

中国金融教育
基金会全国
重点科研项目

中国发展出版社

中国货币市场 发展新论

◆ 朱忠明 等/著

ZHONGGUO HUOBİ SHİCHANG FAZHAN XINLUN

献给21世纪的中国金融事业

中国货币市场 发展新论

朱忠明 粟 勤 丁志杰 齐天翔 邹亚生/著

中国发展出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国货币市场发展新论/朱忠明等著. —北京: 中国
发展出版社, 2002.1

ISBN 7-80087-540-7

I. 中… II. 朱… III. 货币市场-研究-中国
IV. F822.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字第 092844 号

中国发展出版社出版发行

(北京市西城区赵登禹路金果胡同 8 号)

邮政编码: 100035 电话: 66180781

北京新华印刷厂印刷 各地新华书店经销

2002 年 1 月第 1 版 2002 年 1 月第 1 次印刷

开本: 1/32 850 × 1168mm 印张: 14.375

字数: 330 千字 印数: 1—7000 册

定价: 30.00 元

本社图书如有印装差错, 可向发行部调换

序

中国于 2001 年 12 月 11 日加入了世界贸易组织，成为 WTO 的正式成员。这对中国金融业而言，意味着市场开放程度更大，市场竞争更加激烈。作为金融市场的重要组成部分，中国货币市场也将面临更大的机遇和挑战。

早在 20 世纪 80 年代，我就为我国的金融改革提出过发展货币市场和资本市场的具体框架。在货币市场方面，提出了建立“银行及金融机构之间相互拆借市场”、“票据贴现市场”和“短期债券交易市场”的货币市场体系。但由于改革实践有个发展过程，在经济界和理论界，对此都未引起足够的重视。

进入 90 年代后，在我国经济、金融体制改革进一步深化、经济货币化程度达到一个较高水平的背景下，货币市场的功能和作用被重新提起，人们认识到了货币市场发展滞后的不利影响。中央银行在加强货币市场法规建设、规范市场行为的同时，也开始积极推动货币市场的发展。从此，我国货币市场进入了一个快速发展的阶段。1996 年 1 月 3 日，全国统一的银行间同业拆借市场开始正式运行，同年 6 月 1 日，同业拆借利率完全放开，并逐步形成了一个统一的同业拆借利率，即 CHIBOR，同时，各商业银行退出证券交易所而进入银行间债券市场，进行债券回购和现券买卖。票据市场自 1994 年后也进入了一个快速增长的阶段。在市场规模不断上升的同时，银行承兑汇票背书转让增加，二级市场的流动性增强。在重庆、上

11/20/13

海、天津、长春、大连等金融机构较为集中、金融业务比较发达的中心城市，已经开始形成区域性的银行承兑汇票市场。

以上各货币子市场的建立与发展，有力地促进了中央银行间接宏观调控方式的确立，为公开市场业务操作、再贴现政策的调整等货币政策工具的有效实施创造了条件，也对利率市场化改革和整个金融市场的发展产生了积极的影响。

然而，无论与国内资本市场相比，还是与国外货币市场相比，我国货币市场的发展仍然滞后：同业拆借市场参与主体非常有限，交易效率不高；证券回购市场仍然相互割据，未形成统一的市场，无法覆盖全社会；货币市场工具也严重缺乏，很难满足各类投资者的需要；票据市场规模小、工具单一。凡此种种问题，都表明货币市场已不适应市场经济发展，特别是不能满足货币政策间接调控的需要。怎样构建完善的货币市场体系和运行机制，提高市场交易效率，更好地发挥货币市场的应有的流动性管理功能？怎样处理货币市场发展与中央银行宏观调控的关系，建立有效实施、传递货币政策的货币市场？作为货币市场改革，也作为整个金融体系改革重点的利率市场化，应该怎样稳妥地推进，以便建立合理的利率水平与利率结构？怎样鼓励、推动货币市场金融创新，创造更多的能够满足市场参与者的交易工具和交易手段？怎样完善货币市场的风险监控机制，保证货币市场的健康和稳定的发展？以上问题的研究对于我国目前货币市场、乃至整个金融市场的改革和发展具有十分重要的理论和现实意义。

朱忠明、粟勤等教授、博士撰写的《中国货币市场发展新论》一书，正是一部对我国的货币市场理论与实践问题进行系统研究的著作。该书以货币市场的发展为主线，在对国内外货币市场发展进行对比研究的基础上，认真、细致地分析了我国

