

# 论证券市场与货币市场

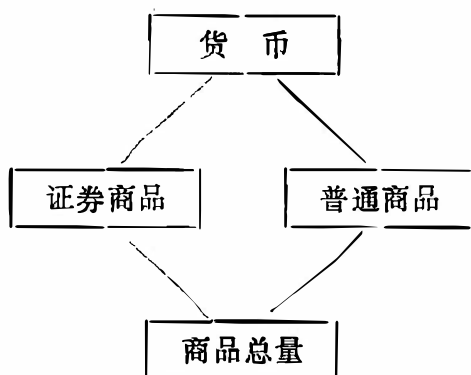
顾 铭 德

分析证券市场与货币市场的相互关系,先要弄清证券与货币的不同属性,才能区分证券市场与货币市场的不同内涵,进而把握证券市场、货币市场和商品市场的三角关系。我国证券市场起步晚,规模小,中央银行对其是否可以运用利率以外的强制性调控手段?这里,关键在于弄清证券市场独特的运行方式特别是对货币资金的吸纳机制。证券市场与货币市场具有互相影响、互相作用的内在关联性,所以证券数量的扩大会涉及信贷、货币市场的均衡。对此,我们应从国情出发,探讨我国大力发展证券市场又不影响货币市场均衡的基本思路。

## 一、证券属性及市场内涵

人们在讲货币、证券(主要指股票、债券)和商品三者关系时,通常把货币与证券归为一类,称为金融工具或货币经济;而把普通商品包括劳务等内容又归为一类,称为与货币相对应的商品总量或实物经济。其实,这种分类法只是从现象上看待证券、货币和商品的三角关系,并没有揭示证券的真正内涵和属性。我们知道,货币的定义是“固定地充当一般等价物的特殊商品”。纸币脱离黄金后,货币是否仍属于特殊商品,还有待进一步讨论,但货币的本质职能是“一般等价物”的论点无论在金本位时期,还是当今纸币时代都没有争议。货币具有价值尺度职能和流通手段职能使货币与普通商品具有根本区别。在流通过程中,如果以货币本身作为交易对象,那么就不存在通常的所有权变动规律。人们可以说买卖多少数量的商品,但无法说买卖多少元货币,只能讲借贷多少元货币。货币不断从贷方向借方流动,但其所有权永远属于贷方。这种流通关系本质上是一种债权关系。而普通商品作为交易对象流通时,当甲方通过货币媒介物把商品交给乙方时,商品所有权跟随转移。所以说,普通商品在不同经济主体之间的流通是一种买卖关系。货币与普通商品在流通方式上的差别由货币等价物属性决定。普通商品可以借助货币单位,使其所有者持有的价值量不变,而改变商品的物理形态,以实现所有权的转移。但是,货币在不同经济主体之间转移时,对其所有者来说,其拥有的价值量和物理形态仍然是货币,这就决定了货币买卖本质上是一种借贷关系,货币市场本质上是一种借贷市场。那么,各类证券从属性角度看,应当归类于货币还是普通商品呢?显然,关键点要看证券是否具有货币的根本属性即一般等价物或价值尺度职能。在商品流通过程中,人们不能用证券来计价,如某商品值多少债券或多少股票。证券本身不具有价值尺度或等价物职能,所以,普通商品价值向证券数量的转形必须经过货币媒介物,这与普通商品之间的流通完全一样。由此来看,证券只能归类于普通商品的属性,其流通方式与普通商品一样:其一,各类证券在市场上的买卖价格与普通商品一样,以单位货币量来表示,如某股票市价 $\times\times$ 元;其二,以证券作为交易对象时,就是买卖证券。尽管居民购买债券时,构成了对企业或政府的债权关系,但债券在市场流通时,完全可以像商品一样进行买

