

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)

**參加印尼央行與 IMF 於雅加達合辦之國際研討會  
「Central Bank Policy Mix : Issues, Challenges, and Policies」  
出國報告**

服務機關：中央銀行

姓名職稱：李美琴/二等專員

派赴國家：印尼/雅加達

出國期間：108 年 4 月 7 日至 4 月 12 日

報告日期：108 年 7 月

## 目錄

壹、前言 .....	2
貳、全球金融危機前後之政策差異 .....	4
參、金融發展與金融穩定 .....	5
肆、重視金融循環 .....	6
伍、密切監控系統性風險指標 .....	8
陸、尋求可能的三位一體 .....	9
柒、印尼實例研討與情境模擬 .....	11
捌、心得與建議 .....	19
參考資料 .....	19

## 壹、前言

本次出國係參加 2019 年 4 月 8 日至 11 日由印尼央行與 IMF 於雅加達合辦之國際研討會「中央銀行政策組合：議題、挑戰與政策(Central Bank Policy Mix : Issues, Challenges, and Policies)」。內容設計主要係以中央銀行貨幣政策與金融穩定相關部門之中、高階人員為授課對象，計有我國、泰國、馬來西亞、柬埔寨、阿曼、印度、尼泊爾、菲律賓、土耳其、德國等 10 國央行代表，印尼參加人員則包括印尼央行、金融管理局、存款保險公司及財政部等部門人員共 47 人與會。

本研討會為期 4 天，由印尼央行與 IMF 新加坡區域訓練中心(IMF-STI)合辦，主要由 IMF 訓練中心顧問 Stephan Danninger 與 Yoke Wang Tok 擔任講師，前者主要講授金融穩定、貨幣政策與央行溝通策略與角色；後者則負責系統性風險與總體審慎政策等相關議題。期間印尼央行研究訓練中心(BI INSTITUTE)除邀請土耳其央行(CBRT)主管 Eda Gulsen 以及印度央行(RBI)主管 S.M. Lokare 分享彼此實務經驗外，與會學員並分組進行案例研討與座談，研習內容豐富多元(表 1)。

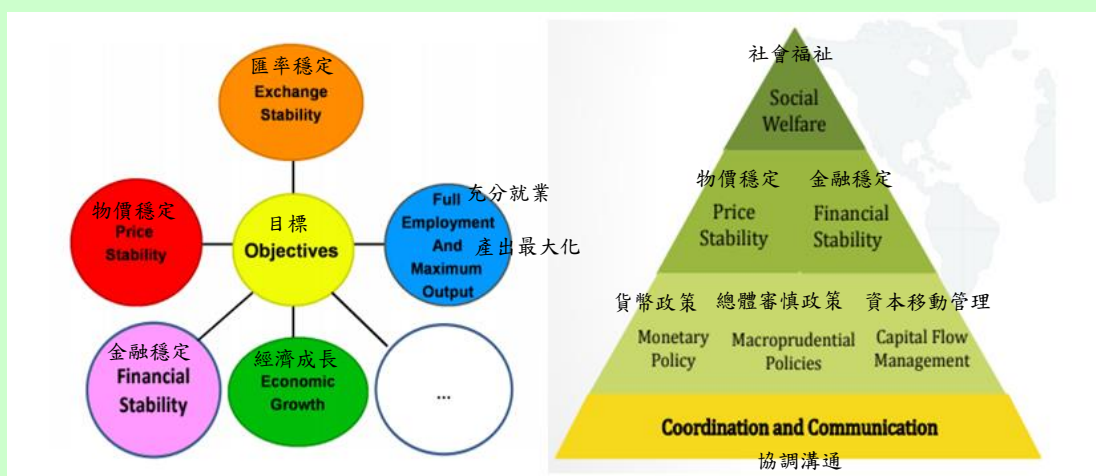
自 2008 年全球金融危機爆發以來，各界體認到除物價穩定外，金融穩定亦應為央行政策目標之一；因此，本次研習透過金融穩定、總體審慎措施與貨幣政策架構等理論，並結合土耳其、印度等國實務經驗分享，課程內容著重於探討後金融危機時代，總體審慎與央行政策目標的轉變、貨幣與金融穩定之相互影響，以及尋求最適政策組合所面臨的潛在挑戰等議題(圖 1)。此外，期間亦分組就印尼實際經濟金融數據以預設模型進行個案研討，模擬央行藉由貨幣操作與總體審慎、匯率等政策之搭配運用，影響各重要參考指標以有效達致總體目標之境過程演練。

表 1 研習內容與講師

Session	研習內容	講師
1	New Framework of Central Bank Policy Mix	Solikin M. Juhro
2	Financial Stability	Stephan Danninger
	Monetary Policy	
	Role of Central Bank Communications	
	Recent Developments in Indonesia and discussion on the application of preceding lecture topics to Indonesia	
3	Macroprudential Policies	Yoke Wang Tok
	Macro-Financial Surveillance	
	Institutional Arrangements for Macroprudential Surveillance	
	Overview Lecture on Monetary Policy	
4	Countries' Experience on Policy Mix(CBRT)	Eda Gulsen
	Special Issue on Policy Mix(CBRT)	
5	Countries' Experience on Policy Mix(RBI)	S.M. Lokare
6	Central Bank Policy Mix(BI)	Reza Anglingkusumo
		Sahminan

資料來源：本次研討會資料。

圖 1 央行政策目標與政策組合



資料來源：本次研討會講義。

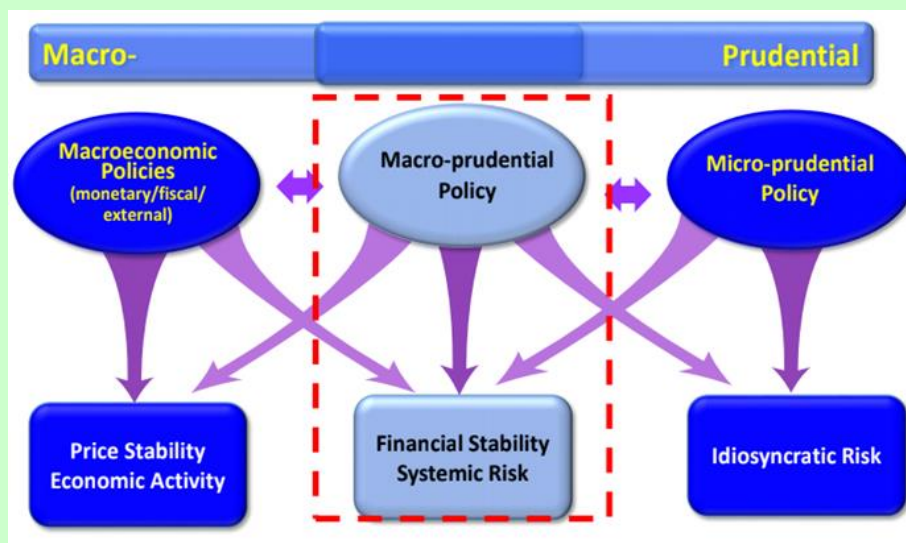
本報告擬分八個章節，除前言外，內容主要針對金融危機前後政策差異、金融循環、總體審慎政策，以及貨幣政策與其他政策間之協調與搭配等議題進行分析說明，最後則為心得與建議。

