

CHINA

ZHONGGUO HUOBI ZHENGCE TIXI
DE XUANZE

中国货币政策体系 的选择

○ 郭田勇 著

 中国金融出版社

中国货币政策体系的选择

郭田勇 著



中国金融出版社

责任编辑：张智慧

责任校对：孙蕊

责任印制：张莉

图书在版编目 (CIP) 数据

中国货币政策体系的选择 (Zhongguo Huobi Zhengce Tixi de Xuanze) / 郭田勇著. —北京：中国金融出版社，2005. 12

ISBN 7-5049-3866-1

I. 中… II. 郭… III. 货币政策—研究—中国 IV. F822.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 129457 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷厂

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 7.875

字数 233 千

版次 2006 年 4 月第 1 版

印次 2006 年 4 月第 1 次印刷

定价 25.00 元

如出现印装错误本社负责调换

序

金融业从微观来看，是国民经济的重要组成细胞；从宏观来看，是国家调节经济的重要手段。为了实现货币政策目标，保持国民经济的良性发展，我国中央银行在二十多年的改革开放实践中，针对各个时期的经济金融状况，灵活采用各种调控手段，取得了不少成绩，积累了许多宝贵经验，并初步形成了一套较为完善的货币政策体系。可以说，中央银行货币政策体系的形成既是我国金融体制改革的重要目标之一，也是以市场化为导向的经济体制改革的必然产物，更是在改革中熨平经济波动、治理通货膨胀和通货紧缩的经验总结。

应当说，我国货币政策体系的发展和形成经历了一个漫长、艰巨而又复杂的过程。首先，是一个“从无到有”的过程，在中央银行制度建立以前，也就无所谓货币政策，1983年中国人民银行正式行使中央银行职能后，货币政策才开始逐步被提上议事日程，理论界和决策部门也开始了对政策目标、工具等相关问题的探讨。其次，是一个“由粗到细”的过程，即货币政策作用于经济的方式由粗放式调节逐步走向细致化和定量化。比如，1983年，我们将存款准备金仅仅视作中央银行的资金来源，于是将存款准备金率定为20%并多年保持不动，而今天我们不仅采取灵活的准备金制度来调节商业银行的流动性，还根据各家银行经营状况的不同推出了差额存款准备金制度；又如，在20世纪80年代，我们的金融调控是由货币政策工具的操作来直接作用于政策目标，由于时滞的存在，经常使得调控的实际效果与期望值发生较大的偏离，而到了90年代中期我们设置了中介目标之后，就使这种偏差在很大程度上得到了纠正，大大提高了金融调控的准确性。最后，也是最重要的，是一个“由直接到间接”的过程，20世纪90年代以前，我国中央银行的金融调控主要是采取信

货计划、行政命令等直接手段，90年代之后，伴随着我国计划经济向市场经济的转轨，直接调控工具与间接调控工具并存、间接工具运用的比例和范围不断扩大是这一时期中央银行金融调控方式的主要特点。而进入21世纪以后，随着信贷规模管理等计划经济手段的寿终正寝，间接调控日渐成为我国中央银行的主要工具，而且中央银行对各种间接政策工具的运用也日臻成熟。

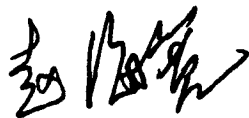
郭田勇同志的新著《中国货币政策体系的选择》对我国货币政策体系发展嬗变的这一历史脉络做出了准确而又清晰的梳理，并对当前我国货币政策体系中的问题以及未来的改革发展路径进行了深入的分析与探讨。一个完整的货币政策体系至少应包括货币政策目标、工具和传导机制三大部分，考虑到在货币政策目标的研究中一般要将其分解为最终目标和中介目标两个独立的问题分别研究，同时，货币政策体系在当前中国经济增长新阶段中的总体定位也是一个不容回避的重要问题，这样，作者在书中就分为五个部分来研究中国货币政策体系。应当说，作者的这一框架设计很合理并具有严谨的逻辑性。在具体的阐述过程中，该著作以马克思主义辩证法、唯物史观为指针，在理论联系实际的基础上，运用了中外比较分析、历史分析、统计计量分析等多种方法进行综合研究，在许多问题上都提出了自己的观点，并取得了不少理论上的突破，体现了很高的学术水准。

