出之餘額，主要是由於利息支出是以前年度發行公債所決定，與當前政府的財政政策並無關係，故加以調整，得到反映當前政府自主性

下之財政餘額⁷。

(二) 財政政策之持續性及達成預算平衡之方法

衡量一國之財政政策持續性，為一國政府對其債務具有清償能力，也就是該政府能夠在未來一段期間內，將債務完全清償，或是未來之基本財政餘額（primary fiscal balance）之淨現值等同於現在之債務存量。以方程式表示如下：

$$D_t = \frac{PB_{t+1}}{(1+i)} + \frac{PB_{t+2}}{(1+i)^2} + \dots + \frac{PB_{t+n}}{(1+i)^n}$$

D_t ：一國在第 t 期之債務存量

PB ：基本財政餘額

i ：名目利率

n ：預計債務償還所需期間

在既有之債務水準下，若一國具有債務清償能力，則其每年應具有之平均基本財政餘額水準取決於下列幾項因素：預計債務償還所需期間（ n ）、公債實質利率（ r ）、通貨膨脹率（ π ）等。以方程式表示如下：

$$\overline{PB} = \frac{D_t * (1+i)^n}{\sum_{j=1}^n (1+i)^{n-j}} \quad (1+i) = (1+r)(1+\pi)$$

另外，一國為達到債務穩定，須對債務持續性加以評估，評估的方法如下：

1. 假設具備債務清償能力所需之平均基本財政餘額之預算限制式為：

$$D_t = (1+i)D_{t-1} - \overline{PB}_t - S_t$$

S ：鑄幣稅

⁷ 請參考Gyntelberg, Jacob, Hördahl, Peter, King, Michael: “Overview: Fiscal concerns shatter confidence”, *BIS Quarterly Review*, June 2010. 及Gyntelberg, Jacob, Hördahl, Peter: “ Overview: sovereign risk jolts markets”, *BIS Quarterly Review* , March 2010.

2. 將預算限制式除以名目 GDP (Y_t)，得出 $\frac{D_t}{Y_t} = \frac{(1+i) D_{t-1}}{(1+g) Y_{t-1}} - \frac{\overline{PB}_t}{Y_t} - \frac{S_t}{Y_t}$ 。由於

$$\Delta\left(\frac{D}{Y}\right) = \frac{D_t}{Y_t} - \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}}, \text{ 進一步得到以下方程式：}$$

$$\Delta\left(\frac{D}{Y}\right) = \frac{(i-g) D_{t-1}}{(1+g) Y_{t-1}} - \frac{\overline{PB}_t}{Y_t} - \frac{S_t}{Y_t}$$

g : 名目 GDP 成長率

由上式得知，若具備債務清償能力之基本財政餘額 (PB) 維持不變之情形下，當名目 GDP 成長率大於名目利率 ($g > i$)，該國債務規模可逐漸收斂，債務終將趨於穩定。反之，當名目 GDP 成長率小於名目利率時，或是無法維持使債務穩定之基本財政餘額，致財政狀況持續惡化，則該國債務規模將逐漸擴大，最終引發債務危機。另外，若債務相對 GDP 比重過高，該國之基本財政餘額水準也必須更高，債務才能趨於穩定，否則最終仍將面臨債務清償危機。

另外，若欲於 n 年期間內達成縮減債務餘額一定比率 (δ)，則於 n 年期間內平均基本財政餘額應為多少才能達成預期目標呢？以方程式表示如下：

$$\frac{D_{t+n}}{Y_{t+n}} = \delta \left(\frac{D_t}{Y_t} \right) \quad 0 \leq \delta \leq 1$$

