



您的位置：首页 - 2005年科研成果

文章：透析中国金融市场体系中的联动关系(殷剑峰；6月6日)

文章作者：

在2000年后，随着银行间市场的诸多改革，货币市场与债券市场的联动关系已经非常紧密。并且，银行间市场业已成为决定债券市场乃至整个金融市场体系利率走势的主导性市场。至于股市，它始终游离于市场体系之外

在一个成熟的金融市场体系中，尽管包括货币市场、债券市场和股票市场在内的主要金融市痴头、国债现货多头和国债期货空头具有相同的期限时，此组合就是无风险的。因此，为了防止无风险套利的发生，货币市场和债券市场的利率必然会收敛。正如国外学者所证明的那样，当预期导致长期利率上升进而长、短期利差扩大时，市场有效性的表现应该是短期利率以更快的速度上升。然而，观察2002年后、尤其是2003年8月份之后各市场的动态，我们并没有发现这种现象。这就说明，2002年3月份之后货币市场和债券市场之间的长期均衡关系之所以会破裂，其中一个关键原因就在于我们尚没有供投资者套利的远期利率交易。

最后，货币市场与债券市场长期均衡关系破裂的第三个原因在于市场不健全背景下的“市场化”货币政策操作。众所周知，近来关于宏观政策调控、尤其是货币政策操作存在着很多争议。其中一个主要观点是要以“市场化”的调控措施来取代“行政性”的手段。毋庸置疑，所谓“市场化”的措施，其着力点在于对资金价格、即利率的影响，并借此将政策意图传导到实体经济的运行中。简言之，是否存在顺畅的利率传导渠道是市场化调控手段得以有效的的基本前提。就此，李扬和殷剑峰(2004)曾经分析了我国利率体系的现状，指出：在当前市场化利率体系和管制利率体系并存的情况下，调控利率尚不足以影响实体经济。即使不考虑管制利率(主要是存、贷款利率)以及利率变动对实体经济的影响，而只考虑已经市场化的金融市场利率，这里的分析也表明，货币市场与包括债券市场、股票市场在内的资本市场的互动关系依然是极其不稳定、甚至是有重大遗漏的。理想的货币政策应该是中央银行“舞动”收益曲线的短边，让收益曲线的长边轻轻“飞扬”，从而通过利率期限结构的变化，对中长期利率乃至利率的风险结构产生影响。然而，由于公司债券市场尚不存在，金融市场中尚无法形成合理的利率风险结构。即使就利率的期限结构而言，货币市场和国债市场在两个时期互动关系的变化也说明，由于缺乏即期和远期利率间的套利机制，后者往往会对调控措施产生过度反应，而前者也仅仅是在2003年8月底央行调整法定准备金率时被短暂地“吓了一跳”，之后依然是我行我素。所以，如果像去年有些学者那样“义愤填膺”地鼓吹“市场化”的调控措施，而不去真正建设市场，那么，非但不能对实体经济产生理想的效果，反而会破坏金融市场既有的均衡关系，并使其发生剧烈波动。

未来市场的变化和改革建议从未来市场的变化，银行间市场将继续成为决定利率走势和市场联动关系的主导性市场。这也符合一般的金融发展与改革次序：先货币市场、债券市场，再股票市场；先场外市场，再场内市场；先机构市场，再散户市场。至于货币市场与债券市场之间的关系，有三个因素决定了货币市场利率和债券市场收益率将会逐步收敛，并恢复2002年3月份前的联动关系：第一，从资金供给面看，如果关于人民币升值的炒作得以平息，以至于外汇占款增速逐步下降，市场短期资金供给将会下降；第二，商业银行迫于资本金充足率的压力将会增加对国债的购买；第三，多种指标显示本轮经济周期已经过了拐点，物价水平趋稳，加息压力下降。

对于未来的改革，我们以为须关注这么几个方面：

第一，放松对固定收益证券市场的管制，加快发展公司债券和各种资产支撑证券。可以看到，尽管银行间市场发展迅速，且近期还将放宽金融机构发行债券的限制，但是，“过剩”的资金还是不能直接进入实体经济，而只能间接地通过金融机构、尤其是银行的信贷渠道。只有放松公司债券发行的管制，才能在金融市场体系与实体经济之间建立直接、有效的连通渠道。

第二，建立远期利率市场。考虑到银行间市场在2002年后业已成为债券市场内部均衡关系的主导性市场，并且，本着“先场外后场内、先机构后散户”的谨慎原则，可以先在银行间市场发展远期利率协议交易，取得经验后再逐步建立国债期货市场。

第三，进一步完善银行间市场的交易制度。可以看到，尽管银行间市场已经成为维持债券市场跨完善银行间市场的做市商制度。

第四，尽管股指期货是股市与货币市场、债券市场建立联动关系的必要工具，但是，在股权分置等问题未得到解决前，应该慎重对待之。其道理很简单，由于衍生品交易的杠杆效应，在股票现货市场存在着诸如股权分置这类严重问题的情况下，仓促发展期货市场将使得现货市场中的缺陷在期货市场中被成倍地放大。

第五，货币政策操作应该顾及金融稳定，尤其是在货币政策传导渠道不畅和金融市场建设过程中，更是应该如此。按照国际金融机构(如国际货币基金组织)的界定，所谓金融不稳定，在金融市场体系中的主要表现就是市场间正常的联动关系破裂和市场波动加剧。根据市场实际情况和我们的研究，2003年8月底以后的金融市场确实如同惊弓之鸟。这种状况极其不利于市场建设，因此，未来提高货币政策的信息透明度和保持市场参与者预期的稳定显然至关重要。

文章出处：《中国证券报》

[推荐朋友] [关闭窗口] [回到顶部]

转载请经授权并请刊出本网站名

IFB  
中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB  
IFB外商投资中心

IFB  
IFB基金研究与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所