

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

出國報告（出國類別：其他）

參加東南亞國家中央銀行研訓中心舉辦之「貨幣政策策略與貨幣操作」課程

服務機關：中央銀行

姓名職稱：鄭雅蔚 四等專員

李佳津 四等專員

出國地區：尼泊爾加德滿都

出國期間：106年10月28日至11月4日

報告日期：107年2月2日

目錄

壹、 前言	1
貳、 全球貨幣政策架構之變革	2
一、 貨幣政策架構與工具之演變	3
二、 全球金融危機後，貨幣政策組合之新架構	11
參、 國際資本移動對新興經濟體之影響及因應對策	13
一、 國際資本移動對新興經濟體之影響	14
二、 IMF 對新興經濟體因應資本移動之政策建議	16
肆、 南韓央行貨幣政策與資本移動之因應措施	20
一、 貨幣政策目標與主要政策工具	20
二、 資本移動之因應措施	27
伍、 印度央行貨幣政策與資本移動之因應措施	31
一、 貨幣政策目標與主要政策工具	31
二、 資本移動之因應措施	35
陸、 結論與建議	37
一、 結論	37
二、 建議	39
參考資料	42

壹、前言

職奉派參加東南亞中央銀行研訓中心(SEACEN Centre)、南亞培訓及技術援助中心(SARTTAC)與尼泊爾央行合辦，為期 6 天之訓練課程；參加學員來自柬埔寨、印尼、印度、南韓、寮國、尼泊爾、巴布亞紐幾內亞、菲律賓、泰國與我國共 10 國之央行，共 27 人。

本次課程講師由 SEACEN 中心、IMF-SARTTAC 及印度央行等專家學者擔任，講授貨幣政策架構與策略、匯率政策、貨幣政策傳遞管道與工具、貨幣操作、流動性預測與管理、外匯操作與資產負債表管理等，並介紹利率走廊(interest rate corridor)架構。

物價穩定為各國央行首要政策目標。1970 年代布列敦森林體系(Bretton Woods system)瓦解後，脫離該體系的工業化國家央行普遍採取貨幣目標機制(Monetary Targeting)，以因應全球高通膨現象；即採取貨幣供給為名義錨(nominal anchor)，以平穩大眾的通膨預期，達成物價穩定之目標。惟隨金融管制開放與金融創新，央行控制貨幣總計數的能力降低，自 1990 年代後，主要國家逐漸轉型至其他目標機制，如通膨目標機制(Inflation Targeting)，透過央行公布通膨目標，並以短期利率為政策工具，以達成通膨目標。此外，為使短期利率更易接近目標利率，部分央行採取利率走廊模式。實證研究亦顯示採取通膨目標機制的國家，多能維持物價穩定。

2008 年全球金融危機後，金融穩定亦成為央行高度關注的議題或政策目標之一，但貨幣政策難以就特定部門制定針對性處理措施，因此需搭配總體或個體審慎措施，以維持金融穩定。此外，近年先進經濟體採行量化寬鬆(Quantitative Easing, QE)，以及零利率，甚至負利率的非傳統貨幣政策，雖有效緩解金融動盪對實體經濟之衝擊，但短期跨國資本大幅移動，亦衝擊新興經濟體之經濟金融穩定。新興經濟體為避免資本大幅移動與匯率過度波動之衝擊，必須採取資本移動管理措施或外匯市場干預等措施，以抑制源自先進經濟體貨幣政策的外溢效應。

本報告共分為六章，除前言外，第貳章介紹全球貨幣政策架構與工具之演變。第參章介紹全球金融危機後，國際資本移動對新興經濟體之影響，以及央行的因應措施。第肆及第伍章分別介紹南韓與印度央行的貨幣政策與資本移動因應措施。最後為結論與政策建議。

貳、全球貨幣政策架構之變革

1944 年成立的布列敦森林體系，因美國終止美元與黃金的兌換而於 1970 年代瓦解；脫離布列敦森林體系的工業化國家央行普遍改採貨幣目標機制，以貨幣總計數作為中間目標。1990 年代以來，隨金融市場的發展與創新，主要央行對貨幣總計數的控制與預測能力減弱，因而放棄中間目標，改採通膨目標機制，直接盯緊通膨率，並改以隔拆利率等短期利率作為操作目標。此外，90 年代後期，電子結算系統的改革，亦改變貨幣政策的操作方式，部分先進經濟體央行改革貼現窗口融通政策，並搭配利率走廊模式，以強化利率管理。

本章依序說明貨幣政策架構之演變(彙整如表 1)及特點，以及利率走廊機制實行方式。

表 1 貨幣政策架構演變

	貨幣政策機制	採行與放棄原因
1945~1973	布列敦森林體系	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 採行原因：戰後經濟的不穩定 ◆ 名義錨(nominal anchor)：理論上為黃金，實際上為美元 ◆ 放棄原因：美國通膨率大幅攀升，使主要經濟體失去對美元的信任
1970 至 80 年代	貨幣目標機制	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 採行原因：脫離布列敦森林體系的經濟體需要新名義錨 ◆ 名義錨：貨幣供給 ◆ 放棄原因：當貨幣供給與通膨間的關聯不再穩定
1990 年代	通膨目標機制	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 採行原因：尋找更適當的名義錨 ◆ 名義錨：央行宣告的通膨目標 ◆ 多數國家仍採行

全球金融 危機後	金融穩定成為央 行政策目標之一	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 採行原因：穩定的通膨不足以保證金融穩定 ◆ 挑戰：央行面對兩個政策目標，卻只有一項政策工具。若干國家已經修法將金融穩定列入政策目標，並採取總體審慎措施
-------------	--------------------	--

資料來源：整理自課程講義

一、貨幣政策架構與工具之演變

(一) 布列敦森林體系

1944 年，為重建國際貨幣秩序，協助戰後經濟重建，在美、英的主導下，成立布列敦森林體系，創立以黃金與美元掛勾的固定匯率制度，美國向各國承諾，各國央行可隨時將持有的美元，以 35 美元兌換 1 盎司黃金。而各國的貨幣價格亦與美元維持固定比例，允許匯率浮動的幅度為上下 1%，若超過浮動範圍，則該國央行必須進場干預，以維持匯率穩定。

布列敦森林體系有效解決戰後黃金不足的問題，穩定的匯率亦促進國際貿易與金融的發展，美元則取代黃金成為國際貿易中主要的交易媒介，各國央行盯緊的名義錨實際上成為美元。其特點在於可調整的釘住匯率制度，既具有金本位制度的匯率穩定功能，又允許 IMF 會員國在國際收支失衡時，可與 IMF 協商，以調整匯率。

1950 年代，美國為國際收支順差且黃金儲備充足，故體系運作良好。但隨西歐、日本經濟重建，50 年代後期美國開始出現國際收支逆差，且逆差規模日漸擴大，美國黃金儲備日益減少，在境外流通的美元大幅增加。美元浮濫發行造成美國通膨大幅攀升，使主要經濟體失去對美元的信任，美元與黃金的固定兌換比率遭到質疑，致布列敦森林體系岌岌可危。

1971 年 8 月，美國總統尼克森宣布美元貶值，並終止美元與黃金的兌換，使得布列敦森林體系開始崩潰。但任由美元浮動將嚴重威脅國際金融秩序，在各國協商下，1971 年 12 月達成協議，宣布美元貶值至 38 美元兌換 1 盎司黃金，匯率浮動幅度放寬至 2.5%。1973 年 2 月，美元第二次貶值，主要國家紛紛退出固定匯率制，布列敦森林體系正式瓦解。

(二) 貨幣目標機制

脫離布列敦森林體系後，主要國家央行放棄固定匯率制度，採取浮動匯率制度，且為抑制國內通膨，普遍採行貨幣目標機制，以貨幣供給為中間目標(intermediate target)，並宣告貨幣供給目標值，透過公開市場操作(open market operations, OMO)或準備金制度(reserve requirements)等政策工具，以使實際的貨幣總計數接近目標值，進而達成總體經濟穩定的最終目標(ultimate objective)。央行宣告貨幣供給目標值，可明示當前貨幣政策立場，並平穩大眾的通膨預期，透過預期管道穩定物價。

貨幣目標機制之順利運作，必須仰賴貨幣供給與總體經濟變數的穩定關係，以及央行對貨幣總計數的預測與控制能力。惟受金融管制放寬、金融創新與貨幣流通速度不穩定等影響，央行對貨幣總計數的預測和控制能力減弱。同時，若貨幣總計數與總體經濟變數(如通膨和所得)的長期關係不穩定，將使貨幣總計數無法傳達貨幣政策動向與立場，抑或貨幣總計數雖達成目標，但卻不能確保物價穩定時，央行恐需放棄貨幣目標機制。

1980年代至1990年代間，主要國家多面臨貨幣控制能力減弱，且與最終目標長期關係不穩定之問題，漸由貨幣目標機制轉型為其他目標機制。以美國為例，自1975年起，公布以M1總計數為主的多種貨幣目標區，但1980年起，M1年增率持續偏離目標區，至1982年，Fed認為M1作為交易媒介的功能減弱，開始淡化貨幣目標，1987年宣布不再設定M1目標區。2000年代起，初期Fed的貨幣政策目標包括高度就業、物價穩定及長期利率穩定等，現行則以高度就業與物價穩定為並重的目標，屬於不公布目標機制(no published guideline)，以免過度聚焦於通膨目標，而犧牲其他總體經濟目標。

其他國家則因經濟金融體制不同，轉換為不同的目標機制。商品及服務貿易依存度高的小型開放經濟體，如香港和新加坡，因匯率變動高度影響所得與物價，故採用匯率目標機制。其他先進經濟體則多採取通膨目標機制；亞洲國家方面，1997年亞洲金融風暴後，南韓、泰國及菲律賓等國亦轉換為通膨目標機制。

(三) 通膨目標機制

1989年12月，紐西蘭為第1個採行通膨目標機制的國家，該國在歷經多年高通膨情況下，決定改變央行貨幣政策架構，放棄貨幣目標機制，亦即不再以貨幣總計數為中間目標，而是直接盯緊通膨率。鑑於紐西蘭成功控制通膨的經驗，採行貨幣目標機制但仍無法控制通膨的國家，亦紛紛改採通膨目標機制。整體而言，迄今通膨目標機制運作尚稱良好；相關實證研究顯示，採取通膨目標機制的國家，大致上能維持較低的通膨，並能釘住通膨預期。

通膨目標機制的要素包括，(1)央行公開宣布通膨目標，(2)承諾達成通膨目標，(3)貨幣政策的施行建立在通膨預期等各項總體資訊上，(4)透過與民眾溝通央行的計畫與目標，以提高貨幣政策的透明度(transparency)，以及(5)提高央行的權責度(accountability)，以達成通膨目標。

而在通膨目標機制下，由於央行實行貨幣政策的基礎來自通膨預測，因此預測之可靠性，以及預測模型隨時間演進之穩定性等，都是採用通膨目標機制需經常檢視之處。此外，在由貨幣目標機制轉換為通膨目標機制下，央行之主要操作目標，則由貨幣總計數，轉變以短期利率為主，亦即由數量型轉變為價格型貨幣政策。為提高短期利率之控制，則逐漸發展出利率走廊模式。

(四) 利率走廊模式

1. 實施利率走廊之背景

由貨幣政策執行面來看，常見的央行貨幣市場管理或操作工具包括公開市場操作、貼現窗口(discount window)、常設性窗口操作工具(standing facilities)¹與準備金制度等。隨90年代許多主要國家採行通膨目標機制，為配合通膨目標化策略及實施即時總額支付清算機制(real-time gross

¹ 常設性窗口操作工具的特性包括：(1)透明，銀行易於遵循；(2)屬於營業日底之調節操作，可輔助公開市場操作，調節營業日底未知或未經預期之資金需求；(3)銀行可自主決定是否使用常設性窗口；(4)銀行需備足合格擔保品；(5)正常情況下，銀行申請金額無限制；(6)期限多為隔夜；(7)利率依央行設定之融通或存款利率計算。

settlement, RTGS)，各國央行紛紛調整貨幣政策操作方式，採取較簡單、透明之利率走廊模式，促使常設性窗口操作工具日益重要。

以加拿大的大額電子結算系統(Large Value Transfer System, LVTS)為例，參與結算的金融機構可即時掌握資金收支情況，準確得知交易日結束時的資金淨值，故不須再持有法定存款準備，得以實施零準備金制度；在此背景下，加拿大央行為控制銀行隔拆利率，則發展出利率走廊模式。此外，在 RTGS 下，雖可避免舊支付制度可能衍生的交割風險，但新制可能發生連鎖滯留 (gridlock)²情形；為避免發生連鎖滯留情況，肇致短期利率大幅波動，央行亦須調整貨幣政策操作方式，利率走廊模式則可有效穩定流動性及利率預期。