“大道至简”，这部专著的另外一个可贵之处就在于，它的文笔很流畅，能够用平实的语言和恰当的类比将一些复杂的道理阐释清楚，给人以耳目一新的感觉。本书除了小部分内容必须要用计量、模型研究（如资产价格对货币政策目标的影响度分析、货币供应量的相关性测度等）的之外，大部分内容均采用数据分析、实证分析、归纳演绎等方法，而且研究过程层层递进、深入浅出。因此本书应当具有较为宽阔的读者面，不仅适合理论研究人士阅读，具备经济金融基本知识的读者也可将其作为对货币政策问题深入学习的参考用书。

郭田勇同志的这部专著是在他的博士论文的基础上完成的。几年前，他的论文在中国人民银行研究生部答辩时，获得了评议专家和答

辩专家的一致好评，厉以宁、刘鸿儒、周小川、秦池江、谢平、王广谦等不少国内著名学者都对论文做出了很高的评价，这种情况在“五道口”的历史上是较少出现的，我作为他的论文导师也是很满意的。在中央财经大学工作这段时间，郭田勇同志又抓紧点滴时间不断地对论文进行修改补充，并融入了近几年我国货币政策体系改革发展的新内容。现在读起该书，感觉它不但在内容上比以前增色不少，而且在理论水平和学术功底上又上了一个台阶。

总体来看，作者独辟蹊径、锐意创新，完成了一部兼具理论价值和现实意义的新著。当然，作为一部学术著作，书中的部分观点和结论可能会有争议，比如作者提出的中央银行现阶段还不能将资产价格列入货币政策最终目标，应选取金融体系的流动性为货币政策操作目标，应将发展票据市场作为金融市场完善的突破口等等。我想，对于这些问题，理论界和实际部门可能会存在一些不同看法，但作为学术观点，自当见仁见智、各抒己见。最后还应指出，货币政策与金融调控问题是我国宏观经济金融运行中最复杂、难度最大的一个理论问题，一部专著不可能尽善尽美，还望作者在今后的研究工作中继续努力，朝着更高的水平攀登。



2006年3月

目 录

导 言	1
1 货币政策最终目标内涵研究	11
1.1 货币政策最终目标理论及实践	11
1.2 币值稳定内涵的分析与界定	18
1.3 中国货币政策最终目标体系的完善	22
1.4 对货币政策与资产价格关系的理论探讨	39
2 货币政策中介目标和操作目标的选择	67
2.1 货币政策中介目标选择依据及种类	67
2.2 西方国家货币政策中介目标发展历程	69
2.3 我国货币政策中介目标的选择	77
2.4 中国货币政策中介目标体系的完善	92
2.5 西方各国货币政策操作目标的比较	100
2.6 中国货币政策操作目标的选择	103
3 走向间接化的货币政策工具改革	108
3.1 我国货币政策工具的间接化趋势	108
3.2 存款准备金制度	
——货币政策工具发挥作用的基础	113
3.3 再贴现与中央银行贷款	
——从“免费的午餐”到“最后的晚餐”	122
3.4 利率	
——逐渐淡出的货币政策工具	130

3.5	窗口指导	
	——走向间接化的“栈道”	140
3.6	公开市场业务	
	——间接货币政策工具的核心	146
4	货币政策传导机制重塑与改造	160
4.1	西方货币政策传导机制模式	161
4.2	中国货币政策传导机制发展及评析	166
4.3	中国货币政策传导机制的改造与完善	180
5	新经济环境中的货币政策定位	194
5.1	当前我国经济运行的新特点	194
5.2	我国金融业的发展趋势	208
5.3	新经济环境中的货币政策定位	214
	主要参考文献	234

