

□ 陈秋敏

## 我国货币市场与资本市场资金沟通关系的规范

我国货币市场和资本市场发展过程中存在着一种不规范的相互关系,突出表现为:银行巨额资金通过回购、拆借等货币市场交易形式,规避“银证分离”在业务上的限制,流入股市大肆投机,造成股市泡沫和股市风险。为抑制股市风险的进一步累积,防止资本市场的风险传导到货币市场,管理层不得不在1997年6月使银行退出证券交易所的场内国债交易,建立银行间场外国债交易市场,形成了银行间货币市场与非银行金融机构间货币市场相对隔绝的状况。这实质上切断了货币市场与资本市场的资金沟通渠道。

但是,货币市场与资本市场是紧密联系的一体化金融市场的两个方面,具有天然的资金沟通联系,参与资本市场的金融机构所需短期资金要从货币市场获得,从资本市场退出的资金也要到货币市场找出路。当前货币市场与资本市场资金沟通联系的割裂,不仅不利于银行和非银行金融机构自身业务的开展,也不利于我国利率的市场化和金融市场的一体化。建立统一的由银行和非银行金融机构广泛参与的货币市场,形成货币市场与资本市场资金沟通的良性联系,应是我国金融深化的题中之意。

### 一、货币市场与资本市场资金沟通的合理关系

货币市场和资本市场是金融市场的两个重要组成部分,其中货币市场是指交易期限在一年以内的短期金融工具市场,其功能在于满足交易者的资金流动性需求,主要包括短期存贷款市场、银行间同业拆借市场、票据贴现市场、短期债券市场以及大额定期存单市场等。资本市场是指交易期限在一年以上的中长期金融工具市场,主要满足交易者的中长期资金需求,包括股票市场、中长期债券市场、中长期信贷市场以及产权交易市场等。

然而,货币市场与资本市场根据期限长短的划分只具有相对性。货币市场与资本市场交易的对象都是货币资金,货币资金的本质是流动性和逐利性,等量货币有获取等量货币增值的要求。货币市场与资本市场中货币资金收益率的不同,会引起货币资金在两个市场间的流动,使资金供求关系发生变化,最终在两个市场收益率趋于一致时,其间的货币资金流动才形成暂时的均衡状态。货币市场与资本市场正是由收益率传导机制衔接为一个统一的联动体。货币市场的价格是利率,为简化分析,我们选用股票价格作为资本市场的典型价格。戈登模型揭示了股票价格、预期基期股息、贴现率和股息增长率之间的关系,用公式表示为:

$$P=D/(i-g)$$

其中,P为股票价格,D为预期基期每股股息,i为贴现率,g为股息年增长率。

由于股票市场的投资风险一般大于货币市场,投资于股票市场的资金势必要得到一定

的风险报酬,使股票市场收益率高于货币市场,形成一种收益—风险相对应的较为稳定的比价结构。所以戈登模型中的贴现率*i*即股票预期收益率包括两部分,其一是货币市场利率水平*r*,其二是股票的风险报酬率*i'*, $i=r+i'$ 。故进一步改写戈登模型为如下公式: $P=D/(r+i'-g)$ 。这一模型说明股票价格*P*与货币市场利率*r*成反向关系,*r*越低,股票价格越高。

货币市场与资本市场这种内在的价格均衡关系,维系着这两个市场间资金流动的均衡。货币市场与资本市场根据资金期限的合理分工,并不是完全隔绝或割裂两个市场间的资金联系,而是在两个市场价格均衡的基础上,建立正常的资金沟通渠道。只要资金价格由市场生成,货币市场与资本市场间在收益率传导机制下正常的资金沟通实际上促进了两个市场合理的均衡价格的生成,提高了金融资源的配置效率。