卖。可见，从市场流通看，证券应看作商品的同类。证券、货币和商品的三角关系应当是：



在现代商品经济中，由证券、货币、商品三大因素决定的市场结构可分为证券市场、货币市场及商品市场。商品市场的内涵比较明确，它主要指一切劳动产品和劳务市场。货币市场和证券市场的内涵则相对模糊。通常，人们把货币市场和证券市场统称为金融市场，但对金融市场的具体分类又采取两种方法。其一，按照资金融通期限的长短分为货币市场和资本市场。货币市场主要指一年期以内的短期资金市场，它包括银行之间的资金拆放、商业票据的贴现、短期债券的买卖等等。资本市场主要指一年以上的长期债务、资金市场，如股票、长期债券市场等。其二，根据金融工具的类型来划分，其基本类型可概括为两大类，即货币与证券。因此，金融市场可分为货币市场与证券市场。此处货币市场除了货币资金的借贷市场外，也包括外币、黄金、货币票据等市场，但不包括短期债券市场。此处证券市场除了长期债券、股票市场外，也包括一年期以内的短期债券市场。为了揭示证券市场特殊的运行机理及证券市场与货币市场的相互关系，本文采用第二种分类法。因为，第一种分类法所指的货币市场或资本市场，其内涵都包括了证券和货币资金的内容。所以，我们无法从属性角度确立证券市场与货币市场的界限，并以此进行对比和专门分析。由上述可见，证券是一种特殊商品，证券市场是指证券商品的供求关系。由于证券买卖需要借助货币媒介物，吸纳相应的货币数量，所以，必须结合货币市场来研究证券市场。

## 二、证券商品对货币资金的吸纳机制

证券商品流通需要货币媒介物的特性决定了证券市场像普通商品市场一样需要吸纳相应的货币资金。在证券数量既定的前提下，证券商品的供求是否均衡取决于货币市场上的资金流向证券市场的适度规模。如果货币市场上的资金过度流向证券市场，那就会造成证券商品供不应求、证券价格上涨的局面，反之证券价格又会下跌。货币市场上的资金流向证券市场的规模一方面取决于证券市场对货币资金的需求机制，另一方面取决于货币市场资金对证券市场的供给机制。笔者认为，证券市场对货币量的需求规模和货币市场对证券市场的资金供给有其特殊性，它们缺乏自动调节、自我平衡的机制，经常需要政府和中央银行采取强有力的调控手段，使其恢复均衡。

先看证券市场对货币数量的需求机制。证券市场对货币数量的需求主要取决于证券存量和证券收益。显然，这两大因素对货币量需求都是正向关系。其中，证券存量对货币数量的需求规模相对稳定。就是说，随着证券余额的扩大，证券交易需要的货币数量相应增多。但是，证券收益对货币量需求关系极不稳定。这种不稳定性造成了证券市场对货币量需求具有

大进大出的特性。在普通商品市场上，商品流通吸引的货币资金与商品数量及价格水平有相对稳定的比例关系。人们常用数量公式来表示这种比例关系。如马克思的流通中货币必需量决定规律、费雪的交易方程式 $M \cdot V = Y \cdot P$ （ $M$  = 货币量； $V$  = 货币流通速度； $Y$  = 商品劳务总量； $P$  = 价格水平）。这些公式或货币需求函数的理论出发点暂且不论，但都有如下的含义，即商品劳务市场上吸纳的货币数量与商品流通量、价格的变动有某种程度的比例关系。然而，在证券市场上，这种相对稳定的比例关系因证券收益的波动性经常遭到破坏。证券商品收益率不确定，特别是股票，其收益率因时而异。社会投资者只能对收益率作一定的预测，无法事先掌握或控制其收益率。波动性的收益率助长了投机心理，在证券商品收益率普遍看好的情况下，社会各阶层投资者纷纷涌入证券市场，一定的证券数量特别是股票面值会成倍地吸引货币市场上的资金。可是，一碰到不利于提高证券商品收益率的信息，证券投资前景黯淡，风险意识增强时，大量资金又会迅速从证券市场抽走，流回货币市场或其它领域。证券市场对货币量需求的不稳定特性提醒我们，要使证券市场健康稳定发展，由中央人民银行调控的货币资金对证券市场的供给机制必须具有某种强制性的功能。即当证券市场狂热，证券价格过高，货币需求量过大，有可能扰乱宏观经济稳定时，货币市场对证券市场的资金供给应当强制性减少，从而使证券商品供求相对平衡，价格相对稳定。同样，当股市崩溃，资金被大量抽走时，货币市场对证券市场的资金供给又应当有某种稳定性。