## 貳、全球金融危機前後之政策差異

金融危機前，各國央行多著重個別銀行風險管理；政策之採行以個體審慎政策及銀行監理為主，著重個別金融機構失靈風險的控管。惟至2008年，整體金融體系無預警地爆發嚴重動盪，衝擊實質經濟甚巨，欠缺系統風險概念之個體審慎政策因而飽受各方批評。

金融危機後，全球各國央行為維持經濟金融穩定避免重蹈覆轍，政策焦點轉為強調整體金融體系與總體經濟間之關聯性，重視橫斷面與時間維度之風險，除總體經濟政策之外，亦考量整體金融體系之信用擴張、流動性、資產價格及財務槓桿等，並重視金融體系內各機構間之相互關聯與共同曝險，針對金融失衡部分則加強採行總體審慎政策因應(圖2)。

圖2 總體審慎與個體審慎政策



資料來源：本次研討會講義。

### 參、金融發展與金融穩定

2008年金融危機肇因自美國，由於先進國家金融部門規模龐大且複雜性高，金融過度發展反而導致金融危機，對整體經濟造成不利影響，因此引發國際上對金融發展、金融穩定與經濟成長三者關係之探討。

Ratna Sahay et al.(2015)就金融危機經驗，以深度(規模及市場流動性)、可及性(個人取得金融服務之能力)及效率(金融機構以低成本且足夠獲利之方式提供金融服務、資本市場交易水準)等三項指標綜合評估之金融發展指數(Financial Development Index)進行觀察，結果顯示金融發展與經濟成長兩者呈現鐘形關係(圖3)；其中，剛比亞、厄瓜多爾、印尼、摩洛哥及波蘭等開發中經濟體，金融深化(financial deepening)除對促進經濟成長、控制通膨等具正向貢獻外，並可有效降低金融危機發生之可能，對金融穩定亦有相當程度助益(圖4)；至於愛爾蘭、美國及日本等已開發國家，金融發展程度過高則不利經濟成長。

此外，一般認為法規與監理有助維護金融穩定，惟過多、過嚴反而不利金融發展；Ratna Sahay et al.(2015)研究認為兩者衝突不大，良好的法規與監理乃係促進金融穩定與發展之關鍵，惟若法規制定不及金融發展步調，恐變相鼓勵高槓桿操作，市場因過度承擔風險終將導致金融失序。

圖 3 金融發展與經濟成長

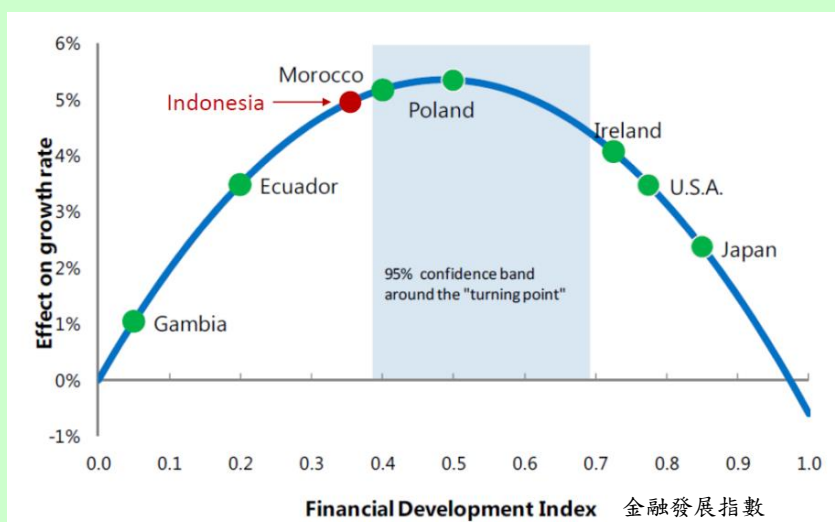
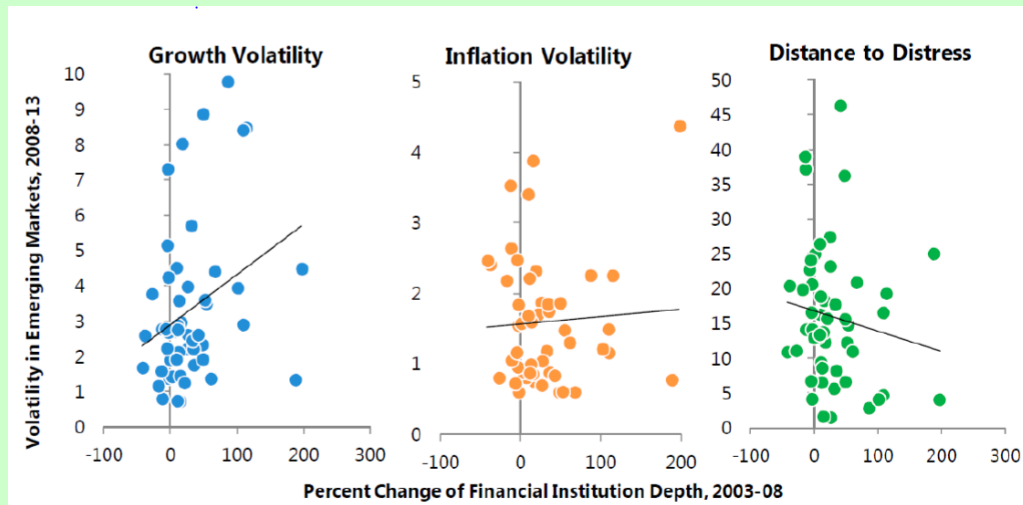




圖 4 金融深化與金融穩定



資料來源：本次研討會講義。

#### 肆、重視金融循環

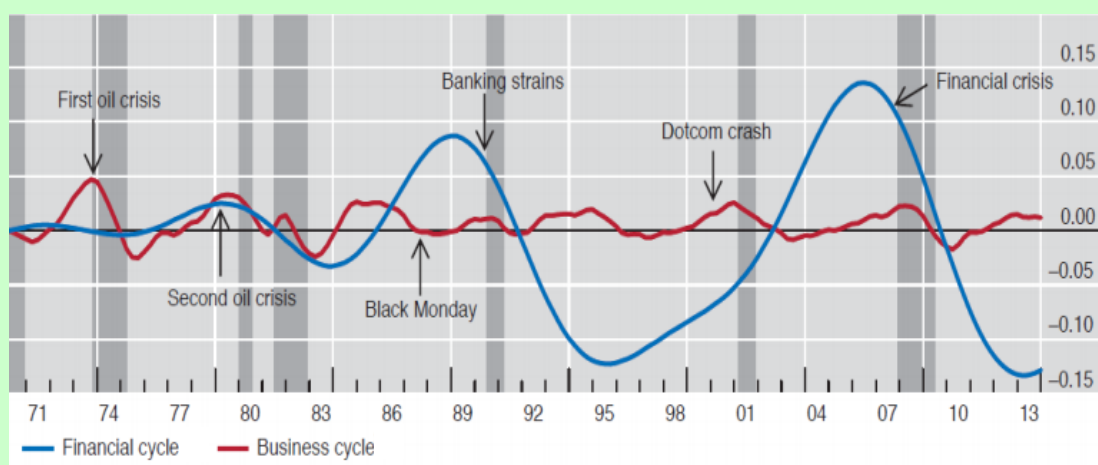
金融循環意涵迥異於景氣循環，國際間尚乏明確定義，一般而言，金融循環係指信用、槓桿及資產價格之波動，具有週期長、達高峰後常伴隨金融危機、具外溢性易蔓延至不同經濟體等特性，旨在評測各金融變數間之影響，用以衡酌金融穩定，走勢與景氣循環多未同步(圖 5)。

