

Market-Based Systems of Monetary Control in Developing Countries: Operating Procedures and Related Issues

发展中国家采取市场机制进行货币控制：操作程序及有关问题

WP/91/40 (C)

国际货币基金组织

亚洲部

发展中国家以市场为基础的货币调控体系：
运行程序及相关问题^{1/}

翁崇惠 撰写

1991年4月

摘要

本文研究在发展中国家发展以市场为基础的货币控制制度的问题。其重点是研究促进向以市场为基础的制度转变的金融改革的适当次序和加强以市场为基础的业务的有效性的措施。本文还分析金融改革对货币需求函数的影响并讨论制定和执行政策的意义。

JEL分类号：

E41, E42, E44, E50, E52, E58

1/、本文的早期文本是在1991年1月26—28日在印度尼西亚雅加达举行的东南亚中央银行组织—国际货币基金组织专题讨论会上提出的。作者谨向P. K. 卡夫尔、L. M. 康妮、A. 朗伊和V. 桑达拉简的有益评论表示感谢。

概要

本文研究在发展中国家金融改革中发展以市场为基础的货币控制制度问题，论述促进向以市场为基础的制度转变的金融改革措施的适当次序，强调在增强银行竞争性和取消直接控制手段之前实行货币控制程序的基本改革并实行审慎的规章制度。

在研究采用市场手段的中央银行业务程序之后，本文着重研究加强市场业务有效性的措施。在这方面，本文论述货币政策与财政政策和对外部门政策的协调，对利率稳定性的关心以及建立二级市场和购回市场等问题。本文还分析金融改革对货币需求函数的影响并强调为在货币需求不稳定时制定和执行政策提供最新经济指标的重要性。

目	录	页
引 言		1
第一节 向以市场为基础的货币控制制度的转变		1
1、发展间接货币手段		2
2、审慎的改革		2
3、发展金融市场		3
4、取消直接手段		5
第二节 以市场为基础的手段的业务程序和有关问题		5
1、政策框架		5
2、业务程序		6
3、问题		8
(1) 处理“自发因素”		8
(2) 与财政政策和对外部门政策协调		9
(3) 对利率稳定性的关心		11
(4) 二级市场和购回市场		12
(5) 债务证券的充足性和交易频度		13
第三节 估计货币需求量的问题		14
1、改革前时期		14
2、金融改革对货币需求函数的影响		15
3、金融规划和设定货币目标的意义		17

第四节 结束语.....	20
表 1 . 若干亚洲国家货币需求长期收入弹性.....	18
图 1 . 货币政策对经济的影响.....	6 a
参考文献.....	23

引言

近年来，许多发展中国家开始改革其中央银行业务程序，以便更积极地利用间接手段或市场手段来达到宏观经济目标。实行以市场为基础的货币控制制度，与金融自由化相结合，目的一般在于加强储蓄调动和改善资金分配效率。过去实行直接利率和信贷控制，常常使这种效率受到抑制。本文研究在发展中国家金融改革过程中发展以市场为基础的货币控制制度的问题。

本文结构如下。第一节论述货币政策改革和金融自由化之间的相互关系、金融改革措施的适当次序以及公共政策在发展金融市场中的作用。第二节研究在间接货币控制制度下的政策框架和中央银行业务程序，并论述几个在金融改革的各个阶段出现的有关问题。重点在于说明为加强公开市场业务的有效性和在金融制度自由化的同时防止金融危机所需要的政策协调和措施。第三节评价金融改革对货币需求函数的影响以及制定和执行货币政策的意义。第四节为结论。

第一节 向以市场为基础的货币控制制度的转变

金融部门改革通常包括旨在使金融系统对市场力量有更大反应性以便促进储蓄和改善资金分配效率的措施。这些措施可分为两大类。第一类包括对金融部门的监督和管理制度的改变。属于这一类的措施主要包括：降低进入市场的壁垒，放松对银行活动范围的限制，国营商业银行私营化，增加资金需要量，限制贷款集中，贷款分类和备付，弱金融机构资本调整和结构调整以及改革监督制度。第二类是改革货币控制手段和程序，主要包括建立公开市场业务或其他以市场为基础的业务，发展二级市场和购回市场，统一和降低准备金规定，改革再贴现和再筹资贷款以促进中央银行的普遍再贴现而不是选择性再贴现，放开利率以及消除数量信贷控制。