但是,这种正常的资金沟通并没有“绝对”的自由,同样应遵循资金本身的期限属性。期限长短和功能差异是资本市场和货币市场的主要区别。资本市场上的资金有较长期限,可用于长期用途;而货币市场上的资金有短期时限,需用于短期用途。资金若在两个市场间转移,需解除原有的时期约束,若直接通过货币市场交易形式进入资本市场,即具有短期时限的资金用于长期用途,必会引起市场秩序的混乱和流动性风险。若证券公司将从货币市场借入的大量短期资金用于证券自营等需长期资金的业务,这些短期资金就不可能用于长期理性投资,必然追逐短线操作带来的投机利润。这正是货币市场资金流入股市后成为冲击股市的“游资”的根本原因。

## 二、我国货币市场与资本市场资金沟通关系的异化及原因分析

如上所述,货币市场与资本市场的资金沟通关系是辩证的,一方面,两个市场间客观上存在着一种互动的价格均衡关系,需要建立合理的资金沟通渠道;另一方面,这种沟通也不是绝对的自由,需遵循资金本身的期限属性。但是,我国货币市场与资本市场的资金沟通关系在发展中出现了某种异化,具体表现在:我国货币市场交易中银行是主要的资金借出者,而非银行金融机构特别是证券公司是主要的资金借入者,非银行金融机构将从货币市场借入的巨额短期银行资金投入股市进行投机炒作,造成股市泡沫和股市风险。同时,货币市场短期资金在资本市场的长期使用,引起拆借、回购交易的期限过长和巨额逾期拖欠等现象,形成新的“金融三角债”。货币市场与资本市场这种不正常的资金沟通关系一定程度上成为诱发金融风险的重要因素。这种格局的形成有深刻的原因:

1. 存贷款利率非市场化和利率双轨制使商业银行存差扩大,大量盈余资金云集货币市场谋求资金运用。从1994年开始,我国金融机构各项存款与贷款余额相比出现存差,并呈逐年扩大之势。具体数据如下表:

表 1 1994年后金融机构年末存贷余额比照 单位:亿元

年 份	1994	1995	1996	1997	1998
各项存款	40502	53882	68595	82390	95698
各项贷款	39976	50544	61156	74914	86524
存 差	526	3338	7439	7476	9174

数据来源:《中国统计年鉴1998》。

然而,金融机构存差的扩大并不意味着我国信贷资金已供过于求。相反,金融机构存大于贷与社会资金短缺并存,民间借贷市场上“灰色利率”与官方利率的差价始终在10%以上。是

什么原因造成我国依然稀缺的金融资源的浪费呢?很显然,资源配置的不合理是由于其价格—利率的不合理。如果利率由市场竞争决定并能充分反映市场资金价格,利率作为价格杠杆必能引导金融资源的合理配置。但完全供求机制的运动将使我国资金价格远超过现行贷款利率。其原因在于,我国企业效益极差,社会信用机制不健全,债权得不到充分合理的保护,债权对企业的硬约束变成软约束,甚至破产也变成企业逃废银行债务的“有力武器”,贷款的风险极大,商业银行需要得到一个较高的风险补偿率,金融市场才能达到均衡。

但是,我国目前的存贷款利率却是非市场化的,由中央银行统一制定,收益与风险不成正比,偏低的利率使商业银行产生恐贷、惜贷心理。另一方面,我国货币市场特别是同业拆借市场和债券回购市场的利率形成却是市场化的,这就形成了信贷市场的管制利率和货币市场的市场利率并存的“双轨制”利率体系,而且通常同业拆借市场利率比同期流动资金贷款法定利率高2—3个百分点。相对于信贷市场上的利率压制状态,货币市场上某些交易的市场化和较高的收益率就吸引了大量的银行资金,形成巨大的资金供给,这就为货币市场资金流向资本市场创造了条件。

