

# 论协调发展货币市场和资本市场

姚庆海

在发育完善的金融市场中, 尽管货币市场和资本市场具有不同的特征和市场定位, 但资金的流通和各种金融工具的组合运用, 又使二者构成一个完整的金融市场整体, 使两个市场间呈现出相互依赖与促进的密切关系。一个市场发育不规范, 将直接影响另一个市场的健康发展。目前我国的货币市场和资本市场的关系还远没有理顺, 存在着明显的相互掣肘和不协调现象。这种状况不仅严重阻碍了货币市场和资本市场的正常发展, 也是造成前几年金融秩序混乱的重要原因。当前的宏观经济和政策环境, 为我国金融市场发展创造了良好的机遇。抓住机遇, 加快金融市场建设的关键是协调发展货币市场和资本市场。

## 一. 货币市场和资本市场协调发展的意义

1. 完善的金融市场要求货币市场和资本市场协调发展。在市场经济条件下, 经济运行和经济发展的质量高度依赖于金融市场的发展程度。存在发育完善的金融市场可提高资金融通效率, 降低融资成本, 使资金流向高效率的经济部门, 有利于国民经济的正常运行, 促进经济的高效快速发展。金融市场的发育是否完善, 不仅依赖于货币市场和资本市场各自的发展状况, 而且依赖于二

者的关系是否协调。金融市场是一个整体, 作为其组成部分的货币市场和资本市场, 又具有各自的服务对象和市场工具, 发挥着不同的职能作用。

货币市场一般是指期限在一年以下的短期资金融通和借贷的市场。其职能在于提供短期流动性和调剂寸头盈余。存在发达的货币市场有利于市场参与者解决经济活动中收支脱节的矛盾: 借款人在货币市场上可获取资金, 满足季节性和短期性资金需求; 放款人则可利用货币市场进行资产的流动性管理, 平衡放款的收回额和新增额, 提高资金的使用效益。货币市场还是中央银行货币政策实施的重要场所, 公开市场业务操作、存款准备金和再贴现等货币政策工具运用的效果, 都会立即在货币市场上得到反映。货币市场在传导中央银行货币政策意图, 发挥利用货币政策手段调控经济运行上, 具有重要作用。在发育完善的金融市场中, 分析货币市场状况的变化还有利于借款人和放款人根据自己对长期利率的预测, 来决定参与资本市场的行为。

资本市场一般是指期限在一年以上的金融工具的交易市场。人们利用资本市场主要是为获取扩大生产经营所需的长期发展资金。此外, 资本市场还具有调动储蓄资金, 提高资源的配置效率, 促进建立富于竞争性和清偿性的金融体系和现代企业制度等方面的重要作用。

完善的金融市场中, 货币市场和资本市场缺一不

在市场经济条件下, 中央银行利用间接调控方式实施货币政策的一个重要前提条件是, 存在一个货币市场和资本市场相互协调的完善的金融市场。



上海期货交易市场

可。二者都是金融市场的重要组成部分, 其中任何一部分发育不完善、运作不规范, 市场参与者在经济活动中出现的流动性问题都难以解决, 因而直接影响经济运行。货币市场和资本市场两个市场的完善, 互以对方的完善为前提, 它们的关系是相互依赖、相互促进的: 一方面, 货币市场是资本市场的基础, 资本市场的运作离不开货币市场提供的服务和短期资金的调剂。一般来说, 资金进出资本市场需要通过货币市场才能实现。另一方面, 资本市场的发育是否完善也直接影响货币市场的发展。没有健全的资本市场, 货币市场上剩余的短期资金就不能通过正常渠道流入资本市场, 转化为长期资金。由于资金的逐利性, 这部分资金就会在缺乏规范管理的情况下, 通过不正当的渠道流向发育不完善的资本市场和回报率高的投资领域, 这极易诱发较大的金融风险事件, 造成金融市场振荡, 扰乱正常的金融秩序, 也将阻碍货币市场的稳定发展。

在目前的条件下, 协调发展货币市场和资本市场, 就是在推进我国货币市场和资本市场的发展过程中, 注意相互间的协调配合, 以促进金融市场整体功能的发挥。

2. 协调发展货币市场和资本市场, 保证中央银行货币政策的实施效果。货币政策是一个国家重要的宏观调控手段。为适应市场经济体制的要求, 保证货币政策的有效性, 我国中央银行金融宏观调控方式正在进行重大变革。变革的重要内容是由直接控制转向间接控制。改革开放以来, 我国非银行金融机构发展十分迅速, 银行之

