

发展中国家汇率制度安排的名与实^{*}

——对法定汇率制度与事实汇率制度之差异的经验分析

周继忠, 金洪飞

(上海财经大学金融学院, 上海 200433)

摘要: 文章分析了发展中国家汇率制度安排名与实不符现象的分布与演变, 并对其成因提出了一些假说。文章使用面板数据多元混合 Logit 模型的计量分析发现, 较高的通货膨胀导致恐惧浮动现象, 而较高外汇储备或严格的资本管制则导致恐惧固定现象, 这在很大程度上支持了我们提出的关于发展中国家汇率制度安排名与实不符现象成因的假说。

关键词: 法定汇率制度; 事实汇率制度; 面板数据混合 Logit 模型

中图分类号: F33, F41 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2008)01-0039-12

汇率制度选择一直是国际金融领域的重要政策议题。自布雷顿森林体系崩溃以后, 发展中国家开始选择较为灵活的浮动汇率制度, 由此产生了许多分析其汇率制度选择的经验研究。^① 然而绝大多数研究只针对政府宣布采用的汇率制度, 对于汇率政策的实际运作情况却鲜有关注。事实上发展中国家在汇率制度安排方面往往名实不符。Ghosh 等人(1997)发现, 许多国家名义上实行固定汇率制度, 但经常对汇率作调整, 从而使汇率的实际波动程度很大。Calvo 和 Reinhart(2002)则指出了“恐惧浮动(fear of floating)”现象, 即许多国家名义上实行浮动汇率制度, 但实际上对汇率强力干预, 结果使汇率非常稳定。参照这种命名方法, 我们可以把 Ghosh 等人(1997)指出名实不符现象称为“恐惧固定(fear of pegging)”现象。

有学者对“恐惧浮动”现象给出理论解释, 如 Calvo 和 Reinhart(2002)的货币政策低可信度理论、Hausmann 等人(2001)的原罪论和 Lahiri 和 Vegh(2001)的经济冲击理论。但是这些理论实际上探讨汇率的最优灵活程度, 并不探讨这一最优灵活程度应该通过政策宣示体现, 还是通过具体的政策实践来反映, 从而并不涉及汇率制度安排名实不符的现象。相比之下, 相关的经验研究往往对“恐惧浮动”与“恐惧固定”这两种名实不符现象都进行分析, 但受

收稿日期: 2007-10-24

作者简介: 周继忠(1968—), 男, 上海人, 上海财经大学金融学院教授, 博士生导师;

金洪飞(1970—), 男, 浙江东阳人, 上海财经大学金融学院副教授。

数据可得性限制,此类经验研究数量不多。

本文对发展中国家汇率制度安排名实不符的现象进行了经验研究。首先对汇率制度的分类方法以及汇率制度安排名实不符现象的分布与演变进行了概要描述,然后根据现有文献提炼出若干关于汇率制度名实不符成因的假说。本文使用 100 多个发展中国家 20 多年汇率制度安排的面板数据,以模拟最大似然值方法估计不同汇率制度差异现象出现的概率。有关结果在很大程度上支持我们提出的关于发展中国家汇率制度安排名实不符现象成因的假说,对于汇率制度差异具有相当的解释能力。

一、汇率制度安排的名与实

(一) 汇率制度的分类

汇率制度可以从名与实两个角度进行考察,从而得到法定汇率制度与事实汇率制度两种分类。^②所谓法定(de jure)汇率制度,是指一个国家官方宣布并由国际货币基金组织(IMF)分类公布的汇率制度。考虑到政策宣告与实际运作的区别,从 1998 年开始,IMF 采用一种更为关注汇率政策实际运作情况的新分类体系。然而由于这一新分类体系仍然受各国官方报告的影响,并非仅仅根据汇率的实际行为来判断,因此本文仍然将其算作法定汇率制度。

