

□ 赵晓雷

中国资本市场实证分析

在 $S=I$ 的国民经济恒等关系中,如果利率的下降导致储蓄 S 减少,那么从储蓄流出的货币将转向投资 I ,形成 $S<I$ 的状况,投资的增加一方面通过投资乘数的作用引起国民收入成倍增长,另一方面又引致利率上扬。这两方面的结果促使储蓄增加, S 与 I 在一个新的水平恢复均衡。但是,这一累积过程的一个假设条件是有一个发育完善的资本市场。因为资本市场是中长期资本和风险资本形成的重要机制。如果这一假设条件不能被满足,则从储蓄流出的货币就不能顺利转化为投资,货币市场就无法出清,宏观经济就不能实现总量均衡。本研究通过对一系列重要变量的实证分析(不考虑资本的跨国流动),考察中国资本市场的发育程度以及对宏观经济运行的效应。

一、资本供给总量分析

一个发育完善、有效率的资本场所必须具备的一个基本条件是:社会资本供给总量达到一定的规模。资本市场是市场经济发展到一定阶段的产物。只有经济发展到一定阶段,收入达到一定水平,才会形成一定规模的资本供给量以供资本交易之需。在一个金融深化的经济中,资产组合中的实际货币与真实资本有替代性,货币市场和资本市场将同时达到实际货币对资本、存款利率对实际利率的均衡比率。因此可以用某一时期的金融资产价值总额代表短期的资本供给量。

截至1997年末,中国全部金融机构各项存款余额82 390.31亿元。其中储蓄存款余额46 249.8亿元,企业存款余额28 656.3亿元。1997年末,中国国内上市公司的股票总市值(包括A、B股)17 529.23亿元。1996年末,中国国债余额(包括国库券、财政债券、国家建设债券、国家重点建设债券、特种债券、保值公债、定向债券)为4 361.43亿元,政策性金融债券余额2 399.79亿元,其他金融债券余额109.89亿元,企业债余额(包括中央企业债券、地方企业债券、短期融资券、内部债券、住宅建设债券、地方投资公司债券)597.73亿元,国家投资债券余额139.39亿元,国家投资公司债券余额119.11亿元(中国证监会,1997)。1998年初,中国国内的投资基金总市值为100亿元,加上1998年3—4月发行的规模各为20亿元的“金泰”、“开元”、“兴华”3只基金,基金总市值为220亿元左右(本文截稿时3只新基金的市场价格都在1.8元至1.9元之间)。

将以上各项金融资产价值加总,共约107 866.79亿元(截至1997年8月,美国的基金资产就有4.2万亿美元美元,合34.86万亿元人民币)。这10万亿元的金融资产并不全都构成资本供给。存款余额中企业存款基本上要充作流动资金,不能用于长期投资;储蓄存款中有相当一部分是预防性储蓄,不能转化为资本供给(中国4.6万亿元的储蓄存款余额按12亿人口平均,人

均2 500元,折合 300 美元。而在 12 年前的 1986 年,日本的人均储蓄是 27 303 美元,瑞士为 23 728 美元,比利时为 14 555 美元,原联邦德国为 12 288 美元,美国为 9 723 美元)。股票和投资基金总市值难免有泡沫成份,转化为资本供给也要大打折扣。按此估算,中国目前的资本供给总量至多也就是 5—6 万亿元人民币。这 5—6 万亿元的资本供给量也就决定了整个资本市场的边界。如资本供给不增加,资本市场的规模也不会扩大。

在一个封闭经济中,资本供给总量取决于人均收入水平和经济总量。如果放松封闭经济假设,那么国际资本的流入可以改善资本供给条件。中国现在发展中的资本市场与国际资本市场基本上是隔绝的(只有 B 股这一离岸资本业务通道),这在一定程度上延缓了资本市场的发育成长。然而,资本市场国际化虽然能促进发展,但也会带来相应的风险。在资本可以自由进出的条件下,国内任何产业结构上、经营上的缺陷以及经济政策上的失误都可能为国际投机者提供套利的机会,国际上的经济动荡也会直接传导到国内。而且,如果在法律上、制度上存在障碍,使投资者的资本权益不能得到有效的保障,不仅外资不愿进入,国内资本也会大量外流(据经合组织研究报告,从 1989—1995 年间,中国长期资本外逃总量超过 1 000 亿美元,其中约有 50% 是未经政府批准的非法转移)。如此,资本供给总量不仅不会增加,反而会因外流而减少。所以,资本市场国际化要从两方面考虑。从经济成长的要求看,经济国际化、资本市场国际化、人民币完全可自由兑换肯定是一种必然趋势;但从金融制度的效率原则看,必须体现金融稳定和有效的货币控制,以保证国民经济的有序运行和有效增长。其实,资本市场的开放、金融的自由化虽然是经济进步的表现,但并不是经济发展的基本要素。一个国家经济实力的增强不能依靠开放资本市场,而是要依靠提高生产经营效率,创造更多的社会财富,达到更高的人均收入水平。所以,中国资本市场的开放应该是渐进的,要与国民经济的实力增长、与社会中现代化要素的累积、与制度的变迁及现代化相适应。

