

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「貨幣政策策略與操作」課程

—SEACEN 會員國央行貨幣政策執行情形

服務機關：中央銀行

姓名職稱：陳震睿 辦事員

出國地區：斯里蘭卡可倫坡

出國期間：107年3月31日至4月7日

報告日期：107年7月6日

目錄

壹、前言.....	1
貳、貨幣政策目標與傳遞管道.....	1
一、貨幣政策目標.....	2
二、貨幣政策傳遞管道.....	4
參、貨幣政策操作工具.....	6
一、主要操作工具.....	6
二、外匯管理機制.....	9
三、總體與個體審慎措施.....	11
肆、央行之溝通策略.....	14
一、傳統溝通策略.....	14
二、多媒體及社群溝通策略.....	15
伍、近期重大國際議題對貨幣政策之影響.....	19
一、主要國家寬鬆貨幣政策逐步退場.....	19
二、金融科技業務之發展.....	22
三、貿易保護主義.....	23
陸、結論與建議	25
一、結論.....	25
二、建議.....	26
參考資料.....	27

壹、前言

本次東南亞國家中央銀行研訓中心(SEACEN)於 2018 年 4 月 1 日至 6 日在斯里蘭卡可倫坡舉辦之「貨幣政策策略與操作」(Monetary Policy Strategies and Operations)課程，總計有來自 13 國央行、33 位學員參加，講師來自 IMF、SEACEN、南亞區域訓練與技術援助中心(SARTTAC)及印度、斯里蘭卡央行等。課程內容包括貨幣政策目標與傳遞機制、主要操作工具、外匯操作、總體與個體審慎措施，以及國際議題對貨幣政策之影響；部分課程採分組研討，透過多次密集單元討論、小組報告及實作課程，有助提升學員對貨幣政策宏觀思考與溝通能力。

SEACEN 會員國因各國經濟結構及金融市場發展情況不一，致各央行貨幣政策目標與操作工具有所不同，部分國家另輔以總(個)體審慎及資本管理措施，以提升金融穩定。貨幣政策如搭配充分之政策透明化與良好之市場溝通，可大幅降低大眾對未來政策預期之不確定性，有助央行達成政策目標。央行除傳統溝通策略，如公布決策會議錄、投票紀錄及市場相關資訊外，亦可搭配多媒體社群溝通策略；近期彭博新聞報導指出，新興市場國家央行(如印尼、墨西哥及印度等)社群媒體溝通策略之運用頗具成效。此外，近期多項重大國際議題亦對 SEACEN 會員國央行貨幣政策造成影響，如主要國家央行逐步退出寬鬆貨幣政策、金融科技業務快速發展及美國貿易保護主義爭端等。

本報告首先介紹 SEACEN 會員國央行貨幣政策目標、傳遞管道及工具，接著說明央行政策透明化與溝通，並分析近期重大國際議題對貨幣政策之影響，最後為結論與建議。

貳、貨幣政策目標與傳遞管道

各類貨幣政策操作架構具不同優缺點，各國央行依國內經濟金融發展情形，選取適合之貨幣政策目標。央行貨幣政策中間目標主要可分為貨幣數量、通膨率及匯率目標，目前各有 SEACEN 會員國分別採用。

一、貨幣政策目標

表 1. SEACEN 會員國央行貨幣政策中間目標

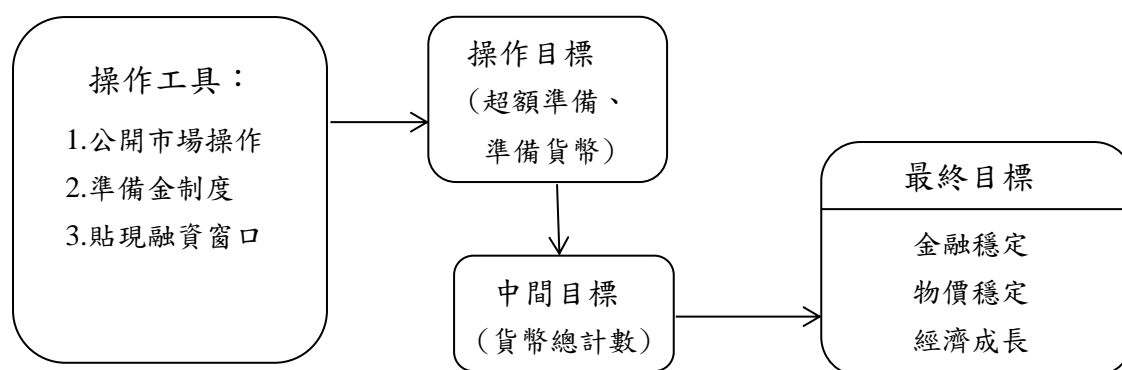
國家	中間目標
我國、孟加拉、斯里蘭卡	貨幣數量目標(台灣與孟加拉採 M2，斯里蘭卡採 M2B)
印度、印尼、菲律賓、泰國、蒙古	通膨目標
汶萊、尼泊爾、馬爾地夫、柬埔寨	匯率目標(汶萊釘住新加坡幣，其他各國釘住美元)
寮國、馬來西亞	多重目標，採管理浮動匯率

資料來源：整理自本次課程 Hans Genberg(SEACEN Centre)講師授課資料。

(一) 貨幣數量目標

1970 年代許多國家以貨幣數量為中間目標，並明定貨幣供給成長目標。央行運用各項貨幣政策工具，包括公開市場操作、準備金制度、貼現窗口融通等操作，調控準備貨幣目標，進而達成中間目標與最終目標(圖 1)。目前 SEACEN 會員國採貨幣數量目標者包括我國(M2)、孟加拉(M2)及斯里蘭卡(M2B)。不過，由於斯里蘭卡必須定期進口原油等大宗物資，國內物價受進口物價季節性波動因素影響頗大，因此該國採用強化型貨幣政策架構(Enhanced Monetary Policy Framework)，除原有 M2B 目標外，並逐步將通膨納入政策目標。

圖 1. 貨幣數量目標之傳遞機制



資料來源：整理自本次課程 Hans Genberg(SEACEN Centre)講師授課資料。

(二) 通膨目標

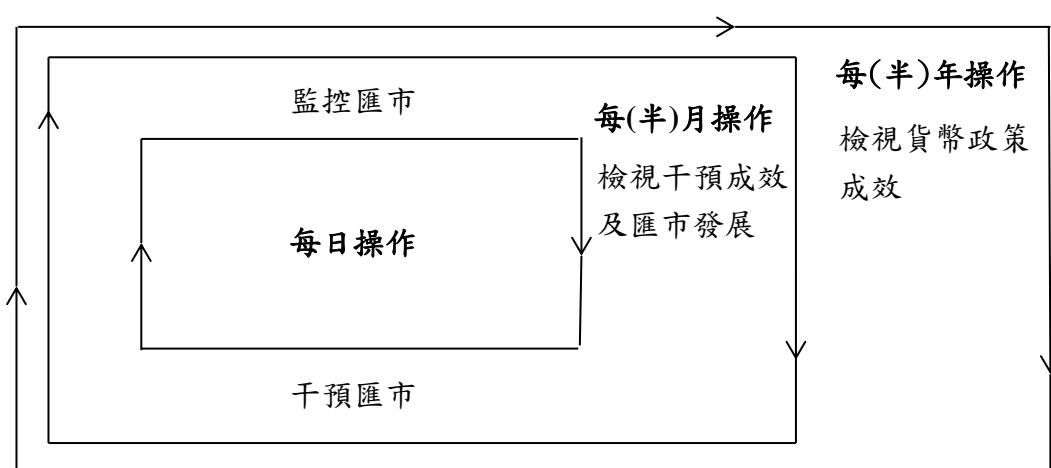
央行若採通膨目標制大多會採取下列措施：1.公開宣布通膨目標，2.承諾達成通膨目標，3.採取利率走廊機制，並以釘住名目利率為操作目標。