导 言

一、写作背景

进入 20 世纪 90 年代以后，全球各大地区的通货膨胀不断回落，经济平稳增长，“今天的世界经济也许到了自第一次世界大战爆发以来的第一次同步性增长的前沿”^①；许多学者认为美国经济进入了“无通货膨胀的经济增长”时代。但 1997 年 7 月初，泰国宣布放弃泰铢与美元的钉住汇率制度，拉开了亚洲金融危机的序幕。危机造成大多数东亚国家货币先后大幅度贬值、资产价格全面下跌、经济增长明显放慢。1998 年亚洲金融危机仍在持续、扩展和深化，并进一步演化为全球性金融动荡。这次危机不仅造成亚洲经济增长严重受挫，国内需求严重萎缩，也影响到了许多欧美国家的经济增长速度，出现了国内需求减弱、物价水平持续走低的经济现象。1997 年 11 月，美国《经济周刊》带头发起了“全球通货紧缩”的警告；1998 年 1 月 8 日，美国联邦储备委员会主席格林斯潘在国会听证会就宏观经济形势发表见解时多次使用“通货紧缩”这一字眼；英国《金融时报》1 月 15 日刊登了美国前任劳工部长、社会及经济政策知名教授罗伯特·赖克题为《目前通货紧缩是真正的敌人》的文章；1 月 18 日，美国《商业周刊》发表了著名经济评论家迈克尔·曼德尔《没有通货膨胀的经济》一文，认为“没有通货膨胀的经济会带来新的危险，具体说就是可能出现通货紧缩”。“经济陷入了衰退，有力地证明了衰退这一经济现象并没有消失”^②，通货紧缩与经济衰退一时成为国

① 英国，《经济学家》，1998 年 1 月 4 日。

② 斯蒂格利茨：《喧嚣的九十年代》，中国金融出版社，2005 年版。

际经济界谈论最为激烈的话题。尽管学者们对当前全球宏观经济形势的判断并未取得共识,但主要经济发达国家的货币当局采取了较为一致的行动,即多次降低基准利率,以刺激投资和消费,预防可能出现的“通货紧缩”引发的世界经济衰退。遗憾的是,很长一段时间里,全球货币政策的宽松态势并未减弱全球通货紧缩的压力。2002年,大多数国家和地区通货膨胀率显著低于20世纪80年代和90年代的平均水平。2002年,美国和欧盟通货膨胀率约为1.5%和2.1%;工业国家整体通货膨胀率仅为1.4%;在发展中国家中,除拉美一些国家通货膨胀率明显上升之外,其他国家和地区的通货膨胀率均有不同程度的放缓。直到2003年,这种情况才有所好转。

1996年,中国经济经过三年的调整后成功地实现了“软着陆”,但经济界以至货币当局都忽视了一个重要的信号,那就是从1996年10月份开始,生产资料购进价格出现了负增长即绝对下降的态势。1997年的宏观经济在中央银行适度从紧的货币政策下继续向低位运行,1997年10月,零售物价水平首次出现下降;1998年2月,消费价格指数也出现了负增长的势头。自此,反映价格水平的几大物价指数均呈下降态势。与此同时,一方面,由于受金融危机的影响,贸易出口增幅下降,加之受人民币贬值预期,人民币外汇占款增幅急剧下降;另一方面,受国内外市场制约,企业投资意愿降低,资金有效需求不足,商业银行因金融风险意识的加强,贷款日趋谨慎,特别是大型商业银行,资金充裕,主动提前归还中央银行的再贷款。这种状况,使得中央银行资产运用不断减少,基础货币增幅下降。

