

清華大學

中國經濟研究中心



學術論文

依靠资本市场推进下一阶段结构改革

胡祖六

清华大学中国经济研究中心

No.200003

2000年2月

Working Paper

National Center for Economic Research

At

Tsinghua University, Beijing

依靠资本市场推进下一阶段结构性改革

胡 祖 六

清华大学中国经济研究中心

一. 引言

经过二十年的努力，中国的经济改革业已取得了重大进展。传统的中央计划模式已被打破，市场机制的作用明显加强。但结构性改革的最终目标尚未达到。下一阶段，也可能就是最后一个阶段（依笔者之见，短则五年，长则十年）改革的任务，应当是完成一切尚未完成的改革工作。在国有企业重组，银行改革，住房与社会保障制度改革，对外贸易与资本帐户自由化等重大领域取得突破，把中国转换为一个有效率、具有竞争力的现代市场经济国家。

本文认为，结构性改革能否取得突破性进展，资本市场是关键。过去改革未能克服的深层结构性问题，诸如所有制转换，公司治理，银行不良资产处置等等，都不能再依赖政府行政措施，而必须凭借市场手段加以解决，而资本市场就为市场化的改革方法提供了极为有效的工具。

正如吴敬琏教授等所指出的那样：“我国发展证券市场的最根本目的，是要改变过去那种通过行政命令配置资本资源的方式，代之以通过市场来配置资本资源。在一个有效的证券市场上，股份随着企业未来盈利能力的变化而变化，从而引导资本流向。因此，有效的证券市场有利于资本资源的优化配置和公司治理结构的有效运转”。（摘自陈清泰、吴敬琏、谢伏瞻主编《国企改革攻坚 15 题》）

二. 资本市场发展现状

虽然在理论上可望资本市场有效解决中国经济改革的深层难题，在实际上

它的功效多少、作用大小取决于资本市场的发展程度。

众所周知，中国的金融体系长期以来被传统国有商业银行所主宰，资本市场发展起步很晚，至今作用十分薄弱。自一九九〇年设立股票交易所以来，沪深两地 A 股与 B 股上市公司已近千家，总市值在 1999 年底已达 3197 亿美元，占 GDP 的 31.5%。如果加上内地在海外上市的公司，尤其是中国电信（香港），则总市值达 4278 亿美元，如表 1 所示。

中国的债券资本市场也起步较晚，规模更加狭小。国债与公司债合在一起，其总市值也只有 1375 亿美元，占 GDP 的 13.5%。

相比之下，中国银行体系的现有规模远远大于资本市场的规模。一九九九年年底，国内信贷为 12302 亿美元，为 GDP 的 121%。

中国银行体系的经营不善与不良资产问题，现在已引起广泛注意。除了多年实行计划经济，以行政命令分配信贷，各政府部门的干预形成政策性贷款等中国所特有的问题，银行作为一种金融中介机构，特别容易受到“道德风险”（moral hazard）的影响。它的负债一方主要来自存款包括个人存款，许多国家政府设有存款保险制度，或者象中国这样的隐含存款担保承诺，除非银行监管制度十分健全，道德风险的存在极容易导致银行经营不当与资产质量问题。这一点从过去两年亚洲的金融危机中充分显露出来。

总结中国银行体系的现状与作用，可以简单地概括为“一个成功，两个失败”，即中国银行在汇集民间储蓄（家庭与企业储蓄）方面是成功的，但在有效分配资源（即把储蓄转化为高生产率的投资）与改进公司治理（即监督借款企业经营业绩）两方面则基本上是失败的。后两个目标只能寄希望于资本市场的发展得以实现。

三. 资本市场之功能

融资

资本市场一个与银行相同的功能，也是为人们所熟知的功能，就是为企业融资，尤其是提供长期资本。但即使单纯就融资而言，资本市场能够担负传统银行不能胜任的角色。它不但可为成熟的企业提供资本，也可为初创小企业募集发展资金，比如通过所谓的第二板股票市场（美国的 Nasdaq 与香港的 Growth Enterprise Market），或者通过高收益率债券市场（high-yield debt），也称之为垃圾债券（junk bonds）市场，即信用评估低于投资品级的债券。那斯达克与高收益率债券市场为美国的高科技公司的发展壮大立下了汗马功劳。

微远公司就是著名的例证。而美国第二大电讯公司 MCI 的崛起是靠从垃圾债券市场筹资而成功的。中国经济改革面临的一个战略任务就是壮大民营经济的力量，扶植新型中小企业发展，尤其是民营高科技企业的发展。现有的银行体系难以胜任为这些新生企业融资的工作，非得靠资本市场不可。