在通膨目標下，央行必須對未來通膨水準具備較佳之預測能力，以調整操作工具之運用。目前 SEACEN 會員國採通膨目標者為印度、印尼、菲律賓、泰國及蒙古，其中，印尼與菲律賓係以短期貨幣市場利率(拆款或 CP2 利率)為操作標的，蒙古與印度則實施利率走廊機制，調控短期利率於一定區間。

(三) 匯率目標

對於高度依賴國際貿易之小型開放經濟體，貨幣政策操作主要為每日監控及維持本國匯率穩定，並定期檢視成效(圖 2)。為維持出口競爭力，該等國家需維持匯率穩定，因此央行以匯率為名目目標，可穩定國內貿易財價格與通貨膨脹水準；此外，就發展中國家，央行以匯率為操作目標，可增強國人對本國貨幣信心。目前 SEACEN 會員國，以匯率為操作目標者為汶萊(釘住新加坡幣)、柬埔寨及馬爾地夫(均釘住美元)。

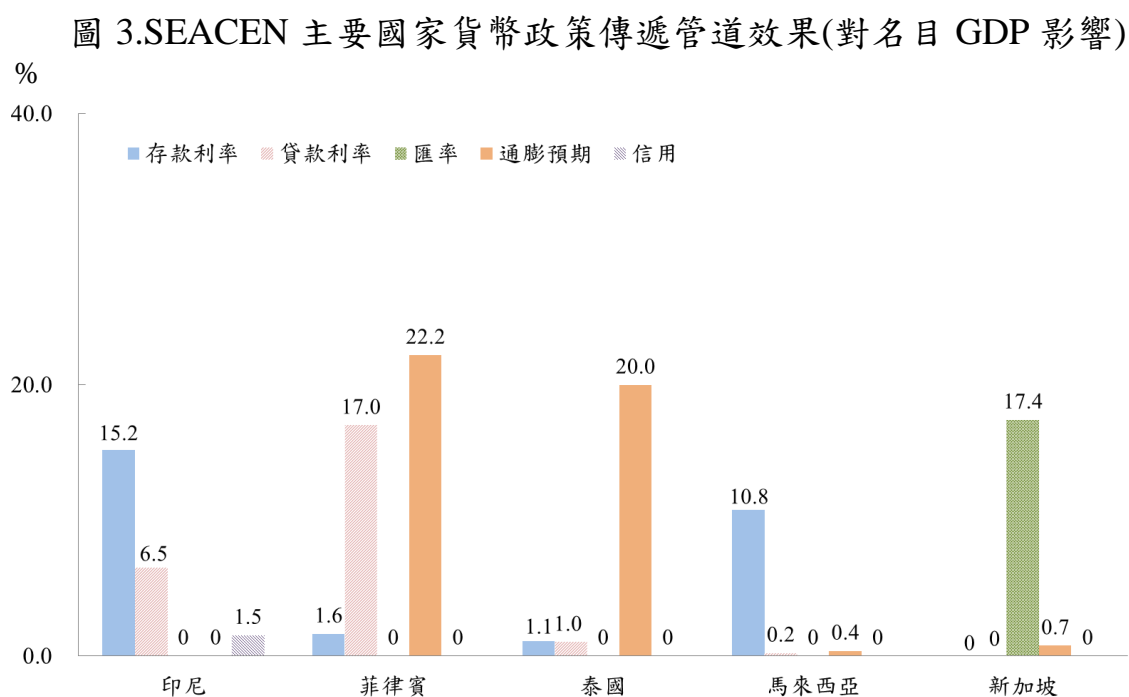
圖 2.匯率目標運作說明



資料來源：整理自本次課程 Hans Genberg(SEACEN Centre)講師授課資料。

二、貨幣政策傳遞管道

貨幣政策透過各種管道影響經濟活動及金融市場，主要包括利率、匯率、資產負債表、信用及通膨預期管道。SEACEN 會員國因經濟結構及金融市場發展情況不一，貨幣政策傳遞管道與效果亦有所不同(圖 3)，以下為本次課程內容及學員討論重點。



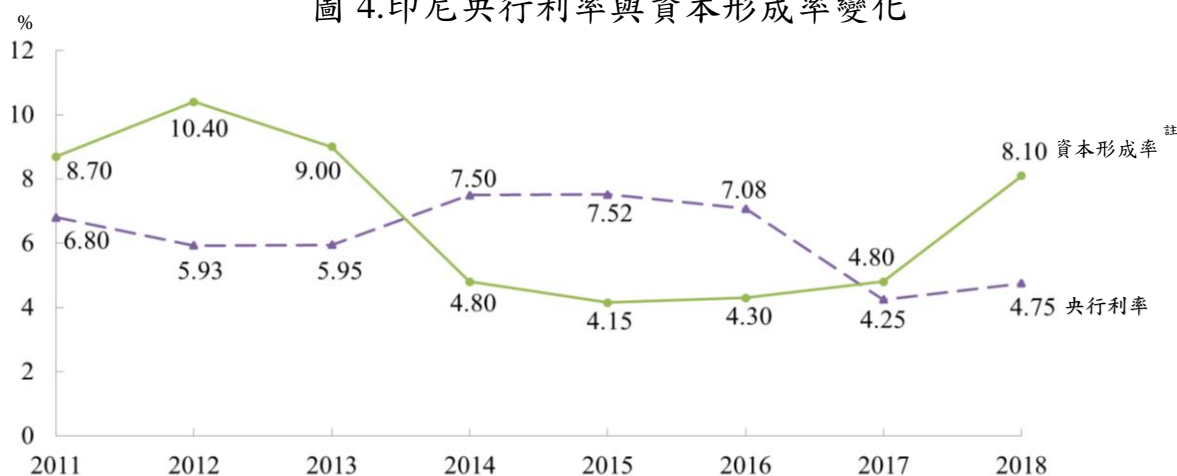
資料來源：Effectiveness of Monetary Policy Transmission Mechanism of Southeast Asia、Monetary Policy Transmission Mechanism in the SEACEN Countries (2016)，作者自行計算彙製。

(一) 利率管道

利率水準影響企業及個人之資金成本，進而影響消費及投資決策。SEACEN 主要國家中，以印尼、菲律賓、馬來西亞之名目 GDP 受存款及貸款利率管道影響較為顯著。印尼學員表示，印尼消費占 GDP 組成部分，主要受銀行利率影響，相較其他國家，印尼央行降息可大幅刺激消費成長，且該國國內資本形成與利率變動關係密切(圖 4)。2018 年 5 月 17 日、30 日及 6 月 29 日印尼央行為抑制資本外流，連續升息 3 次，其中 6 月 29 日升息幅度達 2 碼，高於市場預期，主因為穩定印尼盾匯率，並吸引資金流入政府公債等固定收益證券，印尼政府相關部會即召開聯合記者會表示，利

率變化將影響投資及消費，今年經濟成長率可能低於政府設定之 5.4%，短期內穩定金融市場為優先要務。目前印尼央行係以消費者物價指數年增率為中間目標，並採用利率走廊機制期有效引導市場利率。

圖 4.印尼央行利率與資本形成率變化



註：為固定資本形成毛額及存貨變動之加總。

資料來源：印尼央行網站、Bloomberg Data。

(二) 匯率管道

匯率水準影響中間財及最終貿易財之相對價格，進而影響淨出口及產出。SEACEN 主要國家中，以新加坡(17.4%)受匯率管道影響最大，新加坡金融管理局每日密切注意匯率波動情形，定期檢視匯率管理成效及匯市變動情形，以達最佳貨幣政策效果。

