

金融论坛

第 7 期

中国社科院金融研究所主办

2003 年 11 月 3 日

金融市场 宏观调控 金融稳定*

中国社会科学院金融研究所 李扬

—

从理论上说，金融市场的发展未必有助于金融体系的稳定。事实上，综观世界各国历史，金融体系的不稳定乃至金融危机，都有可能最先发端于金融市场。仅就 20 世纪的情况而言，30 年代的金融危机、70 年代的拉美金融危机、1987 年美国的“黑色星期一”、80 年代末期日本泡沫经济的崩溃、90 年代初期的“巴林银行事件”、以及 1997 年开始的亚洲金融危机，无不肇始于金融市场。金融市场可能成为不稳定根源的原因在于，由于存在信息不对称，在这个市场上交易的金融工具的价格可能产生较大的波动，进而，基于各个市场相互关联的特

*本文系作者 2003 年 10 月在 APEC“金融与发展项目”2003 年上海会议上的讲话。

性，一个金融市场中的不稳定就可能扩展到整个金融体系中，最终酿成金融危机。

尽管发展金融市场的直接目的不是促成金融体系的稳定，然而，作为一种不同于金融机构间接融资的融资方式，金融市场的发展还是有可能对于金融运行的稳定产生积极的促进作用。我们可以通过简单比较银行间接融资与市场直接融资的利弊而清楚地看出这种稳定作用。

首先，以银行间接融资为主的金融体系虽然有规模经济效应，但是，其资产负债结构却隐含着内在的不稳定性。这种不稳定性或者来源于金融机构的以高负债、低本金为基本特征的资金来源结构，或者来源于其“借短用长”（吸收短期资金、发放中长期贷款）的商业模式。正是基于这些基本特征，银行贷款方面出现任何问题，都可能导致资产负债表的恶化，而资产负债表的恶化，则构成传统金融危机——银行挤兑的直接原因。在金融市场中，这种情况一般不可能发生，主要原因在于，在金融市场上，储蓄的供应和投资的需求是一一对应的。

其次，从风险的分担机制来看。金融机构的融资活动以集体决策和集体行动为其基本特色，因此，在间接融资中，不仅风险的暴露存在较长的时滞，而且所有的风险都会高度集中于金融机构之中。相反，由于金融市场本质上是众多投资者的分散决策和分散行动的集合，因此，金融市场不仅能够及时揭示风险，而且能够最大限度地分散风险。

再次，基于间接融资为主的金融体系，对应地会造成一个以外源融资为主，并以金融机构融资为主的企业资本结构；而在直接融资为主的金融体系中，企业的资本结构通常都会以内源融资为主，在外源融资中则以金融市场融资为主。粗略地说，前者以美国、英国、加拿大为代表，后者以日本、德国、意大利为代表（见下表）。客观地说，在上个世纪，对于这两类资本结构的优劣，人们长期争论不休，但是，

到了上个世纪末期，特别是日本经济于 80 年代末期开始陷入长期萧条，继而亚洲地区发生严重金融危机之后，多数人已经同意，在内源资金和外源资金中较多地依赖内源资金，在金融市场和金融机构之间较多地依赖金融市场，是一种能够促成金融稳定的比较理想的企业资本结构。

主要发达国家企业资金来源结构(占总额的%)

	美国	英国	加拿大	法国	德国	意大利	日本
内源资金	75	68	54	46	62	44	34
外源资金	25	32	46	54	26	52	66
得自金融市场	13	15	22	11	3	13	7
得自金融机构	12	18	24	43	23	39	59

类似的比较分析还可以再做一些。显然，一个拥有强大的金融机构而金融市场不甚发达的金融体系是存在重大缺陷的。因此，努力创造一个金融市场和金融机构同时发展，直接融资和间接融资协调配合的金融发展格局，应当成为任何一个现代经济社会孜孜以求的目标。惟其如此，金融体系的总体稳定才比较容易实现，并且在一个长时期中得以维持。中国正是这样一个金融市场不够发达的国家。所以，在未来的金融改革和发展中，大力发展金融市场依然是我们的重点任务。

二

从金融稳定的角度讨论发展金融市场的重要性，分析的重点之一可以放在金融市场的发展对于促进金融宏观调控机制完善的方面。在下文中，我们将从完善货币政策市场化调控机制的角度，集中讨论中国银行间债券市场的发展问题，并分析其促成金融稳定的作用。

