

宏观经济下的中国资本市场波动研究

李全

(南开大学政治经济学研究中心, 天津, 300071)

摘要：在宏观经济中，资本市场的作用已不可或缺，同时，离开内生的货币供给和宏观经济运行状况，资本市场难以维系其二级市场的价格，而中国的资本市场受政策影响的权重颇大，其波动就越发不规则，两年多以来国内资本市场的走势就是一个恰当的例证。当然，就长期而言，“资本市场是宏观经济的晴雨表”是一个趋势，我们试图分析宏观经济与资本市场内部的运行规律及互动作用，进而为资本市场的良性发展提供一定的理论依据。

关键词：宏观经济 资本市场 货币供给 市场波动

中图分类号：F **文献标识码：**A

一、资本市场在金融体系中的地位

金融市场在市场经济体系中处于主导和枢纽地位，是以金融资产为交易对象的市场总和，主要指资本市场与货币市场。在具体运行中其二者有着千丝万缕的联系。首先，证券发行市场中通常要有证券经营机构垫款，垫款所需资金依赖于货币市场的资金供给；通过证券交易市场，又促进了资金在两个市场的自由流动，股指上涨时，大量资金会从货币市场涌向资本市场，股指低迷时，资本市场的资金会向货币市场回流，这种流动使得两个市场日益融为一体。其次，中长期借贷市场的资金来源于证券市场，金融机构的长期信贷资金往往通过证券市场筹集，比如发行股票或金融债券筹集的资本金。随着各种可交易金融衍生品的出现和发展，资本市场已经越来越成为现实经济体系的一个重要组成部分，并以其便捷的交易模式和迅速的信息传递方式逐渐成为衡量现实经济状况的一个重要标志。

在这里，为了将分析简化，我们假设所有的企业都是上市公司，而上市公司的自有资金是通过资本市场筹集的，而且，在我国，由于资本市场中长期借贷市场尚不成规模，所以，我们讨论资本市场时主要集中在对证券市场的研究方面，所指资本市场也以证券市场为主。因此，我们可以假定所有企业的资金都是通过证券市场筹集的。这样，根据我们先前的分析，在宏观经济运行中起决定作用的金融体系包括银行等金融机构及资本市场两个部分，在这样一个完善的金融体系中，上市公司的资产存量，是由资金流量来支持的。

二、经济总量与资本市场走势的互动

金融资产的价格取决于流入资本市场的货币供应量，其中，一部分来源于家庭在储蓄和消费之外购买金融资产的货币量，另一部分来源于企业，即企业利润和贷款中在投入实物投资和必要的现金储备之外投资于资本市场的货币量。

根据上市公司财务报表的显示，其所投资金的融资来源是从资本市场筹集的资金和银行贷款，在资本市场上发行股票所筹资金 E_1 全部构成上市公司净资产，即上市公司的资本金或资本存量。银行贷款 D 全部构成上市公司负债，则上市公司总资产为 $E_1 + D$ ，资产负债率为 $\frac{D}{E_1 + D}$ ，当销售收入扣除贷款本息、工资、股息红利后，剩余部分构成利润并作为资本存量沉淀下来。于是股票价格指数决定于家庭和企业的总储蓄中用于在股市中炒股的资金量 E_2 （二级市场资金量）或说取决于总储蓄中分入资本市场的货币量以及这个货币量在 E_1 和 E_2 之间的划分比例。当资本市场处于稳定状态或说股指不涨不跌处于原始均衡状态时，上市公司资本存量的价值就是其市场价值。这样，就要求总储蓄中投入资本市场资金量的比

例保持稳定，而且投入资本市场的资金量在一、二级市场中的分配亦保持一稳定比例。这时上市公司的净资产值就与其股价一致起来。但是，资本市场是一个买卖“预期”的市场，在这里交易的不仅仅是上市公司的资产现值，还要附加上投资者对这部分资产升值或跌值的预期，股指就由此两个比例来决定了。

随着金融资产总量的增加，金融资产在资产总量中所占的比重越来越大，如图 1，80 年代末期金融资产终于脱离了与实际资产的交错而超出实际资产，90、91 年设立证券交易所以后，实际资产继续虚拟化，金融资产迅速增长而实物资产值大幅下降。其中也有波动，比如在 96 年底—97 年初的熊市中，金融资产值大幅下降而实物资产一度超过金融资产总量。但总体来说，总资产的增长是在二者增长的基础上进行的，见图 2，金融资产的波动幅度大于实物资产，而总资产则在二者相互影响、相互制约中不断增长，带动了国民经济的平稳健康发展。

