

人民币汇率升值的成本与收益：定性分析

复旦大学经济学院 03 级博士研究生

陈铭仁

汇率政策是一个国家货币政策的重要内容，也是当代国际金融的核心问题之一。汇率政策的调整是一柄“双刃剑”，会对一个国家经济的各方面以及对其他国家都产生深远的影响，有利有弊。这种利弊常常错综复杂，且处在不断的变化之中，很难简单地得出一成不变的结论。因此，汇率政策调整必须十分慎重。

现代西方经济学认为，一个开放经济体的合理的均衡汇率应该确定在这样一个水平上，即在此汇率水平下，该经济体处于的内部平衡和外部平衡状态，也就是该经济体货币的市场供求力量保持动态平衡状态。本文根据米德综合模型及其发展而来的基本均衡汇率（Fundamental Equilibrium Exchange Rate, FEER）模型，定性地分析一个国家的均衡汇率的生成机制及其合适性，进而分析我国人民币汇率升值压力的实质和可能的对策。在第一部分，简要介绍米德综合模型及其发展；在第二部分，根据模型的各个参数及其变化进行定性分析；在第三部分，进行人民币升值的成本与收益的分析比较；在第四部分，综合上述分析，得出结论：稳定汇率，抓住机遇，促成我国汇率生成机制改革。

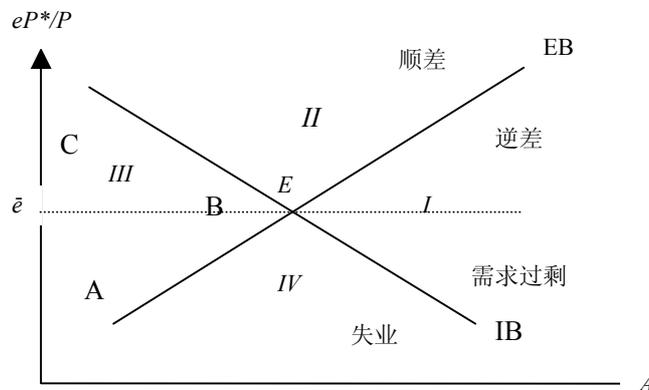
1、米德综合模型¹及其发展

1.1 内部平衡和外部平衡的概念

詹姆斯·米德（James Meade）研究的中心问题是，一个国家在进行国际收支的调节时，必须同时兼顾内部经济的平衡和外部经济的平衡。内部平衡是指在考虑自然失业率的前提下，一国均衡的国民产出处于一种谨慎控制的通货膨胀同时有较高的需求和就业水平的状态；外部平衡是指一国的国际收支处于平衡（包括经常项目与资本项目的综合平衡）时的情况。

1.2 内部平衡与外部平衡的均衡分析

米德用来分析内部平衡与外部平衡实现条件的模型见图一，该模型是米德综合了萨尔特（W.E.G. Salter）和斯旺（Trevor Swan）的模型而成的：



图一

¹ 参见华民，《国际经济学》，复旦大学出版社

在模型中，横轴表示国内支出或吸收水平（A），纵轴表示一个国家商品的国际竞争性，如果假定影响该国商品国际竞争性的其他因素不变时，那么可以认为它与该国的实际汇率是一致的。IB 线表示内部经济均衡时的轨迹，EB 线表示外部经济均衡时的轨迹，这两条线的交点就是米德综合所要追求的内外经济的均衡点。