再看货币市场对证券市场的资金供给是否具有强制性和稳定性机制。在西方国家，居民和企业购买证券的资金相当一部分来源于银行贷款。所以，西方国家货币资金对证券市场供给的决定因素主要是：商业银行对居民、企业购买证券的贷款规模；居民收入水平和企业流动资金状况；利率水平因素。在我国，无论企业和居民都不能直接从银行贷款获得购买证券的资金。各类证券的购买者主要是居民。企、事业单位虽然也购买一部分，但政府对其购买资金有严格的限制。如企业不可以用有限的流动资金进行股票投资，公用事业单位不能用财政拨款资金购买债券等等。居民购买证券的资金主要取决于收入水平和储蓄以及个人投资意向。收入水平是相对稳定的常量，撇开其它因素，收入水平愈高，居民用于购买证券的资金相应增多，这是正比例关系。在收入水平既定的前提下，居民用于购买证券的资金主要取决于储蓄与购买证券的比较收益。这种比较收益可以由利率水平来调节。当银行调高存款利率时，居民购买证券的收益相对下降，储蓄意向加强，用于购买证券的资金相应减少。所以说，我国货币资金对证券市场的供给主要由居民收入水平和利率水平两大因素决定。利率水平不仅调节着居民对证券市场的资金供给，而且调节着证券市场对货币资金的需求规模，因为利率波动间接影响证券的收益率。所以，在证券数量和居民收入水平相对稳定的情况下，证券市场上的货币资金供求主要由利率杠杆来调节。然而，世界各国证券市场实践表明，利率杠杆对证券市场的调控力度特别弱化，有其明显的局限性。在许多情况下，政府和中央银行不得不借助利率以外的其它手段，来促使货币资金的供给保持均衡。譬如，当股票收益上涨、前景看好、居民投资意识加强时，中央银行即使调高存款利率，也不一定能阻止居民把过量的资金投入股票市场。同样，当股票市场因突发事变影响而动摇投资者信心时，任凭中央银行降低利率，也无法阻止居民从证券市场抽走资金，致使股市大量出血。在这种情况下，为了使证券市场相对稳定地发展，政府和中央银行往往采取利率以外的其它手段。如美国联邦储备委员会鉴于30年代证券市场崩溃的教训，于1934年颁布了两项银行向证券购买者提供贷款的规则，即“规则T和规则U”，严格规定和提高了银行向证券购买者提供贷款的

“保证金比率”。根据此项规则，联邦银行认为商业银行信用资金过度流向股票市场时，则将“保证金比率”予以提高，强制减少银行向证券商提供的贷款规模。反之，则降低“保证金比率”，促使更多的货币资金流向证券市场。另外，政府和中央银行还可以采取限制股票价格的波动幅度（涨、跌停板），加重或减免股票、债券收益的税收，禁止银行业对证券业的大规模渗透等方法来促使货币市场对证券市场资金供给保持大体均衡。上述表明，证券市场吸纳货币资金的机制有其特殊性，这种特殊性决定了仅用利率手段来调控是不够的。如果说，在普通商品市场上，“看不见的手”可以自发调节商品生产和流通，并使商品供求趋向均衡还有某些成功之处，那么，在证券市场上完全依靠“看不见的手”来调节，无论在西方国家还是我国都还谈不上成功经验。要使证券商品供求大体均衡、证券市场相对稳定发展，政府和中央银行就必须采用利率杠杆和其它经济、行政手段相结合的调控体制。

### 三、证券市场与货币供求关系

证券商品和证券市场的存在必然使整个货币供求关系出现新的特征。首先，宏观货币需求量函数发生了相应变化。在没有证券市场的经济条件下，社会对货币量需求取决于商品数量及价格水平，其公式可以概括为：

$$\text{一定时期内流通中所需货币量} = \frac{\text{商品（劳务）总量} \times \text{价格水平}}{\text{同一货币单位流通速度（次数）}}$$

证券市场产生后，其公式应当作如下变化：

$$\text{一定时期内流通中所需货币量} = \frac{\text{商品（劳务）价格总额} + \text{证券市场总额}}{\text{同一货币单位流通速度（次数）}}$$

