

The Choice of  
China's Monetary Policy Tools  
中国货币政策工具的选择

胡育蓉 © 著


中国财经出版传媒集团



经济科学出版社  
Economic Science Press

The Choice of  
China's Monetary Policy Tools  
**中国货币政策工具的选择**

胡育蓉 © 著

中国财经出版传媒集团  
 经济科学出版社  
Economic Science Press

## 图书在版编目 (CIP) 数据

中国货币政策工具的选择/胡育蓉著. —北京:  
经济科学出版社, 2019. 1

ISBN 978 - 7 - 5218 - 0180 - 4

I. ①中… II. ①胡… III. ①货币政策 - 研究 - 中国  
IV. ①F822. 0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 014348 号

责任编辑: 杨 洋  
责任校对: 靳玉环  
责任印制: 李 鹏

## 中国货币政策工具的选择

胡育蓉 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京季蜂印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 11.75 印张 200000 字

2019 年 4 月第 1 版 2019 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5218 - 0180 - 4 定价: 42.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191510)

(版权所有 侵权必究 打击盗版 举报热线: 010 - 88191661)

QQ: 2242791300 营销中心电话: 010 - 88191537

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))



# 前 言

有别于成熟市场经济的货币政策实践，目前我国货币政策的制定与执行仍处于利率市场化推进过程之中，政策工具的选择与效应还带有深深的转型印记，鉴于已有文献对货币政策框架的关注，较少考虑到利率市场化这一制度背景对货币政策工具运用的影响，本书在借鉴和吸收前人已有研究成果的基础上，试图运用可行的理论分析和实证方法，从利率市场化过程和利率市场化的节点（利率双轨和利率完全市场化）两个方面，来研究我国货币政策工具的选择机制与传导效应，以加深对货币政策调控的理解并为提高我国政策工具选择的有效性提供有益的参考。

在利率市场化过程方面，本书主要从货币政策工具的历史沿革视角、货币政策操作程序的宏观角度和企业风险承担的微观视角展开分析。第二章从历史的角度梳理了利率市场化推进过程中我国一般性货币政策工具与特殊性货币政策工具的发展沿革，发现在我国的政策工具运用实践中，并非越市场化的货币政策工具才是越有效的工具，只有与我国国情相适应的货币政策工具才更具活力，并在我国货币政策调控中发挥着更为重要作用；同时，并非发挥过积极作用的货币政策工具就越有可能成为未来货币政策框架的主流工具，在利率市场化不断加深并最终完成的转型阶段，越市场化的货币政策工具会变得越有效，并在我国货币政策调控中发挥日益积极的作用。

本书第三章从宏观的角度，遵循货币政策操作程序“操作工具—操作目标—中介目标—最终目标”的作用路径，从“中介目标—最终目标”和“操作目标—中介目标”两条子路径着手，使用马尔可夫区制转移向量自回归模型的回归分析和脉冲响应分析方法，逆向识别出狭义货币供应量既是调节通货膨胀有效的中介目标，也是熨平产出波动有力的中介目标；货币市场操作利率



是狭义货币供应量目标最为有效的货币政策目标；结合以上两点，最优的货币政策工具路径可描述为货币当局运用各项与货币市场操作利率密切相关的货币政策工具，经由“货币市场操作利率—狭义货币供应量”的操作路径，来实现物价稳定、经济向好的最终目标。这条最优的操作路径在货币政策内部传导方面表现为价格型工具的调控效果要优于数量型工具的实施效果；而在货币政策外部传导方面却恰好相反，数量型工具的政策效果要优于价格型工具的效果。这与我国利率双轨制特征密切相关，伴随着利率市场化的不断深化，本书滚动回归分析结果表明货币政策外部传导方面在2009年来已显著发生变化，价格型工具调控效果日益显著。回归分析还表明了利率双轨制引发的货币信用资源错配是当前我国货币政策操作程序中出现广义货币供应量与通货膨胀、广义货币供应量与产出增长、信贷与产出增长之间反常规关系的一个重要原因。