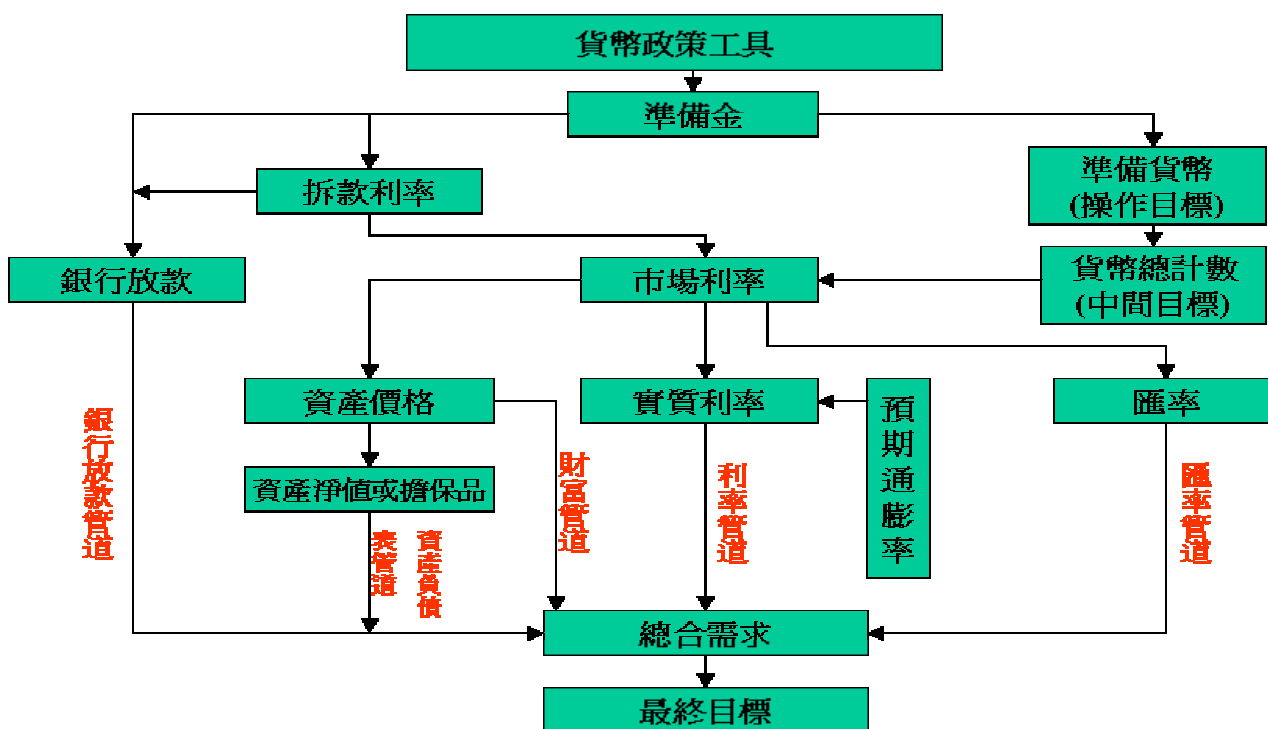
$$\frac{\overline{PB}}{Y_t} = \frac{D_t}{Y_t} * \frac{[(1+i)^n - (1+g)^n * \delta]}{\sum_{j=1}^n (1+i)^{n-j}}$$

假設目前債務水準占 GDP 之百分比為 65%，且債務之平均有效利率為 5%，而預估未來 GDP 成長率約為 3%，若欲於 10 年內將目前債務水準縮減 45%，以上述之公式計算可得知，10 年之間平均基本財政餘額需占 GDP 約 3.6%，才能達成債務縮減目標。

四、貨幣政策之傳遞機制及傳遞效果

貨幣政策是否能達成最終目標，貨幣政策的傳遞機制是重要的關鍵因素之一，所謂的貨幣政策傳遞機制係指貨幣政策影響總體經濟活動的過程，即央行藉由貨幣政策工具的操作，經由利率、資產價格、匯率與信用等管道傳遞至金融市場，再透過金融資產價格與數量之變化影響經濟個體消費與投資之決策，最後使總需求產生變動，以達到維持物價穩定與促進經濟成長的目標（圖一）。以下就貨幣政策傳遞管道及泰國之貨幣政策傳遞效果，以及在這次全球金融風暴下對傳遞機制之影響等議題做簡要說明：

圖一：貨幣政策傳遞機制



(一) 貨幣政策之傳遞管道

1. 利率管道

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow C \uparrow, I \uparrow \rightarrow Y \uparrow \rightarrow \pi \uparrow$$

M：貨幣供給 i：利率 C：消費 I：投資 Y：產出

π ：通貨膨脹率

所謂利率管道，為中央銀行實施寬鬆性貨幣政策使短期利率下跌，個

人及廠商因融資成本降低而增加消費及投資支出，造成總產出與物價上升的效果。而利率管道傳遞的強弱，則端視金融市場利率對央行政策利率的敏感度，與金融市場流動性程度，而投資及消費之利率彈性亦會影響央行的政策效果。近年來，利率管道已成為多數亞洲新興市場國家貨幣政策最主要的傳遞管道，利率對產出及通膨已有更強且可預測的反向效果。

2. 財富管道

$$M \uparrow \rightarrow AP \uparrow \rightarrow \text{財富} \uparrow \rightarrow C \uparrow \rightarrow Y \uparrow \rightarrow \pi \uparrow$$

AP：資產價格

所謂財富管道，為央行政策利率的改變會影響股票、房地產及長期債券的資產價格，例如：在其他狀況不變下，較低的利率易造成股票、債券及房地產等資產價值上升，個人財富將因而增加，致個人的消費支出增加，進而使總產出增加及通貨膨脹率提升，而財富管道對亞太新興市場國家之貨幣政策傳遞之角色尤其重要，特別是透過房地產價格對消費及通貨膨脹之影響，另外，資產價格近年來對利率的敏感性亦有提高趨勢。