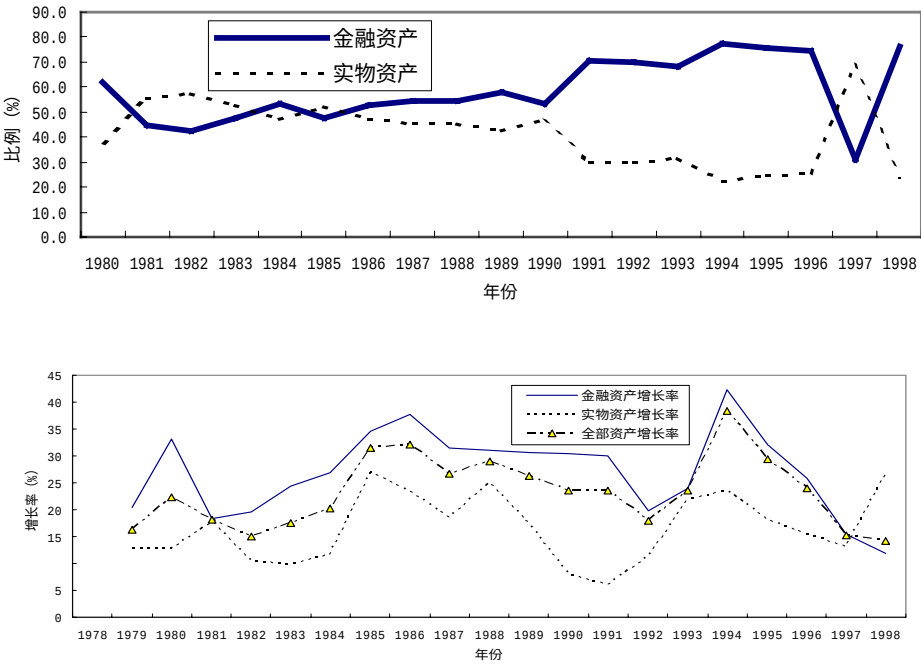


图 2、1978-1998 金融资产增长率—实物资产增长率—总资产增长率

这样，我们就易于理解资本市场如何通过货币供求的相互作用影响着 GDP 的走势，尤其是中国资本市场规模不断扩大的条件下资本市场与 GDP 的相关程度更高，如图 3 与图 4 所显示的：