(三) 通膨預期管道

非預期之物價水準波動會影響實質利率及淨財富，進而影響總和需求。SEACEN 主要國家中，以菲律賓(22.2%)、泰國(20.0%)受實質利率影響較大。菲律賓學員指出，該國通膨水準易受披索匯率及國際原物料價格變動影響，以致國內通膨波動幅度較大，因此，菲國央行以通膨為政策中間目標且著重於控制通膨；近年並積極使用利率走廊等工具維持實質利率水準於一定區間，以降低物價波動對實體經濟之影響。

(四) 信用管道

金融市場資金流量影響銀行準備金、存放款量及銀行信用供給，進而

影響大眾之投資與消費。當銀行信用供給增加(減少)、市場資金寬鬆(緊縮)，可影響經濟體投資及消費水準，進而提升(降低)經濟體最終需求。由於 SEACEN 會員國多以銀行為主要金融機構，故各國之銀行貸款利率及承做量均會影響經濟體之總和需求。

(五) 資產負債表管道

資產價格(財富)之變動亦會影響消費與投資，由於 SEACEN 會員國金融市場發展程度差異甚大，資產負債表管道之效果亦不同；部分 SEACEN 會員國(如新加坡)因資本市場發展較為成熟，資產負債表管道之效果較為顯著。

參、貨幣政策操作工具

1990 年代以後，隨著全球金融自由化與資本市場之快速發展，各國央行配合國內經濟發展及金融市場情況，發展出不同之貨幣政策工具運用方式，以強化調控利率、匯率、物價之能力，期有效達成政策目標。

2013 年美國 Fed 表示將縮減購債及資產負債表規模，引發全球金融市場動盪及資金流出新興國家(亦稱為減債恐慌，Taper Tantrum)，SEACEN 各會員國亦出現程度不等之資金外流情況，致各國央行採行多項個體、總體審慎措施，包括資本管制及外匯操作等，以減緩資金外流並維持金融穩定。

一、主要操作工具

(一) 存款準備金制度

存款準備金制度向為 SEACEN 各會員國央行重要之貨幣政策工具，不過，由於存款準備金制度影響程度較大，且隨著各國金融市場開放及其他貨幣政策工具發展，央行可更精確調節市場流動性與利率，因此，各國央行近年逐漸減少存款準備率之調整頻率及幅度。惟若市場流動性出現大幅變動，央行亦會機動調整因應，例如：

1.2016 年印度央行調降存款準備率，以因應廢鈔期間市場流動性之大幅波動。

2.2017 年印尼央行數次調降存款準備率，大幅釋出流動性，希望銀行提高

信用創造及對產業放款動能。

3. 菲律賓央行於 2018 年 2 月、6 月，分別調降存款準備率各 1% 至 19%、18%，釋出約 200 億披索資金，提升金融機構信用創造能力，並可降低該行 5 月升息對國內經濟之影響。

(二) 融通機制

央行融通機制扮演金融體系最後貸款者角色，向為央行提供銀行流動性之重要工具。SEACEN 會員國央行均建立融通機制，銀行可透過該機制向央行借入短期資金，以支應暫時性流動性需求；惟銀行大多避免使用融通機制，主因擔心可能造成市場以為該行財務狀況不佳之污名化問題。

市場明顯動盪時期，SEACEN 會員國央行透過融通機制提供銀行短期流動性，以維持金融穩定；例如：

1. 2016~2017 年斯里蘭卡匯率大幅貶值，銀行透過貼現窗口向央行緊急融資總計 315 億元盧比，以支應短期流動性。
2. 2013 年減債恐慌時期，印尼、印度等央行透過融通機制對流動性短缺之金融機構提供短期資金。

(三) 公開市場操作

隨著 SEACEN 各國金融自由化以及貨幣市場之發展，公開市場操作成為各會員國央行主要操作工具。SEACEN 會員國央行公開市場操作方式主要為債(票)券買/賣斷操作與附買/賣回操作(包括發行定期存單)：

1. 買/賣斷操作

若預估未來資金緊縮(寬鬆)期間較長，央行可採買(賣)斷操作。不過，受限於各國央行持有之債(票)券部位，使賣斷操作空間有限，故部分央行採發行央行存單方式，沖銷市場餘裕資金，例如我國、印尼、菲律賓及柬埔寨(表 2)。一般而言，各國多採每日申購方式發行固定天期存單，並視市場資金情勢，發行較長天期、特定天期或特定幣別之存單。

表 2.SEACEN 會員國央行發行存單情形

國家	幣別	天期	利率(2018年6月底)	方式
我國	新台幣	7 天	0.20%	申購
		14 天	0.23%	
		28 天	0.59%	
		91 天	0.65%	
		182 天	0.77%	
		364 天	0.481%	標售
		2 年	0.63%	
印尼	印尼盾	6 個月	5.04%	標售
		9 個月	5.18%	
		12 個月	5.27%	
菲律賓	菲律賓披索	7 天	3.69%	標售
		14 天	3.73%	
		28 天	3.73%	
柬埔寨	柬埔寨里爾	7 天	0.97%	申購
		14 天	0.99%	
		28 天	1.06%	
		91 天	1.25%	
		182 天	1.38%	
		364 天	2.50%	
	美元	7 天	0.53%	
		14 天	0.56%	
		28 天	0.61%	
		91 天	1.04%	
		182 天	1.17%	
		364 天	1.37%	

資料來源：各國央行網站。

2. 附買/賣回操作

債(票)券之附買/賣回操作較具彈性，為各國央行常用之資金調節工具。SEACEN 各會員國均具備市場流動性調整機制(Liquidity Adjustment Facility)，其中，印度及菲律賓每日進行隔夜附買/賣回交易操作，以有效調節市場流動性。

二、外匯管理機制

(一) 資本移動管理措施

金融市場全球化不斷發展下，各國更易出現資本大幅移動情形；影響所及，主要國家貨幣政策效果更容易透過外溢效果影響其他經濟體。多次金融危機經驗顯示，開放金融帳之經濟體，國內廠商及家計部門可向外國銀行或外資銀行國內子行以外幣貸款，可能產生資產負債表之幣別及期限錯配(currency and term mismatch)風險問題；1997年亞洲金融危機與2013年歐債危機均係因國內銀行業以短期借款支應長期放款，且主要資金來源為國外借款，產生幣別及期限之雙重錯配風險，因而助長金融危機之發生。因此，在金融帳開放、資本自由流動之環境下，央行若採用傳統貨幣政策工具或總體與個體審慎措施應對，成效可能不足，尚須採取資本移動管理措施因應，以補足相關貨幣政策工具之不足。

表 3. SEACEN 會員國央行資本移動管理措施

國家	實施日期	內容
斯里蘭卡	2017年11月	每年外幣匯出金額上限：上市公司外幣2百萬等值美金，非上市公司50萬等值美金，個人20萬等值美金。
馬來西亞	2016年12月	出口商須將75%之獲利轉換成馬來西亞令吉(ringgit)，以降低資本外流並強化本國通貨使用率。
印度	2013年8月	縮減企業及個人資金匯出額度，企業海外投資額度上限為淨值之100%，個人資金匯出金額上限為7.5萬美元。
		提高外資投資印度公債及企業債券上限至50億美元。
		限制黃金進口量，並調升黃金進口稅。
南韓	2011年8月	實施銀行業外幣負債課稅措施，按負債期限訂定不同稅率，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%。
	2010年10月	規範本國銀行承作外匯衍生性商品本金不得逾其資本之50%、外國銀行分行不得逾其資本之250%。