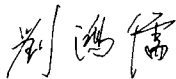
货币市场发展中所面临的各种问题，探讨了发展和完善我国货币市场的对策。从总体上看，该书主要有以下几个特点：

第一，内容丰富，其研究范围不仅涉及货币市场的结构（即货币市场的各个子市场，包括同业拆借市场、短期国债市场、证券回购市场、票据市场等）和中央银行宏观调控与货币政策问题，而且还探讨了利率市场化与货币市场发展、货币市场金融创新和货币市场风险与风险监控等诸多问题，可以说，是目前我国货币市场研究方面内容最丰富的著作之一。

第二，在借鉴国内外学者研究成果的基础上，针对我国货币市场目前存在着的以及改革中将要面临的种种问题，进行了大胆的理论探讨，在如何建立完善的市场体系、完善中央银行的宏观调控、稳步推进利率市场化改革等方面，提出了一些新颖、独到的观点。

第三，以丰富、详实的资料，揭示了发达国家货币市场运行的特点，分析了不同国家中央银行宏观调控的不同模式，总结了国外货币市场发展中的经验与教训。这些对于我国货币市场的发展具有十分重要的借鉴价值。

我相信，他们的探索对于正在成长的中国货币市场将起到积极的推动作用。



2001年12月

注：序言作者为全国政协常委，原中国人民银行总行副行长、中国证券监督管理委员会主席。

前 言

本书是在中国金融教育基金会全国重点科研项目的基础上完成的，现在终于与读者见面了。此时，正传来中国正式加入世界贸易组织的喜讯，这标志着中国的改革开放事业进入了一个新的阶段。在此时呈上我们的著作，并为我国金融事业的发展贡献自己微薄的力量，我们感到无比高兴和自豪。

在改革开放 20 多年的时间里，我国的金融事业取得了有目共睹的成绩，作为金融市场不可分割的组成部分——货币市场也在近几年中获得了一定的发展。市场参与主体逐渐增加、市场交易日渐活跃、交易条件有所改善、市场行为不断规范、货币市场体系正在完善、部分利率已经实现市场化。更重要的是，中央银行也开始转变宏观调控方式，通过公开市场业务和再贴现政策的变化来控制货币供应量。这说明：我国货币市场在发挥短期资金融通功能的同时，已经开始发挥宏观调控的功能。然而，与发达国家的货币市场相比，我国的货币市场毕竟还很年轻，在市场规模、市场参与者的数量和类型、以及货币市场工具的流动性和种类等方面，都无法与发达国家的货币市场同日而语。不仅如此，部分货币市场被严重分割，货币市场利率难以发挥基准利率的作用，金融创新的动力不足，风险控

制机制也很不完善。这些问题严重阻碍了货币市场的发展。而货币市场的发展滞后不仅造成我国中央银行货币政策工具运用不足和传导机制受阻,而且还将影响到我国整个金融市场的改革和发展。

本书对我国货币市场的理论与实践问题进行了全方位的、系统的研究。它以我国货币市场的发展为主线,对我国货币市场的发展进程、存在的问题以及发展的前景进行系统的分析并且进行一些大胆的理论探索。具体内容有以下五个部分、十章构成。

第一部分是第一章的绪论,为概述性质的内容,回顾了货币市场发展的历史概况,并对货币市场的特点和功能进行描述。在对我国货币市场的发展状况有了简单的了解之后,再对国内外的货币市场理论进行一个简要的综述。

第二部分由第二章至第五章组成。在详细探讨同业拆借市场、短期国债市场、回购协议市场和其他短期证券市场(包括商业票据市场、银行承兑汇票市场和大额可转让定期存单市场)的功能与运行机制的基础上,分析我国这几部分货币子市场的发展现状、特点与各种问题,并借鉴发达国家的先进经验,为我国货币子市场的进一步发展和完善提出理论构想和政策建议。

第三部分由第六章和第七章组成,分别探讨货币市场与货币政策问题和利率市场化问题。无论中央银行市场化货币政策的实施或利率市场化改革,都需要一个基础条件——发达与成熟的货币市场。货币市场是中央银行进行货币控制的重要场所,在货币政策传导中处于核心地位。第六章首先从理论和国别经验分析开始,在此基础上探讨我国货币市场发展与货币政

策调控问题。第七章从我国利率市场化时间表的给出开始,对利率市场化的条件、合理的市场利率水平和利率结构的建立、利率市场化与货币市场的发展及利率市场化进程中可能出现的问题进行细致的分析,进而提出了发展货币市场和保证利率市场化稳步实施的政策建议。