本书第四章将货币政策工具的使用与搭配归结为货币政策干预经济波动的立场，从宏观政策的微观机理角度，探讨了宏观货币政策立场影响微观企业风险承担的传导效应。首先梳理了货币政策立场影响微观企业风险承担的利率渠道、信贷渠道和预期引导渠道的作用机制以及该机制在企业、产业两层面上的结构性差异。其次结合我国沪深A股上市公司数据的经验实证，得出货币政策立场对调动微观企业的经济活力、避免企业过度风险承担从而实现经济“稳中向好”的目标有着显著的作用，具体表现在货币政策立场转向紧缩，企业风险承担会显著下降，同时紧缩性数量型和价格型操作工具对企业风险承担都具有负向调整效果；货币政策趋紧时，企业风险承担的下降主要表现在非国有企业、中小企业以及耐用品生产企业；产业异质性导致了面对紧缩性货币政策冲击时，产业间风险承担下降的方向和程度有所不同，具体而言，信息技术业、批发和零售业以及传播与文化产业表现出相当的风险承担下降，并在所有产业中下降幅度最大；而农林牧渔业、制造业、建筑业、交通运输仓储业、房地产业和社会服务业下降幅度则较小；采掘业和电力煤气及水的生产和供应业表现“意外”，风险承担竟然上升；平均而言第三产业风险承担下降幅度最大，第一产业次之，第二产业最小，而制造业中的耐用品行业以及部分生产性服务业风险承担的较大下降值得关注。

在利率市场化的节点（利率双轨和利率完全市场化）方面，本书第五章采用了DSGE模型来分析利率双轨和利率完全市场化两个节点时期货币政策工



具的宏观效应，来探讨不同利率决定结构对货币政策工具最优选择的影响。基于现有货币政策的 DSGE 文献要么忽略我国利率管制的存在，要么没有考虑利率管制下实际利率可能为负但储蓄存款并没有大量流失这一似乎违背市场决定的均衡事实，本书将存款储蓄带来的预防性效用加入 DSGE 模型中以更好模拟货币政策工具运用的效应。模型的贝叶斯估计结果发现，利率双轨制和利率完全市场决定会引起最优政策工具选择的差异性，具体表现为：在利率双轨制（存款利率管制）时期信贷额度计划和窗口指导的微调性较好，效应持续时间较长，存款准备金率这一常规政策工具和杠杆率调整会引起宏观经济变量较大幅度的调整，其中存款准备金率的政策实行相比于利率规则、信贷额度规则等其他货币政策工具，会引起通货膨胀、产出经济变量最大幅度的波动，降杠杆率的政策安排会导致产出下降、物价上涨的滞胀风险；而在利率完全市场化阶段，信贷额度政策规则、存款准备金率等数量型工具的调整并不能带来双轨制时期的调整效果，遵循泰勒规则的基准利率的调整既可以实现调控目的，同时从影响程度上看也符合审慎原则的微调性；总的来说价格型工具在利率由市场决定时更优，数量型工具在存款利率受到干预的双轨制时表现更好。同时基于我国目前经济结构的模拟还表明利率自由化阶段存款准备金利率和基准利率的宏观经济效应表现出非协整性，利率双轨期间央行上调受抑制的存款利率可以减弱通货膨胀压力并促进经济增长。另外，来自存款经营成本、贷款管理成本以及超额备付金管理成本的正向冲击在不同利率决定结构下对重要内生变量的影响也不同，总体上看利率双轨制时期比利率完全实现市场化时经济变量波动更小，如果处于第二种阶段，三种成本都会带来实际产出的下降。

基于前面的理论分析和实证研究结论，本书对如何继续推进各个货币政策工具的利率市场化建设、如何完善货币政策工具操作框架和推进其转型以及如何提高货币政策的企业风险的管理水平提出了相关的政策建议。



# 目 录

第一章 导论	1
第一节 研究问题的提出	3
第二节 研究的意义	7
第三节 研究思路、内容及方法	9
第四节 基本概念	12
第五节 研究现状	15
第六节 可能的创新和不足	25
第二章 我国货币政策工具选择的历史沿革	29
第一节 一般性货币政策工具	32
第二节 选择性货币政策工具	50
第三节 货币政策工具的阶段性	53
第四节 本章小结	55
第三章 货币政策的有效性：货币政策操作程序的宏观视角	57
第一节 变量定义、研究思路与模型设定	60
第二节 最优中介目标的甄别	66
第三节 最优操作目标的甄别	74
第四节 货币政策操作方式的最优路径	79
第五节 货币政策操作程序的动态性	82



