

# 人民币应该升值么？

## Should Be Appreciation About RMB?

复旦大学世界经济研究所 华民 马涛 马弘

**内容摘要：**随着中国外汇储备的不断增长，人民币一直面临着升值的压力，最近一段时间以来，人民币升值的呼声尤为高涨，更有甚者，还有人建议放弃人民币钉住美元的、有限管理浮动的汇率制度而走向更为自由的浮动。面对这样的一些看法，本文在冷静地分析造成人民币升值压力的根源之后认为：人民币升值的压力主要来自于巨额的资本项目顺差，这种根源于资本项目顺差的本币升值压力是不可能通过名义汇率的升值而得到缓解的。因此，本文建议采取“交易平衡法”和“改革平衡法”来缓解与日俱增的人民币升值压力。至于中国汇率制度的选择则应当有利于减少人们对于人民币的升值预期，并且，为了保持中国宏观经济的稳定，中国不仅不能改变现行的汇率制度，而且还应当让名义汇率成为中国汇率政策调整的目标而不是政策调整的工具。

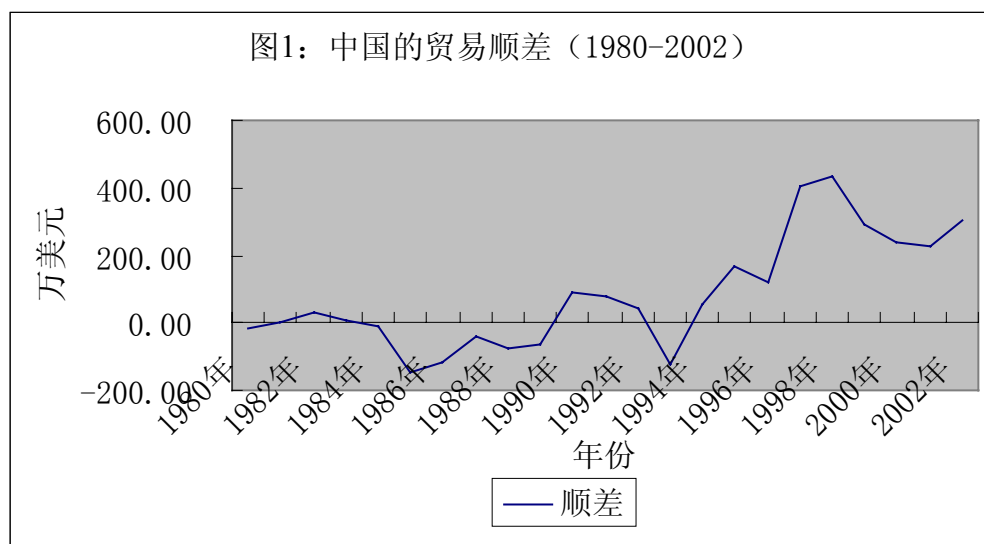
**Abstract:** Along with foreign exchange repertory continually increase in china, RMB has being faced with the pressure of appreciation. In recent years, the voice of increase in value of RMB is particularly upswing. Extremely there are many people want to Chinese government give up actual institute of exchange rate and take to more free floating institute of exchange rate. In the face of those opining, this paper ponder the root of the pressure of RMB's appreciation calmly, analyze the real reason behind the pressure and draw a conclusion: that the pressure against increase in value of RMB mainly come from substantive surplus in balance of payments, especially the one in capital account. Through analyzing the structure of balance of payments and

the economic effects of nominal exchange rate increase, we know that it won't do to alleviate the pressure of RMB's appreciation in the way of increasing the nominal exchange rate. We propose to mitigate the pressure with the method of 'Trade-equity' or 'Innovate-equity'. We think that the option of exchange rate system ought to in favor of reducing people's expectation for the increase in value of RMB, and nominal exchange rate should become the aim of Chinese exchange rate policy adjustment, but not the tool.

