

现行人民币汇率制度的可持续性探析

——兼论“中间汇率制度消失论”

赵彦志¹, 李凤羽²

(1. 东北财经大学 萨里国际学院, 辽宁 大连 116025;

2. 东北财经大学 经济与社会发展研究院/公共政策研究中心, 辽宁 大连 116025)

[摘要]近年来兴起的“中间汇率制度消失论”已成为主流经济学界判断发展中国家汇率制度选择的主要理论依据。它建议发展中国家应实行汇率制度的端点解。通过对当前人民币汇率制度可持续性进行分析,证实现阶段中国的货币政策管理水平、经济结构调整、就业压力以及金融市场不完善等现状不允许中国在中短期内实行“端点”汇率制度;现行的人民币“软钉住”美元的汇率政策应是当前以及未来相当长时期内中国的最佳选择。

[关键词]人民币汇率制度;中间汇率制度消失论;端点解;汇率错置;“软钉住”

[中图分类号]F830.73 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1004-4833(2010)03-0095-06

一、引言

传统的汇率制度选择理论主要是围绕固定汇率制与浮动汇率制孰优孰劣而展开的,但在20世纪90年代新兴市场经济国家频繁爆发危机以来,一些经济学家开始对中间汇率制度安排提出了质疑,认为唯一可持续的汇率制度是超级固定(货币局、货币联盟和美元化)汇率制度或完全浮动汇率制度。这种观点就是“中间汇率制度消失论”,简称“中空论”^[1]。

2005年7月21日中国人民银行发布公告宣布人民币汇率开始实行“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”。汇制改革当日,人民币汇率就从改革前的1美元兑8.27元人民币升值到1美元兑8.11元人民币,升值幅度达2%。自此之后,人民币汇率开始走小幅攀升之路。

截至2010年3月,人民币汇率中间价升至1美元兑6.83元人民币,累计升幅约为15%。尽管目前我国政府对外宣称人民币汇率实行的是介于独立浮动汇率制度和固定汇率制度之间的“管理浮动汇率制度”,但从定值基础和波动限制来看,人民币汇率制度更接近固定汇率制度一端的“参考美元为主的软钉住汇率制度”。也就是说,当前人民币汇率制度还不是真正意义上的管理浮动汇率制度。有学者认为现行的人民币汇率制度属于中间汇率制度^①,尽管其具有浮动汇率制度和固定汇率制度的某些折中优点,但也具有二者的缺点,即浮动汇率制度的不稳定性和固定汇率制度的市场扭曲,因此中间汇率制度不具有可持续性^[2]。主流经济学界提倡的“中间汇率制度消失论”是否能够作为现阶段人民币汇率制度选择的主要依据?中国现行的汇率制度究竟是短期的权宜之计,还是一种可持续的制度安排?本文

[收稿日期]2010-03-16

[作者简介]赵彦志(1968—),男,河北任丘人,东北财经大学萨里国际学院院长,副教授,博士,从事人民币汇率及国际金融研究;李凤羽(1980—),男,辽宁抚顺人,东北财经大学经济与社会发展研究院/公共政策研究中心助理研究员,博士研究生,从事资产定价、公司金融、汇率及国际金融制度比较研究。

^①目前IMF将成员国的汇率制度分为8类:无独立法定货币的汇率安排、货币局制度、其他传统的固定汇率制(包括管理浮动制下的实际钉住制)、水平调整钉住制、爬行钉住、爬行带内浮动、不事先公布干预方式的管理浮动以及单独浮动。一般来说,前两类通常被划为固定汇率制,最后一类属于浮动汇率制。

将对这些问题进行探讨。

二、有关“中间汇率制度消失论”的文献综述

“中间汇率制度消失论”产生于20世纪90年代初的欧洲汇率机制危机,它是由Eichengreen首次提出的。该理论认为,唯一可持久的汇率制度是自由浮动制或是具有非常强硬承诺机制的固定汇率制(如货币联盟和货币局制度),而介于两者之间的中间性汇率制度,包括“软钉住”汇率制即可调节的钉住、爬行钉住以及幅度(目标)汇率制和管理浮动汇率制等正在消失或应当消失^[3-4]。Obstfeld和Rogoff断言,“在浮动汇率和采用一个共同货币之间不存在一条舒适的中间地带”,“跨过峡谷深渊的最好办法就是简单一跳”^[5]。Summers认为,由于资本自由流动下存在三难问题,中间汇率制度应让位于自由浮动汇率制或真正的固定汇率制^[6]。这其实是用“不可能三角”原理来解释为何中间汇率制度应当放弃。