关于资本供给总量的分析还说明,在制约中国经济成长的诸生产要素中,资本要素的供给是最短缺的。中国经济成长阶段特性及资本效率低下的现状决定了资本需求是巨大的。1998 年中国全社会固定资产投资规模 27 850 亿元。据世界银行估算,中国的国有企业改革至少需要 2.2 万亿元人民币。另据披露,中国在未来 3 年内将投资 7 500 亿美元建设基础设施,按当前汇率计算,约合 6.2 万亿元人民币,平均每年要投入约 2 万亿元人民币。1997 年 300 亿元的新股发行额度尚未完成。1998 年是国债的还本付息高峰年,估计将发行 6 000 亿元国债(1996 年为 2 500 亿元)。将以上各项资本需求加总,共计 11.8 万亿元人民币。从静态看,资本需求超过资本供给约 1 倍。我认为,在资本供给短缺的态势下,如连续降低利率,或松动货币政策,不仅是对资本真实价格的扭曲,还会助长对资本这一稀缺要素的低效率配置和使用。要使国民经济走出粗放增长的陷阱,倒是应该坚持适度从紧的货币政策,适当提高利率水平。这既鼓励了储蓄,也提高了资本要素的价格,有利于资本的优化配置和资本效率的提高,进而有利于收入水平和资本供给能力的提高,使国民经济的质量和实力提升到一个新的水平。

二、资本流动性分析

资本的可交易性和流动性是资本市场乃至国民经济长期均衡的重要机制(按马克思主义经济学的观点,资本流动导致全社会平均利润率形成),资本自由流动促进了资本要素的优化配置,提高了资本市场运行的透明度和竞争性。考察中国现在的资本市场,资本的可交易性和流动性是相当低的。首先,在金融市场中,银行信用占 90% 左右(其中国有银行占 70%),直接

融资份额仅有 10% 左右。其次,就是这 10% 左右的直接融资,其流动性也是很低的。截至 1996 年末,在上海证券交易所上市的 A 股中,非流通股(包括国家股、各类法人股、内部职工股、转配遗留等)的比例占发行总额的 74.25%,占市价总值的 74.28%。可流通股只占发行总额的 19.50%,占市价总值的 22.28%。在所有 A 股中,国家股占发行总额的 41.84% 和市价总值的 43.87%(中国证监会,1997)。1997 年末,全国上市公司市价总值 17529.23 亿元,占当年 GDP (74772 亿元)的 23.44%;流通市值 5204.43 亿元,占当年 GDP 的 6.96%。

应当说,中国股市的扩容速度还是相当快的。到 1997 年末,上市公司总数达到 720 家。截至 1997 年 8 月底,中国上市公司通过境内外证券市场筹集到资本 2 560 亿元人民币(包括通过发行 B 股、H 股和其他外资股吸收外资 135.4 亿美元)。但中国的股市毕竟发展时间较短,在容量和流动性方面与发达国家和地区不可比拟。

表 1 历年上市公司数量变化

单位:家

年份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
全国	10	14	53	183	291	323	530
上海证券交易所	8	8	29	106	171	188	293
深圳证券交易所	2	6	24	77	120	135	237

表 2 世界主要证券市场上市公司数量比较表

单位:家

年	中国	台湾地区	纽约	东京	韩国	伦敦	香港	泰国	新加坡
1992	53	256	2 089	1 651	688	1 878	413	320	319
1993	183	285	2 362	1 667	693	1 927	477	369	338
1994	291	313	2 570	1 689	699	2 070	529	389	362
1995	323	347	2 675	1 714	721	2 078	542	416	384
1996	530	382	2 839	1 749	741	2 136	575	454	402