再者，貼現窗口融通政策曾為相當重要的貨幣政策工具，但隨金融市場發展，重要性日漸降低，甚至僅具政策宣示之效。許多先進經濟體央行亦改革貼現窗口融通政策為常設性窗口操作工具，作為公開市場操作的輔助工具，以更妥適管理利率。

2. 利率走廊模式之基本操作

利率走廊模式是以央行主要政策利率為中心，並以對金融機構的存放款利率形成的利率操作區間為基礎，將短期市場利率引導至接近目標利率之貨幣政策操作方式。由於在央行的存款無風險且流動性強，若短期利率低於央行存款利率，金融機構可將多餘資金存於央行而非向外拆出資金，故短期利率將不會低於央行存款利率。另一方面，央行利用常設性窗口操作工具，向金融機構無限量提供流動性，若短期利率高於央行放款利率，則金融機構轉向央行借入資金即可，無須在市場拆入資金，故短期利率亦不會高於央行放款利率。亦即央行利用價格誘因(cost incentive)，使銀行盡量在拆款市場調節資金。在此一機制下，央行存款利率成為短期市場利率的下限，央行放款利率則為上限。央行並利用目標利率引導市場預期，達成調控市場利率之目標。

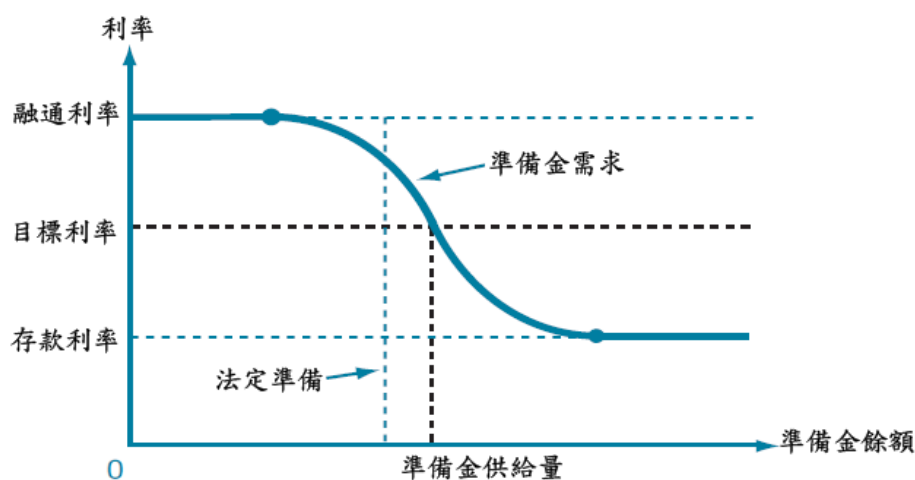
² 係指在資金或證券轉移系統中，因一筆或多筆轉移指令失敗，導致其他參加者後續提交的指令發生無法被處理的情況。

與公開市場操作相較，利率走廊模式較為簡單、透明、易懂，且央行無須為達成短期利率目標，而精確控管其逐日操作之種類與數量，因此利率走廊的操作成本較低。實務操作上，公開市場操作仍為各國央行最重要之貨幣政策工具，用以調節營業日已知之資金變動；常設性窗口操作工具則為公開市場操作之輔助性工具，藉以調節營業日底未經預期之資金變動，惟實務上金融機構甚少使用。根據各國央行經驗，逐日公開市場操作及利率走廊模式之透明化因素，可有效維持利率穩定，進而達成通膨目標或維持物價安定。

3. 對稱型利率走廊

一般而言，利率走廊為對稱型式(如圖 1)，以主要政策利率(通常為隔夜利率或公開市場操作附買回利率)為利率走廊中間值，再設定營業日底之融通利率和存款利率為利率走廊的上、下限，上、下限利率與中間值維持等距。此一幅度直接影響主要政策利率的變動幅度，若設定幅度過大，可能使短期利率波動幅度過大，失去央行平穩短期利率之初衷；若幅度設定過小，則可能使銀行使用央行融通或存款工具之意願大幅提高，進而使拆款市場交易萎縮、央行資產負債表過度膨脹。目前國際間常見的利率走廊寬度分別為 200 基本點(如歐洲央行)、150 基本點(如瑞典央行)、100 基本點(如南韓央行)及 50 基本點(如加拿大央行)。

圖 1 對稱型利率走廊



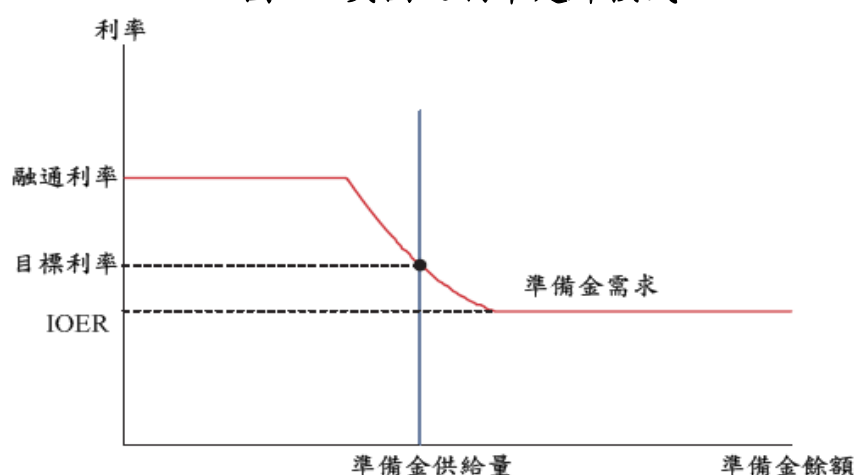
資料來源：Keister, et al., (2008)

4. 非對稱型利率走廊模式－以美國為例

利率走廊模式多以對稱型為主，但因各國經濟金融條件不同，而出現非對稱型的利率走廊模式。

以美國為例，Fed 於 2003 年 1 月起改革貼現窗口制度，將融通利率改為高於市場利率，並取消主要融通制度的行政規範，原則上融通金額無限制，形成利率走廊之上限。惟 Fed 當時並無對準備金付息之法規依據，因此沒有類似其他央行之存款工具，形成只有上限而無下限之「半套」利率走廊操作。2006 年，美國通過「金融服務管理救濟法」(Financial Services Regulatory Relief Act of 2006)，取得 Fed 對準備金付息之法源，該法案原訂於 2011 年 10 月生效。惟 2007 年 9 月美國次貸危機爆發，為因應危機、提高銀行持有準備金之意願並增加市場流動性，以及藉由準備金付息作為聯邦資金利率(Federal Fund Rate, FFR)下限，使 FFR 不致降至零，該法案提前生效。Fed 自 2008 年 10 月起對超額準備金支付利息，利率稱為超額準備金利率(Interest Rate on Excess Reserves, IOER)，形成以融通利率與 IOER 作為上下限之利率走廊區間(如圖 2)。

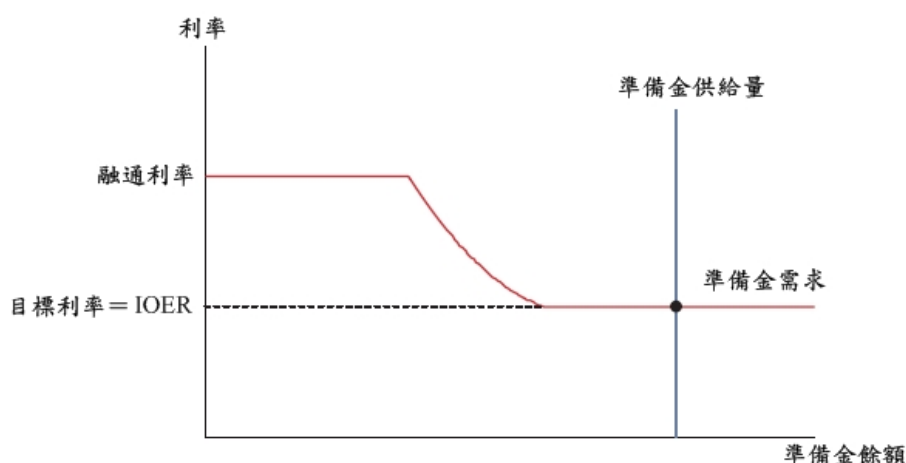
圖 2 美國之利率走廊模式



資料來源：Williamson (2015)

理論上，若在供需均衡之準備金基礎上，央行再進一步增加準備金供給，則隔拆利率將由存款利率決定(如圖 3)，稱為地板型之利率走廊模式。在此模式下，央行將存款利率訂在政策利率目標，簡化政策操作。

圖 3 地板型之利率走廊模式



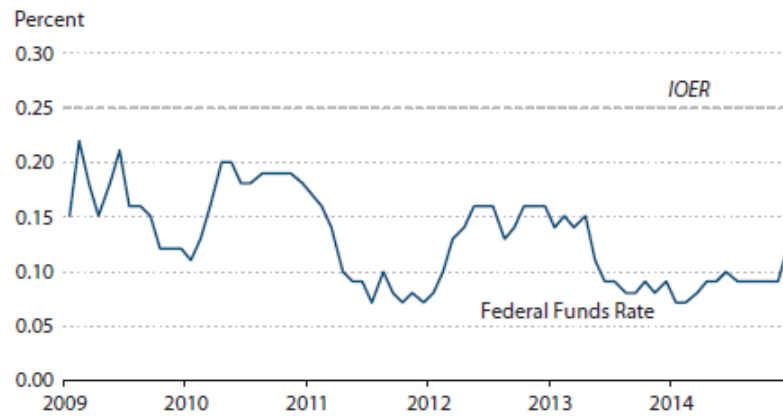
資料來源：Williamson (2015)

地板型利率走廊模式的優點之一在於，央行無須擔憂釋出大量準備金會影響目標利率，亦即切斷準備金與目標利率之間的關係³。尤其在央行需大量釋放準備金以維持市場流動性時，若採取地板型利率走廊模式可避免隔拆利率過度下滑。在金融危機期間，部分央行便採取此策略，如 2009 年至 2010 年間加拿大央行曾採行，且運作良好。

由於 Fed 準備金付息制度僅適用存款機構，不對房利美(Fannie Mae)與房地美(Freddie Mac)與聯邦住宅貸款銀行(Federal Home Loan Bank)等政府贊助機構(Government-sponsored enterprises, GSEs)付息，故存款機構可在聯邦資金市場向 GSEs 拆入資金，再存入準備金，以賺取利差。若在完全競爭市場且套利機制運作下，聯邦資金利率理應等於 IOER。但實際上，聯邦資金市場並非完全競爭市場，GSEs 的交易對手有限，減少套利機會；此外，由於聯邦存款保險機構會根據金融機構之資產負債表規模收取存款保險費用，加以金融機構之資本規範日益嚴格，存款機構無法像過去以大量借款方式融通準備金部位，致使套利成本增加，「有效」的聯邦資金利率往往低於 IOER。即 IOER 非但未形成利率走廊之下限，反而成為上限(如圖 4)。

³ Keister, et al.(2008)。

圖 4 聯邦資金利率與 IOER



資料來源：Williamson (2015)

即使如此，IOER 仍具有政策宣示的功能，且利率地板型操作模式亦較適合金融危機後銀行體系準備金大增的情況。而為配合 QE 之實施，Fed 為增加聯邦資金利率之調控能力，除以 IOER 作為聯邦資金利率上限外，並增加以隔夜附賣回協定(Overnight Reverse Repurchase Agreement, ON RRP)操作，做為利率下限，形成利率走廊。

5. 亞洲各國採行利率走廊之情況

此次課程與會國家中，採行通膨目標機制的印度、印尼、南韓、菲律賓與泰國皆採取利率走廊之操作模式。其中，印度、菲律賓與泰國之利率走廊寬度為 50 基本點、南韓為 100 基本點，印尼則為上界為 25 基本點、下界為 175 基本點之非對稱型。

此外，中國大陸人民銀行行長周小川亦於 2014 年 5 月宣布將逐步建立利率走廊操作模式，其以 2013 年初推出的常備借貸便利(Standing Lending Facility, SLF)為利率走廊上界，基準利率則包括銀行間拆利率及 7 天期回購利率，超額存款準備金利率則為利率走廊下界。由於中國大陸仍為貨幣目標機制，透過公開市場操作調節基礎貨幣、調整法定存款準備率影響貨幣乘數，以及信貸額度調控銀行信貸總額，這三種方式影響 M2 成長率，