2. 我国资本市场缺乏稳定的制度化的资金来源,使货币市场中的同业拆借市场和债券回购市场都在一定程度上承担着资本市场的功能。我国资本市场的长期资金来源非常缺乏,证券公司的资本金普遍偏少,到目前为止,全国的证券公司中,资本金5亿元以上的有15家,1—5亿的有22家,1亿以下的有53家(绝大多数在3000万元以下),这些资金在用作基本营运铺底资金后已无多少剩余。同时券商缺乏长期融资渠道,中长期债券的发行受到额度控制,规模有限,只有三家全国性券商发行过一次。巨大的资金缺口,只能通过货币市场的拆借与回购交易进行短期融资。至1997年底,我国证券公司的资金来源如表2。据1999年7月1日起实施的《证券法》,股民保证金是不能挪用的,而场外对居民与机构的债务也要限期进行清理归还。因此,证券公司满足业务需求的合法资金来源现在主要是拆借与回购,这就在货币市场上形成巨大的资金需求。显然,这些高成本的带有政策风险的短期资金不可能用于长期理性投资,而必然追逐短线操作带来的投机利润。这正是货币市场资金流入股市进行投机,使货币市场与资本市场资金沟通关系异化的根本原因所在。

表2 我国证券公司的资金来源结构表

	数额(亿元)	占比
所有者权益	317.04	14.71%
股民保证金	1128.25	52.20%
拆借与回购	185.57	8.58%
场外对居民与机构债务	524.66	24.36%
合计	2155.52	100%

资料来源:中国人民银行;资料截止1997年12月31日。

### 三、当前我国货币市场与资本市场资金沟通联系割裂的弊端

金融市场作为一个完整的系统,是由资本市场和货币市场这两个基本要素相互联系、相互作用、耦合而成的。其中货币市场又处于基础性地位,它是金融市场最重要的价格杠杆—短期基准利率的生成地,也是中央银行进行公开市场操作,吞吐基础货币并影响市场利率,调控宏

观经济的重要场所。一个完整的货币市场必然要求非银行金融机构参与，它们起着联结货币市场与资本市场的作用。

非银行金融机构参与货币市场，有利于货币市场均衡利率的形成，是利率市场化的第一步。只有非银行金融机构在货币市场上作为活跃的市场交易主体发挥应有的作用，货币市场的利率才能真正反映短期资金价格，成为有代表性的基准利率，否则这种利率就是不完全的。而且，从国外利率市场化的实践来看，一般都首先建立起一个由银行和非银行金融机构参与的统一的货币市场，通过短期货币资金不断横向与纵向的交易，使利率运行机制得到一定松动，然后再逐步放松存贷款利率。这也是我国利率市场化的必由之路。

非银行金融机构参与货币市场，还将中央银行的货币政策意图传导到资本市场。中央银行在货币市场上进行公开市场操作，扩大基础货币供应或调低利率，则货币市场利率下降，非银行金融机构在货币市场上筹集资金的成本降低，就会扩大在资本市场的投资，结果股价上升。相反，中央银行减少货币供应或提高利率，则货币市场利率上升，非银行金融机构在货币市场筹资成本上升，就会收缩在资本市场的投资，引起股价下跌。

目前，我国货币市场形成了银行间市场和非银行金融机构间市场相对隔离的状态，这种货币市场分割的状态割裂了货币市场与资本市场资金沟通的有机联系，虽然短期内可抑制资本市场投机，但长期来看，却降低了货币市场效率，不利于形成合理的货币市场利率结构，也不利于中央银行宏观调控目标的实现。1998年，我国加大了货币市场建设力度，撤消了融资中心和二级同业拆借网络，扩大一级市场的交易主体，形成全国统一的银行间同业拆借市场，并调整国债的发行品种结构，面向商业银行共发行记帐式国债4303亿元，以增加银行间债券市场可交易的债券数量。但债券存量的成倍扩大并没有带来市场交易的活跃，其原因在于，银行间市场的参与者—银行机构在积极的货币政策下，资金普遍宽松，在货币市场上主要是资金供给者而非需求者，这就使融资业务较难开展，成交量不大，且利率较低。相反，非银行金融机构参与的场内市场由于对资金存在很大需求，回购利率一直较高。1998年5月，央行恢复了在银行间债券市场的债券回购业务，在年初取消对商业银行的贷款规模管理转向资产负债比例管理的情况下，央行公开市场业务的恢复是实施有效的间接调控的货币政策的途径。但由于在市场割裂条件下银行间市场的利率水平并不能代表货币市场的基准利率水平，而且公开市场上29家一级交易商中绝大部分为银行机构，在资金相对盈余和可通过再贷款获得资金的情况下，银行机构从公开市场上获得资金的积极性不大。在这样的情况下，公开市场操作的规模和实际效果必然受到抑制，难以完全实现宏观调控的意图。