第六节 混合目标原则的稳健性检验 .....	85
第七节 本章小结 .....	88
<b>第四章 货币政策的有效性：企业风险承担的微观视角 .....</b>	<b>89</b>
第一节 机制梳理与假设形成 .....	93
第二节 变量定义、研究思路与数据说明 .....	98
第三节 总量效应的实证结果 .....	103
第四节 非对称效应的实证结果 .....	106
第五节 稳健性检验 .....	110
第六节 本章小结 .....	114
<b>第五章 货币政策的工具选择：一个 DSGE 模型分析 .....</b>	<b>115</b>
第一节 理论模型的建立 .....	119
第二节 模型参数校准 .....	128
第三节 利率完全市场化条件下的脉冲响应分析 .....	132
第四节 利率双轨制条件下的脉冲响应分析 .....	140
第五节 利率市场化货币政策工具选择 .....	148
第六节 本章小结 .....	150
<b>第六章 主要结论和政策建议 .....</b>	<b>153</b>
第一节 主要结论 .....	155
第二节 政策建议 .....	157
参考文献 .....	163
后记 .....	180

## 第一章

# 导 论





## 第一节 研究问题的提出

货币政策是指一国中央银行（以下简称央行）为了实现既定的经济目标，运用政策工具来控制市场利率和货币供应量，进而影响宏观经济变量运行的措施和方针的总称。21世纪以来，特别是进入后危机时代之后，货币政策在宏观经济管理中的重要性日益凸显。例如，为应对次贷危机引发的不良影响，美联储连续采用四轮量化宽松的货币政策；日本央行也持续放宽货币政策，扩大资产购买计划及贷款计划的规模，维持零利率政策，自2012年底之后大胆的货币政策还成为“安倍经济学（Abenomics）”的三大主轴之一。同样地，2008年，我国央行也急转从紧的政策方向来配合4万亿元的救市计划，以促进经济平稳持续发展。暂且搁置这些货币政策的宏观调控效果可能并不十分理想的争论，央行对经济变化的反应和这些反应会给经济带来的结果都说明了货币政策越来越不容忽视的地位。

当货币政策在宏观经济管理中扮演着越来越重要的地位时，如何更为充分地发挥货币政策工具的作用也就成为一个值得深入研究的问题。虽然一直以来货币政策工具的传导效应作为宏观经济研究领域的核心内容、货币政策相关研究的焦点，备受学者和业界人士关注，同时相关的研究也取得了丰硕的成果，但从实质上看，央行实施货币政策的过程就是运用政策工具来实现政策目标的过程，自然地，货币政策工具的选择是其政策产生期望效应的源头，即货币政策“子弹”<sup>①</sup>的特性和选择是研究货币政策一个好的逻辑起点，值得注意的是，结合我国利率市场化的背景对货币政策工具的选择问题进行探讨的研究成果仍显得匮乏。

事实上，如何选择恰当的货币政策工具来实现最终的政策目标，重要的保障就是从不同的自身经济金融状况出发，审时度势，因地制宜地进行选择，而利率市场化改革作为我国当前金融制度环境的一大核心，是不容忽视的货币政

<sup>①</sup> 一般教科书中将货币政策工具中的“三大法宝”喻为子弹，鉴于我国的货币政策工具还包括信贷规模、存贷款基准利率的调整，本书中的“子弹”种类更为丰富，泛指货币政策工具。



策实施背景。自从1996年启动利率市场化改革<sup>①</sup>以来，我国利率的市场化程度逐步显著提高，以同业拆借市场利率、银行间债券市场利率、票据市场利率等为代表的金融市场利率基本上已实现了市场化，金融机构的贷款利率管制也在2013年7月全面放开，2015年10月，央行放开存款利率管制上限。即使完成了放开存款利率管制的关键步骤，中国利率市场化的改革也绝非就此画上了句号。直至2018年底，存款利率也并没有实现最终自由浮动，各商业银行在利率定价自律机制中形成了“利率约定同盟”，利率上浮至40%~50%后就不再动了。实际中渐进式的市场化改革在一定程度上增强了利率的市场形成能力，但离预期的目标和实效相差较远，市场价格形成机制的扭曲和资源低效率配置仍然十分普遍。中国人民银行行长易纲在博鳌亚洲论坛2018年年会分论坛上明确表示，目前中国仍存在一些“利率双轨制”特征，正继续推进利率市场化改革。

