

□ 王

## 资本市场与两大政策

中国资本市场的兴起和完善对以财政货币两大政策为主要调控手段的政府宏观经济政策,在调控规模、政策工具、操作目标等方面面临着新的挑战。反过来,两大政策的变革又赋予资本市场以新的内涵:资本市场已不仅仅是一个一般意义上的纯粹性市场,还是一个在一定意义上体现政府调控意图的政策延伸。

资本市场的基本功能和自身特点,使之成为政府干预经济的最佳政策中介。然而这一中介一经形成,便具有自身规律,从而反过来影响到政府的经济决策。研究资本市场介入下的两大政策,正是把资本市场看成一个新的变量而求导政策函数的变异。中国的两大政策正伴随着渐进式的制度变迁而发生着变革。

### 一、资本市场的政策内涵

1. 资本市场。资本市场依存于一定的社会经济制度和经济运行方式,它的直接基础是市场机制和信用制度。社会主义市场经济制度的确立为我国的资本市场奠定了存在和发展的基础。资本市场一经诞生,其基本功能和自身特点便体现了它的优越性。社会化大生产的发展,产生了创业者对维持和发展经营必要的资本需求。而这一需要往往因银行等金融机构拒绝贷款以及贷款的短期性而得不到满足。资本市场满足这种需求的职能

——筹集资金。它把社会上的闲散资金集中起来,通过证券方式维护了供方的流动性和需方的长期性,使资金转换成了资本。

证券市场执行了筹集资金的功能之后,社会闲散资金成了发起人的资本增量,另一方面,业主的产权转换成股权并以对等原则将部分股权移交给资金的供方。供方就成了持股者即股东。股东不得任意抽出已成为资本的原先自己的资金。但是,资本市场赋予股东这样一种可能,即股东可以通过出让股权的方式重新获得资金的流动性,这就是资本市场的第二大功能——交易功能。

商品经济的初级阶段,资本市场这两大功能一方面为资本的迅速积累和流动起了重大作用,另一方面,由于市场主体对外部效应的忽视以及市场发育的欠发达,证券市场的作用局限于这两大功能,只作用于个别的市场主体而尚未作用于整个社会的资源配置。

2. 政策内涵及其形成。资本市场具有政策内涵源于自身的两个特点:结构外向性和利益选择性。资本市场的市场准入是广泛而兼容的,任何一个政府部门或私人部门的经济主体均可参与资本市场的某些活动,这就为政府的介入提供了可能。而资本市场的利益选择性,则使得参与市场活动的各经济主体往往根据最大利益偏好来决定资本的投向。当政府部门的某一经济主体在资本市场

上坚定不移地执行某一政策意图时(现代市场经济国家往往通过两大政策来实现)就决定了资本流动的大致方向。因此,政府介入赋予资本市场新的功能——资源配置的功能。

资本市场的资源配置职能脱俗于筹资功能和交易功能,是两者的升华和发展,它透过两个不同的视角派生出两个功能:(1)微观上的企业经营评估功能。这一功能以股票价格为显示信号,反映着市场力量和竞争规律的作用,衡量着人们对企业经营状况的评价水平,决定着资金的流向。(2)宏观上的政府政策传导功能。两大政策在这里是承上启下的手段,是左右市场的信号。资本市场已具有了更广泛的涵义,已从私人市场扩展到公共市场,从注重内部效益到内外兼重,已成为整个国民经济的晴雨表。资本市场一经具有政策内涵,政府的宏观经济政策和资本市场便成为一个有机体。一方面,一些重要政策指标如利率、通胀率、国际收支状况、国债发行量等直接影响着资本市场;另一方面,资本市场的变化状况也往往左右着政府的政策取向。这种密切的联系有时会因信息不对称、理性预期、或一些非市场性因素而扭曲,但从一个长期来看,这种联系是有因果逻辑的,具有内在质的规定性。

## 二、资本市场介入下的两大政策

1. 资本市场:两大政策的结合点。财政货币两大政策的协调配合从其一开始并非完美的。纵观西方经济学史,凯恩斯偏重于财政政策,而费里德曼则认为货币政策是防止经济波动的主要手段。诚然,两大政策由于各自的特点,应有各自的规范偏重,如财政政策应侧重“公平”,而货币政策应侧重“效率”,然而,简单地以直接和间接、时效和时滞等概念来分析两大政策显然已是无法适应市场经济发展的需要。事实上,两大政策的内在传导机制与外在冲击机制已在一定程度上趋于混沌,而资本市场的存在则是这一过程的加速器。两大政策正在日益紧密地联系起来,牵一