表 1 汇率制度分类

固定汇率制度	中间汇率制度	浮动汇率制度
旧 IMF 汇率制度分类(1998 年以前)		
1 钉住单一货币 2 钉住特别提款权 3 钉住其他综合货币	4 针对单一货币的有限灵活性 5 针对一组货币的有限灵活性 6 按照一组指标调整汇率	7 其他管理浮动 8 独立浮动
新 IMF 汇率制度分类(1998 年至今)		
1 没有本国法偿货币 2 货币局制度 3 其他钉住汇率	4 水平浮动带 5 爬行钉住 6 爬行浮动带	7 无事先宣布汇率路径的管理浮动 8 独立浮动
RR 汇率制度分类		
1 没有本国法偿货币 2 事先宣布的钉住汇率或货币局制度 3 事先宣布的水平浮动带, $\leq \pm 2\%$ 4 事实上的钉住汇率	5 事先宣布的爬行钉住 6 事先宣布的爬行浮动带, $\leq \pm 2\%$ 7 事实上的爬行钉住 8 事实上的爬行浮动带, $\leq \pm 2\%$ 9 事先宣布的爬行浮动带, $> \pm 2\%$ 10 事实上的爬行浮动带, $\leq \pm 5\%$ 11 移动浮动带, $\leq \pm 2\%$	12 管理浮动 13 自由浮动 14 自由落体 15 恶性浮动

注:新旧 IMF 汇率制度分类取自各期《汇率安排与汇率管制年度报告》。详细的 RR 汇率制度分类取自 Reinhart 和 Rogoff (2004)。

所谓事实(de facto)汇率制度,是指根据实际观察到的汇率的波动情况,结合外汇储备变动与通货膨胀等因素,对实际运行的汇率制度做出的分类。例如 Reinhart 和 Rogoff(2004)就是根据市场汇率的实际波动情况,结合通货

膨胀表现,对世界各国的事实汇率制度进行了分类(以下简称 RR 分类)。本文接下来的分析将以 RR 分类作为事实汇率制度的数据来源。

表 1 列出了新旧 IMF 法定汇率制度种类和 RR 事实汇率制度种类。由于部分详细的法定或事实汇率制度较为少见,不便单独进行分析,同时为了与常用的固定或浮动的二元分类相区分,我们采用固定、中间、浮动汇率制度的三元分类,并根据法定汇率制度名称所蕴涵的汇率灵活程度,或者根据事实汇率制度实际上的汇率灵活程度,将各类汇率制度分别进行归类。

(二)发展中国家法定汇率制度与事实汇率制度的差异

本文考察了 1977~2000 年间 118 个发展中国家的汇率制度差异的情况。表 2 显示,在总共 2 403 个观察值中,按照 IMF 法定汇率制度统计,固定、中间、浮动三种汇率制度分别占 58%、6%、36%,而按照 RR 事实汇率制度分类,三种汇率制度的分布比较平均。法定与事实汇率制度的分布差异造成了名实不符的现象。按照两者分布彼此独立的假说,名实不符将是普遍现象。然而相关 χ^2 统计值具有显著性,表明我们可以拒绝该假说。因此总的来说,发展中国家的汇率制度安排既有言行一致的情况,又有名实不符的现象。

表 2 IMF 法定汇率制度与 RR 事实汇率制度的交叉分布

	事实:固定		事实:中间		事实:浮动		合 计	
法定:固定	709	(50.7)	370	(26.5)	319	(22.8)	1 398	[58.2]
法定:中间	23	(15.5)	77	(52.0)	48	(32.4)	148	[6.2]
法定:浮动	79	(9.2)	401	(46.8)	377	(44.0)	857	[35.7]
合 计	811	[33.7]	848	[35.3]	744	[40.1]	2 403	[100.0]

零假设:法定汇率制度与事实汇率制度的分布彼此独立

χ^2 -统计值:64.84,自由度:4,p-值:0.00

注:样本期为 1977~2000 年,包括 118 个国家,共 2 403 个观察值。圆括号内数值为本单元占本行合计总数的百分比。方括号内数值为本单元占总共 2 403 个观察值的百分比。

由于法定与事实汇率制度各有固定、中间、浮动三种选择,两者之间的交叉分布构成一个矩阵(见表 3)。在主对角线左下方,法定汇率制度比事实汇率制度更具灵活性,属于广义的“恐惧浮动”现象。在主对角线右上方,事实汇率制度比法定汇率制度更具灵活性,属于广义的“恐惧固定”现象。在主对角线上,两者的灵活程度相同,属于“制度一致”的现象。^③