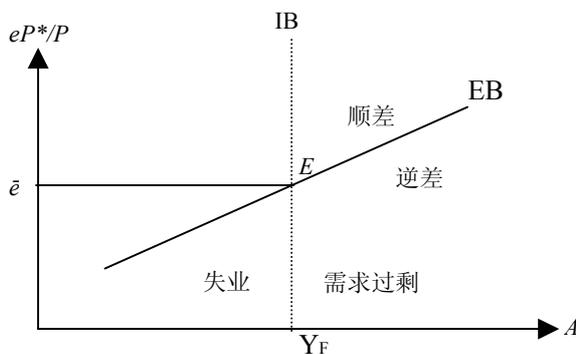
米德认为，一国在经济扩张时，一方面国内需求也随之增长，内需存在过剩的趋势，因而必须抵消这一趋势，这就促使本币升值，便有了 A 增加，e 下降，从而导致 (eP^*/P) 下降的调整过程，因此，在 IB 线的右上方，表现为需求过剩，左下方，则表现为需求不足，存在失业，所以 IB 线向右下方倾斜；另一方面，随着进口的增长，就有可能引起本国经常项目的逆差，为了消除逆差，恢复外部经济的平衡，就必须改变国内的支出结构，即减少对进口商品的需求，本国的货币趋于贬值。贬值一方面刺激了本国的出口，另一方面使本国的进口和吸收趋减，最终使本国的逆差得以消除，外部经济的均衡得以实现，所以 EB 线的斜率为正，而外部经济的顺差则出现在 EB 线的左上方，逆差出现在 EB 线的右下方。内部平衡线 IB 与外部平衡线 EB 的交点（E）就应该是该国的内外经济同时实现均衡，也就是该国的均衡（实际）汇率。

因此，在米德模型中，IB 线和 EB 线将横轴和纵轴组成的二维空间分成了四个部分：I，同时存在外部经济逆差和内部经济的需求过剩；II，同时存在外部经济顺差和内部经济的需求过剩；III，同时存在外部经济顺差和内部经济的不足和失业；IV，同时存在外部经济逆差和内部经济的不足和失业。在这四个部分中，处于 II、IV 两个部分经济的汇率很少有争议，II 部分的汇率趋于升值、IV 部分的汇率趋于贬值；处于 I、III 两个部分经济的汇率则有争议，存在汇率升值、贬值和汇率合适的可能，这样，就尤其需要结合该国经济的其他因素进行考虑的必要性。

1.3 基本均衡汇率模型

FEER 模型是经过威廉姆森(Williamson)发展而来的。FEER 起初仅是一种计算均衡汇率的方法，90 年代后，它成为一种独立的汇率决定理论。

威廉姆森认为，FEER 指与中期宏观经济相符的、国内经济水平处在“正常”状态下、与世界其他国家的贸易保持在可维持水平的实际汇率值。此处的“正常”状态指经济处在自然失业率、货币政策中性和预期通货膨胀率为零的状态。所以，在 FEER 模型中，米德综合中的 IB 线就转变成一条与横轴垂直的线，且与横轴的交点 Y_F 表示“正常”状态下的生产水平，见图二：



图二

1.4 均衡汇率的定义

根据米德综合及FEER模型，均衡汇率可以定义为同时满足内部平衡和外部平衡的汇率水平。

因为一个开放经济下的国民收入可以表示为凯恩斯主义的恒等式：

$$Y = C + I + G + X - M = A \text{ (吸收)} + TB \text{ (贸易差额)}$$

如果再考虑贸易差额受到汇率 (e)、总实际产出 (Y)、贸易条件 (tt) 和国内实际利率 (i) 的影响 (忽略其他因素)，所以内部平衡方程可表示为：

$$Y = A + TB(y, e, tt, i, g) \quad (1)$$

图 1 中的 IB 曲线描述了国内支出和均衡汇率空间内的内部均衡。

外部均衡可以定义为中长期自主性国际收支均衡，因此，可以将外部均衡定义为：

$$\Delta f = TB + Fdi + rf \quad (2)$$

其中， Δf 代表国外资产增量， f 代表国外资产存量， Fdi 代表国外直接投资， r 代表国外资产收益率。

2. 影响均衡汇率的主要变量

均衡汇率的内、外均衡公式 (1) 和 (2) 选取的变量主要意义包括：

1、实际产出 (Y) 的增长率 (y)。实际产出可以表示为： $Y = \text{GDP} / \text{物价指数}$ 。由于反映国内供给方力量的实际产出的增长率 (y) 与贸易品部门相对技术进步率正相关，因此 y 对实际汇率指数产生正面影响。