## 一、人民币的升值压力究竟来之何处？

自 1990 年代中期以来，中国出现了经常项目和资本项目的双顺差，外汇储备余额不断增加，2002 年底达 2864 亿美元，比上年末增长 34.9%，2003 年 3 月达到了 3160 亿美元。目前我国外汇储备余额仅次于日本，位居世界第二（资料来源：商务部 [www.moftec.gov.cn](http://www.moftec.gov.cn)，央行 [www.pbc.gov.cn](http://www.pbc.gov.cn)，国家统计局 [www.stats.gov.cn](http://www.stats.gov.cn) ）。正是中国数量巨大的、并且是不断增加的外汇储备给人民币带来了强大的升值压力。一时间，国内外学界和经济界人士要求人民币升值的呼声不断高涨，要求人民币放弃现行的钉住美元（有管理浮动）的汇率制度的主张也开始见之于报章。

那么，这样的主张是否合理呢？为了回答这个问题，我们首先需要对中国国际收支大规模顺差形成的原因加以分析。假如我们对中国巨额的国际收支顺差从结构上加以分析，便会发现，最近一些年来，中国国际收支的顺差主要来之于资本项目，而不是经常项目。



从图 1 可见，中国经常项目的顺差是从 1994 年中国管理部门决定人民币对美元大幅度贬值开始产生的，而且从 1994 年到 2002 年的 8 年间，年均由经常项目顺差带来的国际收支顺差大概在 200 亿美元左右，总计不到中国国际储备的 50%。中国经常项目顺差比通常想象的要少，一个主要的原因就在于中国的许多贸易活动是发生在跨国公司内部的公司内贸易，最终品的出口是以中间品的进口为先决条件的。

统计数字显示，在中国巨额数量的国际收支顺差中，有 50% 以上是来源于资本项目的顺差。造成中国资本项目出现大量顺差的原因在于国际跨国公司大量进入中国进行直接投资，这是中国未开放资本项目条件下，外资可以进入中国的唯一途径。跨国公司大量进入中国进行直接投资的原因是多方面的。从跨国公司的角度来讲，到中国来投资的动因不外是：抢占中国市场；进行要素套利；规避经济周期和产品生命周期产生的风险。从中国作为接受跨国公司直接投资的东道国的立场来讲，我们热忱欢迎跨国公司的进入，大概出于这样几个原因：第一，引进中国稀缺的技术和管理要素；第二，激活市场竞争、促进经济体制的改革；第三，由国内金融压制所造成的资金短缺或滥用而导致的资金缺口需要通过对外招商引资来加以满足。

在所有以上这些因素中，我们认为具有决定性的因素当属国内的金融压制。在中国的经济增长仍然需要依靠资本投入来推动的今天，资本要素的数量多少直接决定着中国经济增长的速度。中国是个储蓄率很高的国家，如果国内的金融体

系是富有效率的，那么国内的资本供给数量应当说是非常充足的。但是，问题恰好在于中国的金融体系是受到压制的和缺乏效率的，结果大量的国民储蓄不能有效地转化成为企业发展和经济增长所需的资金，以至为了保持经济的稳定增长，就必须通过引进跨国公司的直接投资来平衡国内资金供给不足（不是储蓄不足）而产生的缺口。进入中国的国际资本具有产权清晰、配置不受中国政府各种行政部门干预的特点，因而可以直接转化成为生产资本而促进中国经济的增长。

## 二、人民币的升值压力可以通过名义汇率的升值来缓解吗？

在人民币面临巨大升值压力的今天，我们能不能通过名义汇率升值来消除这种压力呢？我们的回答是否定的。做出这一回答的根据大致可以概述如下：

### 1. 人民币升值的国际收支效应

货币贬值可以增强贬值国产品的竞争力，因此会增加贬值国经常帐户的顺差或减少逆差，与此相反，货币升值必定会降低升值国产品的竞争力，从而增加经常帐户的逆差或减少经常帐户的顺差。因此，人民币升值会造成中国经常项目的逆差是不言而喻的。

