

导 论

第一节 中国资本市场的 对外开放

中国经济作为世界经济的组成部分，伴随着改革和开放的力度不断加大，开始逐渐融入到世界经济一体化的大潮。回顾中国经济快速增长的这一历程，经济体制改革起着重要的作用，同时对外开放、国际资本流入、走向市场竞争乃至全球化竞争亦是非常重要的因素。在资本合作方面，到 2002 年中国已经迅速成为全球最大的外商直接投资（FDI）国。

在中国开放的过程中，基本采取了一种有选择的对外开放政策。经济实体部门如制造业一般都允许国外资本自由进入，服务部门特别是金融服务部门开放程度较小，资本项目管制较严，限制了海外证券资本流入。这种鼓励外商直接投资的政策在二十多年的改革开放时期发挥了较大的作用，但由于竞争压力较小造成中国金融部门和金融市场改革明显滞后于市场经济的发展。尤其是近年来，随着对外经济的广泛开展，中国企业需要走出国门，在世界范围内进行资源配置，而中国金融机构的封闭性和金融市场的狭小制约了企业的外向型发展，影响到中国经济的进一步对外开放和改革深入，影响到中国加入经济全球化的步伐。加入

WTO 标志着中国经济市场化进程开始进入一个深层次的阶段，经济活动的方方面面将全面融入到世界经济，特别是过去开放较慢处于保护状态的金融部门和金融市场。资本市场作为金融市场的核心部门，也必然需要加快开放的步伐，更好地适应金融全球化的挑战。

金融开放的趋势不可逆转，但不能忽视的是金融市场与其他市场有比较大的差别，金融市场流动性特别强，逐利性相当突出，国际金融市场上存在大量的“热钱”，具有鲜明的短期投机特征，短期游资的大量流入或流出很容易造成一国金融市场的过度波动，这与 FDI 有着较大的差别，稍有不慎便可能形成一国金融危机。一些雄厚的国际投机资金还可以针对一国经济缺陷或经济实力不足恶意“狙击”谋利。仅 20 世纪 90 年代以来，就相继发生了英镑危机（1992 年）、墨西哥比索危机（1994 年）、东南亚金融危机（1997 年）、拉美金融危机（1998 年），其国际投机资本都在危机发生和传染过程中起到了推波助澜的作用，甚至像英镑危机、东南亚金融危机等就是由投资资本“狙击”引起的。反思发展中国家金融危机的内在原因，一个重要原因是过度追求吸收外商投资，在金融改革过程中开放步骤过快，特别是过快开放资本项目，没有恰当考虑金融一体化的风险和自身的风险承受能力。中国资本市场不仅具有类似东南亚国家的经济结构问题和风险特征，而且是在转轨经济这样一个背景下走向开放之路，金融风险防范需要格外关注，在开放路径选择上就需要更加深思和谨慎。

对于中国资本市场开放问题这一事关中国经济安全问题的研究，过去更多地被认为是政府的政策或实务问题，理论界缺乏应有的重视，部分关于资本市场开放这方面的研究，也许是缺乏对中国资本市场的深度认识，或者是更多代表证券市场利益群体的观点，不能客观地探讨资本市场风险和开放之路。我们认为，中

国资本市场开放的目标绝对不是为了引进外资来推动股票指数上涨，而是为了提高资本市场效率完善金融市场建设。而中国独特的发展环境和资本市场特点决定了资本市场开放途径有其恰当顺序，应按照先内后外、循序渐进的顺序，在规范发展国内资本市场的前提下再放开外国资本进入，逐步放开外国资本进入的门槛，扩大其规模直到取消资本流动限制，最终实现资本项目下的资本自由流动和人民币可自由兑换。

第二节 资本市场开放理论的文献综述

关于资本市场开放的研究，涉及到金融研究的诸多方面，金融的作用、金融自由化、金融危机、资本流动、汇率问题乃至宏观政策的协调之间都有着密切的关系。从相关文献来看，主要包括三方面的内容：一是客观认识资本市场的作用，二是金融开放和金融自由化的顺序，三是在资本市场开放环境下如何防范金融风险。