Borio, Claudio(2012)曾針對金融循環提出如下定義：「風險、信用條件、資產價格認知間交互作用持續增強，除導致金融市場過度繁榮，伴隨而來嚴重的金融崩毀外，交相影響下更加劇實體經濟波動，最終導致嚴重的金融危機與經濟混亂」。另，Borio, Claudio(2012)與國際清算銀行(BIS)亦以美、英兩國情況，進一步觀察景氣循環與金融循環之差異，結論均證實金融循環週期的確較長、具有達高峰後多伴隨金融危機，且外溢效果易蔓延至不同經濟體(表 2)等特性。

過去數十年來，隨著金融全球化，以及總體經濟環境與政策結構改變，各國貨幣與資本市場間關聯性日益緊密，金融循環的長度、振幅均

大幅增長；由於金融循環可有效捕捉金融體系中隱含的重要總經訊息，與金融體系之系統性風險息息相關，無論就跨國資料之橫斷面觀察或時間序列之縱斷面分析，相較於景氣循環，金融循環之頻率和振幅更具規則性，有助監理機關預測金融危機之發生。是以，近年來金融循環對資產價格以及金融穩定之影響漸受國際關注。

圖 5 金融循環與景氣循環



資料來源：本次研討會講義。

表 2 金融循環之特性

一、金融循環週期較景氣循環為長	根據OECD各國資料統計： 景氣循環平均週期約2至8年，金融循環平均約8至32年。
二、通常根據信用及不動產價格之變動衡酌金融循環	透過信用對GDP缺口、不動產價格缺口等領先指標，即時偵測金融危機增強之可能風險。
三、金融循環之高峰常與金融危機發生時點重疊	信用快速成長、資產價格飆漲之際，金融市場過度繁榮將使金融體系面臨系統性衝擊之危機。
四、金融循環經常與資本流動同步	各國貨幣政策具跨境外溢效果，國際間資本移動將使經濟體國內信用情況發生改變。
五、金融循環長度與振幅各國不同	金融循環長度與振幅仍取決於各國政策制度。

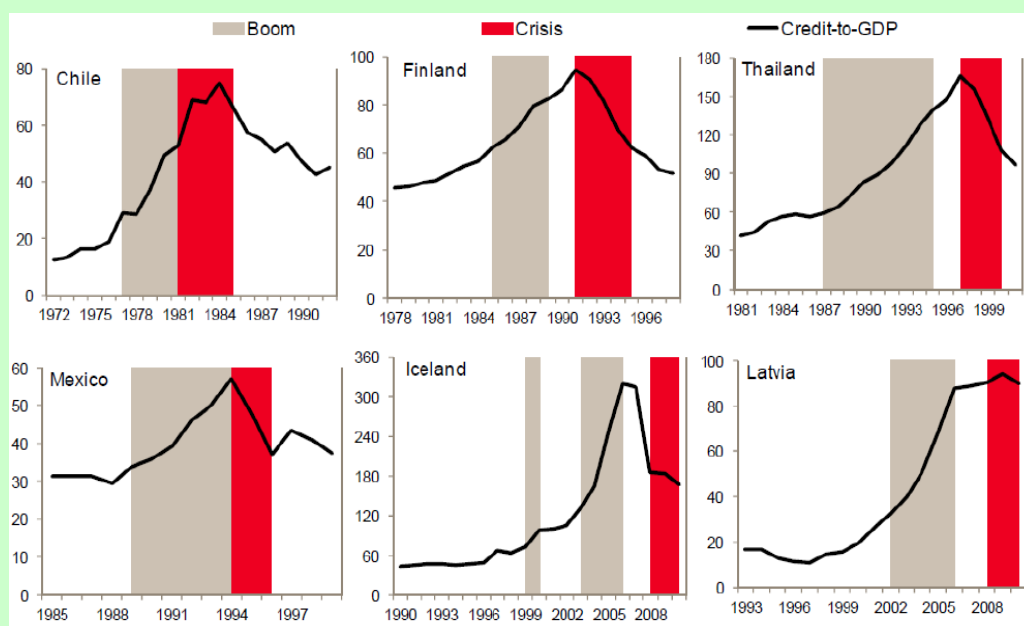
資料來源：本次研討會講義。



## 伍、密切監控系統性風險指標

時間構面下之系統性風險指標，一般區分為風險嚴重性指標與風險累積指標。前者主要反映風險嚴重程度，例如逾放比，惟其用於早期預警時因係採反向觀點，亦即認為逾放比低可能顯示風險正在累積，故較不具早期預警功能。後者則反映風險累積程度，指標中又以與信用相關者最具代表性，例如信用/GDP 比率在金融榮景時會上升，但危機開始時並不會立即下降，是較能反映風險累積之指標(圖 6)。另信用成長由於可反映整個金融循環，兼具風險嚴重性及累積性之警示作用，IMF 評估新興經濟體個別國家之信用成長時，即主要係採信用/GDP 指標之變動作為決定監控程度大小(圖 7)。