第四部分即第八章,该章将探讨作为主要的国际金融中心之一的欧洲货币市场,重点研究一个庞大的以短期资金为主要来源的货币市场——欧洲货币资金市场。入世后我国的金融市场面临全方位的开放,建设国际金融中心,开发离岸银行业务,将可能被提到议事日程上来。本章在对不同国家发展欧洲货币市场的经验教训进行比较和研究的基础上,对我国离岸金融中心的建设与发展提出了建议。

第五部分由第九章货币市场与金融创新和第十章货币市场风险与风险监控构成。金融创新历来就是货币市场、乃至整个金融市场迅速发展的重要推动力。有不少金融创新源于市场参与者转移风险的需要,而金融创新也冲击着现有的金融体系,并可能带来市场风险的增大,使金融监管失效。这就需要我们加强对金融创新与金融风险的研究,在推进货币市场金融创新的同时,完善风险监控体系。第九章在对货币市场金融创新进行一般性理论研究的基础上,深入地探讨我国货币市场金融创新的特点、对未来中国货币市场的金融创新进行展望,并对货币市场金融创新业务进行了系统的专题研究,提出鼓励货币市场创新的新思路。第十章对货币市场的各种风险进行细致地分析,探讨各种风险产生的原因、特点和表现形式,研究如何加强货币市场的风险监控、有效地防范和化解各种金融风险等问题。

全书由朱忠明、栗勤提出基本框架并拟订大纲，由朱忠明、栗勤、丁志杰、齐天翔和邹亚生分别撰写，最后由朱忠明、栗勤进行总纂并定稿。各章撰写分工是：第一章由朱忠明撰写，第二章至第五章由栗勤撰写，第六章、第八章由丁志杰撰写，第七章、第九章由齐天翔撰写，第十章由邹亚生撰写。

在本书的写作过程中，我们得到了中国金融教育基金会领导的帮助，在此我们表示感谢。

朱忠明

2001.12

目 录

第一章 货币市场发展绪论	1
第一节 货币市场概述	2
一、国外货币市场的发展历程	2
二、中国货币市场的发展历程	8
第二节 货币市场的功能	14
一、金融市场的一般功能	14
二、货币市场的功能	16
三、中国货币市场的功能	17
第三节 国内外学者的研究状况与研究成果	20
一、国外学者的研究状况与研究成果	20
二、国内学者的研究状况与研究成果	27
第二章 同业拆借市场	34
第一节 同业拆借市场的功能与运行机制	35
一、同业拆借市场的产生与发展	35
二、同业拆借市场的特点与功能	40
三、同业拆借市场的交易机制	43
四、同业拆借市场的结算机制	47

五、同业拆借市场与中央银行的货币政策	51
第二节 中国同业拆借市场的产生与发展	52
一、同业拆借市场产生的背景	53
二、同业拆借市场的初步发展阶段（1984 ~ 1991 年）	54
三、同业拆借市场的快速发展阶段（1992 ~ 1995 年）	57
四、同业拆借市场的统一与规范发展阶段 （1996 年到现在）	59
五、近期同业拆借市场的运作	61
第三节 中国同业拆借市场的进一步发展与完善	65
一、发达、高效的同业拆借市场应具备的条件	65
二、影响我国同业拆借市场发展的因素分析	68
三、推进我国同业拆借市场进一步发展和完善的 对策	74
第三章 短期国债市场	78
第一节 短期国债市场的功能与运行机制	79
一、短期国债市场的特征与功能	79
二、短期国债一级市场的运行机制	82
三、短期国债二级市场的运行机制	86
四、政府证券交易商的作用	89
五、政府证券经纪人及其作用	92
六、短期国债的托管与结算	93
第二节 中国国债市场的发展	95
一、国债市场的发展回顾	95
二、国债一级市场存在的问题	100

三、国债二级市场存在的问题	102
第三节 中国国债市场体系的建设	104
一、国债市场功能的重新定位	104
二、中央银行与财政部的协调与合作	106
三、国债市场发行体系的建设	107
四、国债流通体系的建设	110
第四章 回购协议市场	116
第一节 回购协议市场的运行机制	116
一、回购协议的性质与特征	117
二、回购协议的市场要素与交易机制	118
三、回购协议的结算机制	124
四、回购协议的市场参与者	125
第二节 中国回购协议市场的发展	130
一、回购协议市场的萌芽与发展	131
二、回购协议市场的特点	132
三、回购协议的风险特征与风险管理	140
四、回购协议市场进一步发展需要解决的问题	144
第三节 中央银行在回购协议市场上的操作	146
一、回购协议作为中央银行公开市场操作工具 的产生与发展	147
二、中央银行在回购协议市场上的操作	149
三、回购协议与直接买卖政府证券的组合运用	152
四、中央银行的回购协议与配对售购交易对经济 的影响	155

