

HAIWAI HUOBI SHICHANG YANJIU

海外 货币市场研究

海外货币市场研究课题组

著

HAIWAI HUOBI SHICHANG YANJIU

海外货币市场研究

海外货币市场研究课题组 著

经济科学出版社

责任编辑:张意姜
责任校对:王苗苗
版式设计:周国强
技术编辑:李长建

海外货币市场研究

海外货币市场研究课题组 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址:北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编:100036

总编室电话:88191217 发行部电话:88191540

网址:www.esp.com.cn

电子邮件:esp@esp.com.cn

永清县第二福利厂印刷

后奕装订厂装订

850×1168 32开 9印 300000字

2001年5月第一版 2001年5月第一次印刷

印数:0001-1000册

ISBN7-5058-2484-8/F·1876 定价:13.50元

(图书出现印装问题,本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目 (CIP) 数据

海外货币市场研究/海外货币市场研究课题组著.
北京: 经济科学出版社, 2001.5

ISBN 7-5058-2484-8

I. 海… II. 海… III. 货币市场-研究-世界
IV. F820.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 022673 号

序

1. 宏观经济背景：转轨经济

我国经济实现转轨的必要性已经由众多学者的学术著作所论述，其中不乏在国际上比较知名的西方经济学家，在此我们不再赘述。我们认为，我国实现经济从传统的计划经济向市场经济的转轨，其目的在于通过建立完善的市场体系，不断提高市场效率，充分发挥市场在资源配置中的基础作用，以实现经济对资源的优化配置。

计划经济条件下，资源配置主要通过计划、批文、调拨指令等来进行，其主要模式是“钱随物走”，即取得资源的前提是取得对资源进行配置的计划、批文和调拨指令等，货币只是用来结清买卖双方之间的债权债务；与计划经济下资源配置的“钱随物走”模式所截然不同的是，在市场经济条件下，取得资源的前提是取得资金，其模式是“物随钱走”，配置资源的前提在于配置

资金，要想实现整个社会对资源的优化配置必须首先实现对资金的优化配置。

健全、完善的市场经济体系主要包括要素市场、劳动力市场、技术市场和金融市场。而资金配置的主要场所是金融市场，因此在市场经济中，作为资金配置场所的金融市场也就处于市场体系的核心地位，要想实现市场经济对资源的优化配置，必须实现金融市场对资金的优化配置。金融市场的发达、完善程度及资金配置效率的高低将决定整个社会对资源配置的合理性和效率，从而发展我国的金融市场已经成为我国经济体制改革的关键环节。金融市场主要是由货币市场和资本市场构成。其中，货币市场是整个金融市场的基础，在整个金融市场中处于基础地位，因此发展我国的货币市场就成为我国金融市场建设中重要的环节。

2. 金融市场发展尤其是货币市场发展极其滞后（金融市场发展的不均衡性）

一般地，金融市场是由货币市场、资本市场、外汇市场和黄金市场构成。而货币市场则是整个金融体系运行的枢纽，具体体现在：一方面它为中央银行货币政策的操作提供了广阔的空间，将中央银行的政策意图传递到金融体系的各个方面；另一方面又将各个金融市场紧密联系在一起，帮助金融机构调剂资金头寸，实现流动性管理，提高整个社会资金的运用效率；同时由西方发达国家金融市场发展的一般规律所揭示，货币市场是金融市场其他子市场（包括资本市场、外汇市场和黄金市场）发展和健康运行的基础，它的发展和运作效率将影响一国整个金融市场的发展和运作效率。因此，中国的金融体系改革要从完全计划的资金分配制度，走向以市场机制为主导的资金分配制度，培育和发展货币市场是极为重要的。我们也认为：目前中国金融体制改革的重点应是培育与发展货币市场。