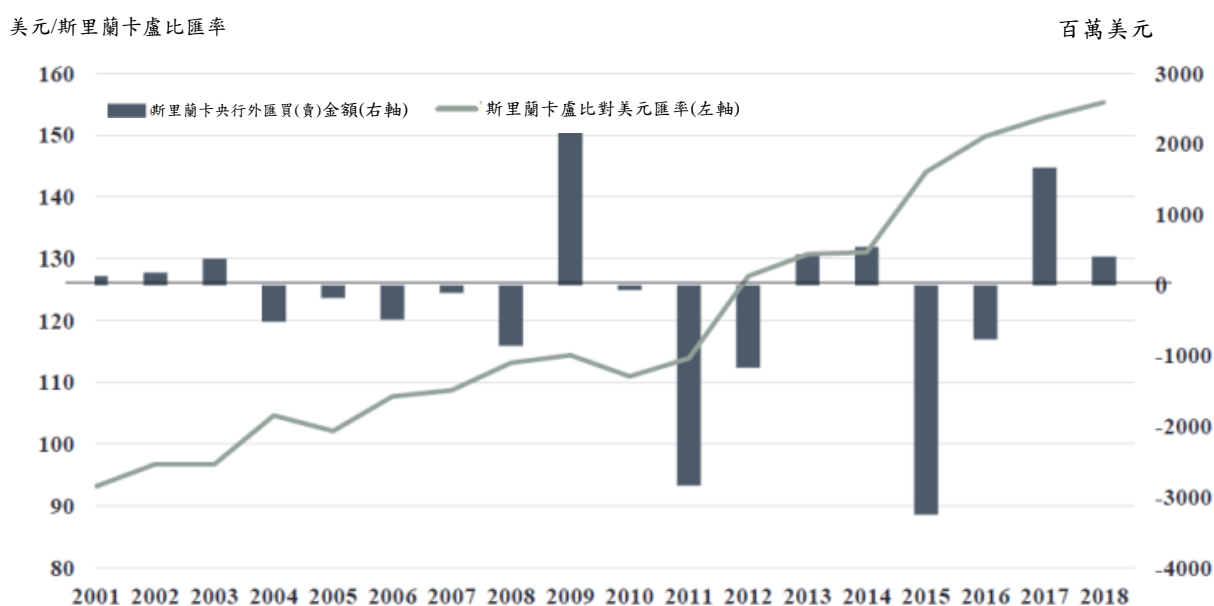
資料來源：馬來西亞、印度及南韓央行網站。

(二) 匯率管理措施

在匯率波動影響方面，新興經濟體經濟部門普遍資產負債表相對較脆弱，多數國家甚至呈現長期經常帳逆差、累積大量外幣計價之外債。與先進國家相較，新興經濟體之廠商及家計部門避險意識及工具較為不足，因此，面對匯率波動之因應彈性較差；若大幅資本移動引發本國貨幣貶值，可能造成新興經濟體廠商及家計部門償還外幣債務之壓力，甚或引發金融危機。另一方面，若是出現本國貨幣大幅升值的情況，則出口廠商之競爭力可能受到影響，進而損及該國之經濟成長。

本次課程主辦國斯里蘭卡央行即表示，匯率管理措施為其重要貨幣政策工具。2009 年金融危機及 2011 年美國財政懸崖時，央行即進場穩定斯里蘭卡盧比匯率；2015 年美國釋放升息及縮減購債規模訊息，該行加大匯市操作力道，以維持匯市及整體金融穩定(圖 5)。

圖 5. 斯里蘭卡央行干預匯市情形



資料來源：本次課程 Chandra Wijayasekera (CBSL) 講師授課資料。

實務操作上，央行可採取即期、遠期及衍生性金融商品(如 Swap)等方式維持匯市穩定，央行在外匯市場買入(賣出)外匯、同步釋出(收回)本國貨幣；部分國家央行為維持國內貨幣供給穩定，在進行外匯買入操作時，會同時進行沖銷操作，以收回本國貨幣，此時央行之資產面「政府票債券」

金額減少，負債項「銀行業存款」金額則維持不變；銀行體系之資產面「政府票債券」金額增加、負債項「銀行業存款」項維持不變(圖 6)。

圖 6.央行同時進行外匯買入與沖銷操作之影響

央行		銀行體系	
資產	負債	資產	負債
國外資產↑ 政府票債券↓	銀行業存款 -	國外資產↓ 政府票債券↑	銀行業存款 -

資料來源：整理自本次課程 RadhaShyamRatho (RBI)講師授課資料。

三、總體與個體審慎措施

近年來全球金融市場跨境資本大幅移動，使貨幣政策更容易產生外溢效果，而影響其他經濟體。2008 年全球金融危機經驗顯示，資本大幅移動可能對各國實體經濟造成衝擊，主要國家之貨幣政策變動亦可能影響新興市場國家，面對複雜多變之金融市場，傳統貨幣政策工具似不足以應對。因此，如何搭配運用總體與個體審慎措施及外匯管理機制等，以強化貨幣政策架構與效果，成為各國央行之重要課題。

(一) 總體審慎措施

1.目標與主要措施

總體審慎措施係假定風險由金融體系內生性變數引起，為避免金融體系風險於部門間交互影響，必須利用審慎工具以控制整體系統性風險。系統性風險可分為順景氣循環風險與連結風險兩種，前者屬時間範疇風險，金融機構於經濟衰退時過度保守、經濟擴張時過度承擔風險，此種行為可能加重景氣循環效果，進而影響整體經濟體成長與金融穩定；後者屬跨機構範疇風險，金融機構因投資組合共同曝險與資金往來之相互連結，導致金融機構易於特定時點發生風險連鎖效應問題。2008 年全球金融危機以來，

各國央行將總體審慎納入政策考量，並關注整體金融體系風險集中程度，透過跨期面向(time-series dimension)、跨部門面向(cross-sectional dimension)之監控，以降低系統性危機所發生之風險與成本(圖 7)。

圖 7.總體審慎政策目標

系統風險控管方向	
跨期面向	跨部門面向
時間序列下，系統整體風險之變化	單一時點下，個別金融機構之風險及其與其他風險之交互作用
總體審慎目標-金融穩定	

資料來源：本次課程 Bernard J. Laurens(SEACEN Centre)講師授課資料。

總體審慎政策工具主要係因應流動性、信用成長、交易對手、期限及系統性風險，包括提升資本要求、改善期限及幣別錯配之資產品質規範，以及注重整體風險、加強控管系統性重要金融機構(SIFIs)的法令政策，並搭配傳統貨幣政策工具，以強化金融體系之韌性與健全度，並減緩實體經濟承受之衝擊(表 4)。

表 4.總體審慎措施及應對風險

風險類型	內容
流動性風險	1.逆循環資本要求；2.動態損失準備
信用成長風險	1.授信額度或授信成長上限；2.外幣借貸限制； 3.貸款成數限制(LTV)；4.債務所得比率限制(DTI)
交易對手風險	1.最低保證金要求；2.準備金要求
期限風險	1.資產期限錯配限制；2.幣別淨部位或幣別錯配限制
系統性風險	1.系統性重要金融機構額外吸收損失之要求； 2.系統性重要金融機構之處置要求與政策方針

資料來源：本次課程 Bernard J. Laurens(SEACEN Centre)講師授課資料。

2. SEACEN 會員國採行之總體審慎措施

2008 年全球金融危機以來，主要經濟體央行採行非傳統貨幣政策，使其資產負債表大幅擴張，有效緩解金融動盪之衝擊，並以寬鬆貨幣政策支持全球經濟復甦；然而大量資金流入新興經濟體，推高各類資產價格，令其金融市場風險逐步累積。2013 年 Fed 逐步推行貨幣政策正常化，對新興經濟體造成衝擊。