圖 6 信用擴張與金融危機

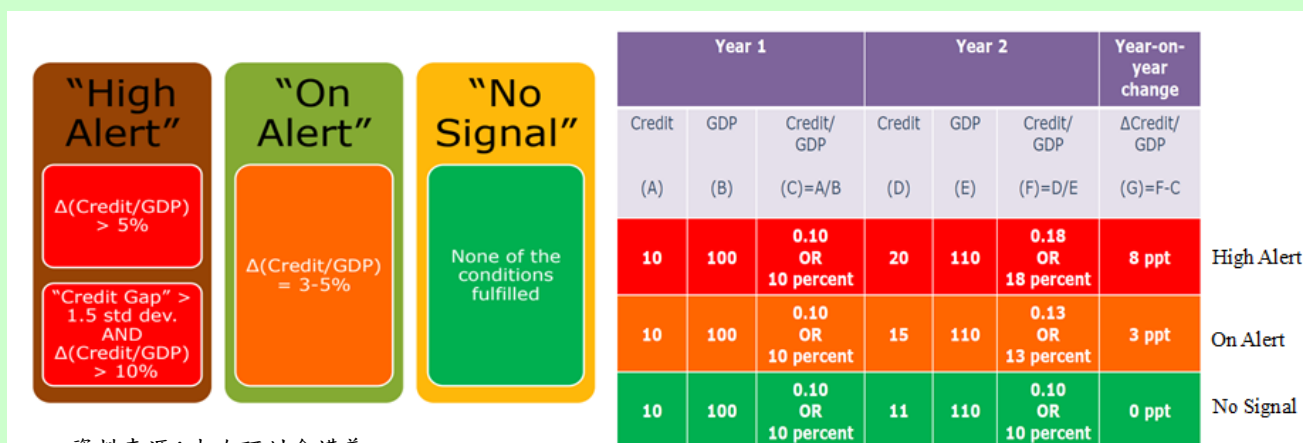


資料來源：本次研討會講義。

除上述參考指標外，根據 Drehmann et al.(2010)<sup>1</sup>之研究，認為信用產出缺口(credit-to-GDP gap)由於受信用快速擴張影響，在危機發生前3至4年即開始攀升，建議亦應計算該比率偏離長期均衡值之差距，缺口過高表示可能處於信用擴張階段，反之則處信用萎縮階段，可據以調整資本要求並訂出妥適的逆景氣循環緩衝資本值；相較 GDP、貨幣供給、信用價差(CDS)等指標的預警危機表現，信用產出缺口對金融危機的預警能力明顯較佳<sup>2</sup>。

惟近年來，金融創新與 FinTech 快速發展，傳統銀行業的獲利模式與結構已逐漸改變。未來隨著地下金融規模以及影子銀行之信用貸放數量增加，信用產出缺口指標的可信度恐有失真之虞，值得留意。

圖 7 信用風險之監控



資料來源：本次研討會講義。

資料來源：本次研討會講義。

## 陸、尋求可能的三位一體

穩定匯率、資本自由移動與貨幣自主性向為各國央行共同之政策目

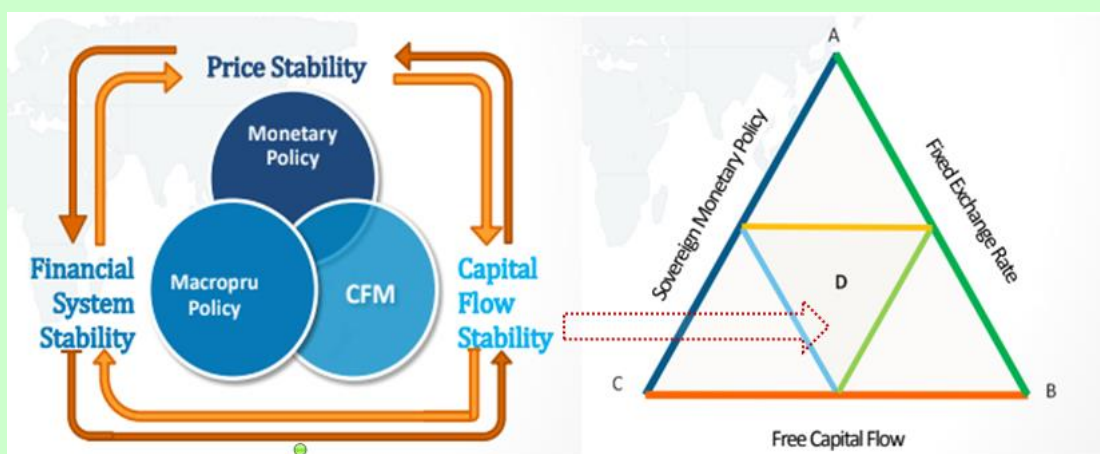
<sup>1</sup> 係巴賽爾銀行監理委員會(BCBS)成立之「Macro Variables Task Force, MVTF」小組工作報告(Drehmann et al.,(2010))；內容評估的三大類變數分別是：總合總體經濟變數(如：GDP成長率、授信成長率、credit/GDP偏離長期趨勢之幅度、實質股價和不動產價格偏離其長期趨勢之幅度等)、銀行部門績效(獲利/盈餘、損失)，以及融資成本(如：信用價差)。

<sup>2</sup> 根據巴賽爾銀行監理委員會(BCBS)對 OECD 各會員國相關指標之觀察。

標，惟實務上却一直面臨只能三選二，或為兼顧三者但皆無法完全達成的三難困境(Trilemma)。

然而，學界<sup>3</sup>認為央行面對三難困境時，可由三擇二問題轉而在中間地帶(middle ground) (圖 8 區域 D)尋求可妥善達成多重目標的最佳政策組合<sup>4</sup>。透過貨幣政策及總體審慎措施等政策工具組合，輔以央行與政府部門間的政策協調與有效溝通的強化，以期同時兼顧貨幣自主性、匯率穩定與資本流動管理等中期目標，並進而達致物價與金融穩定的最終雙重目標。

圖 8 可能的三位一體(Possible Trinity)



資料來源：本次研討會講義。

印尼在 1991-2010 年間亦同樣面臨不可能的三位一體(Impossible Trinity)問題，惟之後印尼因改採政策組合，致貨幣自主性、匯率穩定度均有所提升，而金融開放程度則因資本管理措施而呈下降，印尼之三難困境逐漸轉向盡可能三者兼顧之中間地帶(圖 9)。

另印度方面，過去數十年來，面臨的則是提升民主政治成熟度、融

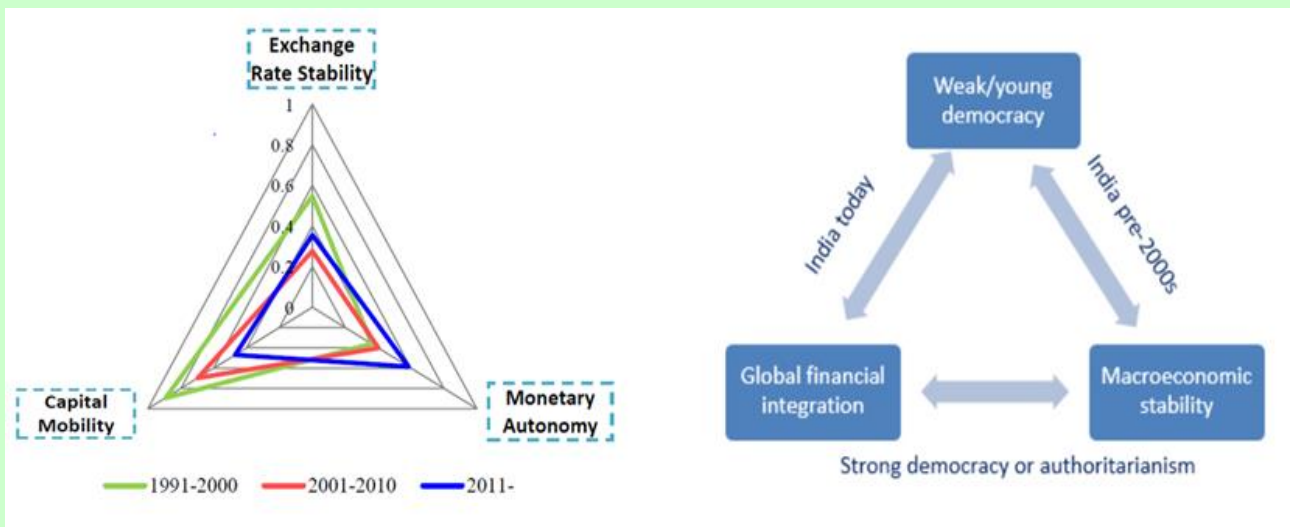
<sup>3</sup> Aizenman et al., 2010 ; Aizenman, 2011 ; Aizenman et al., 2013 ; Klein and Shambaugh, 2015