表 3 恐惧浮动(A)、恐惧固定(B)和制度一致(C)示意表

法定汇率制度	事实汇率制度		
	固定汇率制度	中间汇率制度	浮动汇率制度
固定汇率制度	C	B	B
中间汇率制度	A	C	B
浮动汇率制度	A	A	C

从图1来看,由于越来越多的国家放弃以钉住汇率为特征的法定汇率制度,恐惧固定现象不断减少。恐惧浮动现象的比例总体上不断上升,但有反复。制度一致现象的比例一直比较高,近年来更有大幅上升趋势。造成20世纪90年代末期汇率制度差异分布较大变化的原因有二。第一,IMF的新汇率制度分类更关注事实汇率政策,使法定汇率制度分类更接近事实汇率制度,导致制度一致现象更为普遍。第二,20世纪90年代的多次货币危机使许多国家降低对汇率的干预强度,增加汇率的实际灵活程度,从而使恐惧浮动现象有所减少。

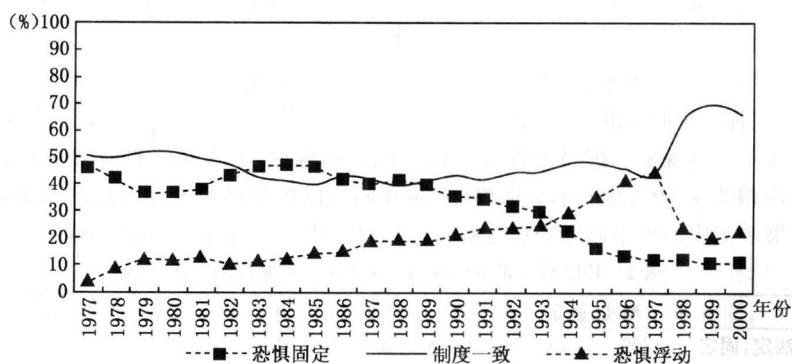


图1 IMF法定汇率制度与RR事实汇率制度之差异的演变

在样本期内,恐惧固定、制度一致和恐惧浮动分别占30.7%、48.4%和20.9%(见表4)。汇率制度名实不符的现象超过半数,比言行一致的情况更普遍。但是从图1来看,恐惧固定现象存在进一步减少的趋势,而制度一致现象将有所增加。为此我们计算了三种现象的稳态分布。假设汇率制度差异的转换符合一阶马尔科夫过程,则转换矩阵为 $P=(p_{ij})$,其中 p_{ij} 表示从时期 $t-1$ 时汇率制度差异形式 i 转换为时期 t 时汇率制度差异形式 j 的概率,而满足 $dP=d$ 的行向量 d 即为三种汇率制度差异现象的稳态分布。^④从表4可以看出,当达到稳定状态时,恐惧固定现象占19.9%,恐惧浮动占27.3%,两者相加不足半数。汇率制度安排言行一致现象总的来说略占上风,但名实不符的情况仍然普遍,而且将长期存在。

表4 IMF法定汇率制度与RR事实汇率制度之间差异的分布 单位:%

	恐惧固定	制度一致	恐惧浮动
样本分布	30.7	48.4	20.9
稳态分布	19.9	52.8	27.3

注:样本分布是指根据样本数据计算的各汇率制度差异占总样本数的百分比。稳态分布是指根据一阶马尔科夫转换矩阵计算的各汇率制度差异的稳态分布。

二、关于汇率制度差异成因的三个假说

Calvo 和 Reinhart(2002)指出,许多国家的反通胀货币政策可信度较低,需要一个“名义锚(nominal anchor)”来帮助实现遏制通胀目标。固定汇率是发展中国家最常用的“名义锚”。^⑤固定汇率可以稳定可贸易品的国内价格,进而降低非贸易品价格的涨幅,最终达到稳定整体物价的目标。由于汇率时刻处于公众的关注之下,固定汇率也是最为透明的“名义锚”,有利于提高反通胀政策的可信度。然而在通货膨胀率很高的时候公开宣布实行固定汇率是很不明智的,因为持续上涨的物价水平与固定不变的名义汇率相结合意味着实际汇率的升值,这会削弱本国的对外竞争力,导致国际收支逆差,从而使固定汇率无法维持。因此,通货膨胀率越高,当局越有可能采用较为偏向浮动的法定汇率制度,而在实际执行汇率政策时致力于保持汇率稳定,从而导致“恐惧浮动”现象的出现。我们由此总结出关于汇率制度差异成因的第一个假说:高通货膨胀率将提高“恐惧浮动”现象发生的概率。