外的金融机构创造的信用量不断扩大。为此, 直接控制形式的货币政策实施方式, 已不能有效地调节整个社会的信用规模和利率水平, 失去了对经济和金融的有效调控作用。经济和金融发展的客观形势要求, 中央银行为保证货币政策的实施效果, 必须将直接控制方式的货币政策工具操作转向间接调控方式的货币政策工具操作。

间接调控方式的货币政策工具是通过市场机制来发挥作用的。它通过市场影响银行、非银行金融机构及非金融机构的行为, 使社会资源的配置状况和信用总量发生变化, 实现用货币政策手段调控宏观经济与金融运行的目的。

在市场经济条件下, 中央银行利用间接调控方式实施货币政策的一个重要前提条件是, 存在一个货币市场和资本市场相互协调的完善的金融市场。一方面, 由于完善的货币市场和资本市场能够灵敏地反映市场信号, 中央银行根据其反映的经济和金融运行状况, 并结合其它宏观经济指标, 才能制定出特定期限内的货币政策实施方案。同时, 中央银行还要在货币市场上运用货币政策工具进行操作。

另一方面, 中央银行的货币政策意图只有通过货币市场和资本市场, 以及它们的相互作用, 才能传导到实体经济部门, 发挥调控经济和金融运行的作用。如中央银行通过开展公开市场业务操作吞吐国债, 直接影响商业银行储备的松紧, 进而导致货币市场利率的变化, 上述变化从成本和流动性两方面影响商业银行的放款行为, 导致银行贷款利率的变化。

同时, 货币市场利率的变化还促使投资者通过证券二级市场, 进入或退出资本市场, 导致资本市场上资金量变化。资本市场上供求关系变化促使证券价格变化, 即资本市场收益率变化, 也将进一步导致证券发行利率变化。最后, 银行贷款利率和证券发行利率变化直接影响市场参与者的资金需求和投资行为, 使社会货币供应量发生变化, 并最终导致宏观经济运行状况变化。

货币市场和资本市场是货币政策传导的两个重要环节, 存在发育完善和协调发展的货币市场与资本市场, 才能保证货币政策操作的效果。中央银行要有效地在货币市场上进行货币政策操作。首先只有货币市场发育规范, 并且有一定的深度, 才能保证中央银行干预市场的行

长期以来,我国实施的低利率政策和投资政策极大地刺激了企业的流动资金需求,是诱发通货膨胀、形成我国粗放型经济增长方式的主要原因。

为不造成巨大的振荡,商业银行才能根据中央银行货币政策的市場操作导向调整其经营行为和资产结构,将中央银行的政策意图通过市場传导出去。其次,只有货币市場发育规范,并且有一定的深度,才能保证中央銀行市場的行为不造成巨大的振荡,商业银行才能根据中央銀行货币政策的市場操作导向调整其经营行为和资产结构,将中央银行的政策意图通过市場传导出去。其次,只有存在规范发展的資本市場,才能将中央銀行通过货币市場传导的政策意图传导到社會上去,影响社會各方面的儲蓄和投资行为,实现货币政策的最终目标。最后,要使中央銀行货币政策的传导机制发挥作用,还要求理顺货币市場和資本市場的关系,只有两个市場之间存在正常的、规范的资金流通渠道,才能保证货币政策的传导过程顺利进行。

3. 协调发展货币市場和資本市場,抑制通货膨胀,实现经济增长方式的转变。改革17年来,我国经济的高速增长是靠投资的高速增长支撑的,而投资的高增长,则主要是依靠銀行的各项新增贷款的高增长来维持的。目前,尽管我国已在大多数生产要素的流通和分配领域基本实现了市場调节,但在作为一种重要生产要素的资金流通和分配领域,计划手段还发挥主要作用。

由于近年来对作为直接融资的證券融资限制较严,有价證券余额增长缓慢,使绝大部分社会闲散资金只能存在銀行,并通过计划手段来运用,造成间接融资在我国融资格局中占据主导地位。而在间接融资中,信贷规模和信贷指标在控制銀行贷款的总量和投向方面仍然发挥重要作用。这就阻碍了我国货币市場和資本市場的协调发展,使企业难以在銀行之外寻求短期流动资金和长期发展资金,造成国有銀行不仅要保证国有企业的流动资金供应,而且要为企业长期发展提供主要资金来源。

