

中国货币市场的发展与证券市场的规范化

[作者] 唐齐鸣

[单位] 华中科技大学经济学院

[摘要] 货币市场与证券市场是金融市场的核心组成部分，货币市场是证券市场规范动作和发展的物资基础，发达的货币市场可以盘活流动资金，引导经济主体在既定的资金总量下根据各项资产的特性，按照“边际收益率恒等”的经济原则安排各种资产的持有比例，使其资产在货币市场与证券市场之间合理地流动，保证证券市场有较充裕、稳定的资金来源，使证券市场参加者必不可少的短期资金可通过货币市场来满足，而从证券市场退出的资金也要到货币市场找出路。二者这种互动、竞争的关系才能形成合理的资金价格，在此基础上资金的流动才能够引导资源的有效配置。近几年来，我国证券市场与货币市场之间已初步具有了一定的互动关系。重视货币市场的构建，实现证券市场的规范化发展，对我国的经济发展具有举足轻重的作用。

[关键词] 货币，证券，发展，规范

货币市场与证券市场的关系

货币市场与证券市场是金融市场的核心组成部分，货币市场是证券市场规范动作和发展的物资基础，发达的货币市场可以盘活流动资金，引导经济主体在既定的资金总量下根据各项资产的特性，按照“边际收益率恒等”的经济原则安排各种资产的持有比例，使其资产在货币市场与证券市场之间合理地流动，保证证券市场有较充裕、稳定的资金来源，使证券市场参加者必不可少的短期资金可通过货币市场来满足，而从证券市场退出的资金也要到货币市场找出路。二者这种互动、竞争的关系才能形成合理的资金价格，在此基础上资金的流动才能够引导资源的有效配置。因此，货币市场与证券市场之间的资金价格存在着一种均衡关系，即：

$$P_t = (1+G)D_t \text{ 或 } P_t = (1+G)D_t$$

$$R = G + i + i' - G$$

其中， P_t 为 t 期股票价格， D_t 为 $t-1$ 期到 t 期每股股息， G 为股息增长率， R 为贴现率。贴现率 R 包括货币市场利率水平 i 和股票的风险报酬率。即 $R = i + i'$ 。该式被称为戈登增长模型，它说明股票价格与货币市场利率成反向关系，利率越高，股票市场价格指数就会越低，反之亦然。当股票价格指数和货币市场利率两者之中任一个发生变化时，必然引起另一个价格不同程度的变化，变化的结果是建立一个新的均衡。

近几年来，我国证券市场与货币市场之间已初步具有了一定的互动关系。一方面由于中央银行实施扩张的货币政策，降低利率，致使货币市场资金流向股票市场。如：一项调查显示，1996年5月1日第一次降息前后到6月底，约有500多亿元资金流入股市。1996年8月下旬第二次降息后至1997年初，每天大约平均有4至5亿元的资金涌入股市，估计总数接近300亿元。由于资金的不断涌入，带动了股票市场价格指数的上扬。1996年沪指最高攀升近1倍，深成指也上涨了2倍多。但另一方面，也发生了1994年下半年到1996年上半年的证券市场资金向银行回流，导致M2增长过快的现象。同样，我国股市与回购市场也有了较大的联动性，突出表现在A股一级市场与国债回购利率的互动方面，在新股上网发行的当天，大量资金涌向A股一级市场，市场资金紧缺，使反映资金松紧的回购利率特别是短期利率居高不下。在1998年深沪两市有新股发行的54个交易日的短期回购利率，均高于平常

交易日的利率水平。这些都说明货币市场与证券市场之间的相互影响和互动关系越来越密切，为金融市场的一体化进程奠定了基础。

制约中国证券市场规范化发展的因素

1. 货币市场滞后发展制约了证券市场的规范化。在我国金融市场的发展过程中，由于采取了“先资本市场，后货币市场”的政策取向，使货币市场的发展明显滞后。虽然目前已初步形成了一个以同业拆借市场为主体的货币市场框架，但远未形成一个独立的市场体系，且各子市场的发展缺乏相互衔接，其规模和数量、交易品种远不能满足证券市场大规模资金的需求，使货币市场流入或流出证券市场的资金受到限制，在一定程度上制约了证券市场功能的顺畅和正常发挥。例如：1996、1997、1998年，我国同业拆借市场日均几亿或十几亿元的这种微量交易额，和国外同业拆借市场几十亿或几百亿的交易额相比起来，根本不足以影响整个市场的资金流动。同样，商业票据承兑和贴现市场、短期企业债券市场容量小，结构不合理。1996年商业银行办理贴现2265亿元，中央银行贴现1350亿元，而同期中央银行对金融机构再贷款增加30008亿元，对国有商业银行贷款比重为50%，其中信用贷款所占比重为95%，再贴现比重仅占3.1%左右。1993年—1996年企业债券的发行规模分别只有20.1亿元，12.74亿元，15.68亿元和25亿元。到1996年企业短期融资债券年末余额仅有145.55亿元，1997年深圳企业债券上市总额也只有3500百万元，远远不能满足企业资金的需求，二级市场上企业债券的交易情况也不尽理想。再从发行短期国债的情况来看，主要是三个月、半年期、一年期几种。1994年短期国债占总国债的比重为11.6%，1995年占比7.87%，1996年为31.14%。由于货币市场发展缓慢，使得市场的内在调节机制无法得到充分的发挥，制约了证券市场的发展。再加上货币市场工具品种单调，且相互替代性差，削弱了货币市场的灵活性、流动性和安全性。另外金融工具的利率形成非市场化、弹性小、灵敏度低，无法准确、迅速的反映市场资金的供求状况，也无法形成基准的利率以及以之为基础的有机相连的利率结构，影响了证券市场资金价格的合理变动，导致了金融市场投资收益率结构的进一步失衡，加剧了股票市场的投机性和股票价格的波动性。如上海和深圳两个股市自开市以来到1996年上半年为止曾出现5次大的震荡，波峰谷相差360%。1996年12月至1997年10月间股市就出现三次幅度高达40%的巨幅波动。1997年深圳成分股指数最高冲至6103.62点，最低跌至2985.39点，全年波幅为104.45%。股市高度的投机和由此引起的股价风险破坏了社会资源的合理配置，严重扰乱了金融秩序，影响了当局灵活运用金融工具进行宏观调控。