在中央“科技兴国”的号召下，近来各级政府都非常重视高科技发展，有些部门和地区比如北京、深圳等市甚至成立了政府注资的“风险投资基金”。但中国还没有真正的民间风险投资基金。欲得到这类高风险投资的高回报率（通

常在 100%之上), 这些企业最终必须上市或出售给成熟的大企业, 即风险投资必须有出路 (Exit), 而出路往往是资本市场提供的。因此离开资本市场, 搞所谓风险投资基金, 只能是一厢情愿。

除了融资这一熟知的功能, 资本市场还有一个很重要的基本功能, 就是风险汇聚与分散 (risk pooling and risk sharing) 的作用。许多经济活动都具有风险性。风险分享可以改善资源分配效率, 提高社会福利水平。比如个人消费者在其生命周期中可以通过选择各种风险与无风险资产的组合, 达到动态优化其消费——储蓄行为, 以获得最大的效用与满足。农民在面临不确定的自然气候或市场需求条件下, 也可以通过资本市场货物商品远期合同 (commodities futures) 来减少农产品价格大幅波动引起的收入之损失。事实上, 风险分散对许多成功的大企业也是非常重要。只从融资的角度, 就很难解释为什么微软公司现在还是一个公开上市的股份公司。其创办人比尔·盖茨富可敌国, 其个人财富加上债券集资完全可以将微远重新变为一个私人独资或私人控股的公司。但保留微远做为一个公众持股的上市股份公司的好处之一, 就是可将其商业或法律风险 (比如如果其办公室 2000 系列软件出现差错或者美国司法部以反托拉斯名义对微软进行法律制裁时) 分散到众多股东之中。

信息披露

信息是企业和个人投资决策的基本依据。信息不完全或信息不对称都有可能增加逆向选择 (adverse selection) 与道德风险 (moral hazard) 的成本, 导致决策错误和资源分配的低效率。

资本市场的另一重要经济功能就是收集了大量信息, 大大降低了信息的成本。资本市场的监管体系, 保证了信息的完整披露。在大多数工业国家, 政府监管机构对于想在市场公开发行证券的企业制定了严格的信息披露要求。比如在美国, 证券法要求上市公司按照认可会计准则编制详细财务报表定期向投资者报告经营业绩。即使在新兴市场国家, 因法规不严或监管不力, 上市公司信息披露程度远低于美国。但是, 它们的信息披露情况比起非上市公司来仍然大有改善。

在资本市场上, 也往往有以收集信息为专门职业的机构, 比如莫迪与标准普尔公司, 它们从企业的财务报表、资产负债平衡表、季度与年度报告中采集信息, 把结果卖给投资者。

资本市场的另一信息优势是拥有众多专业分析研究人员。虽然商业银行也雇有专职分析员, 以帮助贷款决策, 但无论从数量或质量上都比不过活跃于资本市场的分析员。几乎所有投资银行 (卖方) 和各种投资基金 (买方) 包括养老基金、保险基金等机构投资者, 都有专门的分析员从事对某一国家, 某一行业或具体负责某一公司的信息搜集与跟踪分析工作。这些专业分析人员为投资者提供的信息质量影响到他们在市场上的声誉从而直接影响他们的收入报酬和事业前途。这些专业分析人员的存在, 使得资本市场上集中的信息比传统金融中介机构所能搜集的信息更为充分, 更为完善。

效率市场假说

如果市场参与者有理性预期（rational expectations），他们会利用一切可以得到的信息来做投资决策。从而资产价格也应当反映了一切可以得到的信息，这就是效率市场假说（efficient market hypothesis）。如果该假说成立，那么一个公司的股票价格将反映其市场基本面（即一切对该公司未来收入流有直接影响的因素），从而股票价格提供了市场对一个公司未来盈利预期的指示器。

公司治理

因为股票价格综合了市场对一个公司未来利润率的预期，它为评价企业的经营业绩提供了一个客观尺度。股票价格的升降可以指示资本的有效配置，并可以奖惩业绩好坏的公司。这就是为什么资本市场可以帮助改善公司治理的原因。

