

发展我国货币市场的基本思路

柳 芳

一、发展我国货币市场的必要性

第一,中央银行金融宏观调控机制从直接方式向间接方式转变,客观上需要建立一个发达而规范的货币市场,以提高金融宏观调控的效能。

长期以来,我国中央银行一直采用直接调控为主,间接调控为辅的金融宏观调控模式。直接调控的最重要的手段就是贷款限额管理,即中央银行通过下达指令性计划直接控制商业银行贷款增加量上限并安排贷款结构,表现为对商业银行信用的双重干预:在质量上,中央银行规定银行信用资金流向不同产业部门的优先顺序和信贷限额;在数量上,中央银行规定了全部银行系统总的信用规模。这种调控方式具有刚性计划特征,直接影响到国民经济的发展。在市场经济条件下,其负面效应已日益突出:一方面,金融业管理行政化,商业银行只争贷款规模而忽视资金使用效益,低水平经营的状况一直没有得到改观;另一方面,贷款限额管理的作用面也日益萎缩,往往是控制了贷款却难以控制全社会信用规模的增长。这些表明只监控国有商业银行的贷款规模已经不能完全客观反映全社会货币支付能力的变化,相比之下,广义货币供应量指标已经优于贷款规模。1998年元月1日起,中国人民银行对国有商业银行取消了贷款限额控制,改为在推行资产负债比例管理与风险管理的基础上,实行“计划指导、自求平衡、比例管理、间接调控”的新型管理体制,这标志着间接调控机制将占居金融宏观调控的主导地位。

间接调控即中央银行主要通过公开市场操作、再贷款和再贴现政策、利率机制以及存款准备金制度等货币政策工具影响金融体系的流动性,以调控货币供应总量,实现社会资金的优化配置。这些货币政策工具的运用及其实施效果,取决于统一的、发达而完善的、规范的货币市场基础,从而对货币市场的建设和发展提出了现实要求。

第二,建立与社会主义市场经济相适应的现代金融企业制度目标的确立,使建设和发展货币市场的任务更显迫切。

1997年11月召开的全国金融工作会议提出,力争用3年左右的时间大体建立与社会主义市场经济发展相适应的金融机构体系、金融市场体系和金融调控监管体系,显著提高金融

业经营和管理水平,基本实现全国金融秩序明显好转,化解金融隐患,增强防范和抗御金融风险能力。为此,应加快国有商业银行的商业化步伐。1998年年初,中国人民银行在《关于进一步完善和加强金融机构内部控制建设的若干意见》中进一步提出,用一到两年的时间,形成一套责权分明、平衡制约、规章健全、运作有序的内部控制机制,把经营风险降到最低限度,使违规经营和重大案要有明显下降,争取在本世纪末下世纪初,建立起与社会主义市场经济相适应的现代金融企业制度,使我国金融机构在经营管理和内部控制方面基本与国际惯例一致。

建立现代金融企业制度就是要以安全性、流动性、效益性为经营目标和经营原则,实行资产负债比例管理和风险管理,使金融机构自主经营、自担风险、自我约束、自求发展,真正实现以经济效益为中心的商业化经营。而这一方面有赖于经济和金融体制的不断深化和发展,另一方面也更需要一个健全、发达的货币市场为其创造条件。在货币市场上,金融机构是最活跃最重要的参与主体,他们可以运用货币市场所提供的各种短期信用工具,灵活地调整流动性储备,合理地组织资产负债结构,协调安全性、流动性和效益性三者之间的关系,以更充分、更有效地调动和运用所有资金,提高总资产的盈利水平。

第三,社会经济的发展需要建立完善的商业信用制度,而商业信用的建立与发展必须以货币市场的发展为前提。

我国目前的信用制度以银行信用为主,商业信用只占有很小的一部分。商业信用的形式也多采用口头信用或挂帐信用,企业之间分期付款、延期支付等信用活动极少使用规范的票据,造成结算困难和履约风险,企业之间相互拖欠最终导致企业在更大范围更多地相互拖欠和企业与银行之间的拖欠,信用关系长期得不到规范。最近中国企业家调查系统的一份问卷显示,在被调查的2400多家企业中,国有、集体和股份制企业货款相互拖欠增加的幅度分别为64.3%、57.8%和65.1%;私营企业和外商投资企业也分别高达57.1%和51.5%。这说明大多数企业资金周转比较困难,市场潜藏着对短期资金的巨大需求。