中国的银行间债券市场是在极为特殊的历史环境下产生的。

1996 ~ 1997 年，中国的股票市场正经历着第二次非理性飙升。管理当局认识到，支撑股市泡沫的资金大量来自银行体系，而沟通银行信贷资金进入股市的主要渠道之一，就是商业银行在交易所中的债券买卖活动。认识及此，为收釜底抽薪之效，管理当局遂作出关闭商业银行在上海、深圳两家交易所中的债券交易帐户，并限期撤回资金的决定。与此同时，为了便利商业银行的债券买卖活动，当局决定在人民银行之下建立封闭运行的银行间债券市场。1997 年 6 月，该市场正式启动。

起初，银行间债券市场的运行并不理想。主要原因在于，一方面，与已经运行数年的银行同业拆借市场相比，刚刚建立的这个市场无论在交易主体还是在资金流向上，几乎完全同构，似有“重复建设”之嫌；另一方面，刚刚从交易所市场热买热卖的喧闹中走出来的银行家们，在这个新的市场中一时还找不到令其感兴趣的交易活动。因此，在初创的 1997 年，该市场的运行只能说是差强人意，到 1998 年，市场低迷的状态依然持续。

对于银行间债券市场的发展来说，1998 年是一个重要的年份。那一年，行之多年的贷款规模管理寿终正寝，存款准备金制度也作了重大调整。货币政策体系的这些重大变革，为银行间债券市场的存在找到了坚实的根据，从而为其发展提供了有利的契机。因为，这些改革，无论是为商业银行拓宽资产运用范围提供条件，还是为货币当局从直接调控转变到间接调控提供基础，都要求有一个发达的银行间债券市场为依托。

1999 年，银行间债券市场真正活跃起来，当年交易额就增加到 3966 亿元。更重要的是市场结构发生了巨大变化。各类银行机构，包括国有独资商业银行、股份制商业银行、政策性银行、城市商业银行和外资银行，大都成为这个市场的活跃成员；保险公司、证券公司、投资银行和基金公司等非银行金融机构也渐次加入了交易者行列；随

后，农村信用社又成为市场的新成员。在交易品种上，多种类型的财政债券和政策性金融债券相继推出。交易方式上，回购和现券买卖同时推进。尤其值得指出的是，这个市场成为我国利率市场化改革的突破口。起先是国家开发银行和进出口银行自 1998 年始率先在这个市场上恢复市场化发行，继而是财政部在停止了 3 年多以后，于 1999 年 10 月 21 日再次在银行间债券市场招标发行国债。2000 年 2 月，财政部又进一步恢复了银行间债券市场承销商制度。2001 年，又增添了国债净价交易制度和按季公布发债计划的安排。至此，把这个市场称作为“市场”，已经当之无愧。

进入新的世纪，银行间债券市场发展堪称凯歌行进。2000 年，市场交易额增加到 1.63 万亿元；2001 年，跃增为 4.09 亿元；2002 年，首次突破 10 万亿，达到 10.18 万亿元；2003 年，预计则可达到 15 万亿元的创纪录水平。可以说，今天，银行间债券市场已经成为中国金融市场最重要的组成部分。

三

银行间债券市场目前构成中国货币市场的主体，它的发展，有力地促进了中央银行货币调控机制从行政性为主向市场化为主的转换。

从理论上说，货币市场的发展可以从两个方面来促进中央银行货币调控机制的转换。一方面，货币市场的发展，将对原有的货币调控体系产生较大的冲击，迫使中央银行转而实施更为市场化的调控体系；另一方面，货币市场的发展为中央银行运用市场化手段来实施货币政策，提供了前提和条件。

货币市场影响货币政策的途径之一，是影响商业银行的存款准备金。在 1998 年之前，由于信贷分配制度事实上还在我国的金融调控中发挥关键作用，存款准备金制度对货币供应事实上形成不了

约束，货币市场的交易对货币政策的影响是不大的。1998年以后，由于货币当局最终取消了对信贷规模的控制，全面转向调控货币供应量，其公开市场操作开始对商业银行的准备金头寸，进而对整个基础货币的供应产生了越来越大的影响，到今天，其作用已经无可替代。