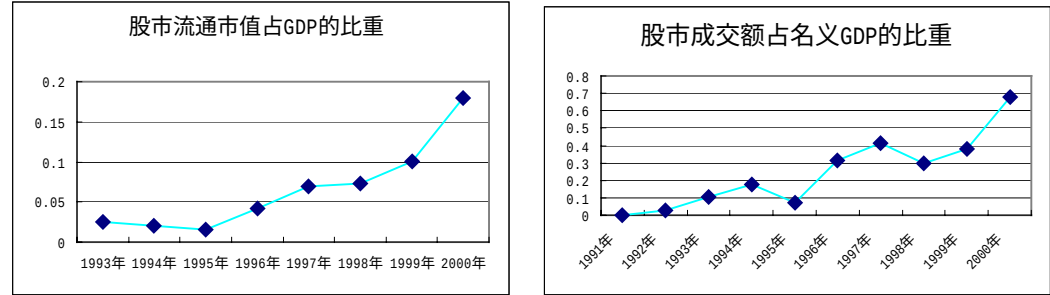


图 3、1993—2000 流通市值/GDP

图 4、1991—2000 股市成交额/GDP

我们可以清楚地看到，资本市场作为宏观经济的一部分，已经从量的积累变为对宏观经济质的影响。

三、宏观经济与资本市场之间的传导机制

关于资本市场与宏观经济的讨论，许多经济学家已经根据货币政策与股市的密切相关以及对国民经济的影响，提出了一些相关理论，有一些比较成形的，比如：

1、托宾的 q 理论

托宾的 q 最初的表述如下：

$$q_0 = \frac{\text{追加投资的边际效率}}{\text{金融资产的收益率}} \quad \text{公式 1}$$

根据衡量边际收益来决定是否进行再投资，是从边际的角度来说明的，而现在常用的往往是取一般值进行计算，表述如下：

$$q = \frac{\text{企业市场价格}}{\text{企业重置成本}} \quad \text{公式 2}$$

这里，若 q 值较大，说明企业的市场价值要高于资本的重置成本，新厂房设备的资本要低于企业的市场价值。这种情况下，企业投资的边际收益为正，企业有利可图，其投资支出便会增加，因为他们可以通过发行股票买到更多的投资品。如果 q 较小，即公司市场价值低于资本的重置成本，其投资效率较低，企业将不会购买新的投资品，而将购买较便宜的企业而获得旧的资本品，这样将会降低投资支出。根据托宾的理论，在货币供应量上升时，股票价格上升，q 值上升，企业追加投资，从而带动国民收入的增长。

即：M（货币供应）↑→E（股票价格）↑→q↑→I（投资支出）↑→Y（总产出）↑

2、莫迪利亚尼的财富效应

莫迪利亚尼认为，决定消费支出的是由消费者所有的财富所决定，其中一个重要组成部分是金融资产，而金融资产的主要部分是股票。扩张性货币政策使消费者可支配收入增加，从而在日常消费支出可增加弹性不大的条件下，新增收入多数会流入资本市场变为金融资产，供求的变化可导致股票价格上升，进而导致持有者的金融资产增值，这会增加投资者的预期收益，从而拉动消费，并带动国民经济增长。

即：M↑→E↑→F(财富)↑→C(消费支出)↑→Y↑

3、流动性偏好

由于固定资产投资或其他实物投资方式投资周期长，不易于变现，因而消费者往往把金融资产的流动性看作一种保值增值的手段，投资者也为了规避预期的金融风险而进行金融资产投资，因为其较强的变现能力使得企业和个人的财务状况得到改善，并且具有防止财务状况恶化的功能，而增加金融资产总量，会使股价上扬，股价上扬又增加了金融资产的总量，资产值的增加会拉动消费和投资，最终促进了经济的繁荣。

即：M↑→E↑→金融资产价值↑→财务困难的可能性↓→C_{耐用}(耐用消费品支出)↑→Y↑

4. Raiph Chami 的股票市场渠道

由于金融市场的发达，越来越多的居民将大量收入投入到股票市场中去。近年来，经济学家通过分析股票市场的内在作用机理，提出了不同于托宾 q 理论和财富效应的渠道——股票市场渠道。股票市场渠道的机理在于：货币当局通过改变货币政策变量（如货币供应量），影响经济社会的一般物价水平（通胀水平），居民拥有的股票的收益和资本金（表现为名义收入）将会受到一般物价水平的影响，股票的价格便会产生波动，这样股票持有人就会随着通胀的变化改变其对股票回收率的要求，公司为满足股东的要求就会相应调整生产，最终使总产量上升（Raiph Chami 1999）。

即：M↑→P(价格水平)↑→股票股息价值↓→本期股票真实回报↓→I_{t+1}↑→Y_{t+1}↑

总言，资本市场在宏观经济中占据着不可或缺的重要地位，对整体经济起着至关重要的作用。而在资本市场中，金融资产的价格决定，也是与宏观经济的走势息息相关的，尤其是

货币供求关系对金融资产的供求平衡所起的主导作用。

四、模型的表述及经验检验

(一) 货币内生的假设前提

关于内生货币供给理论，早在 19 世纪就有所争论，最早的有银行主义学派中的图克和威尔逊等人、马克思、凯恩斯、熊彼特等。图克说：“物价不决定于为银行券所标示的货币量，亦不决定于流通媒介总体的数量；相反，流通媒介的数量却为物价的结果。”¹他又进一步阐述：“银行券的数量，乃需要的结果，而非其原因。”²富拉顿也认为通货数量变动不是物价变动的原因，而是其结果。在此基础上，图克论述了单纯发放银行券是无用的，从而否定了中央银行外生的货币供给，他还说：“无论地方银行或英格兰银行，都没有增加银行券流通数量的力量。”³虽然早期的内生货币理论不够系统清晰，但这毕竟成为了货币内生理论的最初理论源泉。

