

# 多管齐下连通资本市场与货币市场

□深圳证券交易所综合研究所 王一莹 屈文洲

表2-1 各国货币市场余额分析比较

中国项目(2003年)	同业拆借	短期国债	短期金融债	央行票据	债券回购	银行承兑票据	银行贷款	狭义货币市场	广义货币市场	GDP	银行贷款/GDP	狭义货币市场/GDP	广义货币市场/GDP
单位:亿元	407.51	558	900	2412	3915.15	12776	172494	20968.66	193462.66	116693	147.82%	17.97%	165.79%
美国项目(2003年)	联邦基金和证券回购	短期国债	市政短期债	商业票据	银行承兑票据	大额可转让存单	银行贷款	狭义货币市场	广义货币市场	GDP	银行贷款/GDP	狭义货币市场/GDP	广义货币市场/GDP
单位:10亿美元	1662.9	928.8	101.1	1288.7	4.3	1224.7	4884	5210.5	10094.5	10988	44.45%	47.42%	91.87%
英国项目(2000年)	同业拆借	短期国债(包括地方债)	债券回购	商业票据	金融票据	大额可转让存单	银行贷款	狭义货币市场	广义货币市场	GDP	银行贷款/GDP	狭义货币市场/GDP	广义货币市场/GDP
单位:10亿英镑	154	9	132	18	16	136	1254.5	465	1719.5	934.92	134.18%	49.74%	183.92%
日本项目(2003年)	同业拆借	短期国债	短期融资债	债券回购	银行承兑票据	大额可转让存单	银行贷款	狭义货币市场	广义货币市场	GDP	银行贷款/GDP	狭义货币市场/GDP	广义货币市场/GDP
单位:10亿日元	18818.8	39407.5	70335.3	17013	15213.9	30791.5	510316	191580	701896	498613	102.35%	38.42%	140.77%
韩国项目(2003年6月)	同业拆借	短期国债	央行票据	债券回购	商业票据(包括银行票据)	大额可转让存单	银行贷款	狭义货币市场	广义货币市场	GDP	银行贷款/GDP	狭义货币市场/GDP	广义货币市场/GDP
单位:10亿韩元	22434.6	19418.9	97389.6	42286.9	29968.6	27772.9	684192	239271.5	923463.5	721345	94.85%	33.17%	128.02%
泰国项目(2000年)	同业拆借	短期国债	短期金融债	债券回购			银行贷款	狭义货币市场	广义货币市场	GDP	银行贷款/GDP	狭义货币市场/GDP	广义货币市场/GDP
单位:10亿泰铢	600.85	62	455	435.1			5964.63	1552.95	7517.58	4922.73	121.17%	31.55%	152.71%
马来西亚(2003年)	同业拆借	短期国债	央行票据	商业票据			银行贷款	狭义货币市场	广义货币市场	GDP	银行贷款/GDP	狭义货币市场/GDP	广义货币市场/GDP
单位:10亿零吉特	90.39	5.78	14.25	29.09			599.48	139.51	738.99	392.01	152.92%	35.59%	188.51%