3. 信用管道

信用管道分為銀行放款管道與資產負債表管道。

(1) 銀行放款管道

$$M \uparrow \rightarrow \text{超額準備} \uparrow \rightarrow \text{銀行放款} \uparrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow \rightarrow \pi \uparrow$$

所謂銀行放款管道，為中央銀行透過準備金制度，影響銀行貸放能力。當銀行體系超額準備增加時，銀行貸放能力提升，則企業較以往更易取得融資，導致企業的投資支出增加，進而使總產出增加及通貨膨脹率提升。這個管道有效性著眼於銀行的授信意願，而授信意願常受銀行超額準備彈性、資產證券化程度與金融自由化及創新化程度所影響，而銀行放款管道之重要性在亞洲新興市場國家各有不同，除中國、印度外，其他新興市場

國家在經歷亞洲金融風暴後，其銀行信用對於產出及通貨膨脹之影響已顯著降低。

(2) 資產負債表管道

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow \text{企業擔保品價值} \uparrow \rightarrow \text{企業較易取得資金} \rightarrow I \uparrow \rightarrow Y \uparrow \rightarrow \pi$$

所謂資產負債表管道，為在央行寬鬆貨幣政策下，企業之擔保品價值提高可增加銀行的放款意願，企業比以前更容易取得銀行的融資，導致企業的投資支出增加，進而使總產出增加及通貨膨脹率提升。近年大多數亞洲新興市場國家之非金融企業，其金融負債占 GDP 之比率近十年來已大幅下降，其中對銀行借款比率下降，轉向國內與國際債券市場籌資或股權融資比率上升，這些趨勢雖會減弱銀行信用管道，但資本市場之健全發展卻可強化政策利率對金融資產價格之影響程度。

4. 匯率管道

$$M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow E \uparrow \rightarrow NX \uparrow \rightarrow Y \uparrow \rightarrow \pi \uparrow$$

NX：淨出口（出口－進口）

所謂匯率管道，為在央行寬鬆貨幣政策下，本國利率下跌，國外貨幣資產的吸引力大於本國，資金淨流出導致本國貨幣貶值，本國的淨出口因而增加，商品總需求增加使總產出亦增加，進而可能推升通貨膨脹率。匯率管道傳遞的強弱，則視匯率之利率彈性、國內需求及經常帳對匯率之敏感性、金融與貿易部門之開放程度，貿易品與非貿易品之替代性程度而定，實證顯示在許多亞洲新興市場，匯率對國內物價的轉嫁效果出現降低現象，因為市場對控制通貨膨脹之政策有效性已更具信心，使匯率對通貨膨脹之“信號”價值降低⁸。