这里我们尤其值得一提的是金融深化者格利、麦金农和肖，他们超前的提出，虽然中央银行掌握着控制货币数量的工具，但是随着市场力量的增强，货币自身的供给会日趋达到平衡。格利指出：“在战后，虽然货币供给的增加已被抑制，但金融统治对于阻碍物价水平的上升，却并未得到多大的成功。许多观察家认为，这是由于过去数十年间经济情况的根本变化，致使金融政策对物价与产量的影响力显著削弱之故。根本变化之一就是在金融当局直接统治外的非货币的金融中介机关的急速的成长。”⁴在论述非银行金融机构的货币创造中，他们还进一步指出：“货币机构与非货币的中介机构有许多共同点，而且，共同点比区别更为重要。这两类金融机构都创造金融债券，它们都可以根据持有某类资产而创造出成倍的特定负债。……它们都能创造可贷资金，引起超额货币量，并产生大于事先储蓄的超额事先投资。”⁵其实，在中国，经济学家们常常说的“倒逼机制”⁶也是说的这个意思，因为在特殊的计划占主导的体制下，国家控制货币供给是必须的，但随着市场力量的增强，货币自身的供求会渐渐达到平衡，从而实现正常的货币内生。⁷

我们根据货币的流动性将货币供应量分为三个层次：流通中现金为 M0；狭义的货币供应量 M1 包含 M0 与企事业单位的活期存款；广义的货币供应量 M2，包括 M1 与居民储蓄存款、企事业单位定期存款，尤其要提出的是，在 2001 年 6 月以后根据人民银行新的统计口径将证券公司客户保证金也划如这一部分，以反映社会总需求的变化。三者流动性依次降低。

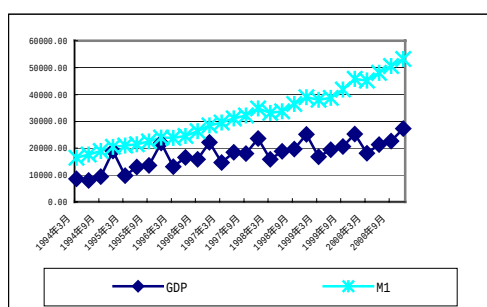


图 5、GDP—M1

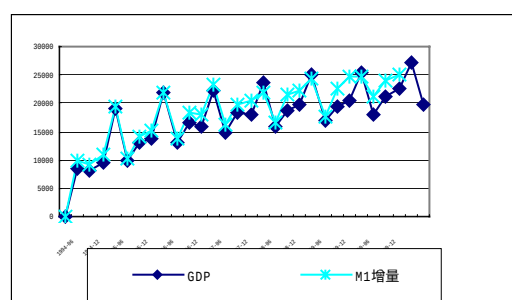
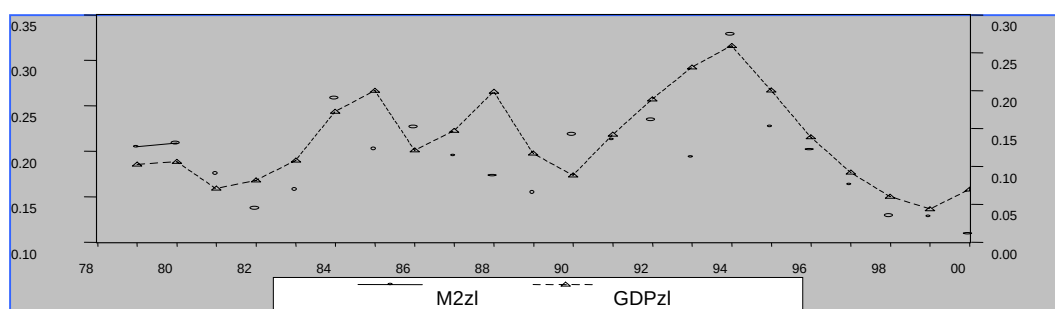


图 6、GDP—M1 变化率



由图 5 我们我们看到 GDP 随着 M1 有缓慢的向上增长的趋势，但不够明显，在图 6 中比较 GDP 与 M1 的增量可以看出 M1 的波动较活跃，其较好的流动性控制着 GDP 的走势，验证了货币供应量对经济增长的影响。然后我们再观察 GDP 与 M2 增长率的长期走势，见图 7，容易看出 M2 滞后于 GDP 运行，说明了宏观经济对货币供应量的“倒逼机制”。

