

“言”、“行”、人民币实际汇率制度弹性 与宏观经济绩效^①

刘晓辉^② 陈峥嵘^③ 于波^④

[摘要]本文利用外汇市场压力方法建立并经验地估计了人民币实际汇率制度弹性。在此基础上,考察了中国货币当局在人民币汇率制度安排上的言行一致性问题 and 不同的实际汇率制度安排下的中国宏观经济绩效。研究发现:一是“害怕浮动”在为中国提供货币政策纪律的同时,也赋予了货币当局采用扩张性货币政策促进产出增长的能力;二是人民币实际的汇率制度安排越具有弹性,就越易导致较高的通货膨胀,反之亦然;三是无论中国名义上宣称了什么类型的汇率制度,实际的人民币汇率制度越具有弹性,就越不利于中国实际产出的增长。反之亦然。在此基础上,结合汇率制度名义和实际分类法的思想,本文认为,在当前人民币名义上宣称有管理的浮动汇率制度这个既定前提下,人民币实际的汇率制度表现为“害怕浮动”的特征不仅是合理的政策选择,而且也是有利于中国的福利增进的。

关键词:人民币实际汇率 制度弹性 宏观经济绩效

JEL 分类号:F33,F41

一、引言

亚洲金融危机后,经济学家越来越意识到,一国名义上宣称的汇率制度与该国的实践中所表现出来的汇率制度往往并不一致。这种言行不一致的现象对汇率制度选择、汇率制度与宏观经济绩效以及汇率制度与货币危机之间的关系等方面的研究具有重要影响。经济学家由此开发了不同的汇率制度实际分类方法,重新考察了汇率制度演变、汇率制度与宏观经济绩效及汇率制度与货币危机之间的关系等问题,从而引发了该领域的大量假说和争议^⑤。

1994年人民币汇率并轨改革后,中国在人民币汇率制度安排上也出现了言行不一致现象。学界将1994年之后实际经济运行中人民币汇率的基本稳定称为Calvo和Reinhart(2002)意义上的“害怕浮动”(fear of floating)。但是,近年来对人民币汇率制度选择的研究和争论也大多隐含地假设^⑥,我国在人民币汇率制度选择问题是言行一致的。一旦政府或货币当局选择了某一种汇率制度,那么,实践中人民币汇率制度也会相应地表现为该汇率制度安排。然而,这种言行一致性假设并不符合发展中国家和新兴市场国家在汇率制度安排上所普遍存在的言行不一致现象,这说明对人民币汇率制度选择的研究是存在一定的缺陷的,由此还可能导致政策当局开出错误的政策处方。

^① 本文受国家自然科学基金项目“基于福利标准的人民币汇率制度选择研究”(70673033)和江苏省高校哲学社会科学基金项目“社会主义新农村建设中的金融创新”(06SJB790016)的资助。

^② 西南财经大学中国金融研究中心讲师,经济学博士,硕士生导师。

^③ 海通证券股份有限公司研究所宏观研究部高级分析师。

^④ 南京信息工程大学经济管理学院讲师,经济学博士。

^⑤ 有关综述,请参见刘晓辉、索彦峰(2009)。

^⑥ 关于人民币汇率制度选择方面研究更详细的综述,请参见刘晓辉(2008)第二章。

本文利用外汇市场压力的方法定义并建立了实际的汇率制度弹性的理论公式,在此基础上估计了 1954~2008 年期间人民币实际汇率制度弹性,并经验地考察了人民币实际的汇率制度安排与宏观经济绩效之间的关系。在经验证据基础上,本文同时考虑了汇率制度选择的“言”与“行”两个方面,考察了我国当前和未来一段时期内人民币的汇率制度选择和安排问题。本文认为,名义上宣称更具弹性的汇率制度,而在实践中政府或货币当局相机抉择地干预外汇市场,从而保持人民币汇率的基本稳定是一种可行且合意的政策选择。换言之,在人民币汇率制度安排上体现出“害怕浮动”的特征在当前和未来一段时期内是有利于中国的福利增进的。

二、“言”、“行”、害怕浮动与违背承诺

汇率制度分类有理论分类与实践分类(theoretical and practical classifications)两种。前者指落在完全固定和完全浮动汇率制度之间的各种理论上的汇率制度安排^①;后者又细分为名义分类法(de jure classification)和实际分类法(de facto classification)。名义分类法又称官方分类法(official classification),是以一国政府公开宣称的汇率制度为依据而进行的一种汇率制度划分方法。20 世纪 90 年代以前,各国汇率制度的统计和分类工作一直是由国际货币基金组织(IMF)负责的。IMF 根据成员国宣布的汇率制度进行记录,定期编制并汇总成员国所宣称的汇率制度。这一分类方法一直为各成员国所沿用,成为 20 世纪 90 年代前大部分汇率制度方面的经验研究所采用的数据集(Bubula 和 Ötoker-Robe,2002;Levy-Yeyati 和 Sturzenegger,2003、2005;Rogoff 等,2003)。

但是,IMF 的名义分类法存在很大的缺陷^②。一方面,它没有区分主要的汇率制度安排之间的差异,而这对学术研究来说十分重要(Poirson,2001);另一方面,这种分类方法无法真正反映一国实际的汇率行为,因为一国政府有可能出现言行不一致的现象(Bubula 和 Ötoker-Robe,2002;Dubas 等 2005;Levy-Yeyati 和 Sturzenegger,2003;Poirson,2001;Rogoff 等,2003)^③。针对这种缺陷,有两种处理方法:一是 1999 年 IMF 抛弃了固定与浮动“两分法”(dichotomy),对汇率制度安排做了更为详细的分类;二是由经济学家开发的基于实际的汇率行为和/或官方干预的行为分类法(behavior classification)或实际分类方法。

由于言行不一致,一国公开宣称的汇率制度和实际上所表现出来的汇率制度也就产生了一致,由此可能导致以下两种基本情况^④。一是一国名义上宣称实行固定汇率制度,但实际的汇率制度安排却表现为浮动汇率制度,即表 1 中的情形 B(Bastourre 和 Carrera(2004)与 Carrera 和 Vuletin(2003)称之为难以钉住(inability of pegging));二是一国名义上宣称实行浮动汇率制度,但在实践中却频繁干预外汇市场,从而使汇率制度实际上呈现为固定汇率制度,即情形 C。Calvo 和 Reinhart(2002)称之为害怕浮动^⑤。

表面上看,情形 B 和情形 C 都是言行不一致的结果。但情形 B 表明,一国实际上违反了承诺

① 之所以称之为理论分类法,原因在于:一,这种分类法下的任何一种汇率制度在实践中并没有被真正采用过;二,这种分类法中的基本概念是非常抽象的、一般性的(Moosa,2005,第 90 页)。

② 名义分类法的优点在于:它比较全面,覆盖的国家或经济体范围广,经常更新(每季度更新一次),并且数据的历史时期长(Rogoff 等,2003;Schuler,2005)。

③ 在约一半的历史时期中,各国实际的汇率制度和所宣称的汇率制度是不同的(Rogoff 等,2003)。

④ 如果把汇率制度划分为更多的类型,出现不一致的情形也就更多,但文献对这些情形关注不多。Bastourre 和 Carrera(2004)、Carrera 和 Vuletin(2003)以及 Alesina 和 Wagner(2003)例外。