关于货币市场的重要性，西方经济学家和经济研究机构曾从

多个方面和角度加以研究和阐述。1989年国际货币基金组织出版的《世界发展报告》曾论述到：“货币市场为政府财政赤字提供一个非通货膨胀性的融资渠道，它将使政府能够通过公开市场来贯彻执行其货币政策，并为各种利率提供一个市场化的参考基础”。货币市场在发达市场经济国家的金融体系中发挥着重要功能，突出体现在：首先，发达、有效的货币市场所形成的合理短期利率在西方国家利率体系中充当基准利率，成为其他金融工具和资金融通的利率确定的重要参考，如美国一直把由联邦基金市场形成的联邦基金利率作为美国的基准利率；其次，货币市场为经济利益主体提供了必要的融通短期资金的渠道和场所，是商业银行进行流动性管理的企业、公司筹集流动资金的重要场所，为经济利益主体的短期资金的有效运用和流动资金的高效筹集提供了保障；再次，货币市场是政府对经济进行宏观调控的有效传导途径，尤其是货币当局可以通过货币市场来贯彻、执行和传导其货币政策，如美国联邦储备委员会一直把调整联邦基金利率作为对经济进行调控的有效手段；最后，通过货币市场上金融机构有效的操作和技术处理，可以为经济建设所需的长期建设资金提供融通。

与西方金融市场发展规律所不同的是，我国货币市场的发展一直滞后，货币市场无论从总体规模和效率还是从各个分市场的自身运行来看都存在极大问题，不仅严重制约了其自身对短期资金的配置效率，而且也严重制约了整个金融市场的协调发展和对资金的优化配置。货币市场与资本市场发展的不均衡导致资金在货币市场与资本市场之间的无序流动，扰乱了整个金融市场体系的运转，也扰乱了金融机构的正常经营。

3. 中央银行宏观调控方式的转变与1998年货币政策的实践

1994年开始了我国新一轮的金融体制改革，其核心内容是：建立在国务院领导下，独立制定和执行货币政策的中央银行宏观

调控体系；建立政策性金融与商业性金融相分离，以商业银行为主体的金融机构组织体系；建立统一、有序、开放的金融市场体系。伴随着我国经济体制由计划经济向市场经济的转轨和金融体制改革的深化，我国中央银行的宏观调控体系也已经明确将由直接调控向间接调控转变，改变以前中央银行主要通过信贷和现金计划来控制金融机构经营的现象，主要运用经济的、法律的手段实现对金融机构经营行为的间接调控，从而实现中央银行对宏观经济的有效调控。近年来，中央银行宏观调控方式的转变取得了一定的进展，主要体现在：货币供应量取代贷款限额（或信贷计划）成为货币政策的中介目标；取消贷款限额；对商业银行实行全面的资产负债比例管理和风险管理；改革存款准备金制度；调整中央银行对金融机构的存、贷款利率；连续七次下调利率等等。但作为中央银行间接调控基础的货币市场却未能取得相应的较大发展，在旧有的调控手段失去作用的同时，中央银行并未相应地建立起有效的以货币市场为主要传导途径的调控机制，因此严重制约了中央银行宏观调控目标的实现。

这一点可以从我国 1998 年货币政策的实践中得到证明。在 1998 年我国面临通货紧缩的情况下，中央银行迫切需要在加强金融监管、防范金融风险的基础上，适度增加整个社会的货币供应量，以刺激消费和投资，拉动需求。受各种因素的制约，我国中央银行虽然基本实现了货币供应量的预定增长目标，但离中央银行的期望仍有较大的差距，其中一个重要的原因即在于中央银行缺乏有效的扩张基础货币的渠道。由中央银行的资产负债表和基础货币方程式可知，基础货币的供应主要是通过外汇占款、对金融机构债权、对政府债权和证券等资产项目来实现的。由于 1998 年外贸顺差和资本流入减少，我国外汇储备仅增长了 50.69 亿美元，相对前几年大幅减少，导致我国中央银行当年通过外汇占款所投放的基础货币极其有限，前几年基础货币的一个主要供应渠道已不复存在；我国中央银行对金融机构的债权主要