2、贸易条件 (tt)。贸易条件是指出口价格指数与进口指数的比值，这一比值上升表示国外对我国贸易品的需求上升或者我国对国外贸易品的需求下降，贸易条件改善；这一比值下降表示国外对我国贸易品的需求下降或者我国对国外贸易品的需求上升，贸易条件恶化。但贸易条件改善对汇率的影响较复杂，一方面，贸易条件改善的收入效应会带动实际汇率升值，同时，贸易条件改善会改变国内贸易品和非贸易品的供给和需求结构，带动实际汇率贬值。但从长期来看，贸易条件改善，经常项目收支也将得到改善，这时要求汇率升值以维持经常项目平衡；反之，要求汇率贬值来维持经常项目平衡。

3、外汇储备 (re)。一般而言，外汇储备越多表示一国的国外收益越多，经常项目收支得到改善，这时就要求汇率升值以维持外部均衡。但我国目前尚没有开放金融与资本账户且实行资本管制的结售汇制度条件下，外汇储备的问题也比较复杂。

4、国内实际利率 (i)。国内实际利率的变化会影响到均衡汇率。实际利率上升，将导致国民储蓄的上升，投资下降，外资流入增加，为维持外部均衡，将引起汇率贬值；反之，实际利率下降，汇率应升值。

5、国内支出 (g)。国家财政支出的改变也将影响到国内吸收。实际财政支出增加，国内吸收会随之增加，为了维持外部均衡，只有实际汇率上升才能够恢复外部均衡；反之，则要求汇率贬值。

6、国外直接投资 (Fdi)。国外直接投资的增加，一方面在资本项目上增加了国内外资的供给；另一方面在经常项目上增加了出口供给，在资本管制的条件下，增加了外汇储备。两者都促使本币升值，本币汇率下降。

7、外资存量净收益 (rf)。在在资本管制的条件下，外资存量净收益增加，也促使本币升值。

满足内部均衡和外部均衡的均衡汇率水平是图一中内部均衡曲线IB 和外部均衡曲线EB的交点。综合内部均衡和外部均衡关系，得到人民币均衡汇率的理论模型，可用下式表示：

$$\bar{e} = f(y^+, i^+, g^+, tt^+, re^-, Fdi^-, rf^-) \quad (3)$$

(3)式右上角的正负号是各个变量一阶偏导的符号，“+”表示均衡汇率的变化与该变量的变化成正相关，“-”表示均衡汇率的变化与该变量的变化反相关。

从(3)式给出的7个与均衡汇率变化有关的变量来看，由于反映国内供给方力量的实际产出的增长率 (y)与贸易品部门相对技术进步率正相关，因此 y 对实际汇率指数产生正面影响， y 的进步会带来实际均衡汇率指数上升； i 与国内吸收A也成正相关，而且 i 上升（相对于国外利率）会加大国外资金的流入，故与会造成实际均衡汇率指数上升；国内财政政策对均衡汇率的影响也较大，但作用比较复杂，国内支出(g)增加会造成实际均衡汇率指数上升；虽然贸易条件 (tt) 改善对汇率的影响较复杂，但从长期来看，贸易条件改善，经常项目收支也将得到改善，要求汇率升值；外汇储备 (re)、国外直接投资 (Fdi) 和外资存量净收益 (rf) 同样会带来实际汇率指数上升。

要注意的是，以上各变量对汇率影响的分析是在其他条件不变的条件得出的。但在实际上，各个变量间存在着错综复杂的关系，从而对汇率的影响很难简单确定。

3. 人民币汇率调整的成本与收益分析

要研究人民币升值的成本与收益，一定要放在中国具体的情况下来进行。中国当前存在较高的失业率、国际收支经常项目和资本项目都存在顺差，外汇储备目前已达 4000 亿美元，所以中国的宏观经济处在图一“III”的状态。从图一可以看出，在这一区域，人民币名义汇率既可能高于均衡汇率、也可能低于或等于均衡汇率，而在不同的名义汇率情况下，要恢复到均衡汇率应采取不同的政策配合。