长期以来,我国实施的低利率政策和投资政策极大地刺激了企业的资金需求,使企业不管效益好坏、代价多高都敢要贷款。这种状况,导致了信贷规模失控,制约了资金的使用效益,造成了大量銀行不良资产,是诱发通货膨胀、形成我国粗放型经济增长方式的主要原因。

控制通货膨胀,实现经济增长方式由粗放型向集约型转变,必须尽快改变直接融资和间接融资比例严重失衡的局面。协调发展货币市場和資本市場,大力发展直

接融资,积极发挥市場机制在引导资金流向和优化配置资源方面的作用,转变单纯依靠货币供应量的扩张来推动经济增长的局面。

4. 协调发展货币市場和資本市場,完善我国信用体系。目前,虽然我国已建立了以銀行信用为主,多种信用并存的信用体系,但货币市場和資本市場发展的滞后却严重制约着信用体系的完善。与发达国家相比,我国銀行信用之外信用发展程度很低,商业信用发展缓慢,有价證券发行余额在信用总量中的比重还非常低,我国贷款以外的信用总额与货币量MI的比率1995年仅为21%,与货币量加准货币的比率为12.5%,远远低于西方发达国家的水平。

商业信用是銀行信用的基础。商业信用基础薄弱,致使经济活动中的债权债务关系不能契约化,信用不能票据化,担保、抵押、押汇、信用证、承兑、贴现等业务不能广泛推开,从而降低了货币流通速度,造成銀行信贷资金沉淀,直接影响了资金使用效率。信用体系不健全,阻碍了票据市場的发展。企业难以运用规范化的信用凭证进行直接融资。目前企业间惯用的口头承诺和挂账信用,没有法律保障,直接造成企业间三角债的形成。票据市場发展滞后,企业难以运用票据贴现来解决其在生产和流通环节中出现的供求梗阻问题,企业之间的商业信用难以纳入銀行信用的轨道,銀行对企业的资金运用无法进行有效的监督管理。协调发展货币市場和資本市場,有利于拓宽證券等信用渠道,培育市場经济的信用基础,强化信用观念,开发运用多种信用工具,提高金融深化程度,加大社会资金来源中的非货币性比重,是健全我国信用体系的重要途径。

5. 协调发展货币市場和資本市場,推进利率市場化改革。利率是实现资源有效配置的重要手段,利率市場化是适应建立社会主义市場经济总体目标要求的改革方向。协调发展货币市場和資本市場有利于培育市場化的利率生成机制和合理的利率结构。

在市場经济条件下,利率最容易受到中央銀行行为的影响。一般来说,同业拆借利率决定于銀行体系内超额儲备的数量,是反映銀行准备金松紧的重要指标。中央銀行用间接调控方式实施货币政策,一般把与基础货币联系的存款准备金或短期利率作为操作目标,把长期

存在协调发展的货币市场和资本市场，中央银行的行为才能通过影响货币市场利率和证券收益率，导致资金在货币市场和资本市场的规范流动。

利率和货币供应量作为中介目标，并通过公开市场操作影响操作目标和中介目标。

中央银行在金融市场上买卖国债，直接引起银行准备金数量和基础货币的松紧变化，进而引起同业拆借利率的变化。由于短期国债收益在很大程度上依赖于替代品的比较，因此国债利率和其他货币市场利率也随之变化。货币市场利率的升降引起经济发展的冷热变化。市场参与者通过在二级市场上对包括政府债券在内的证券替代品的比较，以及对通货膨胀和货币政策的预期，来调整自身的投资行为。投资行为的变化影响长期证券的收益率和资本市场上的供求关系，进而影响长期利率的生成。根据资金使用期限的差异，在市场因素的作用下就会形成一个合理的利率结构。

总之，存在协调发展的货币市场和资本市场，中央银行的行为才能通过影响货币市场利率和证券收益率，导致资金在货币市场和资本市场的规范流动，并通过影响长期利率和资本市场影响人们的投资行为。在市场经济国家，股价指数作为一个重要的国民经济先行指标，其变化深受货币政策操作的影响，原因就在于货币市场和资本市场之间存在紧密的联动关系。若货币市场和资本市场相互分割，关系难以协调，中央银行的间接调控行为就不能通过利率的变化导致资金在货币市场和资本市场上的规范流动，也不能形成合理的利率结构。利率市场化改革也就难以推进。