尽管“中间汇率制度消失论”在理论界引起了很大轰动,但也有学者不支持“中间汇率制度消失论”。Frankel研究发现,各国并未像“中间汇率制度消失论”所预言的那样迅速移向两端而使中间地带腾空。他认为没有一种汇率制度是万能灵药。“端点解”并不是对所有国家都普遍适用,它只在一定的时间内对某些国家适用^[7]。Masson指出,历史上各国经常自愿或非自愿地改换其汇率制度,例如当一国处于高通货膨胀时,该国可能采用固定汇率制,但通货膨胀下降后,由于对外竞争力的下跌该国可能放弃这一制度,很少会把汇率永久固定^[8]。他利用历史数据考察汇率制度转型的概率并由此推测未来的趋势,发现可以强有力地拒绝这样的假设,即汇率制度转型只趋于两个端点而不发生向中间汇率制度的转变。Calvo和Mishkin指出,新兴经济国家要取得宏观经济的成功,关键是要有健康的基本宏观经济体制,包括与财政、金融和货币稳定有关的各种体制。与此相比,汇率制度的选择只具有次级的重要性^[9]。

以上综述可以发现,主张“中间汇率制度消失论”的学者大都以发生金融危机的国家为研究对象来分析汇率制度选择引发金融危机的可能性。这实际上犯了一种逻辑上的错误,即只从能否爆发金融危机的角度考虑一国汇率制度的选择问题。然而,金融危机并非常态,而且汇率制度的选择除了考虑金融系统稳定之外,还要为经济增长与扩大就业服

务。现有的理论研究对此却较少涉及。

为了证明“中间汇率制度消失论”不能作为判断人民币汇率制度的选择及汇率政策可持续性的依据,本文就“中间汇率制度消失论”提倡的汇率制度“端点解”在中国的可行性进行分析。在分析过程中,本文将综合考虑经济增长、充分就业和金融稳定等因素,并结合当前中国面临的国内和国际形势,对现行人民币汇率制度的可持续性作出判断。

三、现阶段实行人民币弹性汇率制的可行性分析

Cappiello和Ferrucci指出,维持现行的人民币实际钉住美元的汇率制度需要较高的成本,包括巨额国际收支顺差、外汇储备激增、流动性过剩以及资产价格泡沫^[10]。因此,他们认为进一步扩大人民币汇率弹性并逐步实行浮动汇率制度将有助于增加中央银行货币政策的自主性,有利于改善投资决策,有助于提高消费者购买力;与金融财政改革相配合将有助于缓解高储蓄现状并促进消费,从而降低中国经济对出口行业的过分依赖。然而,增加汇率弹性是否真的会实现上述目标吗?

从货币政策自主性来看,汇率制度理论一般认为钉住汇率制(或固定汇率制)会使中央银行丧失货币政策自主性,但却能发挥“名义锚”的作用,使钉住国的通货膨胀水平向被钉住国的通货膨胀水平收敛^①;而浮动汇率制则能使中央银行获得货币政策的自主性,中央银行可以根据国内的经济形势自主地制定和执行货币政策。人民币汇率弹性的增加就意味着在使人民银行获得较大的货币政策自主性的同时也要放弃原有钉住汇率制“名义锚”所带来的好处。人民银行必须通过对中国宏观经济走势的判断,自主地制定并实施货币政策。货币政策的正确制定和实施要依赖于货币政策指标的恰当选择,然而从目前情况来看,货币政策指标的选择还存在较多的困难。