再从资本项目来看，由于中国迄今为止还没有实现人民币资本项目下的可兑换，所以大量进入中国的国际资本主要是跨国公司的直接投资。人民币汇率升值首先会提高外资来华投资的资金成本，这将使得那些想要到中国来进行劳动要素套利的外来投资会变得无利可图，从而转向其他东道国进行投资套利。此外，对于那些贸易导向的跨国公司来说，<sup>①</sup>人民币升值必然会提高它们向第三国或母国出口的价格，为了保持或者提高国际竞争力，这样的跨国公司也会逐渐向外转移。结果，除了目的在于抢占中国市场的跨国公司投资以外，出于其他目的的跨国公司直接投资就有可能减少或者撤资，而这将会造成资本项目顺差的下降，并对中国的国际收支产生不利的影响。

对于一个经济发展前景良好、或者具有国际通货发行能力的国家来说，可以在短期内采用资本项目顺差来弥补经常项目逆差的国际收支平衡方法，因为在采取这种平衡方法时，本国货币的汇率是趋于贬值的，而不是走向升值的，本国货

---

<sup>①</sup> [日]小岛清著，周宝廉译：《对外贸易论》（中译本），南开大学出版社，1987年，第425页

币的贬值有利于恢复经常项目的平衡，并使资本项目的顺差变得没有必要。因此，可以说，用资本项目顺差来平衡经常项目的逆差假如伴随本国货币的贬值，那么这种平衡方法就具有收敛的性质。但是，用经常项目的逆差来平衡资本项目顺差从一开始就是不可行的。这是因为，这一平衡方法是以本国货币的升值为条件的，而本国货币的升值不仅会导致资本外流，而且还会恶化经常项目。中国目前的国际收支顺差主要是由资本项目带来的，假如采取升值平衡的做法，那么其后果就等同于用经常项目的逆差来平衡资本项目的顺差。

## 2. 人民币升值的结构效应

在讨论人民币升值的总量效应以前，我们不妨先来分析一下它的结构效应。汇率升值的结构效应大致可以描述如下：投入品为进口品，而产出则是非贸易品，这样的产业可以获得汇率升值的好处，如电力部门等，但是生产出口贸易品的部门则不会有这样的好处。<sup>②</sup>

由此产生的后果会是什么呢？第一，出口部门会趋于萎缩，而这必定会对国际收支所带来的消极影响；第二，资源配置会随之从贸易部门转向非贸易部门，这会降低经济的对外开放度；第三，由于非贸易部门缺乏国际竞争，生产率提高缓慢，因此，当越来越多的资源被配置到非贸易部门时，社会的全要素生产率就会趋于下降。

由此可见，人民币升值的结构效应不仅涉及到收入在贸易部门与非贸易部门之间的再分配，而且还涉及到资源在贸易部门与非贸易部门之间的再分配。对于中国这样一个处在发展中、从而内需严重不足的国家来说，出现因为汇率升值而导致资源向非贸易（非出口）部门转移的结果，必将对中国未来的经济增长产生非常不利的影响。

## 3. 人民币升值的收入效应

人民币升值的收入效应也是为负的。人民币升值固然会增加人民的名义收入，但是实际收入却是下降的。

在汇率保持不变的情况下，工资可以随着贸易部门生产率的提高而提高；在汇率升值以后，汇率升值将吞噬掉生产率提高的工资调整空间，<sup>③</sup>因为，在汇率升值的情况下，为了能够保持原有的出口量，就必须保持工资不变。

---

<sup>②</sup> [美]罗纳德·I·麦金农[日]大野建一：《美元与日元》（中译本），上海远东出版社，1999年，第71页。

<sup>③</sup> [美]罗纳德·I·麦金农[日]大野建一：《美元与日元》（中译本），上海远东出版社，1999年，第102页

在前面的分析中已经可以看到，人民币升值的结构效应将导致资源向非贸易部门转移，而这种转移又必然会造成社会全要素生产率的下降和商务成本与生活成本的上升，其结果只能是实际收入的下降。