進而達成貨幣政策目標；其由數量型傳導機制轉型為價格型過程，值得關注。

二、全球金融危機後，貨幣政策組合之新架構

在金融自由化的浪潮下，全球金融市場不斷快速發展，帶動先進經濟體資本流入更具發展潛力的新興經濟體與發展中經濟體，促進全球經濟發展。然而，全球化亦使危機更易散播至其他國家，且主要經濟體的政策更易影響其他國家的經濟金融穩定。例如，2007年美國次貸危機，最後擴散為全球金融危機，而美、歐、日為因應金融危機衝擊而採取非傳統貨幣政策，亦對新興經濟體造成外溢影響。為降低金融危機再度發生的可能性，並避免資本過度波動對實體經濟造成衝擊，總體審慎措施與資本管制日漸受到各國央行與金融監理機關的重視。

(一) 個體審慎措施與總體審慎措施

過去數十年來，通膨目標機制運作尚稱良好，但維持低且穩定的通膨並不保證金融穩定，低通膨亦可能伴隨金融不平衡(financial imbalances)。惟貨幣政策一體適用於經濟體內所有部門，若以提高政策利率因應特定部門(如不動產部門)上揚之金融風險，恐造成其他部門過高的成本，面臨重大的經濟損失，故宜採取針對金融穩定的政策工具較為適當。

長久以來，各國金融監理機關係以個體審慎措施為維持金融穩定的主要政策工具。個體審慎措施以確保個別金融機構健全運作為近期目標，關注各金融機構之流動性、資本適足性等，最終目標為保護投資人及存戶之權益。良好的個體審慎措施，在一定程度上可防範金融不穩定的情況發生，但因個體審慎措施假設風險(如總體經濟衝擊)為外生變數所引起，亦不考慮金融機構之間的交互作用，忽略了系統性風險。然而，2008年全球金融危機，則突顯大型金融機構過度曝險，則可能將風險擴散至整個金融體系，進而影響實體經濟之問題。

總體審慎措施則試圖改善個體審慎措施之缺漏，使用審慎工具，以控制系統風險，降低對實體經濟造成負面影響，最終目標則為降低金融危機

發生之機率與嚴重性。總體審慎措施假設風險由金融體系的內生性變數所引起，故重視金融體系間跨部門之風險。在執行時總體審慎工具時，先訂定總體經濟及金融脆弱性等相關標準(指標)，再監控個別金融機構受整體風險影響之程度。

(二) 總體審慎措施與貨幣政策

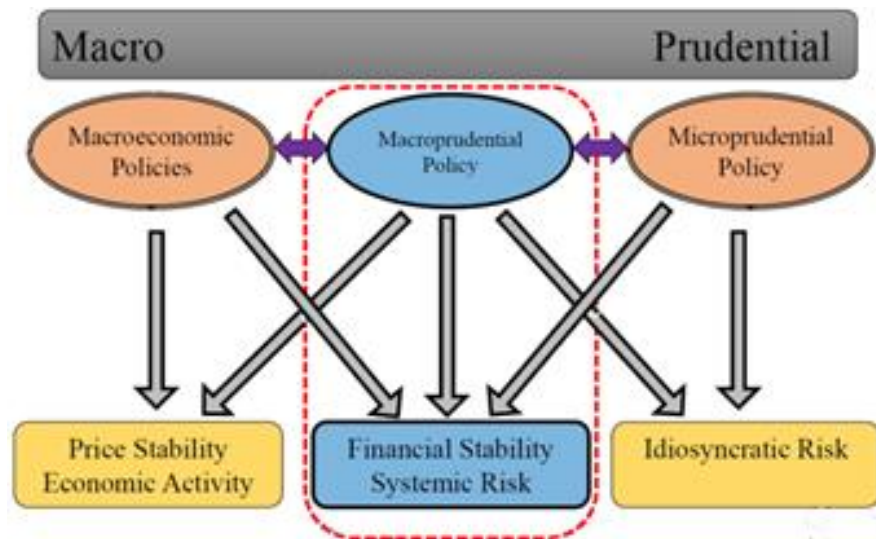
全球化致使開放經濟體易受外界衝擊。當資本大幅頻繁移動時，可能增加執行貨幣政策的負擔；若央行過度專注於物價穩定，而忽略金融穩定，可能導致資產泡沫。在金融整合程度較高的經濟體中，傳統貨幣政策雖可做為因應資本移動的第一道防線，惟其成效有限，且確保物價穩定的政策方向可能與確保金融穩定的方向分歧。因此，輔助使用總體審慎措施，可強化金融體系因應衝擊的能力。

總體審慎措施的目標為維持金融穩定，以避免對實體經濟造成負面影響；貨幣政策的目標則為維持物價與經濟穩定。兩者目標雖不盡相同，但同時執行可能產生互補或反饋的效果，故執行上應同時考慮交互影響，以調和強化實行效果。例如，貨幣政策的改變對於經濟體具全面性的影響，因此難以針對特定部門制定針對性的處理措施，而總體審慎措施可針對特定部門之風險，量身訂做處理措施。這種情況下，總體審慎措施可彌補貨幣政策之不足，如利用總體審慎措施避免資產泡沫產生或應對資產泡沫破裂之衝擊，較使用貨幣政策更具效果。此外，當貨幣政策過於寬鬆時，總體審慎措施可以平衡貨幣政策，避免景氣過熱或銀行過度放貸，以達成金融、物價與經濟穩定。

(三) 貨幣政策與審慎措施之搭配

如圖 5 所示，為促進金融穩定或因應系統性風險時，總體經濟政策、總體審慎措施與個體審慎措施都可派上用場。若為促使物價穩定或因應經濟活動波動等，則以總體經濟政策或總體審慎措施為主；因應非系統性風險時，則宜採取總體或個體審慎措施。

圖 5 政策工具與目標之搭配



資料來源：整理自課程講義

總體審慎措施雖可穩定國內金融體系，惟在現今資本高度移動的環境下，實難避免熱錢湧入所致之金融不穩定。熱錢湧入易使國內企業與家計單位過度借貸，並導致資產價格飆漲。若採用貨幣政策因應資產價格飆漲，恐產生大而不當的問題；若採用總體審慎措施應對，則因本國政策缺漏 (leakage) 及跨境缺漏⁴之問題，致效果有其侷限性。此時必須考慮以其他手段因應，例如，採取針對性資本管理措施，及透過跨國政策協調合作。

參、國際資本移動對新興經濟體之影響及因應對策

在金融自由化的浪潮下，跨國資本移動雖為新興經濟體帶來發展所需資本，先進經濟體亦由投資具發展潛力的國家而獲取更高的投資報酬；惟經濟金融情勢之不確定性與風險亦因跨國資本自由移動而提高，且新興經濟體更易受到國際資本大幅移動及匯率大幅波動所影響。為維持匯率穩定，以及避免資本大幅移動傷害實體經濟，IMF 等國際組織建議新興經濟體可適時使用資本移動管理措施或外匯市場干預等方式，維持匯率穩定，並減緩主要經濟體貨幣政策外溢效果的影響。

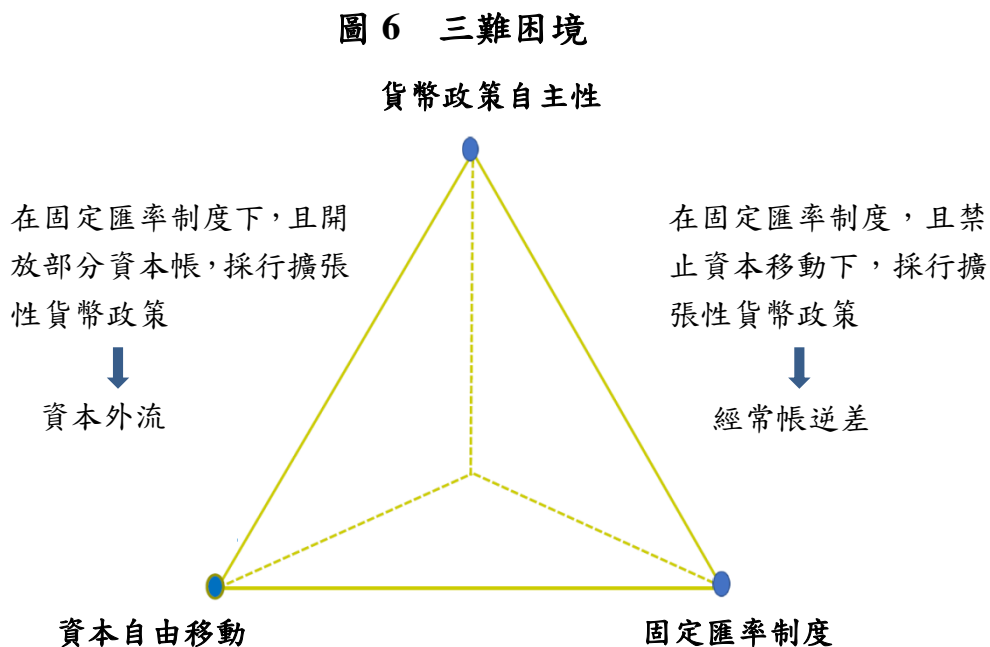
⁴ 即信用管制效力僅及於本國銀行，而不適用於本國非銀行機構及境外金融機構。

本章將介紹不可能的三位一體原則、主要經濟體貨幣政策對新興經濟體的影響，以及 IMF 對新興經濟體因應全球金融危機後資本大幅移動的政策建議。

一、國際資本移動對新興經濟體之影響

(一) 不可能的三位一體原則

不可能的三位一體原則，為國際貨幣與金融經濟學中相當重要的議題，又稱為三難困境(trilemma)，來自 60 年代的 Mundell-Fleming 模型，其內涵為對開放經濟體而言，固定匯率、資本自由移動，以及貨幣政策自主性，此三項總體政策目標只能同時達成兩項。例如，在固定匯率制度下，一國若採行擴張性貨幣政策，將導致國際收支逆差，並可能發生資本大幅外流、外匯存底快速流失，甚至引發貨幣危機(如圖 6)，如 1997 年亞洲金融危機，當時部分亞洲新興經濟體採取固定匯率制度，同時又開放資本帳，使得央行失去貨幣政策的自主性，降低抵禦金融危機的能力。



資料來源：整理自課程講義

美國、加拿大與英國等先進國家，多選擇資本自由移動與浮動匯率制度，透過貨幣政策自主性因應國內經濟目標；少數國家如香港，允許資本自由移動，且採取聯繫匯率制度(港幣嚴格盯緊美元之固定匯率制度)，因此

失去了貨幣政策的自主性；過去的中國大陸則是執行固定匯率制度，但實施較嚴格的資本管制，以避免失去貨幣政策自主性。

過去先進經濟體的經濟學家認為新興經濟體應採取浮動匯率制度，已達成貨幣政策自主與資本自由移動；但實際上，許多新興經濟體採取混合策略，亦即採取管理浮動匯率制度，以保有匯率變動的彈性，並實施若干程度的資本管制，以使貨幣政策仍能產生效果。此次課程與會國家多處於圖 6 三角形的內部，亦即追求三項目標皆部分達成之狀態。

亞洲主要經濟體採行之匯率制度多為管理浮動匯率制度，貨幣目標則多為通膨目標，且多數央行運作獨立性高(見表 2)。

表 2 亞洲主要經濟體之貨幣政策架構

經濟體	匯率制度	貨幣目標	政策利率	運作獨立性
中國大陸	管理浮動	多目標	1 年期放款基準利率	中等
香港	聯繫匯率	(聯繫匯率)	貼現窗口基本利率	高(但受限於聯繫匯率)
印度	管理浮動	通膨目標	附買回利率	高
印尼	管理浮動	通膨目標	7 天附賣回利率	高
南韓	自由浮動	通膨目標	基準利率	非常高
馬來西亞	管理浮動	泰勒法則(非正式)	隔夜政策利率	中等
菲律賓	自由浮動	通膨目標	隔夜附賣回利率	高
新加坡	管理浮動	泰勒法則(非正式)	無	非常高
泰國	管理浮動	通膨目標	1 天期附買回利率	高

資料來源：整理自課程講義

(二) 主要經濟體貨幣政策的外溢效果

Rey(2013a,2013b)實證研究發現，主要經濟體(特別是美國)的貨幣政策可能透過影響全球市場參與者之風險意識，改變跨國資本移動，進而影響各國之信用成長與資產價格。因此，在主要經濟體貨幣政策具外溢效果下，即使新興經濟體採取浮動匯率制度與資本自由移動，因主要經濟體貨幣政