是对国有商业银行和政策性银行的再贷款，受商业银行“惜贷”现象比较严重和自身资金比较宽松的影响，不仅中央银行对金融机构所提供的再贷款增加有限，而且更为严重的是由于商业银行的惜贷导致信用创造的不充分，基础货币并未极大地扩张为货币供应量，而是以巨额存差、归还中央银行再贷款、购买国债和金融债券、上存中央银行等形式存在。1995年《中国人民银行法》规定，禁止财政部向中央银行透支和借款，因此我们现在所面临的是如何妥善处理由于历年财政对中央银行透支和借款所形成的中央银行对政府债权的问题，而不是中央银行对政府债权的增加问题。以上诸多现象的存在导致我国传统的基础货币供应渠道出现了阻滞，中央银行无法实现对基础货币的有效供应和金融系统对基础货币的有效信用创造，从而导致中央银行增加货币供应量的政策目的难以有效实现。

在以上几个传统的基础货币的供应渠道之外，西方发达国家基础货币的主要供应渠道是公开市场业务操作，通过中央银行在公开市场上买卖有价证券（主要是国债和金融债券）来实现对基础货币的有效调控，买入有价证券可以带来基础货币的供应，卖出则带来基础货币的减少。在我国受金融市场尤其是货币市场发展滞后的影响，中央银行无法通过有效的公开市场操作来实现市场对基础货币的有效调控，尤其是在以上三个基础货币供应渠道出现萎缩现象的情况下，由于货币市场发展的滞后对中央银行货币政策有效实施的制约显得尤为突出。受以上各方面因素的影响，我国1998年的货币政策执行的结果不仅没有实现扩张基础货币的目的，反而导致基础货币的减少（社科院春季报告）。

除了以上中央银行通过调控货币供应量对宏观经济进行调控的货币政策数量型传导机制以外，在西方发达国家货币政策传导中更为有效和重要的是价格机制，即中央银行通过有效调整基准利率来影响整个社会的利率水平，通过利率水平的变动影响消费和投资，影响居民和企业等微观经济主体的经济行为，从而实现

中央银行对宏观经济的有效调控；而在以上价格型传导机制中，中央银行基准利率的变动总是先影响货币市场的资金供求关系和短期利率的变动，进而通过货币市场与资本市场之间的有效联动机制传导到资本市场，从而影响资本市场的资金供求关系和长期利率。在我国不仅由于货币市场发展的滞后导致无法形成有效的基准利率作为中央银行货币政策操作目标，而且由于货币市场与资本市场发展的不均衡及货币市场和资本市场之间缺乏有效的联动机制，导致价格型传导机制的阻滞甚至失效。因此缺乏一个发达的货币市场已经成为我国经济体制改革的重要制约因素和我国金融体系的制度性缺陷，加快发展我国的货币市场已经成为我国当前所面临的迫切问题。

4. 西方发达国家货币市场发展的经验可以给我提供有益的借鉴

西方发达国家的货币市场普遍发展比较成熟。英国的货币市场产生最早，伦敦作为历史上最早的世界金融中心，使得英国的货币市场成为一个国际性的货币市场，具有较强的开放性和国际性，昭示着金融全球化背景下货币市场的发展方向，并成为欧洲型货币市场的典型代表；美国货币市场的建立晚于英国，但发展最快，在市场规模、市场结构、市场自由度、信用工具创新、货币政策传导等方面都较其他国家更为成熟和发达，使美国货币市场成为世界上最发达的货币市场；日本货币市场虽然起步较晚，但发展也较快，形成了不同于欧、美类型的独具特色的货币市场；与此同时，其他发达国家、发展中国家或地区的货币市场也取得了长足的发展，如新加坡、香港地区、台湾省、印度等。尽管各国和地区货币市场由于社会历史条件不同而有各种各样的差异，但也存在很多的共性，充分借鉴和参考西方国家尤其是发达国家在货币市场发展方面的经验和教训无疑会对我国货币市场的发展起到极大的借鉴和指导意义。因此，本课题的研究目的突出

体现在以下三个方面：

(1)研究西方国家货币市场的现状、运作机制，为我国货币市场参与主体的培育、业务品种的开发和丰富、市场运作效率的提高、市场制度的建设提供现实参考资料和借鉴素材。

(2)在对市场进行介绍的基础上，探索西方国家货币市场形成和发展的历史与制度背景，探寻和研究西方国家货币市场发展的内在规律，总结和揭示西方国家在货币市场发展中的经验和教训，为我国货币市场的发展提供指导。