最后，根据日本的经验，本国货币的升值直接造成了制造业的向外转移，这种转移还会进一步引起了中间品和资本的向外流出。<sup>④</sup>很显然，制造业的向外转移与资本的外流势必会造成国内就业的下降，结果，伴随着失业增加而来的不仅是实际收入的下降，而且还会造成名义收入的下降。

#### 4. 人民币升值的微观经济效应

从微观上看，人民币升值将会给企业带来巨大的价格压力，大大打击企业为降低成本而付出的努力，并使本来收益颇丰的人力资本和实物资本都会变得无利可图。对此，我们可以借助于日本汽车工业的案例来加以说明。

日本主要的汽车制造商尼桑公司负责财务的董事宫下曾经把汇率升值对微观产业活动的影响概述如下：假定日本厂商每辆汽车的出口价格为 1.5 万美元，那么日元对美元每升值 1 元就会造成每两出口汽车 1.5 万日元的损失；如果升值 10 日元，那么将损失 15 万日元。尽管日本的汽车生产企业在工厂里千方百计地将每辆车的成本减少几十日元、上百日元、甚至达到更多，但汇率的升值严重地挫伤了工厂里降低成本的斗志和士气。企业管理层对此采取了多项措施，其中包括重组企业和关闭工厂。但关闭工厂不过相当于每辆车节省成千上万日元的成本，只要日元对美元的汇率上升 10 日元，这一切努力就会化为泡影，从而消失得无影无踪。<sup>⑤</sup>

由日本汽车产业发展所遭受到的汇率冲击可见，名义汇率的变动其实是一种对产业活动产生干扰的噪音，这种金融噪音可以比真实信号放大几倍、几十倍、甚至是上百倍，结果使得那些本来是有利可图的产业活动会因为名义汇率的升值而变得毫无价值，进而造成人力资本和物质资本的报废。

或许人们会说，为什么不利用外汇市场去解决汇率波动所带来的不确定性呢？我们的回答是，由于以下两个原因使得外汇市场经常成为无效的：一是远期市场无效，因为远期汇率对未来即期汇率总是存在偏差；第二，参与者可能是风

---

<sup>④</sup> [美] 罗纳德·I·麦金农[日] 大野建一：《美元与日元》（中译本），上海远东出版社，1999年，第144页

<sup>⑤</sup> Miyashita, Takao. 1994. "On Exchange Risk Hedging". In *The Future Prospects of the International Monetary System*. Tokyo: Japan Center for International Finance. In Japanese.

险回避型的。然而，问题的关键还在于，从根本上讲，汇率并不是由市场的供求关系所决定的，经验主义的汇率文献的一个重要发现是：没有任何一组汇率模型能够在抽样的预测检验当中运作的比随机游走（即未来的汇率等于现价加上一个随机的变动值）更好。这也就是说，汇率决定从根本上说是由随机性因素所决定的。这种随机性因素就是随机发生的事件与新的信息。<sup>⑥</sup>由此可以得出的结论是，外汇市场在大多数场合只是一个噪音的生产者，外汇市场上的投机对于减少外汇波动所产生的不确定性并没有多大的用处，因此，它对于企业避险实际上是没有多大作用的。

假如日本的经验是值得借鉴的，而经济学家关于汇率市场的实际作用的界定又是可信的，那么，从微观的产业活动角度来看，人民币升值对于中国企业的经济活动不仅没有任何好处，反而会带来不必要的伤害。

#### 5. 人民币升值的宏观经济效应

事实上，人民币升值汇率不仅会对微观经济活动带来冲击，而且还会对宏观经济稳定产生不利的影响。根据日本的经验，本国货币升值，在宏观上有可能带来资产泡沫，并在泡沫破灭的情况下造成通货紧缩的严重后果。