就是说，证券市场产生后，社会流通中必需的货币量相应增多。认识这一点，有利于我们把握证券市场开放以来我国货币需求数量的新变化。传统中央集权型经济时期，人们根据我国货币流通量与待售商品总量的比例关系，以1949年后历年商品市场供求状况及价格水平的传统经验，测算并得出了市场上的货币流通量与商品总量应当保持1：8比例的结论，即认为商品流通量如果低于此比例，商品供应就紧张，价格就不稳。10年改革以来，我国流通中货币量增长幅度远远高于商品流通量增长幅度。两者的比例已从传统经济时期1：8下降到目前1：4左右的水平。但是，市场上商品供求并没有出现原来担忧的紧张局面。这里，除了经济商品化需要吸收相应货币数量等因素外，证券数量的大量增长也是不可忽视的重要因素。截至1990年底，我国各类证券发行总量已达2619亿元，证券余额为1753亿元，其市价就更高。另外，证券流通市场也迅速发展，仅1990年，证券成交量就达135亿元。证券发行规模逐年扩大吸纳了相应的货币数量，部分缓解了货币量过多的矛盾，使商品总量供求趋向均衡。

货币需求函数变动暗示我们，在决定我国货币供给增长幅度时，应当加进证券数量的增长因素。不少文章在论述我国货币供应率适度公式时，除了考虑经济商品化等非定量因素外，就以产值增长率和物价变动率为基本参照因素。其公式可概括为：

$$\frac{\Delta M}{M} = \frac{\Delta Y}{Y} + \frac{\Delta P}{P} - \frac{\Delta V}{V} \left( \frac{\Delta M}{M} = \text{货币增长率}; \frac{\Delta Y}{Y} = \text{产值增长率}; \frac{\Delta P}{P} = \text{物价变动率}; \frac{\Delta V}{V} = \text{货币流通速度变动率} \right)$$

根据前述，这种公式忽视了证券市场及规模对货币量的需求机制。在适度货币供应量增长率的公式中，应当把证券数量的增长幅度作为重要的可定

参照因素。如果以 $G$  = 证券数量,那么,我国的货币供给增长幅度公式应当是:

$$\frac{\Delta M}{M} = \frac{\Delta Y}{Y} + \frac{\Delta P}{P} + \frac{\Delta G}{G} - \frac{\Delta V}{V}$$

上述我们分析了证券市场的存在对宏观货币供求关系的影响。在经济运行过程中,由中央银行调控的货币供求关系及货币市场根据经济形势而时常波动,这种波动又反过来作用于证券市场。从各国实践经验看,货币市场波动对证券市场的影响比较复杂。无论紧缩型货币政策还是扩张型货币政策,对证券市场的影响都有双重性,而且,长短期效应不尽相同。当中央银行实行扩张型货币政策,从而使货币市场资金膨胀时,在初期阶段,由于物价上涨,企业帐面收益增多,证券收益看好,社会对证券商品的需求量相应扩大,证券价格特别是股票价格会上涨,证券市场会呈繁荣景象。但是,如果通货膨胀持续下去,并引发高通货膨胀率时,证券市场又会受到相反的影响。因为,持续的高通胀率一方面使证券投资的实际收益下降,另一方面又会拉动利率的回升,使证券投资的比较收益也跟随下降。这样,经过一段时间的持续,通货膨胀对证券市场的影响就会走向反面。同样,紧缩型货币政策对证券市场的影响也是因时而异。初期阶段时,在货币市场资金供应减少和高利率的双重压力下,购买证券的投资者大幅度减少,证券行情一落千丈。然而,当紧缩型货币政策发挥效应,市场物价回落,需求降温导致利率有所下降,经济稳定使证券投资的实际收益开始增长时,股价指数就会止跌趋升,证券市场就会重新兴旺。由上述可见,证券市场与货币市场互相联系,互相作用。我们既可以通过调控货币市场上的资金来影响证券市场的发展,又可以通过发展证券市场来改变货币需求和供给的关系。

#### 四、证券数量增长与货币市场均衡

以上我们分析的是证券数量为一定的前提下,证券市场上的货币资金供求特征及与整个货币市场的相互关系。在改革进程中,我国证券数量随生产力发展和改革进程逐年增加。有人担忧,证券发行规模愈大,吸纳的货币资金愈多,居民用于储蓄的资金相应减少,由此会影响银行信贷资金平衡即货币市场的均衡。笔者认为,证券数量增长与货币市场失衡之间并没有必然联系。如果基础条件不具备,硬性规定企业多发股票、债券,盲目扩大证券发行数量,确实会使货币市场资金过度流向证券市场,从而导致货币市场自身失衡。但是,如果我们遵循证券市场成长发育的内在规律,从国情出发,把握我国证券数量增长的合理界限,证券数量的增长就不会引致货币市场的失衡。