表2-2 各国资本市场余额分析比较

中国项目(2003年)	国债	金融债	企业债	可转债	资产证券债券	债券余额	股票市值	资本市场余额	GDP	债券余额/GDP	股票市值/GDP	资本市场/GDP	
单位:亿元	20456.60	10909.69	1646.39	222.1	0	33234.78	42457.71	75692.49	116693	28.48%	36.38%	64.86%	
美国项目(2003年)	国债	市政债券	政府机构债券	房屋按揭债券	资产支持债券	公司债券	债券余额	股票市值	资本市场余额	GDP	债券余额/GDP	股票市值/GDP	资本市场/GDP
单位:10亿美元	2646.2	1899.4	2636.7	5309.1	1693.7	4455.2	18640.3	14176.04	32816.34	10988	169.64%	129.01%	298.66%
英国项目(2003年9月)	国债	金融债	公司债				债券余额	股票市值	资本市场余额	GDP	债券余额/GDP	股票市值/GDP	资本市场/GDP
单位:10亿英镑	761.9	593	553.3				1908.2	1355.06	3263.26	1100.46	173.40%	123.14%	296.54%
日本项目(2003年)	国债	金融债	公司债				债券余额	股票市值	资本市场余额	GDP	债券余额/GDP	股票市值/GDP	资本市场/GDP
单位:10亿日元	531859	136043	61501.6				729403.6	316483.54	1045887.14	498613	146.29%	63.47%	209.76%
韩国项目(2003年6月)	国债	金融债	公司债券*				债券余额	股票市值	资本市场余额	GDP	债券余额/GDP	股票市值/GDP	资本市场/GDP
单位:10亿韩元	135783.8	94901	187355.9				418040.7	392737.41	810778.11	721345	57.95%	54.45%	112.40%
泰国(2003年)	国债	准政府债	金融债	公司债			债券余额	股票市值	资本市场余额	GDP	债券余额/GDP	股票市值/GDP	资本市场/GDP
单位:10亿泰铢	1132	412.23	239.33	607.27			2390.83	4715.76	7106.59	5930.36	40.32%	79.52%	119.83%
马来西亚(2003年)	国债	准政府债	公司债	资产证券化			债券余额	股票市值	资本市场余额	GDP	债券余额/GDP	股票市值/GDP	资本市场/GDP
单位:10亿零吉特	136.3	30.28	110.27	27.36			304.21	639.83	944.04	392.01	77.60%	163.22%	240.82%

我国资本市场相对货币市场发展落后的重要原因之一是这两个金融市场是相对割裂的,相互的连通并不顺畅。反映在投资主体、制度安排、产品创新等连通环节都存在相当大问题,使资金无法在两个市场中自由流动。我国传统的货币市场发展较早,银行体系通过银行存贷款成为主要的资金融通者,而90年代起步的资本市场必须借助与传统的货币市场连通,吸引更多的资金入市,才能发展壮大。

## 我国货币市场与资本市场发展国际比较

### ◇我国货币市场发展国际比较

第一,我国广义货币市场存量居世界前列。从表2-1看出,与发达国家和发展中国家两类共六个国家相比,我国广义货币市场/GDP比例为165.79%,仅次于英国、马来西亚,居七个代表国家的第三位,比其他六国平均比例147.63%的水平高出18个百分点。其中比发达三国平均水平138.85%高27个百分点,比发展中三国平均水平156.41%高9个百分点。我国广义货币市场存量居世界前列。

第二,我国银行贷款存量居前,狭义货币市场发育相对落后。我国广义货币市场存量居世界前列的主要原因是银行贷款数量巨大,其占GDP比例为147.82%,仅次于马来西亚,甚至超过银团贷款中心的英国,比其他六国平均比例108.32%高出40个百分点。其中比发达三国平均93.66%水平高54个百分点,比发展中三国平均122.98%水平高25个百分点。但同时,我国狭义货币市场/GDP比例仅为17.97%,处于七个国家最末位,远落后于发达国家和发展中国家30%—50%的水平。

第三,世界各国狭义货币市场各子市场发育均衡,而我国子市场发育失衡。除马来西亚外,世界各主要国家狭义货币市场各子市场之间发育均衡,各国没有单独子市场份额超过50%的情况。我国狭义货币子市场主要集中在前两个品种,银行承兑票据和债券回购共占到80%左右市场份额,其他子市场发育不足,尤其是短期债券市场和同业拆借市场。

总体来看,我国货币市场在总量上并不落后,某种程度上讲可以说是货币体系过分依赖间接融资。但是货币市场内部子市场发展很不均衡,尤其是银行贷款、银行承兑票据等市场化不强的工具在货币市场中占据97%以上份额,风险集中,亟待向市场化更强的货币子市场和资本市场分流和转化。

### ◇我国资本市场发展的国际比较

第一,我国资本市场存量远落后于世界水平。比较表2-2数据,我国资本市场/GDP比例为64.86%,居七个代表国家末位,远远落后于其他六国平均213.00%水平148个百分点,其中低于发达三国268.32%水平203个百分点,低于发展中三国157.68%水平93个百分点。我国资本市场存量远远落后于世界平均水平。