利率市场化这一制度背景使得我国的货币政策工具运用有着独特的选择特征，一方面，利率市场化的推进促使市场在决定资金流向和流量上发挥着日益重要的作用，我国货币政策的利率传导机制逐渐向成熟市场经济体趋同，货币政策工具的运用也逐步与国际接轨；另一方面，利率市场化过程中利率双轨制结构本身迥异于成熟市场经济的利率决定结构，我国货币政策框架与经济发达国家之间存在着显著的区别。

自1984年中国人民银行成立以来，我国开始了现代意义上的货币政策实践，伴随着体制性改革和政策的调整，货币政策调控方式和工具也不断随之变更、修正和完善。从表1-1中可见，在1996年利率市场化正式启动时，我国目前的货币政策中介目标和最终目标体系基本确立，在1998年贷款限额管理制度进一步取消后，政策工具的实践开始改变了旧有的信贷计划操作方式，而将其改造为信贷额度控制和指导的选择性货币政策工具，同时选用一般性政策工具为主、选择性政策工具为辅的国际操作框架。综合演变情况来看，利率市场化以来我国货币政策工具在结构上呈现出更为丰富的多样性和针对性，政策操作也正逐步从对金融机构价格—数量的管制调控向对央行自身资产或负债的价格—数量的双重调控方向转变，政策框架也日益与

<sup>①</sup> 1996年，中国人民银行放开了同业拆借市场利率的限制。大多数学者将此作为我国利率市场化的开端，例如谢平和邹传伟在《中国金融改革思路（2013-2020）》的相关研究。因本书最初成稿于2014年，故本书主要研究2014年及之前的利率市场化进程。

国际接轨。

表 1-1 中华人民共和国成立以来我国货币政策工具演变

制度背景		利率管制		利率市场化	
调控方式		直接调控			双轨调控
政策工具	时间段	1949 ~ 1979 年	1979 ~ 1996 年	1996 ~ 1997 年	1998 年至今
	主要的工具	信贷计划	信贷计划	利率政策	
			中央银行贷款	存款准备金率	
				公开市场操作	
				再贴现	
	辅助的工具	信贷政策	利率政策	信贷政策	
		利率政策	信贷政策	窗口指导	
		行政手段	再贴现	指导性信贷计划	
			公开市场操作	其他结构性货币政策工具	
			特种存款		
操作目标		贷款规模	基础货币、短期利率		
中介目标	四大平衡	贷款规模	货币供应量 <sup>①</sup> 、利率		
最终目标	发展经济	从发展经济、稳定物价到维持货币币值稳定，并以此促进经济增长		维持人民币币值稳定，并以此促进经济增长 <sup>②</sup>	

注：①我国货币政策框架正式引入货币供应量中介目标是 1996 年，采用 M1 和 M2 作为调控目标；到 1998 年随着信贷规模控制遭到放弃，货币供应量作为中介目标的地位更是无可争议（夏斌、廖强，2001）。2005 年开始逐步向基准利率转变。

②这一最终目标由国务院在 1993 年《关于金融体制改革的决定》中明确提出，在 1995 年《中国人民银行法》中第一次以法律的形式确定下来。2003 年修订的《中国人民银行法》依然保留这一政策目标。

资料来源：以上来自《中国货币政策工具研究》和作者的整理。

首先，货币政策的选择也呈现出突出的转型特色，表现为一般性货币政策工具的非常规使用和选择性工具的依赖并存。在一般性货币政策工具方面，我国频繁使用存款准备率<sup>①</sup>这一巨斧型工具，1984 ~ 1998 年间准备金率只调整了

① 存款准备金率是存款准备金制度中最为重要的内容。其实准备金制度是一项不仅包括存款准备金率的调整，还包括需缴存准备金的金融机构和资产类型，缴存时计提方式、存款准备金是否付息与付息利率以及违法制度后的相关罚则的确定和调整的一系列规定整体。

