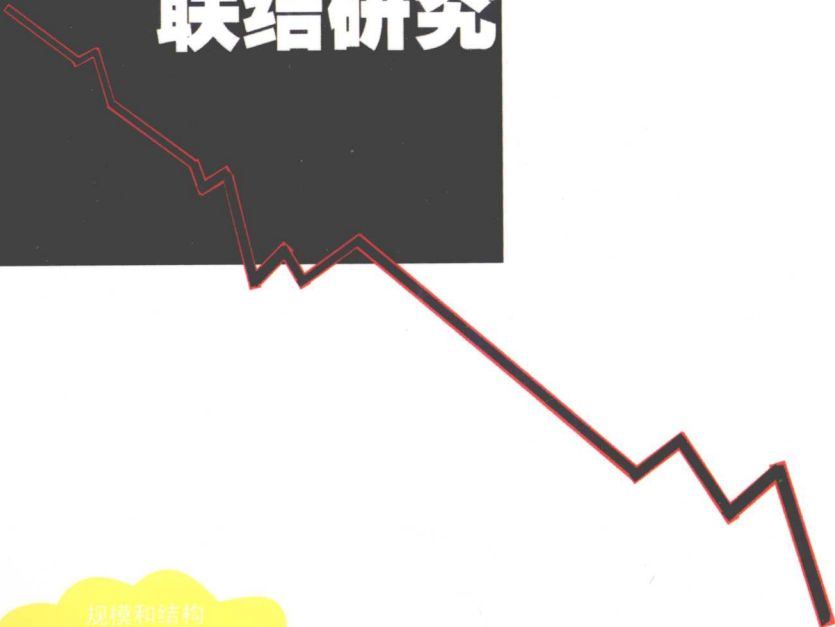


Study on the Linkage between China's  
Monetary Market and Capital Market

◆ 喻鑫 著

# 我国货币市场与资本市场

## 的 联结研究



规模和结构  
两种角度研究货币市场  
与资本市场间的  
复杂关系

新华出版社

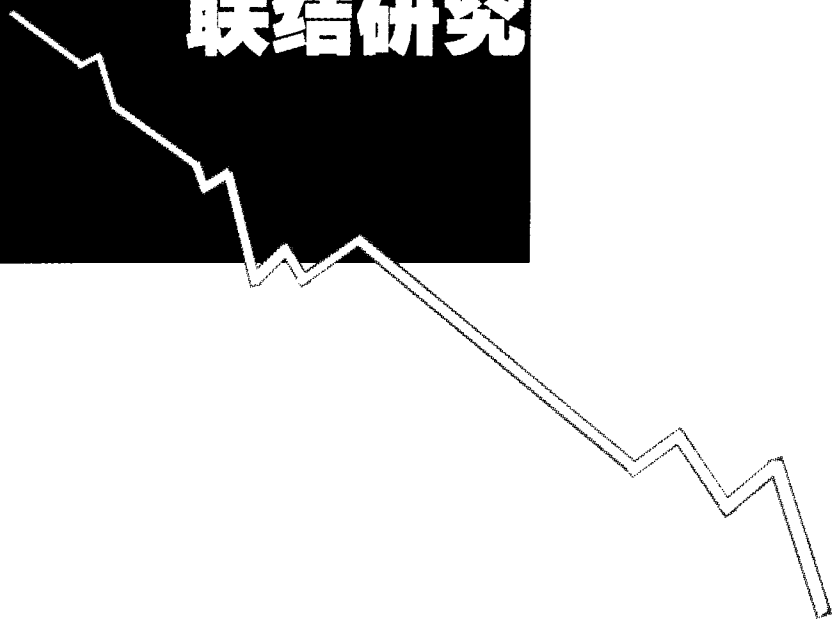
Study on the Linkage between China's  
Monetary Market and Capital Market

◆ 喻鑫 著

# 我国货币市场与资本市场

的

**联结研究**



新华出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

我国货币市场与资本市场的联结研究 / 喻鑫 著

北京: 新华出版社, 2009.9

ISBN 978-7-5011-8911-3

I 我… II 喻… III ①货币市场-研究-中国 ②资本市场-研究-中国

IV F822.2 F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 153232 号

## 我国货币市场与资本市场的联结研究

---

策 划: 李妮娜

责任编辑: 李妮娜

装帧设计: 北京双子山峰文化传媒有限公司

出版发行: 新华出版社

网 址: <http://www.xinhupub.com>

地 址: 北京石景山区京原路 8 号

邮 编: 100040

经 销: 新华书店

印 刷: 北京九州迅驰传媒文化有限公司

开 本: 140mm×210mm 1/32

印 张: 7

字 数: 150 千字

版 次: 2009 年 9 月第一版

印 次: 2009 年 9 月北京第一次印刷

书 号: ISBN 978-7-5011-8911-3

定 价: 20.00 元

---

**温馨提示:** 本社“新华版短信书友会”新书直订发短信至: 13651277005

本社图书策划中心诚征品位畅销选题, 发邮件至 [xhchzx@163.com](mailto:xhchzx@163.com)