发展以市场为基础的货币控制制度既影响金融部门的自由化，又受后者的影响。例如，有效的以市场为基础的业务（如短期国库券拍卖）要求允许短期国库券的利率反映市场状况，并允许商业银行根据其资金流动状况和货币市场

状况调整其贷款利率和存款利率。有效地利用这种间接货币手段反过来可以促进市场型金融制度的发展。

为了便于管理商业银行流动资金和避免扩大利率差幅，准备金规定应降低，并尽可能保持低水平。也可以把遵守准备金规定从按日或按指定日变为按期平均。同样，如果在再贴现窗口有得到流动资金的稳定可靠机会，就可以防止短期利率过度波动。这两种政策改革对于向更自由化的金融制度顺利转变和促进金融市场发展都是重要的，而这种转变和发展反过来将有助于增强货币政策的有效性。

货币政策改革和金融自由化都需要时间，不可能所有改革措施都在同时实行。问题在于应首先实行哪些改革措施和实行到什么程度。对这些问题的答案在很大程度上取决于国家当局所面临的环境，现行的机构安排以及进行组织和立法改革的效率。不过，各国的经验表明，按下述次序进行金融改革是比较合适的。1/

1、发展间接货币手段

在改革过程的最初期应进行货币控制程序的几项关键改革，以便使中央银行能够预期准备金变化情况并主动、灵活地吸收或提供银行流动资金。初步措施可能包括采用新的货币手段，如短期国库券、证券拍卖程序以及改变关于获得中央银行再筹资贷款的规定。这种改革有益于金融市场的发展，并促使取消直接手段。在这方面，应使银行同业市场或债券市场的利率成为可变的，即使体系中其他方面的利率仍受控制。

2、审慎的改革

在实行增强银行竞争性的主要政策之前，应实行审慎的改革和银行结构调

1/ Bisat, Johnston and Sundararajan (1990年)回顾了阿根廷、智利、印度尼西亚、朝鲜和菲律宾在这方面的经验。Villanueva and Mirakhor (1990年)也论述了初始条件不同的国家的金融部门自由化和实行利率战略的次序和方式。

整计划。金融自由化之后经常跟随着一个信贷增长超过存款增长的时期，这种情况加剧了资金不平衡。同时，信贷迅速增长会加重信贷批准程序的负担，并导致对风险更大的项目的贷款增加。在关于贷款分类和呆帐备付、利息资本化、资本充足性和对贷款集中的限制没有适当的审慎的规章制度和方针的情况下，这种状况可能导致银行无偿付能力和金融危机，从而严重破坏货币控制和金融市场的发展。银行结构调整加上审慎的改革，可确保金融机构的可靠性，从而一方面增强货币政策的有效性，另一方面增强公众对货币市场的信任，从而促进货币市场业务的展开。

3. 发展金融市场

金融市场的发达程度和健全程度是决定间接货币控制的有效性的一个重要因素。货币控制程序的基本改革和审慎的规章制度一实行，就应该努力发展金融市场。一般说来，成功地发展金融市场要求有一个有利的环境，并常常要求进行审慎的政策干预。^{1/}

如上所述，适当的金融改革会提供一个有益于发展金融市场的的环境。实际上，从严格控制的货币政策制度向以市场为基础的制度过渡，包括在可变利率的环境中积极管理流动资金，可能是公共政策可以对发展金融市场做出的最重要贡献。但是应该强调，宏观经济稳定化通常是成功的金融改革的先决条件。例如，在大量财政赤字已引起高通货膨胀率的情况下，通过降低准备金规定或其他取消控制的办法（而不先消除财政赤字）来减少金融中介费用的尝试可以导致通货膨胀加速。另外，由金融自由化引起的较高利率以及政府的大量国内融资要求可能加剧预算赤字。再者，在国际收支恶化情况下，导致信贷迅速扩

1/、关于各国在金融改革和发展金融市场方面的经验，见Disat, Johnston and Sundararajan (1990年)，Johnston and Brecht (1989年)，Kafle (1990年)，Lin (1988年和1989年)，Sundararajan and Molhu (1988年)，以及Sapinit (1985年)等。World Bank (1989年)研究了金融在发展中的作用并回顾了各国解决其金融部门问题的步骤。

张或资本过度流入的金融改革是与改善对外收支经常项目的目标相违背的。1/

除了保持经济稳定性和确保改革的适当次序以外，货币当局和财政当局都应准备采取纠正性的行动来对付金融市场的反常现象。例如，除了实行限制性货币政策之外，由于金融自由化初期阶段的资金不平衡，可能还要减少财政赤字。如果信贷过度增长持续下去，则可能要考虑采取把信贷扩张与存款增长联系在一起的方针。2/同时，应设法通过减让性贷款进行外部融资，以进一步减少政府的国内借款要求。