表 3 主要证券市场成交金额比较

单位:10 亿美元

年	中国	台湾地区	纽约	东京	韩国	伦敦	香港	泰国	新加坡
1992	8.21	247.00	1 745.00	482.00	115.00	407.00	91.00	73.00	18.00
1993	44.19	353.00	2 260.00	739.00	211.00	843.00	157.00	86.00	80.00
1994	97.97	737.00	2 454.00	859.00	287.00	930.00	147.00	84.00	81.00
1995	48.63	390.00	3 083.00	878.00	186.00	1 025.00	107.00	62.00	59.00
1996	257.05	477.00	3 347.00	865.00	157.00	838.00	162.00	49.00	52.00

注:1. 中国为股票市场的成交金额。

2. 汇率根据国家外管局制定的 1996 年 12 期折算率。

表 4 主要证券市场市价总值占 GDP 比率比较表

单位:%

年	中国	台湾地区	东京	韩国	伦敦	香港	泰国	新加坡
1992	3.93	47.42	68.10	36.3	93	189.40	60.13	300.5
1993	10.20	88.57	77.8	42.6	122.7	354.20	68.24	545.8
1994	7.92	100.61	86.4	50.9	123.9	229.90	93.58	609.6
1995	5.96	70.94	72.7	40.2	125.3	198.20	88.68	479.3
1996	14.52	—	—	—	—	—	—	—

注:1. 我国证券市场市价总值为股票市场市价总值。

2. 我国 GDP 为用生产法计算得出的国内生产总值。

表 5 主要证券市场股价指数比较(年底)

年	上海证交所 综合指数	深圳证交所 综合指数	台湾 加权指数	纽约道琼斯 指数	东京日经道 指数	韩国综合 指数	伦敦 金融时报	香港 恒生指数	泰国 SET 指数	新加坡 海峡时报
1992	780.39	241.21	3 377.06	3 301.11	16 924.95	678.44	2 185.20	5 512.39	893.42	1 512.46
1993	833.80	238.28	6 070.56	3 754.09	17 417.24	866.18	2 559.50	11 888.39	1 565.12	2 425.68
1994	647.87	140.63	7 124.66	3 834.44	19 723.06	1 027.37	3 065.50	8 191.04	1 360.09	2 239.56
1995	555.29	113.25	5 137.73	5 117.12	19 868.94	882.94	3 689.30	10 073.39	1 280.81	2 266.54
1996	917.01	327.34	6 933.94	6 448.27	19 361.35	651.22	4 118.50	13 451.45	831.57	2 216.79

除了股票以外,证券市场中的金融资产还有基金和债券。中国现在的投资基金几乎全部为封闭型基金,而且在沪、深两个证券交易所挂牌或联网上市的只有 25 只,其他的则在各地证券交易中心上市,中国国债的流动性也较差。凭证式国债是不上市的,投资者只可提前兑现,与银行储蓄相差无几。可流通的记帐式国债的发行数量很少。国债回购是一种机构投资者的交易活动(回购市场的“准入条件”较高,10 万元作为一个报价单位,是现券市场的 100 倍左右,参与者多为机构大户),可增强国债的流通性和变现性(1997 年,上海国债二级市场中现券交易成交 3 000 多亿元,而回购成交 13 000 多亿元)。但中国的国债回购交易一度不很规范。据统计,国债回购借入的资金有 62% 被投入股票、房地产、期货等高风险市场,另 38% 用于其他投资。而且交易期限大大超过法定期限、非全额托管交易导致了空头交易和信用扩张、交易逾期引起了高额的拖欠债务等。由于交易不规范,政府监管当局于 1995 年开始对回购市场进行严格的整顿和管理,但债券回购行为的规范化尚需时日,因此对交易量的影响也不会短期消除。衡量国债流动性的指标是国债交易周转率。在国债余额既定的条件下,国债交易周转率随国债交易规模的扩大而上升。1996 年上海、深圳两家证券交易所的国债交易周转率为 6.77。而在 20 世纪 80 年代末,美国的国债交易周转率为 36,日本为 33。在国际上,国债的安全性和流动性都高于其他债券,故而称之为“金边债券”。由于信用风险小、流动性强,国债的利率一般低于其他证券的利率。而中国的国债利率高、流动性差、回购交易风险高,反映了国债发行和交易的不成熟。