3.1 人民币升值的成本分析

首先，决定人民币升值就暗含了一个前提：人民币币值低估了，或者说是人民币汇率低估了。但从图一“III”来看，在中国目前的宏观经济情况下，我们不能得出“人民币汇率过低”的结论，低于、符合和高于均衡汇率的可能性都存在。因此，对于人民币汇率是否低估，应该是不确定的，正如目前理论界持人民币应该升值、贬值和保持稳定的观点都有一样。

如果政策错配会产生什么情况呢？目前中国经济处于图一的“III”区域。在这一区域中，理论上，内部经济和外部经济可能处于 A、B 或 C，即汇率可能低于、等于或高于均衡汇率。如果错误地升值的话，会导致中国出口减少、外商直接投资下降、通胀紧缩恶化、经济增长减缓、失业压力增加、财政赤字扩大等问题，并将使中国商业银行系统的大额坏帐和不良资产雪上加霜。更有甚者，会引起国内利率的频繁波动，这对中国的内部和外部经济的冲击非常大。蒙代尔在“世界经济发展宣言大会”上曾经列出人民币升值对中国影响的“蒙八条”：如

果人民币大幅度升值，一是会延长人民币进入可自由兑换货币的时间；二是会造成中国农村的萧条，农产品的销售更加困难；三是中国国民经济增长的速度会减缓，造成中国经济的衰退；四是失业率会提高；五是会加重国有商业银行的不良贷款问题；六是会造成中国的货币政策不稳定；七是如果人民币升值后，在缺乏后续支持的情况下，还有再次贬值的可能；八是目前在中国周边国家，人民币起一定的通用货币作用，升值后的人民币可能丧失这种地位。据蒙代尔测算，如果人民币升值 50%，中国的 GDP 增长率将下降到 5% 以下。^①

所谓的“一步到位”的大幅度人民币升值观点至少在三个方面有问题：1、升值多少才“到位”？这必须以知道基本均衡汇率为前提，但是没有任何模型可以精确地计算均衡汇率水平，更不能根据某种计算的结果来调整其水平。因此，2、大幅度升值后是否还会存在升值预期，或者相反产生贬值预期？预计预期的方向是很难的。因为在理论上说，最优的汇率调整方案是不给大家带来任何预期的方案，所以不能够消除预期的人民币汇率调整方案，就不能“试错”，或者至少要择机“试错”，以最大限度地减少“试错”的成本。3、大幅度升值能否解决中国经济的内部和外部经济的不平衡的问题？从上面的（3）式来看，大幅度升值对中国面临的失业率问题无疑是雪上加霜；从外部经济来看，虽然由于国内的工资刚性，能够在短期内由于进口的增加出口的减少而减少经常项目的顺差，但从长期来看，伴随着失业率的上升，居民的可支配收入会下降，而进口需求也会最终下降，中国经济可能走到低水平的外部经济平衡而内部经济不平衡的状态。如果是这样的话，人民币的大幅度升值对世界经济也将产生极大的负面影响。因此，大幅度升值对国内经济的成本太大，断不可取！

那么，小幅度升值会产生什么样的效果呢？还是出于不能够得出“人民币汇率过低”的结论、“没有任何模型可以精确地计算均衡汇率水平，更不能根据某种计算的结果来调整其水平”和“最优的汇率调整方案是不给大家带来任何预期的方案”的理由，人民币小幅度升值有可能走入“升值→升值→贬值→贬值→升值”的恶性循环。汇率的频繁波动通过工资机制、生产成本机制、货币供应机制和收入机制，导致国内经济的频繁波动，而且汇率的频繁波动还会吸引国际上的投机资金的频繁的汇率“套利”活动，更加巨了国内经济的波幅，极大地破坏了我国政府的公信力（credible）。