虽然功能健全的短期金融市场的存在提供了一个在金融改革开始时实行间接货币控制的方便途径，但这种市场的存在也减缓资本市场的发展。市场参加者在交易价格风险较小的短期证券方面的经验和专长可用于发展长期市场。例如，在完全建立了短期国库券市场之后，当局可以开始定期拍卖较长期政府证券。于是，定期提供到期日不同的各种债务证券，以吸引各种投资者。较长期政府证券的定期交易可能作为发展风险更大的其他证券（如公司债券和股票）市场的催化剂。

总之，中央银行可以在通过保持有利的环境和对市场参加者提供清偿力和规章制度支持来发展短期和长期金融市场方面起主要作用。就规章制度方面的支持来说，必须建立涉及市场参加者的业务和义务的详细规章制度。另外，必须建立监督中介机构和传播市场信息的机制。在政府方面，税收制度不应过分阻碍二级市场交易（营业税和印花税可能造成这种问题）。同时，政府应制定债务管理政策并设计市场型债务证券。

1 /、关于一个经济体中的各个部门的结构改革次序问题的论述，见Blejer and Sagari(1987年)和Edwards(1984年)等。根据经验，主要是拉丁美洲国家的经验，有人建议财政改革和财政赤字的大幅度减少应在实行金融改革之前完成，金融自由化应先于取消对国际资本交易的控制，贸易自由化应先于资本项目自由化。

2 /、关于在金融改革过程中取消直接手段的问题，将在下一小节进行论述。

4、取消直接手段

使用直接手段造成的无效率资金分配和其他问题是众所周知的。因此，金融改革的一个必要步骤是，一旦采用了间接手段就停止使用直接手段。但是，如上文所述，有些国家在金融自由化开始时经历了过度的利率波动、资本流入或信贷扩张。因此，中央银行最好保留若干扭曲性较小的直接手段，以防丧失货币控制。如上文所述，诸如将信贷扩张率限制到与存款增长率相同的水平等措施在间接手段仍处于襁褓期时可能是正当的。同样，在贷款利率过度提高的情况下，可以考虑在金融机构的平均基金费用和这些机构的贷款利率之间规定一个最大差幅。1/这并不意味着信贷最高限额和对利率的行政控制在发展间接手段期间应长期保留。相反，策略应该是，主要依靠间接手段，仅在必要时动用直接手段。一旦情况允许，应取消直接手段。

第二节 以市场为基础的手段的业务程序和有关问题

1、政策框架

与旨在直接控制信贷数量和方向或利率水平的直接货币手段不同，间接货币手段旨在通过改变商业银行和其他金融机构的资金流动状况间接地影响货币、信贷和利率。间接货币手段包括短期国库券拍卖、准备金规定、再贴现贷款、购回和逆购回、政府证券的二级交易、政府存款业务、在中央银行的特别存款、中央银行债券和外汇干预。

就货币供应过程来说，间接货币手段通过准备货币存量或货币乘数二者之一或二者共同的变化影响货币供应量。例如，通过公开市场业务任意改变准备金规定会影响商业银行的资金流动状况并通过它影响货币和信贷供应。但是，通过改变政府证券的利率，这种业务也可以影响货币市场状况，导致商业银行贷款利率和存款利率的改变。利率的改变又会影响通货一存款比和超额准备金

1/、但是，允许差幅必须考虑到正常的中介费用、风险和合理的利润。关于这个问题以及利率管理有关的其他问题，见Leite and Sendararajan (1990年)。

比，从而改变货币乘数。

货币供应量的变化加上利率改变，预期会通过各种渠道影响总需求、产出、价格和国际收支。图1表示在一个以市场为基础的制度中货币政策的可能传导机制。应注意，随着间接手段变得更发达更有效，“利率渠道”可变得比“信贷配给渠道”更有影响。再者，在资本流动性更大和实行更可变的汇率制时，货币政策也可以影响国际收支，并反过来通过汇率影响国内经济。例如，旨在提高国内利率的公开市场业务可以引起资本流入，从而面导致汇率提高。汇率提高反过来会减少对贸易商品的需求和降低进口商品的国内价格，因而有助于减轻通货膨胀压力。