為強化貨幣政策操作效果及金融穩定，近年 SEACEN 會員國央行搭配使用總體審慎措施與傳統貨幣政策工具，得以降低系統性風險並維持金融穩定(表 5)。

表 5. 近年 SEACEN 會員國央行總體審慎措施

風險類型	國家	實施日期	內容
信用成長風險	我國	2010 年 6 月至 2012 年 6 月	1. 限制特定地區購屋貸款 LTV(70% 以下)(於 2016 年取消)。 2. 限制住宅及商業區土地貸款 LTV(65% 以下)(於 2016 年取消)。 3. 限制高價住宅購屋貸款 LTV(60% 以下)。
	斯里蘭卡	2018 年 1 月	限制銀行對車貸授信 LTV(90% 以下)。
	尼泊爾	2017 年 7 月	限制銀行對車貸授信 LTV(65% 以下)，及單件房貸授信額度 1,500 萬尼泊爾盧比以下。
	柬埔寨	2017 年 3 月	限制微型貸款機構(MFIs)授信年成長率在 18% 以下。
	菲律賓	2014 年 11 月	限制土地貸款 LTV(60% 以下)。
	印尼	2013 年 9 月	限制銀行房貸及車貸等項目授信成長上限及 LTV。
	馬來西亞	2010 年 2 月至 2013 年 7 月	1. 限制第三戶房貸 LTV(70% 以下)。 2. 限制金融機構之房貸授信額度及期限(35 年以內)。 3. 外籍人士購買房地產限額 100 萬馬來西亞令吉以下。
流動性風險	柬埔寨	2018 年 3 月	提高外商金融機構在東分行及子行之資本要求。
期限風險	蒙古	2014 年 7 月	規範金融機構資產負債期限錯配，及限制淨外幣持有部位小於資本之 15%，並提高銀行外幣貸款之應提準備至 100%。

資料來源：Lee Minsoo, Gaspar Raymond and Villaruel Mai Lin C. (2017), “Macropprudential Policy Frameworks in Developing Asian Economies,” Asian Development Bank。

(二) 個體審慎措施

個體審慎措施假定風險由外生變數所引起，以確保個別金融機構健全運作、具備足夠抵禦外部風險衝擊能力，以及保護投資人為目標，管理重點則為個別金融機構之流動性與資本適足性。各國央行採取之個體審慎措施包括資本品質與數量之規範、限制槓桿比率、流動性規範、限制交易對手信用風險、銀行業務項目及強化流動性風險管理。本次課程分組討論，柬埔寨與菲律賓學員提出近年該國實施之個體審慎措施如表 6。

表 6. 近期 SEACEN 會員國央行個體審慎措施

國家	內容
柬埔寨	2016 年柬埔寨央行提高對商業銀行、專業銀行及微型貸款機構(MFIs)之最低資本額要求，商業銀行及外商子行提升至 0.75 億里爾，專業銀行提升至 0.15 億里爾，微型貸款機構則提升至 1.5 百萬里爾，以強化其流動性及風險管理。
菲律賓	2018 年菲律賓央行提高對金融機構淨穩定資金比率(NSFR)要求至 100%，另對每日流動性、抵押品管理等項目提高監管標準。

資料來源：整理自本次課程分組討論資料。

肆、央行之溝通策略

央行貨幣政策如搭配充分透明化與良好之市場溝通，可大幅降低大眾對未來政策預期之不確定性，有助於央行達成政策目標。

一、傳統溝通策略

(一) 公開說明央行政策

以召開記者會、發布新聞聲明稿、國會接受質詢或聽證報告、央行官員專題演講或接受採訪等方式，公開說明央行政策，目前大部分 SEACEN 會員國央行多已參考採用，不僅有效提升政策透明度，引導市場預期以減少決策與預期之落差，並有助強化貨幣政策效果。

(二) 公布決策會議紀錄等重要資訊

央行即時向外界發布重要決策，包括公布詳細之議事錄、投票紀錄、與會者發言紀錄及會議紀錄摘要等。目前 SEACEN 會員國包括我國、印度、印尼、菲律賓、泰國及馬來西亞，均提供決策會議相關資料，外界可更了解貨幣政策決策過程，顯著提升政策公信力及透明程度。

(三) 定期揭露相關市場資訊

央行提供相關市場資訊，例如，外匯市場匯率與交易金額、拆款市場拆款利率與交易金額，並不定期就當前重要經濟金融議題研提相關分析預測報告及出版刊物。目前 SEACEN 會員國包括我國、印度、印尼、馬來西亞及菲律賓，均主動揭露市場資訊，以及當前重要議題分析，以強化資訊揭露及政策透明度，期能有效引導市場對重要議題及政策之預期。

二、多媒體及社群溝通策略

(一) 提供淺顯易懂之網站資訊(如民眾版、兒童版)

部分 SEACEN 會員國央行會將網站重要內容以淺顯易懂方式，另外製作適合一般民眾閱讀之網站版本，例如，我國將央行主要任務(如發行貨幣、穩定物價、維護金融穩定等)，推出淺顯易懂之兒童版網頁，可使央行的政策溝通觸及到不同年齡層之目標對象。印度、馬來西亞、菲律賓及馬爾地夫等央行，也都採用網站溝通策略(表 7)，提供該國民眾淺顯易懂之金融、保險相關知識，有助強化金融消費者保護。

表 7. SEACEN 會員國央行網站溝通策略

國家	內容
我國	推出兒童版網頁，以淺顯方式說明央行主要任務及相關操作情形，包括發行貨幣、穩定物價、維護金融穩定、外匯市場操作。
印度	成立金融教育(Financial Education Initiative)網頁，以文字說明、圖案及遊戲等方式，解釋辨識假鈔、個資保護及央行運作情形等。
菲律賓	建立易懂之民眾教育網站頁面，介紹央行運作及相關金融常識，如消費者保護、反洗錢、微型貸款、以及菲國海外工作者匯款回國等，與菲國民眾相關之議題。

國家	內容
馬來西亞	1.成立消費者教育網頁(banking-info 及 insurance-info)，提供民眾淺顯易懂之金融、保險相關知識及簡易試算服務。 2.成立兒童版央行網頁，並針對不同年齡(7-12 歲及 13-17 歲)，設計不同吉祥物(Si Mut 及 Sang Lebah)，以及網站頁面，以文字、圖片及遊戲等社群互動方式，說明貨幣發行、通貨膨脹及金融市場等概念。
馬爾地夫	推出公眾教育(public education)網頁，以淺顯易懂之方式介紹貨幣政策、通貨膨脹原因及鈔票硬幣印製過程等。

資料來源：各 SEACEN 會員國央行網站。

(二) 製作時事相關之多媒體政策宣導動畫

部分 SEACEN 會員國央行採多媒體溝通策略，例如，菲律賓央行製作多媒體短片動畫，並於多個政府機構網站上架，宣導通膨成因及央行物價目標，以降低民眾對物價波動及政策預期之不確定性；馬爾地夫央行則製作一系列與金融消費者保護有關之宣導動畫，例如信用卡使用安全、個資保護及偽鈔辨識等，以達充分宣導溝通央行政策及教育民眾等目標。

(三) 製作貨幣、金融政策相關教育課程內容

央行業務透明化內容除可採政策宣導及時事相關等內容外，另可剪輯央行官員、專家學者演講及記者會內容，製作有關貨幣、金融政策等深具教育意義之課程內容，發布於央行或多媒體社群網站(如 Youtube)，目前已有多个 SEACEN 會員國央行採用教育課程溝通策略，以提升政策透明度與溝通效果，並增進外界對政策之理解與支持，課程包含主題如下：

1. 貨幣政策

透過精心製作之貨幣政策課程，將央行當前貨幣政策及未來政策可能選項，清楚傳達給民眾及市場參與者，並於央行網站或影音媒體網站(如 Youtube)上線，可提高政策透明度及降低市場不確定性，目前已為多國採用。例如，斯里蘭卡央行剪輯一系列貨幣政策及相關操作內容之教育課程，並輔以央行官員記者會及演講作補充說明；菲律賓央行則對重大貨幣政策

變動(如升降息)作詳細說明，並將理監事會後記者會摘錄重點成貨幣政策教育課程；馬來西亞央行以投影片等圖文並茂方式，說明該國當前貨幣政策及經濟發展情況，並輔以該行研究報告說明。