<sup>4</sup> Klein and Shambaugh (2015) 實證結果發現，對新興經濟體與開發中國家而言中間地帶確實存在。

入全球金融整合與追求總體經濟穩定的三難困境。2000 年前追求金融穩定為其央行政策目標，之後為加速融入全球金融整合因而產生了龐大的總體赤字；時至今日，民主制度的未臻成熟仍是印度難以走出三難困境的最大癥結所在(圖 10)。

圖 9 印尼之三難困境

圖 10 印度之三難困境



資料來源：本次研討會講義。

## 柒、印尼實例研討與情境模擬

### 一、印尼經驗

全球金融危機後，由於主要國家央行貨幣政策效果外溢，印尼經濟金融面臨了多重困境(圖11)。資本大量流入不僅使印尼面臨盧比升值、經常帳赤字擴大，雅加達房價高漲更帶動國內資產價格泡沫化風險攀升，使其國內金融體系問題雪上加霜；復以順景氣循環效應擴大，亦延緩了印尼景氣復甦時程，物價穩定雖仍為印尼央行的主要政策目標，但已不足維持總體經濟穩定，因此，印尼央行遂採行不同政策組合，以期達成物價與金融穩定雙重目標(圖12)。茲就全球金融危機以來，該國央行因應經濟金融情況變化採行政策說明如下：

圖 11 印尼面臨之政策挑戰

<b>2014 - 2015</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Divergence global recovery</li> <li>▪ Cap inflows 2014, Outflows 2015</li> <li>▪ Slowing GDP growth</li> <li>▪ Credit growth slowed down</li> <li>▪ High inflation 2014</li> <li>▪ Stabilizing CA deficit</li> </ul>	<b>2012-2013</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Capital reversal, (Euro crisis 2012, and Taper Tantrum, 2013)</li> <li>▪ GDP growth stabilizing</li> <li>▪ High credit growth</li> <li>▪ High inflation (2013)</li> <li>▪ Widening CA deficit</li> </ul>
<b>2008-2009</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Global recession</li> <li>▪ Capital reversal</li> <li>▪ GDP growth slowed down</li> <li>▪ Low credit growth</li> <li>▪ Low inflation</li> <li>▪ CA surplus</li> </ul>	<b>2010 - 2011</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Global recovery</li> <li>▪ Capital inflows</li> <li>▪ GDP growth recovered</li> <li>▪ Rapid credit growth</li> <li>▪ Low inflation</li> <li>▪ Declining CA surplus</li> </ul>

圖 12 印尼採行之政策組合

<b>2014 - 2015</b> Monetary Policy ↑ Macroprudential Policy ↓	<b>2012-2013</b> Monetary Policy ↑ Macroprudential Policy ↑
<b>2008-2009</b> Monetary Policy ↓ Macroprudential Policy ↓	<b>2010 - 2011</b> Monetary Policy ↓ Macroprudential Policy ↑

資料來源：本次研討會講義。

(一) 2008~2009年：

全球經濟衰退、資本外流、商品價格重挫、印尼經濟及信用均呈低度成長、經常帳則出現順差。

採行：寬鬆貨幣政策、放寬總體審慎措施

(二) 2010~2011年：

全球經濟復甦、資本流入、商品價格攀升、國內經濟亦呈復甦、信用快速成長、通膨仍低、經常帳維持順差。

採行：寬鬆貨幣政策、加強總體審慎措施

(三) 2012~2013年：

資本反轉流出(歐債危機及聯準會縮減QE規模)、商品價格下滑、國內經濟穩定成長、信用高成長、高通膨、經常帳轉為大幅逆差。

採行：緊縮貨幣政策、加強總體審慎措施

(四) 2014~2015年：

全球經濟表現紛歧、資本先呈流入(2014)後再流出(2015)、商品價格滑



落、經濟及信用成長減緩；2014年通膨仍高，但2015年走低。

採行：緊縮貨幣政策、放寬總體審慎措施

## 二、情境模擬與研討

研討課程將與會成員分為五組，利用印尼實際經濟金融情勢輔以印尼央行提供簡化之小型總體經濟模型，分別就實際情境與衝擊情境進行政策模擬，透過目標設定，觀察不同政策組合對整體經濟金融之影響。