四. 结构改革应依靠资本市场

如前所述，资本市场的基本经济功能，包括其特有的功能，决定了它在一切成功的结构改革中所应扮演的重要角色。资本市场事实上为一些改革的难题提供了直接答案。

所有制转变

在从以国有经济为主宰的指令性计划经济向市场经济转轨的过程中，所有制转变或所谓产权制度改革，是必要一环。民营化通常是转变所有制的基本方式。而公平有效的民营化，与俄国式的黑帮接管国有资产截然不同，应当在资本市场上公开透明地拍卖或出售股权的形式来实现。后者即上市公开发行股票是被各国实践证明行之有效的民营化方式。这种依靠资本市场的所有制转变，也能避免国有资产非法侵剥或流失，增加了政府的资本性收入（privitization proceeds），可用于减抵国债，或弥补社会保障基金的隐性赤字。

公司治理的改善

资本市场为高难度的公司治理提供了妙方。改制成为上市公司的国有企业有条件设立董事会，以代表股东利益（包括国家作为股东的利益，如果国家仍保留股份的话），替代原来的政府主管部门或党委、工会等来行使监督企业经理的职责。因为股票价格能反映企业预期利润，所以可用做评价企业经营业绩的客观尺度。董事会应为管理层制定明确唯一目标——使股东在企业拥有的市场

价值最大化。

为了激励管理层，并防止他们损害股东利益，消除主从矛盾（the principle-agent problem），改制上市后的原国有企业可以由董事会设计通过与经理人员积极性相容的报酬计划（incentive compatible compensation schemes），从而使经理人员与股东的利益保持一致。改制上市后的公司受到证券法规的约束，必须做到信息披露，公司的透明度一定比改制前的国营企业大有提高。同时因为经理包括首席执行官有义务经常接见分析员和投资者（机构投资者），回答各种各样有关公司业务与经营战略的问题，经理人员对市场与股东的期望有更好的感觉，会逐渐形成注重投资回报率，以股东价值（shareholder value）为首位的全新公司文化。

如果经理人员行为业绩不合要求（Sub-Standard），导致该公司股票失宠，表现不佳，损害了股东的利益，除了该公司董事会可以减低薪酬外，资本市场还提供了其它一些机制来予以校正。这些机制包括杠杆收购（leveraged buy-out）和敌意吞并（hostile take over）。

由于现代企业的一个特征是所有权与经营控制权的分离，道德风险有可能导致股东（所有者）与经理（管理者）利益的不匹配甚至背道而驰。资本市场便利了公司控制权（corporate control）的转移。股东可以从业绩差强人意的经理手中夺回公司控制权，以把公司的资源分配于有最高回报的用途。争夺公司控制权可以导致“收购”，即一些投资者（现有股东或新股东）联合起来把企业的控股份额买到手，从而有能力换掉原来的董事会和经理层。因为新管理班子有望更加有效率，能够致力于企业价值最大化，一群投资者（敌意收购者或公司袭击者）能够在以高于目前市场水平的价格，在资本市场上把公司的控制权竞标到手，依然能从新管理班子更有效率的经营中赚取利润。公司“收购”的主要目的是置换原来低效率的经理层代之以全新管理班子，所以这个依靠资本市场实施的争夺公司控制权的战略能给经理人员造成很大的压力与约束。

解决“主从矛盾”的另外一个药方是公司重组。公司重组可以是自愿的，即经理层为了避免失去公司控制权，通过发行债券募集资本，用于从现有股东手中购回股份。通过“股转债”的重组，经理层同时获得了所有权与控制权，强化了其使企业价值最大化的积极性。公司重组也可能是非自愿性的。外部投资者或所谓“公司袭击者”可以采取“杠杆收购”战略，以债务融资替换股本融资，通过提高负债率（负债与股本之比），降低道德风险之成本，从而提高企业市场价值。

“敌意收购”与公司重组在八十年代与九十年代初在美国非常盛行。今天美国经济的强劲增长与活力与过去十余年利用资本市场改进公司治理所带来效率的提高是密切相关的。

有人会问，既然资本市场对改善公司治理如此之灵，为什么我国数百家上市公司却业绩平平，与没改制的传统国企没有差别？上市公司一定也有效益差劣者，这并不奇怪。但整体的失望却有一系列根本原因。过去很多国企上市，纯粹为了融资（甚至是为“圈钱”、“骗钱”、“脱困”），几乎没有考虑过如何利用资本市场彻底改制，改善公司治理。董事会形同虚设，未能起到有效监督经理层的作用。公司对投资者的信息披露不够。经理人员任命依然是政府部门指派，不是从市场上遴选。经理人员薪酬与企业业绩脱钩，缺乏激励机制。“国家股”、“法人股”的存在使得小股东的利益得不到充分保障，同时不可能出现“敌意吞并”或“杠杆收购”，公司的控制权不能在市场上争夺和转移。所以中国上