(3)对不同类型的货币市场进行比较研究，并结合我国经济运行实际情况，在对各种类型的货币市场做到取长补短的基础上，探索一条适合我国国情的货币市场发展道路，为建立我国发达、完善的货币市场进行理论准备，以促进我国货币市场的发展和完善。

该书的研究过程由艾洪德主持，参加研究的人员有张向达、王振山、林山、范立夫、蔡志刚、邢天才、冯文成。在整个研究过程中，得到了国家自然科学基金委员会管理科学部有关同志的大力支持与帮助，在此深表感谢。本研究成果尚有许多不尽完善之处，敬请同仁指正。

艾洪德

2001年3月26日于大连东财园

目 录

1 美国货币市场	(1)
1.1 美国货币市场发展的历史背景及其发展动因	(1)
1.2 美国货币市场结构	(18)
1.3 美国货币市场发展的经验、教训及启示	(30)
2 英国货币市场	(38)
2.1 英国货币市场发展的背景、结构与现状	(38)
2.2 传统的英镑货币市场（贴现市场）的职 能、作用与结构	(41)
2.3 新兴英镑货币市场（平行货币市场）的形 成、发展与构成	(46)
2.4 欧洲货币市场的形成、发展与构成	(51)
2.5 英国货币市场发展的经验、教训及启示	(57)
3 日本货币市场	(62)
3.1 日本货币市场的创新与变迁：发展史的总体回顾	(62)

3.2	日本货币市场的组成及其运作与发展	(67)
3.3	日本货币市场发展的经验、教训及启示	(92)
4	德国货币市场	(98)
4.1	德国货币市场简介	(98)
4.2	德国货币市场的构成	(99)
4.3	德国货币市场结构	(103)
4.4	20世纪90年代德国货币市场的新发展	(107)
4.5	德国货币市场发展的经验、教训及启示	(108)
4.6	欧元问世后德国货币市场的发展	(114)
5	法国货币市场	(116)
5.1	法国货币市场结构	(117)
5.2	法国货币市场的参与者	(120)
5.3	法国货币市场信用工具	(123)
5.4	法国货币市场发展的经验、教训及启示	(125)
6	台湾货币市场	(129)
6.1	台湾货币市场的建立	(130)
6.2	台湾货币市场的组织结构	(134)
6.3	台湾货币市场的发展	(142)
6.4	台湾货币市场发展的经验、教训及启示	(150)
7	香港货币市场	(159)
7.1	香港港元同业拆借市场	(160)
7.2	香港短期存款市场	(168)
7.3	香港商业票据市场	(175)
7.4	香港外汇基金票据市场	(180)
7.5	香港货币市场发展的经验、教训及启示	(187)

8 新加坡货币市场	(193)
8.1 新加坡货币市场总体考察	(193)
8.2 新加坡货币市场的组成及其运作与发展	(196)
8.3 新加坡货币市场发展的经验、教训及启示	(206)
9 韩国货币市场	(210)
9.1 韩国货币市场总体考察	(210)
9.2 韩国货币市场的组成及其运作与发展	(212)
9.3 韩国货币市场发展的经验、教训及启示	(221)
10 印度货币市场	(224)
10.1 印度货币市场结构	(224)
10.2 印度货币市场信用工具	(229)
10.3 印度货币市场中的金融机构	(234)
10.4 印度货币市场的规范与发展	(242)
10.5 印度货币市场发展的经验、教训及启示	(243)
11 国外货币市场发展的经验、教训及启示	(247)
11.1 货币市场结构	(247)
11.2 货币市场信用工具	(250)
11.3 货币市场交易主体	(252)
11.4 官方当局对货币市场发展的扶植	(253)
11.5 货币市场运行机制	(256)
11.6 货币市场管理	(259)
11.7 货币市场与货币政策	(260)
参考文献	(266)

1

美国货币市场

1.1 美国货币市场发展的历史背景及其发展动因

在美国，货币市场是短期证券的交易场所。货币市场的主要职能是为各经济单位提供有效的调整流动资金的手段。由于现金收付的时间不同，各经济单位常发生流动资金不足的问题，货币市场是解决这一问题的方式之一，其特点是金融交易风险小、期限短、流动性强。