### (一)簡化之小型總體經濟模型

本次模擬採用之總體經濟模型架構(圖 13)涉及總合需求、總合供給、價格面、貨幣面、金融面及國外部門等六大區塊，變數包括：

—外生變數：政策利率、存款準備金、貸款成數及匯市干預等。

—外生衝擊項：潛在產出、全球經濟成長。

—內生變數：實質變數—信用、消費、投資、出口、進口。

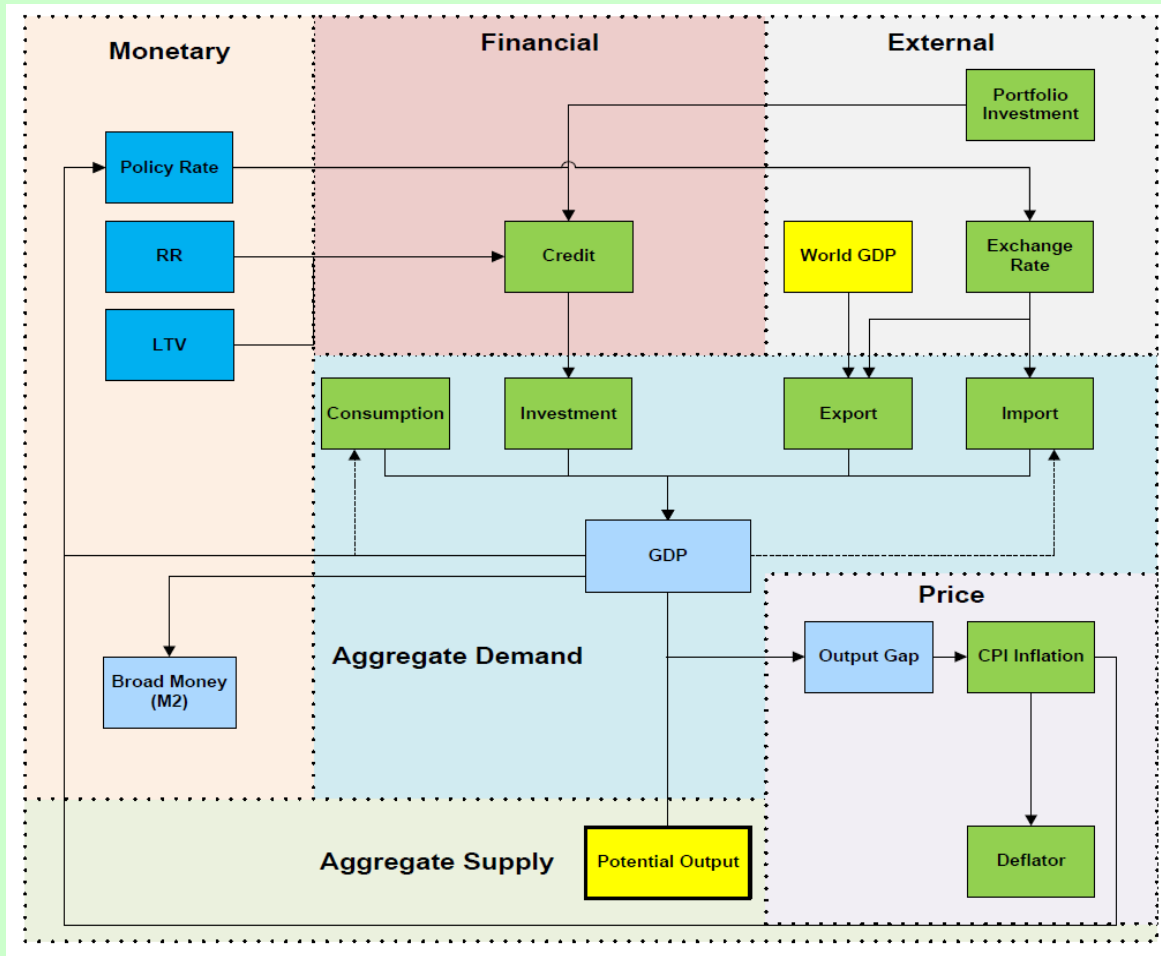
價格變數—匯率、通膨。

—其他重要變數—產出、產出缺口與 M2。

印尼央行乃根據總合需求、總合供給、價格面、貨幣面、金融面及國外部門等六大區塊之關聯性提供 Excel 試算表(表 3)，除模擬印尼面臨大幅資本流入等實際情境外，研討過程並納入全球經濟成長放緩及利率上升等外生衝擊；在相同情境下，模型並依據有無反饋效果提供不同設定(圖 14、圖 15)。



圖 13 簡化之小型總體經濟模型架構



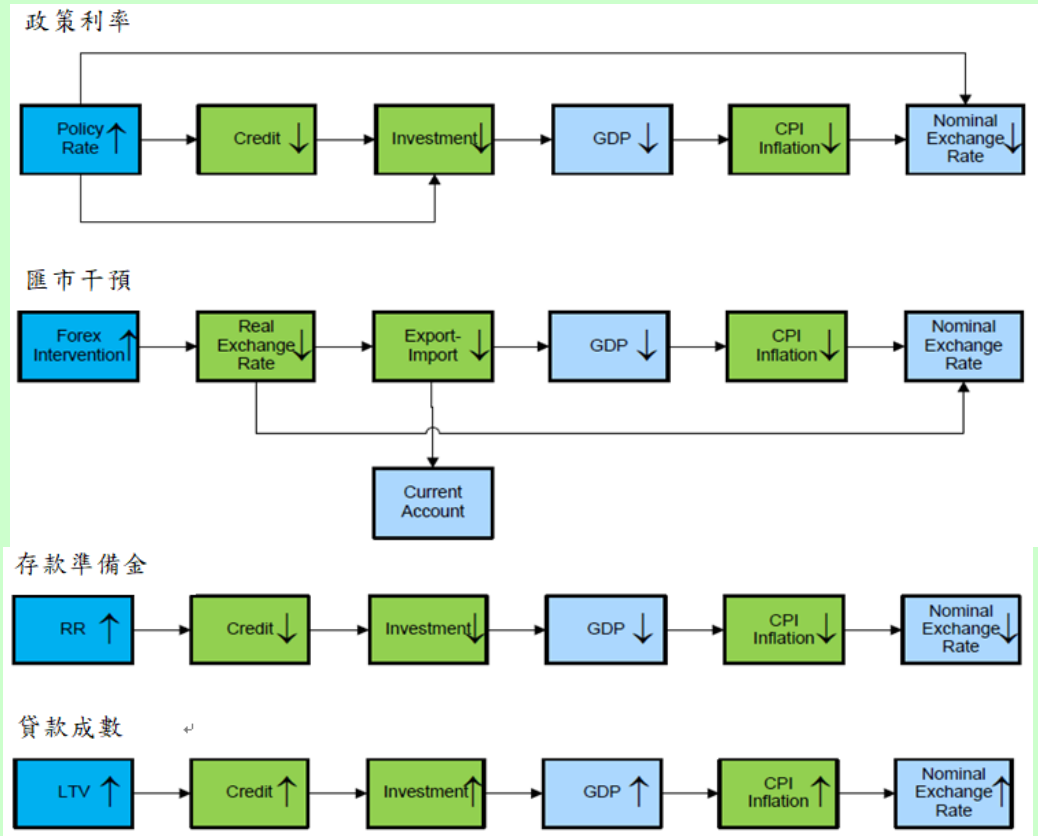
資料來源：本次研討會講義。

表 3 印尼簡化之小型總經模型 Excel 試算表

Variables	Sequence of transmission	2010	2011	2012	2013										Actual
					No Feedback Loop			With Feedback Loop							
					No Policy	With Policy		No Policy	With Policy						
	BI Rate	BI Rate + Fx Intv.	BI Rate	BI Rate + Fx Intv.	RR	BI Rate + RR	BI Rate + RR + Fx Intv.	BI Rate + RR + LTV							
<b>Policy Variables</b>															
Policy Rate (BI Rate, %)	9														
Reserve Requirement (RR, %)	9														
Loan To Value (LTV, %)	9														
Forex Intervention (in millions USD)	9														
<b>Macroeconomic Variables</b>															
GDP (%)	4a														
Domestic Demand	4a														
Export of goods and services	3a														
Import of goods and services (-)	3a, 4b														
Potential Output															
CPI Inflation (%)	5b														
<b>Exchange Rate (%)</b>															
Nominal Exchange Rate (appr. -)depr (+)	2a														
Real Exchange Rate (appr. -)depr (+)															
<b>Balance of Payment</b>															
CA to GDP (%)	3b														
Capital & Financial Account (CF, in mills USD)	1, 8														
<b>Monetary Aggregates</b>															
Broad Money (M2, in trillions Rp)	2b														
Net Foreign Assets (in trillions Rp)	2b														
<b>Financial Indicators</b>															
Credit Growth (%)	3b, 6a														
Bond Yield (10 y, %)	6a														
Stock Price (index)	6a														
Financial Pressure Index (FPI)	6b														
<b>Macro Risk Perception</b>															
	7														
<b>External Variables (Shocks)</b>															
World GDP (%)															
LBOR (3 months, %)															