首先,在金融变革和高储蓄率的背景下,货币供应量难以履行货币政策中介指标职能。货币供应量作为货币政策中介目标的有效性取决于货币流通速度(定义为GDP/M)的可预测性,而在中国金融变革和高储蓄率的背景下,货币流通速度并不稳定且难以预测(见图1)^[11]。尽管图1中M0与GDP变动较为一致,但这实际上是一种人为的假象,主要是由于

①中国1994年进行的汇率改革,将原有的汇率双轨制取消并实行单一的钉住美元的汇率政策,从而有效地降低了这一时期国内较高的通货膨胀水平。

人民银行强制要求商业银行持有较高的发行储备所导致的。另外,中国的 GDP 指标也处于不断修改和完善中^①,这使得货币流通速度更加难以预测。

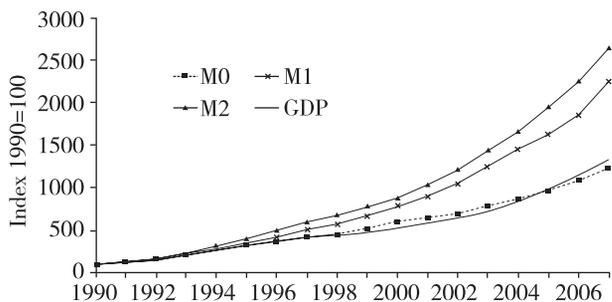


图1 中国货币供应量与名义GDP的变化趋势(1990年—2007年)

其次,债券市场发展严重滞后以及银行存款利率管制使得利率作为货币政策中介指标的职能严重削弱。凯恩斯主义将货币需求动机分为流动性需求、谨慎需求和投机需求,认为前两个需求动机与收入成正向关系,而投机需求则与利率成反向函数关系。这样,货币需求不仅受到收入的影响,而且与利率变动有密切关系。目前发达资本主义国家大多将利率作为货币政策的中介指标。尽管目前我国商业银行贷款利率市场化取得了一定进展,但存款利率仍处于人民银行的严格管制中,加之债券市场发展严重滞后,我国很难形成完全市场化的无风险利率,从而导致人民银行无法将利率作为中介指标来制定货币政策。另外,新凯恩斯主义的“泰勒”规则要求政府对经济周期中过剩的生产能力拥有准确的信息,然而在中国经济高速增长背景下,政府很难掌握这方面的准确信息。因此,以放弃通货膨胀“名义锚”为代价所获得的货币政策自主性并不能在中国完全实现。

从增加消费者购买力并解决高储蓄率问题来看,中国对美国的贸易顺差是形成对人民币升值冲击的主要动因。中美贸易顺差下降将有助于缓解人民币升值压力。目前大多数学者认同的是,中国对美国的贸易顺差的根源在于中美储蓄差异。虽然恢复中美贸易平衡需要强调双方共同实施全面的结构性调整政策,但片面强调人民币大幅度升值的作用是有失偏颇的。就中国而言,如何降低高储蓄率是问题的焦点。中国高储蓄率的形成源于人口结构的变化和工业化、城市化的进程,而近年来国民收入分配格局的日趋不合理——居民储蓄率显著下降、企

业储蓄率稳步上升和政府储蓄率急剧上升则进一步抬高了储蓄率。显然,完善各种社会保障制度、增加政府的消费性支出(包括对广大农村和城市中的低收入人群增加转移性支出)才是有效降低高储蓄率的根本途径。人民币汇率弹性的增加不仅不是解决高储蓄率问题的根本途径,而且还有可能加剧这种失衡状态。在当前人民币升值压力还未消退之时就贸然扩大汇率弹性,意味着短期内人民币会出现较大幅度升值。从表面上看,人民币升值会降低进口商品价格、增加国内居民的实际购买力、有利于促进消费,然而在社会保障机制不健全、金融市场不发达的情况下,这种效用会大打折扣。对于贸易部门尤其是出口行业而言,人民币升值将侵蚀出口行业利润,导致该行业出现亏损甚至停工停产。出口行业的衰退将导致该行业工资水平下降以及失业率的上升,从而促使该行业的从业人员增加储蓄以备不时之需。另外,大量廉价的进口商品和服务的涌入也可能挤占国内相同行业的市场份额,从而降低这些行业工人的可支配收入并促使其增加储蓄。可见,增加人民币汇率弹性并不一定能够促进消费、降低储蓄率,相反,从中短期来看,汇率弹性的增加可能会加剧这一内部失衡。