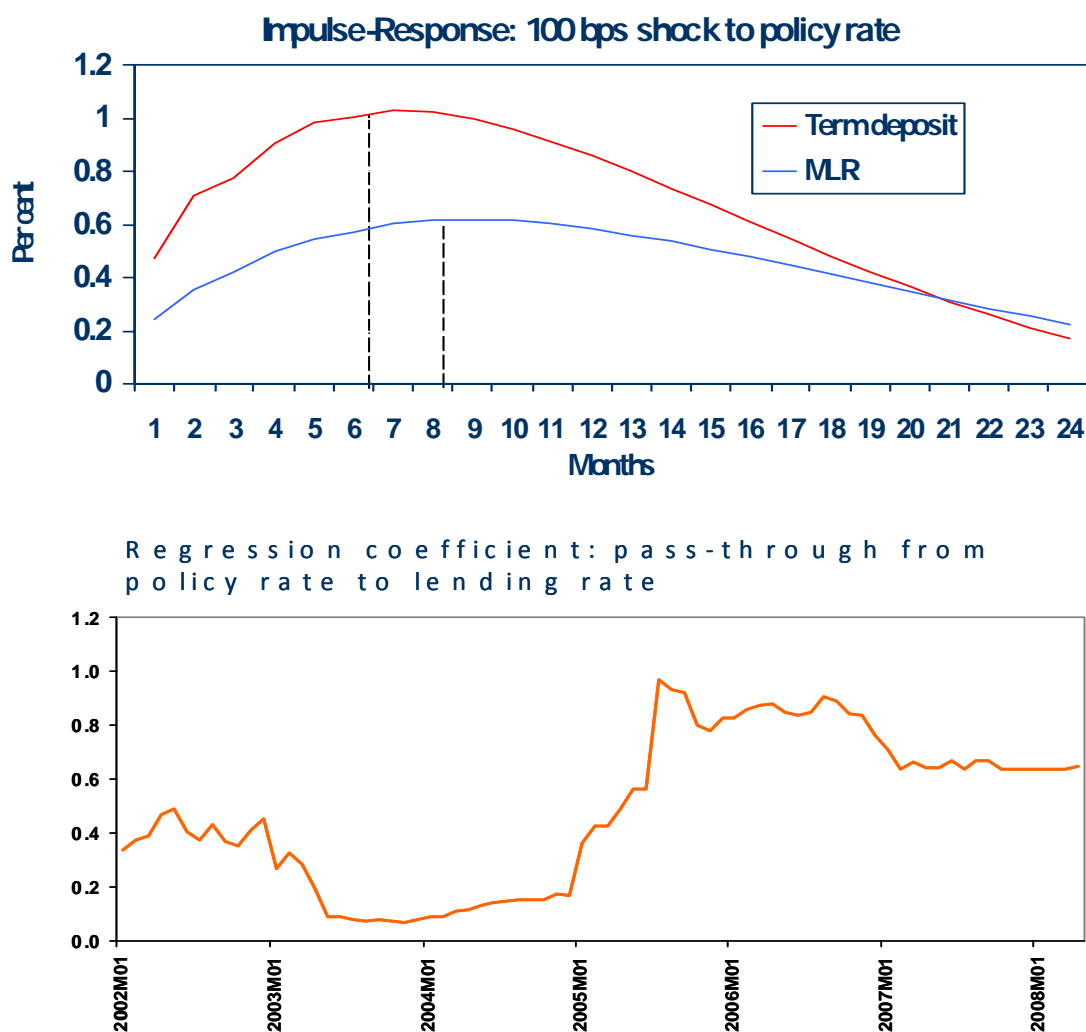
⁸ 請參考M S Mohanty and Philip Turner: “Monetary policy transmission in emerging market economies : what is new ?” *BIS Papers, No.35, Jan 2008*.

(二) 貨幣政策之傳遞效果－以泰國為例

1. 利率管道之傳遞效果

依據泰國央行實證測試，當政策利率上升 100bps 時，銀行之存款及放款利率下一個月各反應上升 50bps 及 25bps，而必須 2 至 3 季的時間才能達成傳遞效果。此外，金融市場之資金流動性亦影響利率管道傳遞效果，如 2003 至 2005 年期間，金融體系持有大量超額資金，因此央行政策利率對銀行放款利率傳遞效果即大幅降低（圖二）。

圖二：泰國之利率管道之傳遞效果



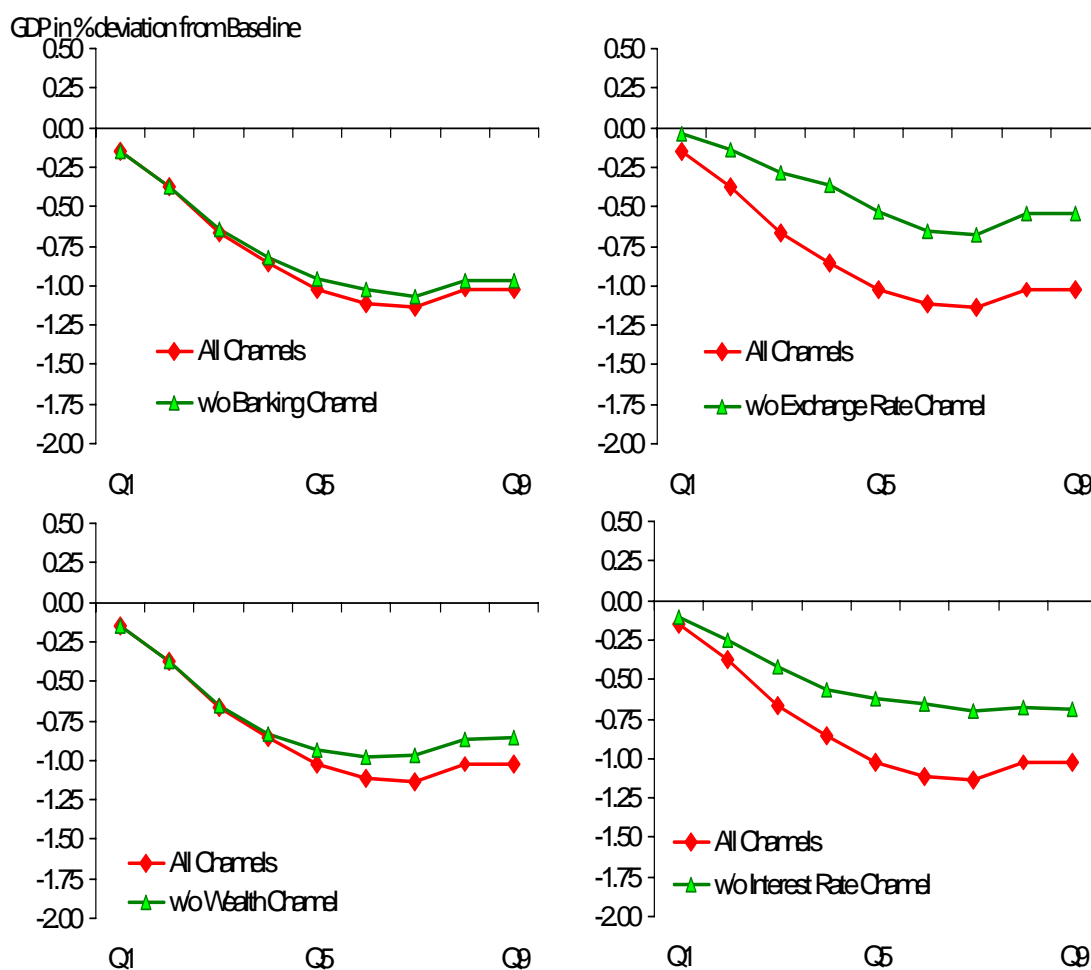
資料來源：SEACEN 課程資料(泰國央行提供)