## 二．协调发展货币市场和资本市场是现实的客观要求

货币市场和资本市场的阶段性发展是我国经济体制改革和金融体制改革阶段性推进的体现。我国货币市场和资本市场的发展大致可以划分为以下几个阶段：

1. 1978年到1985年是货币市场和资本市场的萌芽阶段。1978年以前，我国的金融体系是单一的国家银行体系，当时的中国人民银行几乎垄断了所有信用活动，不存在银行之外的信用，也不可能存在金融市场。改革开放以来，随着我国经济体制和金融体制改革的深入，金融体系及其运行机制发生了很大变化，为货币市场和资本市场的产生和发展创造了条件。

1984年中国人民银行专门行使中央银行职能，着手对高度集中的信贷体制和资金管理体制进行改革，并向各专业银行提出了提取法定准备金的要求。人民银行从1985年起实行了“统一计划，划分资金，实贷实存，相互融通”的信贷资金管理办法。不再对国有大银行实行层层下批指标，而改用上贷下存的办法；各国有大银行资金不足可以相互拆借。此办法的实施促进了资金的横向流动，为此后同业拆借市场的迅速成长奠定了基础。

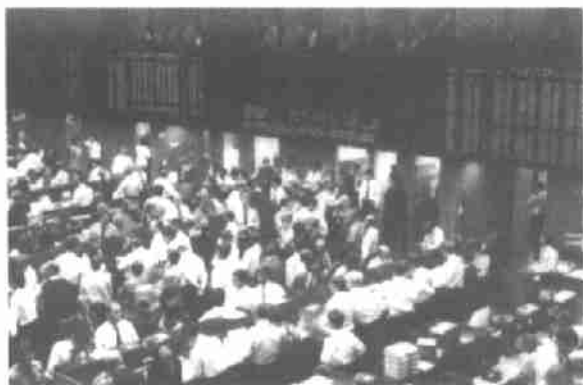
我国的票据市场起始于1982年人民银行倡导推广汇票、本票、支票和信用证，此后以银行承兑贴现为主的票据贴现业务发展很快。1985年人民银行在全国开始试办票据贴现和再贴现业务，但由于票据行为不规范，试点中出现了不少问题，严重影响了票据市场的发展。此后我国货币市场中还相继出现了大额定期可转让存单市场和企业短期债券市场。货币市场在试点、探索中萌芽、发展，到80年代中期已初具雏形。但由于货币市场内部各子市场功能不健全，市场业务量狭小，严重制约了货币市场作用的发挥。

我国资本市场起始于1981年恢复发行国库券（5年期）。1983年后一些企业也开始自发地试行股份制，并公开发行股票。当时发行股票的企业未进行规范的股份制改造，目的主要是集资，多数股票既保息又分红，且有偿还期。尽管当时的这种活动很不规范，但对萌发中国的股票市场创造了条件。

在这一阶段，货币市场和资本市场自身发育都很不完善，运作不规范，市场功能不健全，两个市场的关系协调问题还没有引起人们的注意。

2. 1986年到1991年是货币市场和资本市场试点的起步调整阶段。在这个期间，资本市场作为我国经济体制改革的试点取得了长足的发展。1986年国家对已发行的国债在61个城市开始进行流通转让试点。同年沈阳建立了我国第一家证券公司，开始办理国债买卖业务。新中国的第一笔股票交易1986年9月26日在上海进行。1986年开始把股票发行活动纳入中国人民银行的管理范围。1986年10月深圳市出台了《深圳经济特区国营企业股份制试点的暂行规定》，正式开始了企业股份制改革的探索，全国股份制企业也不断增加。1991年底，全国股份制企业已发展到3220家，发行股票总额达75亿元，向

在货币市场和资本市场试点的起步调整阶段,从整体上说,其运作还不很规范,两个市场之间还存在着明显的不协调现象。



法兰克福证券交易所

社会公开发行股票的股份制企业 89 家。1990 年底,深圳、上海证券交易所先后成立。至 1991 年底两地共有 15 家上市公司的股票在证券交易所挂牌交易,全年交易量 43 亿元,年底总市值 109.6 亿元。这一时期的股票发行活动逐渐走向规范化,股票自身已基本符合其本质特征。股票发行方式开始向国际惯例靠拢,股票交易市场试点取得突破性进展。随着部分法规的出台,中国股票市场已初步形成独具特色的运作机制。

