

□ 胡维熊

对上海发展货币市场的思考

几年来,上海金融市场发展迅速,这对上海乃至全国经济的快速稳定增长起到了积极的推动作用。但人们已看到,作为金融市场体系中最基本组成部分的货币市场发展已明显滞后,这将在一定程度上制约金融市场以及经济的进一步发展,尤其对上海金融中心的建立带来不利的影响。因此,要尽快改变金融市场结构失衡现象,当前应优先发展和规范货币市场。本文拟对上海加快发展货币市场的必要性,目前已具备的条件以及存在的问题和对策作一探讨。

一、搞好货币市场是建立金融中心的基点

货币市场是指期限在1年以下的短期资金融通市场,由一些相互联系的子市场即同业拆借市场、票据市场、短期债券市场和短期借贷市场所构成。上海货币市场经过多年的培育,已得到一定程度的发展,但上海要成为全国金融中心乃至构建国际上有影响的金融市场,无论是从货币市场目前的规模,还是从市场一体化的水平来看,都还相距甚远。因此,如何充分认识货币市场在金融市场体系中的地位以及在经济发展中的作用,这具有重要的意义。

首先,货币市场是建立金融市场体系的核心。金融市场体系是由许多不同市场层次所构成的复杂的综合体,一般可分为货币市场、资本市场、外汇市场和黄金市场等。作为金融中心,无疑要有一个健全的金融市场体系,而金融市场体系的建立离不开一个统一规范的货币市场。从货币市场与资本市场的关系来看,前者是后者的前提和条件,只有当货币市场发展到一定程度之后资本市场才能有长足的发展,西方发达国家的金融发展基本反映了这一过程。上海金融市场发展因受到各种因素的影响,形成了资本市场发展过快,货币市场发展不足的现象,这一格局不可避免地带来一定程度的负面效应。如短期资金无法正常流通,中央银行间接调控的乏力,银企制度改革的步履维艰等,都与货币市场发育不良有密切的关系。因此,不论是从金融市场演进的一般规律,还是从经济发展的实际需要来看,货币市场在金融体系中居有核心地位。

其次,货币市场是中央银行间接调控的物质基础。作为金融中心的一个重要特征是,中央银行能通过政策工具的操作对市场进行间接调控,这也是金融市场得以健康运行的保证。中央银行主要是通过变动再贴现率和公开市场业务的操作对市场进行干预的,这需要有一个规范高效的货币市场。若没有票据市场,商业银行就不能办理票据贴现业务,也谈不上办理票据的再贴现,中央银行就无法通过再贴现率来调控市场利率水平。同样,若没有短期债券市场,商业银行短期资金就没有合适的投资场所,中央银行也就不能通过对债券的吞吐来实现对社会货币供应量的调节。我国中央银行要从直接调控向间接调控转化,发展货币市场已势在必行。

最后,金融中心的建立客观上要有一个发达的货币市场。金融中心是指一个高度集中、发

达的金融市场,其资金流动的显著特点是短期资金的流动量大、流动性强以及融资工具的多样化。在西方发达国家的金融市场中,货币市场是一个最为活跃的市场,如伦敦金融市场以经营短期资金著称,其银行同业拆借利率是制定国际贷款利率的基础。再如美国的货币市场,其银行同业拆借利率是国家制定货币政策的主要依据。上海在融资体制改革中,应充分利用自己的优势,把发展货币市场作为建立金融中心的突破口,积极吸引国内外资金的流入,提高资金的使用和运转效率,把上海建成短期金融业务和活动的集中地以及货币资金的吞吐中心,并向周边省市乃至全国辐射,只有这样,才能确立上海作为全国金融中心的地位。

二、上海发展货币市场已具备的条件

构建一个规范高效的货币市场是一个系统工程,需要创造条件加以培育。从客观要求来看,经济货币化要有一定程度的发展,利率机制比较完善,各子市场的发展有一定的规模,总之,金融市场发育比较成熟。同时,也要求市场的主客体比较健全,建有商业银行风险管理制度和金融监管制度,建有较健全的支付、清算和结算体系等。从上海目前所处的经济地位及金融市场发育程度来看,已具有较好的条件和某种优势,这表现在以下几个方面。