以上所述的采用间接货币手段并不意味着中央银行应对货币供应量或者利率进行微调。实际上，许多国家提前制定甚至宣布了中期货币目标，并熟练地使用货币手段来达到中期目标。许多中央银行还制定了业务目标。中期目标变量和业务目标变量都可以在长期内随着金融制度的演变和对货币政策的态度变化而改变。总的来说，中期目标可以是货币概览中的综合指标，或者是长期利率，而业务目标可以是短期利率（通常是银行同业贷款利率），汇率（管理浮动制），或中央银行资产负债表中的综合指标（通常是国内资产净额或准备货币的一部分）。1/

2、业务程序

市场型货币控制制度的业务程序在国与国之间不同，反映了不同的经济和金融发展阶段和不同的汇兑安排。但在努力达到货币或信贷数量目标的大多数国家里，程序的几个基本步骤是共同的。第一，建立准备货币需求的期望轨迹，是从符合最终政策目标的中期目标变量（如广义货币）的水平推导出来的。第二，根据准备货币的期望轨迹估计业务目标变量（如中央银行国内资产净额）

1/、一个广泛持有的观点是，当金融部门是不稳定性的主要来源时，利率应是优先考虑的目标。但在不稳定性主要产生于实际部门的干扰时，则应优先考虑货币总量目标。当一个国家面临着资本流动问题而且稳定汇率成为首要问题时，可以考虑把汇率作为目标。Johnston（1990年）论述了设计与间接控制相一致的货币政策框架的问题。

的轨迹。第三，根据有关中央银行资产负债表的主要内容的预测，并假定政府没有证券净出售而且其他政策手段没有变化，计算业务目标变量的预计轨迹。

第四，决定对业务目标变量的期望轨迹和预计轨迹之间的离差的政策反应。1/为了举例说明，下面说明主要依靠初级债券拍卖的尼泊尔的情况。

尼泊尔于1988年开始按月进行短期国库券拍卖。但是，直到1989年8月放开利率时才建立了准备货币规划制度。2/从那时起，广义货币被选择作为中期目标变量。由于实行钉住汇率制以及总国际收支一直是最重要的目标变量之一，所以货币政策的业务目标变量一直是尼泊尔拉斯特拉银行（中央银行）的国内资产净额（NDA）。3/

业务程序主要包括以下步骤。1/第一，估计尼泊尔拉斯特拉银行国内资产净额的期望水平的一年轨迹。这条轨迹被推导为估计的准备货币（RM）需求量和中央银行外国资产净额（NFA）的目标水平之差，因而，

$$NDA_t^* = RM_t - NFA_t$$

准备货币需求量是根据与产出和价格的预期发展相符的广义货币预计需求量估计的。估计准备货币需求量的一个重要因素是估计商业银行准备金需求量，包括规定准备金和超额准备金。规定准备金是规定准备金比与银行存款数额（估计为广义货币的组成部分）的乘积。对超额准备金的需求量主要取决于各银行存款和贷款的季节变化、持有超额准备金的机会成本以及接近再筹资窗口和进入银行同业市场的机会放宽。实际上，一旦计算出规定准备金，过去的超额准备金和规定准备金之比就可用来推导超额准备金。

1 /、处理离差的政策反应和业务程序在各个国家差别很大，取决于：（1）货币市场的结构和深度，（2）清算制度的性质，（3）对离差原因的判断，（4）汇率制度。

2 /、放开利率的同时取消了直接信贷控制并改进了中央银行的再筹资贷款。

3 /、更详细的说明可见Sundararajan, Itam and Brekk（1989年）。

下一步是计算国内资产净额的预计轨迹，假定在中央银行之外没有短期国库券的净发行，其他证券没有变化。这一步预测中央银行资产负债表中国内资产净额的主要成分，包括中央银行对政府债权净额（NCG），中央银行对商业银行、公共金融企业、公共非金融企业和非银行私人部门的贷款（CBL）以及其他净项目（OIN）：

$$NDA_t = NCG_t + CBL_t + OIN_t$$

中央银行对政府的债权净额是政府的国内融资要求和通过向商业银行和非银行部门借款筹措的资金之间的差。后面两个来源的融资不仅包括短期国库券（这里假定没有净发行），也包括开发债券和国民储蓄券。对中央银行贷款的预计基于（公共金融企业的）年度再筹资限度、季节型式和趋向等。最后，对其他净项目可以进行判断性预测。