小幅度升值对世界经济会产生什么影响呢？可以说对当前全球经济失衡并无实质上的效果。目前中国平均工资只有美国、日本的 3% 左右，低工资造成中国出口产品的低成本，在劳动密集型产品和低技术产品上具有较强的竞争力，带动了出口增长，导致贸易顺差和经常项目顺差。而资本项目顺差主要是由于外商直接投资较多，特别是跨国公司投资较多。2002 年，外商在中国直接投资达到 527.43 亿美元，成为当年吸收外商直接投资最多的国家。巨大的 FDI 也分享了中国产品的高利润。而且，中国出口竞争力主要是来自于中国劳动力无限供给条件下劳动生产率提高所引起的“技术型进步”，这带来贸易品的生产成本的下降，部分行业产品价格长期维持下降趋势的基础，因此，用人民币升值既不符合经济效率原则，又不会严重影响中国的出口竞争力。在这种情况下，人民币升值对当前全球经济失衡并无实质上的效果，也就是说，除了减弱中国经济的活力之外，对其他国家并没有很大益处，反而可能降低其他国家居民的福利^②。

^① 参见《中国青年报》，11 月 6 日

^② 参见余永定，《消除人民币升值恐惧症，实现向经济平衡发展的过渡》

因此，人民币小幅度升值可能导致人民币汇率的频繁波动，产生较高的国内经济调整成本，而对消除中国外部经济不平衡并无很大的效果。

3.2 人民币升值的收益分析

人民币升值的收益主要体现在这几个方面：

1. 降低了我国海外投资的成本。随着中国经济的发展，国内企业的对外投资需求开始上升。尤其是东部地区的人均 GDP 近 2000 美元，面临着产业升级和生产转移的问题。在国际上，也有通过对国外投资来促进本国经济发展的情况。但是，这种收益还受到中国目前整个经济情况的限制。因为，一方面中国的经济总量还没有达到要依靠通过对国外投资来促进本国经济发展的阶段，不能够跨越经济发展的水平而盲目鼓励对国外的投资。当然，我们应该鼓励我国有能力的企业实行国外发展战略，参与国际竞争。但是作为一个国家的货币政策不能因为少数利益而有损整个国家的经济利益。另一方面，我国还有广大的国内市场有待开拓。国内市场也是世界市场的组成部分。一般来说，根据跨国公司对外投资的企业管理论，如果该企业面临的国内市场不够大，它才会选择拓展国外市场来弥补国内市场的不足。再者，跨越阶段地鼓励对外投资，还会造成我国比较优势的丧失。

2. 有利于减轻外债的负担。我国的外债约 1500 亿美元，年还本付息额约 300-400 亿美元。人民币如升值 1%，可以相应地减少付息 1%。

3. 有利于减少财政负担。人民币升值会减少出口，进而使国家的出口补贴减少。但是显而易见，这种理由是不足取的，虽然重视出口的重商主义不足取，但是，不能因为减少出口补贴的原因而减少出口。

4. 有利于我国产业结构调整。人民币升值可以迫使一些低效率的企业退出市场，中国的贸易条件可能改善，从上述（3）可知，从长期来看，贸易条件改善，要求汇率升值以维持经常项目平衡，经常项目收支也将得到改善。由于升值，企业通过提高生产效率而不是仅仅依靠廉价劳动力来维持竞争优势的内在动力将会加强，企业也将会有较强的购买能力进口先进的资本品和技术。因而，从长远的角度来看，人民币的适度升值有助于我国产业结构调整。

5. 有利于提高国民的生活水平。人民币升值会产生贸易创造效应，为我国人民提供更多的廉价的国外商品，从而使国民的实际购买能力提高。但若是考虑到我国进口产品结构、国民的消费水平和消费偏好，则人民币升值是否会真正提高国民的生活水平也成为一个问题。

6. 有利于改善我国的投资结构，减少对 FDI 的过度依赖。中国目前的对外开放度（出口/GDP）为 20% 以上，出口增长速度一直高于 GDP 增长速度，中国的经济增长和就业已经越来越依赖出口。过度依赖出口会受到国外的经济发展、贸易政策和国际经济周期的较大冲击，不利于经济的健康发展。