2. 金融市場

金融市場之教育課程，除可配合當前時事或央行政策外，另可選定多個金融市場重要議題，以達宣導及教育民眾之效果。例如，斯里蘭卡央行以時間序列圖表等方式，解說該國盧比匯率走勢、消費者物價指數、GDP 成長及經常帳變化等基礎經濟議題，使民眾對央行任務有更清楚之認識；其他 SEACEN 會員國則分別就支付清算、衍生性金融商品以及詐騙防範等不同議題(表 8)，提供相關課程，以提升央行溝通及透明化效果。

表 8. SEACEN 會員國央行金融議題課程

國家	內容
斯里蘭卡	時間序列圖表解說該國盧比匯率走勢、消費者物價指數、GDP 成長及經常帳變化等基礎經濟議題。
馬來西亞	製作一系列金融市場教育課程，例如龐氏騙局(Ponzi Scheme)、信用卡支付等，並提供多種語言(英文、馬來文、中文)版本。
菲律賓	說明該國最新上線之全國零售支付系統(NRPS)運作方式、參加商家、消費者保護及個資等重要事項。
泰國	錄製一系列衍生性金融商品之教育影片，詳細解說即期、遠期外匯合約，以及買賣權等選擇權商品。
柬埔寨	以生活短片說明金錢之流通，並解釋貨幣流動、購買力改變、通膨等貨幣現象。
印尼	以生活案例解釋外來衝擊對整體金融體系之影響與風險，並說明央行維持整體金融穩定之職責與措施。

資料來源：各 SEACEN 會員國央行社群媒體網站。

3. 其他議題

除常見之貨幣政策、金融市場教育課程外，部分央行會選擇當前重要或與民眾生活息息相關之議題。例如，斯里蘭卡央行製作相關產業發展教育影片，說明斯里蘭卡未來產業發展方向，以及鄰近國家(如新加坡及南韓)

服務業及科技產業發展成功之原因；其他 SEACEN 會員國央行則選擇退休制度、投資理財、創業融資央行研究成果與心得(表 9)，以達溝通及教育民眾之效果。

表 9. SEACEN 會員國央行其他議題課程

國家	內容
斯里蘭卡	製作產業發展教育影片，說明斯里蘭卡未來產業發展方向，以及鄰近國家中(如新加坡及南韓)，服務業及科技產業發展成功之原因分析。
馬來西亞	討論消費者信用及建立聯徵中心等議題，並宣導近期上線之聯徵系統(eCCRIS)。
菲律賓	說明菲律賓個人退休帳戶，以及相關投資理財、稅務等議題。
泰國	討論金融科技於央行政策、民眾生活之可能應用。
印尼	以教育動畫說明虛擬貨幣之相關科技及運作過程。

資料來源：各 SEACEN 會員國央行社群媒體網站。

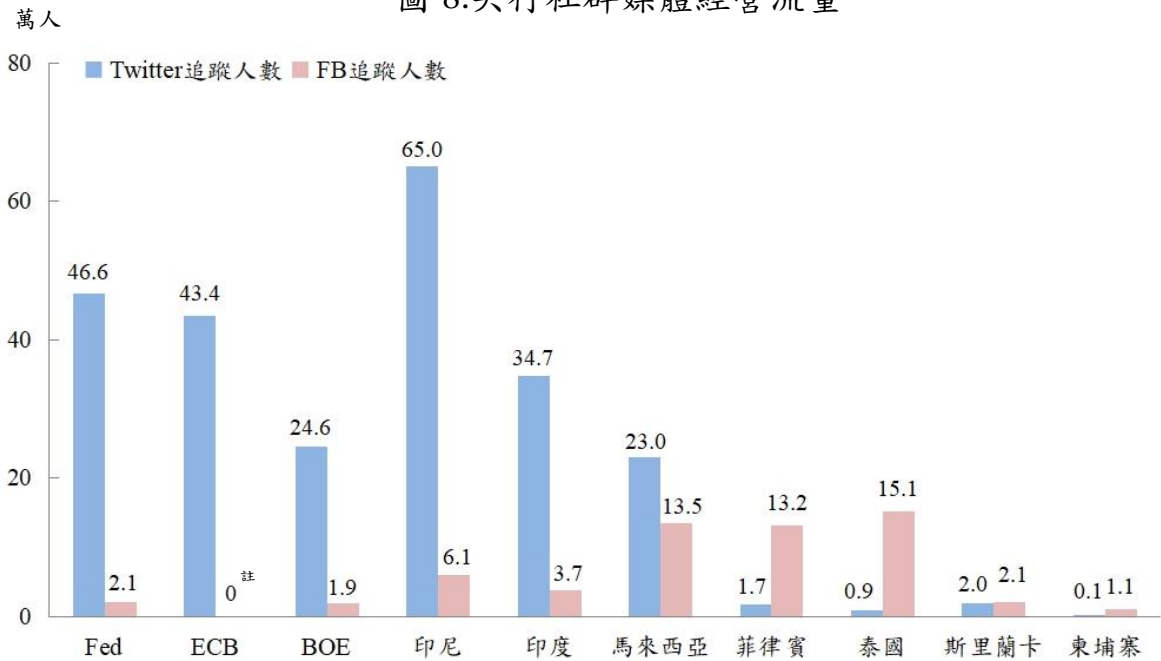
(四) 成立央行社群媒體之溝通平台(如 FB、Twitter、LinkedIn)

社群媒體為現代社會資訊溝通與形象建立之重要工具，近年多國央行紛紛採用社群媒體溝通策略，近期彭博新聞報導指出，新興市場國家央行社群媒體操作頗具成效。例如，在追蹤人數及貼文回應方面，印尼、印度及馬來西亞央行社群平台追蹤人數不亞於主要國家央行如 Fed、ECB 及 BoE(圖 8)。SEACEN 會員國央行經驗顯示，社群媒體溝通策略對通訊不發達之發展中國家(如印度)，或國土廣大、擁有眾多島嶼且交通不便(如印尼、菲律賓、馬來西亞)之國家，均可顯著提升央行政策溝通及訊息傳遞。

在溝通內容方面，貼文及圖片內容從嚴肅之貨幣政策演講、經濟數據，到輕鬆詼諧之多媒體動畫、生活金融知識，均能引發網友熱烈回應。印尼央行經營社群媒體經驗顯示，除定期於社群媒體發布貼文及影片連結外，並搭配多項透明化及宣傳活動，如安排積極回應之社群粉絲參觀央行辦公室區域分行，可顯著提升央行溝通效果及政府形象¹。

1. 依據 2018 年 3 月 12 日 Bloomberg 新聞報導。

圖 8.央行社群媒體經營流量



註：ECB 未成立臉書。

資料來源：各國央行社群媒體網站(統計至 2018 年 7 月 1 日)。

伍、近期重大國際議題對貨幣政策之影響

近期多項國際重大議題，如主要國家央行縮減寬鬆貨幣政策、金融科技快速發展，以及美國貿易保護主義等，可能對貨幣政策產生重大影響，亦為當前 SEACEN 各會員國央行密切關注議題。

一、主要國家寬鬆貨幣政策逐步退場

主要國家央行如 Fed 及 ECB 寬鬆貨幣政策之退場，將影響其他國家金融市場之波動。依據 2018 年 4 月 Fed 研究報告²，針對 50 個樣本國家之實證結果發現，Fed 升息對新興經濟體的外溢效果大於已開發經濟體，尤其遞延多季之升息衝擊對 GDP 影響幅度高達-0.5%~-0.8%，遠高於美國本身及已開發經濟體之-0.2%~-0.5%(表 10)，可能係因美國升息效應將引發資金流動，加劇匯率及貿易波動程度，並使金融市場籌資成本大幅增加，加上部分新興經濟體經濟結構脆弱、經常帳順差低及外債高，升息政策衝擊效力果可能延續數季之久。

2. 參見 Matteo Iacoviello, and Gaston Navarro (2018), “Foreign Effects of Higher U.S. Interest Rates,” Federal Reserve.