第五章 其他短期证券市场	157
第一节 商业票据市场	158
一、商业票据市场的起源和发展	158
二、商业票据市场的运行机制	163
三、各国商业票据市场的对比研究	168
四、中国商业票据市场的特征与发展	171
第二节 银行承兑汇票市场	175
一、银行承兑汇票市场的特点	175
二、银行承兑汇票市场的运行机制	177
三、银行承兑汇票市场的产生与发展概况	181
四、开发我国银行承兑汇票市场的必要性	186
五、中国银行承兑汇票市场的建设与完善	188
第三节 大额可转让定期存单市场	191
一、大额可转让定期存单的特点	191
二、大额可转让定期存单的产生与发展	192
三、大额可转让定期存单的种类	195
四、大额可转让定期存单市场的特征	197
五、中国大额可转让定期存单的发展前景	199
第六章 货币市场与货币政策	201
第一节 货币政策中的货币市场	201
一、宏观调控方式与货币市场	201
二、公开市场业务与货币市场	205
三、货币政策传导与货币市场	208
第二节 中央银行在货币市场操作的国别经验	214
一、战后美国货币政策目标的转变与货币市场 操作	214

二、美英货币政策操作的货币市场选择	219
三、亚洲新兴市场经济国家中央银行货币政策 工具的市场化改革	225
四、小型开放经济体新加坡的货币政策操作	230
第三节 中国货币市场发展与货币政策调控	232
一、正确处理货币市场发展与货币政策调控 关系	233
二、中国中央银行间接调控方式的建立与货币 市场发展	236
三、货币市场滞后对当前货币政策调控体系的 制约	242
四、发展货币市场,完善货币政策调控体系	245
第七章 利率市场化与货币市场	249
第一节 利率市场化的理由与条件	249
一、中国利率市场化时间表的给出	250
二、给出时间表的理由	250
三、给出时间表的条件	254
第二节 合理的利率水平与结构的建立	259
一、合理的利率水平	260
二、合理的利率结构	265
第三节 货币市场的发展与利率市场化	272
一、货币市场的统一	273
二、货币市场的发展次序	274
三、货币市场的发展与基准利率作用的发挥	278
四、进一步的思考	283
第四节 问题与对策	285

一、可能出现的问题	286
二、对策与建议	292
第八章 欧洲货币市场	304
第一节 欧洲货币市场概述	304
一、欧洲货币的产生与发展	305
二、欧洲货币资金市场：真正的货币市场	311
三、欧洲货币市场的影响与监管问题	314
第二节 发展欧洲货币市场的国别经验	318
一、离岸金融中心	319
二、以传统金融中心为依托发展起来的伦敦离岸 金融中心	322
三、管制困境与纽约的国际银行业便利	325
四、三足鼎立的亚洲货币市场	328
五、勉力推进的曼谷离岸金融中心	332
第三节 中国发展离岸金融市场问题分析	336
一、中国离岸金融市场的发展现状	336
二、中国离岸金融市场的模式选择和区位选择	339
三、离岸金融市场发展中须注意的几个问题	342
第九章 货币市场与金融创新	345
第一节 货币市场中的金融创新	345
一、对金融创新的创新	345
二、货币市场的发展与金融创新	351
第二节 中国货币市场的金融创新展望	357
一、金融创新的全球发展趋势	358
二、货币市场金融创新的推动力	363

三、货币市场金融创新的战略思考	366
第三节 中国货币市场的金融创新专题分析	369
一、储蓄存款业务的创新	369
二、货币市场衍生工具的创新	377
第四节 中国货币市场金融创新的影响与对策	385
一、金融创新对金融体系的冲击	385
二、金融创新对金融监管的挑战	387
第十章 货币市场风险与风险监控	393
第一节 货币市场风险概述	393
第二节 流动性风险的监控与防范	396
一、流动性风险的表现形式	396
二、流动性风险产生的原因分析	397
三、流动性风险的影响因素与化解	401
第三节 信用风险的监控与防范	406
一、信用风险及其管理的一般技术	407
二、我国信用风险的防范和化解	414
第四节 利率风险的监控与防范	422
一、利率风险产生的原因	422
二、影响利率变动的主要因素	425
三、利率风险防范与管理	428
主要参考文献	440