2. 各種傳遞管道效果之比較

在各種傳遞管道之效果中，以銀行信用管道及財富管道最具傳遞效果（圖三），但是泰國央行亦認為，其實很難確實區分評估各個管道之有效性，因為各種管道皆有可能交互影響，另外所使用之計量經濟模型，其前提假設為各種變數間皆為線性關係，但是實證發現在經濟情勢面臨高風險期間，各變數存在高度非線性關係，另外，貨幣政策之鬆緊亦會造成各傳遞管道有不同的效果。

圖三：泰國之各種傳遞管道效果比較

(政策利率上升 100bps)



資料來源：SEACEN 課程資料(泰國央行提供)

（三）全球金融風暴對貨幣政策傳遞機制之影響

針對全球金融風暴對貨幣政策傳遞機制之影響，學者發現傳統傳遞管道已失去效果，因為全球多數央行之政策利率多已降至歷史最低點，而金融市場利率對央行政策利率的敏感度疲乏，造成利率傳遞管道效果不佳，加上金融風暴期間利率風險貼水急遽陡升，亦降低央行貨幣政策效果，而在信用管道上，借方資產負債表價值減損而被要求額外風險貼水，金融中介機構亦保留更多資金以因應金融風暴，減少信用供給，導致信用良好之企業亦無法取得融資，信用管道形同封閉，而為因應此種情勢，許多國家央行紛紛改採非傳統性貨幣政策（unconventional monetary policy），即跳過金融中介機構，央行直接提供資金給借款者及投資者融通，充分提供市場流動性，另外，央行亦直接於金融市場收購資產擔保抵押證券，以避免企業及銀行資產負債表進一步減損，這些措施都使央行貨幣政策可以另闢管道而獲得執行⁹。

⁹ 請參考Borio, Claudio and Piti Disyatat : “Unconventional monetary policies: an appraisal”, *BIS Working Paper* No 292, November 2009.

五、央行之政策溝通

對外界而言，過去央行的決策總是披上一層神秘的面紗且不對外公開，學理上，依據理性預期總體經濟模型，央行是不需要對外政策溝通，因為總體經濟環境是呈穩定狀態，所有預期皆是理性，央行亦需依據其貨幣政策準則並信守其承諾，因此民眾可透過理性預期瞭解央行政策走向，故央行政策溝通就顯得多餘且毫無價值。實務上，過去很多國家央行亦不樂意對外政策溝通，因為他們認為政策溝通即為政策承諾，今日對外公開的資訊將會降低明日政策操作之彈性及自由度，徒增公開市場操作的困難度。另外，許多央行亦認為只有讓市場出其不意（surprise shock）之政策措施，才能達成經濟效果，如果市場能預測央行行為，將會損及貨幣政策之有效性。

然而，實證上卻顯示，清楚及有效率的溝通能強化貨幣政策之有效性，其理由有二，一是央行藉由對外溝通傳遞訊息，引導大眾預期進而反應在利率、物價或資產價格上。另一方面，央行政策之可預測度增加可減少市場雜訊，降低金融市場波動度，進而提升貨幣政策之信號雜訊比率（signal-to-noise ratio），使信號清晰度增加而更能達成政策目標。

但是，錯誤或不當的溝通不但不能強化貨幣政策之有效性，反而會損害政策之執行，所揭露的資訊如被外界錯誤解讀亦會造成央行政策執行的困擾，因此，央行該揭露何種資訊及資訊如何揭露傳遞，央行政策溝通上是否存在最適策略已成為重要課題，以下就這些議題加以說明。

（一）央行政策溝通範圍¹⁰

1. 央行之貨幣政策目標

溝通是讓一般大眾了解央行貨幣政策目標方法之一，除了基於央行獨立性及權責性外，透過有效的溝通可以管理大眾之預期，尤其採

¹⁰ 請參考Blinder A., “Talking about monetary policy: the virtues (and vice?) of central bank communication”, *BIS Working Papers No 274*, March 2009.