策可能擴大跨境資本移動及全球金融機構槓桿，將減損新興經濟體之貨幣政策自主性。換言之，傳統三難困境轉為二難困境(dilemma)，亦即只有在資本管理的情況下，才能達成貨幣政策自主性。

雖然三難困境是否實為二難困境未有定論，但主要經濟體的貨幣政策確實可能對他國造成影響。2015年IMF發布研究人員報告⁵發現，2000年1月至2014年3月間，總計125次美國貨幣政策宣告確實對21個新興經濟體的資本流入與資產價格有立即性的影響；且在2008年11月美國採取非傳統貨幣政策，啟動大規模資產購買計畫後，外溢效果更強；當2013年5月至2014年5月間，Fed開始討論縮減資產購買計畫規模時，外溢效果最強。實際上，2013年隨美國經濟復甦，市場預期Fed將縮減購債規模與升息，便造成所謂「縮減恐慌」(taper tantrum)之新興經濟體股匯市系統性市場賣壓。

此外，該研究亦指出，外溢效果的規模大小與一國經濟基本面有關，基本面較好(如經濟成長率高、經常帳健全、通膨低，以及外人持有本國債務比例低)及市場流動性充足的經濟體，受美國貨幣政策之影響較小。因此，新興經濟體在平時即應採取適當的措施或改革，以改善經濟基本面，強化因應貨幣政策外溢效果的能力。面對市場動盪或危機期間，則可用外匯市場干預或資本移動管理措施處理波動性過大及市場失序，但不應當作整體經濟政策的替代品。

二、IMF對新興經濟體因應資本移動之政策建議

(一) 縮減量化寬鬆恐慌經驗之啟示

近年來，隨金融全球化，國際資本自由移動雖帶動全球經濟發展，但短期跨國資本大幅流出入亦可能對新興經濟體造成衝擊。特別是全球金融危機以來，主要經濟體採行非傳統貨幣政策，雖有效緩解金融動盪之衝擊，並支撐全球經濟復甦，但亦造成大量資本流入新興經濟體，使其資產價格攀升、貨幣升值，造成風險累積。此外，當主要經濟體貨幣政策逐步正常

⁵ Chen et al. (2015)。

化，資本移動反轉，對新興經濟體則恐造成衝擊，如 2013 年 5 月與 6 月間曾發生縮減恐慌。

對此，IMF 執行長 Christine Lagarde 曾於 2015 年 3 月⁶呼籲，新興經濟體應以 2013 年的縮減恐慌為鑑，事先做好美國升息之因應措施；其並強調，即使主要經濟體貨幣政策正常化的程序妥善，亦可能引發全球金融動盪，各國必要時可採取提供國內特定部門流動性措施、外匯市場干預，以及貨幣互換協議(cross-country foreign currency swaps)等措施以舒緩市場壓力。

良好的經濟基本面、具決斷力及迅速的政策回應，可有效減緩資本大幅移動對市場波動之影響，例如南韓曾實施總體審慎稅措施，大幅減少銀行部門外幣短期負債餘額，強化銀行部門彈性。其他國家如巴西、烏拉圭及印尼則使用資本移動管理措施，防止短期資本流入，進而減少風險累積。秘魯則是採取暫時性直接干預外匯市場，以控制匯率過度波動。印度則在縮減恐慌期間與其後，提供充足的外幣流動性，使盧比貶值，並適度干預外匯市場，以降低盧布波動。東協 4 國因應縮減恐慌之政策則彙總如表 3。

表 3 東協 4 國因應縮減恐慌之政策

經濟體	印尼	馬來西亞	菲律賓	泰國
政策利率	升息	不變	不變	降息
匯率	貶值		貶值	
外匯干預	有			
總體審慎措施	緊縮汽車與房屋貸款之貸款價值比上限	限制房貸期間	限制汽車與房屋貸款，限制總債務償還比率	
資本移動管理	縮短最短持有央行票據期間		限制銀行對 NDF 之曝險	
供給流動性	有			
財政政策	降低油價補貼			

資料來源：整理自課程講義

⁶ Lagarde, Christine(2015)。

(二) 資本移動管理措施

全球金融危機爆發後，IMF 一反過去反對資本管制的態度，承認資本移動管理措施確實有助於降低金融脆弱性，避免經濟衰退惡化，並建議新興經濟體在面臨資本大量湧入時，可採取資本移動管理措施因應，以補足總體經濟政策與審慎監理措施之不足。

Obstfeld(2012)觀察先進與新興經濟體間的資本移動，發現國外資產與負債部位是金融崩潰(financial meltdown)傳播與擴大的主要管道；此外，由於金融帳開放，國內廠商與家計單位可直接向外國銀行或外資銀行國內子行(subsidiaries)借款，使得總體審慎監理僅及於本國銀行之效果有限。因此，開放金融帳的經濟體可利用資本移動管理措施補足總體審慎措施較難監理的跨境資金移動。此外，由於多數外幣借款來自國外機構，採取資本移動管理措施，如限制外幣借款或對外幣借款課稅，可改善幣別錯配(currency mismatch)，以避免如亞洲金融風暴時，亞洲經濟體面臨之貨幣貶值、資產負債表惡化與經濟衰退之惡性循環。

在匯率方面，因資本移動管理措施可直接減少熱錢流入，故能減少貨幣升值的幅度，進而降低匯率波動，可作為穩定匯率波動的工具。此外，在資本完全自由移動的情況下，央行採取沖銷式干預(sterilized intervention)，僅在短期有效，此因民間資本移動會抵銷干預效果。換言之，在資本自由移動的情況下，僅非沖銷式干預(unsterilized intervention)可有效影響匯率。

然而，採取非沖銷式干預將導致貨幣供給增加，致外界可能認為央行的政策目標由穩定通膨轉為盯緊匯率，而質疑央行穩定物價的決心。因此，若適時採取資本移動管理措施，則可搭配沖銷式干預控制匯率波動，而擁有更多的貨幣政策空間。

(三) 外匯市場干預

對新興經濟體而言，匯率波動的傷害可能比對先進經濟體更大，此因新興經濟體經濟部門的資產負債表相對較脆弱，且對貨幣風險(currency risk)的避險能力可能較差，致本國貨幣貶值可能造成企業財務壓力，甚至破產，

進而衝擊經濟活動。此外，新興經濟體面對匯率波動的彈性可能較差，即使是暫時性的貨幣升值仍可能嚴重影響出口部門競爭力，對經濟體造成永久性傷害。

基此，新興經濟體對於匯率波動的關注往往高於先進經濟體，且亦關注總體經濟穩定與維持低通膨，故不少新興經濟體採取通膨目標機制，透過引導通膨預期，避免高通膨甚至惡性通膨的發生。但政策利率工具有時無法同時達成通膨目標與匯率穩定的目標，例如，經濟衰退時，央行希望降低政策利率以刺激經濟成長，但反而傷害持有大量未避險外債的企業。

IMF 官員 Ostry et al. (2012)認為，由於新興經濟體央行具有達成通膨目標與維持匯率穩定的雙重目標，可使用政策利率與外匯市場干預兩樣工具達成目標。例如，因應資本大量流入導致本國貨幣升值時，央行可透過降低政策利率，並在外匯市場進行干預，以降低該國貨幣升值壓力。此外，由於匯率為貨幣政策的傳遞管道之一，外匯操作與貨幣政策息息相關。例如，央行升息使得本幣升值，致進口相對便宜、出口相對昂貴，進而降低 GDP。外匯干預亦具貨幣政策效果，例如，當央行賣出美元時，使得本幣升值，致進口相對便宜、出口相對昂貴，進而降低 GDP。

通常央行進行外匯市場干預有幾種原因，如央行採取固定匯率或匯率目標區制度時，若匯率偏離目標，則央行將進場干預，以使匯率回到目標水準。此外，央行雖非採取固定匯率或匯率目標制度，但有時為避免匯率波動幅度過大傷害實體經濟或影響金融穩定，央行可能進場干預，以降低匯率波動。若匯率發生長期失衡(通常以 REER 作為依據)，央行亦可能進場干預，以使匯率回到應有之水準，降低經濟脆弱性。再者，資本流入時，央行可進場干預，以舒緩本幣升值壓力，並可累積外匯存底；反之，若資本流出，央行為控制本幣貶值幅度，亦可能進場干預。

實務操作上，近年各國央行多透過換匯操作(swap operation)進行外匯干預。若須注入流動性採取 Buy-Sell swap (即期市場買外匯，同時於遠匯市場賣外匯)，收回流動性則採取 Sell-Buy swap。央行甚少在即期市場直接干預，除非遠匯市場之流動性不佳。另外，危機期間，央行可能進行干預以

抑制過度投機，但比起直接干預，採取貨幣或管制工具或更能有效遏止過度投機，例如管理 NDF 交易等。當資本大幅流出入時，央行可宣示本幣升值/貶值底線，以減緩資本流出入，但通常在資本流入情況下成效較佳，資本流出時宣示效果有限。

肆、南韓央行貨幣政策與資本移動之因應措施

南韓央行採通膨目標制，並實施利率走廊機制，引導操作目標(隔夜拆款利率)貼近基準利率，以有效達成物價穩定之政策目標。由於南韓長期以來維持經常帳順差，使其國內持續出現超額流動性，南韓央行主要透過發行貨幣穩定債券(Monetary Stabilization Bonds, MSB)，以沖銷資金。

本章分別說明南韓央行貨幣政策目標與利率走廊機制、MSB 等主要資金沖銷工具，以及南韓因應資本移動之相關措施。

一、貨幣政策目標與主要政策工具

(一) 貨幣政策目標

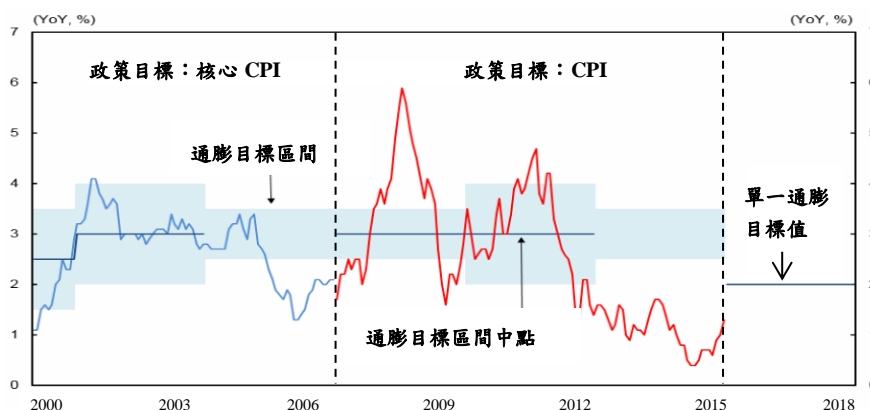
南韓央行原係採貨幣目標制；1997 年亞洲金融危機後，南韓修訂央行法(Bank of Korea Act)，賦予南韓央行獨立性，貨幣政策改採通膨目標制，以達物價穩定之最終目標(IMF 1999)。南韓央行物價目標之訂定，係由其與財政部綜合考量國內外經濟金融情勢後，設定未來 3 年平均物價年增率目標。

在通膨目標制下，該行原以核心 CPI 為政策目標，惟考量核心 CPI 未計入食品及能源之價格，無法反映民眾實際生活物價，加以主要先進國家多以 CPI 為政策目標，遂自 2007 年起改以 CPI 為政策目標，並維持目標區間為 $3\% \pm 0.5\%$ 。

2010~2012 年全球金融危機後，南韓物價波動幅度上升，CPI 目標區間由 2007~2009 年 $3\% \pm 0.5\%$ ，擴大為 $3\% \pm 1\%$ ；2013~2015 年全球景氣放緩、需求不振，通膨壓力減緩，CPI 目標區間縮減為 $3\% \pm 0.5\%$ 。2016 年起，南韓改採單一通膨目標值，以向大眾更精準地傳達南韓央行之通膨目標。

2016~2018 年 CPI 年增率目標值訂為 2%；若 CPI 年增率連續 6 個月超出目標值上下 0.5 個百分點，南韓央行須發布新聞稿或召開記者會，說明原因及相關因應措施(圖 7)。