最后一步是检查以后12个月中每个月的期望国内资产净额和预计国内资产净额之间的离差，并决定在规定时限内怎样填补这个差距。这是确定各国将要拍卖的短期国库券的总量以及其他政策行动（如改变准备金规定和增加发行开发债券和国民储蓄券）的基础。在不需要使用其他手段的12个月中的纯粹“防御性”业务中，短期国库券拍卖的数量确定如下：

$$NDA_t^* = NDA_{t-1} + \text{新的短期国库券发行净额}$$

3、问题

本节讨论几个与间接货币控制制度下的业务程序有关的问题，这些问题可能在金融改革的不同阶段出现。

（1）处理“自发因素”

在中央银行资产负债表的项目中有自发因素或非随意支配因素（即超出中

央银行短期控制范围之外的因素)和政策手段或随意支配手段。前者的主要项目是外国资产净额和对政府的债权净额,后者包括中央银行贷款、出售和购买政府和/或中央银行证券、购回和逆购回协议以及外汇互惠信贷。

在推导准备货币和业务目标变量的预计轨迹时,应尽可能精确地估计自发因素的变化。为此,应及时得到经济指标,包括与国民收入帐户、价格、中央政府预算业务和国际收支有关的指标。^{1/}这将便于中央银行对业务目标变量的预计轨迹与期望轨迹之间的离差进行估价,即估计这些离差可能是持久性的还是暂时的。这种估价将使中央银行能够决定货币调整的幅度和速度,决定是否要求除公开市场业务之外的手段以及是否应修改业务目标 and 中期目标。僵化地坚持货币目标而不对自发因素变化的特点进行适当的估价,会导致利率过份不稳定甚至汇率过份不稳定,从而对国内储蓄和投资以及对外稳定性产生不利影响。

处理自发因素的一个有关问题是要求中央银行为有问题的金融机构提供特别清偿力支持。在当局面临金融机构广泛存在的风险和无偿付能力(这是一些国家金融改革中出现的情况)时,货币政策的管理受到严重限制。向这些机构提供清偿力支持很可能是短期的解决办法,尽管这种方法当然会同时使中央银行对付宏观经济不稳定性的任务复杂化。当这种特别清偿力支持成为主要因素时,在公开市场业务中的活动余地相应减少。如上文所述,重要的是在金融自由化的相当早期甚至在其之前加强对金融机构的审慎管理和监督,以避免金融危机。

(2) 与财政政策和对外部门政策协调

随着金融制度自由化,采用间接货币手段,实行更可变的汇率制,国际资

^{1/} 指标的类型取决于预计的时限。在确定年度货币目标时需要年度指标,而以市场为基础的业务一般要求进行很短期的预计。

本流动性更强，利率和汇率作为传递货币政策来影响实际经济的渠道变得日益重要。但是在这种以市场为基础的制度中，利率和汇率并不是仅仅由货币政策决定的。因此，重要的是货币政策与财政政策和对外部门政策协调，以避免金融市场的目标需求和供应的不一致，避免不期望的汇率波动和资本运动。

一些实行稳定化加自由化计划的国家在有大量预算赤字和国际收支恶化的宏观经济不稳定时期发生了利率“过高”的现象。高利率导致较高的生产费用和广泛的企业破产。^{1/}随着呆帐在其有价证券中的比重增加，商业银行或者进一步提高它们的贷款利率，或者从中央银行寻求金融支持。但是，利率的急剧提高也引起大量资本流入。于是，当局面面临着要么允许汇率提高要么从公众手里购买外汇的困难抉择。前者会使对外收支经常项目恶化和使结构调整的任务复杂化，后者干扰当局减少货币扩张和降低通货膨胀的努力。上述问题说明改革的次序错误和缺乏政策协调。如果大量预算赤字是宏观经济不稳定的主要原因，则只依靠限制性货币政策而不进行大幅度财政调整会导致过高的利率。在没有资本控制的情况下，这可能导致大量资本流入。另外，如果本国货币的预期贬值率与预期国内利率和外国利率之差不符，则资本流入问题会加剧。另一方面，如果按预期国内货币贬值率进行了调整的国内利率低于外国利率，则会鼓励资本外流。

金融规划为政策协调提供了一个好框架。在进行这种规划时，估计调整的需要，制定计划目标，确定达到目标所要求的各种政策手段。^{2/}这在推导中期货币目标的期望轨迹方面特别重要，但是政策当局必须不断检查金融规划，以确保在各方面采取的纠正性措施在达到共同目标方面是一致的和适当的。