行以通貨膨脹為貨幣目標之央行更須透過溝通讓大眾了解貨幣政策制定過程。以英格蘭銀行（BOE）為例，其會明確地公布通貨膨脹目標及為達成通膨目標所採政策決策之相關說明。歐洲央行（ECB）雖未被政府賦予量化通膨目標但仍予主動公布，據以宣示其權責並穩定市場預期。美國聯邦準備理事會（Fed）雖未明示貨幣政策目標，但其會公布未來三年通貨膨脹之預測，亦可視為其通貨膨脹目標。

2. 貨幣政策之決議

央行可藉由貨幣政策會議結束後立即公布決議內容，立即消除市場的猜測並使市場了解央行的政策走向，過去美國 Fed 未曾於聯邦公開市場操作委員會（FOMC）會後立即公布聯邦資金利率目標，市場僅能根據其公開市場操作的改變猜測 Fed 的政策意向，然自 1994 年 2 月起於 FOMC 會後立即公布聯邦資金利率目標，市場已能清楚了解 Fed 的政策意向，甚至能於 Fed 未公布新聞稿時已能準確預測 Fed 調整幅度。而如何公布貨幣政策決議過程，例如公布會議紀錄或是投票表決紀錄，各國央行做法不盡相同，例如 ECB 未公布會議紀錄，但召開記者會宣稱決策是共識決議而非投票決定，Fed 及 BOE 則藉由發布新聞稿方式公布會議紀錄摘要及揭露個別委員的投票紀錄，除了凸顯其集體決策模式下之個人責任，亦藉由委員們多元的觀點傳達給市場訊息，使市場能充分認知未來可能潛在的風險。

3. 未來經濟展望

有關未來經濟展望之評估，例如未來通貨膨脹及未來產出等之預測，各國央行作法亦不盡相同，採行通貨膨脹目標之央行會定期出版通貨膨脹報告，內容說明其通膨分析架構及所使用的經濟變數資料，利用總體經濟模型提供通膨預測值，並使用扇形圖（Fan chart）的方式，描述通貨膨脹未來發展路徑，讓一般社會大眾易於理解。而未採通貨膨脹目標之央行亦會公布其通膨預測，例如 ECB 會定期公布內部

員工所評估之未來通膨預測並經常於總裁會議 (Governing Council) 中討論，但這些預測總裁會議並不予背書。Fed 則不公布內部員工所評估之通膨預測，而是由 FOMC 於會後公布正式的官方預測值。至於未來產出之預測，Fed、ECB 及 BOE 均會定期公布，另有些央行甚至會提供產出缺口之估測，例如紐西蘭央行。

4. 央行未來政策利率之走向

對於央行是否公布未來政策利率走向，各國存在不同看法，有些國家央行認為不宜公布，因為如果屆時經濟情勢不同，迫使央行修正原先政策利率走向，將會損及央行的公信力，此外，雖然央行公布未來政策利率走向是為了引導大眾預期以避免經濟資源錯配，但如果是央行預測不正確反而會真正造成經濟資源錯配。然而，仍有許多國家依據總體預測模型提出量化準則，公布未來政策利率可能的路徑，例如紐西蘭、挪威、瑞士等國之央行，而 Fed 曾於 2003 至 2005 年期間，於 FOMC 會後聲明稿中明確指出其所預期未來利率的走向，ECB 則以含蓄的字眼之間接方式描述未來的利率走向。而為避免外界誤解，所有提供未來政策利率走向之央行，都會強調所有預測評估都是基於目前現有的資訊條件，一旦有新的資訊產生則未來政策可能有所改變。

(二) 由誰代表央行進行政策溝通

代表央行對外進行政策溝通的方式可歸納兩種，一種是以貨幣政策委員會名義對外溝通 (communication by committees)，另一種方式則以貨幣政策委員個人名義對外溝通 (communication by individual committee members)：