表 6 上海证券交易所 1996 年债券交易基本概况

年末上市数目		成交数量		成交金额(百万元)	
金融债	2	金融债	0	金融债	0.05
企业债	5	企业债	9.76	企业债	16.12
国债	17	国债	167 927.31	国债	1 740 153.71
现货	9	现货(万手)	43 535.71	现货	496 237.71
期货	—	期货(万手)	—	期货	—
回购	8	回购(万手)	124 391.60	回购	124 916.00

数据来源:上海证券交易所。

表 7 深圳证券交易所 1996 年债券交易基本概况

年末上市数目		成交数量		成交金额(百万元)	
公司债券	1	公司债券	282 420.00	公司债券	29.97
可转换债券	0	可转换债券	—	可转换债券	—
国债	18	国债	—	国债	63 634.70
现货	9	现货(手)	6 370 546.00	现货	6 686.59
期货	—	期货(口)	—	期货	—
回购	9	回购(手)	56 948 117.00	回购	56 948.12

数据来源:深圳证券交易所。

表 8 上海证券交易所基金交易情况表

	上市数目	成交数量(亿)	成交金额(亿元)
1994 年	12	56.73	117.34
1995 年	12	107.21	305.67
1996 年	15	128.01	497.38

注:1996 年末上市基金 4 个,联网交易的基金有 11 个

数据来源:上海证券交易所。

表 9 深圳证券交易所基金交易情况表

	上市数目	成交数量(亿)	成交金额(亿元)
1994 年	8	181.86	240.16
1995 年	10	134.59	204.52
1996 年	10	346.29	1069.12

数据来源:深圳证券交易所。

以上分析表明,中国金融资产的流动性低,交易性差,从现代市场经济的要求看,资本市场的发育还是相当不成熟的,问题的严峻性在于,资本流动性低并非全部归因于资本市场的发育,主要原因还在于制度上的障碍,如国家股、法人股的上市流通问题,国债发行交易中一级自营商制度和二级经纪商制度的建立和完善,普通股票发行及债务证券化的行政配额制所导致的市场准入限制,股票一级市场地区管理分割性,承销商或交易商的竞争受限制,以及信息披露不规范、政府监管薄弱(主要不是法律规章的制定,而是这些法律规章的执行不力)等等。这些制度性障碍的消除并不指日可待,而是一个旷日持久的变迁过程。

三、资本市场效率分析

从经济学效率分析的标准看,资本市场的效率就是对金融资产的准确定价,以使证券投资的边际收益等于边际成本。对金融资产的准确定价是资本市场的核心功能,也是分散风险和资本配置的前提。在有效率的资本市场上,价格充分和及时地反映着所有可获得的相关信息,资本要素根据正确的价格信息自由流动,并达到最优配置。

根据欧根·法玛(Eugene Fama)“所有价格反映所有相关信息”的定义,资本市场效率可分为 3 种类型。一是“弱式有效市场”。在该市场中,现时股票市场价格充分反映了所有过去的价格或收益的信息,因此没有人能够按照历史价格运动形态的交易规则而获得超额收益;二是“半强式有效市场”。在该市场中,现时股票市场价格反映了所有可公开获得的相关信息,每个参与者对信息的理解基本相同,因此没有人能够按照基于这些相关信息建立的交易规则获得超额收益;三是“强式有效市场”。在该市场中,现时股票市场价格反映了所有信息,没有人能够利用任何信息(包括内幕信息)获得超额收益。西方经济学家运用不同模型对这 3 种资本市场效率作了大量的实证分析和检验。大多数检验结果表明,弱式有效市场假设和半强式有效市场假设能够成立,而强式市场效率假设不成立(陈国进 1997)。

资本市场效率,尤其是弱式有效市场依赖于投资者的理性行为。一般认为,基于基础分析而不是技术分析的投资行为能使资本市场的定价更准确,更有效率。因为基础分析重在揭示股票的“内在价值”(Intrinsic Value),强调透过财务分析、价值评估等手段从企业内部的“基础因素”中发现信息,对公司进行评价,然后作出投资决策(诚然,半强式有效市场理论不认为基础分析能够获得超额收益。但在信息成本为正的假设下,信息支付的不同决定了收益率的不同,对相关信息获取愈多,收益率也就愈高)。基础分析理论认为,“内在价值”还可以作为评判整个