第二,我国股票市场和债券市场发育均滞后,债券市场发展比股票市场还落后。我国资本市场容量小,主要是两个子市场都发育滞后。其中债券余额/GDP比例为28.48%,低于其他六国110.87%平均水平82个百分点,比发达三国163.11%平均水平低135个百分点,比发展中三国58.62%平均水平低30个百分点;股票市值/GDP比例为36.38%,低于其他六国102.13%平均水平65个百分点,其中比发达三国105.21%平均水平低69个百分点,比发展中三国99.06%平均水平低63个百分点。比较债券市场和股票市场规模关系,债券余额/GDP比例低于股票市值/GDP比例8个百分点,债券市场比股票市场发育落后于世界水平。

第三,我国公司债和资产证券化债券落后于发达国家。公司债和资产证券化债券作为私人市场债券的主体,在各国债券市场中占有三足鼎立位置,在美国、英国和日本的比例分别为32.99%、29.00%、8.4%,亚洲发展中国家韩国、泰国、马来西亚的比例分别为44.82%、25.40%、45.24%。而在我国公司债和资产证券化债券只占市场6%的份额,是债券市场的软肋,不仅远远低于发达国家份额,甚至低于经历亚洲金融危机的发展中国家。

总体来看,我国资本市场在总量上不仅远远落后于世界发达国家水平,而且落后于东南亚发展中国家,直接融资发展远远不够,需要从间接融资的货币市场引进资金。资本市场中不仅股票市场需要货币市场资金支持,而且债券市场也更需要,两者不可重此轻彼。

## 货币市场与资本市场连通的国际经验

### ◇国外货币市场与资本市场连通的方式

大部分国家经历了分业经营、分业监管的阶段,资本市场与货币市场相对独立地发展。20世纪80年代混业浪潮席卷而来之前,商业银行通过金融创新绕开管制,已在实际操作层面发展出了大量的银证之间的工具复合和业务交叉,然后再通过产权渗透的方式控股或购并证券公司,推动金融系统向更具效率的层次发展。以下总结国外资本市场与货币市场的连通方式。

一是商业银行的资产业务。商业银行的资产业务主要包括四个部分:现金资产、贷款、证券投资以及其他资产。与资本市场相关

的资产业务是证券投资和证券信贷,现在已成为商业银行除一般贷款以外的第二大资产业务。

美国商业银行可以投资的证券主要有货币市场工具、政府债券、政府机构债券、市政债券、公司债券、资产担保证券、抵押担保证券、股票、金融衍生产品如金融期货、期权、结构票据等,2004年美国商业银行证券资产的余额是1494亿美元,其中政府债券和政府机构债券是商业银行最主要的投资工具,其次是市政债券,股票投资占证券投资的1%。在商业银行的资产负债表上,证券投资包括了商业银行与交易商和经纪人之间的反向回购,以及对投资者购买或持有证券而发放的证券质押贷款。2000年12月的商业银行资产负债表显示,美国所有商业银行发放的证券信贷为1718亿美元,占商业银行总资产的28.3%。

二是商业银行的负债类工具。自20世纪60年代起,仍处在分业体制下的商业银行业和证券业在市场需求和生存压力的驱动下,创新出现大量带有银证混业色彩的金融工具,开拓资金来源,增加资产的流动性,突破了传统信贷市场的局限。商业银行通过金融工程和技术发展融合交易帐户和投资帐户,设立现金管理帐户、证券信用交易帐户、MID帐户(类似与一种指数化的股票共同基金)、共同基金等渗透到资本市场。

这里最具代表性的是共同基金帐户在美国发展迅速。商业银行与基金公司签订联营协议跻身于这个市场,巧妙地绕开《格拉斯-斯蒂格尔法》的规定,通过各种渠道大举进入共同基金领域,以寻共生之路。1991年,由银行设立或控股的基金公司约1100家,到1994年增加到2072家,到1999年更是增至4090家。而从1992到1999年,商业银行投资于共同基金的资产份额从10%增至19%,资产从1590亿美元扩大到1万亿美元。同时,在共同基金业务中,由银行发起设立的共同基金比例也飞速增加,从1987年只占共同基金总资产的4%,到1994年达到15%,1996年更增至40%。

三是投资银行的负债业务。投资银行通过进入货币市场发行短期商业票据,或向银行短期借款来筹集流动资金,通过向银行长期借款、发行长期次级债来补充长期资金缺口。这些成为券商典型的融资模式。摩根斯坦利2003年年度报表中显示,短期商业票据和短期银行借款为283.86亿美元,占总负债的4.94%;长期借款656亿美元,占总负债的11.40%;次级债0.66亿美元,占股东权益的0.3%。