一、金融市场的作用

其实，金融在经济发展中的作用被经济学家认识时间并不长。传统的经济理论采用两分法的方法，基本排除了货币或者说金融在经济中的作用。戈德史密斯对金融发展理论做出了开创性的贡献，其《金融结构与金融发展》一书发掘了金融在经济发展中的重要作用，从而改变了长期以来占据人们主导思想的古典学派对金融的基本看法，他运用 35 个国家在 1860~1963 年的数据，以金融相关比率衡量金融发展检验了金融发展对经济增长的贡献，结果发现：从长期来看，经济与金融发展呈正相关；在那

些经济增长较快的国家，其金融发展增长率高于平均水平。麦金农（1973）和肖（1973）的贡献与其说是金融改革与金融自由化的著作，还不如说是对发展中国家金融的重要作用，他们指出发展中国家普遍存在的金融抑制对经济的负面作用，认为发展中国家要摆脱贫困，必要的措施就是解除金融抑制，即通过资金市场自由化来使利率高到足以反映资本的稀缺程度，并消除通货膨胀。从此，金融与经济发展的关系引起了广泛的重视。Ajit Singh（1997）认为，如果没有对股票市场很好的约束，它将损害国际竞争力，可能反而不利于经济的发展。这是因为，发展中国家，即使是新兴市场也没有健全的股票市场所需要的监管措施，信息收集与传播也不充分，而且，新上市的公司没有足够长时间的财务记录作为对其声誉的评价标准。在这种环境下，股票市场的监督、筛选与约束功能由特定的金融机构，即由传统的银行体系来执行可能更为有效。

20 世纪 90 年代以来一些跨国比较的实证研究更好地揭示了金融发展的作用。Ghani（1992）采用 Barro（1991）的方法，以 1965 年的数据估计了 50 个国家的情况，发现初始的人力资本水平和金融发展水平之间呈现正相关。Rajan（1996）在计量分析了一系列国家的工业化后发现，依赖外部融资的行业在金融中介和金融市场（股票市场资本化）比较发达的国家，增长快于那些金融体系相对虚弱的国家。Levine 和 Zervos（1993a, 1993b, 1993c）研究了 77 个国家在 1960~1989 年的数据，分析了金融发展水平与长期经济增长、资本积累和生产率增长的关系，发现其构建的 4 个金融发展指标（DEPTH、BANK、PRIVATE、PRIVY）和上述 3 个增长指标之间呈现显著正相关。

鉴于资本市场的重要性，Levine 和 Zervos（1995）在前文基础上考察了证券市场发展与经济增长的关系。Levine 和 Zervos 选取了两个衡量证券市场发展的指标：一是成交量比率

(Value Traded Ratio, = 成交量 / GDP) 用来测度股票成交量相对于一国经济总量的规模。成交量比率在各国差异很大, 美国在 1976~1993 年的平均成交量比率是 0.3, 而墨西哥和印度只有 0.04。二是换手率 (Turnover Ratio, = 成交量 / 总股本) 用来测度交易量相对于股票市场的规模。这一指标在不同国家差异也较大, 如交易比较活跃的日本和美国的换手率是 0.5, 而流动性较弱的市场如智利和埃及只有 0.06。Levine 和 Zervos (1996) 计算了 49 个国家在 1976~1993 年的这两项指标, 经回归得到这两项指标与经济增长率、资本积累率和技术创新 (以生产率增长率表示) 之间呈显著的正相关关系, 说明证券市场的发展能够促进经济增长。斯蒂格里茨 (1998) 肯定了 Levine 和 Zervos 的研究, 他说: “现在很多研究都把金融发展的不同方面 (比如银行体系的深度和证券市场的流动性) 与经济长期持续增长联系起来, ……这些研究的功绩在于发现了金融对增长的贡献不仅体现在促进资本积累上, 更主要的是体现在促进长期生产率增长上。”但哈里斯 (1997) 认为股票市场发展与经济增长之间的关系较弱, 在统计上不很显著, 并特别指出, 在欠发达国家, 股票市场发展对经济增长的效应是非常弱的。世界银行 (2001) 认为, 金融市场薄弱且流动性差的发展中国家很可能缺少有效配置现有资本的能力, 通过建立公正的法律规章框架等支持性措施, 提高发展中国家金融系统提供金融服务的能力, 将会促进经济增长。