发而动全身。

国债政策就是两大政策的连接部。国债市场是资本市场的重要组成部分。在这里,国债既是一种财政的融资手段,又是一种金融商品。国债市场的运作围绕着收益率进行。收益率与利率存在着密切的关系,但目前存在的一个问题是现行国债利率高于储蓄存款利率,使得我国国债被称为“超金边债券”。从长期来看,既加重了财政还本付息的负担,也不利于央行的宏观调控。收益率又与通胀率存在着对应关系,通胀率的高低往往影响着国债的发行和转让,而指数化国债则要求两大政策必须同时兼顾货币投放量和财政的偿付能力。国债概念的推出迫使两大政策走到了一起。一方面,国债的发行需要银行的配合;另一方面,国债的发展使一部分居民存款和机构资金转化为财政性存款,而财政性存款没有列入货币计量范围,从而加大了央行控制供应量的难度。新问题的出现预示传统的政策工具面临着变革,而资本市场则为这一变革提供了契机。

2. 政策工具的变异和创新。市场塑造与制度变迁是伴生的。世界银行曾对我国资本市场的现状作过一个整体评判,他们指出:当前的中国资本市场尚不能发挥资本市场的基本功能,即提高资源配置效率,帮助对风险和回报进行定价,以及为风险管理提供手段,其原因在于,中国资本市场的依托仍是一个具有众多非市场经济因素的环境,其中突出的因素有信贷计划、利率管制以及国有企业的无风险经营。一个完善的资本市场其价格不仅在于调动资源的能力,还在于为社会闲散资金提供可选择的投资渠道。中国资本市场所受到的非市场因素的制约已成为资本市场进一步发展的障碍。事实上,中国目前庞大的居民和机构储蓄与强烈的社会资金需求恰成鲜明的对照。这些制约因素资本市场本身是难以克服的,唯一的选择就是政府的公共提供。撇开渐进式的制度性建设,政府首先应做

的便是政策工具的变革。

货币政策应由直接转为间接,财政政策应由模糊变为明确。公开市场业务正是央行进行间接调控的工具之一,央行可以运用公开市场操作取代信贷计划。信贷计划只能简单地控制住银行贷款规模的扩大,却不能有效地控制银行实际资产的扩张,银行贷款之外的其他形式的资产扩张也具有创造派生存款的能力,因此,信贷计划不能完全控制住货币供应量。运用公开市场业务有利于央行基于对市场的观察,利用市场手段,灵活地调整资本市场上的流动性数量,进而调控整个社会的资金总量,从规模和结构上合理地配置社会资源。公开市场业务改变了央行运用再贷款来吞吐基础货币的手段,而代之以更灵活、更具市场性的间接政策工具来实现政策目标,从而保证了资本市场和整个国民经济的平稳运行和规范发展。利率市场化是货币政策由直接走向间接的又一标志。利率通过改变投资者收益预期的方式,对资本市场产生着强大的影响力。利率管制使资本市场基本功能受到很大局限,利率差额的行政性变动增加了资本市场不稳定因素。政府必须给予银行更多的制定基础利率的自主权,银行必须进一步规范利率变化的方式,并通过市场培育来提高投资者对利率的敏感性。世界银行指出,中国资本市场对政府赤字提供融资的作用和对宏观经济管理的潜在帮助,都低于应有的水平。以零散投资者为对象,将票面利率提升于市场收益率之上的做法,从长远来看,将会随着未偿还债券的累积,而付出高昂的代价,政府的借款成本将会成为一个日益严重的问题。反过来,政府对资本市场的支持和引导也处于初级阶段。资本市场存在的问题之一就是机构性投资者的参与不足。而政府财政的养老金、福利金等计划并无资金为基础,无法使基金投资者参与市场活动。纵观西方国家,保持资本市场的稳定和持续繁荣的手段主要有两条:一是政府宏观经济

部门的监督,二是机构性投资者的中流砥柱,这两个因素趋缓和降低了市场的波动性和投机性。日本大藏省通过对拥有大量资金的基金进行控制,有力地保证了市场的基本稳定。如日本的养老基金和邮政储蓄机构一向拥有大量现金,但它们平时在证券投资方面受到严格限制,一旦市场人气低迷,大藏省就随时放宽限制,让这些机构的资金流入市场,在这方面,大藏省起了“公共资金水库”的作用。财政政策对资本市场明确支持的另一方面就是信息的公开性。当前,资本市场上信息披露的不充分,使投资者无法依据基本信息作出投资决策。在债券市场上,许多长期债券的通胀指数不公开,公开程序不合理等问题都增加了投资者的风险和市场的的不稳定性。