与固定汇率制度的可持续性密切相关的因素是国际储备的充足程度。较高的外汇储备水平有利于提高市场对固定汇率的信心,当局也因此而更有可能采用偏向固定的法定汇率制度。然而一旦汇率被固定,货币政策会丧失自主性。如果货币当局不愿放弃独立的货币政策,那么事实上汇率的波动幅度就可能比较大。于是,伴随较高的外汇储备水平出现了法定汇率制度偏于固定而事实汇率制度偏于浮动的局面。我们由此得到第二个假说:较高的外汇储备水平将提高“恐惧固定”现象发生的概率。

Hausmann 等人(2001)认为,发展中国家无法以自己的货币在国际资本市场上融资,必须以外币进行借款。一旦本币贬值,债务负担立刻加重,有可能使国家陷入危机。随着发展中国家日益频繁地参与国际资本流动,它们会日益关注汇率波动的资产负债平衡表效应。因此,资本流动规模越大的国家,越是倾向于保持汇率事实上的稳定,因而越有可能出现“恐惧浮动”的现象。与此相对应,周继忠(2006)发现,资本管制有利于维持法定固定汇率制度,因此资本账户越是封闭的国家越有可能出现“恐惧固定”的现象。我们由此得到第三个假说:资本流动规模扩大将提高“恐惧浮动”的概率,而资本管制措施的强化使“恐惧固定”更有可能出现。

三、汇率制度差异的计量模型与解释变量

(一)随机效应面板数据混合 Logit 模型

我们用 Y_{it} 和 Q_{it} 分别表示国家 i 在 t 年选择的法定与事实汇率制度,其取值为 0、1、2 分别代表固定、中间、浮动汇率制度。汇率制度差异用 G_{it} 表示,其取值为 -1、0、+1 分别表示恐惧固定、制度一致、恐惧浮动:

$$G_{it} = -1 \Leftrightarrow Y_{it} < Q_{it}, G_{it} = 0 \Leftrightarrow Y_{it} = Q_{it}, G_{it} = +1 \Leftrightarrow Y_{it} > Q_{it} \quad (1)$$

一个国家法定与事实汇率制度的差异,除了受到我们将考察的经济变量(x_{it})的影响外,还可能受到其他因素的影响。我们用 α^i 代表影响国家 i 的汇率制度差异的国别因素。在给定 α^i 的条件下,我们假设一国出现汇率制度差异 j 的概率可以用一个多元 Logit 模型来表示:

$$\text{Prob}(G_{it} = j | \alpha^i)' = \frac{\exp(x_{it}\beta_j + \alpha_j^i)}{\sum_{k \in \{-1, 0, +1\}} \exp(x_{it}\beta_k + \alpha_k^i)} \quad (2)$$

我们将制度一致设定为基准状态,亦即设定 $\beta_0 \equiv 0$ 和 $\alpha_0^i \equiv 0$, 于是 β_{-1} 与 β_{+1} 分别反映 x_{it} 对出现恐惧固定与恐惧浮动的概率的影响。我们假设国别效应 $\alpha^i = (\alpha_{-1}^i, \alpha_{+1}^i)$, 服从二元正态独立同分布,从而构造了一个随机效应面板数据混合 Logit 模型,该模型可以通过模拟最大似然值方法进行估计。^⑥

(二) 解释变量

根据有关假说, x_{it} 包括以下变量:通货膨胀率(CPI),由消费者物价通货膨胀率 π 按 $\pi/(1+\pi)$ 转换而得;^⑦ 外汇储备充足程度(RSV),以非黄金国际储备占年进口支付额之比表示;资本管制程度(RCAP),以关于双重汇率、强制结售汇、经常账户支付限制及资本账户支付限制的四个虚拟变量之和表示;^⑧ 资本流动规模(GCF),以直接投资、证券投资及其他投资的流入与流出总额占 GDP 之比表示。此外, x_{it} 还包括三个 OCA 指标作为控制变量:贸易开放度(OPEN),以进出口总额占 GDP 之比表示;经济规模(SIZE),以美元计值的 GDP 并取自然对数表示;金融发展深度(FDEV),以广义货币占 GDP 之比表示。这些变量的数据来源是 IMF 的《国际金融统计》和《汇率安排与汇率管制年度报告》。^⑨

