

# 我国货币市场联动机制面临的突出问题与政策建议

费兆奇 李 堪

(中国社会科学院金融研究所 北京 100028)

(中国工商银行风险管理部 北京 100032)

**摘要:**从货币市场的功能看,无论是短期资金的融通、金融资产的定价,还是货币政策传导,均需要畅通的货币市场和无碍的联动机制才得以实现。但现阶段,我国货币市场与其他金融要素市场间的联动发展并不密切。问题在于我国金融市场在法律制度、利率体系建设及利率传导机制上的不完善,极大地限制了金融要素市场间的联动发展。促进货币市场的联动发展,必须加快推动金融机构综合化经营进程和进一步推动利率市场化改革,加强金融制度创新、组织创新和产品创新,促进货币市场等要素市场的发展与创新。

**关键词:**货币市场;联动机制;功能提升

中图分类号:F832.51 文献标识码:A

文章编号:1007-7685(2017)03-0101-05

DOI:10.16528/j.cnki.22-1054/f.201703101

从货币市场的功能看,无论是短期资金的融通、金融资产的定价,还是货币政策传导,均需要货币市场畅通、无碍的联动机制才得以实现。近年来,我国金融改革快速推进,为货币市场的联动发展与功能提升带来了新机遇。而如何通过理顺货币市场内外部的联动机制,进而提升货币市场的功能,已成为一项重要的现实课题。

## 一、我国货币市场联动发展的现状

近年来,在各项金融改革持续推进和金融创新不断深入的背景下,我国货币市场快速发展,各子市场规模均有较大幅度增长,市场参与主体不断扩容,交易产品不断丰富。这为宏观调控和短期金融通提供了更坚实的市场基础,也为金融要素市场间联动发展提供了条件。

为检验货币市场各子市场之间的内部联动效

应以及货币市场与其他金融要素市场之间的联动效应,本文从交易量和价格两方面研究货币市场的内部联动效应和外部联动效应。货币市场包括同业拆借市场、债券回购市场和票据市场,其他金融要素市场主要研究外汇市场和资本市场。其中,货币市场各子市场交易量数据,外汇即期、远期、掉期交易量数据来自外汇交易中心;银行间债券指数、股票市场交易量、沪深300指数、各子市场利率等其他数据来自Wind数据库。实证研究的样本区间从2012年1月4日至2016年4月30日,其中交易量数据采用月度数据,利率数据及指数数据采用日频数据。对日频数据,如果中间出现数据缺失,采用上一交易日数据予以补充。为检验货币市场的内部联动效应和外部联动效应,采用相关性检验和Granger因果关系检验,并通

**作者简介:**费兆奇,中国社会科学院金融研究所副研究员,国家金融与发展实验室中国债券论坛研究员;李堪,中国工商银行风险管理部职员。

**注:**本文是上海市金融办委托项目“上海金融要素市场联动发展与功能提升研究”的成果。

过向量自回归模型(VAR模型)或向量误差修正模型(VEC模型)予以分析。

通过检验发现:首先,货币市场子市场间存在显著的价格联动效应,但交易量联动并不显著。这里检验的变量包括回购、信用拆借和票据贴现,回购包括质押式回购和买断式回购。主要原因在于,货币市场的主要参与主体过于集中,资金在各子市场间流动的必要性不强。为此,在子市场内部,交易量的联动效应并不显著。而对货币市场的部分子市场,利率市场化程度已较高,它们的利率预期是一致的,为此表现出显著的价格联动效应。其次,从外部联动效果看,货币市场中回购市场(质押式回购和买断式回购)和资本市场在交易量上存在一定的联动效应;而同业拆借市场与资本市场不存在显著的交易量联动效应;货币市场和资本市场的价格联动并不显著;货币市场和外汇市场在交易量和价格方面均没有显著的联动效应。主要原因在于当前的汇率制度仍是一个有管理的浮动汇率制度。这与相关研究的结论保持一致。<sup>[1]</sup>

## 二、我国货币市场联动存在的主要问题

我国货币市场自身存在市场主体过于集中、产品过于单一及子市场发展不均衡等问题,这在一定程度上限制了其与其他要素市场间的联动,并限制了货币市场功能的发挥。但货币市场体系的问题更是由于我国整个金融市场存在的问题导致的。我国金融市场在法律制度、利率体系建设及传导机制上的不完善极大地限制了金融要素市场间的联动发展,不利于金融市场功能的发挥。

### (一) 货币市场自身存在的问题

1. 市场参与主体集中。当前,国内货币市场的主体主要是国内商业银行、非银行金融机构以及部分具有人民币业务资格的外国金融机构。长期以来,大型银行具有显著的资金禀赋优势,在货币市场中有较强的话语权,在市场上一直处于资金净融出状态,而其他金融机构处于资金净融入状态。<sup>[2]</sup>如2015年货币市场中6家大型商业银行(工、农、中、建、交、邮储)资金净融出占比47%,政策性银行净融出占比45%。这种格局使主要银行对货币市场有显著的主导作用,这几家银行的经营状况发生变化将会引起市场利率的显