发展商业信用必须以发展票据贴现市场为前提。商业票据以真实的商品和劳务交易为基础,通过票面记载事项规范和约束债权、债务关系,具有支付功能、汇兑功能和结算功能,是一种商业信用关系证券化凭证。合法的商业票据可以通过一定形

式(背书)转让,还可以向金融机构申请贴现,因而票据也具有特殊的融资功能。金融机构既可以持贴进的票据至到期日以回收资金,也可以向其他金融机构转贴现或中央银行再贴现以获取资金。票据的出票、承兑、贴现、转贴现和再贴现为构成了活跃的票据贴现市场。发达、规范的票据贴现市场,使企业之间的信用关系实现票据化,并与银行信用相互衔接,有利于建立高效安全的结算制度体系。

此外,企业大量的短期资金需求还可以通过在货币市场发行短期融资债券来满足,从而减少企业对银行的依赖程度。

二、我国货币市场发展的现实条件与存在的主要问题

1. 我国货币市场发展的现实条件

货币市场的发展有赖于以下几个方面的基础条件:(1)完善的信用制度;(2)短期资金票据化和证券化;(3)充分的竞争机制;(4)中央银行强有力的宏观控制能力;(5)政局的稳定、社会经济的稳定以及币值的稳定。

当前良好的宏观经济环境为货币市场提供了发展机遇,具体表现在:第一,以治理通货膨胀为首要任务的宏观调控政策取得了成功,国民经济实现了“高增长、低通胀”,从根本上摆脱了短缺经济状态,进入了平稳成长的良好时期。第二,外汇储备持续增加,人民币汇率继续保持稳定,国际收支状况良好。第三,中央银行的宏观控制能力增强,微观经济主体对市场信号的反应也日益敏感和具有理性,宏观调控政策得以发挥效应。第四,“立足于增加国内需求,促进消费与投资增长”。为确保实现国民经济的持续增长,我国经济增长模式发生了转变,宏观经济政策做出相应的调整:从一个较长时期来看,应坚持执行“适度从紧”的货币政策,在目前“特殊的时期”则宜实行稳健的货币政策,适当增加全社会信贷规模,使投资得到适度增长,货币政策和财政政策较前变得比较宽松。

经济的高速增长及社会信用总量的大幅增加,使资金的合理运用和调配成为突出的问题,客观上需要一个功能良好的货币市场,以实现社会资金的优化配置,有效调节资金余缺,增加企业直接筹集资金(包括外资)的渠道和手段,以促进经济的高速、持续、稳定的增长。

2. 当前我国货币市场的特点

(1)我国货币市场的结构特点。我国货币市场经过将近20年的成长和发展,现已初步建立起较为完整的货币市场结构体系。第一,我国货币市场主要包括全国银行间拆借市场、票据贴现市场、国债回购市场和短期外汇市场等。其中,全国银行间拆借市场发育较为成熟,市场化程度比较高,目前是我国货币市场的主体部分。第二,参与货币市场的主体主要包括:商业银行、非银行金融机构、政府部门、企业和中央银行。目前由于受到市场发育程度的限制,居民个人尚没有参与货币市场的有效途径。第三,我国货币市场的短期融资工具有:银行超额储备、商业票据、回购协议、各种短期融资债券和短期国债。其中短期融资债券和短期国债由于发行规模较小、二级市场交易不活跃

等原因而尚未形成一定规模。目前短期融资工具种类有限,形式单一,在运用的广度和深度上尚未得到充分发展。第四,我国货币市场的信用形式主要是银行信用。政府信用和商业信用的发展程度还比较低。

(2)我国货币市场的运行特点。我国货币市场形成和发展的20年,正是国家经济体制由计划体制向市场体制转变的20年。在这个特殊的转型时期,货币市场的运行表现出以下特点:第一,我国货币市场经历的成长期很短,并受到我国经济发展水平的限制,市场发育程度比较低。第二,现阶段国家在引导货币市场的发展方面发挥着决定性作用。国家推进货币市场发展的过程,不仅与货币市场本身的发展阶段相联系,而且还与经济体制转轨时期各阶段的现实条件相联系。第三,中央银行干预货币市场的途径是以行政手段为主,经济手段为辅。第四,除同业拆借市场利率外,其它短期信用工具利率还没有完全放开,货币市场结构利率尚未形成。第五,各种信用工具的二级市场交易活跃程度较低,有的甚至没有形成二级市场,影响了货币市场的快速发展。第六,货币市场的区域性、单一性和分割性的特点非常突出,市场化的中介机构还没有形成。