在大量的 FDI 流入的同时，中国的银行有十几万亿储蓄存款，存在巨大的存贷差额。人民币升值在提高了 FDI 的投资成本，虽然不一定会减少 FDI 的流入（因为中国有低劳动力成本和巨大的市场优势），但在长期内，可能会促使我国国内资金投资来替代 FDI，促使内外投资政策的公平化，取消给 FDI 的优惠。

因此，人民币升值将有利于减轻外债的负担、有利于我国产业结构调整和改善我国的投资结构，减少对 FDI 的过度依赖的正收益，但在降低海外投资的成本、减少财政负担和提高国民的生活水平等方面的收益性质很难确定。

3.3 人民币升值的成本大于收益

由上面的分析可知，人民币大幅度升值对国内经济的成本太大，断不可取；小幅度升值的成本是可能导致人民币汇率的频繁波动，在极大地破坏我国政府的公信力的同时，还产生较高的国内经济调整成本，但对消除中国外部经济不平衡并无很大的效果。人民币升值的收益将有利于减轻外债的负担、有利于我国产业结构调整和改善我国的投资结构，减少对FDI的过度依赖的正收益，但在降低海外投资的成本、减少财政负担和提高国民的生活水平等方面的收益性质很难确定。因此，总体来看，人民币升值的成本大于收益，升值是不合适的。

4. 结论：稳定汇率，抓住机遇，完善人民币汇率形成机制

4.1 稳定汇率在目前的形势下是当务之急

因为没有任何模型可以精确地计算均衡汇率水平，那么判断汇率水平合适的唯一标准是看在这个汇率水平对国内经济的影响。汇率制度及汇率水平是否应该调整的关键，是看国内经济在这种汇率下的运行状态和发展的可持续性。对目前中国经济来说，人民币汇率基本上运行在一个较为合理的水平上。

首先，虽然强调贸易顺差的重商主义观点不一定正确，但我国“双顺差”格局形成的原因复杂，与人民币汇率变动不一定有必然的联系。国内的劳动力成本低、国内市场巨大、投资环境的不断改善、技术水平提高和FDI的持续流入则是更加直接的原因，这些情况会随着国内和国际经济形势的变化而变化。

其次，中国外汇的储备过多的结论也不一定成立。中国外汇储备的持续增加主要的原因在于经济持续快速增长、吸引外资能力不断增强、对资本与金融项目实行严格的管制及对经常项目实施强制结售汇制度、人民币升值预期和我国外币资产缺乏有效投资渠道等是近年来我国外汇储备增加的主要原因。在这种情况下，继续保持人民币汇率稳定，有利于降低经济发展的不确定性，有利于发挥“信心锚”的作用，有利于稳定市场预期，减少国际投机资本流动，防止货币升贬值预期所带来的螺旋式恶性循环。因此，我国的外汇储备中包含了居民的、企业的具有借入储备的性质的外汇，官方的外汇储备被夸大了，而且，我国防范国外经济的冲击和人民币既不是自由兑换货币，更不是国际货币等原因，不能简单地套用西方国际储备理论，来解释我国的外汇储备是否过多的问题。¹

但是，中国目前毕竟存在“双顺差”和外汇储备不断增加的问题，这会增加人民币升值的压力和升值的预期，所以稳定人民币汇率是中国政府在目前的形势下所必须解决的问题。

4.2 抓住机遇，完善人民币汇率形成机制

中国目前实际实行的是盯住美元的固定汇率政策²，但是作为一个庞大和发展迅速的经济实体，长期维持固定汇率政策有可能扭曲经济现实，不利于我国调节内部和外部经济的不平衡，而且对于国内和国际资本市场的正确定价没有好处。尽管我国仍应该保持人民币汇率的稳定，但是应在国际收支形势很好、外汇储备规模快速增加的有利形势下，要积极培育外汇市场，稳步推进人民币可兑换