(二)、资本市场的宏观模型

通过以上的论述，我们可以把这个过程简化地用公式表示如下：

$$GDP=C+I=C+D+E1$$

公式 3

$$M=GDP+E2$$

公式 4

其中 GDP 为国民生产总值，M 为货币量，C 为消费，I 为企业投资，D 为银行贷款，E1 为企业在资本市场筹资总额，E2 为货币供应量在二级市场的漏出，也就是说，资本市场中发行资金进入企业形成投资，交易资金沉淀在二级市场成为一个新的循环，不创造 GDP。

这里，由于中国股市的股本份额结构中，非流通股基本占有接近三分之二的比重，如果我们把这部分仅仅显示于帐面的非流通市值作为股市交易的衡量指标，显然不合适，因此在市价总值的选取方面我们主要参照的是股票市场流通总市值。并且，为了尽量减小误差，我们选取流通市值一筹资额（包括增发新股和配股在内）（用 LTCZ 表示）作为衡量资本市场交易规模的主要指标。

在其他指标的选取上，上证 A 股指数（用 SA 表示）；货币供应量指标（用 M1、M2 表示）；存贷差率（用 CDCL 表示），是代表货币市场存款与贷款差额的比率对二级市场吸收漏出货币的研究有较大的意义；印花税（用 YHS 表示）；市盈率（用 SYL 表示），是衡量股票投资价值或投资风险最直观的指标；换手率（用 HSL 表示），反映市场资金的流动性；开户数，是反映市场人气的主要指标；时间，我们选取 1998 年 1 月～2000 年 12 月，单位为月，期间资本市场资金量较大，且代表性较强。

最终经过检验我们得到回归方程为：

$$Gdlnltcz=-11.619+1.247gdlnm2+0.044gdlnyhs+0.830gdlnsy1+0.658gdlnkhs-0.117gdlncdcl$$

$$(-10.299) \quad (5.348) \quad (3.520) \quad (9.385) \quad (2.722) \quad (-2.307)$$

$$R^2=0.993 \quad DW=1.952 \quad s.e.=0.029$$

公式 5

经查表，DW 统计量的下限值 $d_l=1.16$ ，下限值 $d_u=1.80$ ，根据 DW（Dudin-Watson）检验的规则，当 $d_u < DW < 4-d_u$ 时， u_t 是非自相关的，在本题中

$$d_u=1.80 < DW=1.952 < 4-d_u=2.20$$

公式 6

故 u_t 是非自相关的。因此得到最终的回归方程，如下：

$$lnltcz_t=-11.619+0.167lnltcz_{t-1}+1.247lnM2_t-0.208lnM2_{t-1}+0.044lnyhs_t-0.007lnyhs_{t-1}+0.830lnsy1_t-0.139lnsy1_{t-1}+0.658lnkhs_t-0.110lnkhs_{t-1}-0.117lncdcl_t+0.020lncdcl_{t-1}$$

公式 7

可以看出 LTCZ 变化的百分比受到本期和上一期货币供给量 M2、印花税、市盈率、开户数、存贷差率等自变量和上一期的 LTCZ 变化百分比的影响，上一期 LTCZ 每变化 1%，就会引起本期 LTCZ 变化 0.167%，同理本期的货币供应量 M2 每变化 1%，也会引起本期 LTCZ 的 1.247%，其他变量依此类推。

而在实际运行中，结果也是这样的，如图 8 是 LTCZ 与 M2 实际值的相关状况，图 9 则是去除其自相关后的拟合情况，当然，我们也可以看出，LTCZ 在受 M2 影响的同时，也会因为其他原因而波动，但毋庸置疑的是，资金量是其波动原因的核心。

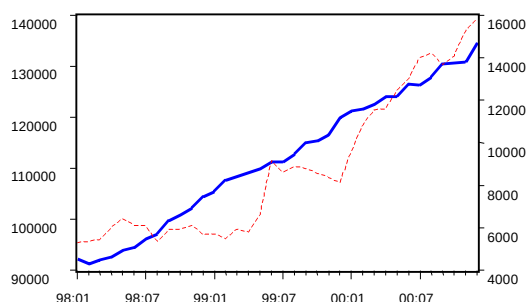


图 8、1998,01—2000,12, LTCZ—M2(实线)