圖 7 南韓央行之通膨目標與實際 CPI 年增率



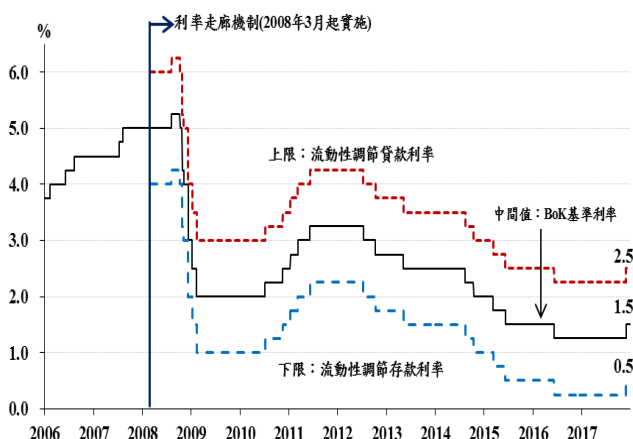
資料來源：南韓央行網站

(二) 利率走廊機制

南韓央行自 2008 年 3 月起實施利率走廊機制，上限為流動性調節貸款利率(Liquidity Adjustment Loans Rate)，中間值為政策利率(南韓央行基準利率)，下限為流動性調節存款利率(Liquidity Adjustment Deposits Rate)；利率走廊區間為政策利率 $\pm 1\%$ (IMF 2014b) (圖 8)。

在利率走廊機制下，南韓央行透過公開市場操作，引導操作目標(隔夜拆款利率)貼近基準利率(圖 9)，有效達成物價穩定之政策目標。

圖 8 南韓央行利率走廊機制



資料來源：Bloomberg

圖 9 南韓央行基準利率與銀行隔夜拆款利率



資料來源：南韓央行網站

(三) 主要貨幣政策工具

南韓央行主要貨幣政策工具包括存款準備金制度、融通與存款機制及公開市場操作。

1. 存款準備金制度

1990年代後，隨著南韓金融自由化與資本市場之快速發展，公開市場操作之重要性上升，南韓央行大幅調降存款準備率，平均存款準備率自1990年10%逐步降至1996年3%，銀行業各類存款法定準備率介於0%~7%；南韓存款準備之提存係採完全落後提存制，準備金計算期為每月1日至月底，提存期為計算期次月第2個星期四起算，至下個月之第2個星期三(圖10、表4)。

圖 10 南韓存款準備金制度圖示範例

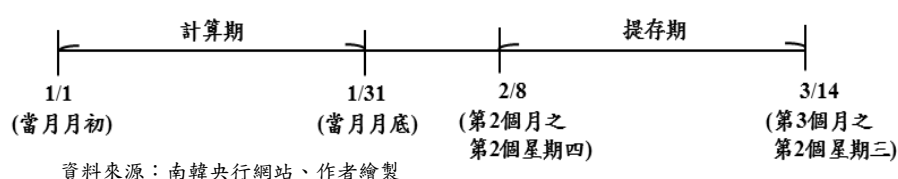


表 4 南韓央行存款準備金制度

項目	內容
提存機構	商業銀行、專業銀行、南韓開發銀行。
存款種類	活期存款、定期存款、儲蓄存款及銀行定存單。
存款準備率	1. 定期儲蓄存款：0%。 2. 定期存款、零存整付儲蓄存款、銀行定期存單：2%。 3. 其他類存款(包括活期存款、貨幣市場存款、短期金融債券)：7%。
合格準備金資產	庫存現金與存放央行存款(庫存現金不得逾應提準備之35%)。
準備金付息	無 ^註 。

註：2008年 global 金融危機期間，南韓央行曾對銀行存款準備金帳戶付息(利率2.3%，利息支出總額5,000億韓元)。
資料來源：南韓央行網站

2. 南韓央行融通與存款機制

南韓央行融通機制包括流動性調節融通機制、銀行中介貸款援助機制、日間透支及特殊貸款；存款機制則有流動性調節存款機制(表 5)。

表 5 南韓央行融通與存款機制

項目	合格擔保品	利率 (2017 年 9 月)	天期	說明
一、融通機制				
1. 流動性調節融通機制	公債、MSB	1. 南韓央行基準利率加 1% 2. 南韓央行基準利率加 0.5%(提存期底)	隔夜	必要時可延長至 1 個月。
2. 銀行中介貸款援助機制		0.50%~0.75%	1 個月	屬優惠性貸款，以提升銀行對中小企業與出口廠商之貸款意願。
3. 日間透支		就日間透支金額超過金融機構淨值 25% 之部分計息 ^註	當日	支應銀行日間支付之暫時流動性需求。
4. 特殊貸款	—	—	—	屬緊急融通性質，個案決定貸款條件。
二、存款機制				
流動性調節存款機制	—	南韓央行基準利率減 1%	隔夜	適用對象為提存準備金之金融機構。

註：日間透支金額超過金融機構淨值 25% 部分，按上季 3 年期公債殖利率與無擔保隔夜拆款利率利差之日平均值計息，每季調整一次。

資料來源：南韓央行網站

(1) 日間透支與特殊貸款

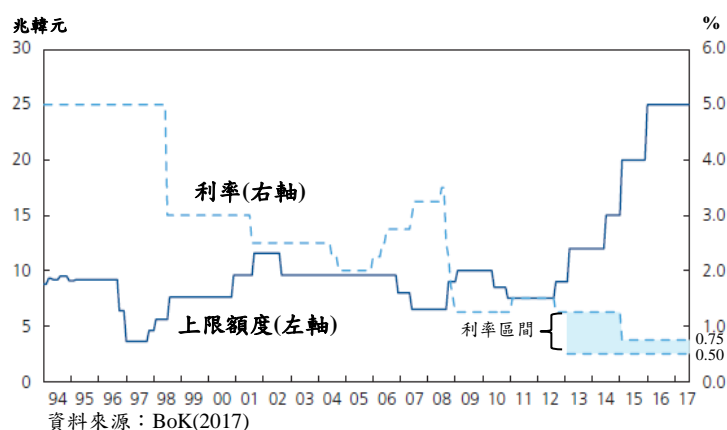
日間透支係用於支應銀行日間支付之暫時流動性需求，該項金額若未超過金融機構淨值之 25% 則免計息；超過金融機構淨值之 25% 部分，按上季 3 年期公債殖利率與無擔保隔夜拆款利率利差之日平均值計息，每季調整一次。

特殊貸款則屬緊急融通性質，融通對象為面臨流動性問題與體質不佳之銀行，由央行視個案情況決定貸款條件。2009 年全球金融危機期間，南韓政府與央行設立「銀行資本結構調整基金(Bank Recapitalization Fund)」，由南韓開發銀行提供 10 兆韓元之特殊貸款，買入銀行發行之次順位金融債券及優先股，以協助銀行改善其資本結構。

(2) 銀行中介貸款援助機制

銀行中介貸款援助機制主要係為協助中小企業與出口產業之發展。南韓央行依據銀行之中小企業放款量，提供優惠性貸款(2017年9月利率介於0.50%~0.75%，低於南韓央行基準利率1.50%)，融通期限1個月。2012年以來，南韓央行多次調升本項貸款上限額度及調降貸款利率，以激勵銀行承作相關放款(圖11)。

圖 11 銀行中介貸款援助機制上限額度及利率



(3) 流動性調節融通機制與存款機制

南韓央行自2008年3月起實施流動性調節融通機制與存款機制，以調節銀行短期流動性。在流動性調節融通機制下，提存準備金之金融機構如有資金需求，可向南韓央行申請隔夜融通；在流動性調節存款機制下，提存準備金之金融機構可將餘裕資金存入南韓央行。

2008年全球金融危機期間，南韓央行流動性調節存款餘額自2008年1月6兆韓元，大幅增至2009年1月300兆韓元，主因當時企業信用風險急速上升，銀行降低放款，將餘裕資金存入南韓央行；待金融情勢回穩後，存款餘額回降至2010年底4兆韓元。

3. 公開市場操作

南韓央行主要公開市場操作工具為發行 MSB 與實施貨幣穩定帳戶機制(Monetary Stabilization Account, MSA)。

(1) MSB 發行機制與發行概況

南韓央行自 1961 年起發行 MSB，南韓央行貨幣政策委員係依據資金情勢，按季決定 MSB 發行上限，惟其並未公布 MSB 發行金額上限。

南韓央行每月發行 4 種天期 MSB(91 天、182 天、1 年期及 2 年期)，每月發行時程固定(表 6)；發行方式分為標售與申購。原則上，MSB 標售、申購發行金額占發行總額比重約為 80%、20%(表 7)。

表 6 MSB 發行時程

天期	發行方式	每月發行時程(標售時間)
91 天期	標售	每週一(13:30-13:40)
182 天期		第 1、3 個週一(10:00-10:10)
1 年期	標售、申購	標售：第 2、4 個週一(10:00-10:10) 申購：最後一個週三(11:20-11:30)
2 年期	標售、申購	標售：第 1、3 個週三(10:00-10:10) 申購：最後一個週三(11:20-11:30)

資料來源：BoK(2017)及南韓央行網站、作者整理

表 7 MSB 標售與申購發行情形

項目	發行金額 (2017 年 12 月)	發行天期	發行頻率(每月)	利率
標售	10.5 兆韓元	91 天期、182 天期、 1 年期、2 年期	91 天期：4-5 次 182 天期、1 年期、 2 年期：2 次	單一利率標
申購 ^註	2 兆韓元	1 年期、2 年期	1 年期：1 次 2 年期：1 次	南韓央行公告利率

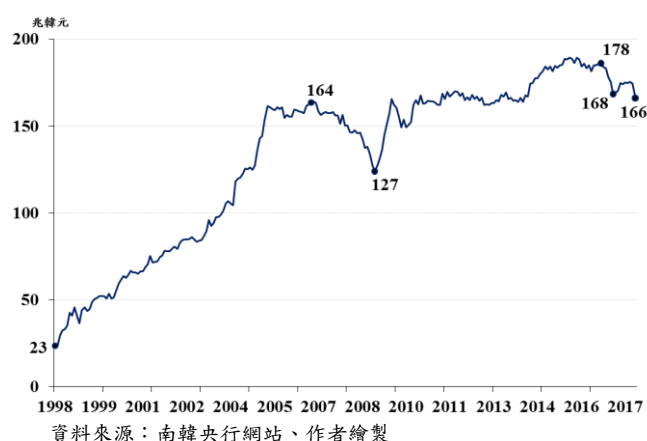
註：南韓央行自 2009 年 4 月起實施 MSB 申購制度，MSB 申購利率通常略高於 MSB 標售利率，以 2017 年 12 月為例，1 年期 MSB 申購利率 1.910%，高於 1 年期 MSB 標售利率 1.900%；2 年期申購利率 2.115%，高於 2 年期標售利率 2.075%。MSB 申購制度之實施，有助提升金融機構參與 MSB 標售意願，主因申購額度中 60%限由當月 MSB 標售出價前 30%之金融機構申購，其餘 40%開放全體金融機構申購。

資料來源：BoK(2017)及南韓央行網站、作者整理

MSB 發行餘額自 1997 年底 23 兆韓元大幅增至 2006 年 10 月底 164 兆韓元，主因南韓經常帳持續順差、外匯存底大幅上升，韓元面臨升值壓力；為穩定匯率，南韓央行進行外匯干預，致國內貨幣供給大幅增加，南韓央行主要以發行 MSB 方式沖銷市場多餘資金(圖 12)。

因應 2008 年全球金融危機，南韓央行採行寬鬆貨幣政策，MSB 發行餘額自 2006 年底 164 兆韓元降至 2008 年底 127 兆韓元；2010 年後，南韓經濟復甦、物價隨之上揚，南韓央行採取緊縮政策，增發 MSB 以收回多餘流動性，2016 年 10 月 MSB 餘額達 178 兆韓元創歷史新高。2017 年底 MSB 餘額為 166 兆韓元，占南韓央行公開市場操作工具餘額比重高達 9 成。

圖 12 MSB 發行餘額



(2) MSA 發行機制與發行概況

南韓央行為加強調節短期流動性，自 2010 年起實施 MSA 標售機制，為 MSB 之輔助沖銷工具，採單一利率標，標售天期 7~28 天；原則上，MSA 不得提前解約及充當存款準備金(Lim, 2012)。

南韓央行每月第 2~4 個週二標售 MSA，主要標售天期為 28 天期，並視情況增加標售其他天期。2017 年 10~12 月，MSA 標售利率介於 1.25%~1.53%(表 8)。

南韓央行實施 MSA 機制以來，MSA 發行餘額持續上升，自 2011 年底 4 兆韓元增至 2017 年 9 月 16 兆韓元，占公開市場操作比重則自 2% 增至 8%，顯示南韓央行短天期操作比重增加。