证券市场理性程度的标准,如果股票市场价格基本上能反映股票的“内在价值”,那么这一市场就是“理性市场”,亦即有效率的市场。

以资本市场效率标准来判断,中国现在的资本市场是无效率的。资本市场的无效率主要表现在证券价格的大幅波动以及与企业真实价值的背离。据世界银行专家分析,中国的资本市场因股票和债券价格的剧烈波动而极不稳定(世界银行,1996)。根据全国股票交易统计,1996年上海证券交易所最高综合股价指数(包括A、B股)为1256.69,最低综合股价指数为512.83。1996年深圳证券交易所最高综合股价指数473.02,最低综合股价指数105.34(中国证监会,1997)。1997年沪、深两地证券交易所证券指数情况统计如下:

表 10 沪市指数 1997 年基本情况

指数名称	前收盘	开盘	最高	最低	收盘	成交量(亿股)	成交额(亿元)	涨跌(%)			
上证指数	917.01	914.06	1510.18	870.18	1194.10	1215.68	13763.17	30.22			
A 股指数	954.98	951.79	1578.61	905.50	1258.49	1166.01	13550.24	31.78			
B 股指数	67.02	67.02	99.31	51.93	55.88	49.67	212.93	-16.62			
工业指数	705.66	702.60	1133.07	672.27	900.14			27.56			
商业指数	780.45	777.38	1273.66	738.19	938.32			20.23			
地产指数	1847.90	1850.58	3081.36	1647.14	1910.23			3.37			
公用指数	1281.76	1280.38	2317.36	1201.73	1984.88			54.86			
综合指数	802.55	800.18	1401.62	766.36	1147.40			43.02			
上证 30	2442.42	2434.56	4460.28	2331.06	3772.36			54.45			
平均市盈率(倍)		市价总值(亿元)				流通市值(亿元)			上市证券数		
平均数	A 股	B 股	总数	A 股	B 股	总数	A 股	B 股	A 股	B 股	基金
41.24	43.43	11.99	9218.06	9032.45	185.61	2513.47	2307.86	185.61	372	50	15

数据来源:上海证券交易所。

表 11 深市指数 1997 年基本情况

指数名称	前收盘	开盘	最高	最低	收盘	成交量(亿股)	成交额(亿元)	涨幅(%)			
深证指数	327.34	326.33	520.25	295.44	381.29	1344.34	16958.66	16.84			
A 股指数	341.80	340.70	548.54	307.94	406.45	1305.29	16744.97	18.91			
B 股指数	145.48	145.44	186.69	91.25	98.96	39.05	213.69	-31.98			
成份指数	3215.82	3195.52	6103.62	2985.39	4184.84			30.13			
成份 A 股	3572.52	3548.52	6950.11	3317.02	4814.71			34.77			
成份 B 股	1290.97	1290.97	1611.76	693.85	760.63			-41.08			
深证工业	3428.61	3384.53	6151.64	3160.04	4068.28			18.66			
深证商业	4455.72	4479.00	10721.92	3859.16	4395.00			-2.17			
深证金融	4815.44	4810.30	13667.90	4542.98	9593.44			99.22			
深证房产	2201.35	2191.08	3633.47	1893.14	2043.09			-7.19			
深证事业	2920.31	2908.03	4545.47	2685.01	3626.10			24.17			
深证综合	3491.52	3468.24	5089.12	3224.51	3842.04			10.04			
深证基金	2249.64	2228.12	3369.93	1317.24	1380.36	173.15	588.39	-38.64			
平均市盈率(倍)		市价总值(亿元)				流通市值(亿元)			上市证券数		
平均数	A 股	B 股	总数	A 股	B 股	总数	A 股	B 股	A 股	B 股	基金
39.86	42.66	10.66	8311.17	8121.74	189.43	2690.96	2521.27	169.69	348	51	10

数据来源:深圳证券交易所。

中国资本市场的 unstable 还表现在较高的换手率和市盈率上。

表 12 世界主要证券市场换手率比较

年	上海	深圳	台湾地区	纽约	东京	韩国	伦敦	香港	泰国	新加坡
1996	591	902	243.43	51.98	26.91	90.73	58.30	43.91	29.79	14.40

注:上海、深圳换手率计算方法为:换手率=年成交股数/年末流通股数

表 13 世界主要证券市场市盈率比较

年	上海	深圳	台湾地区	纽约	东京	韩国	伦敦	香港	泰国	新加坡
1996	31.20	35.42	29.00	15.70	85.30	18.70	58.30	16.40	13.30	21.50