二、金融自由化的顺序

对于金融市场的研究, 大量文献是从金融自由化的角度来展开。随着 20 世纪 70 年代开始的金融创新与金融管制放松的发展, 金融自由化浪潮开始兴起, 针对金融自由化的研究迅速增多, 主要代表人物有吉尔比斯 (Galbis)、凯普 (Kapur)、斯帕

尔曼 (Spellman)、加特、弗莱 (Fry)、麦金农和肖等。其中加特在其《管制、放松与重新管制》一书中,从大量的案例出发,详细地分析了美国金融监管的历史演变,包括对银行业、保险业、证券业从管制与放松,又到更高层次重新管制的过程。而托马斯和吉里安的《八十年代的金融改革》(Financials Reforms in 1980s)则动态分析了 20 世纪 80 年代美国金融改革的动因、目的、进程等方面的问题。这两部论著虽然都以美国的金融改革为背景,但总体折射了成熟金融市场金融自由化过程的脉络。日本经济学家铃木淑夫的《日本的金融改革》深入描述和分析了日本 80 年代以来的金融改革过程。但这些文献基本都是围绕成熟市场的金融改革展开的,而发展中国家的金融自由化不能简单地复制成熟市场的经验,麦金农的著作开始引起学者们对发展中国家金融自由化次序问题的关注。麦金农 (1991) 在《经济市场化的次序》一文中指出实行经济市场化存在一个最优次序的问题,财政政策、货币政策、汇率政策之间如何安排顺序是极端重要的,如果弄错了次序会导致金融和经济灾难,他认为,只有在国内贸易和金融成功自由化以后,政府才可以从事汇率自由化的改革,而在汇率自由化改革中,同样存在着次序问题,经常项目的自由兑换应早于资本项目的自由兑换,资本项目的开放是经济市场化的最后阶段。20 世纪 90 年代一系列金融危机的发生证明发展中国家尤其是新兴市场的金融改革并非如麦金农所说的那么简单,即使是国内经济没有大的缺陷,也会受到热钱的冲击或者是周边国家的危机传染。

三、金融危机和风险防范

就资本市场开放而言,一方面其不具有普遍性,另一方面一般被视做金融开放内容中的一个政策问题,因此在传统的经济学

中并没有得到足够的重视。更多的理论解释是从资本流动理论和金融危机理论侧面展开。20 世纪 60 年代后关于资本流动的研究渐多，并于 70 年代逐渐成熟，在 80 年代后进入开放宏观经济学理论范畴。蒙代尔（1962）和弗莱明（1963）分别运用凯恩斯主义的宏观经济理论，分析开放经济条件下的宏观经济运行，建立资本完全自由流动下的 IS—LM—FE 模型，分析了固定汇率下货币政策问题，提出了蒙代尔政策指派原则。蒙代尔—弗莱明模型成为 80 年代后开放宏观经济学的理论基础。Krugman（1995）三角形模型则指出政府在自由货币政策、资本流动和固定汇率三者之间，只能同时最多满足两个因素，不可能同时达到这三个要求。

与此同时，金融市场作为一国金融体系的核心部分其风险也受到经济学家的高度关注，Bernanke（1983）和 Pindyck（1991）指出了投资的不可逆性，在不确定因素较多的环境中，它会导致投资的下降。同样，Scott 和 Uhlig（1999）提出，在外部投资者易变的情况下，其行为的不确定性会传递到国内金融市场上，这时企业家承担风险的积极性就会下降。而形成资本易变性的可能是各种不同的内外部因素。Easterly, Islam 和 Stiglitz（1999）指出，在国内因素中，金融部门是不稳定的最重要根源；Caballero（2000）在一份关于阿根廷、巴西和墨西哥情况的研究报告中也得出了同样的结论。Kaminsky（2000）总结了大量经济危机事件的特征，发现货币、银行、金融市场的脆弱性往往是金融危机的前兆，并认为可以设计一套预警指标来防范金融危机。

但在 20 世纪 90 年代金融全球化的浪潮下，金融开放风险并未引起人们足够的重视，开放资本账户似乎成为一国政府经济改革理所当然的事情，一些发展中国家迅速实现了资本项目开放、国内资本市场开放等彻底的金融开放。但在东南亚金融危机的现