四是产权渗透方式。当原有的分业经营模式成为金融机构进一步推进全能化发展的制约时,产权渗透方式应运而生。产权渗透方式是资本市场与货币市场的连通的金融机构组织表现形式,具体可分为金融控股公司型和统一法人型两类。金融控股公司通过股权

运作,形成多级法人的混业模式,美国、英国、日本采取了此模式;统一法人模式下表现为全能银行制,德国采取此模式。

### ◇国外货币市场与资本市场联合监管的经验

金融混业经营的发展趋势,货币市场与资本市场的逐步连通,改变了金融风险的特征、传播途径和扩散速度,对金融监管提出新的要求。适应过去金融业务结构、金融组织结构和金融市场结构的监管组织和方式,必须顺应新的格局而加以调整,以确保金融体系的稳定和发展。国外金融监管机构应对混业经营的变革,监管模式分为三类:美国的伞形监管、英国和日本的统一监管以及澳大利亚的分离监管。

#### ◇经验总结

从世界各国资本市场与货币市场发展历程、连通形式、监管模式演变,我们可以得出以下结论:

虽然各国资本市场起步的阶段各不相同,有的比货币市场要晚,但各国重视资本市场发展速度和规模,适度引导货币市场资金流向资本市场,分散金融风险;

金融界已经进入混业经营时代,在业务方面,商业银行通过大量持有资本市场资产,提供证券抵押贷款、设立证券交易账户、成立共同基金来进军资本市场;投资银行通过向商业银行进行长短期借款、发行商业票据、次级债券等吸收货币市场资金。

本市场与货币市场连通的产权渗透方式与各国金融发展的历史、法律、结构密切相关,形成了金融控股公司、统一法人两种模式。

混业经营的金融机构进行监管,美国采取“伞型监管”模式,英日为“统一监管”模式,对于大多数仍然处于分业经营阶段,刚刚开始混业经营试点的国家来说,“分离监管”模式可能仍然适用,需要解决的是各个监管机构之间的协调和配合。

### 我国两个市场连通的实证分析

自1993年我国开始实行“分业经营、分业管理”的金融体制以来,政府先后制定了一系列的法律与规章制度,试图在货币市场与资本市场之间构造坚实的隔离墙。在《国九条》出台之前,对两个市场资金的流动是限制很大的。本报告将借助相关分析、协整检验和因果检验对这两个市场资金连通、价格连通的动态关系进行实证研究。

#### ◇货币市场和资本市场的资金连通分析

第一,银行间货币市场和沪深股票市场资金连通的相关性。在货币和股票两个市场上,资金的流动存在负相关性,这说明资金在货币市场和股票市场上存在此消彼涨的关系。从相关系数来看,沪深股票市场与拆借市

场系数绝对值都小于0.07,关联程度非常小,但在前后两个样本期中系数的绝对值在增大;沪深股票市场与回购市场系数绝对值都在0.08—0.13之间,关联程度也很小,但关联度大于拆借市场,在前后两个样本期中系数的绝对值在减少,这说明股票市场与拆借市场的资金连通程度在增强,而与回购市场的资金连通程度在减弱。总体来看,沪深股票市场与拆借市场、回购市场的关联程度都很大。

第二,银行间信贷市场和沪深股票市场资金连通的相关性。在对银行间信贷市场和沪深股票市场资金连通机制的相关性分析时,我们发现,银行间信贷市场与股票市场的资金连通存在较强的正相关性,关联程度较大。从相关系数来看,金融机构短期贷款余额变化对沪深市场的成交金额变化的影响程度分别为0.2135和0.2590,比金融机构各项贷款余额变化的影响程度大,这说明我国货币市场和股票市场上存在短期信贷资金套利的行为。

### ◇货币市场和资本市场价格连通的相关性

第一,银行间货币市场与沪深股市收益率的相关性。

通过统计分析可知,银行间货币市场和沪深股市中的收益率的相关性很弱。在样本期1和期2间,沪深股票市场与回购市场中的收益率呈现负的相关性,相关系数很小,均不到0.01;沪深股票市场和拆借市场在样本期1的收益率呈现负的相关性,而在样本期2的期间呈现正的相关性,但相关系数表明两个市场的连通程度还很低,即使在样本期2的时期,沪深股票市场与拆借市场的相关系数分别为0.042376、0.045543。我们还可以发现沪深股票市场的收益率与拆借市场的关联程度明显比回购市场来得强,这说明拆借市场在货币市场中地位在增强,对资本市场的影响也在增强。