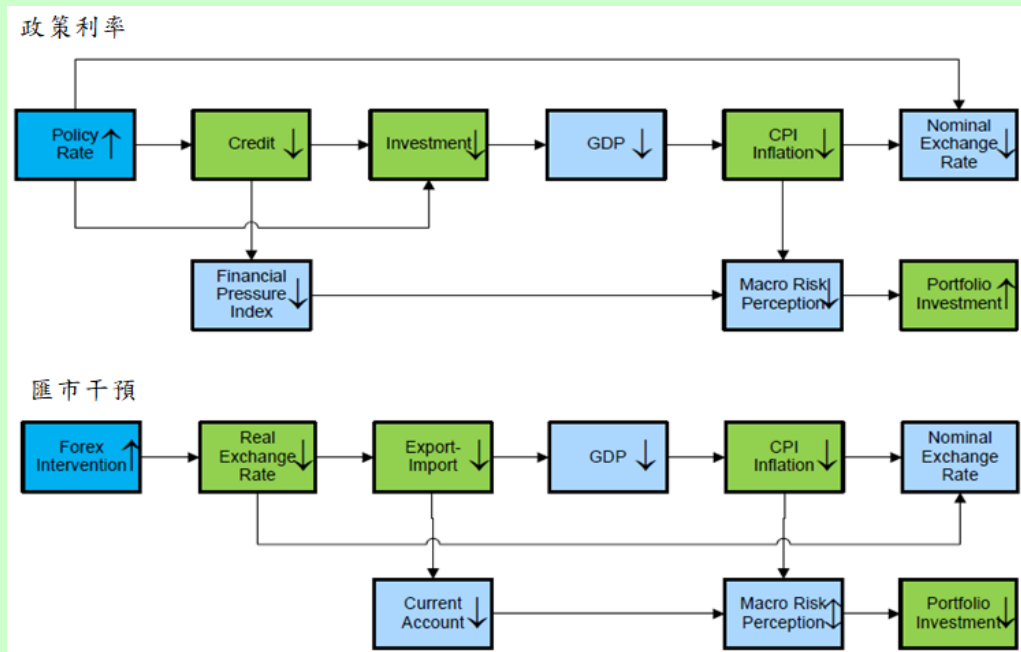
資料來源：本次研討會提供。

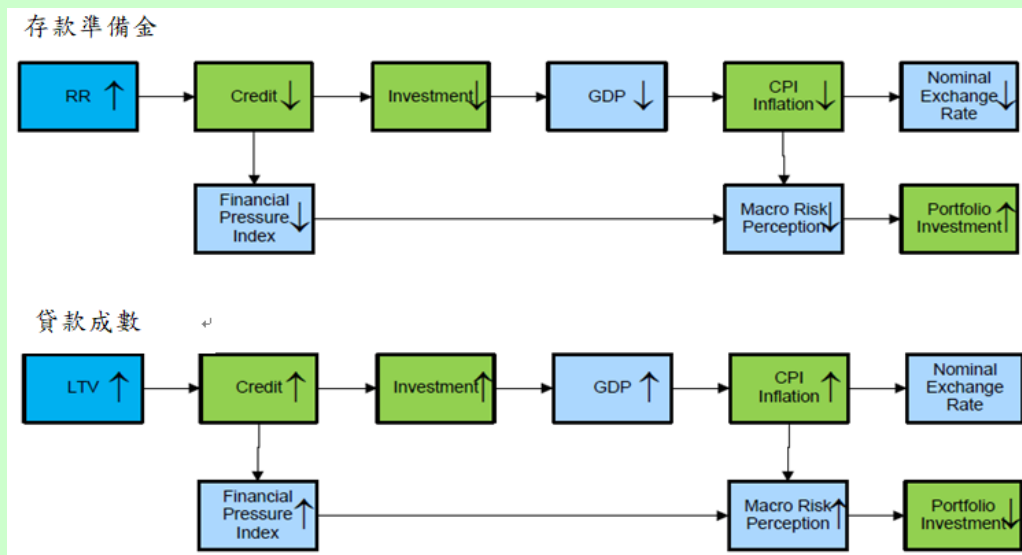
圖 14 央行政策傳遞與影響—無反饋效果



資料來源：本次研討會講義。

圖 15 央行政策傳遞與影響—有反饋效果





資料來源：本次研討會講義。

## (二) 政策目標設定

本次案例研討係假設印尼央行理事會咸認物價穩定為其法定職責，同時金融穩定亦為其維持總體經濟穩定之重要基本條件，是以，希望透過不同政策組合以有效達成所設定之下列各項目標：

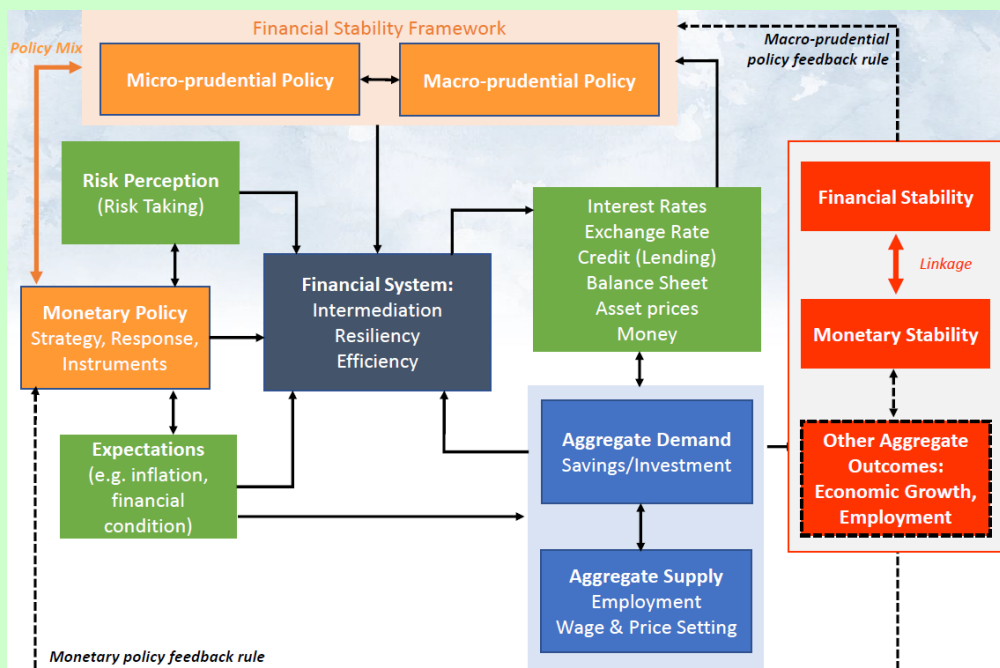
- 盡可能維持經濟成長率不低於6%；
- 基於通膨目標機制，CPI不得逾其上限(介於4.5%-6.5%)；
- 經常帳赤字要求低於GDP之3%；
- 基於金融穩定，金融壓力指數(FPI)應介於105-110。

## (三) 模擬結果分析

全球金融危機後，物價穩定雖仍為印尼央行的主要政策目標，但因跨國資本移動效應，導致印尼經濟金融面臨包括：資本反轉流出、商品價格下滑、經常帳轉為逆差，加上國內信用助長不動產泡沫等多項重大挑戰，物價穩定已不足以維持總體經濟穩定。本次研討會分組討論過程即主要係以 2013 年印尼實際經濟金融情勢為軸心，透過模擬不同情境下