但是,这些信号以及国际和国内学者关于“通货紧缩”的警告并没有引起决策层的高度重视。一直到1998年7月底,朱镕基在视察内蒙古和山西时首次用“通货紧缩”一词表示政府对当前经济形势的判断后,宏观调控政策才发出了明显的放松信号。这种滞后性的政策操作带来了较为严重的后果,不仅牺牲了经济增长,集聚了社会经济运行中的各种矛盾,更为严重的是,它降低了公众对未来经济发展的预期和信心,导致了当时经济“启而不动”的后果,加重了调整的成本。

2002年下半年以来,中国经济进入复苏与快速增长阶段,并在钢铁、燃油等原材料价格大幅上涨的带动下经历了一场控制通货膨胀的“战争”。在关于这次通货膨胀的激烈争论中,有的专家学者认为,这种局部的通货膨胀并未改变通货紧缩的总体局面,只是一种“通货紧缩中的通货膨胀”。如果中央银行货币政策运用不当,中国仍有可能陷入通货紧缩的泥淖。

当前宏观经济运行态势和货币政策操作,引发了笔者对中国中央银行货币政策体系的思考。20多年的金融体制改革,中国中央银行货币政策体系逐步形成但不完善,这是影响货币政策效率的重要因素。笔者希望通过本书对货币政策体系的研究与探讨,能进一步完善中国中央银行货币政策体系,提高货币政策的可操作性以及货币政策的预见性,从而进一步提高货币政策操作的效率。

二、研究方法

本文尝试全面系统地研究我国货币政策体系的发展与完善这一问题,因此在研究过程中,笔者力求以马克思主义辩证法、唯物史观为指针,在理论联系实际的基础上,运用了比较分析、历史分析、统计计量分析等方法进行综合研究,以期对这一问题的认识和研究能够更加深入与透彻,并有所突破。

1. 马克思主义辩证法和唯物史观是马克思主义世界观和方法论的精髓,它为人类认识和改造客观世界提供了强大的思想武器,也是本文写作方法的基石。因为惟有以其为后盾,才能以客观、公正、全面的态度去认识纷繁复杂的经济金融问题并做出正确的分析与结论。

2. 由于本文关注的是经济转轨时期我国货币政策体系的构建与运作,因此笔者注重密切联系现实经济金融运行中的矛盾与问题,进行理论上的分析与归纳,并提出相应的政策建议。

3. 由于我国目前进行的是以市场化为取向的经济改革,西方成熟市场化国家的理论和经验无疑对我们具有借鉴作用。因此本文也较多地运用了比较方法,即通过对中外货币政策理论和实践的比较分析,找出某些带有规律性的政策演进过程,并对未来可能的发展前景

做出一些预测。

4. 任何事物的发展变化都有一定的历史条件,因此经济分析也不能割裂历史,对我国金融业历史演变的分析是货币政策研究中不可缺少的环节。同时,由于一定历史时期的货币政策是为当时特定的经济金融环境服务的,因此,对货币政策的作用发挥需做出正确评价。特别是在当前的新经济环境中,既不能忽视货币政策的作用与功能发挥,也需认识到其受经济形态支配和约束的局限性。

5. 为增强观点的可靠性与说服力,笔者尽可能地使用充分的统计数据与资料,并十分重视数据与资料的时效性和权威性。同时,笔者还使用了计量分析方法,以期进一步提高货币政策运行中的量化程度和操作的准确性。

三、内容安排

一个完整的货币政策体系至少要包括货币政策目标、工具和传导机制三大部分。考虑到在货币政策目标的研究中一般要将其分解为最终目标和中介目标两个问题分别研究,同时,货币政策体系在当前中国经济增长新阶段中的总体定位也是一个不容回避的重要问题。这样,笔者就分为五个部分来研究中国货币政策体系,也就是本书的五章。