4次，而2006年7月到2012年5月存款准备金率调整了37次，<sup>①</sup>相当于在这6年左右的时间里平均每两个月调整一次，变动的幅度和频率都居世界前茅<sup>②</sup>（马国楠等，2013）。其次，与成熟市场经济体不同，我国央行公开市场操作的主要对象是央行票据，直到近期才渐渐被降低使用频率，更多地采用回购债券的方式。最后，再贴现率作为利率走廊的上限功能缺位。长期以来，央行并没有对再贴现业务予以高度重视和建设。2003年以来，再贴现业务一直处于萎缩状态，始终没有成为主流的货币政策工具，也没有成为像发达国家央行当中类似流动性管理“阀门”的货币政策工具。在选择性工具的依赖方面，我国虽然早在2004年10月废除了银行体系存贷款市场上存款利率的下限和贷款利率的上限，但直至2015年10月银行存款利率上限依然存在，并被央行作为主要的货币政策价格工具之一，与发达国家宏观调控利率截然不同。此外，尽管我国已在1995年银行业改革中取消了对商业银行信贷规模的限额控制，但央行仍然发布对四家国有银行年度新增贷款的指导性计划数。此后，中央银行每年初都会制定信贷预期调控目标。实践中，这样的预期调控目标多半流产，但是贷款规模窗口指导工具还是成为一个具有中国特色的操作工具。

可见，我国货币政策工具的选择已烙上了深深的利率市场化印记，以双轨制为核心的利率市场化对货币政策工具选择问题的研究而言是一个好的背景和视角。因此，本书的研究内容正是聚焦于理解和探讨利率市场化过程中我国货币政策工具的选择机制和传导效应，拟回答以下几个层级的问题：

第一，从历史上看，利率市场化推进过程中我国一般性货币政策工具和选择性货币政策工具表现出怎样的全景式阶段性特征，各种政策工具在我国货币政策框架中的重要性如何？货币当局为什么会更加依赖于某些工具，继续依赖这些工具的前景是明朗的吗？在利率市场化过程的当前，我国的利率走廊建设是否具备了一定的基础，是否需要修正？最新发明的常备借贷便利这一货币政策工具的功能定位应如何，这对于利率市场化又有什么意义。

第二，从货币政策操作程序的目标路径看，当前我国货币政策最终目标定位为“保持货币币值稳定，并以此促进经济增长”，其内涵包括稳定物价、充

① 2006~2012年分别调整了3次、10次、9次、6次、7次和2次。

② 次于巴西、秘鲁和土耳其。



分就业、经济增长和国际收支平衡，实际政策操作中则主要承担保证经济增长和稳定物价这两大目标。如果基于这两大目标，货币政策操作程序的路径中政策工具的传导效应和运用是否存在差异，在内外传导方面作用路径表现出怎样的特征；随着利率市场化的深化，我国货币政策的运用特征是否发生了变化，更进一步地说，我国的价格型货币政策框架是否逐渐成熟抑或已经发生了改变。

第三，各国利率市场化实践表明利率市场化过程无论是对于金融机构还是对于企业来说，都是充满风险的过程。由于金融业发展的根本始终是要服务实体经济、实体经济平稳发展是金融稳定的根本保证，对利率市场化的关注要求我们关注企业风险承担行为。那么，货币政策工具传达出来的政策态度是如何传导影响企业的风险承担行为，对不同规模、不同所有权性质以及产品属性的企业来说会存在怎样的结构性差异，在不同的产业间又有怎样非总量性影响，这对于利率化过程中“稳中向好”的宏观货币政策目标又有何深意？

第四，目前的利率市场化过程中，我国的利率决定路径变化是要由存款利率管制为核心的双轨制决定机制向完全市场化的决定机制转变，那么在当前基本的经济结构下，不同的利率决定结构对货币政策工具的最优选择有何影响，偏重数量型货币政策操作工具的做法是否是较优的选择？数量型货币政策工具在利率实现市场化过程中需要退出的依据是什么？

## 第二节 研究的意义

### 一、理论意义

货币政策工具选择问题是货币政策有效性研究中的重要内容。在由货币政策主体、货币政策目标、货币政策工具、实现手段、传导机制以及货币政策效果构成的货币政策研究框架中，无论是货币金融环境、制度环境还是央行偏好、货币政策传统等都是影响政策工具选择的因素。可见，货币政策工具选择