1986 年 1 月国家体改委和人民银行决定正式开放同业拆借市场后,拆借市场交易量迅速扩大。1986 年仅为 300 亿元左右,1987 年猛增到 2300 多亿元,1988 年上升到 2621 亿元。但由于缺乏相应的市场管理措施,市场在迅猛发展的同时也造成了一些混乱现象。市场中不同程度地存在入市机构混乱,拆借期限过长,利率过高等问题。这些问题干扰了市场的规范运作,也助长了 1988 年的经济过热和金融秩序的混乱。

这一时期票据市场的运作由于没有权威性的法律约束,加上企业信用意识淡薄,引发了不少票据纠纷和严重的资金拖欠问题。使票据的信誉受到了严重的损害,造成市场交易量萎缩。1988 年我国基本停止了银行票据承兑和贴现业务。

在整个试点的起步调整阶段,从整体上说,其运作还不很规范,在市场和功能的完善上,两个市场都进行了不少有益的探索,但都仅注重于市场内部的协调和完美,两个市场之间还存在着明显的不协调现象。

3. 1992 年到 1995 年是货币市场和资本市场试点的

快速发展和规范阶段。1992 年后我国又进入了一个经济快速发展时期。货币市场上同业市场交易量迅猛增长的同时,违章拆借现象也十分严重。一些机构在资金拆借活动中乱抬利率,擅自延长资金拆借期限,甚至一些金融机构还通过资金拆借活动,把信贷资金投放到房地产市场和证券市场,造成了经济过热,助长了经济的泡沫化,扰乱了正常的金融秩序。

从 1993 年下半年开始人民银行进一步加强了对同业拆借市场的管理,出台了一系列规定和政策,对同业拆借市场的利率、期限、资金用途、中介机构及运作规则进行规范,使同业市场秩序有明显好转,但未从根本上解决导致货币市场混乱的深层次问题。1995 年前后货币市场上又出现了严重的证券回购违规现象:证券回购交易行为不规范,交易期限长期化,资金流向不合理,存在严重的买空卖空和假回购现象;市场参与主体混乱,一些不具备独立法人资格的机构和个人利用金融机构的名义进行交易;市场秩序混乱,证券回购市场利率过高,投机风气浓厚,回购中的纠纷和资金诈骗案件不断发生。

1995 年 8 月底,证券回购场内交易量为 600 亿元,其中 80% 的交易没有实券,年息在 24% 到 28% 之间,所套取的大部分资金用于炒房地产、炒股票、炒期货,一些犯罪团伙还利用假回购骗取的资金进行犯罪活动,对我国金融秩序稳定构成了严重威胁。

1992 年后,我国资本市场也有较快的发展。随着股份制企业试点向全国扩展,股票发行量迅速增加,股票一级市场快速扩容,二级市场急剧膨胀。截止 1993 年底,深圳、上海、北京三大股市(A 股、B 股、法人股)上市已达 235 只,比 1991 年增长 16.79 倍。上市总股本达 340.55 亿元,比 1991 年增长 12.25 倍。深圳、上海两地股票总市值达 3918 亿元,比 1991 年增长 32.13 倍;年成交量达 3534 亿元,比 1991 年增长 85.28 倍。成为世界股市史上成长最快的新兴资本市场。在此期间深圳、上海股市实现了从柜台交易到场内交易、从手工交易到电脑交易、从实物证券到记帐证券、从区域市场到全国市场、从国内市场到国际市场的转变,提高了市场运作效率。资本市场在短期内迅速扩张的同时,也暴露出自身存在的一些突出问题。如资本市场缺乏正当的融资渠道,参与资本市场的机构投机色彩太浓,个人投资者的资金难以大量投

**提出“适当扩大直接融资”，“积极稳妥地发展债券和股票市场，进一步完善和发展证券市场”的整体发展战略，标志着资本市场已进入初步发展阶段。**

入,市场缺乏长期投资者,存在较高的市场风险等。

支撑资本市场繁荣的资金主要来自货币市场、信贷市场及预算外资金,市场繁荣的基础相当脆弱。由于在货币市场和资本市场间缺乏规范的资金融通渠道和必要的市场管理措施,导致大量资金在两个市场间盲目流动。一些金融机构受高回报率的诱惑,把资金从货币市场拆借到资本市场进行盲目投资。