总得说来,拆借市场与沪深股票市场的连通程度比回购市场来得好,但是货币市场和资本市场收益率的关联度较弱,需要进一步加强这两个市场的连通。

第二,银行间债券市场和股票市场指数的协整关系与Grange因果检验,我们认为,银行间债券市场、深圳股票市场和上海股票市场这三个市场之间连通程度目前还不高,需要制定相关的政策来加强债券市场和股票市场之间连通程度。为了进一步分析银行间债券市场、深圳股票市场和上海股票市场这三个市场之间的相互关系,我们发现,我国的债券市场和股票市场之间的连通程度较低。

第三,银行间债券市场与交易所(上海)债券市场的期限结构对比。通过观测2003年9月2日至2004年9月11日银行间国债交易市场和上海证券交易所国债交易市场每个交易日的即期利率期限结构,笔者发现交易所债券

市场的即期利率期限结构比较平滑和完整,初步具备了合理的期限结构的图形;而银行间的即期利率期限结构比较曲折和缺失,还没有形成合理的利率期限结构。同时,笔者还发现交易所短期的利率比银行间相同的短期利率来得要低,而交易所长期的利率比银行间相同的长期利率来得要高,不过这种趋势在不断缩小。特别在最近时期,短期的利率在银行间债券市场和上海证券交易所债券交易市场几乎没有差别,在长期的利率上,上海证券交易所债券交易市场比银行间债券市场高出一点。

因此,我们认为两个债券市场的利率期限结构随着相关制度的发展和健全在不断趋同,两个市场价格连通程度在不断地加强。但是交易所债券市场和银行间债券市场没有进行有效的连通,导致不同市场上形成的利率存在期限结构差异。两个债市急需连通起来,形成统一完整的利率结构。

### 我国资本市场与货币市场连通的建议

在证券融资方面,建议推出证券融资公司。

自从2003年2月“国九条”颁布以来,各有关部门出台了多项吸引合规资金进入资本市场的政策,这些政策一定程度上打通了货币市场与资本市场的通道,其实施效果还有待进一步观察。本报告建议在此基础上进一步加强两个市场的连通。

第一,积极推进债券市场的统一,建立金融市场连通的基础。

债券市场具有跨越资本市场和货币市场两个市场的独特功能,是联系货币市场与资本市场的有效纽带。因此我国应该把债券市场作为引进货币市场资金的首选。

为此,要解决债券市场的连通,使更多的货币市场资金进入资本市场,就必须解决三个连通环节。一是投资主体连通,让债券市场的交易主体商业银行重回交易所市场,可以交易交易所挂牌的企业债;二是制度连通,使两个市场可以相互委托托管,国债、金融债、企业债等基础债券产品均能双向委托托管;三是产品连通,两个市场的债券都能相互挂牌,进行跨市场发行和交易。

第二,大力发展债券市场,促进货币市场资金向资本市场的流动。当谈及跨市场产品时,注意力往往集中在投资方的跨市场产品,即推出吸引储蓄进入资本市场的投资产品,如共同基金、银证合作计划,但是忽略了产品供给方的跨市场,即资本市场要提供符合投资者的偏好的固定收益类产品,从而更容易吸

引货币市场资金,同时拓展资本市场广度。我国债券市场发育远比股票市场还有落后于发达国家水平,其中公司债券和资产证券化债券最薄弱。作为资本市场重要组成部分的债券市场,长期得不到重视,资本市场的发展只能走向一条重股权、轻债权的畸形道路。我国现有的引导合规资金入市也主要着眼于引导货币性资金引入股权性市场,其实这种政策的效果并不一定理想。因此本报告建议,允许上市公司发行普通债券,做大公司债券市场,将有利于更好地引导银行资金进入资本市场的债券市场,同时大力发展可转债市场,再引导这些风险偏好较小的货币性资金进入股票市场。