3. 我国货币市场存在的主要问题

第一,货币市场发展不平衡。同业拆借市场是我国目前发展较为成熟的市场,它起步最早,发展最快,交易量最大,市场化程度较高,市场较为统一。票据贴现市场还处于幼稚发育阶段,票据业务广泛开展的市场条件不够充分,票据的使用、流通、转让以及票据贴现和再贴现等受到诸多条件的限制,市场发育缓慢。证券回购市场限于国债回购交易,品种单一,交易期限偏长,市场缺乏统一和规范。由于受到发行额度、发行频数和发行方式的限制,我国目前还没有形成短期国债市场。大额可转让定期存单市场业务也已停止办理。

第二,货币市场发展规模不足。作为货币市场主体部分的内同业拆借市场,交易量总体水平还比较低。同时,银行入市交易的积极性不高,所占市场份额也非常有限。1996年同业拆借市场交易额累计为5862.58亿元,银行仅占20.2%,融资中心为69.7%,其余为10.1%。1997年,同业拆借市场交易额累计为4152.59亿元,为金融机构当年信贷总规模的4.37%,表明同业拆借市场活跃程度比较低。

第三,货币市场信用工具的流动性较差。我国货币市场信用工具品种少,形式单一,在运用过程中缺乏规范化管理,交易主体选择信用工具的余地受到很大限制。目前我国尚未建立起票券规范制度、票券保管制度以及票券流通转让制度,票券的使用、流通和转让受到诸多人为设置的障碍限制。另一方面,票券一般采用具名方式,系统间和区域间通兑困难,因而大大降低了票券的流动性,不便于持券人灵活调整流动性资产,从而影响了交易主体的持券积极性。

另外,尽管我国1996年已开始发行1年期、半年期和3个月期的短期国债,但由于发行数额小,且发行方式造成集中持有,因而无法成为分布于全国各地的商业银行分支行和众多金融机构用于调节流动性需求的工具和载体。

第四,货币市场主体市场化程度比较低。目前我国正处于经济转型时期,政府职能转换没有完成,中央银行的独立性地位还没有真正确立,国有商业银行和国有企业自主经营、自负盈亏、自我约束的经营机制还没有形成。这些在货币市场上表现为市场主体的行为不够成熟、不够规范,风险意识淡薄,对流动性资产管理的重要意义认识不足,市场交易中介发育程度比较低,市场供求活动难以活跃。

第五,货币市场利率结构不合理。我国货币市场利率市场化程度很低,尚未形成合理的利率结构。主要表现在:(1)同业拆借市场利率还存在缺陷。这主要是因为放开的同业拆借市场利率,并不反映真实的市场资金供求关系。一方面,商业银行信贷经营还没有实现真正的市场化操作,商业银行不规范的经营机制,使入市资金不能真实反映头寸盈余和头寸赤字。商业银行拆借业务往往并不是出于平衡头寸的需要,而是在很大程度上带有寻求信贷资金的性质,即把拆入资金作为填补信贷缺口的重要来源。另一方面,全国银行间拆借市场不能充分反映全国同业拆借活动的实际情况,许多交易并未通过交易网络完成,二级网络的交易信息也未能及时准确地录入全国银行间拆借市场的统计系统,因而很难为中央银行执行货币政策实行间接调控所利用。(2)我国尚未形成银行信贷市场利率。同业拆借利率在形成上缺乏实际的借贷资金价格基础,因而存在严重的利率“倒挂”现象。在其它借贷利率特别是银行借贷利率受到严格管制而只有同业拆借利率放开的情况下,同业拆借利率大大高出银行借款利率。这种情况从两个方向扭曲了商业银行的行为,其一是银行高利拆入资金,低息放出贷款,承受利差损失;其二是低息向中央银行贷款,再高利拆出资金,实际上是从中央银行套取利差。(3)各类信用工具间的利率关系不合理。通常情况下,短期债券市场上各种信用工具的利率水平与发行者的资信度成反比。也就是说,信用工具的发行者资信程度越高,表明投资该种信用工具的风险越小,因而利率水平越低。而我国短期债券市场上的情形正好相反:国债的风险最小,而利率最高;企业融资券的风险较大,而利率水平却较低。不合理的利率结构严重阻碍了货币市场的健康发展。