1. 各子市场已有不同程度的发展。一是同业拆借市场已初具规模。同业拆借是银行及金融机构相互融通短期资金的一种形式,这是货币市场的重要组成部分。上海同业拆借市场起步较早,前期因各种因素的制约而进展缓慢。90年代起,自中央银行对拆借主体、期限以及拆借资金用途等作了具体规定后,上海拆借市场有了迅速的发展。据统计,1994年上海同业拆借市场累计拆借资金2100亿元,1995年上半年累计拆借资金为1796亿元,成为全国同业拆借总额最多的地区,其影响已覆盖全国大部分省市,为调剂资金余缺发挥了重要作用。今年全国统一的同业拆借市场正式开通并进行了试运行,这对上海货币市场的发展将是一个有力的推动。二是票据市场正逐渐扩大。票据贴现是银行或贴现公司对工商企业进行资金融通的一种方式,这反映一国的信用发达程度及经济管理水平。随着商业信用的日益规范以及票据法的实施,上海贴现市场得到了不断的发展。1992年贴现发生额为170亿元,1994年达到317亿元,增长了80%,这为中央银行再贴现工具的操作和利率的市场化创造了有利条件。三是国债市场也有了一定规模。国债市场的建立改变了国债必须到期兑付还本付息的变现模式,使国债成为一种可上市流通的金融工具。1994年以来随着国债现货和回购交易的开展,交易量日趋上升。今年已陆续推出短期国债,这为中央银行公开市场业务的开展打下了基础。

2. 资本市场发展迅速。资本市场是以中长期投资为基本特征的金融市场。由于金融创新及证券化的趋势,大量资金已由银行信贷向证券市场聚集。上海证券市场近几年来已发展成为企业及政府筹资和社会公众投资的一个重要场所,有价证券的交易量逐年上升。据上海证交所统计,1991年上市品种仅52个,年成交额为54亿元,到1995年6月,上市品种已达286个,仅上半年的成交额就达52757亿元。资本市场和货币市场同为金融市场体系中的主导性市场,二者关系密切,资本市场的发展为货币市场发育创造了条件。

3. 逐步确立了全国外汇交易中心的地位。短期外汇资金融通是货币市场的一个重要组成部分。我国结售汇制改革后,中央银行在外汇市场上将要大量吞吐基础货币,外汇市场发展无疑有利于货币市场的构建。1994年,中央银行将中国外汇交易中心定在上海,并于同年4月正式开始运作。该中心通过与全国23个大中城市的联网,初步建立了国内的外汇市场。从正式运作到1995年6月,交易额已达733亿美元。上海已成为人民币汇率的生成地,为短期外汇资

金流动提供了良好的基础。

4. 金融业规模不断扩张。作为货币市场的主要参与者,银行和金融机构的数量和规模是货币市场繁荣和发展的前提。近年来,上海基本实现了金融机构的多元化。截至1995年6月,中资银行与非银行金融机构、外资银行与非银行金融机构以及中外资金融分支机构的总数达到2703家,其中中资银行类567家,中资非银行类1168家,外资类139家。据统计,世界50家大银行中已有80%落户上海。上海已成为全国外资金融机构数量最多、种类最全的一个城市。

5. 银行体制改革已初见成效。银行推行资产负债比例管理和风险管理要求有一个发育良好的货币市场,同时这也是货币市场规范运作的必要条件。近年来,上海各专业银行加强内部管理,重视信贷资产质量,实行贷款限额下的资产负债比例和风险管理,增强了自我约束机制和风险防范机制。现有商业银行实行了以资产负债比例管理为基础的经营方式,初步建立了按国际惯例经营的商业银行体系。

除以上这些条件外,今年起中央银行对恢复和发展上海金融中心功能还给予了很多政策考虑,如市场准入优先;支持金融市场在上海的发展;鼓励上海银行业实施区域辐射;创造小区域的金融立法环境;鼓励外资及国内的金融机构在上海设立总部和分支机构等。这些政策的实施对上海货币市场的发展是十分有利的。

三、问题与对策

虽然上海的货币市场已有了一定的规模,但就总体而言,还存在明显不足,这表现在以下几个方面。

1. 市场发育不健全。目前除了银行同业拆借市场比较活跃而外,其他子市场的作用还很微弱,整体结构表现失衡。从票据市场来看,短期票据的发行、转让、贴现、再贴现受到各种因素的制约,一直处于较低的水平。据有关统计,金融机构之间的短期资金融通90%以上是以拆借方式进行的,票据、短期证券的运作不到10%。金融机构与企业之间的短期资金融通主要还是靠传统的存贷款业务来进行,工商企业可以说还未真正进入货币市场。尽管近年来加快了市场工具的开发,如大额可转让存单、短期融资券、银行承兑汇票等,但进展缓慢。票据市场是以商品劳务的实际交易为基础的短期融资市场,构建一个有规模、有效率的票据市场是健全货币市场的一项基础工程。笔者认为,上海可以票据市场为契机来促进整个货币市场的发展,主要措施是:(1)推行信用票据化,尽快使工商企业进入票据市场融资,扩大融资主体的交易量。同时大力开展票据承兑和贴现业务,为票据融资营造一个良好的环境。(2)促进票据关系的多元化,充分发挥票据这一信用工具的灵活、安全和低成本特点,逐渐使票据市场具有价格的发现功能。(3)增强中央银行的调控力度,在信贷规模总量中可以单独安排一定比例用于贴现放款,通过以再贴现方式提供短期流动资金,使再贴现率成为一种价格的指导信号。