市公司的公司治理只不过是国企一贯方式的延续而已，又怎能企望它们经营效率与业绩的显著改善呢？

因此，下一阶段国企的重组改革，有必要在利用资本市场改善公司治理方面多下功夫。

银行改革

中国银行体系面临的问题，集中表现在过高的不良资产比率，目前已受到了广泛注意。银行体系的不健康，直接威胁到中国的宏观经济与金融稳定，并给长远经济造成隐忧。

中国银行改革的模式，至少在解决存量问题上，是采取国际上通行的办法，一是注资（Recapitalization），二是清除不良贷款（NPL Resolution）。但是与国际上成功的银行重组案例比较，中国处理银行问题的手法又有极大的局限性，行政色彩浓于市场色彩，重存量轻流量，治标多于治本，有可能使银行改革的最终成效大打折扣。

就注资来说，1998年财政部发行了2700亿元特别债券来充实四大国有银行的自有资本金。利用财政注资当然是一条出路，但有许多负面作用。它增加了国债负担，最终是纳税人（企业和居民）的负担；它进一步强化了国家对银行的所有权、控制权，妨碍了银行民营化、商业化的进程。在下一阶段的银行改革中，应多考虑利用资本市场来给银行注资，包括上市发行股票，发行附属债券，吸收战略投资等等。

就清理不良贷款来说，成立了四家资产管理公司，是一个有希望的开始。但过于雄心勃勃，给四家公司提出了一系列高难度的复杂任务，包括资产销售、债务重组、企业重组、债转股、阶段性持股、资产证券化、债券发行、管理咨询，参与企业的监督与管理的功能。这已经超过了综合性投资银行的业务范围，对资产管理公司的人力资本，管理与业务水平提出了不太现实的要求。比较现实和合理的目标应当只有一个，即资产销售，或更准确地说，不良资产销售，以取得尽可能高的不良贷款回收率，从而降低银行坏账处理的财政成本与社会成本。

即使这样一个单一明确的任务，也应当是通过资本市场来完成。至于更复杂的“债转股”，就更不能靠政府部门行政手段驱使，而只能依靠资本市场来实行，才能真正取得预期的效果。这一点应在下一阶段的改革中引起足够重视。

社会保障改革

以政府出面建立社会保障体系似乎天经地义，但其实却是历史的偶然。它源自于上一世纪初的“大萧条”与推行新政的罗斯福领导的民主党政府。今天，通过大量的实证研究，我们已发现了美国这样一个政府强制、现收现付的养老金制度有着许多弊端。它降低了民间储蓄，减少了劳工参与率，鼓励了提前退休，引起了在不同代际之间、不同家庭与不同年龄之间随意的收入再分配。同时，在许多国家，社会保障基金的亏空与隐性负债，直接转化成为财政的支出，从而大大增加了国债的负担。

所以社会保障改革的呼声在美国，在欧洲福利国家，在新兴工业化国家都

很强烈。我们面临着从头设计养老计划的机会。我们不必步工业国家之后尘，重蹈覆辙。南美洲的智利在利用资本市场改革社会保障制度方面取得了显著成效，值得我们研究和借鉴。中国的养老基金不一定要由政府出面设立，而应大力推广民营养老基金的发展，基金的管理应面向资本市场，个人帐户的累积资产可投资于股票与债券市场，以取得最高的回报率。民营养老基金与民营医疗保险基金的兴起，反过来为资本市场的发展提供了机构投资者，这些机构投资者与零星个人投资散户不同。它们的大量出现增加了资本市场的流动性与深度，降低了市场波动性，从而克服了目前中国股市所面临的问题。同时，机构投资者相对于零星散户股东而言，更有积极性也更有能力去监督企业经理的行为，从而促进公司治理的改善。

住房改革

住房是中国经济最具潜力的行业之一。住房改革的成功，可以大幅提高私人住宅拥有率，使中国越来越多的家庭持有地产，民间财富会迅速扩张，从而带动消费，刺激相关制造业与服务业的发展，提高长远经济增长的动力。