⑤ 实际上,情形 C 还说明,一国实际的汇率制度表现为事实上的钉住汇率制度(de facto pegging),但是该国名义上并未做出任何的公开承诺,因此汇率制度在名义上来说不是钉住制度(not de jure pegging)。从这个角度出发,Genberg 和 Swoboda(2005)与 Levy-Yeyati 和 Sturzenegger(2005)将这种现象称为害怕钉住(fear of pegging)。这实际上是指这些国家害怕名义上宣称实行钉住汇率制度,因此,更准确地说,应该称之为害怕(宣称)钉住(Alesina 和 Wagner,2003)。Levy-Yeyati 和 Sturzenegger(2005)发现,这种现象在 20 世纪 90 年代后显著地增加了,但亚洲金融危机后,这种现象又大幅度减少了。对害怕浮动和害怕(宣称)钉住之间的细微差异,Alesina 和 Wagner(2003)做了剖析。

表 1 难以钉住(违背承诺)与害怕浮动(或害怕钉住)

	实际分类法	固定汇率制度	浮动汇率制度
名义分类法			
固定汇率制度		A	B
浮动汇率制度		C	D

资料来源:Genberg 和 Swoboda(2005)。

率自由浮动并不意味着政府要做出承诺以保持汇率不停地波动 (Dubas 等,2005;Genberg 和 Swoboda,2005)。况且,浮动汇率制度下,汇率是由市场力量决定的。因此,如果要保持汇率不停地变化,那么除了外汇市场干预之外,别无他法。但是这种干预显然和浮动汇率制度的基本内涵相矛盾。因此,区分这两种情形的关键在于是否违背承诺。

表 2 表明,布雷顿森林体系解体之后的 30 年中,害怕浮动的现象日益盛行,而违背承诺的现象则稳定下降 (Bubula 和 Ötker-Robe,2002;Dubas 等,2005;Levy-Yeyati 和 Sturzenegger,2005;Reinhart 和 Rogoff,2004;Rogoff 等,2003)。这说明,在汇率制度安排上,一国违背承诺可能会导致不利的经济后果。因此,除非迫不得已,一国是不会违背其承诺的。这一点也得到了经验证据的支持 (Carrera 和 Vuletin,2003;Dubas 等,2005;Genberg 和 Swoboda,2005;Ghosh 等,1996、1997)。

表 2 难以钉住和害怕浮动(或害怕钉住)的演变

样本期	观测值	名义固定—实际固定	名义固定—实际浮动(违背承诺)	名义浮动—实际固定(害怕浮动)	名义浮动—实际浮动
A. Dubas 等(2005)有效的实际分类法					
1971~2002	2690	0.52	0.05	0.28	0.16
1971~1980	816	0.72	0.05	0.17	0.07
1981~1990	886	0.51	0.07	0.27	0.15
1991~2002	988	0.36	0.04	0.37	0.23
B. LYS(2003;2005)的实际分类法					
1971~2002	2889	0.52	0.06	0.19	0.23
1971~1980	730	0.69	0.07	0.08	0.15
1981~1990	1058	0.55	0.08	0.17	0.21
1991~2002	1101	0.37	0.05	0.29	0.29

资料来源:Dubas 等(2005);Genberg 和 Swoboda(2005)。

目前,越来越多的经济学家利用实际分类法对汇率制度与宏观经济绩效之间的关系进行了大量的经验研究 (Dubas 等,2005;Ghosh 等,1996、1997;Levy-Yeyati 和 Sturzenegger,2003、2005;Reinhart 和 Rogoff,2004;Rogoff 等,2003)。但这些研究基本上将汇率制度划分为离散形式的制度安排,如固定汇率制度、浮动汇率制度和中间汇率制度等,很少有经济学家利用连续形式的汇率制度弹性指数(exchange rate flexibility index,ERFI)来测算实际的汇率制度安排。这方面的工作自 Holden 等(1979)以后进展缓慢。而对人民币实际汇率制度弹性测算方面的研究也没有得到重视^①。本文在已有研究基础上,定义并建立了人民币实际的汇率制度弹性指数,考察了我国在人民币汇率制度安排上的言行一致性问题及人民币实际的汇率制度安排与宏观经济绩效之间的关系。

文章安排如下:第二部分是实际汇率制度弹性文献回顾;第三部分定义了实际汇率制度弹性,

^① 国外部分学者,如 Reinhart 和 Rogoff(2004),在进行汇率制度实际分类时,曾涉及人民币实际的汇率制度安排。

建立了测算人民币实际汇率制度弹性的经验方法;第四部分利用宏观数据测算了 1954~2008 年期间人民币实际的汇率制度弹性,考察了我国在人民币汇率制度安排上的言行一致性问题及人民币实际的汇率制度弹性与宏观经济绩效之间的关系;最后是结论和展望。

三、文献回顾

20 世纪 90 年代后,很多经济学家利用可观测的宏观经济变量,从事后对一国实际的汇率安排进行重新分类。哪些宏观经济变量能够用于这个目的呢?从已有文献看,所有的研究都采用了汇率、利率和外汇储备等指标。选择这些变量的基本原因是隐藏在经典的汇率制度的定义后面的基本原理:固定汇率制度下,一国货币当局有义务维持所宣称的固定的汇率平价。当市场汇率偏离所宣称的平价时,一国将动用外汇储备进行干预,维持平价的稳定。因此,固定汇率制度下,一国的外汇储备波动较大,但是汇率变化却很小(理论上来说,汇率变化为 0);浮动汇率制度下,中央银行不干预市场汇率的形成,因此,浮动汇率制度下外汇储备的波动应为 0,而汇率的变化或波动却相对较大。因此,将汇率和外汇储备等指标综合起来考虑就足以确定一国在既定时点上的实际汇率制度安排(Levy-Yeyati 和 Sturzenegger, 2005, 第 1604 页)。

但是,这类研究所得到的结果通常是离散的三分法或两分法等(如划分为固定汇率制度、中间汇率制度和浮动汇率制度等)。还有学者同样利用这些事后可观测的宏观经济变量,构建了实际的汇率制度弹性指数(exchange rate flexibility index, *ERFI*),从而形成了以连续变量表示的 *ERFI*。这类研究最早是由 Holden 等(1979, 简称 HHS)提出的,因此本文称之为 HHS 分类法。

从文献来看,这类研究又分为两类,一类利用汇率和储备的百分比变化来测算实际汇率制度弹性(HHS, 1979; Poirson, 2001), 另一类利用汇率和外汇储备的方差来测算实际汇率制度弹性(Hausmann 等, 2000; Calvo 和 Reinhart, 2002)。前者建立的 *ERFI* 指数如下:

$$ERFI = \frac{\sum_{k=0}^n \left[\frac{|S_{(t-k)} - S_{(t-k-1)}|}{S_{(t-k-1)}} \right]}{\sum_{k=0}^n \left[\frac{|R_{(t-k)} - R_{(t-k-1)}|}{H_{(t-k-1)}} \right]}$$