首先,当经济主体确实存在对资金的合理需求,而银行信贷又不能及时全部解决,由此引发的证券发行量扩大,不会导致信贷资金、货币市场的失衡。我们先看国库券的发行及规模。改革开放以来,中央政府为了启动价格体制、企业、地方体制的改革,推动了一系列“还帐”的让利措施,以提高居民生活水平和增强企业活力及地方政府的权限。这些措施使国民收入分配格局偏向于企业、个人,中央政府财政收入相对减少,但中央政府财政支出及各方面负担并没有减少。这种状况当然需要改变,但在问题解决之前,政府通过发行国库券来弥补赤字,由此引发的证券数量扩大对银行信贷资金、货币市场的均衡并没有实质性的影响。从现象上来看,居民购买国库券,会提取相应数量的存款,使银行资金来源减少一部分,撇开其它因素,银行资金运用就多了一个缺口。但是,从宏观资金运行全过程来看,这个缺口的存在与证券数量增加没有内在联系。因为,政府如果不通过发行国库券来弥补赤

字，那么政府就必须向银行透支或借款来弥补。政府收支不平衡，客观上产生了对资金的必要需求。向银行透支或借款方式虽然没有减少居民在银行的存款，也就是相对增加了银行部门的资金来源，但是银行部门在资金运用方面却增加了向政府透支、借款的运用项目。显然，从宏观资金运行结果看，政府部门不论采取发行国库券方法还是向银行透支方法，对银行信贷资金平衡来讲都没有实质性影响。

与此类同，在目前企业资金结构条件下，扩大企业债券、股票市场，同样不会影响银行部门信贷资金的总体平衡。因为，企业生产资金来源无非四条渠道，即：财政拨款、银行借贷、自我补充和证券集资。其中，财政拨款从1984年企业流动资金体制改革后基本停止；另外，1984年以来，企业成本大幅度上升，税率负担过重，大部分企业不可能自我补充大量资金投入再生产。在这种情况下，企业生产资金特别是短期资金来源只能依靠银行贷款或证券集资。企业发行债券、股票当然要吸纳一部分银行存款。但要看到，如果不让一部分企业发行债券、股票集资，那么银行就有义不容辞的责任来满足这些企业的资金需求。目前，政府主管部门对企业发行债券、股票的必要性、偿还能力、所用项目都要进行严格的检查。这种检查表明能够发行证券的企业对资金的需求是正当的。换言之，如果没有证券集资的资金来源，银行贷款就必须满足这些企业的资金需求。否则，企业正常生产和投资活动，经济发展速度等都要受到影响。可见，企业发行债券、股票吸收的存款量与银行应当对这些企业贷款数量的减少在总体上是对称的。所以说，企业债券、股票的发行对银行部门资金平衡没有实质性影响。如果此时银行部门资金失衡，那么原因不在于企业发行证券，而在于社会各经济主体对资金的需求及运用超过了银行部门在既定商品、劳务总量的基础上所能提供的货币资金。各类证券只是融通资金的工具，这类工具的增多会改变各经济主体资金来源、运用结构，但不能决定各经济主体对资金的需求和运用量。要想保持货币市场的均衡，关键在于理顺各经济主体对货币资金的需求运用机制，并防止各经济主体超出对资金的实际合理需求而滥发证券的行为。