货币市场影响货币政策的途径之二，是从资产面上影响中央银行的基础货币供应。资料显示，如果从1994年算起，中国的基础货币总量在保持适度增长的同时，其结构也发生了很大的变化。这种变化可分为三个阶段。第一阶段从1994年外汇管理体制改革开始到1997年。在这几年里，外汇占款一直是我国基础货币投放的主渠道，而且份额越来越高（1997年，外汇占款占基础货币投放的比重达到81%的最高点）。从1998年开始，我国基础货币供给结构又发生了第二阶段的重大变化。随着东南亚金融危机在全球蔓延并导致我国外汇收入增长缓慢，外汇占款占基础货币投放的比重逐年下降，1999年和2000年已分别下降到28%和16%。与此同时，中央银行贷款却大大增加。与过去几十年不同的是，1997年以来的央行贷款不是提供给国有商业银行，而是主要提供给了新组建的金融资产管理公司（充作资本金和营运资金）以及若干地方政府（用于应付地方金融机构挤兑）。面对金融资产管理公司贷款大幅上升的局面，为了防止基础货币增长过快，造成货币扩张压力，中央银行不得不大力压缩对国有独资商业银行的再贷款，并通过公开市场操作来冲销基础货币的过快增长。这种情况说明，货币市场的发展，已经为我国公开市场操作的实施提供了良好的条件。第三个阶段从2002年下半年开始，由于美元贬值等复杂因素的影响，社会上开始对人民币产生了升值预期。在此基础上，不仅国际收支盈余大量产生，一些来历值得怀疑的资金也大量流入，致使货币当局购买外汇重新走上跃增的路径。这一次，为了“对冲”外汇储备大规模流入造成的货币供应增长过快的压力，货币

当局采取了多项措施，其中值得一提的是，为了解决对冲手段不足的问题，货币当局不得不发行了数以千亿元计的“中央银行票据”，从而在中央银行的货币政策武器库中又增加了新的手段。迄今为止，中央银行票据的未清偿额已达 5000 多亿元人民币。

货币市场影响货币政策的第三条渠道是利率机制。应当说，银行间债券市场的回购利率、现券交易利率以及同业拆借市场利率，是中国目前金融体系中最接近市场化的利率。它们的存在，一方面为全社会的金融资源配置提供了越来越重要的基准价格，另一方面，则为货币当局判断市场资金供求状况，提供了一个更为接近真实的参照系。同时，货币市场利率与官方利率的差异，也为改善金融资源的配置做出了贡献。

总之，以银行间债券市场为主的中国货币市场的发展，不仅为调控金融机构的流动性提供了一个便利的机制，而且也为中国的货币当局实施以公开市场操作为主的间接货币调控提供了必要的舞台，从而也为它提供了日益强大的促成金融稳定的政策工具。

四

从上文的分析可以看到，2000 年以来，公开市场操作已经成为我国最主要的货币政策工具。这种状况，是符合国际潮流的。但是，近年来的操作实践显示，要想使这种最为灵活，最为市场化，而且也是最有效的货币政策工具充分发挥效力，我们必须大力拓展我国的货币市场。在这里，如下四个方面的工作是重要的。

1、增加货币市场工具种类，扩大其市场规模

当前，我国公开市场操作同时也是货币政策操作所遇到的主要问题是外汇储备增长过快。在现行的强制结售汇制下，这意味着通过外汇占款增加所提供的基础货币供应增长过快。对冲通过这一渠道产生

的货币供应增加的压力,是目前我国货币政策的一个重要任务。但是,相对于每天数亿美元的外汇储备增长,我们的对冲工具显然过于短缺。

为了解决上述问题,我们可以有四种选择。一是大力发展政府债券市场,特别是发展适合货币政策操作的短期政府债券市场。这里又可以有两种选择,一是由财政部增发债券;二是将各级地方财政在中央银行的借款(和透支)转化为政府债券。二是借鉴香港外汇基金操作的经验,发行以国家外汇储备为资产基础的外汇储备债券。三是积极推动国有金融机构,特别是国有商业银行发行金融债券,与此同时,央行可以将这些机构过去在央行的债务证券化,转变为可以在市场上交易的金融证券。四是发行以中央银行为债务人的央行票据。