由于上述模型没有考虑汇率制度差异本身的动态延续性,因此属于静态模型。为了反映汇率制度差异的路径依赖性,我们在动态模型中加入上一期汇率制度差异(LGAP),以此反映以往汇率制度差异对当期汇率制度差异的直接影响。当一个国家上一期出现恐惧固定、制度一致及恐惧浮动时, LGAP 的取值分别为 -1 、 0 及 $+1$ 。

四、对三个假说的检验结果分析

(一) 静态模型的检验结果

表 5 报告了静态模型的估计结果。从总体来看,使用 RCAP 或 GCF 作为资本账户开放程度指标并没有对其他变量的系数造成实质性的影响,表明有关估计结果的稳定性较高。就样本内拟合精度而论,静态模型可以解释 55% 左右的汇率制度差异,但是对不同汇率制度差异现象的解释能力有较大区别。两个回归方程都对制度一致现象有很强的解释能力,可以准确拟合 80% 以上的样本观察值,对恐惧固定现象的拟合程度约 50%,而对恐惧浮动

现象的解释能力都比较差,正确拟合率都不超过6%。

表5 静态模型的估计结果

	(1)				(2)			
	β_{-1}		S. E.		β_{+1}		S. E.	
CPI	-0.09	0.07	-0.11	0.08	-0.02	0.07	-0.16*	0.09
RSV	0.28**	0.08	-0.06	0.08	0.27**	0.08	-0.06	0.30
RCAP	0.70**	0.12	-0.16**	0.08				
GCF					-0.16	0.15	-0.81**	0.25
OPEN	0.05	0.09	-0.24**	0.11	-0.17	0.12	-0.05	0.26
SIZE	-0.44**	0.08	-0.17**	0.07	-0.48**	0.11	-0.18**	0.08
FDEV	1.82**	0.33	0.62**	0.30	1.96**	0.68	0.39	0.44
对数似然值	-1479.1				-1426.1			
样本数	1643,452,801,390				1545,438,739,368			
准确率(%)	56.2,50.9,84.1,4.9				54.4,49.5,81.3,6.0			

注:S. E. 表示标准差。*和**分别表示显著程度达到10%和5%。样本数与准确率的四个数值分别针对全体样本、恐惧固定、制度一致及恐惧浮动。常数项、随机效应与时期虚拟变量未报告。

静态模型并不支持“高通货膨胀率将提高恐惧浮动概率”的假说。在两个回归方程中,通货膨胀率(CPI)在 β_{-1} 与 β_{+1} 中的系数都是负数,表明高通货膨胀会降低汇率制度安排名实不符现象、尤其是恐惧浮动现象的出现概率,于是制度一致现象将更普遍。不过由于系数一般不显著,所以高通货膨胀率对不同汇率制度差异的出现概率的影响基本上没有太大的区别。

对于高外汇储备水平将提高“恐惧固定”现象发生概率这一假说,静态模型给予了有力的支持。无论使用哪种资本账户开放指标,外汇储备充足程度(RSV)在 β_{-1} 中的系数都是显著的正数,表明充足的外汇储备将显著地提高恐惧固定相对于制度一致的发生概率。RSV在 β_{+1} 中的系数不显著,表明外汇储备充足程度的变化对于制度一致或恐惧浮动的影响相差不大。

对于汇率制度差异成因的第三个假说,静态模型提供了正反两方面的证据。资本管制程度(RCAP)在 β_{-1} 中的系数是显著的正数,而在 β_{+1} 中的系数是显著的负数,表明严格的资本管制提高了恐惧固定的概率但降低了恐惧浮动的概率,这与前文的分析吻合。尽管资本流动规模(GCF)在 β_{-1} 中的系数是我们预期的负数,但是并不显著,而GCF在 β_{+1} 中的系数是显著的负数,表明资本流动规模的扩大将减少恐惧浮动现象,这与前面的分析正好相反。

(二) 动态模型的检验结果

表6是对动态模型的估计结果。就样本内拟合准确率而论,动态模型比起静态模型有相当大的改善。无论是使用资本管制指标的方程(3),还是使用

资本流动规模的方程(4),拟合准确率都超过 88%,而且对恐惧固定、制度一致及恐惧浮动的拟合准确率都很高。

滞后汇率制度差异(LGAP)在 β_{11} 中的系数是显著的负数,在 β_{-1} 中的系数是显著的正数。如果去年出现恐惧固定(LGAP = -1),则今年继续出现恐惧固定的概率大为增加;如果去年出现恐惧浮动(LGAP = +1),那么今年出现恐惧浮动就非常可能;如果去年出现制度一致(LGAP = 0),那么今年很有可能继续保持言行一致。这表明汇率制度差异现象具有相当强的持续性。