表 8 2017 年 10~12 月 MSA 標售結果

單位：兆韓元、%

月份	標售次數	天期	單次標售總額	得標利率
10	5	21 天(1 次) 28 天(4 次)	3 2~4	1.26 1.26~1.27
11	3	28 天	4~6	1.25~1.27
12	3	28 天	2.5~6	1.53

註：投標時間為 14:00~14:10。

資料來源：南韓央行網站、作者整理

二、資本移動之因應措施

(一)南韓主要資本流入管道⁷

1997 年亞洲金融危機後，南韓政府進行大幅度金融改革，放寬外匯管制並開放金融市場，以促進經濟及金融市場發展。南韓之開放措施吸引大量資金流入，促進該國經濟成長，惟亦使其深受國際資本大幅波動之影響。茲就 2008 年全球金融危機前南韓主要資本流入管道說明如次：

1. 透過外國證券投資流入

南韓進行金融改革後，吸引外資持續流入，外國證券投資金額自 2002 年 50 億美元，持續增至 2007 年 294 億美元。

2. 透過銀行業外幣短期負債流入

南韓銀行業美元短期負債餘額持續增加，主要來自本國銀行與客戶之外匯衍生性商品交易，以及外國銀行進行之利差交易。本國銀行美元短期負債餘額自 2005 年 280 億美元增至 2007 年 546 億美元，主因 2005~2007 年韓元持續升值，出口商為避險而與本國銀行大量承作外匯衍生性商品交易(主要為預售遠匯)，本國銀行再透過自外國銀行借入美元後，於即期市場賣出美元，以降低匯率風險，使本國銀行美元短期負債增加。

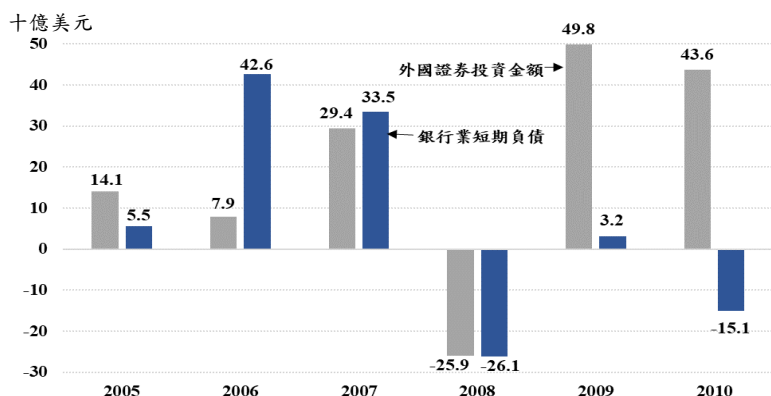
至於外國銀行美元短期負債餘額，則自 2005 年 233 億美元增至 2007 年 793 億美元，主因 2002~2005 年韓元利率高於美元利率，且韓元對美元

⁷ 參考高超洋 (2011, 2015)。

匯率持續走升，外國銀行自總行大量拆入美元，並投資南韓境內債券，以賺取匯差與利差。

2008 年全球金融危機期間，國際金融市場出現信用緊縮，資金大量撤出新興市場，南韓亦面臨大量資金流出，外國證券投資金額自 2007 年流入 294 億美元，轉為 2008 年流出 259 億美元；此外，外國銀行分行為支應總行美元流動性之需求，大量拋售韓元以兌換美元匯出，銀行業短期負債自 2007 年增加 335 億美元，轉為 2008 年減少 261 億美元(圖 13)。影響所及，金融市場波動大幅上升，韓元大幅走貶，較 2007 年 7 月最大貶幅達 70%，股市跌幅高達 45%(圖 14)。

圖 13 南韓之外國證券投資金額與銀行業短期負債



註：外國證券證券投資包括股權投資與債務證券投資；短期負債主要為 1 年期以下借款。

資料來源：南韓央行網站

圖 14 全球金融危機期間南韓股匯市走勢



註：以 2007 年 7 月美國次級房貸危機爆發為基準，計算各市場相對當日漲跌幅。

資料來源：Bloomberg、作者繪製

(二)南韓政府主要資本移動管理措施⁸

為穩定金融市場，南韓央行於金融危機期間採行多項因應措施⁹；危機緩解後，南韓政府實施多項資本移動管理措施，以降低資本進出對國內金融市場之衝擊，說明如次：

1. 限制銀行外匯衍生性商品交易部位

如上所述，銀行承作外匯衍生性商品交易為外資進入之主要管道，2010年10月南韓政府規定，本國銀行承作外匯衍生性商品名目本金(包括遠期外匯、換匯交易、外幣利率交換交易及無本金遠匯交易)，不得逾其資本之50%、外國銀行分行不得逾其資本之250%。2011年7月上述限額分別降為40%、200%，2013年1月再降為30%、150%，以加強限制外資流入。

2. 實施總體審慎穩定稅(Macroprudential Stability Levy)措施

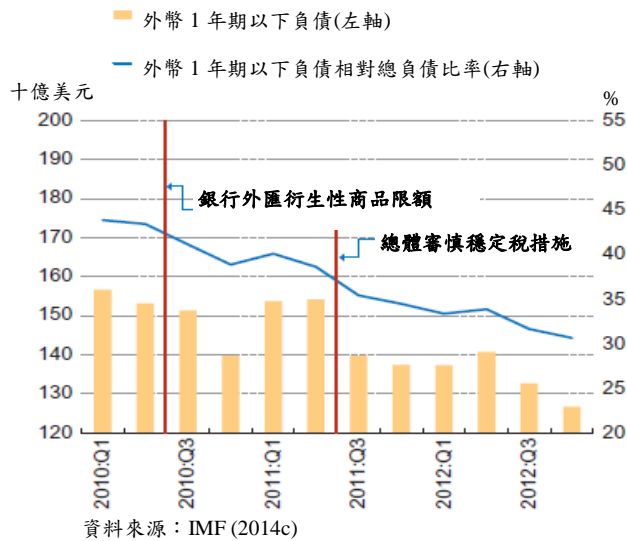
2011年8月南韓政府實施銀行業外幣負債(外幣存款除外)課稅措施，按負債期限訂定不同稅率，期限越短者稅率越高，1年期以下者稅率0.2%、1~3年期0.1%、3~5年期0.05%、5年期以上0.02%。此項稅收係存入南韓財政部外匯穩定基金(Foreign Exchange Stabilization Fund)，以支應未來金融危機發生時之市場流動性需求。

總體審慎穩定稅實施後，銀行業1年期以下之外幣短期負債餘額自2010年6月1,530億美元降至2012年底1,260億美元，1年期以下之外幣短期負債相對總負債比率則自2010年42%降至2012年31%(圖15)。

⁸ 參考 Kim (2013)與 Song (2014)。

⁹ 因應措施包括6次調降基準利率；擴大公開市場操作交易對手與合格擔保品範圍(BoK (2008a, 2008b))；調升中介貸款援助機制之額度；與美國、日本與中國央行分別達成換匯協議，以穩定外匯與外幣融通市場。

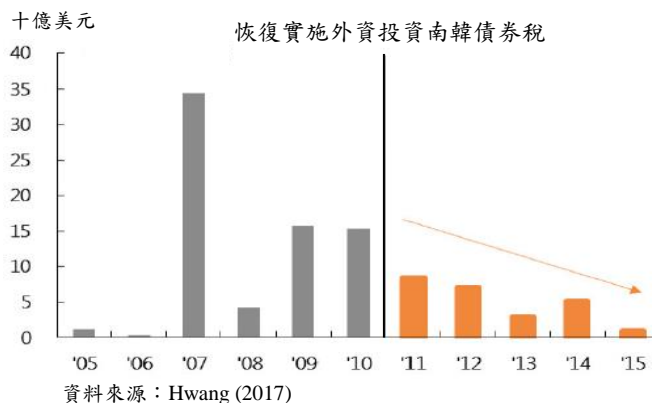
圖 15 南韓銀行業外幣 1 年期以下外幣短期負債餘額



3. 恢復實施外資投資南韓債券稅措施

全球金融危機期間，南韓政府為穩定債券市場，取消原對外資購買該國公債之資本利得與利息所得課稅規定(資本利得稅率 14%、利息所得稅率 20%)，以鼓勵資本流入。全球金融危機後，主要國家採取量化寬鬆與超低利率政策，使全球資金大量流入新興市場股、債市，南韓亦面臨大量資金流入，2011 年 1 月南韓恢復課徵外資購買該國公債之資本利得稅與利息所得稅，以穩定金融(圖 16)。

圖 16 外資投資南韓債券金額



伍、印度央行貨幣政策與資本移動之因應措施

印度央行採取彈性通膨目標機制，並實施利率走廊機制，配合公開市場操作調節市場流動性，強化其調控短期利率之能力，以有效達成物價穩定政策目標。

2013年5月美國Fed主席柏南克暗示Fed將縮減購債規模，引發資金大量流出新興國家之債券市場，引發「Fed減債恐慌」(Taper Tantrum)。印度亦面臨大量資金外流，國內金融市場波動劇烈，印度政府與印度央行遂採取多項政策，以減緩資金外流。

一、貨幣政策目標與主要政策工具¹⁰

(一) 貨幣政策目標

印度央行貨幣政策原採貨幣目標制，為加強控制通膨情勢，2016年5月改採彈性通膨目標機制(Flexible Inflation Targeting Framework)，由印度央行與印度政府共同設定未來5年通貨膨脹年增率目標區，2016年8月至2021年3月通膨年增率目標區訂為2%~6%；若連續3季未達該目標區，印度央行需說明原因與因應措施。

為強化政策溝通，印度央行自2014年9月起每半年發布一次貨幣政策報告，分析通貨膨脹率之影響因素，並預期未來6~18個月通膨情況。

(二) 利率走廊機制

印度央行自2011年實施利率走廊機制，上限為邊際常備機制利率(Marginal Standing Facility Rate, MSF Rate)、中間值為政策利率(Policy RP Rate)、下限為附賣回利率(Reverse RP Rate)；2017年底政策利率為6%，上、下限區間為政策利率 $\pm 0.25\%$ 。

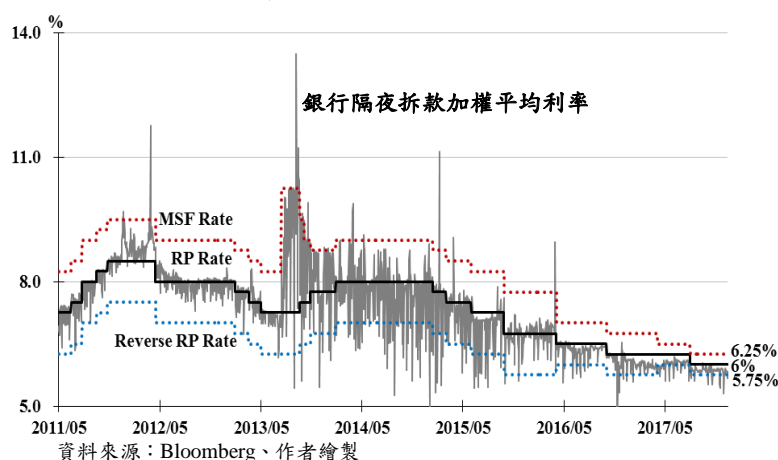
印度央行每日透過公開市場操作，引導操作目標(銀行隔夜拆款加權平均利率)維持於利率走廊區間，有助強化其調控短期利率能力。印度央行實

¹⁰ 參考 Mohanty (2010)。

施利率走廊機制以來，銀行隔夜拆款加權平均利率大多落於利率走廊區間內(圖 17)。

印度央行因應物價情勢，彈性調整利率走廊區間。2017 年 4 月，印度通膨快速上揚，印度央行宣布將利率下限(附賣回利率)自 5.75% 調升至 6.00%，以抑制通膨預期；之後，印度 CPI 年增率自 2017 年 4 月 2.99% 降至 2017 年 7 月 2.36%，同年 8 月印度央行將該利率調回至 5.75%。

圖 17 印度央行利率走廊機制

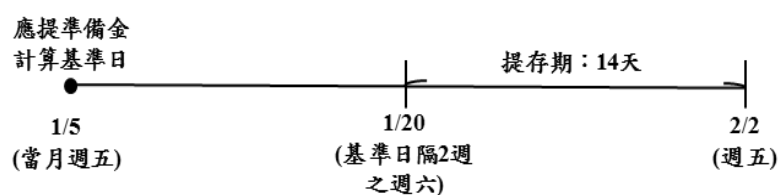


(三) 主要貨幣政策工具

1. 存款準備金制度

依據印度央行規定，銀行應就其活期與定期負債淨額(Net Demand and Time Liabilities, NDTL)提存準備金，2017 年 12 月底法定準備金比率為 4%。印度央行採完全落後提存制度，應提準備金之計算係依據銀行隔週週五之 NDTL 餘額計算，準備金提存期間則為準備金計算基準日結束後，隔 2 週之週六起算 14 天(圖 18)。