¹ 参见黄泽民，《中国外汇储备的性质与适度性问题的思考》。

² 人民币汇率自1997年以来，人民币基本上固定在1美元：8.27人民币左右，形成了人民币对美元的事实上的固定汇率。

进程，不断提高汇率形成的市场化程度，着手考虑人民币汇率形成机制的改革和完善。

有许多文献和理论都指出固定汇率的缺点。概括来说，本质上还是由于均衡汇率的难以准确得到，而且即使得到了也会因为经济形势的变化而变化。中国日益开放的经济引起国际资本流动性日益增长，而国际资本流动性的增长也使中国开放的经济日益深化，这使得政府对汇率的承诺变得十分脆弱，也就是说国际资本的自由流动使如软钉住等的“中间制度汇率制”波动太频繁而变得不可行。Summers(1999)认为由于资本自由流动下的三难问题(trilemma)¹ 中间制度应让位于自由浮动汇率制或者真正的固定汇率制。² 因此，中国如要保持货币独立和参与国际一体化，就最终要放弃盯住美元这个“名义锚”的固定汇率政策。

那么，什么样的退出战略适合中国退出盯住美元的汇率政策呢？首先要选择好的时机，而最佳的退出战略便是预计钉住汇率的边际收益等于其边际成本时，并在该时退出。就目前的来看，人民币承受升值压力，人民币退出固定汇率后可能首先接受汇率升值，若汇率升值的后果不能持续时又将面临贬值，这对政府政策的公信力是个致命的打击，因此不具备退出条件。IMF曾指出，在退出钉住汇率前国家需先改善和加强其财政和货币政策，然后在有大规模外资内流时可放弃钉住政策。³ 所以，目前保持人民币汇率稳定是最优的政策选择。

在保持人民币汇率稳定的同时，我国政府要积极探索汇率形成机制，推动人民币向地区性通用货币的转变，考虑放宽人民币汇率上下波动幅度，逐步放松资本管制（而不是加强资本管制⁴），稳步推进人民币汇率生成机制的市场化，在条件成熟时实现人民币资本项目下的自由兑换，逐步实现有管理的浮动汇率取代固定汇率。

¹ 这一原理指在资本自由流动的情况下政府不可能同时实现汇率稳定、货币独立和金融市场国际一体化这三个目标，而必须放弃其中之一，这也称为“不可能的三位一体原理”(the principle of the impossible trinity)。

² 参见张志超，《汇率政策“新共识”及“中间制度消失论”》和《汇率制度的未来当前的国际争论及评价》（2002.3）

³ 参见张志超，《汇率制度理论的新发展：文献综述》（2001.8）

⁴ 参见余永定，《消除人民币升值恐惧症，实现向经济平衡发展的过渡》

参考文献:

1. 华民,《国际经济学》,复旦大学出版社
2. 余永定,《消除人民币升值恐惧症,实现向经济平衡发展的过渡》
3. 黄泽民,《中国外汇储备的性质与适度性问题的思考》
4. 张志超,《汇率政策“新共识”及“中间制度消失论”》、《汇率制度的未来当前的国际争论及评价》(2002.3)、《汇率制度理论的新发展:文献综述》(2001.8)
5. Frankel, Jeffrey A., Eduardo Fajnzylor, Sergio Schmukler, and Luis Servén, 2000, “Verifying Exchange Rate regimes”, World Bank Working Paper No. 2397.
6. Hausmann, R., Ugo Panizza, and Ernesto Stein, 2000, “Why Do Countries Float the Way they Float?”, Inter-American Development Bank Working Paper 418.
7. Levy-Yeyati, Eduardo and Federico Sturzenegger, 2000, “Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words”, Working Paper 2, Universidad Torcuato Di Tella.
8. Eichengreen, Barry, 1994, International Monetary Arrangements for the 21st Century, Washington, DC: Brookings Institution.

通讯地址:

上海市田林东路 100 弄 10 号 401 室, 邮政编码: 200233

E-mail: mingrenchen@yahoo.com.cn