其中, S 表示贸易加权汇率; R 是一国持有的外汇储备; H 表示基础货币^①。

与第一类指数构建方法不同, Hausmann 等(2000)及 Calvo 和 Reinhart(2002)使用了汇率和外汇储备的波动性指标,而不是两者变化的绝对值来估计 *ERFI*。并且, Hausmann 等(2000)还注意到,一国不仅可能利用外汇储备来干预外汇市场,而且还可能通过利率手段来干预汇率。因此,在考察一国实际的汇率制度安排时,他们同时考虑了两类指标,一是汇率波动与外汇储备波动之比,二是汇率波动与利率波动之比。在 Hausmann 等(2000)基础上, Calvo 和 Reinhart(2002)定义了一个综合考虑了外汇储备、利率与汇率波动性的 *ERFI*^②。

$$ERFI = \sigma_s^2 / (\sigma_i^2 + \sigma_r^2)$$

其中, σ_s^2 、 σ_i^2 和 σ_r^2 分别表示一国汇率、利率和外汇储备的方差。

由上述 *ERFI* 指数可知, HHS 类指数的取值范围为 $[0, +\infty)$ 。指数取值为 0 时,意味着一国汇率水平没有变化,该国实行的是固定汇率制度;当指数趋向于 $+\infty$ 时,则表示一国基本没有发生储备

① HHS(1979)定义的指数中, n 取值为 23, 并且他们使用的是一国进出口总额而不是基础货币作为储备项的分母。Poirson(2001)采用了 HHS(1979)、Calvo 和 Reinhart(2002)及 Levy-Yeyati 和 Sturzenegger(2003; 2005)的方法,但利用一国月度名义汇率贬值率的绝对值和外汇储备变化的绝对值来定义 *ERFI*。

② Levy-Yeyati 和 Sturzenegger(2003; 2005)也利用汇率变化、汇率波动性和外汇储备波动性来划分实际汇率制度安排,但他们建立的不是连续的实际 *ERFI*,而是离散的实际汇率制度分类。

(和利率)的变化或波动,也就意味着该国实行的是浮动汇率制度;当指数取值介于二者之间时,该国实行的是中间汇率制度。

尽管 HHS 类 *ERFI* 指数从汇率制度的定义出发,为研究者提供了定义汇率制度弹性的基本思路。但是,该方法存在一定的缺陷:一是这个方法使我们难以清晰而准确地界定或定义汇率制度弹性;二是当指数取值不为 0 或 $+\infty$ 时,如何解释指数是很困难的;三是由于指数取值总为正,因此,它难以捕捉一国过分干预外汇市场或汇率过度调整的情形。例如,假设本币面临贬值压力,但由于中央银行的过度调整导致本币升值。这种情形是 HHS 分类法难以考察的。基本原因在于,HHS 分类法对汇率变化和中央银行外汇市场干预取了绝对值,或者利用汇率和储备的样本方差来刻画实际的汇率制度安排,因此将这类情形自动地剔除了。四是相对于第一类指数设计而言,HHS 分类法下的第二类指数设计方法对数据频度要求更高。

四、实际汇率制度弹性测算:基于外汇市场压力的方法

面对上述缺陷,我们必须寻找新的思路来定义和测算汇率制度弹性。幸运的是,现有的关于外汇市场压力(exchange market pressure,*EMP*)的研究文献能够为我们提供新的思路。由于本文利用 *EMP* 方法来定义和测算汇率制度弹性,因此,在对汇率制度弹性做出正式定义之前,我们有必要先了解 *EMP* 的基本内涵及经济意义。

(一)*EMP* 的经济含义

外汇市场压力(*EMP*)测度的是,“在给定实际实施的政策所产生的预期的前提下,以汇率水平变化所表示的国际市场上对某种货币的全部超额需求。这种超额需求是在没有外汇市场干预的情况下,汇率水平所应进行的相应变化以消除的超额货币需求(Weymark,1997,第 59 页)。”在固定汇率制度下,一国中央银行在面临本币的超额需求(或供给)时,为维持事先所承诺的汇率平价而被动地进行外汇市场干预;在浮动汇率制度下,中央银行无须干预外汇市场,汇率完全由外汇市场上的供求力量来决定。因此,本币任何的超额供给或需求都将由汇率变化反应出来。但是,现实中既不存在完全的固定汇率制度,也不存在完全的浮动汇率制度。“汇率和国际储备的变化常常是相伴而生的,这一事实说明,货币当局倾向于利用中间汇率制度(Weymark,1997)。”在中间汇率制度安排下,本币在外汇市场上所面临的超额供给或需求的压力通常通过官方储备变化和汇率水平变化的某种组合反应出来。因此,如何测度现实的汇率制度安排下一国货币的 *EMP* 就具有重要意义。

理论上最早提出并精确界定 *EMP* 的是 Girton 和 Roper(1977)。他们建立了一个 *EMP* 指数,该指数是国际储备变化率和汇率水平变化率之和。Boyer(1978)及 Roper 和 Turnovsky(1980)沿着 Girton 和 Roper(1977)的思路,以资本完全流动的小国开放经济模型(small open economy,SOE)代替了 Girton 和 Roper(1977)研究中简单的货币主义分析方法,拓展了 Girton 和 Roper(1977)的研究。他们的贡献是设定了中央银行的政策反应函数,改进了 Girton 和 Roper(1977)的 *EMP* 指数设计。在他们的研究框架下,尽管 *EMP* 仍然表现为国际储备变化和汇率水平变化的线性组合,但是,二者不再是等权重地进入该指数了。

在 *EMP* 方面做出重要贡献的是 Weymark(1997)。她修正了前人研究的缺陷,考虑了价格粘性的因素,建立了一个 IS-LM-AS 类型的小国开放经济模型,引入并经验地估计了 *EMP* 指数中的参数。该参数是一个转换因子(conversion factor),代表了 *EMP* 指数中汇率变化和干预程度(由国际储备变化来表示)的相对权重。她定义的 *EMP* 指数如下:

$$EMP_t = \Delta s_t + \eta \Delta r_t$$

其中, s 和 r 分别表示本币汇率(单位外币的本币价格,以自然对数表示)和经基础货币(H)调

整后的国际储备(R)的变化,即 $\Delta r_t = (R_t - R_{t-1})/H_{t-1}$ 。 Δ 表示相应变量的一阶差分算子。 η 是转换因子 ($\eta < 0$),具体含义可参见 Weymark (1997)。该式表明,一国面临的 *EMP* 主要通过两个渠道释放出来:即,汇率变化和外汇市场干预。当 $EMP_t < 0$ 时,表明本币面临升值压力,反之,当 $EMP_t > 0$ 时,表明本币存在贬值压力。

(二) 汇率制度弹性的定义与测算

这样,HHS类 *ERFI* 指数的设定、Girton 和 Roper (1977) 及 Weymark (1997) *EMP* 思想的提出就为我们从事后的角度定义一国的汇率制度弹性(本文称之为实际汇率制度弹性)提供了理论指导和参考。在上述研究基础上,本文定义实际的汇率制度弹性如下:实际汇率制度弹性是指一国面临外汇市场压力(*EMP*)时,一国通过本币汇率变化所吸收的那部分外汇市场压力(*EMP*)。