但是一系列制度与政策因素使房改未能取得突破。从金融角度而言，主要的制约因素是住房融资的困难。住房是居民的长期性投资，因此需要有长期的融资工具。但房屋按揭贷款的数量、利率、种类、期限都与市场的潜在需求不相适应。目前房屋按揭总贷款额占中国总贷款规模不到 5%，而在香港，这类贷款占总信贷的 60%左右。

在美国，房屋按揭是资本市场中最大的一块。如果我国能尽快建立一个高质量的一级按揭市场，按揭贷款由有法律保障的抵押担保，利率反映市场利率，那么中国的住宅建造、买卖与投资产业将会取得突飞猛进的发展。一级市场的发展，又为二级市场的建立创造了条件。银行可以在二级市场上将没有流动性的原始按揭贷款资产转卖，从而转移了风险，增加了银行资产的流动性，便利了资产负债平衡表的管理。在二级市场上，按揭贷款可以证券化，又进一步深化了债券市场，使长期储蓄与长期借贷相匹配。在许多方面，二级按揭市场与养老基金、保险基金的发展相辅相成，大大深化了资本市场。

粮食收购体制改革

农业，尤其是粮食收购体制的改革在中国的整体经济改革中也占有特殊的一席之地。但是，粮食收购体制改革也同样可以依托现代资本市场而实现。

粮食收购体制的改革，核心在于价格自由化。但农业经济的特点，决定了市场形成的农产品价格所带有的波动性。这种价格波动性常常可以损害农民利益，因此即使在发达国家它也成了公共政策的一个焦点问题。

在我国，农业人口众多，城乡差别显著。农产品价格波动直接影响广大农民的生计，因此这一问题需要政府的高度关注。

解决办法之一是走计划经济老路，由政府以行政手段定死价格，不让其波动。但这一办法的缺点是市场供需不能自动均衡，可能需要大量财政补贴，资源分配可能受到扭曲，农民的积极性与利益也未必能真正得到保护。

另外一个解决办法是把粮价放开，让市场决定。同时通过设立有组织的期

货市场帮助农民稳定收入，减低价格波动的风险。美国芝加哥的货物交易所（Chicago Mercantile Exchange）与贸易局（Chicago Board of Trade）都提供大量商品期货合同的交易，小麦、大豆、猪等应有尽有。期货市场的存在，为农民对冲价格波动风险，提高农民福利创造了有效的市场机制。

五. 案例：中国电讯

电讯长期被称为中国经济一个重要战略产业，但多年僵化的计划体制使得电讯成为一个官僚、臃肿、落后、低效率、差服务、高价格的垄断部门。为适应中国的现代化建设对通讯服务的要求，为迎接飞速发展的信息技术革命所带来的挑战，改革中国电讯业可以说迫在眉睫。

电讯业重组有多项内容，包括打破垄断、引入竞争、监管与经营业务分开，等等，但民营化应是大方向。电讯业是高资本密集型、技术密集型的产业。尤其信息革命的飞跃发展，使得国有垄断、行政色彩浓厚的电讯公司难以适应技术与市场瞬息万变的挑战，提供有效率的高质服务，所以电讯民营化是全球大趋势。

一九九七年，中国政府决定挑出广东浙江两省的移动电话资产，组建中国电讯（香港），在香港与纽约上市，迈出了民营化的第一步。挂牌交易的第一天，即一九九七年十月二十三日，正适亚洲金融危机愈演愈烈之际，恒生指数在当天创下历史最大跌幅。但在过去的两年来，中国电讯股票表现良好，一直优于恒生指数。发行价（IPO）为 11 港元，现在股价为 62 元。中国电讯（香港）最近在总市值上已超过老牌英资跨国银行集团——汇丰，而成为恒生指数中第一大蓝筹股。该公司按市值衡量已跻身于世界前十大电讯公司行列。中央计划官员多年来建设世界级大公司的梦想终于通过资本市场而实现了。

中国电讯（香港）的成功当然与电讯行业本身的诱人增长前景密不可分。但是如果没有下出民营化这一步正确高明的棋，可以说我国将没有机会受惠于全球资本市场对电讯的情有独钟，我们将不可能在短时期筹集上几十亿美元的巨额资本，吸引世界最新技术，投资于最先进通讯网络、系统与设备，就不会在这场信息革命中保持与欧美日先进国家几乎同步的状态。

但要指出，中国电讯（香港）最多只能是一半成功的例子。因为当初考虑上市主要以融资为出发点，几乎没有想到利用资本市场改进公司治理，所以在上市时没有利用机会引入一系列配套改革，比如董事会设立与高层经理人员任命，依然沿袭行政决策惯例，该公司也未能建与业绩挂钩的薪酬计划包括股票期权等激励机制。虽然通过上市，该公司在信息披露、透明度、与关注股东利益方面都有具体的进步，但在公司治理方面还有很大的改善余地。