#### 四、我国规范货币市场与资本市场资金沟通关系的路径选择

综上所述，由于我国金融市场发育的不完善，为防范金融风险，我国不得不暂时在银行和非银行金融机构间建立防火墙，实施货币市场分割。但我国的金融深化必然要求建立统一的货币市场，形成货币市场和资本市场资金沟通的良性联系，以利于利率的市场化和央行的宏观调控。而且实际上，资金的特性就在于流动性，银行业和证券业资金的流通不是完全割裂的，而是存在许多“结合部”。在商业银行退出交易所回购市场以前，场内回购市场就是这样一个资金“结合部”，由于交易所采取集中竞价，撮合成交的交易方式，央行很难监管。如果允许非银行金融机构参与银行间货币市场，则银行间货币市场也会成为银证资金的“结合部”，但它的交易方式和监督条件都要比场内回购市场强。银行间市场采用询价报价，逐笔成交的方式，由人民银

行提供资金结算服务,央行可藉此掌握每一笔资金的来龙去脉,控制潜在的风险。只要央行对非银行金融机构从货币市场借入资金的期限、方式和用途加以一定的限制,引发金融风险的可能性极为有限。

在发展统一的货币市场,促进货币市场与资本市场资金沟通的良性联系的过程中,笔者以为可采取以下措施:

1. 通过收购兼并、增资扩股、发行中长期金融债券等方式,充实非银行金融机构的资本金和资金实力,提高非银行金融机构抵御风险的能力,从根源上防止资本市场上的风险向货币市场扩散。我国的非银行金融机构特别是证券公司资本金普遍不足,资本金最多的证券公司申银万国的资本金也只有摩根·斯坦利的二百分之一。通过兼并重组、增资扩股,形成几个大券商,可提高我国证券业整体抗风险能力。此外,应扩大非银行金融机构中长期债券的发行规模。发行中长期债券是非银行金融机构重要的长期资金来源,国外著名投资银行如摩根·斯坦利、美林集团、莱曼兄弟三家公司的长期借债占总资本的比例分别高达65%、79%、80%。通过发行股票、债券进行长期融资,非银行金融机构的资金实力增强了,即使在货币市场上进行短期融资,也不易引起流动性风险。

2. 逐步允许一些信誉良好的非银行金融机构进入银行间货币市场,可以通过它们在银行间市场和非银行金融机构市场间的套利行为,平衡两个市场的供需结构,缩小两市场间的利率差距,促进利率的逐步市场化。1998年10月,央行批准10家商业保险公司加入银行间全国同业拆借市场从事债券买卖交易,这就为其他非银行金融机构进入银行间市场起了积极示范作用。只要实行非银行金融机构进入银行间市场的“市场准入制度”,不允许那些资信度差,经营处于困境的中小非银行金融机构进入,可避免前天津证券交易中心、武汉证券交易中心及STAQ系统的回购债务链断裂的事件再次发生。总之,逐步扩大资信好、经营规范的非银行金融机构加入银行间货币市场,促进货币市场各子市场间的联动性和相关性,逐步实现利率的市场化,是实现我国货币市场的一体化,促进货币市场与资本市场资金沟通的良好联系的必由之路。

---

#### 主要参考文献:

- ①江旭东:“建立统一的国债回购市场”,《投资研究》1998年第3期。
- ②张金顺、崔益敏:“货币、外汇、资本市场的价格均衡与调控协调”,《金融研究》1998年第4期。
- ③乔炳亚:“我国证券公司的融资问题”,《经济导刊》1999年第1期。

(作者单位:江苏省南京大学国际商学院;邮编:210093)