与短期国库券拍卖有关的政策协调的一个重要方面是这种拍卖与政府国内债务管理的协调。为政府准备本财政年度的现金流动表会建立起政府的国内借款轨迹。为此，每月对政府支出、收入、外国赠款、对外借款净额和国内借款

1 /、 关于这个特别问题，见 International Monetary Fund (1983年) 和 Sundararajan and Balino (1990年) 等。

2 /、 关于金融规划和有关问题的更详细的论述，见 International Monetary Fund (1987年)。

净额的主要成分进行预计是重要的。这个信息将有助于确定为了使货币状况沿着期望的轨迹发展而应该在中央银行之外出售的政府证券总额。缺少这种协调可能导致政府在中央银行的存款增加、中央银行持有政府证券数额的不期望的增加或大量提取中央银行的透支贷款。

(3) 对利率稳定性的关心

如上文所述，利率变动过份不稳定对国内生产者和金融机构的偿付能力、对国内储蓄—投资决策以及对国际收支和汇率稳定性产生有害的影响。除了上述的政策协调和适当次序以外，重要的是实行审慎的改革。后者不仅加强金融机构的可靠性并使它们能够在市场上竞争，而且也会避免积累给贷款利率造成压力的非履约贷款。如下一小节将要论述的，为政府证券建立购回市场也会减轻利率的不稳定性。

一些中央银行曾试图通过采取不同的短期国库券出售方法来避免潜在的利率过分不稳定。例如，中央银行可以不进行自由拍卖（即事先宣布要出售的债券数额，并且进行竞争性投标），而是决定拍卖短期国库券而不宣布招标量。然后，中央银行可以自行决定根据其利率目标是接受还是拒绝投标。另外，中央银行也可以既宣布招标量，又宣布可接受投标的允许利率范围。在这两种情况下，中央银行都承担着同时管理价格和数量的复杂任务。在前者，中央银行增加灵活性以减少对市场参加者的信息为代价。

但是，许多发展中国家也担心利率提高，因为利率提高对政府的预算业务有影响。保持政府证券低收益的传统理由是，需要限制政府债务的利息费用，因而政府可以将更多的资金分配给其他类型的支出，特别是社会服务和发展计划。但是，对政府利息费用的关心限制了通过公开市场业务进行货币控制的范围，特别是如果在业务中使用的债务证券是政府证券的话。低于市场的收益也妨碍了活跃的政府证券二级市场的发展。另外，持有这种政府证券的金融机构倾向于通过较高的利率差幅把隐含的“税”转嫁给它们的顾客，从而使金融部门的利率结构扭曲。因此，为了达到金融改革的目标并使公开市场业务充分有

效，重要的是政府愿意接受市场状况反映出来的较高的借款费用。

(4) 二级市场和购回市场

在一些国家，政府证券初级市场的交易由于没有二级市场和/或购回市场或因为这些市场欠发达（这种情况削弱证券变现性）而受到妨碍。妨碍这种市场发展的因素包括上述的低于市场的证券收益、对准备基金和金融机构持有大量这种证券的法定要求、1/以及证券商和其他市场参加者缺乏交易专长和缺乏得到融资的机会。

为了发展政府证券二级市场，关键在于增加初级市场的交易额。一旦积累了足够的证券数额，经过适当训练的证券商可以被认可。证券商将负责政府证券在市场供求平衡。同时，中央银行应在信贷额度和有担保的购买安排方面向证券商提供资金支持，特别是在缺乏发达的银行同业市场的情况下。证券商应发展适当的政府证券利率期限结构，对这些到期日不同的证券的购买和出售贴现率报价，并根据剩余到期日的适用贴现率计算出售和购买价格。为了保证二级市场的生存力，中央银行应为证券商制定资本充足性标准，并监测他们的活动和风险。

建立购回市场是重要的，这不仅是因为它会增强在初级市场交易的证券的变现性，并从而加强公开市场业务作为货币政策的主要工具的作用，而且因为它会使中央银行纠正或理顺拍卖之间的货币变化情况。购回协议和逆购回协议对于避免银行同业市场的利率过分不稳定和防止下一次拍卖之前发生不期望的信贷扩张或紧缩是重要的。

例如，在拍卖之间发生流动资金过多的情况下，中央银行可以与商业银行

1 /、除了妨碍市场发展以外，流动资产要求还可以在准备金不足时使货币管理复杂化。中央银行购买短期国库券来缓解准备金不足会造成流动资产不足。因此，似乎最好降低流动资产要求，以便这一要求不会成为货币管理中的一个限制因素，而是满足审慎的目的。