考虑到本国可能通过利率手段调节来干预外汇市场,从而释放部分 *EMP*,因此,本文首先定义一个一般化的 *EMP* 公式,

$$EMP_t = w_1 \Delta s_t + w_2 \Delta i_t + w_3 \Delta r_t \quad w_1, w_2 > 0; w_3 < 0$$

其中, i 表示本国利率水平,其余变量含义同前。显然,当 $w_1=1$,且 $w_2=0$ 时,这个一般化的 *EMP* 公式就是 Weymark (1997) 所定义的 *EMP* 公式。但是,应该指出的是,Weymark (1997) 的 *EMP* 公式的定义以及公式中储备变化的权重(η)是通过经济模型推导出来的,因此她的 *EMP* 公式是依赖于模型的(model dependent)。而本文所定义的 *EMP* 公式是人为规定的,并不是从经济结构模型推导得到的,因此是非模型依赖的(model independent)。关于这二者的区别,可参见 Liu 和 Zhang (2009)。

根据本文对汇率制度弹性的定义,我们可以定义汇率制度弹性指数(*ERFI*)为:

$$ERFI_t = w_1 \Delta s_t / EMP_t$$

正常情况下,指数取值为[0,1]。当 $ERFI=0$ 时,说明本币所面临的 *EMP* 完全是通过中央银行外汇市场干预释放的,本币汇率并没有变化,因此,本国实行的是固定汇率制度;当 $ERFI=1$ 时,说明本国 *EMP* 完全是通过汇率变化释放的,本国中央银行并没有从事任何外汇市场干预,因此,本国实行的是浮动汇率制度;当 $ERFI \in (0,1)$ 时,说明本币 *EMP* 是通过汇率变化和外汇市场干预两个渠道共同释放的,因此,本国实行的是中间汇率制度。

值得指出的是,本文所界定的 *ERFI* 指数取值可能小于 0 或大于 1。当 $ERFI_t < 0$ 时,说明汇率变化(Δs_t)与 EMP_t 异号。这可以分为两种情况说明。其一, $\Delta s_t < 0$,且 $EMP_t > 0$ 。即,本币面临贬值压力($EMP_t > 0$)时,本币在升值。其二, $\Delta s_t > 0$,且 $EMP_t < 0$ 。即,本币面临升值压力,本币贬值。这两种情况都说明存在过度的外汇干预。当 $ERFI_t > 1$ 时,同样可以分两种情况考察。其一, $\Delta s_t < EMP_t < 0$ 。即,本币面临升值压力,且本币升值。其二, $w_1 \Delta s_t > EMP_t > 0$ 。即,本币面临贬值压力且本币贬值。这两种情况分别说明本币出现过度升值和贬值。

与已有研究相比,本文的定义和公式具有清晰的经济学含义,同时,这一方法对数据的频度要求相对较低,具有很强的可操作性。这一方法能够为我们提供一国实际汇率制度弹性的时间序列数据,从而为我们评价一国实际的汇率制度安排提供了基本方法。

(三) 人民币实际汇率制度弹性

但是,前文仅仅给出了实际汇率制度弹性的一般化定义和公式,并且上述关于 *EMP* 和 *ERFI* 指数的研究中,*EMP* 指数及其估计过程中所涉及的基本参数都是通过结构模型来定义的。对于这种模型依赖型指数,许多学者提出了严厉的批评(Eichengreen 等,1994;1995;1996)。他们认为,用于构建模型依赖指数的汇率的结构主义模型常常很难经验地解释和预测汇率在中短期内的表现和变化。“更新近的研究证实,在预测一年内的汇率运动时,随机游走模型要比更精确的模型(指结构主义宏观经济模型)表现更出色(Krugman 和 Obstfeld,2003,第 661 页)。”为了克服这一缺陷,这

些学者提出了一种新的不依赖于模型的 EMP 指数,它是利率差异^①、汇率百分比变化和外汇储备百分比变化的线性组合。和 Weymark(1997)模型依赖指数不同的是,非模型依赖的 EMP 指数中的各个构成部分的权重是由各自的样本标准差来计算的,而不是由模型推导出来的。正是由于非模型依赖的 EMP 指数中各个构成要素的权重是主观的人为的确定的,因此具有 ad hoc 特征,这导致各个研究者所选择的权重差异非常大。Eichengreen 等(1994;1995;1996)最初给出的 EMP 指数的权重难以避免异常值的影响^②,后来,Stavarek(2007)在吸收 Sachs 等(1996)权重选择方法的基础上,提出了一个改进的 EMP 指数。本文借鉴其权重构建方法,定义了非模型依赖的人民币 EMP 和 $ERFI$ 指数如下:

$$ERFI_{RMB} = \frac{\frac{1}{\sigma_{\Delta_s}} \Delta_s}{\frac{1}{\sigma_{\Delta_s}} + \frac{1}{\sigma_{\Delta_r}}} \quad [*]$$

其中, σ_{Δ_s} 、 σ_{Δ_r} 表示汇率百分比变化和储备百分比变化的标准差。

式中, $EMP_{RMB} = \frac{1}{\sigma_{\Delta_s}} \Delta_s - \frac{1}{\sigma_{\Delta_r}} \Delta_r$ ^③,表示人民币 EMP 。对该指数的经济学含义和解读

与本文上一节对实际汇率制度弹性的定义的讨论完全相同,因此不再赘述。

五、实际汇率制度弹性与宏观经济绩效

在前面关于人民币实际汇率制度弹性定义的基础上,本部分首先利用时间序列数据估计人民币 $ERFI_{RMB}$,然后考察中国政府或货币当局在人民币汇率制度安排上的言行一致性。从而考察不同时期的人民币汇率制度安排下中国的宏观经济表现,并利用实证方法进一步考察这一问题。在详细论证的基础上,本部分最后讨论了当前的人民币汇率政策,并提出了一定的政策建议。

(一)RMB 实际汇率制度弹性测算(1954~2008)

本文首先利用 1953~2008 年外汇储备与 1953~2008 年人民币兑美元双边名义汇率来估计人民币外汇市场压力指数 (EMP_{RMB})^④,然后利用式[*]估算人民币实际汇率制度弹性指数 ($ERFI_{RMB}$)。其中,外汇储备数据来自国家外汇管理局网站和《新中国 55 年统计资料汇编》。人民币兑美元的双边名义汇率来自《汇价手册》(国家外汇管理局)和《中国统计年鉴》各期(1993;2001;2006;2008;2009)。估计结果见图 1。

由图 1 可见,1954~2008 年期间,人民币 EMP_{RMB} 经历了 4 个阶段:第一个阶段是 1954~1970 年。该阶段人民币 EMP_{RMB} 时正时负,但基本在 0 附近波动,说明这个时期人民币基本上不存在超额的供给或需求压力;第二个阶段是 1971~1979 年。人民币在这个时期面临的主要是大幅度的升值压力。1979 年升值压力达到历史峰值, EMP_{RMB} 为 -35.08%;第三个阶段是 1980~1994 年。这个阶段人