多次发生利用同业拆借名义把大量银行资金拆到正规金融体系之外,使资金从货币市场流到资本市场,其深层原因在于货币市场和资本市场发展不协调。从货币市场的角度来看,以银行信贷资金为主渠道的企业短期流动资金相对来说较为充足。但在资本市场上资金来源则较为紧张。随着金融和投资体制改革的深入,企业的行政拨款和国有银行的固定资产贷款等融通长期资金的渠道迅速萎缩。而资本市场的市场基础薄弱,规模狭小,并且受到严格控制,难以满足企业的投资需求。这种状况是造成我国经济运行中短期资金长期化现象的客观原因。

资本市场发展滞后,使货币市场不得不承担部分资本市场的功能,其结果扰乱了货币市场和资本市场间正常的资金流动,干扰了正常的金融秩序,加大了资金运行风险。1993年下半年以后,国家出台了一系列加强宏观调控,治理金融秩序的政策措施,资本市场进入了一个以规范调整为主调,在规范中求发展的时期。通过制定法规制度,加强市场监管力度,规范市场参与者的行为,使资本市场秩序有明显好转,市场运作逐渐纳入了“统一、有序、理性、流动”的轨道。这时期证券市场的规模进一步扩大,市场功能日趋完善。截止1995年底,全国上市公司总数已达323家,总股本765亿元,股票市价总值3474亿元。有20家企业到境外上市,加上国内B股,累计筹集外资61.3亿美元。全国还设立了73个投资基金,有31个基金在上海、深圳两个证券交易所和一些地区性证券交易中心上市交易。此外债券市场规模也进一步扩大,产权交易市场日益活跃,通过并购实现股份公司所有权乃至经营权的转移,促进了资本市场功能的全面发挥。

4. 从1996年年初开始我国货币市场和资本市场由试点探索阶段,进入了初步发展时期。年初全国统一同业拆借市场开通,放开了同业拆借市场利率,由拆借双方

自行决定。初步形成了信息共享,统一报价,集中交易的市场体系。票据法的正式实施,提高了票据的信誉,规范了票据融资行为。加上中央银行扩大票据承兑贴现业务措施的逐步实施,为票据市场的进一步发展奠定了基础。同时中央银行还加强了对评判回购市场的清理规范,并要求银行与其所办的证券机构脱钩,对金融业和证券业实行严格的分业管理。这些措施有利于建立关系协调、运作规范、管理严格的货币市场体系,逐步消除货币市场中存在的市场分割和黑市交易问题,控制市场风险,使货币市场走向健康发展的轨道。

1996年初领导层和管理层对资本市场的认识已达成共识。提出“培育和完善包括资本市场在内的各种因素市场”,“适当扩大直接融资”,“积极稳妥地发展债券和股票市场,进一步完善和发展证券市场”的整体发展战略,标志着资本市场已由试点阶段进入初步发展阶段。年初以来,按照“法制、监管、自律、规范”的原则,加大了市场的监管力度。在对一系列违规事件进行严肃处理的同时,制定颁布了多项规范市场运作,加强市场监督管理的法规制度。使资本市场秩序有明显好转,资本市场的市场功能的日益完善。

随着现代企业制度向纵深推进,市场扩容速度加快,使一大批符合国家产业政策,效益好,有发展潜力的能源、交通、邮电通讯以及原材料、高科技领域的大型企业,通过改制上市,迅速取得了建设资金。截止1996年6月30日,上海、深圳两个市场共上市新股58家,约16亿股,筹集资金一百多亿元。资金流向效益了的国有大中型企业,促进了社会资源增量结构的优化。

最近一个时期,资本市场上还多次发生,通过产权交易,上市企业并购上市企业,非上市企业并购上市企业,上市企业并购非上市企业的企业并购现象。企业并购把国有资产推向了市场,使其由封闭、凝固状态变为流动状态,并通过资产的流动,促进企业组织结构的调整。企业并购对于盘活国有资产,优化社会资源的存量结构,深化企业改革,具有重要意义。也表明资本市场正在逐步完善,功能日益健全,在我国经济建设和实现“两个转变”的过程中将发挥越来越重要的作用。

(作者单位:中国人民银行)