第六,货币市场监管制度不够完善。中央银行和中国证监会对金融市场的监管仍处于一种“事后监管”的状态,缺乏规范的监管程序、监管目标及有效的监管途径和手段。因而市场风险防范在时效上存在时滞,在控制能力上受到限制。如同业拆借市场,目前风险防范措施主要是对交易主体进行资格审查,而凭借市场工具防范风险的功能严重缺乏。如果宏观经济环境再次过热,现有的拆借市场也难以从根本上防范违规拆借的发生。另外,作为市场交易主体的融资中心事实上具有双重身份:既是市场的监管者又是市场的经营者,使市场监管的客观性和有效性受到极大影响。从这个角度来看,目前我国银行间拆借市场还不是真正意义上的规范的货币市场。

三、培育和大力发展我国货币市场的基本思路

1. 建设和发展我国货币市场的指导思想

我们认为在货币市场的进一步建设和发展过程中,必须坚持以下指导思想:

(1)货币市场的建设和发展,必须与我国的经济水平相适应,与社会主义市场经济机制的发育程度相适应。“超前”或“滞后”发展都将给国民经济造成危害。

(2)我国是一个发展中的社会主义国家,计划经济体制向市场经济体制的转变还没有最终实现。在经济转型时期建设和发展货币市场,必须充分运用和发挥国家在引导货币市场发展方面的决定性作用。

(3)货币市场的建设和发展,必须针对我国货币市场目前存在的主要问题,大力促进货币市场平衡发展和适度规模发展,增强货币市场工具的流动性,提高货币市场主体的市场化程度,改革利率机制,完善货币市场监管制度,力争在一个相对较短的时间内,将我国货币市场建设成具有相当广度、深度和弹性的货币市场。

2. 货币市场的建设目标和建设原则

我国货币市场的建设目标是建立统一、开放、有序、竞争和严格管理的市场,使其成为金融机构资金头寸调剂的首选市场。

货币市场建设应坚持渐进性、可控性、有效性和统一性的原则。渐进性是指市场的完善和发展采取逐步稳妥进行的方针,从交易主体的扩大,到交易方式的完善、交易工具的增加和规章制度的健全,都宜采取市场参与者能逐步承受的渐进方式,使改革利益的摩擦和融合能得到较好协调。可控性是指在尊重市场规律的基础上,实现对市场的有效控制,根据市场的资金流向和资金流量决定宏观调控方式和货币政策工具。有效性是指市场货币资金价格的形成符合资金的实际供给和需求状况,真实反映资金的供求关系和变动。统一性是指货币市场在全国范围内实现交易规则、清算规则、交易活动以及交易信息的统一,以排斥分割的、封闭的甚至非法的交易行为。

3. 建设和发展货币市场的具体措施和实施途径

根据货币市场建设的指导思想和原则,我们应采取以下措施大力发展我国的货币市场。

(1)继续规范全国银行间拆借市场,逐步降低信用拆借比重,发展银行间债券交易,以国债、中央银行融资券、政策性金融债券以及合格票据作为银行间同业拆借交易工具,使抵押拆借逐步成为同业拆借市场的主要拆借形式,以规避因市场发育程度较低而带来的信用拆借风险。同时也为中央银行进入同业拆借市场实施间接调控提供有效途径。

(2)大力培育票据贴现市场,规范票据行为,完善贴现制度,逐步使票据贴现市场成为企业和银行进行短期资金融通的重要场所以及中央银行实施间接调控的工具和载体。首先,通过推行票据结算制度规范企业之间以商品和劳务交易为基础

的信用关系,充分发挥票据在支付、汇兑、结算等方面的功能,节约因现金支付而带来的成本,提高资金的周转效率,降低履约风险。从而使企业之间的信用关系实现票据化,促进商业信用在较高水平上得到进一步发展。其次,推动商业信用与银行信用的衔接和转化。充分发挥票据的流通功能和融资功能,建立和完善票据承兑、贴现、转贴现、再贴现制度和体系,使票据脱离商业信用关系而在一定范围内实现流通、转让。第三,推进贴现利率制度的改革,建立市场取向的中央银行再贴现率制定和变动机制,通过合理的贴现收益,鼓励和引导金融机构发展贴现业务,使贴现规模在信贷总量中所占比重逐步上升,升幅应与票据发行市场的规模相适应,从而使票据贴现成为企业融通短期资金的主要形式。

(3) 适度发展短期证券市场。发达而完善的短期证券市场是未来中央银行实施间接调控的主要途径和手段。中央银行通过公开市场操作,直接吞吐信用工具,调控货币供应量,将货币政策意图传递到社会经济各个部门,实现国家宏观调控目标。我国短期证券市场是最具发展潜力的市场,短期国债市场、可转让定期存单市场、短期融资债券市场以及证券回购市场都具有相当广度和深度的发展空间。短期证券市场也是风险最大的市场,在货币市场整体发展还处于较低水平的阶段,短期证券市场更孕育着极大的市场风险。因此在发展过程中,应坚持规范、适度、稳步推进的原则。可以考虑先从低风险易规范的短期国债市场入手,规范一个发展一个,发展一个成熟一个,逐步推进,直至建立起发达而完善的市场体系。