实面前，国际社会不得不承认发展中国家要谨慎、有序地渐进开放资本账户和金融市场（IMF，1998），世界贸易组织（1999）也在危机之后，就金融服务贸易自由化的利弊进行了深刻分析，特别是其对宏观经济管理和金融体系稳定的影响。经济学家们也进一步加深了对金融危机的理论认识，发展了很多新的模型和理论。1979年 Krugman 提出国际收支危机模型，它假定：政府为解决赤字问题会不顾外汇储备，无限制地发行纸币，而同时中央银行为维持固定汇率制会无限制地抛出外汇直至储备耗尽，从而导致固定汇率制的崩溃。这是关于货币危机的最早解释，与其相关理论解释被称为第一代货币危机模型。Edwards（1995）从实证的角度研究了 1954 年至 1975 年的 87 次货币金融危机，发现这些危机的爆发正如国际收支危机模型所解释的那样，其共同特点是危机的发生都伴随着巨额的财政赤字，而且这些财政赤字往往都通过中央银行对政府的扩张性政策来加以弥补。但是 20 世纪 80 年代后，货币金融危机呈现出一些不为国际收支危机模型所描述的和预示的特征，例如，1982 年的智利埃斯库多危机、1992 年英镑危机以及 1994 年墨西哥比索危机，这些国家的财政赤字并不明显，甚至有的还有盈余，这表明，货币金融危机还可能由其他的未被收支模型所考虑的因素所引起。Obstfeld（1996）提出了自我实现的货币危机模型，与强调基本因素的收支模型不同，这个模型认为预期是危机的重要因素，与不同的预期相对应，经济就存在不同的均衡结果，因而即使没有财政赤字、维系固定汇率等因素，只要人们普遍预期经济将崩溃就可能崩溃，也就是说货币危机预期具有自我实现的功能。Krugman（1998）提出了道德风险模型，强调金融机构的道德风险问题与资产泡沫之间的关系。

四、国际资本流动的羊群效应和传染效应

对于金融危机的解释，除了从经济的基本因素解释外，一些研究开始考虑金融市场投资者的行为特征。金融市场的一个风险来自市场并不总是有效的，自 Fama (1965) 提出有效市场假说以来，引起众多学者对这一问题的关注，但很多实证研究都表明基本不存在强有效市场，存在“周末效应”、“小公司效应”和“过度反映”，而一些学者对我国资本市场有效性的检验则基本分为“无效”和“弱势有效”。资本市场有效性假说难以成立，“蝴蝶效应（洛伦兹，1963）”应用混沌学来解释金融市场的细微缺陷很可能带来极大的风险。“羊群效应”则从行为学和心理学角度对盲从行为做了很好的解释。心理学家认为“羊群效应”是人类从众心理导致的，社会学家认为是人类的集体无意识行为，经济学家们则从投资者之间的信息不对称性（Rajan, 1994）、基金等机构投资者运作中的委托代理机制（Maug 和 Naik, 1996）以及经济主体的有限理性（Devenow 和 Welch, 1996）等角度来探讨金融市场上的羊群行为。Persaud (2000) 和 Shiller (1990) 分析了羊群行为和机构风险管理策略之间的相互作用会使得市场波动性加剧；Folkerts-Landau 和 Garber (1999) 及 Furman 和 Stiglitz (1999) 分析了金融市场体系中的羊群行为，Eichengreen 等 (1998a) 则分析了避险资金在亚洲金融危机中发挥的作用；Eichengreen 等 (1998b) 则对资本项目自由化中的羊群行为进行了讨论。Kim 和 Wei (1999a) 利用韩国股票交易所（KSE）1996 年 12 月至 1998 年 6 月的数据，对韩国股票市场的投资者的交易策略进行了研究。KSE 的数据表中能够提供“投资者是韩国的还是国外的，是本国境内居民的还是境外的，是个人的还是机构的”等具体信息。Kim 和 Wei (1999b) 同样利用 Kim 和