1. 以貨幣政策委員會名義

絕大多數央行於貨幣政策會議後，均是以貨幣政策委員會名義方

式對外發布聲明稿，而相對於 Fed 及 BOE 僅發布聲明稿外，ECB 會額外召開電視記者會，並開放記者詢問相關問題，此舉將使央行能快速傳遞訊息給一般大眾，並藉由 Q&A 的時間澄清政策疑慮或誤解，有實證顯示，ECB 召開電視記者會之溝通方式能使貨幣政策快速反應在資產價格調整上，並能降低不確定性所造成的資產價格波動，提升貨幣政策之信號雜訊比率。

2. 以貨幣政策委員個人名義

隨著各國國情不同及貨幣政策委員會型態與規模差異性，對於政策會議之委員是否能對外溝通並表達意見則有二種型態：一是個人主義式 (individualistic)，即委員會議中委員如果有不同的看法，則可以表達其意見，提供給市場多元的觀點，並使其瞭解貨幣政策制訂過程中所處環境之不確定程度，BOE 即屬之。另一種則為合議制 (collegial)，即認為委員對外應發布一致性且明確的意見，如此可以較易建立市場共識並避免造成外界混淆，ECB 即屬之，而 Fed 之 FOMC 雖為合議制，但 FOMC 委員卻大都可以另外對外界表達個人之政策及未來經濟情勢看法。

(三) 最適央行溝通政策

目前學者尚未能歸納出一體適用之央行溝通策略，原因是各國國情不同，且各國央行之貨幣政策委員會組成型態各異，加上外部經濟環境不斷的變化，使央行在政策溝通時必須隨時調整方法，但是央行在溝通策略上仍可遵循下列原則：

1. 溝通用語應簡單明確

央行在政策溝通時應注意其欲溝通的對象，如果央行的溝通對象除了市場與專家學者外，尚包含一般社會大眾，則用詞遣字上，應力

求簡單易懂、避免使用模糊不清或過於複雜的詞彙，以致於一般大眾誤解央行的意圖。

2. 央行政策立場須前後一致

央行在進行政策溝通時，無論是使用何種溝通工具，例如發表演說或是發行刊物，應注意所有內容邏輯或政策立場是否前後一致，避免演說與出版刊物之內容互為矛盾，而傷及央行可信賴度。

3. 溝通方式可適時彈性

採合議制之溝通方式固然有助於委員間凝聚共識，對外發表一致性看法，但是委員會之召開常有時間上的限制，當委員會議未召開時，如經濟情勢或金融市場發生重大的變化，採合議制之央行往往不能適時對一般大眾或金融市場做指引，故若有需要時，個別委員之非經常性演講及面談反而是一種具時間彈性及快速溝通意見的方式，而且亦能適時瞭解外界的觀點，如此雙向溝通可使央行觀點與市場觀點迅速趨於一致，更能達成正向的溝通效果。

參、心得與建議

本次研討會內容主要是探討全球金融風暴後對亞太新興市場之經濟及金融等相關議題之影響，透過 SEACEN 會員國央行、SEACEN 中心、BIS、IMF 及日本銀行之主講者之說明與各會員國參與學員之熱烈討論，除對當前經濟金融情勢有更深入的了解外，也對各會員國央行之貨幣政策及運作機制有更進一步的認識。以下就本次參與該研討會心得及建議列示如下：

一、留意全球金融風暴後各國退場不一致所衍生之問題

由於此次金融風暴後，各國經濟復甦情勢不一，導致各國於金融風暴期間所實施各項政策措施之退場機制亦不一致，因而衍生許多國際資金移動問題，例如近日中國人民幣升值問題及美國再次實施量化寬鬆貨幣政策等，均使身處亞太新興市場經濟體的我國，在利率、匯率政策及資產價格上都受到影響，本行應提早因應以期能採取相關完善因應措施。

二、重視政府舉債快速攀升問題

此次金融風暴造成全球景氣衰退，各國政府均實施大規模之財政激勵措施以刺激景氣，我國亦不例外，而受此次金融風暴影響造成稅收嚴重短徵，導致我國必須以發行公債或賒借等赤字預算方式融通，至 2009 年年底，中央政府在其總預算、特別預算及非營業特種基金預算內所舉借之 1 年以上非自償性債務未償餘額，達 4 兆 1,419 億元之新高，較 2008 年底大幅增加 3,583 億元。以債務餘額相對於 GDP 之比率衡量債務負擔情況，則為 33.1%¹¹，若加計各基金預算的隱藏性債務，及以編列特別預算的方式所衍生的政府債務，政府整體債務已遠超過公共債務法規定之舉債上限¹²，故我國應以希臘主權債務危機為鑑，重視一國財政之持續性，否則財政狀況持續惡化，恐會影響我國主權評等，進而影響國內經濟表現。