---

本社购书热线: (010) 63077122

中国新闻书店电话: (010) 63072012

图书如有印装问题请与出版社联系调换 电话: (010) 63073969

## 摘 要

虽然我国到现在仍实行的是分业经营的金融管理模式，但吸引货币市场资金来支持资本市场发展却一直是理论界和金融界最为关心的一个问题之一。2001年6月以来，在我国经济开始走出通货紧缩，国民经济持续健康快速发展的背景下，证券市场却经历了一次有史以来最大的调整。加上我国长期以来的间接融资占主导地位，在资本市场发展初期的确出现过“重资本市场轻货币市场”的倾向，因而10年前就已经提出来的大力发展货币市场来支持资本市场现在似乎仍是主流观点。金融体制改革进行到今天，我们必须开始从市场之间协调运行的角度来认识我国金融市场发展和规范问题。由于历史起点的差异以及特定时期改革战略重点的不同，这两个市场发育的程度是有所差别的，加上一些政策因素作用，这两个市场之间并没有建立有效的联结。金融市场的统一性和联动性特征要求其各个子市场之间保持一定的联系，我们很难脱离这种联系来谈某一个市场的成熟发展。所谓“货币市场发展严重滞后”这样的问题实质在于货币市场与资本市场关系没有理顺，不能有效联结。因而如何处理好货币市场与资本市场协调发展互相支持的问题，首先应该正确认识两者的联结，而本书所研究的便在于此。

货币市场与资本市场间的关系是很复杂的，本书选择了规模和结构两种研究角度。这里所讲的规模有两个方面的含义：其一是存量规模，即在某一时点上，市场上各种金融工具的货币价值的加总；其二是流量规模，对于金融市场而言，也就是交易量规模，即在一段时间内市场上发生的交易的货币价值的加总。由于存量规模是流量规模的基础，而且存量规模体现出比较稳定的发展阶段特征，本书将以存量规模为主，从这两种规模的角度出发，力图发现市场演进的规律，并通过国际比较，认识目前我国金融市场的发展现状以及进一步完善的突破点。

从结构方面，在金融市场的有机整体中，货币市场与资本市场保持着紧密的联系，这种联结主要通过主体联结、工具联结和制度联结以及这些联结下的资金流动关系体现出来，这是决定两个市场间紧密程度的基本要素。对此主要从两个层面展开：首先，在静态意义上，两个市场的主体和金融工具的组合决定了两个市场联结的微观基础以及在既定的微观基础下的资金流动的动力机制，我们将据此建立一个金融市场联结的理论模型；其次，从动态来看，政府监管政策的变化、金融体系的发展和金融创新等因素会导致市场主体和金融工具的结构变化，从而影响两个市场的联结。因而，对这些因素的考察便构成了我们对两个市场联结结构分析的理论框架，并作实证检验。

在经过大量的数据搜集、整理和分析工作后，本书主要在两个方面形成了自己的特色：一是将戈德史密斯所开创的以参与部门和金融资产为标准分解金融市场存流量的方法应用于货币市场与资本市场分析当中，并从统计分析的角度证明了货币市场存量规模与资本市场存量规模之比存在着一般规律：发达国家的这个比率从长期来看是下降的；发展中国家的这个比率先是上升至某一峰值，然后随着金融深化过程

趋于下降。再结合我国货币—资本比自身的变化以及同其他国家的对比，提出了与主流观点相左的结论：当前我国货币市场的发育并不落后规模上甚至过大，而发展滞后的却是资本市场；二是对我国货币市场与资本市场的连通现状进行动态分析。在样本选取方面，货币市场变量为银行间市场拆借利率、回购利率、货币供应量、货币回笼/投放量、贷款余额、短期贷款余额，资本市场变量为上证 A 股综合指数、深圳 A 股综合指数、银行间债券市场综合指数。通过对两个市场资金和价格连通的相关分析、协整检验、因果检验发现：银行间同业拆借和回购市场与深沪股市的连通程度很低，金融机构贷款与深沪股市的关联性较高，说明灰色渠道甚至高于正当渠道；货币政策对股票市场的影响很小；债券市场收益率与股票市场收益率不相关，两个债券市场利率期限结构割裂，资本市场的两个子市场也严重分割。