第1章“货币政策最终目标内涵研究”,本章共四节。第1节介绍了西方国家和我国的货币政策最终目标理论及实践。第2节结合通货紧缩问题,对币值稳定的内涵进行了重新界定。第3节对我国货币政策最终目标体系的完善提出了笔者自己的看法。“稳定币值”已成为各国中央银行货币政策的最重要目标。在理论上,我们已经解决了货币政策体系的最终目标问题;但是,“币值稳定”的内涵是什么?用什么指标来衡量币值的稳定?该指标变动幅度的量为多少才意味着“币值稳定”?在实际操作过程中,这一系列的问题并没有得到很好的解决。而这些问题,不仅关系到中央银行对当期宏观经济形势的判断,而且关系到中央银行货币政策决策和操作,最终影响货币政策效果和未来经济走势。因此,科学合理界定“币值稳定”的内涵,

不仅是完善货币政策最终目标体系的需要，而且在货币政策操作中尤其至关重要。笔者认为，应建立一套科学合理的指标体系来衡量和评价“币值稳定”。该指标体系包括：（1）合理的“量度”。超过该“量”的通货膨胀和低于该“量”的通货紧缩，都是币值不稳定的表现；在经济发展进入平稳期和成熟期时，通货紧缩现象尤其值得警惕。（2）可行的指标体系，包括检讨指标和预警指标。在当前，“居民消费价格指数”是检验和评价币值稳定的较为合理的指标，但中央银行在制定货币政策时应重点参考预警指标，以克服货币政策时滞的影响，避免经济的大幅波动。第4节对货币政策与资产价格关系进行了理论探讨。随着资本市场的发展和金融创新的活跃，资产价格在金融经济中占有越来越重要的地位。资产价值受货币政策影响，货币政策的制定也应该考虑反映市场预期的资产价格。那么资产价格是否应该包括在通货膨胀的货币政策目标中？笔者认为，目前对于资产价格与货币政策关系均缺乏统一的解释，对于资产价格与实体经济的关系，无论理论研究还是实证检验，均不够成熟。资产价格可以与其他数据一起用于判断通货膨胀或者作为其他经济指标用作货币政策制定时的参考信息，但中央银行现阶段还不能将资产价格列入它调控的范围内。

第2章“货币政策中介目标和操作目标的选择”，本章共有六节。在介绍西方国家货币政策中介目标和操作目标的基础上，结合中国的实际情况，分析和探讨中国货币政策中介目标和操作目标的选择。（1）我国货币政策中介目标已实现了由贷款规模管理向货币供应量指标的转变；计量分析证明，中央银行货币政策操作短期应重点监测狭义货币供应量，而中长期应重点监测广义货币供应量。（2）货币供应量作为中介目标有其局限性，但这种局限性的克服不是简单的放弃货币供应量目标，而应该创造一种有利于货币供应量发挥中介目标功能的货币控制机制。（3）自1994年汇率并轨以来，维持人民币汇率的稳定成为货币政策实际操作中最重要的约束目标，甚至常常牺牲货币供应量目标。从长期来看，没有一个成功的大国的货币政策是以汇率为中心的，应进一步完善人民币汇率的生成机制，提高人民

币汇率的灵活性。(4) 在一个较长的时期内, 中国货币政策中介目标仍以货币供应量为, 但该指标的统计技术有待进一步完善, “目标值” 制定的科学性和合理性有待进一步提高。(5) 货币政策操作目标的合理选择是货币政策实现预调和微调的关键, 金融体系的流动性是当前货币政策目标的, 最佳选择。(6) 实现中介目标和操作目标由数量指标向价格指标的转变是中国货币政策操作的远期改革方向。