从降低中国经济对出口行业的依赖来看,Cappiello 和 Ferrucci 认为汇率弹性的增加有利于促进资源从贸易部门向非贸易部门转移,从而有助于中国经济结构调整、降低经济对出口行业的依赖^[10]。实际上,他们考虑的是汇率变动的资源配置传导机制,即汇率变动将会使贸易品和非贸易品的相对价格发生变化,从而使得资源在两部门之间进行转移。在当前人民币升值压力下,增加汇率弹性就意味着短期内人民币将继续升值,从而迫使劳动力和资本向非贸易部门转移,以达到经济结构调整的目的。然而,这一观点忽略了一个重要的事实,即中国劳动力市场的现状。中国是一个劳动力严重过剩的国家,每年都面临巨大的新增就业人口压力,仅靠国内需求很难消化这么多的就业人口。因此,出口导向型战略是为了解决就业问题而迫不得已。汇率弹性的增加将加大人民币汇率的波动,从而增加出口企业的“等待价值”。我国的出口行业大多属于劳动密集型行业,不可能通过资本投入的减少来抵消汇率变动对劳动力需求的影响,即导致出口行业大量的工人失业。而劳动力跨行业的转移也不是没有障碍

^①中国于2006年对GDP指标进行了修改,并使其出现大幅提升。

的,由于不同行业所需要的专业技术不同,不经过专业技术培训是很难实现劳动力跨行业流动的。再者,我国内需不足,非贸易行业很难一下子消化这么多转移的劳动力。因此,笔者认为,中国存在的大量剩余劳动力将使中国在短期内很难实现外向型经济向内需型经济转变,中国经济对出口行业的依赖还将持续相当长的时间。

实际上,增加人民币汇率弹性不仅不会解决中国面临的内外结构失衡问题,而且还会带来其他问题。Williamson 指出,汇率变动不定对发展中国家的影响要比发达国家大得多^[12]。这主要是因为发展中国家的外汇市场不发达,远期抛补费用很高,有时甚至连远期市场都不存在。一些发展中国家公司的规模一般不大,即使有外汇市场,高昂的远期费用相对于企业的规模来说也可能是很重的负担。因此,汇率变动不定所带来的成本,将对发展中国家产生很大的负面影响。汇率变动不定的另一个负面影响是汇率错置。Frankel 和 Froot 证明,过度的变动会使汇率持续地偏离其均衡水平,从而发生汇率错置;而汇率错置会带来成本^[13-14]。以上两种情况对于中国来说都是很有可能出现的,其原因主要是中国尚未形成真正的利率市场化。根据利率平价理论,汇率水平由国与国之间的利率差决定,而中国由于长期的利率管制,导致利率并不能反映市场上的资金供求关系,如果增大汇率波动弹性就有可能出现汇率错置现象,使中国承受巨大的成本负担。另一方面,中国远期外汇市场极不发达,利率管制使得远期汇率并不能反映汇率的未来走势,在此基础上形成的远期汇率不仅不能有效地对冲汇率变动风险,而且还会使企业承受远期交易本身的风险。此外,从事远期结售汇业务的商业银行为了抵消远期汇率错置风险而倾向于提高交易费用,这也挫伤了贸易企业使用远期结售汇对冲汇率风险的积极性。基于以上分析,笔者认为人民币汇率制度至少从中短期来看并不适宜实行弹性的汇率制度。

四、现阶段实行人民币“硬钉住”美元汇率制度的可行性分析

Velasco 认为,在金融危机中倒台的那些国家的汇率制度,虽然钉住美元但钉住得不够坚硬,因此缺少公信力。由此之故,“软钉住”汇率制度容易引发投机资本的攻击。在投机资本的剧烈冲击下,政府被迫用利率来维护汇率,导致利率极高、最终无法维持。因此,他的结论是必须不惜一切代价确保公信