Wei (1999a) 的数据考察了注册在离岸金融中心的基金的交易策略与注册在美国和英国的基金的交易策略是否存在系统性的不同。其结论认为, 尽管离岸基金交易更频繁, 但整体上它们并不进行正反馈交易。Froot et al. (1999) 对 28 个新兴市场、16 个发达市场 1994 年 8 月至 1998 年 12 月的数据分析表明, 在这些地区或国家的资本流动过程中外国投资者采取正反馈交易策略, 在新兴市场国家回报导致资本的滞后流动, 但发达国家则不存在, 并且存在强的羊群行为。Borensztein 和 Gelos (2000) 并没有集中于某一特定的国家, 而是采用了由新兴市场基金研究机构 (Emerging Markets Funds Research, Inc.) 收集的关于活跃在发展中国家的 467 只基金的资产月度地理分配数据 (1996 年 1 月至 1999 年 3 月) 进行研究的。

关于新兴市场国家的传染。Baig 和 Goldfajn (1998) 的研究表明, 与非危机时期相比, 印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾和泰国诸国的货币与主权扩散 (sovereign spread) 之间的跨国联系 (cross-countries correlation) 在危机阶段 (1997 年 7 月至 1998 年 5 月) 明显提高了。Forbes 和 Rigobon (1998) 发现, 始于 1997 年 10 月 17 日的香港股票市场混乱并没有对其他东亚国家形成传染。Kaminsky 和 Schmukler (1999) 对国外新闻对国内股票回报的影响进行了研究, 并提供了东亚金融危机中传染效应的实证证据。Kaminsky 和 Reinhart (2000) 对新兴市场的传染问题进行了较为系统的研究, 检查了不同债权人 (包括国际银行、互助基金、国际贸易者的跨市场避险行为及危机传播中的双边贸易) 在传染中的作用。实证研究也表明东南亚金融危机中资本市场存在明显的“羊群效应”。

五、国内关于资本市场开放的理论研究

从国内的研究现状来说，前期对于东南亚金融危机总结和人民币汇率方面的研究比较多，对中国资本市场的增长作用研究相对也较多，但对资本市场开放的研究国内缺乏应有的重视，相关研究数量较少，在研究方面更多关注于资本项目开放，侧重于资本项目开放对汇率、货币政策的影响，缺少深入分析资本市场开放的研究。李广众（2002）利用中国股票市场不同区域的总市值、成交金额等数据，对银行、股票市场发展与长期经济增长之间的关系进行探讨，研究显示中国股票市场的发展未能成为反映长期经济增长的指标，中国股票市场和银行的主要作用在于促进投资规模的扩大，因此认为中国的金融发展还停留在规模增长上。不过这两年来，对于资本市场开放包括 QFII（合格的境外机构投资者）的研究开始增加，表明资本市场的未来发展方向开始得到学者们更多的关注。巴曙松（2002）认为 QFII 的实施有利于促进中国资本市场投资者结构和投资行为的转变。

在资本市场开放这一问题上，理论界存在的争议并不大，但很多人基于东南亚危机的惨痛教训，对于资本市场开放怀着很大的警惕，害怕开放资本场所带来大规模的游资冲击会扩大金融市场的不稳定，其实这种看法没有必要，有了众多发展中国家尤其是东南亚金融危机的教训，我们在制定开放政策上会更更多地注重风险防范，特别是加强金融市场自身的制度建设消除风险隐患。如果国内市场本身不规范，没有外来冲击同样会导致较大的金融风险，不能因为担心外资冲击而违背了金融开放的大趋势，反而导致中国金融体系不能健康地发展。

在国内资本市场开放的路径研究上，也存在着一个不好的现象：噪音很多，非专业的研究较多，特别是很多观点代表了国内

证券市场一些利益集团的观点，譬如举双手欢迎 QFII，反对推行 QDII；欢迎外资企业在国内上市，却反对国内企业在海外上市。在国内资本市场的制度建设方面，反对强化监管和法治建设，市场不好则要求政府来救市，这些存在于国内证券市场的普遍现象和舆论说明了国内关于这方面的研究还很不足，理性的声音难以听到，也可能是因为证券市场的波动涉及的物质利益太大，虽知道真话也说假话，或者是缺乏对国际资本市场发展历史和兴衰的深刻认识。因此，我们希望能够比较客观地研究以正视听。