其次，在社会游资或流通中现金逐年大幅度增加的基础条件下，扩大证券发行量对储蓄存款的冲击极其有限，不至于影响货币市场的均衡。前文讲到我国流入证券市场的资金来源主要是居民收入水平的提高。在居民收入支出过程中，收入水平提高一方面使居民储蓄存款大量增加，另一方面又使居民手持现金或社会游资相应增多。近年来，我国居民存款总额已近8000亿元，同时流通中现金也达到了2000亿元左右。由居民掌握的社会游资占其金融资产相当比重的现实表明，证券数量的增多，首当其冲吸纳的是社会游资、流通中现金。因为，存款有利息，尤其是长期存款利率更高。当居民购买证券时，首先要用的必然是存款之外的现金，只有在现金不足的情况下，才动用一部分存款。所以，我们可以把居民购买证券的资金来源划分为依次递进的三个等级，最低级也就是最容易被证券吸纳的是现金部分，其次是活期存款，再次是定期存款。当股票价格看涨，债券收益率偏高时，居民用于购买股票、债券的资金相应增多，但出于安全、保险性动机的考虑，居民不可能把全部存款取出来投入证券市场，其银行存款总会保持与应付家庭重大支出事件（结婚、生、老、病、死）相适应的数额。我国证券市场自1981年重新开放以来，居民存款仍以年均20%以上的速度递增说明，证券市场虽然吸纳了货币市场上的大量资金，但资金来源结构以社会游资为主，银行存款并没有受到证券数量扩大的冲击。而且，从我国目前流通中现金数量看，货币市场对证券市场还有较大的容纳空间，发展证券市场对货币市场均衡还不会产生大的影响。

还有，证券数量增加与居民个人投资意识增强相适应时，不仅不会冲击货币市场均衡，而且会优化居民个人投资结构。在居民个人投资意识淡薄的情况下，居民金融资产主要划分为现金和存款两大类。存款虽然有获取利息的动机，但主要还是为了保值和长远消费性需求。此时证券数量扩大吸纳的资金，虽然遵循先吸纳现金、再吸纳存款的规律，但结果总要吸掉一部分存款。与此不同，居民个人意识增强时，其金融资产会逐渐分为三大类，即现金、存款和个人投资资金。因为，居民收入水平提高、金融资产增加时，必然追求资金的最佳效益，产生资金的增殖动机，这种动机仅有银行利息已经不能满足。越来越多的先富家庭在银行存款达到一定水平后，逐渐把精力转向个人投资方面。由此，居民个人投资资金愈来愈相对独立化，居民金融资产中逐渐分离出一部分个人投资资金。在我国，个人投资资金有两大用途：一是做生意、办私营企业或个体户，这条渠道可称为实物投资；二是近年来逐渐兴起的证券投资渠道。这两条渠道的资金可以互相融通。我们常见，个体户赚了钱后去证券公司买股票、债券；又有人从股票、债券投资中赚了钱去做个体生意等等。这种现象表明，证券数量的扩大，只是使居民个人投资结构向证券市场偏斜，相对减少了居民个人实物投资资金，对居民储蓄存款并没有大的影响。很显然，如果没有证券数量的扩大，这部分资金也不会进入银行储蓄，它只会相对增多居民的实物投资资金。

综上所述，只要我们根据经济发展的客观需要，在居民收入水平提高、社会游资增多、居民投资意识增强的基础上，相对扩大证券发行数量，就不会导致货币市场失衡的消极后果。从我国证券数量特别是股票市值来看，目前的情况是证券数量相对于经济发展需求和货币市场的规模明显不足，所以，扩大企业股份制改革，大力发展证券市场，不会影响我国货币市场的稳定与发展。



（上接第62页）

到户、到厂、到站、到村上门吸储，有效地组织闲散资金。要延长营业时间，实行“全天候”营业。同时，要经常开展优质服务竞赛活动，并要把责任心强、技术水平高、服务态度好的业务骨干调配到储蓄业务第一道临柜把关。并且要改单一的营业部服务为分散设点服务和增加固定与流动服务网点。

（2）增加储蓄业务种类，不断推出受群众欢迎的新储种，改常规储种为多项储种，针对目前储蓄种类和利率的变化，正确指导储户选择存款种类和确定存款期限。

（3）采用电脑设备办理储蓄业务，使存、取款的时间缩短，且计息准确，凭证清晰，提高工作效率。如某信用社自成功地使用3M—290多用户

电脑储蓄系统后，将原来人工每天处理300多笔结帐业务需30分钟时间缩短为30秒钟；人工办理一笔储蓄业务需5～6分钟现缩短为10多秒钟，而且无一分钱差错，使用两个多月来，储蓄余额比使用多用户电脑系统前净增133万元，为全省（县级市）农行储蓄所之首。

（4）储蓄机构的承包责任制，应当把加强服务放到中心位置上来。在实行承包责任制中，只讲增长指标，不以服务为起点，就会使“承包”和同业竞争走向歧途。

此外，还要花大力气提高内部管理水平和储蓄所职工的业务技术水平，开展岗位练兵竞赛和学技术活动。