注:本部分的其他国家或地区数据来源于台湾证券管理委员会《证券统计要览 1996》。

以上比较说明,中国资本市场价格波动剧烈,换手率和市盈率高,这反映了资本市场中短期投机盛行,证券市场价格严重背离企业价值。

表 14 上市公司亏损情况表

		亏损家数	亏损比例(%)	亏损金额(万元)	平均每股亏损(元)
沪市	1994 年	—	—	—	—
	1995 年	6	3.19	42 136	0.25
	1996 年	14	4.78	97 929	0.93
深市	1994 年	2	1.67	3 279	0.13
	1995 年	11	8.15	27 047	0.15
	1996 年	17	7.17	109 536	0.36
总计	1994 年	2	0.68	3 279	0.13
	1995 年	17	5.26	69 183	0.2
	1996 年	31	5.85	207 466	0.37

数字来源:中国证监会,1997。

中国证券市场中普遍重视技术分析,股评家、技术分析家大行其道。殊不知这正是资本市场不成熟、无效率的表现。一个理性的、有效率的市场需要理性的投资者和高素质的、谙熟现代证券定价理论的分析专家,同时还需要一套有效率的运行制度和监管制度。如果没有这些要素,那么资本市场的价格发现功能和要素配置功能就无法有效发挥。

在广义的资本市场中(包括证券市场和货币市场),利率是一种更本质的资本价格。美国经济学家爱德华·肖(Edward S·Shaw)从金融深化角度讨论了利率这一资本价格的功能。他指出,金融资产价格也许是金融深化与否的最明显的表现。金融深化意味着,利率必须准确地反映客观存在的、能替代现时消费的投资机会和消费者对延期消费的非意愿程度(爱德华·肖,1973)。根据爱德华·肖的分析,金融深化是利率发挥资本价格功能的制度条件。金融深化是对储蓄流量进行竞争性和创新配置的一个重要前提。扩展的资本市场往往是新投资企业和技术创新投资项目出现的相应条件。在扩展的资本市场上,各种投资竞相争夺储蓄支配权。而利率这种价格可用来甄别各种投资选择,使资本要素流向效率更高的地方使用。

中国经济的金融深化程度有限,利率基本上不能发挥资本价格的功能。中国现在的利率不是由货币供求关系或资本供求关系所决定的市场利率(金融机构同业拆借利率的市场化程度

相对较高),而是一种政策性利率。利率不是经济中的一个内生变量,基本上不反映实际的货币—资本供求关系,因而与货币需求、资本供求乃至总需求的联系都不大(赵晓雷,1998)。另外,根据理论,利率并不是一种货币政策工具,它与货币供给量一样是一个货币政策指标,是货币政策工具作用的对象(因为利率的变动会影响投资行为,所以它才成为货币政策的中间目标)。但中国人民银行现在并不是通过货币政策工具调控利率,而是直接制定利率,将利率当作货币政策工具使用(学术界也有不少人将利率作为货币政策工具来分析)。这不仅说明了中国目前的利率不是市场利率,只是一种行政性利率,是一种外生变量;也决定了这种利率与经济的相关性较差,对经济行为的调节效应微弱。而要使中国的利率真正成为市场利率,成为经济中的内生变量,这不只是一个金融制度改革过程,更是一个经济市场化的发展深化过程。

参考文献:

1. 中国证券监督管理委员会:《1997年中国证券期货统计年鉴》,中国统计出版社1997年出版。
2. 世界银行:《从计划到市场:1996年世界发展报告》,中国财政经济出版社1996年出版。
3. 世界银行国别研究报告:《中国经济、治理通胀、深化改革》,中国财政经济出版社1996年出版。
4. 里昂证券:《中国研究报告》1995年9月。
5. 刘洪:《国际统计年鉴》(1997),中国统计出版社1997年出版。
6. 陈国进:《资本市场理论与现代投资分析》,中国金融出版社1997年出版。
7. 赵晓雷:《货币理论与西方宏观经济学说的演变》。载上海财经大学财经研究所编《经济理论与中国经济分析》,上海财经大学出版社1997年出版。
8. 赵晓雷:《利率变动对中国国民经济影响分析》,《河北经贸大学学报》1998年第2期。
9. Credit Lyonnais Securities Asia, "CHINA RESEARCH", November, 1997.
10. Edward S · Shaw, "FINANCIAL DEEPENING IN ECONOMIC DEVELOPMENT", Oxford University Press, 1973.

(作者系上海财经大学财经研究所教授;单位邮编:200433)