货币市场的参与者来自各个方面，其中商业银行是最大的私人买卖交易者之一，它拥有多种金融工具。商业银行负债期限较短，又有法定储备要求，贷款需求量大又经常变动，所以它们必须持续调整储备，在货币市场买卖短期证券。美国联邦储备银行由于通过公开市场买卖债券来推行货币政策，因而成为货币市场最主要的参与者。工商企业经常将短期闲置资金投入货币市场谋利，大公司也在货币市场发行商业票据筹资。货币市场交易均通过经纪商和中间商完成，所以，经纪商和中间商在货币市场发挥

着重要作用。

美国货币市场完全是一个国际化、开放性的市场，各银行在全世界范围内借入或贷放美元资金。外汇市场则把全世界性的美元市场同德国马克、瑞士法郎、英镑、日元和其他货币的银行境外市场连接起来，外汇市场还把美元市场同伦敦、苏黎士、法兰克福和其他地方的国内市场连接起来。

1.1.1 美国货币市场的现状与发展背景

现今美国已拥有世界上最发达的货币市场，如纽约不仅是美国的金融中心，而且也是世界最大的国际金融中心。美国的金融机构创造出复杂多样的市场工具，活跃在货币市场上的参与者除了美国联邦储备体系外，还有联邦政府、地方政府、大商业银行、外国银行和大公司等。联邦储备银行在货币市场中起着主导作用，它通过联邦资金的调节对美国银行和货币市场进行管理和监督。

美国货币市场，尤其像纽约金融市场是高度国际化的市场，美国在名义上已经取消了外汇管制，对居民和非居民给予相等的待遇，所以外国政府、外国大银行或大公司也在该市场上筹集资金。美国货币市场的主要工具有：国库券、联邦机构证券、回购协议、大额银行存单、联邦基金、商业票据、银行承兑票据、金融期货和欧洲美元等。在过去的30年中，美国货币市场的变化很大，某些金融工具的交易量比其他金融工具的交易量增长得快得多，这在很大程度上得益于金融创新的推动（关于金融创新对货币市场发展的促进作用将在下面阐述），表1-1列出了美国主要的货币市场工具，同时也标出了它们在1970、1980、1990和1993年末的余额情况。

表 1-1 主要货币市场工具 (年末余额) 单位: 10 亿美元

年 份	1970	1980	1990	1993
美国政府国库券	81	216	527	715
可转让银行存单 (大额)	55	317	543	381
商业票据	33	122	557	550
银行承兑汇票	7	42	52	32
回购协定	3	57	144	168
联邦基金	16	18	61	62
欧洲美元	2	55	92	63

资料来源:《联邦储备资金流量表》、《联邦储备公报》、《银行和货币统计 (1945~1970)》、《年度统计摘要 (1971~1975)》、《总统经济报告》, 联邦储备系统理事会, 统计公报, 1994 年 4 月。

综观美国货币市场的发展历史, 不难发现, 美国货币市场的发展是与其经济发展阶段及生产力发展水平相适应, 并为了与之适应而不断演进更新。在货币市场不断适应市场经济发展水平的同时, 又不断受到美国政治、历史和法律制度等因素的干扰和影响。

在美国独立战争以前, 作为英国海外的殖民地, 美国在经济上只充当英国的原料生产地和工业制成品的销售地。美国没有自己独立的经济体系, 更不用说独立的金融和货币体系了, 当时英国甚至不允许美国铸造和发行自己的货币。但是, 随着美国资本主义经济关系的发展, 特别是 18 世纪种植业、国际贸易、航运业和造船业的发展, 奴隶制度和殖民经济的组织结构已经无法与之相适应, 客观上要求美国在经济和政治上独立。

独立战争后, 美国迅速走上了资本主义的发展道路。美国之所以成为一个资本主义的国家似乎比较容易解释, 简而言之, 不外是将一个在英国实验成功的体制推行于一个空旷的地区。因其缺少既成因素的阻碍, 所以这场运动不受挫折, 又富有资源, 所以环境上更利于创造。资本主义制度的确立, 大大促进了美国经