力,使汇率永久固定^[15]。他建议发展中国家应实行“硬钉住”美元的汇率制度。

“硬钉住”汇率制度包括货币同盟、货币局制度和官方正式的美元化。人们对货币局制度的热衷主要来自对阿根廷—中国香港模式的偏好。但是,其他一些国家如埃塞维尼亚、拉脱维亚、保加利亚等实行货币局制度的时间都很短,而且阿根廷和中国香港在金融危机以后也都陷入严重的经济衰退,可见货币局制度并非万灵。阿根廷的货币局制度于 2002 年春季崩溃了。这在事实上证明了货币局制度之路径不通。

据 Edwards 的报告,全世界实行美元化的国家约有 20 个^[16],但其都是经济规模很小的国家,总人口平均不超过 15 万人。此外,虽然这些国家的通货膨胀率较低,但其经济增长率也低于非美元化的国家。因此,美元化对发展中国家来说不见得是一种好的选择。

这样,在“硬钉住”汇率制里可供选择的就剩下货币同盟了。诺贝尔经济学奖得主 Mundell 于 1999 年预言,在未来 10 年内将出现三大货币区,即欧元区、美元区和亚洲货币区;“金融稳定性三岛”将成为未来货币体系的基本架构。东南亚金融危机以及 2008 年全球金融危机的爆发使亚洲各国深刻认识到区域内货币金融合作的重要性,加之亚洲各国普遍实行钉住美元的汇率政策,使得汇率联动的成本并不像想象中的那么高,所以一些学者认为亚洲统一货币和“金融稳定性三岛”是大势所趋^[17]。尽管笔者也认为亚洲成立货币联盟具有必要性与长期可行性,但是成立货币联盟在实践中还存在相当多的问题亟须解决。首先,亚洲货币合作面临的最根本问题是,各国在经济制度、经济结构和经济发展水平方面差异显著,在政治、文化和历史方面存在着分歧和利益冲突。欧盟之所以能成功地实施欧元,主要是因为欧盟成员国在政治方面已形成了高度统一,并在这之前成功地建成了自由贸易区。而亚洲各国之间的经济发展水平和开放程度参差不齐,生产要素自由流动性较差,金融市场化程度较低,并且在经济政策方面存在着明显不同的偏好。亚洲货币合作需要各国主动放弃一部分货币政策的自主权。但是,除日本外,其他国家都属于发展中国家,各国经济结构很不相同,保持货币政策的灵活性对于这些国家的经济增长是至关重要的。也就是说,这些国家很难做到牺牲内部增长来适应外部均衡的要求。其次,过去多年来松散的、非制度化的区域合作使亚洲

各国逐渐形成了一种强调非正式和强调达成共识的独特的“亚洲传统”。在这种传统下,亚洲各国缺乏制度化的监督机制和谈判机制,每个国家都想分享合作的好处但绝不想付出合作的代价。这种强调非正式性和达成共识的“亚洲传统”并不适合区域货币合作,因为任何有效合作关系的建立都需要通过正式的制度确保利益的妥协与合作的实现。再次,在亚洲区域里没有一种中心货币。从亚洲货币合作的进展来看,日本政府在其中的确扮演了非常重要的角色。但是,日元对美元的汇率动荡不定、日本银行系统的巨额坏账呆账、日本经济的不振,再加上亚洲地缘政治和历史问题等多种因素,使日元作为亚洲中心货币存在太多障碍。中国的人民币也可以成为亚洲中心货币,但是目前人民币尚不能自由兑换,中国货币市场和金融市场的发展尚不完善,因而人民币还不具备成为亚洲中心货币的基本条件。因此,亚洲货币同盟尽管在长期来看具有可行性,但在中短期尚不具备实施的条件,所以我国的汇率政策暂时不应该将其纳入考虑的范围。

五、保持现行人民币汇率制度的可行性分析

基于以上分析,笔者认为“中间汇率制度消失论”提倡的“端点解”并不符合中国实际情况,因此现阶段以及未来很长一段时期内人民币汇率制度的最佳选择仍是保持现有人民币“软钉住”美元的汇率制度不变。本文得出这一结论除了上面分析的原因之外,还基于以下原因。