第三,大力发展跨市场产品,推动货币市场和资本市场的进一步连通。对于投资方的跨市场产品,除了大力发展共同基金、银证合作计划等产品外,必须形成一种跨市场产品创新的机制,能够更快地推出符合两个市场现状的跨市场投资产品,使更多符合两个市场风险/收益偏好的资金能够自由流动。

我们建议资本市场和货币市场的监管当局能够建立一种创新机制,允许两个市场的中介机构,包括商业银行、券商、基金公司及其他非银行金融机构,可以在本身规定的经营范围之外与其他市场参与者合作开发一种跨市场投资产品,对于这些跨市场投资产品的创新,监管当局最初的态度可以是市场驱动的,当其发展到一定程度,再视具体情况总结而定,并加以规范。这种积极的监管理念,相比被动式的监管方式,应该说是更有利于创新发展的。

第四,扩大投资主体的连通程度,赋予其跨市场投资的权利。近期,央行降低了资本市场投资主体券商、基金管理公司等进入货币市场的门槛,只要达到监管要求的券商、基金管理公司等都可进入货币市场,财务公司也首次可以进入货币市场融资。本文建议应进一步放宽资本市场投资主体进入货币市场的条件,考虑允许新型资本市场主体进入货币市场,如QFII、保险资产管理公司等,从而扩大两个市场投资主体的连通程度。QFII作为资本市场新兴的投资主体,截至2004年底管理资产达到30亿美元,合250亿元,是目前国内基金份额的1/10,其投资头寸也存在调配的需求。

对于货币市场投资主体进入股票市场,鉴于我国分业管理的现状,《商业银行法》规定银行不可以直接进入,目前监管部门推动的银行设立基金管理公司,进而进入股票市场的政策是现行体制下最可能的防火墙。建议在考虑银行类基金管理公司的业务范围时,除了公募基金形式外,类似银行合作计划的私募或委托基金业务也可以考虑,从而引导更多货币型资金进入资本市场。

第五,拓宽两个市场的融资渠道,实现资金合规流动。拓宽投资主体融资渠道方面,本文认为只针对券商是不够的。在股票融资方面,目前只有针对券商的《证券公司股票质押贷款管理办法》出台,其他机构投资者如基金、QFII、保险资产管理公司、企业年金等等无法进行股票质押贷款。建议比照券商办法,尽快出台针对所有机构投资者投资者的股票质押贷款办法。在其他办法、个人股票质押贷款方面,各家商业银行实际已经有业务发生,如大股东以法人股、流通股质押进行银行贷款,个人通过无用消费品贷款名义将资金投入股市,但由于没有相应办法规范,市场份额较少,风险控制较难,建议规范发展。

在证券融资方面,建议推出证券融资公司。结合目前我国金融市场的发展现状,建议在完善证券公司现有融资渠道的基础上,成立证券融资公司。证券融资公司的业务范围包括向证券公司提供一年期流动资金贷款、证券承销贷款、结算头寸贷款、重组并购特种专项贷款、投资证券融资、投资证券融资。证券融资公司的资金来源为银行间市场、发行债券、股东、现券来源为非银行金融机构等长期机构投资者。在运作初期,证券融资公司只从事融资业务,待时机成熟,可开展融券业务。

第六,构建四方联合监管协调机制,促进货币市场与资本市场协调发展。目前,我国已经初步建立了三个监管当局,即证监会、银监会、保监会之间的监管协调机制,但是,现有的监管协调机制主要存在两个问题:一是协调事项主要集中在机构的监管方面,对于资金在各个市场的流动方面考虑较少;二是对于货币市场拥有监管权,同时决定整个金融市场资金走向的中央银行并不在监管当局的协调机制内。因此,建议将央行纳入三方监管协调体制,形成四方合作格局,对于金融行业资金政策等重大事项进行定期磋商和交流。因为,资金在三个金融行业之间的流动不仅需要三个部门的协调,也离不开央行货币政策和资金政策的引导,更何况央行还拥有对狭义货币市场的具体管理权。

具体到连通事项,债券市场的连通需要与央行协商,投资主体进入上海银行间市场需要央行批准,银行类基金公司进入两个市场需要证监会、银监会与央行的协调,证券融资公司的运作也离不开四方监管机构的协调。因此,四方联合监管协调机制是分业监管格局下应对混业要求的最可行监管框架安排。