表 6 动态模型对汇率制度差异成因三个假说的检验

	(3)				(4)			
	β_{-1} 系数		S. E.		$\beta_{\pm 1}$ 系数		S. E.	
LGAP	-4.39**	0.70	3.86**	0.37	-4.42**	0.25	3.77**	0.21
CPI	-0.24**	0.10	0.17*	0.10	-0.19*	0.10	0.18*	0.09
RSV	0.27**	0.12	-0.13	0.12	0.26**	0.12	-0.15	0.11
RCAP	0.35**	0.14	0.03	0.17				
GCF					-0.06	0.13	-0.37	0.27
OPEN	-0.03	0.10	-0.04	0.10	-0.24	0.17	0.03	0.13
SIZE	-0.20*	0.12	-0.15	0.11	-0.24**	0.12	-0.15	0.10
FDEV	0.96**	0.40	0.29	0.43	1.04**	0.48	0.22	0.58
对数似然值	-730.1				-698.2			
样本数	1637,448,800,389				1541,436,738,367			
准确率(%)	88.7,91.5,89.1,84.6				88.3,91.5,88.6,83.9			

注:S. E. 表示标准差。* 和 ** 分别表示显著程度达到 10% 和 5%。样本数与准确率的四个数值分别针对全体样本、恐惧固定、制度一致及恐惧浮动。常数项、随机效应与时期虚拟变量未报告。

动态模型对我们提出的三个假说提供了比静态模型更有力的支持。首先,无论我们使用何种资本账户开放度指标,通货膨胀率(CPI)都具有显著的系数,其符号表明高通货膨胀将提高恐惧浮动的概率而降低恐惧固定的概率,完全符合我们的第一个假说。其次,外汇储备(RSV)在 β_{-1} 中的系数是显著的正数,而在 β_{+1} 中的系数是不显著的负数,表明外汇储备水平较高的国家比较有可能出现恐惧固定现象,从而支持我们的第二个假说。

对于资本管制与恐惧固定现象之间的关系,动态模型支持我们的预测。资本管制程度(RCAP)在 β_{-1} 中的系数是显著的正数,而在 β_{+1} 中的系数不显著,表明提高资本管制程度有助于维持恐惧固定的汇率制度名实不符现象。对于资本流动程度与恐惧浮动的关系,经验证据并不支持有关假说。资本流动规模(GCF)的两个系数都不显著,表明频繁的资本流动并不显著地影响汇

率制度不同差异形式的出现概率。

(三)控制变量的表现

在三个控制变量中,贸易开放程度(OPEN)的作用很不明显,而经济规模(SIZE)与金融发展深度(FDEV)的作用较为显著。SIZE的系数都是负数,而且大多显著。这表明经济规模越大,在汇率制度安排方面名实不符的现象越是少见,尤其是恐惧固定的现象更为少见。FDEV的作用与SIZE的作用正好相反,它的系数都是正数,而且主要在 β_{-1} 中具有显著性,表明金融发展深度越大,法定与事实汇率制度言行一致的概率越小,而恐惧固定现象越有可能出现。

总的来说,动态模型与静态模型的结果没有显著冲突,使用不同的资本账户开放程度指标对其他变量系数的估计也没有太大影响,因此有关计量结果具有较高稳定性,对于有关假说的检验结论比较有说服力。

五、我国汇率制度安排的名与实

与大多数发展中国家一样,我国法定与事实汇率制度名实不符的现象也经常出现。从改革开放初期到1986年,我国对外宣布的汇率制度一直是钉住美元的可调整的固定汇率制度,而从1987年开始直到现在,我国一直宣称执行的是有管理的浮动汇率制度。然而根据RR的自然分类法,我国的事实汇率制度在1992年前是浮动汇率制度,而从1994年开始是固定汇率制度。^⑩于是在1986年以前我国出现了恐惧固定现象,在1987~1992年间法定与事实汇率制度保持一致,而从1993年以来一直表现出恐惧浮动的特征(见图2)。