2. 传统的融资方式制约了证券市场的规范化运行。我国传统的资金配置，主要是依赖间接金融，即银行信贷，直接融资在我国所占比例较小。到1998年底累计通过境内外股票市场直接筹资3510亿元，国内上市公司达851家，市价总值约21000亿元，约占国内生产总值的25%，而其中流通市值只占1/3，约7000亿元左右，占国内生产总值比重仅8—9%。从金融市场主要资金供给者和需求者的情况来看，银行信贷一直占有统治地位。到1998年底，我国城乡居民储蓄余额53407.5亿元，占全国金融机构信贷资金来源50%以上。从企业资金来源情况看，1996年底，非金融企业资金来源总额19698.47亿元，其中金融机构贷款为15041.26亿元，证券融资仅为380.80亿元，只占总资金来源的1.93%，而在证券融资中，企业债券只有74.63亿元。这种银行主导型融资方式，造成了国有企业难以清偿的巨额债务和国有银行大量不良资产，形成银企债务危机，不利于银行分散风险。由于我国国有银行在间接融资中一直处于垄断地位，形成了庞大的银行系统的资金与有限的股市规模相对峙的局面，银行系统即使是一小部分资金流入股市，也会造成价格和交易量的强烈震荡，如1997年上半年，股市暴利驱动大量国有商业银行资金通过各种渠道流入股市，造成股市价格暴涨。相反，如果银行系统合理流入证券市场的资金受到限制，或使证券的需求量受到抑制，出现

证券价格下跌，证券需求量减少，证券市场萎缩，或出现各种违规资金进入证券市场，助长证券市场投机风潮。

3. 制度安排上的缺陷制约了证券市场的规范化发展。由于我国资金价格或金融工具利率受到严格的控制以及证券市场制度安排的缺陷，如股票一级市场对上市的数额控制，股票二级市场政府的直接控制，上市公司在证券市场上没有“退出机制”等，使证券市场缺乏完善、有效的运行机制，无法与货币市场建立起一种顺畅的资金流通渠道，无法对货币政策的调控信号产生迅速、准确的反映。同时，由于经济主体行为的不规范和非理性化，如上市公司为了上市“圈钱”，伪造财务报表，发布虚假信息；券商为了获取利润对上市公司不负责任的“包装”；机构投资者或大户利用虚假或误导信息操纵市场，散户投资者盲目跟风，政府过多的行政干预等使证券市场价格形成缺乏合理性，造成各种资产之间替代性差，无法充分发挥证券市场的兼并收购机制，有的只是信息不对称所带来的逆向选择和道德危机以及公司内部人控制，这一切都制约了证券市场的规范化发展，也极大地削弱了货币政策宏观调控的有效性。

重视货币市场的构建，实现证券市场的规范化发展

按照经济发展的规律，市场经济体系的发展顺序是，货币市场诞生并发展在先，证券市场在后。货币市场是资本市场存在和发展的基础。货币市场是一个高流动性和低风险性的短期资金的融通市场，它能灵敏地反映资金供求关系和短期利率的变化。资金供求关系的变化规律是先从短期资金开始，逐渐地传递到中长期资金市场，由于短期利率的变化比中长期利率敏感，当社会资金供求关系发生变化时，货币市场首当其冲。信息不对称问题使金融机构一般也能先感知社会资金供求关系的变化。又由于货币市场是金融机构之间的批发市场，交易额极大，周转速度快，经过它的缓冲作用，可减少资金供求关系变化对社会的冲击。另外，货币市场的各个子市场通过参加主体形成的各种债权债务关系，将政府信用、中央银行信用、商业银行信用、企业信用等相互连接起来，为政府、中央银行、商业银行、证券公司等非金融机构及企业之间提供了正当的融资渠道，缓解了经济活动中短期资金的供求矛盾，使企业资金在货币市场各子市场间及货币市场与资本市场间的流动成为可能，其中就包括向证券市场的融资。货币市场欠发达，证券公司及其他非银行金融机构只能通过私下拆入、挪用或透支等方式融入短期资金，增大了筹资成本并导致资金体制外循环。前两年我国的回购协议市场上的严重违规问题实际上从一个侧面反映了这种融资的需要。因此，在规范证券市场的过程中，一定要加快货币市场的发展。