第三节 资本市场开放研究的基本问题

在中国这样的转轨经济大国中，对资本市场开放的研究将注定具有更为鲜明的特点：一方面是国内资本市场尽管出现时间较短，但已经具有相当规模，另一方面是市场本身不可避免的转轨体质特征，致使许多在成熟市场经济国家中得到普遍认可的规律在中国资本市场则面临着是否有效的争论。主要表现在：目前国内资本市场相关的法律体系还很不健全，法治问题尤为突出；在监管方面更多表现为计划和行政管理的模式；上市公司大多是国有企业改制而来，公司治理结构和对投资者负责的意识都没有真正建立起来。因此，中国资本市场开放路径和风险防范都是没有现成文献可循，在汲取国外市场经验教训的同时，更需要结合中国资本市场和中国市场经济的自身特征，探索一条适合中国资本市场开放的途径。所以，对于中国资本市场开放的研究就显得尤为重要。本项研究旨在通过理论研究和政策实施效果的实证研究，得出一些规范性的结论，探索出中国资本市场开放的可行路径。

我们认为，对于国内资本市场开放这一问题的研究，应当主

要包括以下一些方面的内容：

首先，为什么要开放资本市场？开放资本市场的作用在哪里？在众多发展中国家开放资本市场后遭遇金融危机的今天，为什么我们还要主张开放资本市场？事实上，这些国家或地区过去曾遇到的金融危机并不是开放资本市场的错，而是本国经济存在结构性或者是体制性缺陷，或者是在开放资本市场过程中急于求进而犯了路径错误。我们固然要吸收发展中国家开放资本市场的成功经验和失败教训，但更主要的是从理论上和实证上探讨资本市场开放对一国经济的影响和客观作用。

其次，中国资本市场开放与其他国家开放资本市场有何差异？如果有差异，是不是在开放途径上也有体现？我们认为，中国的改革开放发展到今天，赋予资本市场开放的目的已经不是吸引外国资本这样一个很简单的目标，而是为了推动资本自由流动、提高国内金融机构竞争力和金融监管水平、完善金融体系适应全球金融一体化的竞争要求。既然是这样，开放资本市场就应该着眼于“引进来”和“走出去”相结合，同时发展 QFII 和 QDII，而不是一条腿走路；不能因为吸引 QFII 有利于推动国内证券市场股指上升，就大力发展甚至到了拔苗助长的地步。

最后，需要指出的是，资本市场开放不仅仅是证券市场开放的问题，它的核心是国际资本流动带来的国际化和市场化推动力，证券的估值固然要以国际化估值为基础，而更主要的是金融市场资金的主要价格利率和汇率也同样面临一体化的接轨。目前中国处于管制状态下，缺乏灵活性的利率和汇率机制显然不能适应国际资本流动性的要求，自然也无法和资本市场开放相匹配，并发挥相应的作用。

我们认为，中国资本市场开放的实质是在全球金融一体化这样一个外部压力推动下的一个市场化和法治化的过程。通过开放资本市场，引进海外成熟投资机构和让国内机构投资者走向海外

市场、放开资本自由流动可以吸收海外成熟的发展模式和监管模式，也只有开放资本市场，让中国金融机构与国际金融机构同场竞技，“与狼共舞”，才能实现中国金融体系安全与高效的发展目标，而封闭发展的惟一结果就是资本市场自我衰退、走向消亡。然而，要市场上的机构投资者接受国际投资理念容易，但要证券市场的微观基础——上市公司建立完善的公司治理结构就难得多，而建立一个符合成熟资本市场要求的法治体系就更为困难，从这个意义上讲，中国资本市场开放任重道远。

主要参考文献

1. Borensztein, Eduardo and R. Gaston Gelos: “A Panic — Prone Pack? The Behavior of Emerging Market Mutual Funds”, International Monetary Fund Working Paper 2000, 00/198.
2. Dooley, M. P.: “A Model of Crises in Emerging Markets”, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No. 630, 1998.
3. Edwards, S.: “On Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia”, NBER Working Papers, No. 7233, 1999.
4. Eichengreen, Barry, Donald Mathieson, Bankim Chadha, Anne Jansen, Laura Kodres and Sunil Sharma: “Hedge Funds and Financial Market Dynamics”, IMF Occasional Paper No. 166, 1998.
5. Eichengreen, Barry, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi — Ferretti, and Andrew Tweedie: “Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects”, IMF Occasional Paper No. 172, 1998.