圖 18 印度存款準備金制度圖示範例



資料來源：RBI(2015)、作者繪製

印度央行透過彈性調整存款準備率之方式，因應市場流動性之大幅變動。2016年11月印度執行廢鈔政策¹¹，民眾將大量舊鈔存入銀行以兌換新鈔，使得銀行存款餘額快速增加，銀行體系流動性大幅上升。為吸收多餘流動性，印度央行宣布，由2016年9月16日至11月11日止，該段期間內銀行增加之NDTL需適用100%存款準備率，並加強公開市場操作；2016年12月，市場流動性下降，印度央行調降存款準備率至4%。

2. 融通機制

印度央行自2011年起實施邊際常備機制(Marginal Standing Facility, MSF)，銀行可透過該機制向印度央行借入隔夜資金，以支應暫時性流動性需求。

實務上，若銀行有融通需求，可向印度央行申請附買回交易，以取得融通資金；惟若銀行流動準備比率未達19.5%，則無法申請附買回交易，須透過MSF機制融通資金，借入總額以銀行NDTL之1%為限，由印度央行決定融通金額。

印度央行每日17:30~19:30接受銀行之融通申請，並於當天撥款，以2017年10月為例，印度央行MSF融通金額介於10~590億盧比(折合美元1,500萬~9.3億元)，融通利率6.25%。

3. 公開市場操作

印度央行公開市場操作工具包括證券買賣斷、附買回及附賣回交易。2000年起，印度央行實施流動性調整機制(Liquidity Adjustment Facility, LAF)，每日進行隔夜附買回及附賣回交易操作，以調節市場流動性；2013年起，印度央行為加強調控短期流動性，開始進行非隔夜附買回交易，採複數利率標售，標售時程由印度央行依據資金情勢決定，並於操作前一日於該行網站公布標售金額、天期及標售時間(表9)。

¹¹ 該政策主要為印度總理穆迪(Narendra Modi)為打擊國內貪腐與非法活動，宣布即刻廢止500及1,000盧比鈔券，另發行面額500與2,000之新版盧比鈔券。

隔夜附買回利率為印度央行之政策利率，2017 年 12 月底為 6%；隔夜附賣回交易則為 5.75%。基本上，銀行申請隔夜附買回及附賣回交易之金額，只要在印度央行操作限額內，大多全額獲准。

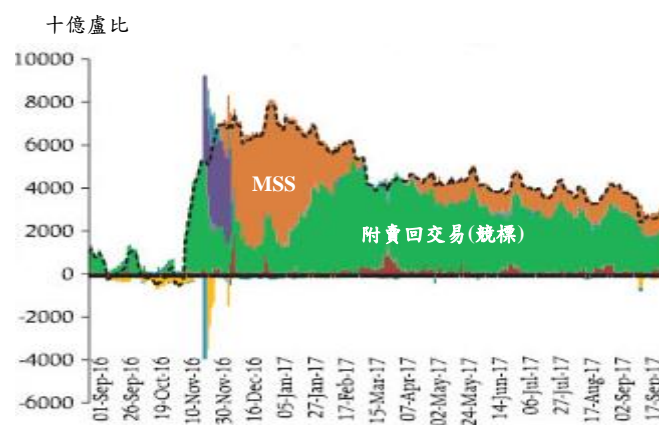
印度央行主要以附賣回交易操作收回市場流動性，2016 年 9 月至 2017 年 9 月，每日附賣回交易操作金額介於 2~6 兆盧比(圖 19)。

表 9 LAF 操作架構

操作內容	天期	利率	操作限額	操作時間	操作頻率
附買回交易	隔夜	固定利率 (2017 年 12 月 為 6%)	NDTL 之 0.25%	9.00-15:00	每日
	非隔夜 (14 天)	競標利率	NDTL 之 0.75%	11:00-11:30	不定期
附賣回交易	隔夜	固定利率 (2017 年 12 月 為 5.75%)	無	17:30-19:30	每日
	非隔夜	競標利率	印度央行決定	10:00-10:30: 28 天期 12:00-12:30: 14 天期 14:30-15:00: 7 天期	不定期

資料來源：本次課程研習內容、作者整理

圖 19 印度央行各項貨幣政策工具操作金額
(2016 年 9 月至 2017 年 9 月)



資料來源：RBI (2017)

4. 市場穩定機制(Market Stabilization Scheme, MSS)

2002 年以來，印度因經濟快速發展，吸引大量外資流入，國內流動性大幅增加，印度央行持有之債券規模不足，透過附賣回交易操作收回市場流動性之困難度增加。2004 年 4 月印度央行與印度政府合作實施 MSS，由

印度央行發行 2 年期以下市場穩定債券(Market Stabilization Bond, MSB)，每年發行額度由印度央行與印度政府共同決定，2017 年額度為 1 兆盧比。

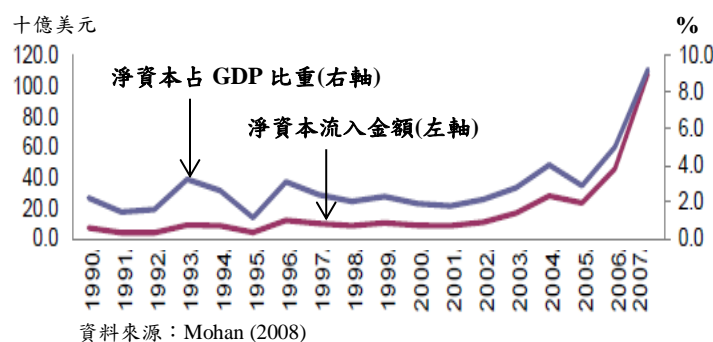
印度央行發行 MSB 之款項須存入政府「市場危機計畫」專戶，由印度央行代為管理與經營，專戶內款項僅限償還 MSB 本金之用，不可充作財政支出。

一般而言，MSS 大多係於資本大量流入或國內流動性突然大增情況下使用。2016 年廢鈔政策使國內銀行體系流動性大增，2017 年 4~5 月印度央行發行 312~329 天期 MSB，總發行金額 1 兆盧比。

二、資本移動之因應措施

印度自 1990 年改革國內經濟與金融體系、放寬外資進入限制，加速發展基礎建設，帶動該國經濟快速發展；印度淨資本流入自 1990 年 200 億美元成長至 2006 年 1,080 億美元，同期間，淨資本流入占 GDP 比重則自 2% 升至 9%(圖 20)。

圖 20 印度外國資本流入情形



2013 年 5 月美國 Fed 減債恐慌期間，印度面臨大量資本外流，2013 年 5~8 月外國證券投資淨額累計流出 86 億美元，其中，外國債權證券投資淨額累計流出 47 億美元(圖 21)，係 2008 年全球金融危機後最嚴重之資本外流危機。

資本外流使該國金融市場波動加劇，2013 年 5~8 月印度盧比匯率大幅貶值 28%、10 年期公債殖利率由 7.24% 上揚至 8.61%、股市則下跌 9%(圖

22)。此外，印度盧比匯率大幅貶值，進一步導致進口物價大漲，通膨率自2013年5月9%上升至2013年9月10.5%，影響國內經濟金融穩定。

圖 21 印度之外國證券投資與外國債權證券投資

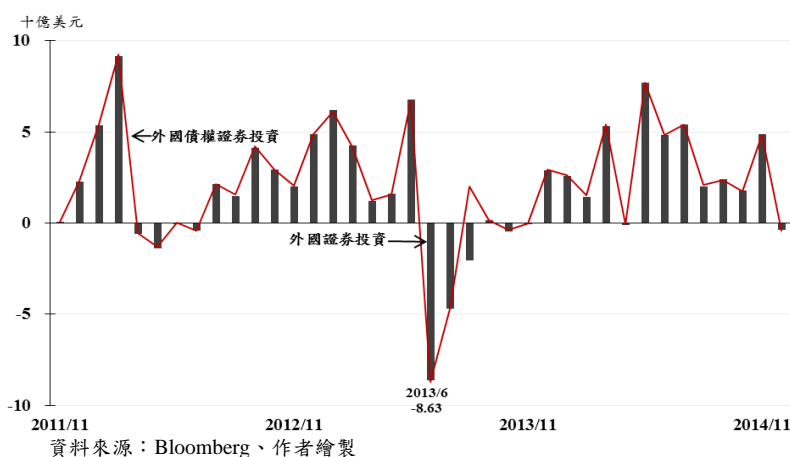
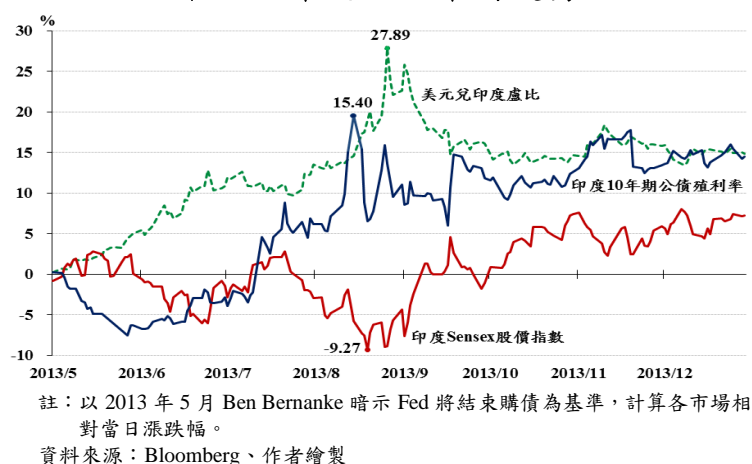


圖 22 印度金融市場走勢^註



印度央行一開始主要透過貨幣政策緊縮市場流動性，2013年7月將LAF操作限額由NTDL之1%下調至NTDL之0.5%，並調升利率走廊上限(MSF Rate)，自8.25%調升200bp至10.25%(表10)。

2013年7月印度盧比仍持續走跌、資本持續流出(圖21、22)，為抑制印度盧比跌勢及資本流出幅度，2013年8月印度央行加強外匯市場干預，並實施多項資本移動管理措施如次：

1. 縮減企業及個人資金匯出額度，企業海外直接投資額度自企業淨值之400%調降至企業淨值之100%，個人資金匯出金額上限自20萬美元調降

至 7.5 萬美元。

2. 放寬外資投資印度公債及企業債券上限，外資投資印度公債及企業債券上限各調升 50 億美元。
3. 限制黃金進口量，並調升黃金進口稅，避免因本國居民大量購買黃金而造成資本持續外流。

透過多項因應措施，2013 年 9 月後印度股市、債市與匯市走勢較為穩定；惟美國 Fed 減債恐慌經驗顯示，外國證券投資之資金易引發金融失衡。2013 年 11 月印度政府規定，外資不得持有印度國內國庫券及商業本票等短期票券，而外資持有印度國內債券之存續期間不得低於 3 年 (Krishnamurthy and Acharya, 2017)。

表 10 印度因應資本大幅外流之因應措施

政策類型	政策內容
貨幣政策 外匯政策	1. 2013 年 7 月 LAF 操作限額由 NDTL 之 1% 調降至 0.5%。 2. 2013 年 7 月調升 MSF Rate (由 8.25% 調升至 10.25%)；2013 年 9 月調降至 9.50%。 3. 2013 年 8 月起印度央行與國有石油企業進行 Swap 交易，提供該等企業美元流動性，2013 年 8~11 月承作 Swap 金額達 100 億美元。
資本移動 管理措施 (2013 年 8 月起實施)	1. 海外直接投資額度由企業淨值之 400% 調降至企業淨值之 100%。 2. 個人資金匯出金額上限由 20 萬美元調降至 7.5 萬美元。 3. 國外機構投資人投資印度公債及企業債券上限各調升 50 億美元。 4. 限制黃金進口量、調升黃金進口稅率(由 4% 調升至 10%)。

資料來源：IMF(2014a, 2015)、作者整理

陸、結論與建議

一、結論

(一) 近年全球貨幣政策架構由貨幣目標機制走向通膨目標機制，惟亦關注金融穩定

1944 年成立的布列敦森林體系，因美國終止美元與黃金的兌換而於 1970 年代瓦解；其後主要國家央行多改採貨幣目標機制，以貨幣總計數作為中間目標。1990 年代以來，隨金融市場發展與創新，央行對貨幣總計數的控制與預測能力減弱，因而放棄中間目標，改採通膨目標機制，並改以