1. 全面认识货币市场地位和作用。改变传统的货币市场主要围绕着解决国有银行短期头寸调剂的观念，注重货币市场各项功能的发挥，建立能使资金供求双方在合法、正常、畅通的渠道中和合理的利率环境下灵活、有效、迅速融通短期资金，并最终形成一个社会长短期资金合理流动机制，使社会资金供求关系按照一定的内在规则构成一个有机联系的整体，实现货币市场和证券市场的均衡发展。

2. 构建货币市场与证券市场之间资金合理流通的渠道。我国股市高度投机性产生的原因之一就是股市正常资金来源渠道不畅通。在现行金融政策规定下非银行金融机构不能从商业银行取得贷款、融资，也不能通过再贷款再贴现从中央银行取得进行流动性调整的必要短期资金，再加上货币市场融通资金范围对非银行金融机构的限制都导致了券商融资渠道极为单一。随着《证券法》的出台，规定银行、信托、证券业三业分离，一批资金将会退出证券市场。而大量闲置资金，特别是居民储蓄存款和社会游资，由于居民收入增幅趋缓，预期收入水平降低，出于预防动机，使居民不愿意把高比例的储蓄存款投入高风险的股票市场。再加上许多上市公司经营业绩不理想和股市处于结构调整中，加大了普通股民从股票投资中获利

的难度。另外，受制于“退出”障碍，居民“宁愿存款不投资”的选择，都将限制一部分资金流入股市，以上的原因将造成股市资金供应短缺，不利于股市的健康发展。因此，建立非银行金融机构融通资金的稳定、正规渠道，是目前急待解决的问题之一。一般来讲，国外证券商的融资渠道主要有：股票发行上市、发行债券、短期借款、同业拆借等。我国在现有的条件下，可考虑让资信度高的大券商进入银行同业拆借市场，或建立券商间的资金拆借市场，或组建全国性的专门化证券金融公司，采用会员制，主要解决其会员的资金融通问题，或允许信用程度高的大证券公司发行短期融资证券借入资金等方法，使股市资金来源渠道畅通，以杜绝股市中违法、违规资金的进入或退出。

3. 制度安排上要理顺货币市场与证券市场的联动关系。(1)建立平等、公平、公正的金融竞争环境，打破金融垄断，在规范国有银行商业化的同时，应大力引导和推进其他商业银行和非银行金融机构的发展，创造各金融机构能公平竞争的良好外部环境；(2)建立和规范市场的准入制度和严格的市场“退出”机制，提高上市公司的质量和证券市场运行效率。《证券法》的出台，无疑对规范金融机构市场准入、企业的上市、机构投资者的进入制度等起到了积极的作用；对不合格的上市公司以及经营业绩差的上市公司应通过资产重组机制使他们从股市上退出，杜绝出现上市公司“终身制”的现象，对于违规操作的金融机构或投资机构以及大户应被罚出场外，对弄虚作假、内幕交易、操纵市场等不法行为要严加惩处；(3)健全市场价格机制。货币市场利率要逐步放开，真正起到基准利率的作用。中央银行制定法定利率时，要注意各市场利率或资金价格的联动作用。证券市场一级市场应规范新股发行定价机制，避免一级市场发行价格与二级市场价格相互脱节，导致市场过度投机。《证券法》中第28条对新股溢价发行定价的规定将使发行公司和券商在协商定价时，会更多地考虑市场实际供求状况，达到新股发行中的风险和收益相对称；(4)规范证券市场信息披露机制。在我国证券市场的发展过程中，信息传播渠道不畅、信息披露不规范以及交易缺乏透明度导致了操纵的可能，包括信息的操纵和价格的操纵，从而扭曲了市场真实供求状况，造成资源的低效配置。新出台的《证券法》对信息共享，公平交易，禁止操纵等方面作了严格的规定，以保证市场的有效性。

货币政策调控方式的转变需要发达的货币市场和规范化的证券市场，理顺证券市场与货币市场之间的相互联动关系，是加快转型期中国证券市场规范化建设的重要环节。因此，我们应从解决目前证券市场的现实矛盾和潜在危机出发，制定逐步解决影响市场长期发展的历史遗留问题的可操作性方案，加强中国证券市场的内在机制与外在机制的有机衔接和相互耦合，树立投资者对市场稳定的信心和合理的预期，变数量扩张型的证券市场为效率型的证券市场，为我国证券市场的持久繁荣奠定坚实的基础。

<http://eco.hust.edu.cn/keyanyxsjl/gongzhuow/003.asp>