① 发达的市场经济中,一国中央银行通过对利率的调控也能影响汇率水平,从而吸收部分的外汇市场压力。一般来说,货币当局干预外汇市场有两种手段:直接干预和间接干预。前者指货币当局直接在外汇市场上买卖外汇的行为,后者则指货币当局通过本国货币市场进行的干预行为。这种干预行为一方面可以通过调整本国货币供给量来实现,另一方面也可以通过调整本国基准利率水平来实现。

② Eichengreen 等(1994;1995;1996)的研究主要是针对新兴市场经济体设计的 EMP 指数,这种方法是能够适用于中国的情况的。

③ 我们没有考虑人民银行通过利率调整这个间接渠道来干预人民币汇率的情形,基本原因在于中国的利率市场化改革还没有基本完成,利率对人民币汇率的传导途径可能并不顺畅,甚至并不存在。

④ 2003,2005,2007 和 2008 年的储备数据进行了调整,因为这几年中央汇金公司利用外汇储备对部分商业银行进行了注资。感谢北京师范大学贺力平教授的建议。

人民币面临的主要是贬值压力;第四个阶段是 1995~2008 年。这个阶段,尤其是 1998 年以后,人民币面临持续增加的升值压力。

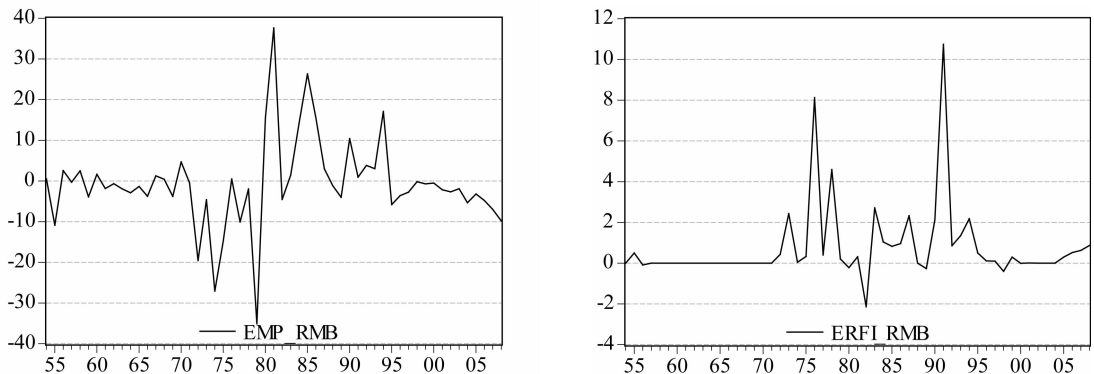


图 1 人民币 EMP_{RMB} 与 $ERFI_{RMB}$

注:左图纵坐标单位为%;右图纵坐标没有单位。

图 1 还表明,人民币实际的汇率制度弹性也经历了 4 个阶段:第一阶段是 1954~1971 年。这个阶段人民币 $ERFI_{RMB}$ 基本为 0,意味着人民币实际的汇率制度安排表现为固定汇率制度;第二个阶段是 1972~1994 年。这个阶段是 $ERFI_{RMB}$ 异常值集中的时期,这可能是受到当时人民币多重汇率制度的影响;第三个阶段是 1995~2004 年。这个阶段人民币 $ERFI_{RMB}$ 基本上接近于或等于 0,说明这个时期人民币实际的汇率制度基本上可以归入到固定汇率制度;第四个阶段是 2005~2008 年。这个阶段人民币 $ERFI_{RMB}$ 逐年上升,表明 2005 年人民币汇率形成机制改革后,人民币实际的汇率制度弹性在逐年增加。2008 年,人民币 $ERFI_{RMB}$ 为 0.87,已经接近于 1。但是,这个时期 $ERFI_{RMB}$ 的平均值仅为 0.58,说明人民币实际的汇率制度弹性距离有管理的浮动汇率制度仍有一段差距。

(二)人民币汇率制度:“言”与“行”

上述经验测算结果从事后的角度揭示了人民币实际的或事实上的汇率制度安排。这种实际的或事实上的制度安排与中国政府或货币当局事先所宣布的制度安排一致吗?如果不一致,它会对中国宏观经济绩效产生影响吗?为了回答这一问题,本文首先根据中国人民银行办公厅(2005)所陈述的我国政府名义上宣称的人民币汇率制度安排(见表 3)和本文所估计的人民币 $ERFI_{RMB}$,考察我国在人民币汇率制度安排上的言行一致性问题,然后考察不同制度安排下中国宏观经济运行的基本状况。

表 3 人民币名义汇率制度沿革和政策目标演变

	汇率政策目标	官方宣称的汇率制度
1953~1972	RMB 汇率长期稳定	单一固定汇率制度
1973~1980	维持 RMB 币值坚挺;人民币汇率有利于促进对外贸易的发展	单一浮动汇率制度
1981~1984	扶持和鼓励出口,增加外汇储备	官方汇率与贸易外汇内部结算价并存的双重汇率制度
1985~1993	平衡国际收支	官方汇率与外汇调剂价格并存的双重汇率制度
1994~2005	维持汇率稳定	以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度
2005~	保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定,促进国际收支基本平衡,维护宏观经济和金融市场的稳定	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

资料来源:中国人民银行办公厅(2005)。

表 3 给出了 1954~2008 年期间中国政府或货币当局所公开宣称的人民币汇率制度,即名义上的人民币汇率制度类型。由表 3 和图 1 可知,1954~1971 年期间我国政府名义上宣称实行钉住英镑的汇率制度^①,实际的汇率制度安排也表现为固定钉住制度,因此,政府是完全言行一致的;1972~1994 年期间是人民币 $ERFI_{RMB}$ 指数异常观测值集中出现的时期,该时期名义上的制度安排主要是双重汇率制度。因此,我们难以判断这个时期政府或货币当局在人民币汇率制度安排上的言行一致性情况;1995~2004 年期间,我国政府或货币当局名义上宣称实行有管理的浮动汇率制度,但是人民币 $ERFI_{RMB}$ 基本上接近于 0。尤其是 1997~1998 年亚洲金融危机之后,人民币 $ERFI_{RMB}$ 逐渐下降,基本接近于 0,这导致人民银行名义上所宣称的有管理的浮动汇率制度逐渐蜕变为事实上的单一的钉住美元固定汇率制度(表 3;图 1)。因此,这个时期我国政府或货币当局在人民币汇率制度安排上是言行不一的,表现出“害怕浮动”的特征;2005~2008 年期间,我国宣称的是实行“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”,但是该时期人民币 $ERFI_{RMB}$ 平均值仅为 0.58,距离有管理的浮动汇率制度仍然存在一定的差距。这个时期中国货币当局仍然表现出一定的“害怕浮动”的特征。

根据估计的 $ERFI_{RMB}$ 和中国政府或货币当局所宣称的汇率制度,本文对 1954~2008 年期间中国在人民币汇率政策安排上的言行一致性问题进行更为细致的考察。具体方法如下:

首先,根据 1999 年 IMF 新的汇率制度分类方法^②,将第 1~2 类,即无独立法偿货币的制度安排和货币局制度归入固定汇率制度,并将此类制度安排赋值为 0;第 3~7 类归入中间汇率制度,赋值为(0,1);第 8 类独立浮动汇率制度归入浮动汇率制度,赋值为 1。