3. 两大政策对资本市场的影响。资本市场为财政发行国债和央行发行融资券提供了市场舞台。反过来,国债和融资券等新的金融资产在市场上的出现也增加了市场的多样性和可选择性。资本市场的内涵和外延得以扩大,复杂性也随之显现。政府利用新的政策工具使这种复杂性进一步加深。公开市场业务操作的工具从理论而言,可以是财政部发行的国债,也可以是银行发行的融资券。但无论是国债还是融资券,银行在资本市场上进行公开市场操作都从两个方面影响着市场的结构和规模,首先,央行买卖国债或融资券直接决定了所买卖对象的供求结构,从而影响了市场价格,然后,由于公开市场业务对社会资金总量的增减进而影响了市场外围资金。因此,公开市场业务影响的不只是一二种操作对象,而是整个市场本身。因此,政府宏观经济政策介入后,资本市场对政府的依赖和敏感性也有所加强。这种影响显然增加了资本市场中的非市场性因素,消除或减轻的办法之一是规范和加强政府行为中的理性因素,并尽可能使政策目标与市场本身趋于一致。

### 三、进一步的思考

1. 政策目标:中性抑或非中性? 财政货

币政策,通过松紧搭配来实现政府的意图似乎已成约定俗成的惯例。然而,一个不可否认的事实是,政策的运用似乎或多或少最终都出现了功能异化的现象,而每一种调节造成的和谐和稳定都似乎是暂时和相对的。调节的过程必然也是功能异化的过程,它的结果必然导致市场稳定性的破坏和无组织力量的增长,周而复始,循环无穷。功能异化的原因是多方面的。理性预期理论和现代信息理论从不同的角度论证了这一观点。

让政府重新扮演“守夜人”的角色已不太现实。然而,当市场本身成熟至一定程度时,市场确实在某种意义上可以取代某些政府的功能。此时,两大政策的中介目标确乎不应过多地注重于短期利益,而应与更为广泛的国民经济发展目标保持一致。此时,两大政策对于资本市场不应是利益的索取,而应是规范和给予稳定。对于一个成熟的资本市场而言,中性的政策目标或许能更大地激发出资本市场的内在功能从而获得更大的价值。

2. 政策市场化及其局限。货币政策市场化的一个主要特点就是央行以市场操作影响市场的利率水平进而改变投资者的收益预期,使其考虑成本和效益的对比而修正投资结构和对货币的需求。这样央行的政策意图才能得以实现。而其发生作用的前提隐含着假设,即社会参与者是一个理性的经济人。假如市场参与者不受利益的驱动,或者对货币需求的利率弹性很小,那么央行间接调控的目的就很难实现。在当前的中国资本市场上,大量国有的机构投资者显然缺乏应有的利益驱动和风险约束,因此,资本市场存在着的问题不仅在于市场建设本身,还是一个牵涉到整个经济体制改革的系统工程。货币政策市场化的另一个副产品是金融管制的失效从而导致金融自由化。金融自由化将使利率更具易变性,商业银行和投资者之间可以通过市场化的竞争利率达成契约,满足各自的需求,这样,政府以利率为中介目标的需求

型调节就较为困难了。

3. 市场承受度。毋庸讳言,中国财政正在步入债务时期。改革进程中因财权下放导致的财政收入下降和经济建设造成的支出上升之间的缺口通过债务来弥补是一种必然的现象,资本市场的发展则为这一行为提供了市场操作的可能,债务不再需要行政性摊派,而可以让市场来承受。然而必须有一个限度,以保证发行的债券数量不至于造成损害实际经济和资本市场发展的水平,央行的市场操作一方面是利用了债券发行来实施货币控制,另一方面也实际上支持了财政。然而,国债发行也为央行的货币计量带来了困难。国债不应由央行独自担当,财政也应采取相应的措施如建立偿债基金等方式来保证国债发行、流通和偿付活动的正常运转。因此,政府有必要进一步协调自己的货币和财政政策,准确估算现金流的要求和计划,找到两大政策的最佳结合点。

4. 公告效应与政策寻租。政策的转换也必需是渐进式的,在市场尚未成熟、调控手法尚未熟练的情况下,先破后立式的一揽子方案造成的结果必然是灾难性的,因此,在放松管制和减少计划之前,有必要采取一系列的阶段性步骤和措施,值得指出的是,过渡并非意味着行政性的重复,政府必须深刻认识到公告效应对于市场暴跌和暴涨负有不可推卸的责任,屡试不爽的事实不能不令人怀疑起其中的寻租目的。

综上所述,资本市场蕴含着的政策内涵为政府宏观经济政策的实施提供了可能;宏观经济政策则因资本市场的介入而必须在政策工具、政策目标和政策组合上进行相应的变革。中国资本市场的诞生是一个政府公共提供的结果。尽管目前资本市场仍处于哺乳阶段,但随着市场的发展,政府对市场的直接控制将逐步淡出乃是历史的必然。

(作者系上海财经大学财政系博士生;  
单位邮编:200433)