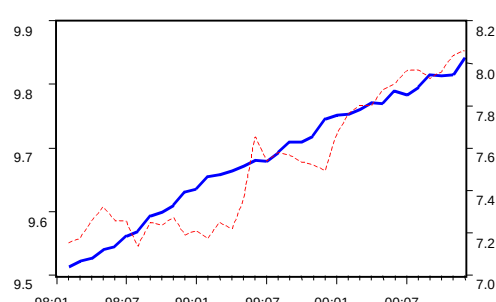


图 9、1998,01—2000,12, GDLNLTCZ—GDLNM2(实线)

五、一个有关资本市场的宏观经济问题——国有股权问题

目前我国上市公司的股权结构中，国有股占总股本的比例超过 50%，国有股不流通在公司治理上会导致国有企业主体缺位、无法真正扭转企业机制及确立有效的治理结构、资源配置不合理并导致国有资产流失（以及由此产生的寻租和分配不均）等问题；对证券市场则带来了影响市场稳定及长远发展等问题，“要加快国有股、法人股流通问题。这是中国证券市场创试过程中遗留下来的‘棘手’问题，同时又是中国证券市场进一步规范发展回避不了的问题，也是加入 WTO 后与国际接轨必经之路。”⁸。

国有股不流通的最初目的在于把量化的资本由一个整体且为法人所持有并行使相应的权利，它虽然有别于目前国际上通行的优先股和普通股的股权设置模式，但其对我国经济体制改革历史的客观性、必然性、合理性是不容否认的。其在一定时期集中了国家的财力，对经济的发展起到了巨大的推动作用，而且，毕竟是向全流通的市场化进程迈出的重要一步。

但是，正是由于这种贡献，长期以来，国有企业也背上了沉重的包袱：由于产权不明晰而导致的三角债问题、企业冗员及离退休职工问题、委托代理风险及引发的国有资产流失问题……种种原因导致了企业资产不变甚至增值（资本市场上对壳资源的炒作导致亏损或濒临亏损股票的升值）的情况下利润的不断下降，资产收益率的下降将最终导致企业的亏损，而目前，亏损的国企也是有相当比例了。然而，由于中国资本市场流通资源的稀缺，这些企业二级市场的股价并未大幅下挫至与其实际的资产水平相吻合。这实际上增加了企业在资本市场上再融资的难度，因为它的资产收益率已经远远达不到法定的标准了。这样，博弈的一方——市场（这里大部分是流通股股东，也有有意持有该企业股票的投资者）不接受这样的企业增发新股或是配股，至少难以在较高的价位接受这些新股的发行，2001 年夏至今的疲软行情就是一个明证，每一次有关国有股减持的推进方案（当然往往是博弈另一方的提案）出台之日就是股市暴跌之时；博弈的另一方——国有股股东或作为其隐性代理人的政府（具体执行部门为财政、国资等部门）为了国有资产的保值增值，或者至少不会贬值，因此往往按照这些上市公司的流通股股价来计算减持的价格，或者即使略有降低也决不按企业现行的实际资产价格进行估价，比如，亏损的项目或企业在财务管理上依然可以将帐目作成盈利，这不是作假帐，因而在法律上有充足的理由认为企业有继续发展乃至筹资的可能性。可见，现实条件下，博弈双方是难以达到均衡的。

我们认为，具体而又切实可行的做法就是降低上市公司的资产值，通过降低股价、降低市盈率来提高净资产收益率，这样将会使得博弈双方获得一个均衡的条件。有人问，如果在这个过程中企业亏损乃至破产了呢？我们说，这正是我们所需要的。“……企业资产的价值等于累加的投资值……企业的资产被清算后，企业的资产价值就只是等于交易值。比如，一个企业由于过高的资产值而计算的折旧导致企业的亏损，它可以通过清算的方式使资产贬值，如宣布破产或让另一个企业以低价兼并它，这种清算方式的资产交易所产生的资产贬值

将不再记入企业的亏损，这个企业在财务会计上就可能出现盈利。这种清算的计算方法与正常经营的区别就在于会使整个经济的资产价值不再等于投资的累加值。”⁹因此，国有股走出困境的唯一办法就是降低资产值。