其次,将表 3 所列示的历年人民币名义上的汇率制度安排(主要包括单一钉住英镑、单一浮动、双重汇率制度和有管理的浮动)分别归入到 IMF(1999)新分类法下的三种汇率制度。即,将单一钉住英镑归入固定汇率制度,将有管理的浮动汇率制度归入中间汇率制度,将单一浮动归入浮动汇率制度。对人民币双重汇率制度,我们难以确定其性质,因此归入到难以判断一类(inconclusive)。

最后,根据估计的 $ERFI_{RMB}$ 和上一步的划分标准来判断中国政府或货币当局在人民币汇率制度安排上的言行一致性。具体划分和判断过程中有两点值得指出,一是对于 $ERFI_{RMB}$ 出现小于 0 或大于 1 等异常值情况,我们根据货币当局名义上所宣称的汇率制度类型进行区别处理。如果名义上宣称的是单一浮动,那么当 $ERFI_{RMB} < 0$ 时,说明货币当局过分干预外汇市场,此时货币当局在人民币汇率制度安排上表现出害怕浮动的特征;反之,如果 $ERFI_{RMB} > 1$,说明本币汇率过度调整,货币当局基本做到了言行一致。如果名义上宣称的是单一钉住等固定汇率制度安排,那么,当 $ERFI_{RMB} < 0$ 时,说明货币当局是言行一致的,反之则说明在汇率制度安排上,中国的货币当局违背了承诺;二是 2008 年 $ERFI_{RMB}$ 为 0.874,而该年人民币名义的汇率制度安排是有管理的浮动汇率制度,因此,我们将 2008 年视为言行一致的情况。具体结果如表 4 所示。

表 4 人民币汇率制度安排的言行一致性

言行一致性	观测值	通货膨胀均值	通货膨胀标准差	实际产出增长	实际产出增长标准差
言行一致	22	2.045	6.425	5.914	11.923
言行不一致					
违背承诺	2	0.250	0.071	4.489	1.385
害怕浮动	18	2.926	4.418	8.564	2.945
难以判断	13	7.438	6.055	8.742	5.546

① 由于这个期间恰好是黄金美元本位时期,因此,人民币钉住英镑和钉住美元没有本质的区别(许少强、朱真丽,2002)。

② 关于该分类方法及每一种汇率制度内涵,请参见刘晓辉(2008)第二章。

由表 4 可见,过去 55 年中(1954~2008),中国政府或货币当局在人民币汇率制度安排上保持言行一致的年份为 22 年,占 40%。害怕浮动的时期为 18 年,占 32.7%。政府或货币当局基本上没有违背自己的承诺,违背承诺的年份只有 2 年,分别是 1955 和 1972 年。这两年政府名义上宣称单一钉住英镑的汇率政策,但是人民币 $ERFI_{RMB}$ 分别达到了 0.499 和 0.435。其余年份由于中国政府或货币当局名义上实行的是双重汇率制度,这使我们难以将这种名义的制度安排归入到固定或是浮动汇率制度中去。

(三)汇率制度与宏观经济绩效

1. 统计描述与经验事实

在中国政府或货币当局在人民币汇率制度安排上表现出来的言行一致和害怕浮动时期,中国的宏观经济表现如何呢?表 4 的统计描述表明,在通货膨胀表现方面,“违背承诺”的 2 个历史时期(1955 年和 1972 年),中国的通货膨胀率是最低的,并且波动性也最低。考虑到当时中国的计划经济和价格控制现实,这种现象并不令人费解。而“难以判断”时期的通货膨胀不仅是最高的,而且波动性也很高,仅次于“言行一致”的时期。相对于“言行一致”和“难以判断”两个时期而言,中国在“害怕浮动”的时期保持了既适度又较为稳定的通货膨胀表现。

在产出增长方面,表 4 说明,“害怕浮动”时期中国实际产出增长的表现仅次于“违背承诺”时期。在所有情形中,“违背承诺”时期中国的产出增长表现最糟糕。这和已有的经验证据吻合,在产出增长方面,违背承诺的经济体的产出增长率要低的多。对非工业化国家来说,违背承诺所带来的影响尤其巨大;但对发达国家而言,这种影响反而不怎么重要(Dubas 等,2005)。

2. 进一步的经验证据^①

为了解哪些因素导致了不同时期不同的实际汇率制度安排下中国通货膨胀表现的差异,我们采用 Ghosh 等(1996;1997)的方法考察中国通货膨胀的影响因素。假定 Cagan 类型的货币需求函数,即,

$$MV/P=Y^{\alpha}I^{\beta}, \quad \alpha, \beta > 0$$

其中, M 是广义货币, P 是价格水平, Y 是实际产出, I 是名义利率。对上式两边取自然对数后再取一阶差分可得,

$$\pi = \Delta m - \alpha \Delta y + \beta \Delta i + \varphi \Delta v$$

其中,除通货膨胀率(π)外,所有小写字母都表示相应变量的自然对数。

这个式子为我们理解中国不同时期不同的实际汇率制度安排下的通货膨胀差异提供了一个分析框架。该式表明,通货膨胀差异可能来自于货币供给增长率(Δm)、实际产出增长(Δy)或利率的变化(Δi)。表 5 为我们提供了中国货币供给增长率、实际产出增长率和利率百分比变化的情况。

由表 5 可见,各个时期的通货膨胀表现基本可以由各时期的货币供给增长率和产出增长来解释。应该注意的是,“言行一致”时期主要发生在 1954~1971 年期间,该时期中国实行的是单一的钉住英镑的汇率制度,政府实际上也兑现了其承诺。因此,这个时期中国货币政策纪律得到了维持,货币供给增长率较低,这带来了该时期较低的通货膨胀表现。这种通货膨胀表现因此可以归因于钉住汇率制度的名义锚(anchor)作用^②。而“害怕浮动”时期,政府虽然名义上宣称有管理的浮动汇率制度,但是,人民币实际的汇率制度仍然缺乏弹性,基本蜕变为事实上的固定汇率制度。这种制度安排也为中国货币政策提供了名义锚,带来了适度的通货膨胀表现。结合表 4,我们不难发现,

^① 本部分数据来自《新中国 55 年统计资料汇编》(1949~2004)和《中国统计年鉴》(2008;2009)。1953~2000 年的货币供给数据来自许少强、朱真丽(2002),其余年份数据来自中国人民银行网站;利率数据来自 wind 数据库。在计算年度利率水平时,如果遇到年内中央银行调整利率水平的情况,那么按照 1 年 365 天进行加权平均。

^② 但是,名义上和实际上的钉住汇率制度在为中国带来严格货币政策纪律的同时,也导致中国丧失了运用货币政策促进产出扩张的能力,这是导致“言行一致”时期中国实际产出扩张缓慢的一个重要原因。

这种名义上管理浮动而实际上缺乏弹性的人民币汇率制度安排不仅给中国带来了一定的货币政策纪律(表现为货币供给的扩张不是过快,低于“难以判断”时期),而且还使中国保留了利用扩张性货币政策刺激产出扩张的能力。