著波动,对市场稳定产生不利影响。

2. 市场产品单一。目前,我国货币市场上的产品主要以同业拆借、债券回购为主,票据次之。如,在2015年的货币市场中,同业拆借和债券回购的交易规模占82%的份额。在债券回购市场中,交易绝大部分集中在质押式回购(占95%),而质押式回购中交易多集中在央票、国债与政策性金融债等金边债券上(约占89%),其他品种占比较低。在票据市场中,大部分产品为银行承兑汇票(约占77%),基于商业信用的商业承兑汇票很少。大额定期存单虽然发行过,但未形成二级市场。商业票据、商业承兑汇票规模太小,没有形成二级市场,2015年票据贴现成交额为110多万亿元,占货币市场总成交量的18%。这反映出我国货币市场的需求结构相对较单一。

3. 子市场发展不均衡。同业拆借市场、债券回购市场、票据市场交易占比较大,短期债券市场、短期信贷市场交易占比较小,缺少大额可转让定期存单市场,基本不存在商业票据市场和商业承兑汇票市场。货币市场体系不完备,各子市场发展不均衡,使货币市场的基准利率不能发挥其基准的效果,影响货币市场与其他金融市场间的有效联动,使货币政策传导不顺畅,直接影响政策效果。

### (二) 外部问题

1. 金融市场法律制度环境不完善,限制了货币市场的内外部联动。“分业经营,分业监管”限制了市场主体参与多个要素市场,切断了金融要素市场间的联接通道,将原本联系密切的各要素市场人为切割为行政壁垒林立的金融“条块”,形成了“分业管理”的行政性金融分业业态。<sup>[3]</sup>在此业态下,各金融工具依据“分业监管”履行审批,各主管部门较少从金融工具的替代性和互补性出发系统地研究和推动组合金融创新。另外,依据金融“条块”实现的“分业经营、分业监管”违背了金融资金的基本属性,忽视了金融工具内在的互补替代关系,限制了金融市场的资源共享和功能发挥及金融要素市场的联动发展。同时,条块管理在一定程度上制造了无效的摩擦和额外的市场效率损失,甚至增加了整个金融体系的运行风险。

2. 基准利率体系不完善,影响金融要素价格

联动及金融定价功能的发挥。在我国的金融市场中,各金融子市场存在各自的基准利率,尚未形成统一的基准利率体系,以市场化方式形成的基准利率与有管制基准利率并存,并且各基准利率体系不够完善,还存在一些缺陷。<sup>[4][5]</sup> 过往的利率市场化改革措施基本局限于中国人民银行的管辖范畴内,推动了我国利率市场化进程,但也需看到,仅靠央行的措施还远不足以形成真正的市场利率,还需要市场环境和基础设施的建设。

3. 利率传导机制不完善影响货币政策传导效率。完善的金融市场是利率渠道有效传导货币政策的基础,由于货币市场不够发达,对整个金融市场的影响有限,信贷市场中存在各种管制和证券市场尚未发展完善等因素,制约了利率渠道在货币市场与其他市场之间的传导。

### 三、促进货币市场联动发展的建议

加强货币市场内外部联动发展,进而提升货币市场功能,必须加强货币市场自身建设,加快推动金融机构综合化经营进程和进一步推动利率市场化改革,加强金融制度创新、组织创新和产品创新,促进货币市场等要素市场的发展与创新。

(一) 加强货币市场自身建设: 均衡发展各子市场,整体推动货币市场发展

完备的货币市场体系应是子市场间均衡、协调发展,使货币市场在短期货币资金融通和货币政策传导中发挥重要作用,为整个金融市场的发展提供基础条件,促进社会储蓄——投资机制的形成。

在同业业务和回购业务中,国有控股银行、股份制商业银行和非银金融机构为主要的参与主体,其中国有控股银行一般为同业拆借业务的资金融出方和回购业务的逆回购方,这主要是因为大型商业银行在此类业务中一般是资金提供者,而这正是货币市场功能正常发挥的重要一环。当央行向市场投放流动性时,一般通过大型商业银行向其他金融机构释放流动性,其他金融机构通过拆借业务和回购业务获得流动性。随着国内股份制商业银行的发展,建议股份制商业银行承担起资金拆放的责任,使货币市场的利率形成更加市场化、公允化和透明化。