6. Folkerts — Landau, David and Peter M. Garber: “The New Financial Architecture: A Threat to the Markets?” *Deutsche Bank Global Markets Research*, Vol. 2, No. 2 (April, 1999).
7. Furman, Jason and Joseph E. Stiglitz: “Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 1—136, 1998.
8. Gorton, G. : “ Bank Suspension of Convertibility”, *Journal of Monetary Economics* 15, 177—93, 1985.
9. Graciela L. Kaminsky 货币和银行危机 脆弱性的早期征兆 讨论稿, 2001 年。
10. Kim, Woohan and Shang — Jin Wei: “Foreign Portfolio Investors Before and During a Crisis”, NBER Working Paper No. 6968 (Cambridge, Massachusetts: NBER), 1999.
11. Kim, Woohan and Shang — Jin Wei: “Offshore Investment Funds: Monsters in Emerging Markets”, Working Paper No. 7133 (Cambridge, Massachusetts: NBER), 1999.
12. Krugman, P. : “ A Model of Balance of Payment Crises”, *Journal of Money Credit And Banking* 11, 311—25, 1979.
13. Levine, Rose and Zervos, Sara: “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, World Bank No. 1690, Dec. 1996.
_____, 1998a. “What Happened to Asia?”, mimeo, MIT.
_____, 1998b. Currency Crises. mimeo, MIT.
14. Obstfeld, M. : “ The Logic of Currency Crises”, *Banque de France Cahiers Economiques et Monetaires* 43, 189—213.
_____, 1996, “Models of Currency Crises with Self — fulfilling Features”, *European Economic Review* 40, 1037—48.
15. Persaud, Avinash: “Sending the Herd Off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction Between Herding and Market — Sensi-

tive Risk Management Practices” .in Jacques de. 2000.

16. Shiller, Robert J. :“ Investor Behavior in the October 1987 Stock Market Crash: Survey Evidence” .in Market Volatility(Cambridge,Massachusetts : MIT Press) .1990.

17. 爱德华·肖著:《经济发展中的金融深化》,上海三联书店 1988 年版。

18. 龚关编著:《国际金融理论》,武汉大学出版社 2000 年版。

19. 戈德史密斯著:《金融结构金融发展》,上海三联书店 1994 年版。

20. 黄金老著:《金融自由化与金融脆弱性》,中国城市出版社 2001 年版。

21. 刘霞辉:“资产价格波动与宏观经济稳定”,《经济研究》2002 年第 4 期。

22. 李广众:“银行、股票市场与长期经济增长”,《世界经济》2002 年第 9 期。

23. 李扬、王国刚主编:《资本市场导论》,经济管理出版社 1998 年版。

24. 麦金农著:《经济市场化的次序》第二版,上海三联书店 1997 年版。

25. 麦金农著:《经济发展中的货币与资本》,上海三联书店 1997 年版。

26. 彭兴韵著:《金融发展的路径依赖与金融自由化》,上海三联书店 2002 年版。

27. 孙杰:“发达国家和发展中国家的金融结构、资本结构和经济增长”,《金融研究》2002 年第 10 期。

28. 孙培源、施东晖:“基于 CAPM 的中国股市的羊群行为的研究”,《经济研究》2002 年第 2 期。

29. 谈儒勇:“中国的金融发展与经济增长关系的实证研究”,

《经济研究》1999 年第 10 期。

30. 王金龙著：《金融国际化效应研究》，中共中央党校出版社 2002 年版。

31. 王开国：“政策诱因与中国证券市场的内在不稳定性”，《经济研究》2002 年第 12 期。

31. 杨帆著：《人民币汇率研究》，首都经济贸易大学出版社 2000 年版。

32. 章奇等：“金融自由化、政策一致性何金融脆弱性”，《世界经济》2003 年第 12 期。

33. 张兴胜著：《经济转型与金融支持》，社会科学文献出版社 2002 年版。