本币升值为什么会诱发资产泡沫呢？对此，我们可以分析如下：假如本币升值，那么从利率平价的角度来讲，本国的利率就会下降，而这必然会刺激国内信贷的膨胀；但是，在另一方面，由于本币的升值增加了出口的成本，因而将新增加的信贷流量投资于出口部门就会变得无利可图；结果，在以上两个因素的共同作用下，新增贷款就必定会流向类似于地产、房产和股票市场这类非贸易部门或虚拟的金融部门，从而导致资产泡沫和经济泡沫的产生。在历史上日元大幅升值以后的日本经济是这样，美国经济在前两年美国采取强势美元政策的时候也是这样。<sup>⑦</sup>

由本币升值所造成的宏观经济的不稳定性不仅会造成房地产泡沫与证券泡沫的迅速生成，而且还会引发通货紧缩和经济衰退。以日本为例，由日元升值所导致的通货紧缩几乎是不可避免的，其产生的机理大致是这样的：日本经常项目顺差，世界各国的贸易保护主义者要求日元升值；日元升值必然导致日元利率下

---

<sup>⑥</sup> [美]凯文·多德、默文·k·刘易斯，《金融与货币经济学前沿问题》（中译本），中国税务出版社，2000年，第81页

<sup>⑦</sup> [美]克里斯托弗·林格尔，“格林斯潘制造了美国的三大泡沫”，《韩国时报》2003年7月4日

降,因为这是恢复利率平价的必然要求;当日元利率跌至接近于零利率的水平时,国内的信贷供给就会趋于枯竭,由于国内的信贷供给满足不了投资的需求,因而房地产泡沫与证券泡沫就会破灭;随着房地产泡沫和证券泡沫的破灭,通货紧缩就将成为必然的结果,一旦出现这样的局面,经济衰退就不可避免了,而且这样的经济衰退也是很难治理的。

综合以上各点,我们不难发现,人民币升值对中国的经济发展几乎没有任何积极的意义,因此,试图通过人民币的名义汇率升值来缓解人民币目前所面临的升值压力是不可取的。

### 三、我们可以采取什么样的方法来有效地缓解人民币的升值压力

假如中国不能通过人民币名义汇率的升值来缓解当前所面临的升值压力,那么我们又可以采取哪些方法来解决这一难题呢?我们的看法是:放弃传统意义上的“升值平衡”方法,采用“交易平衡”和“改革平衡”的新方法,可能是消除人民币升值压力的比较可行的方法。此外,为了从根本上消除人们对人民币的升值预期,我们还应当以名义汇率为政策调整的目标,继续坚持以钉住美元为前提的管理浮动汇率制度。

#### 1. 交易平衡方法

交易平衡方法是针对经常项目而言的。所谓“交易平衡”,就是通过增加进口来平衡由出口而产生的顺差,这样做不仅可以减少人民币的升值压力,而且还可以对中国的贸易伙伴国产生国际乘数效应,带动他们的经济增长。这也就是说,交易平衡事实上对于所有人都是有利的。但是,现在的问题在于:第一,交易平衡如何才能实现?第二,中国有没有可能通过交易平衡的方法来缓解人民币升值的压力?

为了回答这样两个问题,我们首先有必要来回顾一下日元大幅升值的原因。根据麦金农和大野建一的研究,日本之所以会产生规模巨大的国际收支顺差,关键就在于日本存在大量的保护部门。<sup>⑥</sup>由于存在大量受到政府保护的产业部门,因而日本的进口就必然会受到限制。但是,日本政府对那些缺乏国际竞争力的

---

<sup>⑥</sup> [美]罗纳德·I·麦金农[日]大野建一:《美元与日元》(中译本),上海远东出版社,1999年,第241页



产业部门实施保护的同时，却又对日本那些具有国际竞争力的出口部门采取了出口促进的贸易政策，由这种新重商主义的贸易政策所产生的后果必然是日本国际收支的单边顺差，而且，这种单边顺差随着日本经济增长和出口的增加而不断累积，从而具有长期性和递增性，并不可避免地给日元带来了巨大的升值压力。为了缓解不断增加的升值压力，日本就应当采取贸易自由化这唯一正确的做法。但是，由于缺乏远见，日本并未采取这样的做法，而是选择了让名义汇率持续升值、直至变固定汇率制为浮动汇率制的不当做法，最终把日本经济引向了经济衰退之路。总结日本的经验教训，中国要实现国际收支经常项目的交易平衡，就必须加快贸易自由化的步伐。但是，为了防止短期内过多的进口对中国经济产生不利的影 响，我们在采用这种平衡方法时必须注意进口产品中的消费品、中间品和资本品的结构均衡，以保证中国对外贸易和经济的可持续增长。