六. 结论

资本市场除了具有人们熟知的融资能力，还有其它一些重要特殊的经济功能，起到风险汇聚与分散、信息披露等作用。对企业未来利润的预期，它提供了一个客观评价，因为股票价格是反映企业经营业绩的指示器。资本市场也为减少道德风险成本，改进公司治理提供了有效机制。

中国资本市场起步较晚，目前尚处于幼婴阶段。但中国资本市场的发展有

着广阔的潜力。当我们致力于推进下一阶段的经济结构改革时，我们应当高度重视也有条件利用资本市场来解决深层结构难题。无论是国有企业战略重组、以民营化为核心的所有制转变、公司治理的改善、银行注资与不良资产清理、还是社会保障改革、住房改革、或粮食收购改革等等，资本市场都可以发挥积极有效的作用。只有摒弃传统行政手段，依靠资本市场，我们的各项改革才能更彻底、更成功。

参考文献

陈清泰、吴敬琏、谢伏瞻主编（1999）“国企改革攻坚 15 题”，中国经济出版社。
李山（1998），“依靠投资银行促进国有资产重组”，载《道·琼斯资本市场》杂志。

张军扩（1998），“为推进国有经济改组设计资本市场”，载《改革》，第 6 期。

胡祖六(1998), “Stimulus Can Reinforce China’s Reforms,” *Asian Wall Street Journal*, August.

--- (1999), “China’s Banking Reforms: Pitfalls Ahead”, *Asian Wall Street Journal*, November.

--- (2000), “ Chinese Reforms: Alice and Kicking,” *Goldman Sachs Global Economics Papers* No. 36

李稻葵(1997), “Large Shareholders, Private Benefits of Control, and Optimal Schemes of Privatization.” (with Francesca Cornelli) *Rand Journal of Economics*, v.28, n.4, pp.585-604.

Diamond, Peter, (1965), “ The role of stock market in a general equilibrium model with technological uncertainty”, *American Economic Review* 57, 579-66.

Grossman, S. and O. Hart, (1980), “Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation,” *Bell Journal of Economics* 11, 42-64.

Holmstrom, B. and J. Tirole (1990), “ Corporate Control and the monitoring role of the stock market,” *Working Paper Series D*, No 48, Yale School of Management.

Jensen, M., (1986), “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers,” *American Economic Review* 76, 3223-9.

Merton, C. Robert, 1990, *Continuous-time Finance*. Basil Blackwell, Oxford.

Summers, L, (1986), “ Do stock prices reflect fundamentals?” *Journal of Finance*.

表1. 中国的银行与资本市场

	1992		1996		1999	
	US\$ bn	% of GDP	US\$ bn	% of GDP	US\$ bn	% of GDP
国内信贷	444.2	92.0	800.1	97.8	1230.2	121.1
股市总值	n.a.	n.a.	118.6	14.5	319.7	31.5
上海	n.a.	n.a.	66.0	8.1	176.1	17.3
深圳	n.a.	n.a.	52.6	6.4	143.6	14.1
债市总值	n.a.	n.a.	92.2	11.3	137.5	13.5
国债	23.8	4.9	52.5	6.4	84.4	8.3
国家投资债	n.a.	n.a.	1.7	0.2	1.7	0.2
国家投资公司债	n.a.	n.a.	1.4	0.2	1.4	0.1
银行金融债券	n.a.	n.a.	0.4	0.0	1.7	0.2
政策性金融债券	n.a.	n.a.	28.9	3.5	42.0	4.1
企业债	n.a.	n.a.	7.2	0.9	6.3	0.6
海外上市公司						
中国电信					77.7	48.5
红筹股					25	15.6
H-股					5.4	3.4

资料来源：中国人民银行、《中国统计年鉴 1999》、高盛公司。

通信地址:

北京 清华大学

中国经济研究中心

电话: 86-10-62789695 传真: 86-10-62789697

邮编: 100084

网址: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>

E-mail: ncer@em.tsinghua.edu.cn

Adress:

National Center for Economic Research

Tsinghua University

Beijing 100084

China

Tel: 86-10-62789695 Fax: 86-10-62789697

Web site: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>

E-mail: ncer@em.tsinghua.edu.cn