随着上海票据交易所的成立,未来票据业务

将会有更大的发展潜力。深挖票据市场的发展潜力,打破交易壁垒和信息不对称,吸引更多非银金融机构、法人实体参与票据贴现和票据承兑业务,覆盖商业票据、商业承兑汇票等货币市场工具。随着票交所业务的发展与推广,国内的票据市场可能迎来新一轮的快速发展,将快速弥补国内货币市场产品单一、子市场发展不均衡的问题。

(二) 金融制度创新: 金融立法护航综合化经营,允许金融机构跨市场经营

为实现金融综合化经营,必须加快金融立法改革,通过金融立法保障金融机构参与所有金融要素市场,促进市场间联动发展。从“分业经营”到“综合化经营”的变革,涉及整个金融法制的整合与重构。然而,金融立法必须先行,使金融综合化经营有法可依,只有如此才能推动综合化经营,推动金融要素市场联动发展。

1. 加快相关法律法规的修改工作。涉及“分业经营、分业监管”的制度要全面修改。首先,应放弃按照金融“条块”和部门监管职能来界定金融机构和经营范围的思路,调整金融产业的划分标准,修改相关条款。其次,立足金融综合化经营的理念和思路,调整银行业不准经营股权投资、信托投资的限制,调整从事证券业务机构的经营限制。再次,加强对各金融机构各项金融业务的资质审查及标准控制,根据金融业务的差异性设置不同的资质标准和业务准入条件。立法应分“整合”和“重构”两步走。“整合”指借鉴国际经验,整合金融业主要法律,包括《中国人民银行法》《商业银行法》《证券法》《保险法》和《公司法》,将有关分业经营的规定修订为综合化经营条款,整合出一部“金融综合化经营法”。法律整合既缩短了立法成本,也保证了相关法律修订的统一性、一致性和协调性。“重构”指在总结实践经验的基础上,修改与完善金融法律制度,重构立足综合化经营理念的金融法制体系。

2. 调整金融监管重心和监管目标。金融监管部门应逐步放松机构监管,转而加强业务监管和市场监管。其主要目的:一是为机构间业务竞争和市场竞争创造一个既有充分选择余地又有严格行为监管的外部环境,为金融产品、金融组织和金融市场等方面的创新提供宽松的监管氛围,鼓

励金融机构和金融市场进行全方位、多元化的金融创新;二是强化各金融监管部门之间的合作和协调,从有效推进金融要素市场联动发展和提高金融的国际竞争力的高度出发,鼓励金融机构在市场竞争中积极推出金融业务的组合创新,提升金融市场功能和服务实体经济的能力,提高在国际金融市场中的竞争力。未来货币市场的监管应由央行、证监会、保监会、银监会通力合作,同时发挥行业协会的自律作用,在实施宏观审慎和行为监管的基础上,建立全面系统的全景式金融市场监管体系。该体系应是一个政府与民间联合监管的梯级式体系。最基层的监管及最轻的处罚由行业联合会等自律性机构实施;而自律性机构的行为及较严重的处罚由监管机构控制,以确保市场的有效及公平。同时,“一行三会”在协作监管时也能较好地保证监管信息的共享。

(三)金融组织创新:构建统一规范的多层次货币市场体系,大力发展互联网金融平台,发展金融控股公司

1. 构建多层次货币市场体系。合理的利率体系是中央银行实现宏观金融调控的重要前提条件,而灵活可变的利率体系的形成,有赖于利率的市场化。统一规范的多层次货币市场体系是提高货币市场与其他要素市场联动发展,进而提升货币市场功能的市场基础。为建立一个统一规范的多层次货币市场,最大程度地体现货币市场的流动性特征,应尽快建立一个综合性的市场中介组织体系。该组织体系应具有交易平台、托管结算、资金清算、信息披露和行业管理等一体化功能,实现交易、托管、结算和资金清算的系统化和电子化,依托云技术和大数据技术实现信息共享,实现货币市场交易和包括货币市场在内的跨市场产品交易的一体化。<sup>[6]</sup>建设该组织体系的重点在于:第一,组建相关经纪公司、票据公司等货币市场中介组织,尽快推行“做市商”制度,充分发挥场外交易市场的功能。第二,搭建专业化交易平台,为资产交易、信息披露提供平台以及提高市场运行效率。第三,建立统一、规范的信誉评估等中介服务体系,等等。

2. 大力发展互联网金融,加快互联网金融与各金融要素市场相互整合与竞争。云技术和大数

据技术使互联网的天然优势更加得天独厚,金融业与互联网的深度结合必然呈现其多种多样的业务模式。互联网金融很大概率会成为中国金融经济领域“新方位”的核心。目前,互联网金融已在最初的第三方支付的基础上发展起了P2P、众筹等模式,并与货币市场基金、理财产品、短期借贷等产品对接,极大丰富和发展了传统金融的产品和组织形式。互联网金融一方面对传统金融模式形成冲击,但也对其有极大的推动作用,加强金融行业和要素市场的“触网”对金融经济发展十分重要。