(4) 积极培育货币市场交易中介组织,大力发展有形市场。根据我国货币市场的发育程度,现阶段应以发展有形市场为主,即货币市场各参与主体之间的交易活动,必须通过货币市场的交易中介机构来进行,中央银行对货币市场的规范、监管和调控,也主要通过对交易中介机构的交易活动进行规范、监管和调控来实现。目前应在原有基础上继续发挥融资中心对货币市场的组织、传导、融资和调控功能,进一步理顺中国人民银行与融资中心的关系,明确界定融资中心的市场中介组织性质,使融资中心逐步在人事、机构、业务等各方面与中国人民银行脱钩,发展成为完全独立的市場化的货币市场交易中介机构,并进而成为货币市场运行的有形载体和中央银行实施货币政策操作的场所和途径。

相对于无形市场而言,有形市场的市场交易成本比较高,但易于规范、管理和监控,有利于统一市场的形成和交易信息完全、及时、有效传递,更符合我国国情。

(5) 改革货币市场利率体系,理顺利率关系,稳步推进利率市场化,最终形成利率引导市场,央行调控利率的完善的货币市场利率机制。

我国利率制度改革的方向是由我国市场经济体制改革的方向所决定的,建立市场经济体制,客观上要求对我国的利率管理体制进行市场化改革,建立以市场资金供求为基础,以中央银行的基准利率为核心的市场利率体系。从我国实际情况出发,货币市场利率体系的改革应采取渐进的方式,分阶段逐步

进行。

第一,在现有放开银行间拆借市场利率的基础上,进一步规范同业拆借市场的交易主体和交易行为,使同业拆借市场利率能够真实地反映资金供求关系,成为货币市场基准利率。

第二,中央银行根据货币市场基准利率的变动频繁地调整商业银行对工商企业的贷款利率,使贷款利率略高于货币市场基准利率,成为正利率,理顺利率关系。中央银行每日发布贷款利率,对贷款利率的执行实施严格管制。

第三,中央银行根据货币市场基准利率的变动和货币政策意图主动调整再贷款和再贴现利率,通过调高(调低)再贷款和再贴现利率收缩(放松)银根,实现宏观调控目标。逐步使中央银行再贷款和再贴现利率成为货币市场的主导信号,引导商业银行和其他金融机构参与货币市场交易,充分利用货币市场工具调节自己的流动性储备。

第四,逐步放开货币市场上各种信用工具的市场价格。中央银行可以根据各子市场的发育程度进行阶段操作:先允许在中央银行规定的幅度内上下浮动,在条件成熟的时候取消上下限,价格由市场供求关系决定,中央银行通过直接参与市场操作来调节供求关系,抑制市场价格的过度波动。

第五,当货币市场发育比较成熟的时候,中央银行可尝试逐步放开对贷款利率的管制,制定一年期贷款利率,允许商业银行和其他金融机构在此基础上调整自己的中长期贷款利率和短期贷款利率(不含一年期)。在这一阶段仍需严格管制储蓄存款利率。

第六,当我国经济和金融进入成熟的成长期,全面放开存、贷款利率的时机业已成熟,以中央银行再贷款和再贴现利率为主导的市场利率体系也基本形成。

利率改革事关国民经济发展大局,不可急于求成,也不能一步到位。我们已经有了放开人民币汇率和同业拆借市场利率的成功经验,下一步应继续注重把握时机,逐步推进利率市场化。

(6) 完善中央银行对货币市场的监管制度和监管手段,强化市场监管。货币市场孕育的市场风险与货币市场的成熟程度成反比,目前在货币市场整体发育程度较低的情况下,中央银行必须强化对市场的监管力度。首先必须加强立法工作,完善货币市场管理制度,建立货币市场保障系统。其次,完善市场组织体系。包括市场交易主体、交易中介、信用评估、信息传递及市场监测机构等市场组织。第三,建立中央银行实现有效监管的途径和手段,充分运用现代化的基础设施,严格报表制度,实行统计监督,加强稽核工作。

此外,建立高效、安全、便捷的全国统一货币市场支付系统也是十分必要的。

注释:

《经济日报》,1998-04-18。

(作者单位:武汉大学经济学院 武汉 430072)

(责任编辑:曾国安)