关键词：货币市场 资本市场 货币—资本比 联结

## Abstract

Although China's financial markets are managed respectively, to attract funds of monetary market to flow into capital market has been one of the focuses theoretically and practically. China's economy has jumped out of deflation and run soundly since Jun. 2001, yet security market has suffered the biggest adjustment and has still been gloomy. The indirect financing has been taking the leading role in our country and the view of "capital market first, monetary market second" existed since the beginning of development of capital market. So the appeal to attract funds of monetary market to develop capital market has been the mainstream view. We must begin to consider the problems of market development and management from the angle of coordination between two markets after the past financial system reform. Because of the differences of commencement and reform emphasis as well as policies, the extent of upgrowth of the two markets is so different and there is no effective connection between them. The characteristics of oneness and linkage in financial markets require kind of connection between submarkets. It is so hard for us to discuss the maturation of one market disregard of the connection. So the problem of lagged development of the monetary market in nature lies in its noneffective connection with capital market, which is the key point of this dissertation.

Relationship between capital market and monetary market is much complicated. So this dissertation chooses the scalable and structural angles. The scalable angle includes: the scale of stock,

namely sum of monetary value of various financial tools in a certain time; scale of flow, means scale of exchange, namely monetary value of total exchange in certain time. Since the former is the base of the latter and the former is relatively steady, this dissertation takes more attention on it and tries to find rules of market evolution as well as breakthrough thought international comparison.

There is close connection between capital market and monetary market which is reflected by many factors including the financial agents, tool, institution and funds flow under them. This dissertation argues as follows: the combination of financial agents and tools for the two markets decides micro-foundation of connection and dynamic mechanism of funds flow statically, on which we set up a theoretical model for financial market. The changes of government supervision system, financial system development and financial innovation can lead to structural changes the financial agents and tools, and influence the connection between two markets dynamically. So the survey on the above factors forms the theoretical frame of this dissertation.

On the basis of collecting, trimming and analysing lots of data, this dissertation has two characteristics as follows: Firstly it applies the method to disassemble stock and flow of financial market on the standard of the financial departments assets created by Goldsmith to the analysis of capital market and monetary market, then it proves the rules that the ratio of the scale of capital market to the scale of monetary market keeps falling in developed countries while it goes up to a top and then falls with financial deepening in developing countries. This dissertation raises a different view that the lagged development does not lie in



monetary market but in capital market after analysing the changes of the ratio in China and comparing it with other countries. Secondly, this dissertation gives dynamic analysis on present connection between capital market and monetary market in our country. Selected variables of monetary market are lending market rate, Repo rate, money supply, reflow of currency, loan balance, short-term loans, whereas in capital market are SSE Comp.Index, SZSE Comp.sub-Index, inter-bank bonds market Comp.Index. Through correlation analysis, cointegration test, Granger Causality test on the connection of funds and prices of two markets, this dissertation reveals: the extent of connection of the inter-bank market and Repo market to the stock market is very low, yet that of financial institutes offering to the stock market is comparatively high, which proves that “grey” channel is even higher than the legal channel; monetary policy affects security market a little and the yield of bond market to the one of stock market is not relative. There is a severe gap both in the interest rate structure of the two bond markets and the two submarkets of capital market.

**Key words:** Monetary Market, Capital Market, M/C, Linkage

# 目 录

## 摘要 (1)

## 第 1 章 导论 (1)

- 1.1 问题的提出 (1)
- 1.2 文献综述 (2)
  - 1.2.1 关于货币市场与资本市场的界定
  - 1.2.2 金融结构、金融发展理论
  - 1.2.3 货币市场与资本市场之间的联系
- 1.3 研究目的和方法
- 1.4 思路与结构安排

## 第 2 章 货币市场与资本市场规模的对比分析 (17)

- 2.1 财富的约束 (17)
- 2.2 市场主体的选择行为 (21)
  - 2.2.1 非金融企业
  - 2.2.2 金融机构
  - 2.2.3 家庭部门
  - 2.2.4 政府部门
- 2.3 市场总体规模及其决定因素 (26)
  - 2.3.1 综合的一个原则
  - 2.3.2 货币市场
  - 2.3.3 资本市场
  - 2.3.4 规模决定方程
- 2.4 货币—资本比 (32)