未来,各要素市场应根据自身的发展特点和目标客户,以互联网金融为纽带,相互融合、相互渗透,使金融服务更加有效。同时,互联网金融的资源有效配置和传统金融对业务风险的控制也值得相互借鉴与整合,达到风险与收益的结合,这将是我国金融市场化程度加深的体现。

3. 顺应综合化经营趋势,发展金融控股公司,提升金融企业竞争力。不同于简单提倡业务相互渗透的混业经营理念,金融控股公司可通过调度母公司自有资本分配及制定综合化发展战略,优化集团在各个金融要素市场中的资本分配,实现集团竞争力最大化和利润最大化;集团子公司可通过合作协议等形式,实现客户资源、资信审查、营销渠道等方面的优势互补,合作开发金融产品,降低集团经营成本,鼓励金融创新;各金融子行业或子公司既自成专业化经营体系,无利益从属关系,又能合作共赢,凝聚竞争力,在一定合作领域实现专业化和多样化的有效统一。

(四)金融产品创新:加强金融创新,促进跨市场联动

金融工具的创新是金融创新、市场创新中最活跃的因素,是其他创新的动因,并推动着金融制度的创新。正是由于金融工具创新的推动,使政府不断放松对金融机构的管制,形成了受市场机制和市场规律调控的利率和竞争充分的市场主体,为金融要素市场联动发展奠定了基础。

为提高货币市场与其他金融要素市场间的联动发展,货币市场金融产品创新必须突破传统的观念和框架,将更多要素市场的产品纳入多层次货币市场体系中,为缺乏流动性的金融要素注入

流动性,实现联动发展的目的。如,加强与信贷市场的联动,盘活信贷资产;加强与理财市场的联动,发展新型理财产品;加强与信托市场的联动,提供完善交易平台;加强与保险市场的联动,为保险资产交易注入流动性;加强与供应链金融的联动,提供资金支持,等等。

#### (五) 联动发展必须重视风险控制

要素市场的协同联动发展有利于货币政策的传导和实施。市场协同发展具有显著的外部效应,可以使央行调控货币政策更有效率,疏通货币政策传导机制,从而有利于整个金融体制的运行。但在国内金融要素市场发展不成熟的背景下,市场间的联动通道容易落入简单追求效率、放任要素市场间资金自由流动的境地,其风险极大。因为若资金在金融市场内部循环,风险会在金融体系中不断循环传导,通过杠杆效应极有可能快速放大风险,带来巨大金融体系运行风险,即欲速而不达。为此,管道建设必须遵循效率改进的要求,同时不增加风险。

防范风险的措施主要有:提高金融市场的广度和深度,防范市场风险;建立上市选择机制,降

低金融市场信用风险;发挥证券公司和基金管理公司的渠道功能,在风险可控的前提下架设通道,实现货币市场与资本市场、外汇市场等其他要素市场之间的良性互通,提高金融运行效率和功能;完善监管体系,切实防范金融风险。

#### 参考文献:

- [1]谷壮海,陈文杰. 货币政策对我国金融子市场流动性的影响及各子市场的关联性[J]. 南方金融, 2016(5): 55-64.
- [2]中国社会科学院金融研究所. 中国金融发展报告(2016)[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2016.
- [3]何先应,何国华. 论中国货币市场与资本市场的协调发展[J]. 经济评论, 2003(6): 89-93.
- [4]中国社会科学院金融研究所课题组. 中国货币市场的未来发展之路[J]. 科学发展, 2013(4): 32-44.
- [5]项卫星,李宏瑾. 货币市场基准利率的性质及对Shibor的实证研究[J]. 经济评论, 2014(1): 107-117.
- [6]Brenner, M. and Subrahmanyam, M., 2009, "On the Volatility and Co-movement of US Financial Markets around Macroeconomic News Announcements", Journal of Financial and Quantitative Analysis, 44(6): 1265-1289.

(责任编辑:张佳睿)

## Prominent Problems and Suggestions on Linkage Mechanism of China's Money Market

Fei Zhao - qi, Li Kan

(Institute of Finance & Banking, China Academy of Social Science, Beijing 100028)

(Department of Risk Management, ICBC, Beijing 100032)

**Abstract:** The realization of the function of money market, whether it is short-term financing, financial asset pricing, or monetary policy transmission, depend mainly on the smooth operation of the money market and the unhindered linkage mechanism. However, this linkage of China's money market is not significant at present, which is mainly caused by the imperfection of China's financial legal system, interest system and interest transmission mechanism. To improve the function of money market, we need to accelerate the financial comprehensive operation, interest rate liberalization, and strengthen the innovation of financial institution, financial organization, and financial product.

**Key words:** Money Market; Linkage Mechanism; Promotion of Function.