表 5 中国的货币供给、实际产出与利率百分比变化

言行一致性	观测值	π	Δm	Δy	Δi
言行一致	22	2.045	11.153	5.914	-0.055
言行不一致					
违背承诺	2	0.250	7.577	4.489	0.000
害怕浮动	18	2.926	15.512	8.564	-0.053
难以判断	13	7.438	22.610	8.742	0.046

为了进一步讨论实际汇率制度安排对通货膨胀表现的影响,我们遵循 Ghosh 等(1996;1996)的方法,将通货膨胀(INFL)对人民币实际汇率制度弹性指数($ERFI_{RMB}$)、实际产出增长率(OUTPUT),开放程度(进出口总额/GDP,OPEN)、货币供给增长率(M_2)和一年期存款利率增长率(INT)进行回归。考虑到价格粘性的影响,我们还将通货膨胀的滞后项纳入到模型的解释变量中。最后,考虑到 1954~2008 年期间中国很多年份出现了高通货膨胀现象,为了避免异常值的影响,我们设定虚拟变量(DUMMY),其值在通货膨胀高于或等于 10%的年份取 1,其余年份为 0。

我们首先对各个变量进行单位根检验。检验结果如表 6 所示。表 6 表明,INFL、 M_2 和 OPEN 均为单位根过程,其余变量(包括 $ERFI_{RMB}$ 、OUTPUT、INT)都是平稳过程。根据单位根检验结果,我们估计了通货膨胀的回归方程,结果如表 7 所示。

表 6 单位根检验

变量	ADF 检验			变量	ADF 检验		
	类型(C, T, L)	统计量	1%临界值		类型(C, T, L)	统计量	1%临界值
INFL	(C, 0, 4)	-2.032146	-3.568308	GOVT	(C, 0, 4)	-1.911779	-3.568308
Δ (INFL)	(0, 0, 3)	-5.710789***	-2.612033	Δ (GOVT)	(0, 0, 9)	-2.339165***	-2.618579
$ERFI_{RMB}$	(C, 0, 0)	-6.742454***	-3.557472	INVT	(C, T, 0)	-3.538705**	-4.137579
OUTPUT	(C, T, 3)	-5.020724***	-4.148465	TRADE	(C, T, 1)	-5.558137***	-4.140858
M_2	(0, 0, 5)	-0.786800	-4.046072	POP	(C, T, 9)	-7.059232***	-4.175640
Δ (M_2)	(0, 0, 3)	-6.579300***	-2.612033	OPEN	(C, T, 8)	-1.642132	-4.170583
INT	(0, 0, 0)	-6.325214***	-2.608490	Δ (OPEN)	(0, 0, 0)	-4.941659***	-2.609324

注:***、**和*分别表示所选检验类型在 10%、5%和 1%的显著性水平上显著。

表 7 通货膨胀回归结果

	C	INFL(-1)	$ERFI_{RMB}$	OUTPUT	OPEN	M_2	INT	DUMMY
系数	-0.404	0.164	0.106	-0.100	0.038	0.132	4.427	12.000
标准误	0.616	0.065	0.086	0.046	0.019	0.063	1.749	1.098
p 值	0.516	0.015	0.226	0.034	0.045	0.042	0.015	0.000

$R^2=0.865$; Adj. $R^2=0.845$; $F=42.136$ ($p=0.000$); $B-G=0.384$ ($p=0.684$); $J-B=0.553$ ($p=0.758$); White $F=2.933$ ($p=0.004$)

注:1.所有估计的标准误为 Newey-West HAC standard errors & covariance (lag truncation=3)。

2.我们利用 Ramsey RESET 检验对模型设定进行检验,结果显示,当拟合数量从 1 依次选择到 4 时,检验结果都表明模型没有设定偏误。

经验估计结果表明,实际产出增长、货币供给增长率、利率水平等变量的符号与理论预测的完

全吻合。估计结果表明,中国不断上升的开放程度带来了通货膨胀的压力,但经济开放度对中国通货膨胀的影响并不大。平均来说,在其他条件不变的情况下,经济开放度每提高 1%,通货膨胀率仅上升 0.04%。检验结果还表明,人民币实际汇率制度弹性对通货膨胀的影响较大,并且符号为正。这说明,在其他条件不变的情况下,人民币实际的汇率制度越趋近于浮动汇率制度,那么通货膨胀率越趋于升高,反之则反是。从估计系数看,平均来说,实际汇率制度弹性每提高 1%,通货膨胀率将上升 0.11%。但是,人民币实际汇率制度弹性对通货膨胀的影响在统计上并不十分显著。

对于产出增长差异的理解,我们将实际产出增长对人民币实际的汇率制度弹性指数($ERFI_{RMB}$)、通货膨胀(INFL)、政府消费增长率(GOVT)、投资/GDP 比率(INVT)、对外贸易增长率(进出口总额增长率,TRADE)以及人口增长率(POP)进行回归。在回归之前,我们也首先对各变量进行单位根检验(表 6)。结果表明,OUTPUT、 $ERFI_{RMB}$ 、INVT、TRADE 和 POP 都是平稳过程,而 INFL 和 GOVT 都是单位根过程。

根据单位根检验结果,我们估计了实际产出增长的回归模型(表 8)。表 8 说明,其他条件不变的情况下,人民币实际汇率制度弹性每增加 1%,将导致中国实际产出增长下降 0.356%。这意味着,在其他条件不变的情况下,无论中国名义上宣称什么类型的汇率制度安排,只要实际的人民币汇率制度越具有弹性,那么它就越不利于中国的实际产出增长。反之,只要实际的人民币汇率制度越缺乏弹性,那么它就越有利于中国实际产出的增长。

表 8 实际产出增长的回归结果

	C	$ERFI_{RMB}$	INFL	GOVT	INVT	TRADE	POP
系数	-18.880	-0.356	-0.647	0.295	0.512	0.167	3.850
标准误	5.846	0.179	0.107	0.068	0.155	0.053	0.841
p 值	0.002	0.053	0.000	0.000	0.002	0.003	0.000

$R^2=0.714$; Adj. $R^2=0.679$; $F=20.003$ ($p=0.000$); $D-W=1.686$; $J-B=1.670$ ($p=0.434$); White $F=0.624$ ($p=0.810$)

注:1.所有估计的标准误为 Newey-West HAC standard errors & covariance (lag truncation=3)。

2.我们利用 Ramsey RESET 检验对模型设定进行检验,结果显示,当拟合数量从 1 依次选择到 4 时,在 5%置信水平上,检验结果都表明模型没有设定偏误。

3.模型残差是平稳过程。

(四)对当前人民币汇率政策的讨论

2005 年 7 月 21 日人民币汇率制度改革以来,人民币汇率制度弹性不断增加(正如本文所估计的那样)。2008 年金融危机后,对人民币汇率和汇率制度问题的争议和讨论再度升温。在这种错综复杂的背景下,人民币汇率政策何去何从成为中国决策者面临的难题。本文的研究从一定程度上回答了这个问题。本文基本的统计描述和经验估计结果表明,保持或维持事实上的缺乏弹性的人民币汇率制度安排不仅有利于抑制中国的通货膨胀(尽管这种作用在统计上并不十分显著),而且有助于促进中国实际产出的增长。换言之,维持一个事实上的缺乏弹性的人民币汇率制度安排是有利于中国的福利(这种福利表现为以通货膨胀和产出增长作为衡量标准的社会福利)增进的。