2.5 发展中国家的货币—资本比 (37)

**第3章 货币市场与资本市场的联结方式及其决定因素 (42)**

3.1 货币市场与资本市场联结的必要性 (42)

3.1.1 货币市场与资本市场的不可分割性

3.1.2 在我国加强和促进货币市场与资本市场联结的必要性

3.2 货币市场与资本市场联结的方式 (45)

3.2.1 资金联结

3.2.2 价格联结

3.2.3 风险联结

3.3 货币市场与资本市场联结的微观基础和决定因素 (50)

3.3.1 货币市场与资本市场联结的微观基础结构

3.3.2 货币市场与资本市场间资金流动的动力机制分析

3.3.3 货币市场与资本市场联结的影响因素

**第4章 我国货币市场与资本市场的联结状况及其与国际比较 (61)**

4.1 国外货币市场与资本市场的联结 (61)

4.1.1 国外货币市场和资本市场的发展历程

4.1.2 国外货币市场与资本市场联结的方式

4.2 我国货币市场的发展状况 (91)

4.2.1 同业拆借市场

4.2.2 短期债券市场

4.2.3 债券衍生市场

4.2.4 银行承兑贴现汇票

4.2.5 可转让定期存单

4.2.6 银行贷款

4.3 我国资本市场主要组成部分的发展状况 (115)

4.3.1 股票市场

4.3.2 债券市场

4.4 我国货币市场与资本市场的国际比较 (124)

4.4.1 我国货币市场的国际比较

4.4.2 我国资本市场的国际比较

**第5章 我国货币市场与资本市场联结的实证分析 (135)**

5.1 我国货币市场与资本市场联结的历史分析 (135)

5.1.1 早期我国货币市场与资本市场的联结通道

5.1.2 现阶段我国货币市场与资本市场的联结通道

5.1.3 影响货币市场与资本市场联结的原因分析

5.2 我国货币市场和资本市场联结的计量检验 (152)

5.2.1 计量方法

5.2.2 样本的选取

5.2.3 样本期的选取

5.2.4 单位根检验结果

5.2.5 货币市场和资本市场的资金联结分析

5.2.6 货币市场和资本市场价格联结的相关性

**第6章 我国资本市场与货币市场联结的政策建议 (171)**

6.1 货币市场与资本市场发展的问题 (171)

6.2 加强两个市场联结的政策建议 (174)

6.2.1 适时整合主板交易市场，建立完善其他层次的股票交易市场

6.2.2 积极推进债券市场的改革，建立金融市场联结的基础

6.2.3 大力发展跨市场产品，推动货币市场和资本市场的进一步联结

6.2.4 扩大投资主体的联结程度，赋予其跨市场投资的权利

6.2.5 拓宽两个市场的融资渠道，实现资金合规流动

6.2.6 构建四方联合监管协调机制，促进货币市场与资本市场协调发展

**结论及展望**（185）

**注 释**（187）

**参考文献**（196）

## 第1章

# 导 论

### 1.1 问题的提出

2001年7月以来,我国股票市场经历了有史以来最大的一次熊市。在每年都有几千亿市值的公司上市的情况下,深沪两市总市值降到了2004年末的37055亿元,流通市值仅为11688.64亿元,较2000年末的高峰分别下降了22.95%和27.34%。与资本市场上资金捉襟见肘相对应的是2004年,我国银行存贷差超过6万亿元,并有继续增加的可能,货币市场上资金充裕,即使央行加大了货币回收力度,交易所国债指数一直走高,银行间同业拆借市场交易量和余额一路放大。面对我国货币市场与资本市场发展的背离,是否还要继续“坚持货币市场发展优先论”就有待商榷了。10余年的优先发展货币市场的实践结果是虽然货币市场达到了一定规模,却没有实现对资本市场的促进,因而应该重新审视货币市场与资本市场的关系,进而确定新的发展战略了。