表 10.Fed 升息 1%對 GDP 衝擊分析

經濟體	落後 4 季	落後 8 季	落後 12 季	落後 16 季
美國	-0.5%	-0.7%	-0.5%	-0.2%
已開發經濟體	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
新興經濟體	-0.2%	-0.2%	-0.5%	-0.8%

資料來源：Foreign Effects of Higher U.S. Interest Rates，Federal Reserve (2018)。

在傳遞管道方面，Fed 升息效應主要透過匯率、貿易及金融管道影響各國 GDP。50 個樣本國家實證結果顯示，已開發經濟體之匯率及貿易影響管道較為顯著，其中釘住美元(或匯率走勢與美元高度相關)且與美國貿易量大國家，Fed 升息對這些國家 GDP 之負面外溢效果影響較大，例如，與美國經貿往來密切之加拿大，受到 Fed 升息之外溢效果較其他已開發經濟體顯著。

在新興經濟體部分，經濟體金融結構脆弱³(financial fragility)程度越高者，Fed 升息對 GDP 之影響程度越高。例如國際收支不均、外匯存底低、高通膨及高外債之新興經濟體，其 GDP 受 Fed 升息之影響為-0.6%~-1.5%(表 11)。

表 11.Fed 升息 1%對新興經濟體 GDP 之衝擊分析

傳遞管道	落後 4 季	落後 8 季	落後 12 季	落後 16 季
匯率管道	-0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.5%
貿易管道	-0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.5%
金融管道	0% ¹	0%	-0.4%	-0.6%
	-0.6% ²	-1.1%	-1.25%	-1.5%

註：1.為金融結構強健之新興經濟體。2.為金融結構脆弱之新興經濟體。

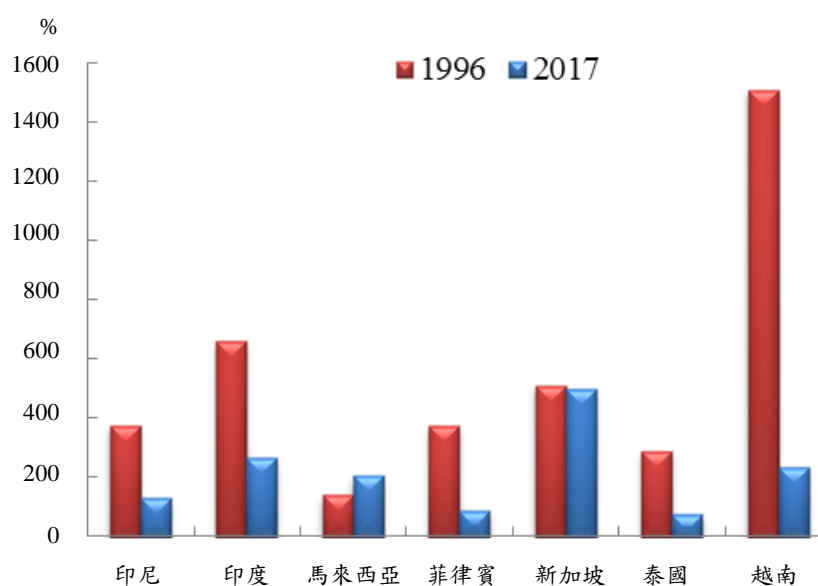
資料來源：Foreign Effects of Higher U.S. Interest Rates，Federal Reserve (2018)。

依據國際金融協會(Institute of International Finance)研究顯示，在主要國家央行升息及美元走強下，將使 2018 年新興市場投資資金減少約 430 億美元，其中債券投資可能大幅減少 19%。新興市場如阿根廷及土耳其等國

3.亦稱脆弱性指標(Vulnerability Index)，係參考經濟體之經常帳、外匯存底、通膨及外債等數據綜合編製而成。

家，恐面臨資金大幅外流、匯率重貶等情形。本次與會國家多屬小型新興經濟體，易受國際經濟金融情勢之影響，惟相較 1997 年亞洲金融風暴時，各國體質已明顯改善，除馬來西亞外及新加坡⁴外，各國外債相對外匯存底比率均顯著降低(圖 9)，因此，SEACEN 各會員國發生區域性金融危機機率不高，惟各國仍持續關注主要國家貨幣政策動態，並彈性運用各項貨幣政策工具及管理措施(表 12)。

圖 9.主要 SEACEN 國家外債占外匯存底比率



資料來源：World Bank Open Data。

表 12. SEACEN 會員國央行因應 Fed 寬鬆退場之措施(自 2017 年起)

國家	升息(期間)	總(個)體審慎	資本管理	匯率管理
印尼	√ (2018/5-6)	√		√
菲律賓	√ (2018/5-6)	√		√
印度	√ (2018/6)		√	√
馬來西亞	√ (2018/1)	√	√	√
南韓	√ (2017/12)		√	
斯里蘭卡	√ (2017/3)	√	√	√
柬埔寨		√		√

資料來源：各 SEACEN 會員國央行網站及本次課程討論資料。

4.新加坡積極經營債券市場，並保持該國債券獲得最高主權評級，以維持金融中心地位。

二、金融科技業務之發展

近年來金融科技快速發展，相關技術如區塊鏈(Blockchain)、雲端計算(Cloud Computing)、大數據(Big Data)、人工智慧(AI)等，逐步應用於支付、融資、保險、投資管理及風險管理等核心金融業務；此外，各國業者將數位科技之技術轉化發展為相關金融產品服務，包括數位網路銀行、P2P 網路借貸、AI 應用服務及數位通貨等，改變金融商品提供、消費者服務及市場行銷型態，惟衍生個人資料保護、風險控管及金融穩定等相關金融監理議題。

值得注意的是，數位通貨恐大幅改變貨幣之交易與支付型態，使貨幣之交易由實體轉變為電子形式，相關發展對央行貨幣政策之執行、金融監理政策將形成重大考驗。

目前數位通貨之形式包括電子貨幣(E-money)及虛擬貨幣(Virtual Currency)，目前各國虛擬通貨監理著重於洗錢防制、消費者保護及稅務方面：

- 1.洗錢防制方面：美國、德國、日本、加拿大及菲律賓等對虛擬貨幣交易平台要求採登記制；新加坡、馬來西亞及南韓則正進行立法；並擬採登記制；越南、印尼則禁止虛擬通貨交易。
- 2.消費者保護方面：各國監理機構對金融科技之監管原則，主要為保障支付交易之安全性、個資保護、金融穩定等公共利益，以及順應科技發展，配合調整金融監理架構。
- 3.稅務方面：近期美國、印度加強控管虛擬貨幣之資金流向，以降低逃漏稅等情況發生。

虛擬通貨可能影響貨幣政策之執行；例如，虛擬貨幣可能取代銀行存款或法定通貨，使準備金提存及央行鑄幣稅收入產生改變，甚或改變貨幣乘數及貨幣流通速度，使準備貨幣與最終目標關係產生變化。目前使用貨幣數量目標之 SEACEN 國家包括我國、孟加拉及斯里蘭卡，其中，孟加拉

央行學員表示，由於該國民眾仍偏好使用現金，虛擬貨幣發展之影響尚屬有限，未來將持續關注金融科技之發展，並完善該國金融基礎設施；至於斯里蘭卡央行則將持續強化貨幣架構，除原有 M2B 目標外，逐步將該國銀行業拆款利率與通膨納入操作之考量因素。

三、貿易保護主義

SEACEN 會員國主要經濟成長動能多來自貿易，近期美國調升關稅保護國內市場，恐對 SEACEN 會員國產生重大衝擊。多數 SEACEN 會員國學員表示，將以積極加入區域貿易協定或聯盟，並持續開發國內市場等方式，予以因應。