现在，我们再来讨论中国有没有可能通过交易平衡来缓解人民币不断增加的升值压力。中国能不能通过交易平衡的方法来缓解人民币的升值压力，就要看中国与主要贸易伙伴国的经济结构是否具有互补性。如前所述，日本的经常项目顺差除了与日本刻意推行新重商主义的贸易政策有关之外，还与日本与美国等工业化发达国家在经济结构上是相互替代的有关。但是，对于今天的中国来说就不同了，因为中国与美国和日本等主要贸易伙伴国在经济结构上都具有互补性，中国出口的是劳动要素密集的工业品，而进口的则是资本与技术要素密集的制成品或资本品。因此，贸易自由化的结果将是市场的扩大与分工的深化。这也就是说，中国通过贸易自由化来平衡中美和中日之间的经常项目顺差是有市场空间的。

## 2. 改革平衡方法

改革平衡方法是针对资本项目而言的。所谓“改革平衡”，就是要通过深化国内的金融改革来减少资本项目的顺差。

中国其实并不缺少资本，中国居民的储蓄率一直很高，而且储蓄总量也越来越大。但是，由于金融资源的计划配置和产权界定不清，所以才造成了现金流被大量蒸发和私人资本大量外逃的现象，并产生了国内资金供给不能满足资金需求的问题。因此，要从根本上解决国际收支资本项目顺差过大的问题，就必须进行彻底的金融改革和所有权改革。

在今天的中国为什么必须要同时进行金融改革和所有权的改革呢？这是因

为，中国今天的金融资源主要是通过政府有关部门用行政方法来配置的。政府有关部门之所以能够用行政手段来配置金融资源，说到底就是因为金融体系中的众多机构，如作为金融中介的银行和市场中的大多数机构的所有权都是属于国家的。这意味着中国的金融体系不仅缺乏工具和市场机制，而且更为重要的还在于它缺乏有效的所有权制度。因此，对于中国来说，要实现麦金农和肖所说的金融深化，提高中国金融体系的配置效率，就不仅需要进行金融创新，而且首先需要进行所有权改革。

### 3. 汇率制度的选择必须有利于减少人们对于人民币的升值预期

既然中国的国际收支不能通过人民币的升值来恢复平衡，那么改变现行的人民币汇率制度也就更加没有必要了。其实，中国作为一个低收入发展中国家，对世界主要货币采取相对固定的汇率制度是最为有利的。

我们这样说的根据在于，世界货币体系从来就不是一个自由竞争的体系，与世界的产品市场不同，世界货币体系历来都是由霸权国来决定货币价格的垄断体系。这意味着今天的全球外汇市场并不是确定世界货币价格的前提或基础，因此，对于许多经济小国来说，除了钉住大国的货币之外，没有其他更为有效的选择，这也就是说，对汇率制度的选择实际上就是对货币本位的选择。<sup>⑨</sup>

那么目前世界的本位货币是何种货币呢？如果说 1914 年以前的世界本位货币是英镑，那么第二次世界大战以后的世界本位货币就是美元。面对以美元为世界本位货币的国际货币体系，一般国家对世界本位货币国家的货币可以采取以下三种定价方法：自由浮动、管理浮动或固定汇率。在布雷顿森林体系解体以前，由于美元可以自由兑换黄金，所以全球实行的都是固定汇率制度。但是，随着布雷顿森林体系的解体，越来越多的国家便开始放弃固定汇率制度，但只有少数国家采用了作为另一个极端的浮动汇率制度，而大部分国家则选择了介于固定汇率制度与浮动汇率制度之间的有管理的浮动。即便如此，布雷顿森林体系解体以后的汇率浮动仍然引发了全球性的增长减速，不仅所有工业化国家的增长都放慢了，而且经济周期也更加同步了，由此可见，在浮动汇率制度下，汇率实际已经变为一种金融噪音而从货币和金融方面对经济增长产生了不利的影响。<sup>⑩</sup>