在现代市场经济制度下,金融体系是联系资金供求双方,

---

实现社会资源有效配置的核心组成部分，起着“经济上层结构”的作用<sup>[1]</sup>，因此金融体系运作效率的高低将直接影响到生产性资金流动的规模和方向，从而对经济增长起着重要的影响。我国经过 20 多年的改革，目前市场经济体制已基本确立，与此相适应，培育一个功能完善、结构合理的高效金融体系，实现金融要素与经济运行的有机融合，将是我国金融体制改革的最终目标。就现阶段而言，我国已基本建立了一个以国有商业银行为核心的银行体系，以同业拆借、债券市场和股票市场为中心的金融体系，以中国人民银行、银监会、证监会和保监会为中心的金融调控和监管体系，现代金融体系的框架正日渐完善。今后的金融体制改革的重点应该转到协调和完善各子体系上来。一个成熟完善的市场经济体制客观上需要一个健全的金融体系，需要一个发育良好的金融市场。作为金融市场中最为重要的两个子市场——货币市场和资本市场的协调发展就更是重中之重了。而协调发展货币市场与资本市场的首要任务就是正确认识和处理两个市场的关系了，而这也就是本书试图研究的主题。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 关于货币市场与资本市场的界定

金融市场是资金供给者和需求者投资、融资的方式的总和，是金融系统的核心部分。金融市场决定各种利率和证券价格，吸引储蓄并将之分配到投资项目当中去。因此，不论是货币市场还是资本市场，其基本功能都在于将储蓄有效地

转化为实际投资，从而提高产出水平的，但具体说来，两者还是有区别的。

### (1) 资本市场

在金融理论与实践中的，资本市场是一个重要的并且使用频繁的概念，但在不同场合，其内涵也有所不同。经济学原理的著作中<sup>[2]</sup>，资本市场是与产品市场和劳动力市场相对应的，指的是与经济的“真实面”(the real world)相对应的“货币面”(the monetary world)，“把储蓄变的可以为需要额外资金的个人或厂商，如想要投资的厂商所用，以及对不同资产的所有权和相应的风险进行交换的市场”<sup>[3]</sup>，或者是“取得和转让资金的市场，包括所有涉及借贷的机构。”<sup>[4]</sup>包括信贷市场、证券市场、外汇市场以及一年期以下的货币市场等。而在专业的金融论著中，多是从期限角度来界定资本市场的，即根据金融市场上交易的工具的期限长短来划分，资本市场被认为是“长期金融资产的市场”<sup>[5]</sup>，即期限在1年以上的资金融通活动的总和，包括1年以上的证券市场和银行信贷市场。但也有人认为资本市场就是证券市场，与其对应的是货币市场和信贷市场<sup>[6]</sup>。

对于这些不同的关于资本市场的定义，本书按照一般的做法将资本市场定义为形成一年期以上长期资本的各种融资市场，其交易的金融资产期限较长，甚至没有到期日，具体内容包括政府债券、企业中长期债券和股票等等，其特点在于流动性相对较弱，利率和违约风险较大。

资本市场直接服务于资本的增值性需求，无论是通过债券、股票还是其他的信贷方式获得的融资，经过投资后，在



---

实物经济中产生的收益经过一定的分配机制，最终都有一部分成为初始资本的回报。在虚拟经济下，金融资产的转让也有增值的可能。当然，这里也有风险，正是风险构成了资本市场丰富的一面。资本市场功能的第二个方面体现在它拓宽了企业的融资渠道，为企业的发展壮大在资金支持上提供了空间。现代公司的运作一方面使得企业规模获得了空前的扩张，另一方面为投资者提供了分散风险的制度安排，鼓励了投资。与此同时，资本市场使产权具有流动性，对企业形成激励和约束机制，并且，通过资本市场，可建立对公司业绩的评价机制，弥补信息不对称所造成的经营问题。

## （2）货币市场

在以期限为标准界定了资本市场的概念后，就可以将货币市场类似定义为一年期以内的债权及其交易市场。其特点在于其偿还期短、流动性大、风险小。狭义上的货币市场不包括银行存贷款中介方式，交易的金融资产还包括同业拆借、定期大额存单、银行承兑票据、国库券、证券回购协议、商业票据等。这些资产变现能力强，往往能被当做货币的替代物，因而也有学者将货币市场定义为“所有能便利的转换成支付手段（即M1）的短期金融工具的交易中心”<sup>[7]</sup>。不过随着现代金融制度的发展，以彼得罗斯（Peter.Ross）<sup>[8]</sup>为代表的广义货币市场论者主张因为货币市场提供一个市场和机制，短期现金剩余者可以融资给短期现金赤字者，因而可以包括以提供流动性贷款为主的银行体系。在我国虽然银行贷款也有相当一部分为中长期期限，但由于长期实行的分业管理制度，银行体系和货币市场体系一直由中央银行来统一监