的研究本身呈现了复杂性。

当这样的研究来到正处于利率市场化的转型国家——中国，货币政策工具运用表现出了一些“异象”，并且运用的效果也受到一些学者的怀疑，甚至有时遭受诟病。我国货币政策实施是一个典型的多目标框架，以“保持货币币值稳定，并以此促进经济增长”为最终目标。主流货币政策理论基于“丁伯根原则”，集中探析单一目标框架下的政策选择，较少考虑多目标情况，更鲜少分析经济体面临渐进式的利率市场化改革时货币政策的选择特征与存在的问题。本文着重考察利率市场化对货币政策工具选择机制的影响，深化在特殊约束条件下货币政策有效性的理论思考。

此外，已有关于货币政策传导机制的研究集聚于分析货币政策利率渠道、资产负债表渠道、财富效应渠道以及汇率渠道等对宏观经济表现的收益面（如产出、投资效率等）的影响，较少从风险层面进行探讨。伴随着资金价格形成机制日益市场化，企业在融资过程中的逆向选择与道德风险行为变化会改变其经营风险，货币政策如何影响企业风险，其效应是否存在异质性，值得进一步的理论梳理。本文基于中国数据的分析，既是一种理论探究，也是一种理论验证。

## 二、现实意义

从重商主义时代到金融全球化的今天，国外大量学者对货币政策工具的选择、货币政策传导机制及其传导效果进行了不间断的研究，取得了丰硕的成果。但是，中国正处于经济转型期，非市场与市场因素并存，这使得中国货币政策的制定及实施不能简单地照搬已有的货币政策理论，例如，相比于发达国家的单工具、单目标，我国中央银行往往采用“价格”和“数量”工具双管齐下，以实施多个经济目标。

从中国货币政策操作的历史沿革来看，中国在货币政策工具的选择不断趋于成熟，也积累了许多经验，但从实施效果来看，很多学者认为同预期目标仍存在一定差距（谢平，2001；秦铎等，2005），总的来说，政策有效性还不尽如人意，央行货币政策工具的实行业已受到诸多诟病和质疑，这促使本书将更多的注意力集中在经济转轨背景下货币政策工具有效性的问题上。由于利率市



场化是经济转轨的一个重要部分，利率双轨制是利率市场化这一渐进式改革的特征性实践，对我国货币政策工具选择和有效性的影响是深远的，因而本书以利率市场化进程为背景维度，对货币政策工具运用特征、有效性和选择规则进行分析，明确了存款利率管制对货币政策工具选择机制的影响，说明了数量型调控方式在现阶段的意义和价格型调控方式的操作现状，同时探讨旨在促进经济稳中向好的宏观货币政策如何影响企业的风险承担行为，实施去杠杆的政策对经济体产生的效应如何。显然，这些研究对于中国的货币政策实践是富有意义和指导性的。

### 第三节 研究思路、内容及方法

#### 一、研究思路与框架

随着货币政策工具日益成为重要的宏观调控手段，国内学者对货币政策工具的传导效应和配置规则方面的研究已形成不少文献。这些相关文献主要是通过目标—工具的协整 VAR 回归或对不同传导机制的畅通程度进行分析，而较少探讨不同利率决定机制对货币政策工具选择的影响，对利率市场化深化过程中货币政策工具的运用及其演化的系统性梳理也相对缺乏，对货币政策选择与实体经济风险之间的传导机制的研究也相对较少。

本书拟从完善我国货币政策工具框架出发，以利率市场化为制度安排背景，先从现阶段我国货币政策工具运用的历史沿革切入，初步分析利率市场化中货币政策工具的功能定位；然后从宏观上探讨实现物价稳定和经济增长两大目标的最优货币政策工具安排，并分析利率市场化进程深化时期最优货币政策工具及其操作程序发生了怎样的演变；接着以企业的风险行为为切入点，理论梳理和经验验证货币政策工具所标识的政策立场和典型货币政策工具对企业风险承担的传导机制和结构化效应，得出“稳中向好”的经济目标在微观透镜下对货币政策工具选择与实行的意义；最后建立 DSGE 模型，从微观主体行为出发分别讨论利率市场化两个节点（利率双轨制和利率完全