如图 10，由于股价增长率攀升，相应每股净资产会下降，因为对应的总资产上升了，而利润不一定变化，甚至有可能下降；而股价增长放缓或下降时每股净资产会上升。再看图 11，由于股价增长率不断攀升（当然不是唯一原因），企业净资产收益率下降，并导致 GDP 增幅放缓或下降；相反，当股价增长放缓或下降时，企业净资产收益率会上升，导致企业盈利，从而带动 GDP 增长加快。这样看，也许降低资产值对整体国民经济的发展会有一个促进的作用，至少在资产值过高时。

由此联想到类似郑百文（亏损 27 亿元而未破产反被重组）、ST 银广夏等上市公司，净资产收益率已经低得可怕，可是仍然有公司对其进行重组。从我们的模型中，不能看出，重组的结果会使原本过高的资产值更高，而利润不变或下降，必将导致资本市场资金量不足以对应相应的股价，从而资金链断裂，进一步导致宏观经济衰退。

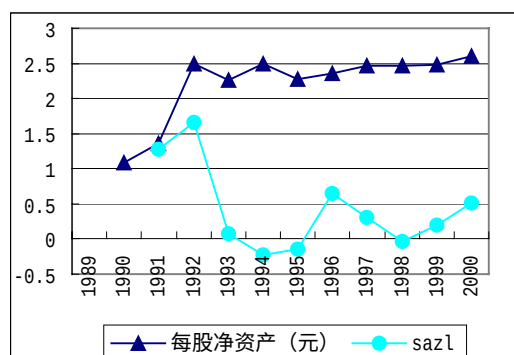


图 10、每股净资产—上证 A 股指数增长率

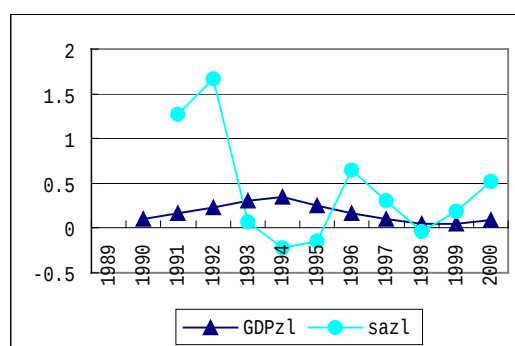


图 11、GDP 增长率—上证 A 股指数增长率

参考文献

- [1]胡继之.中国股市的演进与制度变迁[M].北京:经济科学出版社,1999.
- [2]厉以宁,曹凤岐等.中国资本市场发展的理论与实践[M].北京:北京大学出版社,1998.
- [3]樊纲.公有制宏观经济理论大纲[M].上海:上海三联出版社,1994.
- [4]樊纲.生活·读书·新知三联书店[J],上海:上海三联出版社,1995.
- [5]耿明斋、李全等.我国投资体制改革的目标模式及其运作方式研究.2000年3月,国家社科基金“九五”规划资助项目.
- [6]李学.庄家的交易行为及其对股价的影响.《深圳证券交易所研究报告》深圳证券交易所网站,2002年.
- [7]刘骏民.从虚拟资本到虚拟经济[M].济南:山东人民出版社,1998.
- [8]刘明康主编.2000—2001 国际金融报告.经济科学出版社,2001.
- [9]刘树成,沈沛主编.中国资本市场前沿理论研究文集[C].社会科学文献出版社,2000.
- [10]柳欣.中国宏观经济运行[J].东岳论丛,1999,(3).
- [11]柳欣.货币、资本与一般均衡理论[C].南开大学虚拟经济研究中心论文集,2000.
- [12]柳欣.一种新的宏观经济理论[J].南开经济研究,1999,(5).
- [13]宁咏.内生货币供给:理论假说与经验事实[D],1998年南开大学博士研究生学位论文.
- [14]王雪冰主编.1999—2000 国际金融报告[M].北京:经济科学出版社,2000.
- [15]魏成龙.企业投融资研究[M].北京:中国经济出版社,1999.
- [16]吴晓求主笔.中国资本市场:创新与可持续发展[M].北京:中国人民大学出版社,2001.
- [17]夏斌.中国私募基金报告,2001年7月6日,全景网络.
- [18]易纲.中国的货币、银行与金融市场:1984_1993[M].上海:上海三联书店,上海人民出版社,1996.
- [19]张军.话说企业家精神、金融制度与制度创新[M].上海:上海三联书店,上海人民出版社,2001.
- [20]《中华人民共和国公司法》,1994年7月1日施行.
- [21]《中华人民共和国证券法》,1998年7月1日施行.
- [22]中国证券业协会.证券市场基础知识[M].上海:上海财经大学出版社,2002.
- [23]中国证券业协会.证券发行与承销[M].上海:上海财经大学出版社,2002.
- [24]钟朋荣.中国通货膨胀研究[M].南昌:江西人民出版社,1990.