---

<sup>⑨</sup>[美]凯文·多德、默文·k·刘易斯，《金融与货币经济学前沿问题》（中译本），中国税务出版社，2000年，第91页

<sup>⑩</sup>[美]罗纳德·I·麦金农[日]大野建一：《美元与日元》（中译本），上海远东出版社，1999年，第78-79页

从目前中国的实际情况来看，对作为世界霸权与本位货币的美元采取接近于固定汇率的管理浮动这种汇率制度比较可行，这是因为，中国作为一个世界货币体系中的弱国，本来就是价格的接受者，而不是价格的制定者，对世界霸权与本位货币采取相对固定的汇率制度，我们就可以减少自主定价时必须支付的信息成本和调整成本而坐享搭便车的收益。反之，如果中国决意选择其他的汇率制度，那么就有可能面临欧元与日元的尴尬，不是出现汇率低估就是汇率高估的风险，从而对经济基本面造成不必要的冲击。

#### 4. 名义汇率应当成为中国汇率政策调整的目标而不是政策调整的工具

名义汇率是调整变量还是目标变量？这取决于一个国家宏观经济的调整目标和经济对外开放的程度<sup>①</sup>。对于那些软货币国家来说，也就是政府要想通过征收通胀税来增加政府收入的国家，放弃固定汇率，让货币继续贬值下去是有益的。同样，对于那些经济开放度较小的国家来说，坚持固定汇率也是没有意义的，因为它的贸易流量和国际资本流量都很小。

但是，对于那些追求宏观经济稳定，或者开放度很大的硬通货国家来说，名义汇率的不断变动则是有害的。就前一种情况而言，固定汇率有利于强化货币发行的纪律。对于那些经济开放度越来越高、国际资本流动越来越频繁的国家来说，保持名义汇率的稳定极为重要，这也就是说，名义汇率应当成为政策干预的目标，而不是手段。因为频繁的汇率变动（调整）会干扰商品的相对价格，从而降低投资效率。从中长期看，名义汇率升值会产生升值预期，进而导致汇率高估，汇率高估的这种必然性已经被“自我强化”的汇率模型所证实，而汇率一旦高估就极有可能引起经济衰退。

中国目前已经成为全世界资本流入最多的国家，对外贸易的依存度也非常之高，进出口贸易占 GDP 的比重高达 50%左右，从以上数据看，中国显然属于一个高开放度的国家，因此，保持名义汇率的稳定就显得格外重要，否则就会对中国的贸易和资本的国际流动产生巨大的影响。既然要保持人民币名义汇率的稳定，那么人民币的名义汇率就不应当成为宏观经济政策调整的工具，而应当是宏观经济政策调整的目标。

---

<sup>①</sup> [美]罗纳德·I·麦金农[日]大野建一：《美元与日元》（中译本），上海远东出版社，1999年，第5页

参考文献:

1. [日]小岛清著, 周宝廉译:《对外贸易论》(中译本), 南开大学出版社, 1987年
2. [美]罗纳德·I·麦金农[日]大野建一:《美元与日元》(中译本), 上海远东出版社 1999年
3. Miyashita, Takao. 1994. "On Exchange Risk Hedging". In *The Future Prospects of the International Monetary System*. Tokyo: Japan Center for International Finance. In Japanese.
4. [美]凯文·多德、默文·k·六意思,《金融与货币经济学前沿问题》(中译本), 中国税务出版社, 2000年
5. [美]克里斯托弗·林格尔,“格林斯潘制造了美国的三大泡沫”,《韩国时报》2003年7月4日

通讯地址: 上海市邯郸路 220 号, 世界经济研究所, 邮编 200433

E-mail: huamin@fudan.edu.cn