(一) 參與區域貿易協定

多數位於東南亞之 SEACEN 會員國將持續整合東協經濟體，並與亞洲、太平洋周邊國家洽簽自由貿易協定(FTA)，以加強區域內貿易比重⁵，並加入多項貿易協定，如區域全面經濟夥伴(RCEP)及跨太平洋夥伴全面進步協定(CPTPP)等，以提高全球產業供應鏈之參與，並降低貿易保護主義之衝擊。

部分位於南亞之會員國(如斯里蘭卡、印度)，則以南亞自由貿易協定(SAFTA)為基礎，積極加入區域貿易協定或聯盟，例如，2018 年 1 月斯里蘭卡與新加坡簽署自由貿易及政府採購協定，以拓展出口市場、提升商品及服務流通效率⁶。

(二) 持續開發國內市場

SEACEN 會員國持續開發國內市場，以提高內需占 GDP 比重，惟與已開發國家相比，仍有提升之空間。此外，東南亞及南亞可觀之人口(合計 24 億人)，未來將逐步形成頗具規模之消費市場(表 13)，近期菲律賓啟動約 355

5. 歐盟內相互貿易總額約占歐盟貿易總額的 50%，東協經濟體則占 25%~30%。

6. 我國已於 2014 年 5 月和新加坡簽訂臺星經濟夥伴協定(ASTEP)。

億美元之國內基礎建設，印度投入 7 兆盧比於國內交通建設等財政刺激措施(表 14)，可望有效提高國內需求，增強主要成長動能。

表 13.各國內需市場規模

	美國	歐元區	英國	日本	東南亞國家	南亞國家
GDP(兆美元)	18.6	11.9	2.7	4.9	2.7	2.9
內需占 GDP 比例	69%	56%	66%	56%	56%	63%
人口數(億人)	3.2	5.1	0.65	1.3	6.4	17.7

資料來源：World Bank Open Data。

表 14.近期 SEACEN 會員國財政刺激政策及措施

國家	內容
我國	1.4,200 億元前瞻基礎建設計畫； 2.「五加二」產業創新計劃之基礎建設及產業創新投資。
印度	1.未來 5 年投入 7 兆盧比用於國內交通建設； 2.注資公股銀行 2.11 兆盧比，鼓勵銀行辦理基礎建設放款。
斯里蘭卡	1.引進外資並積極發展可倫坡「國際金融城」計畫； 2.投資可倫坡港口、貨櫃碼頭及鐵路等運輸基礎建設。
南韓	投入 11.2 兆韓元財政刺激計畫，以創造 8.6 萬個就業職位。
馬來西亞	1.廢除 6%之消費稅(GST) ⁷ ； 2.持續投入國內交通基礎建設(如東海岸銜接鐵道計畫 ECRL)。
菲律賓	1.投入 355 億美元用於 76 項大型基礎建設計畫(含能源及水資源設施)； 2.通過「加強成長與擴大包容稅改案」(TRAIN)，調降勞工薪資所得稅。
印尼	發展重點經濟特區(如沙璜市 Sabang)，加強市區基礎建設。
柬埔寨	推動產業轉型計畫，投資高附加價值工業，並持續加強國內基礎建設。

資料來源：各 SEACEN 會員國政府相關單位網站。

7.馬來西亞新政府上台，為降低民眾生活負擔，廢除前任 Najib 政府相關稅改政策，短期內可望提升消費水準，惟新政府為避免財政赤字擴大，宣布檢討政府人事成本及部分建設計畫，中長期可能影響政府支出及消費動能。

陸、結論與建議

一、結論

(一) 央行妥善運用各項貨幣政策工具，有利達成政策目標

各國貨幣政策架構為因應國內經濟金融情況與市場發展程度，有所不同，央行若能彈性運用各項操作工具，將有助達成政策目標。例如，印尼、菲律賓因利率及放款傳遞管道效果較為顯著，透過利率走廊機制，可有效引導市場利率接近操作目標，進一步調控最終總和需求，最終能達成物價穩定之目標；新加坡、柬埔寨及汶萊因匯率傳遞管道效果較為顯著，採用匯率目標架構，並積極管理匯率風險，以達成政策目標。

(二) 貨幣政策透明化與良好之市場溝通，有助強化政策效果

SEACEN 會員國央行除經常性就社會關注議題，以及央行貨幣與外匯相關政策提出分析說明，並於媒體網站成立政策溝通平台，且採動態多媒體方式與外界溝通，相關作法可有效提升政策透明度及政府形象，降低公眾對未來之不確定性，可減少決策與市場預期之差異，將有助強化貨幣政策效果。

(三) 主管機關適時調整金融監理架構，以控管金融科技衍生之風險

106 年 12 月 29 日我國通過「金融科技發展與創新實驗條例」(通稱監理沙盒)，不僅使我國繼英國、新加坡、澳洲及香港之後，亦成為具備監理沙盒制度的國家，對於國內金融科技發展亦具重大意義。

金融科技創新串聯跨界、跨境與跨業技術，強調以「客戶」為出發點建構服務架構，藉由開放平台、虛實整合的特性，提供彈性且客製化之服務。惟因應客戶交易管道趨於多元化，虛擬世界之客戶身分識別與個人資料保護議題益形重要，主管機關宜適時調整金融監理機制架構，以加強風險控管並保障消費者權益。

二、建議

(一) 本行宜持續密切關注國際重大議題，適時採取因應措施

國際重大經濟金融議題會對各國貨幣政策造成重大影響，近期如主要國家央行升息及縮減寬鬆貨幣政策、金融科技發展及美國貿易保護主義等，均對金融市場有所影響。各國央行宜持續關注各項國際重大議題之發展，適時採行因應措施。

我國屬於小型開放經濟體，國內經濟發展與金融市場易受國際經貿情勢之影響，未來本行將持續彈性運用各項貨幣政策工具，以因應國際資金移動及金融市場波動之可能影響，並維持金融穩定。

(二) 本行宜參考 SEACEN 會員國多樣化之溝通平台，有助提升政策透明度

SEACEN 會員國央行製作與時事有關之政策宣導多媒體動畫，以及製作剪輯相關貨幣、金融政策等深具教育意義課程資料之作法，並搭配多項透明化及宣傳活動，值得我國參考。

本行一向注重對外溝通，目前除增加提供理監事會議相關紀錄及貨幣經濟相關參考資料外，並已採網路直播理事會後記者會，未來可研議進一步發展多媒體教育影片等宣導方式，提升本行溝通與透明度，並增進外界對本行政策之理解與支持。

(三) 主管機關宜持續注意主要國家金融科技業務及監管規範之發展情形

面對金融創新，主管機關應檢視現行監管方式能否確保金融穩定，並創造傳統銀行與科技創新業者公平的競爭環境；若新創公司提供銀行服務，則應接受與銀行業相同之監管規範。

依據台灣金融研訓院公布我國「金融創新指數」顯示，我國銀行金融創新主要集中在科技金融業務，未來仍有相當大的發展空間。主管機關宜持續追蹤主要國家金融科技發展應用於金融業務之情形，並密切注意相關監管規範制定之合宜性，如隱私權保障、資訊安全等。

參考資料

- 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.
- Gaspar Raymond, Lee Minsoo and Villaruel Mai Lin C. (2017), “Macro Prudential Policy Frameworks In Developing Asian Economics, Asian Development Bank, March.
- Hyoung-Seok Lim (2012), “Evaluation on the Monetary Stabilization Account (Term Deposit Facility),” *Finance VIP Series-Vision, Insight and Policy*, Korea Institute of Finance, May.
- Hwang, Moon Woo (2017), “FX Related Macroprudential 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), “Macroprudential 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.
- Krishnamurthy, Arvind and Viral V. Acharya (2017), “Capital Flow Management with Multiple Instruments,” October.

- Kim, Choongsoo (2013), “Macroprudential 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- The SEACEN Centre (2016), “Monetary Policy Transmission Mechanism in the SEACEN Countries”.