隔拆利率等短期利率作為操作目標。此外，90年代後期電子結算系統的改革，亦改變了貨幣政策的操作方式，部分先進經濟體央行改革貼現窗口融通政策，並搭配利率走廊模式，以強化利率管理。

迄今採取通膨目標機制之國家運作尚稱良好，惟物價穩定並不足以保證金融穩定，央行需多樣工具以達成多重目標。由於貨幣政策較難針對特定部門量身打造因應措施，總體審慎措施則可針對特定部門風險，故可利用總體審慎措施彌補貨幣政策之不足，防範資產價格高漲對實體經濟之不利衝擊，以維持金融穩定。

(二) 國際資本移動對新興經濟體衝擊大，宜強化經濟基本面，必要時可採取資本移動管理措施及外匯市場干預等措施

在金融自由化的浪潮下，跨國資本自由移動雖為新興經濟體帶來發展所需資本，先進經濟體亦由投資具發展潛力的國家而獲取更高的投資報酬；惟經濟金融情勢之不確定性與風險亦因跨國資本自由移動而提高，且新興經濟體更易受到國際資本大幅移動及匯率大幅波動所影響。全球金融危機爆發後，主要經濟體採取非傳統貨幣政策，雖有效緩減金融動盪對實體經濟之衝擊，但其外溢效果亦衝擊新興經濟體之經濟金融穩定。如資本大幅流入新興經濟體，除造成匯率升值影響新興經濟體出口競爭力外，亦造成其資產價格飆漲，影響金融穩定。2013年5月，在美國經濟逐漸復甦，市場預期可能開始進行貨幣政策正常化後，竟造成資金大幅反轉外流，新興經濟體股匯市大跌。

基此，IMF 建議新興經濟體應及早做好因應美國貨幣政策正常化之措施。除強化經濟基本面外，亦可採取資本移動管理措施及外匯市場干預等措施，以因應短期資本大幅移出入造成之衝擊。

(三) 南韓與印度央行之經驗顯示，因應經濟金融情勢調整貨幣政策架構，有助達成貨幣政策目標；兼採因應資本移動之管理措施，則有助維持金融穩定

1. 南韓與印度央行原係採貨幣目標制，其後隨國內經濟金融情勢發展，調整其貨幣政策目標，目前均採通膨目標機制。此外，兩國均面臨國內流動性大增之情況，透過各項貨幣政策工具，加強收回流動性，以達成通膨目標。例如，南韓央行為加強調節短期流動性，2010年實施 MSA 標售機制；印度央行為沖銷國內剩餘流動性，2004年實施 MSS 機制。
2. 1990 年代後南韓與印度放寬外匯管制並開放金融市場，以促進經濟及金融市場發展。兩國經濟發展快速，吸引資金大量流入，卻也使得兩國經濟更易受資本進出之影響。2008 年全球金融危機與 2013 年 Fed 減債恐慌，均造成南韓與印度兩國之資本大量流出。為穩定國內經濟金融情況，南韓與印度政府均積極採行貨幣政策、外匯政策及資本管理措施之搭配，以降低資本大量移動對國內衝擊。

二、建議

(一) 各國央行網站運用圖像，加強溝通政策之經驗，可資借鏡

本次訓練課程經驗分享中，菲律賓央行學員播放該行製作的短片，說明物價與通膨的差異，以及央行的政策目標係維持通膨在一定水準，而非維持物價不變(如圖 23)；以動態影片(或圖像)加強民眾之金融教育，可提高點閱率。

圖 23 菲律賓央行說明物價與通膨差異之影片



資料來源：菲律賓央行 <http://www.bsp.gov.ph/multimedia/prices.asp>

本行一向對外注重溝通，為提高政策可信度及透明度，進而提升政策成效，自 102 年 12 月起，每季於理監事會議後記者會，就社會關注主要議題及本行貨幣、外匯相關政策，由總裁親自簡報，詳細分析說明，並發布「央行理監事會後記者會參考資料」，供各界參閱。本行網站亦不斷改進，加強利用圖像溝通，如本行網站提供新台幣介紹及防偽短片。

觀察國內政府機關中，如財政部統計處，亦有「統計 e 學影片」，包括外銷訂單與海關出口之間的差異、進出口貨品的統計範圍，以及一般貿易制度等動畫或短片，說明各該機關的功能，深具教育意義。未來若能進一步多利用網站提供更多影片宣導方式，或就外界經常質疑的概念或問題，製成簡單易懂的動畫，有助政府任務的推動。

(二) 密切關注各國貨幣政策架構與操作工具之發展，作為本行擬定政策之參考

自 1990 年代以來，多數先進經濟體央行多改採通膨目標，並調整貨幣政策操作方式，改採利率區間操作模式。本行自 81 年起，採行以貨幣總計數 M2 為中間目標的貨幣目標化機制；實施以來，M2 成長率與 CPI 年增率維持長期穩定關係，且達成物價穩定的最終目標。本行現行貨幣目標化政策架構極具彈性，有助小型高度開放經濟特質的台灣，因應外來衝擊。近年多數 SEACEN 會員國如南韓、印度、印尼、菲律賓與泰國，多將貨幣政策架構改為通膨目標，或改採利率區間操作，其改制經驗仍可供我國參考。

此外，本行未來亦宜持續關注他國央行貨幣政策操作工具之發展。例如，南韓原僅透過貨幣穩定債券(MSB)收回市場餘裕資金，隨後為加強調節短期流動性，2010 年開始實施貨幣穩定帳戶(MSA)機制，以其作為配套沖銷工具，MSA 發行餘額自 2011 年底 4 兆韓元，增至 2017 年 9 月之 16 兆韓元。未來宜持續關注南韓央行相關操作工具之機制及實施成效，以作為本行參考。

(三) 持續關注新興國家或小型開放經濟體因應資本移動之經驗，以作為本行研擬政策之參考

新興國家或小型開放經濟體因國內金融市場規模較小，易受國際資本大幅進出影響。為避免資本大量移動，不利國內金融穩定，主管當局須分析資本移動之原因、密切監控資本移動情況，並適時採取因應措施。

台灣係屬小型開放經濟體，國內經濟金融情勢易受資本移動影響，尤其近期主要國家央行之非傳統貨幣政策開始逐步退場，勢將影響全球資金流向，並造成金融市場波動，宜密切關注主要開放經濟體因應資本移動相關措施，可供本行研擬政策之參考。

參考資料

- 牛慕鴻、張黎娜、張翔、宋雪濤、馬駿(2015)，「利率走廊、利率穩定性和調控成本」，中國人民銀行工作論文。
- 李榮謙(2004)，「國際貨幣與金融」，智勝文化。
- _____ (2009)，「貨幣銀行學」，智勝文化。
- 吳端霖、李典運(2016)，「東南亞國家中央銀行研訓中心『總體審慎措施』訓練課程心得報告」，中央銀行。
- 侯德潛(2011)，「主要國家貨幣目標機制之變革與啟示」，中央銀行季刊，第32卷第3期，頁3-28。
- 陳佩玗(2012)，「通膨目標機制之現況」，中央銀行國際金融參考資料，第63輯，頁47-67。
- 陳姿先(2016)，「參加美國紐約聯邦準備銀行『第39屆中央銀行研討會』報告」，中央銀行。
- 高超洋(2011)，「南韓因應全球金融危機之經驗及教訓」，中央銀行國際金融參考資料第61輯，頁18-38。
- _____ (2015)，「亞洲金融危機後南韓金融帳自由化之研究」，中央銀行國際金融參考資料第68輯，頁30-59。
- 黃富櫻(2004)，「央行利率區間操作模式簡介」，中央銀行國際金融參考資料第49輯，頁26-62。
- _____ (2010)，「簡介金融穩定與總體審慎」，中央銀行國際金融參考資料第60輯，頁116-122。
- 彭德明(2014)，「不可能的三位一體原則下之貨幣自主性-兼論國際外溢效果與最適匯率制度」，中央銀行國際金融參考資料，第66輯，頁1-30。
- 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(11)，頁43-64。
- 鄭雅蔚(2016)，「參加瑞士中央銀行基金會舉辦之『貨幣政策、匯率及資本移動』課程」，中央銀行。
- 蕭宇翔(2017)，「參加美國紐約聯邦準備銀行舉辦之『美國貨幣政策之執行』訓練課程出國報告」，中央銀行。
- BoK (2008a), "Broadening of Eligible Collateral for Open Market Operations," The Bank of Korea, October.

- _____ (2008b), “Broadening of Eligible Counterparties for RP Operations,” The Bank of Korea, December.
- _____ (2017), “Monetary Policy in Korea,” The Bank of Korea, December.
- Chen, Jiaqian, Tommaso Mancini-Griffoli, and Ratna Sahay (2015), “Spill over,” *IMF: Finance & Development*, Sep.
- Hwang, Moon Woo (2017), “FX Related Macprudential Policies in Korea: A Study on the Effect of the FX Derivatives Position Ratio Policy on the Banks’ Foreign Borrowings,” *Global Liquidity and the Impact on SEACEN Economies*, The SEACEN Centre, May, pp. 87-102.
- IMF (1999), “Inflation Targeting in Korea: An Empirical Exploration,” *IMF Working Paper*, January.
- _____ (2014a), “India 2014 Article IV Consultation,” *IMF Country Report*, No.14/57, February.
- _____ (2014b), “New Issues in Monetary Policy: International Experience and Relevance for China,” PBoC and IMF Joint Conference Summaries and Presentations, March.
- _____ (2014c), “Macprudential Policy and Capital Flow Measures in Asia: Use and Effectiveness,” *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific, Sustaining the Momentum: Vigilance and Reforms*, April, p. 67.
- _____ (2015), “India Selected Issues,” *IMF Country Report*, No.15/62, March.
- Keister, T., Martin, A. and McAndrews, J. (2008) , “ Divorcing money from monetary policy,” *Economic Policy Review*, Volume 14, Number 2, September, pp. 41-56.
- Kim, Choongsoo (2013), “Macprudential Policies: Korea’s Experiences,” Paper presented at the Rethinking Macro Policy II: First Steps and Early Lessons Conference Hosted by the International Monetary Fund, April.
- Krishnamurthy, Arvind and Viral V. Acharya (2017), “Capital Flow Management with Multiple Instruments,” October.
- Lagarde, Christine(2015), “Spillovers from Unconventional Monetary Policy-Lessons for Emerging Markets,” Speech at Reserve Bank of India, Mar. 17.
- Lim, Hyoung-Seok (2012), “Evaluation on the Monetary Stabilization Account (Term Deposit Facility),” *Finance VIP Series-Vision, Insight and Policy*, Korea Institute of Finance, May.

- Mayes, David G.(2005),「紐西蘭採行通膨目標化之經驗」,中央銀行季刊,第27卷第4期,頁13-18。
- Mohan, Rakesh (2008), “Capital Flows to India,” *BIS Papers*, No. 44, December.
- Mohanty, Deepak (2010), “Implementation of Monetary Policy in India,” Speech by Deepak Mohanty delivered at the Bankers Club, March.
- Obstfeld, Maurice (2012) “Financial Flows, Financial Crises, and Global Imbalances.” *Journal of International Money and Finance* 31, pp. 469-480.
- Orphanides, Athanasios, (2015) , “ Fear of Liftoff: Uncertainty, Rules, and Discretion in Monetary Policy Normalization,” *Review*, Vol. 97, Issue 3, pp. 173-96.
- Ostry, J., Ghosh, A. and Chamon, M.(2012), “ Two Targets, Two Instruments; Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies, ” IMF.
- RBI (2015), “Master Circular on Maintenance of Statutory Reserves-Cash Reserve Ratio (CRR) and Statutory Liquidity Ratio (SLR) by Primary (Urban) Co-operative Banks,” Reserve Bank of India, July.
- ___ (2017), “Monetary Policy Report,” Reserve Bank of India, October.
- Rey, H. (2013a),“Dilemma or Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence,” paper prepared for the 2013 Economic Policy Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, August 13.
- _____ (2013b),“Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence, ” VOX, August 31. (<http://www.voxeu.org/>).
- Song, Minkee (2014), “Assessing the Impact of Global Liquidity and CFM Measures on Korea’s Capital Flows,” *KIF Weekly Financial Brief*, Korea Institute of Finance, December.
- Williamson, Stephen D.(2015) , “ Monetary Policy Normalization in the United States ,” *Review*, Vol. 97, Issue 2, pp. 87-108.