首先,现阶段实行的“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”有利于我国中央银行在货币政策自主性、汇率稳定以及资本自由流动之间达到一种平衡。尽管“不可能三角”(或“三元悖论”)模型认为一个国家只能够在汇率稳定、货币政策自主性和资本自由流动之间选择两个目标,而不可能同时实现三个目标,但是该模型并没有令人信服的理由。为什么不可以放弃其中的两个目标,或者一个目标各放弃一半,从而有一半的汇率稳定性,同时有一半的货币政策自主性^[7]。Krugman 曾论证过,即使在完全资本流动的条件下,一国可采用中等波幅的目标区汇率制^[18]。实际上,现有的研究大都基于资本自由流动的假设,而中国一直实行着较为严格的资本管制。尽管这种管制有时不那么有效,但它是我国金融稳定最重要的安全阀。因此,在现行汇率制度下,中央银行既能够通过资本管制和汇率的小幅波动获得一部分货币政策自

主性,又能通过钉住美元的汇率政策锚定通货膨胀水平,关键是在这三个方面相互协调从而达到某种平衡。实际上,现行的人民币汇率制度是在中央银行货币政策操作水平以及货币中介指标不完善情况下的最佳选择。

其次,维持现阶段人民币汇率制度能够为国内经济结构调整创造稳定的外部环境。全球金融危机使人们认识到当前全球经济失衡的不可持续性,金融危机后全球经济将不可避免地进入再次平衡的过程。中国作为全球最大的实行出口导向战略的发展中国家也不可避免地要对经济结构进行调整,实现经济由外向型向内需型转变。经济结构调整将使资源从贸易部门向非贸易部门转移,而在这个转移过程中将会出现大量的贸易部门的工人失业,因此经济结构调整不能操之过急,如果过急就会影响政治和社会的稳定。经济结构调整应在保证贸易部门现有就业的基础上通过财政政策与税收政策吸引新增劳动力向非贸易部门流动,待新增就业压力有所减缓时再着手解决原有贸易部门劳动力的转移。在这一过程中,汇率稳定就显得至关重要。过度的汇率波动不仅增加外贸企业的“等待价值”,而且在资本—劳动率较低的情况下导致外贸企业的劳动力需求大幅下降。这样,一方面大量新增劳动力的就业问题需要解决,另一方面原有贸易部门又出现大量劳动者失业。这不仅会影响中国经济的可持续发展,而且还会导致政治动荡。

再者,现行的人民币“软钉住”美元的汇率制度有助于保证我国巨额外汇储备的安全。截至 2009 年上半年末,我国外汇储备总额已达到 21316 亿美元。尽管人民银行没有对外明确公布中国外汇储备的结构,但依据来自国际清算银行的报告和路透社的报道,中国的外汇储备中美元资产占 70% 左右,日元约占 10%,欧元和英镑约占 20%。可见美元汇率的变动直接影响着我国外汇储备的安全。近期美元的贬值导致了中国外汇储备大幅缩减,人民银行对外汇市场干预将有助于缓解美元贬值的压力,从而保证我国外汇储备的安全。

最后,人民币“软钉住”美元的汇率制度并不会必然导致金融危机。理论界对人民币“软钉住”美元汇率制度的担忧主要源于它具有内在的不稳定性,容易受到投机资本的冲击。20 世纪 90 年代末期发生的东南亚金融危机就是一个明显的例子。然而,我国目前的实际情况与东南亚国家具有很大的不同:首先,我国仍实行较为严格的资本管制。其次,

国内一般企业和金融机构的“债务美元化”很有限,“资产负债表效应”不大。再次,我国积累的大量外汇储备以及必要时采用的一些非常规手段对投机资本能够形成足够的威慑。另外,中国目前面临的人民币升值压力有很大一部分是由于放弃了汇率改革前的钉住美元汇率制度所导致的。因此,中国应在未来一段时期内保持人民币汇率制度的稳定。