之政策組合與取捨，觀察政策傳遞過程(圖 16)對總體經濟及金融情勢之影響。茲將研討結果分述如下：

圖 16 貨幣政策與金融穩定政策之關連性



資料來源：本次研討會講義。

### 1. 基本情境模擬(無反饋效應、無外生衝擊)

當模型假設在無反饋效應、無外生衝擊之基本情境下，央行若僅採單一貨幣政策升息1碼，雖可使通膨率(6.12%)與金融壓力指數(107)改善，惟經濟成長率(5.74%)、經常帳逆差占GDP比率(3.14%)，均未達設定目標。

此時，若改採升息1碼加上外匯市場干預(賣出10億美元)，雖經濟成長率(5.63%)與經常帳逆差占GDP比率(3.16%)仍未達設定目標，惟通膨率(5.89%)與金融壓力指數(105)均已更進一步改善(圖17)。

圖 17 基本情境模擬結果

Variables	Target	Scenario				
		No Policy	I	II	III	IV
Policy Rate		5,75	6,00	6,00	6,00	5,75
Forex Intervention		0,00	0,00	-1000,00	-2000,00	-1000,00
CPI Inflation (%)	4,5 - 6,5%	6,72	6,12	5,89	5,66	6,49
GDP (%)	>6%	6,03	5,74	5,63	5,52	5,92
CA to GDP (%)	<3%	-3,08	-3,14	-3,16	-3,19	-3,10
Real Exchange Rate		2,16	2,01	1,95	1,89	2,10
FPI	105 - 110	109,92	107,04	105,88	104,72	108,75

資料來源：本次研討會分組作業。

## 2. 假設情境模擬(有反饋效應、有外生衝擊)

當模型存在反饋效應，且為更加符合事實經驗，除基本情境外亦加入遭遇外生衝擊之假設情境，即Fed宣布縮減QE規模，將使全球利率水準上升1至2碼，於此同時亦下修相當幅度之經濟成長率。在此假設情境下，經由模擬分別觀察不同政策組合對總體經濟金融之影響(圖18)。研討結果顯示方法IV之效果最佳，亦即央行除大幅升息外，期間搭配調整存款準備率、貸款成數等總體審慎措施，同時在外匯市場大量賣匯等多項政策配合，可使總體風險指標由130.18下降至123.19，有助減緩印尼國內經濟情勢所面臨包括資本外流、貨幣貶值及通膨上升等巨大壓力。

圖 18 假設情境模擬結果

Variables	Target	Policy Mix				
		No Policy	I	II	III	IV
Policy Rate		5,75	6,25	6,25	6,50	6,75
Reserve Requirement		11,50	11,00	11,00	11,00	10,50
LTV		72,50	72,50	80,00	90,00	90,00
Forex Intervention		0,00	-2000,00	-2000,00	-2000,00	-500,00
CPI Inflation (%)	4,5 - 6,5%	8,12	6,36	6,69	6,50	6,37
GDP (%)	>6%	6,03	5,24	5,45	5,44	5,39
CA to GDP (%)	<3%	-3,09	-3,28	-3,28	-3,35	-3,37
Real Exchange Rate		5,78	5,32	5,30	5,13	5,08
FPI	105 - 110	112,91	104,75	107,79	108,83	108,66
Macro Risk Perception		130,18	121,84	123,93	123,69	123,19

資料來源：本次研討會分組作業。

## 捌、心得與建議

面對全球低成長、低物價之總體環境，以及諸多不確定性的衝擊，各國經濟金融深受影響，除系統性風險上升外，利差及其他因素更引發跨國資金移動頻繁且波動加劇，對外匯市場與資本移動管理帶來風險，導致主要國家之貨幣總計數、信用及產出出現明顯的結構轉變。央行僅透過傳統貨幣政策工具，已無法有效影響銀行資產負債表，以物價穩定作為貨幣政策目標亦不必然能確保金融穩定。

根據印尼經驗，由於全球金融危機發生後，印尼央行僅採單一貨幣政策並無法有效達成政策目的，其貨幣政策已自所謂的三擇二的三難困境，逐漸向中間地帶前進，透過與匯率、總體審慎等政策搭配彈性運用，除可最佳化預定目標，亦有助緩解印尼國內所面臨之經濟金融困境。此外，本次研討會上，並以印尼實例模擬政策搭配運用之效果進行分組座談，經各組研討結果亦均顯示，惟在金融穩定下，貨幣政策傳遞方能發揮成效。

是以，後金融危機時代，央行貨幣政策必需透過與總體審慎措施、資本移動管理、匯率等多項政策工具組合，同時提高政策透明度、加強與外界溝通以助提升政策效果；亦即在所謂的中間地帶找尋最適組合以降低衝擊、改善金融壓力，並使包括經濟成長率、CPI通膨率等各項總體指標更接近目標值，以有效解決國內所面臨的多重困境，並進而追求金融與總體穩定兩者目標之一致。

## 參考資料

2019年4月8日至4月11日「Central Bank Policy Mix: Issues, Challenges, and Policies」研討會講義。

Borio, Claudio(2011), “Rediscovering the Macroeconomic Roots of Financial



Stability Policy: Journey, Challenges and A Way Forward”, BIS Working Papers No 354, September.

Borio, Claudio(2012), “The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt”, *BIS Working Papers No.395*, December.

Claessens et al.(2008), “What Happens During Recessions, Crunches and Busts?”, IMF Working Paper WP/08/274.

Committee on the Global Financial System(2010), “Macroprudential Instruments and Frameworks: A Stocktaking of Issues and Experiences”, CGFS Papers No 38, May.

Drehmann, M., C. Borio, L. Gambacorta, G. Jiménez, and C. Trucharte (2010) ,“Countercyclical Capital Buffers: Exploring Options,” BIS Working Papers No. 317.

De Nicolò, Gianni, Giovanni Dell’Ariccia, Luc Laeven, and Fabian Valencia (2010), “Monetary Policy and Bank Risk Taking”, IMF Staff Position Note, SPN/10/09, July.

Geraats, Petra M.(2010), “Price and Financial Stability: Dual or Duelling Mandates?”, University of Cambridge.

Hannoun, Hervé(2010), “The Expanding Role of Central Banks Since The Crisis: What are The Limits?”, Speech at the 150th Anniversary of the Central Bank of the Russian Federation, BIS.

Jordan, Thomas J.(2010), “A Changing Role for Central Banks?”, Speech at the Welcome Event Master of Banking and Finance, St. Gallen, September, BIS.

Moreno, Ramon(2011), “Policymaking from A “Macroprudential” Perspective in Emerging Market Economies”, BIS Working Papers No 336, January.

Noyer, Christian(2010), “Monetary Policy and Macroprudential Policy”, Speech at the BIS conference on “The future of Monetary Policy”, Rome, October.

Ratna Sahay et al.(2015), “Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets”, IMF Staff Discussion Note, May.