第3章“走向间接化的货币政策工具改革”, 本章内容较多, 包括六节。首先介绍了我国货币政策工具的间接化趋势, 指出货币政策工具的间接调控是我国货币政策体系改革的重要内容。随后阐述了主要货币政策工具在我国的运用情况及其改革方向和未来的发展趋势。(1) 货币政策工具是通过调节金融体系的流动性来影响货币供应量目标的, 进一步完善我国的存款准备金制度是诸项货币政策工具有效发挥作用的基础; 目前我国商业银行维持一定水平的存款准备金率对存款保险起到了一定的替代效应。(2) 中央银行对金融机构贷款是吞吐基础货币的重要方式, 随着金融改革的市场化推进, 这一渠道将不断萎缩; 尽管中央银行采取了许多鼓励促使贴现业务的发展, 但却很难实现经济结构调整的重任, 贴现作为中央银行货币政策工具地位的重要性不断下降也是各国货币政策发展的趋势; 中央银行贷款和贴现应成为金融机构调节流动性的最后融资渠道。(3) 利率曾经乃至在将来一段时期内是我国金融宏观调控的重要工具, 但利率的市场化改革必须积极有序地推进; 利率的职能最终将实现由货币政策工具向货币政策操作目标和中介目标的转移。(4) 窗口指导在由直接调控向间接调控转轨的“真空”时期具有较大的现实性和可行性, 但窗口指导的效率值得怀疑, 日本的范例就是一个很好的诠释; 中国应尽量缩短这一危险“栈道”的时间。(5) 公开市场业务是间接货币政策工具的核心, 也是中国货币政策工具实现间接化转轨的标志, 当前必须加快基础性建设, 为公开市场业务的有效运作创造前提条件。

第4章“货币政策传导机制重塑与改造”。第1节介绍了西方货币政策传导机制的几种主要模式, 第2节对转轨时期中国货币政策传导机制进行了评析。20多年的金融体制改革, 我国中央银行货币政

策体系逐步形成,货币政策传导机制也基本构成且日趋完善,但由于目前经济转型尚未彻底完成,中央银行职能转换的不到位、商业银行经营机制的不健全、金融市场的欠发达、企业制度改革的滞后、社会分配体制的不合理等一系列的问题和矛盾,导致货币政策传导机制不畅,货币政策效率低下且往往出现偏差。要提高货币政策操作效率,必须对货币政策传导机制的有关环节进行重塑和改造,这是第3节的内容。(1)中央银行的相对独立性和绝对权威性,是提高货币政策传导效率的前提;(2)竞争性和硬预算约束的银行体制和企业制度,是提高货币政策传导效率的微观基础;(3)进一步完善与发展金融市场尤其是货币市场,并沟通与资本市场的关系,是提高货币政策传导效率的关键所在;商业票据市场的发展可成为金融市场化改革的突破口。

第5章“新经济环境中的货币政策定位”,本章包括三节。第1节分析了当前我国经济运行新特点。货币政策是为特定的宏观经济服务的,货币政策作用的发挥也受制于特定的经济环境。1998年后,中国宏观经济运行呈显出不同以前的显著特征,突出表现在:(1)买方市场的形成,且这种买方市场是低层次的,经济结构调整的重任日益艰巨;(2)重大改革正处于攻坚阶段,市场经济体制和各种经济秩序尚未理顺;(3)随着对外开放广度和深度的推进,中国经济的对外依存度进一步提高,国际经济环境对中国经济的影响日益深远。第2节关注了我国金融业的发展趋势。货币政策作用的发挥是以金融业的大环境为依托的,随着我国经济开放度不断扩大,金融业开放度也迅速提高并呈现出紧随国际金融业发展潮流的大趋势:金融业对外开放程度迅速扩大,混业经营成为我国金融业发展的大势所趋,中央银行货币政策职能也与金融监管职能分离,中央银行超然于政府之外,更专注地执行货币政策的职能。第3节重点探讨了新的经济环境下中央银行的货币政策定位问题。新形势下的货币政策操作,不仅要实现调控重心由供给调节向需求调节、由抑制通货膨胀向抑制通货紧缩的转移,而且要实现调控方式由直接调控向间接调控的转移;更重要的是,货币政策作用的有效发挥,需要其他宏观经济政策尤其是