六、结论与政策建议

2005年人民币汇率改革以来的汇率制度,是介于独立浮动汇率制度和固定汇率制度之间的“管理浮动汇率制度”。它事实上是更接近固定汇率制度一端的“参考美元为主的软钉住汇率制度”,属于一种中间汇率制度。“中间汇率制度消失论”认为,发展中国家应实行“端点解”的汇率制度,即浮动汇率制或完全固定汇率制。然而,通过以上分析,笔者认为现阶段中国的货币政策管理水平、经济结构调整、就业压力以及金融市场不完善等现状不允许中国在中短期内实行端点汇率制度。因此,现行的人民币“软钉住”美元的汇率制度是中国当前并且在相当长的时期内的最佳选择。

笔者认为我国应该保持现阶段人民币“软钉住”美元的汇率制度不变,并在较长时期内保持人民币汇率水平在现有的6.85元人民币兑1美元附近窄幅震荡。笔者建议中国政府要在不同场合强调维护人民币汇率稳定的决心,同时要加紧完善货币政策指标体系,增强中央银行货币政策的自主性;要加快我国债券市场建设,加快利率市场化改革进程;通过税收与财政政策相结合,引导新增就业人口向非贸易部门流动,通过出口退税等方式保证现有出口行业的利润水平;建立健全社会保障体系,加强消费信贷市场建设,增加居民可支配收入,降低储蓄率;加强国际协调,尤其是与美国的合作,以国际合作的方式改善两国之间的贸易失衡;加快汇率衍生品市场建设,降低交易成本,完善商业银行远期结售汇业务,防范汇率风险。

[参考文献]

[1] 赵玉平. 中间与两极汇率制度选择——趋势研究及实证分析[J]. 山西财经大学学报, 2009(2): 107-112.
[2] 方洁. 当前人民币汇率制度的可持续性分析[J]. 中州学刊, 2007(2): 71-74.
[3] Eichengreen B. International monetary arrangements for the 21st century [M]. Washington, DC: Brookings Institution

Press, 1994.

[4] Eichengreen B. The only game in town [J]. The World Today, December 1998.
[5] Obstfeld M, Rogoff K. The mirage of fixed exchange rates [J]. Journal of Economic Perspectives, 1995 (9): 73-96.
[6] Summers L H. Testimony before the senate foreign relations subcommittee on international economics policy and export/trade promotion [C]. January 27 1999.
[7] Frankel J. No single currency regimes is right for all countries or at all times [R]. NBER Working Paper 7338, 1999.
[8] Masson P. Exchange rate regime transition [R]. IMF Working Paper, 2000: 134.
[9] Calvo G A, Mishkin F C. The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries [J]. The Journal of Economic Perspective, 2003 (17): 99-118.
[10] Capiello L, Ferrucci G. The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalization [DB/OL], European Central Bank Occasional Paper Series, March 2008. [2010-01-05]. <http://www.ecb.int/pub/pdf/scopops/ecbocp82.pdf>.
[11] Mckinnon R, Schnabl G. The case for stabilizing China's exchange rate: setting the stage for fiscal expansion [J]. China & World Economy, 2009 (17).
[12] Williamson J. The exchange rate system [M]. Washington, DC: Institute for International Economics, 1983.
[13] Frankel J A, Froot K A. Using survey data to test standard propositions regarding exchange rate expectations [J]. American Economic Review, 1987 (77): 133-153.
[14] Frankel J A, Froot K A. Chartists, fundamentalists and trading in the foreign exchange market [J]. American Economic Review, 1990 (80): 181-185.
[15] Velasco A. Exchange rates in emerging markets: floating toward the future [C] // Stabilization and Monetary Policy: the International Experience. Mexico, 2002.
[16] Edwards S. The great exchange rate debate after Argentina [J]. North American Journal of Economics and Finance, 2002 (13): 237-252.
[17] 张明. 亚洲货币合作: 最新进展、问题和前景 [J]. 首都经济贸易大学学报, 2005(2): 60-62.
[18] Krugman P. Target zones and exchange rate dynamics [J]. The Quarterly Journal of Economics, 1991, CVI: 669-682.

[责任编辑: 陆惠敏]

(下转第106页)