从实际操作情况来看,前三种方式都还停留在议论之中,惟有第四种方式已经被采用。在我们看来,就目前的条件和任务而言,发行央行票据虽非最佳选择,但也确实是一种现实的选择。从有利的方面看,发行央行票据,为我国货币当局提供了一种自主性很强的政策工具,有效地缓解了现阶段货币政策手段不足的矛盾,不仅有助于对冲巨额外汇流入给我们带来的货币供应增长速度过快的压力,同时,间接地也有利于我们实施稳定人民币汇率的对外战略。但是,也应看到,用发行央行票据的方式来增加其货币政策操作工具,也存在若干不利之处。其一、央行因此有了财务负担。这是因为,发行票据,将使得央行取得一笔资金,但是,央行本身并不缺少这笔资金,但是,它却又必须为其发行支付利息,因此,从财务上说,央行存在亏损的可能。¹其二、如果央行自己参与央行票据的买卖,由于存在财务牵连,它就会失去公正性和超脱性。而公正和超脱,正是公开市场操作的精髓

¹ 当然,要全面分析央行票据发行对央行财务状况的影响,我们至少还须考虑:第一,作为票据发行的对应物,央行购买外汇储备及其收益;第二,倘若央行采取提高准备金率的手段来回收头寸,则须向存款货币银行支付高达1.89%的准备金利率。这两者均应视为央行票据成本的减项。这样综合算起来,央行发行票据固然存在成本,但数额并不如它向央行票据购买者支付的利息那样大。

所在。其三，从本质上说，央行票据操作是一种着眼于数量调控（调控货币供应量并进而调控信贷增长率）的政策手段。然而，该项操作同时又是一项对资金“价格”产生重大影响的政策行为。就这方面而言，大量发行央行票据对市场利率产生的向上压力，是存在一定副作用的。当然，我们能够充分理解，发行央行票据实属一种不得已的选择；但是，我们同样强烈地希望，有关当局能够尽快协调各方面的关系，用更为市场化更为规范化的方式来解决公开市场操作工具不足这一已经困扰我们多年的老问题。

2、完善银行间债券市场的基础设施

经过若干年的发展，我国银行间债券市场这个巨大的场外交易市场已经在便利国债政策操作、有效配置金融资源、提供低风险金融资产、增加市场流动性、推动利率市场化、实施货币政策、促进金融稳定等方面发挥了不可替代的作用。因此，进一步的发展方向，应当以巩固这些功能为其第一要务。为了使其更好地发挥功能，建立更为完善，覆盖面更广，统一协调的国债登记和清算体系，已经势在必行。同时，扩大市场参与者，特别是稳步吸收企业等非金融机构参与交易，使之发展成为真正的OTC市场，亦属绝对必要。另外，逐步建立商业银行的债券二级托管体系，并以此为基础发展面对广大个人投资者的银行柜台市场，以期形成覆盖最广大投资者的网络，也是题中应有之义。

3、促成交易市场的一体化

由于历史的原因，我国一直存在着银行间市场和交易所市场两个彼此分割的市场，客观地说，这两个市场之间的关系并不总是十分协调。因此，协调它们之间的关系，应当成为我们下一步改革的重点内容之一。我们认为，作为长期目标，沟通两个市场应无问题，但是，由于两个市场的形成基础不同，功能也存在差异，统一的过程则应谨慎。对近年来两个市场的利率走势的研究显示，它们之间基

本上不存在套利机制。认识到这一点就应当承认，目前统一两个市场的条件尚未成熟。统一两个市场的条件和途径，就是逐渐统一它们的功能。可以设想，如果今后券商和其他机构投资者融资的渠道逐渐通畅，则交易所市场的融资功能将趋弱化，打通两个市场的条件就会具备。另外，如果两个市场在品种的沟通上（例如让同一品种在两个市场上同时交易）和在市场参与者的沟通上（例如，让同一交易者同时参加两个市场的交易）迈出积极的步伐，沟通应非难事。

4、发展做市商制度

发展做市商制度也应成为进一步发展的重点之一。为了适应场外市场的特点，管理当局应当积极推动债券市场上的经纪商和做市商制度发展。这些机构将被允许在公开市场上进行双边报价，以发挥活跃交易和稳定市场的作用。