¹¹ 請參考中央銀行民國 98 年年報。

¹² 公共債務法第 4 條規定，中央及各地方政府舉債合計不得超過前三年度名目國民生產毛額平均數之百分之四十八。其中，中央政府不得超過百分之四十。中央及各地方政府總預算及特別預算每年度舉債額度，不得超過各該政府總預算及特別預算歲出總額之百分之十五。

三、隨時注意貨幣政策傳遞管道的變化

隨者總體經濟環境之變化與金融市場發展，貨幣政策對各部門之資產負債表產生不同的影響，貨幣政策傳遞管道之強弱亦隨之變遷，例如此次全球金融風暴使傳統傳遞管道失去效果，導致許多國家央行必須改採非傳統性貨幣政策方式。此外，資產價格於全球金融風暴後對利率的敏感性有提高趨勢，尤其是在亞太新興市場國家，本行似宜隨時了解這些變動之涵義，俾提供貨幣決策參考。

四、加強本行政策透明度及與對外溝通

本行在政策溝通架構設計上，對於有關貨幣政策之決議，是由總裁於理事會議結束後親自主持記者會，並對媒體進行詢答(Q&A)，另外總裁亦每年兩次赴立法院報告貨幣政策執行情形，在政策溝通工具上，除了總裁不定期演說及接受訪問外，亦藉由出版刊物與利用網站定期提供金融數據，並利用新聞稿方式說明澄清輿論所關注或質疑事項，故本行在政策溝通上已致力於透明化，但隨著溝通政策已在貨幣政策操作及傳遞機制中扮演相當重要的角色，本行似可增加對未來經濟展望之評估，向外界充分說明本行之看法與立場，如此可消弭預期心理，增加貨幣政策之有效性。

五、鼓勵同仁參與國際組織會議或訓練

我國是以出口為導向之小型開放經濟體，國內經濟景氣容易受國外經濟情勢變化所影響，因此，藉由參加國際組織之會議或訓練，瞭解國外經濟金融發展趨勢並與其他國家互相交流對我國相當重要。此次參加SEACEN 總體經濟及貨幣政策管理研討會，可以與會員國之中央銀行人員於課程中互相交換意見，並且了解各會員國之貨幣政策及操作模式，雖然與我國不盡相同但亦值得學習與參考，建議本行宜多鼓勵同仁積極參與國際組織會議或訓練。

參考資料：

中文部分：

中央銀行 98 年年報(99 年 6 月出版)。

英文部分：

4th 「SEACEN-CeMCoA/BOJ Intermediate Course on Macroeconomic and Monetary Policy Management」 Course Programme Materials (Powerpoint documents).

Blinder A.(2009): “ Talking about monetary policy: the virtues (and vice?) of central bank communication”, *BIS Working Papers No 274*, March.

Borio, Claudio and Piti Disyatat (2009) : “Unconventional monetary policies: an appraisal”, *BIS Working Paper No 292*, November.

Borio, Claudio and Drehmann Mathias(2009): “Assessing the risk of banking crises – revisited” ,*BIS Quarterly Review* ,March.

Borio, Claudio and White, William(2004): “Whither monetary and financial stability: the implications of evolving policy regimes”, *BIS Working Paper No 147*, February.

Borio, Claudio and Lowe Philip (2002): “Assessing the risk of banking crises”, *BIS Quarterly Review* , December.

Filardo, Andrew et al (2010):“ The international financial crisis: timeline, impact and policy responses in Asia and the Pacific”, *BIS Papers 52*, p 21-80.

Gill H., Ravi K and Eswar P., “Monetary Policy Challenges for Emerging Market Economies”, Cornell University, Department of Applied Economics and Management, *Working Papers*, 02-09

Gyntelberg, Jacob, Hördahl, Peter, King, Michael (2010):“Overview: Fiscal

concerns shatter confidence”, *BIS Quarterly Review*, June.

Gyntelberg, Jacob, Hördahl, Peter (2010): “ Overview: sovereign risk jolts markets”, *BIS Quarterly Review*, March.

Hannoun, Hervé(2008): “Policy lessons from the recent financial market turmoil”, Speech by the Deputy General Manager of the Bank for International Settlements at the XLV Meeting of Central Bank Governors of the American Continent, Ottawa, May.

Issing O.(2009): “In search of monetary stability: the evolution of monetary policy”, *BIS Working Papers* No 273, March.

Levy Yeyati, Eduardo, Schmuckler, Sergio L, Van Horen, Neeltje (2008): “Crisis, capital controls and financial integration”, *ADB Institute Working Paper No 121*, November.

Mohanty, Madhusudan and Turner (2010): “Banks and financial intermediation in emerging Asia: reforms and new risks”, *BIS Working Papers* No 313 , June.

M S Mohanty and Philip Turner (2008): “Monetary policy transmission in emerging market economies : what is new ?” *BIS Papers*, No.35, Jan.