财政政策、汇率政策、收入政策、产业政策的协调配合；在经济金融全球化的环境下，货币政策的国际合作也越来越重要。

四、主要观点

关于中国货币政策体系发展与完善的研究是一个热门的课题，笔者在借鉴西方金融理论和他人研究成果的基础上，在以下几个方面提出了自己的看法与观点：

1. 结合通货紧缩问题，对货币政策最终目标——币值稳定的内涵进行深入探讨，对币值稳定的理念进行了修正，即币值稳定应该是一个目标区，超过该区的通货膨胀和通货紧缩都是币值不稳定的表现。这一观点的提出，不仅是对中国中央银行货币政策最终目标体系的完善，而且在当前以及将来经济平稳和成熟时期，对我国货币政策操作均具有十分重要的现实意义。

2. 关于测度币值稳定的指标选择以及其合理的度量，在中国货币政策理论以及操作中还没有一个定论，这在很大程度上影响了货币政策的效率。笔者在全面深入研究的基础上，提出了应建立测度币值稳定的指标体系，该体系包括检讨指标和预警指标，实证分析也证明了该指标体系的科学性和可行性；并提出了人民币币值稳定的衡量“区间”。笔者认为这两个观点能使中国货币政策更具可操作性。

3. 资产价格的变动对货币政策的制定和实施正产生着越来越大的影响。资产价格可以与其他数据一起用于判断通货膨胀或者其他经济指标，用作货币政策制定时的参考信息，但我国中央银行现阶段还不能将资产价格列入它调控的范围内。

4. 货币供应量是中国货币政策的中介目标已成为共识，但货币供应量目标需进一步修正特别是其目标值制定的科学性和精确性尚需进一步提高，这一观点的提出是笔者考察了近年来中央银行货币政策操作效果得出的全新结论，它要求中央银行货币政策的决策水平和操作技术应不断提高，也要求中央银行不断提高信息透明度与其自身的独立性。

5. 货币政策操作目标的选择在目前似乎还未取得共识。笔者提

出了自己的观点——金融体系的流动性，其作为货币政策操作目标不仅具有合理性，更具有现实性及可操作性。

6. 在我国目前情况下，保持一定比例的存款准备金要求对存款保险起到了替代作用，因此在存款保险机制尚未有效建立之前，不能照搬西方的做法。

7. 尽管中央银行仍在大力推进票据的贴现业务，但笔者认为，中央银行通过贴现来进行经济结构调整的愿望很难实现，同中央银行贷款一样，贴现未来的发展趋势应该是金融机构获取流动性的最后贷款渠道。

8. 利率曾经和将来一定时期内是我国重要的货币政策工具，目前我国利率市场化虽取得了一定的成效，但主要是在金融机构尤其是银行间的货币市场，企业、居民等实体经济部门投融资利率的市场化才是利率市场化的核心。利率的市场化改革必须积极稳步地进行。

9. 窗口指导的启用在我国金融调控由直接走向间接的进程中具有重要意义。但一方面，窗口指导运用的“度”很难掌握，有可能成为指令性计划；另一方面，窗口指导具有较大的局限性，长期、过度地使用必然弊大于利。这一观点的提出意在给中国当前的货币政策决策者们提个醒儿：窗口指导的运用要适度。

10. 公开市场业务是未来间接货币政策工具的核心，目前必须加快市场的基础建设。优化公开市场操作工具，要大力发展国债市场，调整国债期限结构，向以国债作为公开市场主要操作工具的方向过渡。

11. 我国金融体系的不断发展和完善，而中央银行货币政策的效率却不断降低，必须建立全新的货币政策传导机制。货币政策效率的提高，中央银行不仅要有独立性，更应有权威性，这种权威性是建立在中央银行货币政策决策的正确性以及中央银行官员业务水平不断提高的基础上的。

12. 货币政策新的传导机制的建立，最重要的是要建立和完善统一的金融市场，资金的流动性及其追求最高收益的本质决定了货币市场与资本市场必然是一个有机的整体。笔者提出，票据市场的发展可