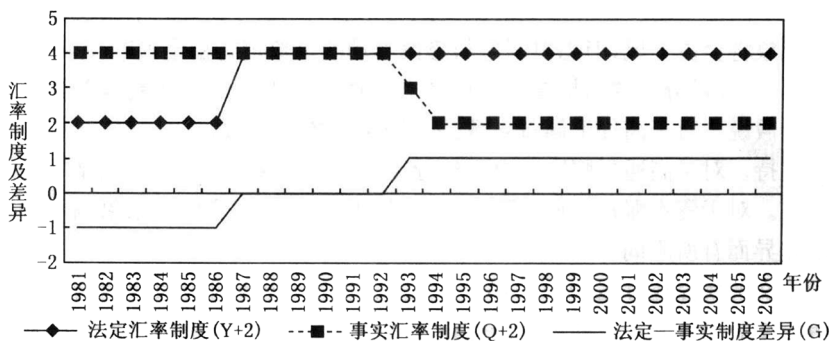


图2 我国汇率制度安排的名与实

利用本文的经验模型来分析我国法定与事实汇率制度的差异,会遇到一些难以解释的现象。例如,从20世纪90年代下半期开始,伴随我国国际储备的迅速增长,我国没有出现模型所预测的恐惧固定现象,反而出现恐惧浮动的情况,而这一阶段的通货膨胀率一直非常低,从而也不符合高通货膨胀伴随恐惧浮动现象的猜测。然而本文的经验分析也有成功之处。我国自改革开放以

来资本账户管制逐渐放松,资本流动规模不断扩大,根据本文的分析,这将降低恐惧固定的出现概率而提高恐惧浮动的出现概率。事实上我国的汇率制度差异正是遵循了从恐惧固定到制度一致再到恐惧浮动的演变轨迹,完全符合我们的经验模型的预测。

从长期趋势来看,随着我国经济规模的进一步扩大,具有独立自主的货币政策对国民经济的运行与管理日益重要。与此同时,我国必将更进一步地开放资本账户,实现与国际资本市场的充分接轨。这就要求我们更进一步地增强汇率灵活性,在名与实两方面都采用浮动汇率制度,从而实现汇率制度安排的言行一致。2005年7月21日,我国宣布执行参考不公开的一揽子货币的有管理的浮动汇率制度,这在制度上保证了法定汇率制度具有较为充分的灵活性,惟须在汇率政策操作方面不断降低干预力度,增强汇率波动性,从而实现更为灵活的事实汇率制度。

六、结 论

汇率制度安排名实不符的现象是近年来国际金融领域一个新兴的研究课题。本文在总结既有理论与经验文献的基础上,对法定与事实汇率制度名实不符现象的成因提出三个假说,即(1)高通货膨胀导致恐惧浮动;(2)高外汇储备导致恐惧固定;(3)资本账户开放导致恐惧浮动。本文对100多个发展中国家20多年内法定与事实汇率制度名实不符的现象进行了研究,利用一个随机效应面板数据混合Logit模型进行计量分析,得出两点主要结论。

第一,法定汇率制度与事实汇率制度出现差异是发展中国家的普遍现象。虽然从不同汇率制度差异形式的演变趋势来看,法定与事实汇率制度言行一致的现象将会占上风,但恐惧固定与恐惧浮动的现象仍将稳定地存在下去。

第二,计量分析的结果在很大程度上支持我们提出的汇率制度差异成因的三个假说。对于高外汇储备导致恐惧固定现象的假说,计量结果给予了有力的支持。对于高通货膨胀导致恐惧浮动现象的猜测,有关结果也基本上予以证实。对于资本账户开放导致恐惧浮动的说法,计量分析的结果因所用指标的差异而有所不同。

本文的研究还存在若干需要改进之处。第一,由于对恐惧浮动与恐惧固定等汇率制度差异现象的理论研究还比较少,本文有关分析的理论基础显得较为薄弱。第二,无论是法定汇率制度还是事实汇率制度,有些细分的汇率制度形式在归属于固定、中间、浮动汇率制度方面存在争议,有必要考虑不同的划分方法以检验有关分析结果的稳定性。第三,除了本文所考虑的变量以外,还存在着其他能够影响汇率制度差异的政治经济因素,有必要在计量分析时给予考虑。以上种种不足之处,还需要通过进一步的研究予以改进。

* 作者感谢上海市浦江人才计划、教育部新世纪优秀人才支持计划以及上海财经大学 211 项目的资助。作者也感谢匿名审稿人提出的修改意见,但文责自负。

注释:

- ① 参见周继忠(2004)对有关理论与经验文献作的归纳总结。
- ② 参见陈三毛(2007)对汇率制度分类的文献综述。该文将法定汇率制度称为名义汇率制度,将事实汇率制度称为实际汇率制度。
- ③ Alesina 和 Wagner(2006)也使用这种广义的理解方法。
- ④ 关于稳态分布存在的条件及计算方式可以参见 Bhat(1972)。
- ⑤ 其他“名义锚”包括货币供给、名义利率、名义国民收入以及物价水平等。
- ⑥ 关于模拟最大似然值估计方法的详细介绍可以参考 Train(2002)。
- ⑦ 这一转换方法可以减少高通货膨胀数据对估计结果的扭曲。参见 Ghosh 等人(1997)。
- ⑧ 详细构造方法见周继忠(2006)。
- ⑨ 为减轻解释变量内生性造成的偏差,我们将解释变量滞后一年。此外,我们对每个变量都进行减去样本均值再除以样本标准差的处理。这使原本数值差别很大的不同变量在数量级上比较接近,从而极大地提高了运算效率。除了国别随机因素外,我们还以五年为单位设置虚拟变量,从而控制每个阶段对全体国家有共同影响的普遍因素。
- ⑩ RR 分类截止于 2001 年。根据 RR 自然分类的标准,我们可以判断,我国 2002~2006 年间的事实汇率制度仍然是固定汇率制度。尤其需要说明的是,虽然 2005 年 7 月以来的人民币兑美元汇率在灵活程度上有所增加,但还不足以改变这一判断。

参考文献:

- [1] 陈三毛. 汇率制度分类理论述评[J]. 世界经济, 2007, (1): 89~96.
- [2] 周继忠. 发展中国家的汇率制度选择[J]. 财经研究, 2004, (6): 30~43.
- [3] 周继忠. 资本账户、法定汇率制度与事实汇率制度[J]. 财经研究, 2006, (2): 5~17.
- [4] Alesina Alberto, Alexander F Wagner. Choosing (and reneging on) exchange rate regimes[J]. Journal of European Economic Association, 2006, 4(4): 770~799.
- [5] Bhat U Narayan. Elements of applied stochastic processes[M]. New York: Wiley, 1972.
- [6] Calvo Guillermo, Carmen Reinhart, Fear of floating[J]. Quarterly Journal of Economics, 2002, 117: 379~408.
- [7] Ghosh Atish, Anne-Marie Gulde, Jonathan Ostry, Holger Wolf. Does the nominal exchange rate regime matter? [R]. NBER Working Paper, No. 5874, 1997.
- [8] Hausmann Ricardo, Ugo Panizza, Ernesto Stein. Why do countries float the way they float? [J]. Journal of Development Economics, 2001, 66: 387~414.
- [9] Lahiri Amartya, Carlos Vegh. Living with the fear of floating: An optimal policy perspective[A]. Sebastian Edwards, Jeffrey Frankel. Preventing currency crises in emerging markets[C]. University of Chicago Press, 2001.
- [10] Reinhart Carmen, Kenneth Rogoff. The modern history of exchange rate arrangements: A reinterpretation[J]. Quarterly Journal of Economics, 2004, 119: 1~48.

[11] Train Kenneth. Discrete choice methods with simulation[M]. Cambridge University Press, 2002.

Words and Deeds of Exchange Rate Regimes in Developing Countries: An Empirical Analysis of the Differences between de jure and de facto Exchange Rate Regimes

ZHOU Ji-zhong, JIN Hong-fei

*(School of Finance, Shanghai University of Finance and
Economics, Shanghai 200433, China)*

Abstract: This paper provides an empirical analysis of the differences between de jure and de facto exchange rate regimes in developing countries. We first analyze the classification of exchange rate regimes as well as the distribution and evolution of the differences between de jure and de facto exchange arrangements, then raise several hypotheses on the causes of these regime differences. The econometric analysis is conducted on a sample consist of more than 100 developing countries over more than 20 years using a panel-data multinomial mixed logit model. We find that high inflation is associated with fear of floating, while high foreign exchange reserves and intense capital controls are associated with fear of pegging. The estimation results are generally in support of our hypotheses, and the empirical model provides a reasonably good explanation of the regime differences.

Key words: de jure exchange rate regime; de facto exchange rate regime; developing countries; panel-data mixed logit model

(责任编辑 周一叶)