- [25]周道炯.规范上市公司行为是市场稳定发展的基础,“2002年中国证券市场高级论坛”2002年3月20日.
- [26]周晓寒.金融经济论[M].北京:中国经济出版社,1988.
- [27]J.伊特韦尔,M.米尔盖特,P.纽曼编,《新帕尔格雷夫经济学大辞典》.北京:经济科学出版社,2000.
- [28]格利,1960年,转引自刘黎熬.国际货币金融学说[M].中国展望出版社,1983.
- [29]格利和肖,金融理论中的货币[M].上海:上海三联出版社,1994.
- [30]图克,1844年,转引自刘黎熬.国际货币金融学说[M].中国展望出版社,1983.
- [31]W·戈德史密斯.金融结构与金融发展[M].上海:上海三联书店,上海人民出版社,1994.
- [32]I·麦金农.经济发展中的货币与金融[M].上海:上海三联书店,1988.
- [33]威廉·F·夏普,戈登·J·亚历山大等.投资学[M].北京:中国人民大学出版社,1998.
- [34]保罗·克鲁格曼.萧条经济学的回归[M].北京:中国人民大学出版社,1999.
- [35]Peter L.Rousseau and Richard Sylla:“Financial Systems, Economic Growth, and Globalization”, October 15, 2001.
- [36]Levine, Ross, and Sara Zervos:“Stock Market Development and Long-Run Growth”, The World Bank Economic Review, 1996,10(2,May).
- [37]Boyd, John H., and Edward C.Prescott:“Financial Intermediary- Coalitions”, Journal of Economic Theory, 1986,38(2, April).
- [38]Boyd, John, and Bruce Smith:“Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development”, Journal of monetary Economics, 1992,30(3,December).
- [39]Barry Eichengreen and Harold James:“Monetary and Financial Reform in Two Eras of Globalization”, Review of International Economic, September, 2001.
- [40]Cheung, Steven:“The Contractual Natural of the Firm”, Journal of Law and Economics, 1983.
- [41]Tobin, J. A. (1958) Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk, Review of Economic Studies, 25.
- [42]Tobin, J. A. (1980) Asset Accumulation and Economic Activity, Chicago: Chicago University Press.

The Study on China's Capital Market Fluctuation under Macro Economy

Li Quan

(Center for Studies of political economy of Nankai University, Tianjin 300071)

Abstract: In macro economy, the effect of capital market is dispensable. Meanwhile, it's hard for capital market to maintain the price of the second-class market without endogenous monetary supply and macro economic operation. China's capital market has been deeply affected by policy and therefore its fluctuation is irregular. The trend of the domestic capital market in these two years is a good example. In a long run, it's trend that capital market is the barometer of macro economy. We aim to analyze the operational laws and interacting effect of macro economy and capital market. Thus, it can offer a theoretical basis for the sound development of capital market.

Key Words: Macro Economy; Capital Market; Monetary Supply; Market Fluctuation

收稿日期:2003-12-18

¹ 图克,1844年,转引自刘黎熬,《国际货币金融学说》,中国展望出版社,1983年,第132页。

² 同上。

³ 同上,第133页。

⁴ 格利,1960年,转引自刘黎熬,《国际货币金融学说》,中国展望出版社,1983年,第405页。

⁵ 格利和肖,1994,《金融理论中的货币》,上海三联出版社,第175~176页。

⁶ 樊纲,1994年,《公有制宏观经济理论大纲》,上海三联出版社;钟朋荣,1990,《中国通货膨胀研究》,江西人民出版社;周晓寒,1988年,《金融经济论》,中国经济出版社。

⁷ 参照宁咏,1998年《内生货币供给:理论假说与经验事实》,南开大学博士研究生学位论文第1页。

⁸ 周道炯,2002年3月20日,《规范上市公司行为是市场稳定发展的基础》,“2002年中国证券市场高级论坛”,第3页。

⁹ 柳欣,《一种新的宏观经济理论》,《南开经济研究》,1999 年,第 5 期。