短期债券市场的现状是:国债品种单一,期限档次少,一般为3至5年,虽然短期国债最近已开始发行,但所占比例很小;债券交易规模不大,市场主体的持有量小且参与市场不充分,交易价格的市场化很低;中央银行还未参与,不能通过国债买卖影响商业银行的资金头寸来调节市场的资金供求。为建立和健全短期债券市场,当前应该:(1)扩大短期国债的发行规模,并在发行方式、期限、利率等方面加以改进,使其适合市场发展的需要,为今年我国推行公开市场业务操作创造必要的条件。(2)对地方政府和重点企业,可以考虑发行短期债券来弥补政府的财政收支和企业资金不足的缺口,丰富债券品种,发挥短期金融工具的市场作用。(3)建立一个规

范活跃的国债二级市场,增强商业银行金融资产的流动性,扩大市场的交易量。

2. 市场运作不规范。货币市场的规范化运行需要有相应的法规及有效的管理,这是市场健康发展的基本保障。但目前货币市场运行还缺乏一套完善的法规体系和市场管理体系。从同业拆借市场来看,其发展经历了曲折的过程,1988年和1992年出现的两次混乱局面与市场缺乏规范和严格监督管理有直接关系。拆借市场应以解决各金融机构票据清算头寸不足和调剂临时性资金余缺为目的,对此中央银行也有明确规定,如用于票据清算的拆借不得超过7天,用于临时性周转资金需要的期限最长不得超过4个月,对期限长的拆借要有商业票据作为抵押。但在实际操作中却产生很大的偏离,大多数金融机构拆出资金期限过长,而拆入资金不是为了弥补头寸不足,却用于解决信贷资金的缺口,造成短期资金长期占用。更有一些非银行金融机构将拆入资金用于房地产开发、购买股票债券等,严重违反国家的有关规定。另外,在资金的拆多拆少、利率高低等方面随意性很大,市场的可控性差,中央银行很难加以监管并及时地制止违规行为。对此,一要尽快完善金融立法,加强执法力度,为改变事后监管的被动局面,应建立一种有效的自我约束和违规防范机制。二要实行有抵押原则,减少信用放款。对非银行金融机构参与同业拆借市场,应在期限、投向、资金来源等方面采取严格的管理。三要中央银行在监管拆借市场的同时,可适度介入市场的运作,发挥中央银行宏观调控的作用。

在票据市场,同样也存在不规范的问题。有关统计表明,大部分的商业信用是以挂帐的方式提供的,没有法律约束。若银根紧缩,必然形成三角债,造成资金市场的混乱。再由于没有专门的机构管理票据的流通和转让,压单压票现象严重,以至票据丧失了流动性和安全性。为规范票据市场,首先,要健全商业票据的发行制度,对票据发行加强审核评定,严格市场准入。其次,设立专门机构,使票据业务专业化。对银行的承兑、贴现和再贴现,要建立一套规范的操作程序,减少商业银行的信用放款。再次,增强企业约束机制,将企业之间的信用关系纳入规范化的轨道,使票据流通有法律保障。

3. 货币市场不统一。货币市场是一个由各子市场组成的综合性市场,通过市场参与者对各种短期金融商品的买卖而将各子市场紧密地联系在一起。市场一体化水平体现了货币市场的发育程度。根据当前货币市场整体发展情况,一是交易价格市场化程度很低,缺乏内在联系,市场价格不能反映短期资金的实际供求,无法发挥调节交易行为的作用。二是交易品种不丰富,缺乏替代性和互补性,市场分割,资金流动不畅。

为统一货币市场,除了规范健全各子市场外,第一,要促进利率的市场化。利率是资金运动的指示器,反映着经济运行中资金供求的状况,并引导资金的流向。利率作为市场价格,应是在统一的货币市场上形成的均衡价格,它将信号准确地传达给货币市场的参与者,以各种短期金融工具为载体来满足各子市场不同层次的需要,具有竞争性和灵活性,故是维系各子市场有序运作的纽带。因此,货币市场的利率应该是,各种市场工具的利率差距很小,利率水平反映整个货币市场资金供求力量的对比,且随资金供求变化而波动。第二,力求市场工具的多样化。短期金融工具是货币市场的交易对象,为使融资活动能够顺畅地进行,应有充足多样的融资工具和多种融资渠道满足市场的需要,只有这样,才能使各子市场之间得到衔接,使货币市场成为一个有机的整体。优良的短期金融工具应该是,能为资金供求者提供流动性的便利,有相当的安全性和盈利性。第三,中央银行的宏观调控能够强化货币市场一体化的运作机能。这是因为,中央银行是货币市场资金供求的调节者,根据资金供求变化,可制定灵活的货币政策,协调各子市场之间的关系,从而促进市场的统一。