因此,在 2005 年 7 月中国人民银行名义上宣称有管理的浮动汇率制度的既定背景下,让人民币实际的汇率制度弹性“浮而不动”显然是有利于中国的福利增进的。基本原因除了本文的经验证据支持外,还有如下三点理由:一是这种名义浮动而实际缺乏弹性的制度安排使一国享受到了名义上的固定汇率制度所具有的货币政策“名义锚”的好处,引入了一定的货币政策纪律;二是这种制度安排在一定程度上避免了名义上的固定汇率制度下一国货币政策完全丧失其独立性而只能用于汇率稳定的困境,从而使一国具有了一定的利用扩张性货币政策刺激产出扩张的能力;三是如果只从名义分类法来考虑汇率制度选择和安排问题,那么只有中间汇率制度才能使一国既享有

一定货币政策独立性,又享有一定的货币政策纪律的好处。而在资本流动越来越强的世界经济金融一体化趋势下,任何中间的汇率制度安排都是内在不稳定的,最终将趋于消失^①。但是,这种思想只考虑到了汇率制度的名义分类法,而没有考虑到汇率制度的实际分类方法。如果结合两种分类方法的思想,那么,在名义上宣称浮动汇率制度,而实际上的汇率制度趋于固定或缺乏弹性能够在赋予一国货币当局类似于名义上的中间汇率制度好处的同时,也能使一国的汇率制度安排趋于稳定。这种思想已经得到了经验证据的支持(表2)。

六、结论与展望

本文在已有文献基础上,建立并经验地估计了1954~2008年期间人民币实际的汇率制度弹性指数。在此基础上,本文考察了中国政府或货币当局在人民币汇率制度安排上的言行一致性问题,考察了不同的实际汇率制度安排下中国宏观经济运行的基本状况。研究发现,相对于“言行一致”和“难以判断”两个时期而言,中国在“害怕浮动”的时期保持了既适度又较为稳定的通货膨胀;在产出增长方面,中国在“害怕浮动”时期的实际产出增长不仅是最高的,而且也是更加稳定的。进一步的研究发现,“害怕浮动”时期适度的通货膨胀表现主要来自适度的货币供给增长和高速的产出扩张。这表明,“害怕浮动”在为中国提供了一定的货币政策纪律的同时,又赋予了中国货币当局采用扩张性货币政策以促进产出增长的空间和余地。

本文的经验证据还表明,人民币实际汇率制度弹性对通货膨胀的影响较大。在其他条件不变的情况下,人民币实际的汇率制度越趋近于浮动汇率制度,那么通货膨胀率越趋于升高,反之则反是。从估计系数看,平均来说,实际汇率制度弹性每提高1%,通货膨胀率将上升0.11%。但是,人民币实际汇率制度弹性对通货膨胀的影响在统计上并不十分显著。在人民币实际的汇率制度弹性与产出增长方面,本文发现,在其他条件不变的情况下,无论中国名义上宣称什么类型的汇率制度安排,只要实际的人民币汇率制度越具有弹性,那么它就越不利于中国的实际产出增长。反之,只要实际的人民币汇率制度越缺乏弹性,那么它就越有利于中国实际产出的增长。这个发现对当前制定人民币汇率政策提供了思路:在当前人民币名义上宣称有管理的浮动汇率制度下,中国货币当局继续表现出“害怕浮动”的特征是有利于中国的福利增进的。

本文的研究还有很多地方有待改进:第一,在估计人民币实际汇率制度弹性过程中,如果能够采集到更为高频的月度数据来估计每年的实际汇率制度弹性,那么研究结论可能更为准确可信;第二,中国政府或货币当局在人民币汇率制度安排上为什么会表现出言行不一致性,这种言行不一致性影响中国宏观经济绩效的机理或机制何在?这些方面的问题都留待后续研究进一步探讨和解决。

参考文献

刘骁辉、索彦峰(2009):“汇率制度演变与宏观经济绩效:文献回顾”,《南方经济》。

刘骁辉(2008):《人民币汇率制度选择与转型:基于社会福利视角的分析》,人民出版社。

许少强、朱真丽(2002):《1949—2000年的人民币汇率史》,上海财经大学出版社。

中国人民银行办公厅(2005):《人民币汇率政策宣传手册》,中国金融出版社。

Moosa, Imad A. (2005): *Exchange Rate Regimes: Fixed, Flexible or Something in Between*, New York, Palgrave Macmillan, 27—189.

Alesina, Alberto, and Wagner, Alexander (2003): “Choosing (and renegeing on) exchange rate regimes”, NBER Working Paper, No.

^① 这是“中间制度消失论”的基本思想,目前已被学界很多学者接受。这种思想最早肇端于 Obstfeld 和 Rogoff (1995)。他们写道,“在浮动汇率制度和共同货币之间基本不存在比较舒适的中间地带了。”

9809.

Bastourre, Diego, and Carrera, Jorge (2004): "Could the exchange rate regime reduce macroeconomic volatility", *Econometric Society 2004 Latin American Meetings*.

Bubula, Andrea, and Ötker-Robe (2002): "Ínci, The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from De Facto policies", IMF Working Paper, No.02/155.

Calvo, Guillermo A., and Reinhart, Carmen M. (2002): "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.CXVII, Issue 2, 379—408.

Carrera, Jorge and Vuletin, Guillermo (2003): "The Effects of Exchange Rate Regimes on Real Exchange Rate Volatility: a Dynamic Panel Data Approach", Paper presented at the 31st Brazilian economics meeting.

Dubas, Justin M., Lee, Byung-Joo and Mark, Nelson C. (2003): "Effective Exchange Rate Classification and Growth", NBER Working Paper, No.11272.

Eichengreen, Barry, Rose, Andrew K., and Wyplosz, Charles (1994): "Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates an Empirical Exploration with Special Reference to the European monetary System", NBER, Working Paper, No.4898.

Eichengreen, Barry, Rose, Andrew K., and Wyplosz, Charles (1995): "Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks", *Economic Policy*, Vol.10, No. 21, 249—312.

Genberg, Hans, and Swoboda, Alexander, K. (2005): "Exchange Rate Regimes: Does What Countries Say Matter", IMF Staff Papers, Vol.52, Special Issue.

Ghosh, Atish. R., Gulde, Anne-Marie, Ostry, Jonathan. D., and Wolf, Holger, C. (1996): "Does the Nominal Exchange Rate Matter", NBER Working Paper, No.5874.

Ghosh, Atish. R., Gulde, Anne-Marie, Ostry, Jonathan. D., and Wolf, Holger, C. (1996): "Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth", *IMF Economic Issue 2*.

Hausmann, Ricardo, Panizza, Ugo, and Stein, Ernesto (2000): "Why do Countries Float the Way They Float", Inter-American Development Bank, Research Department, Working Paper, No. 418.

Holden, Paul, Holden, Merle, and Suss, Esther, C. (1979): "The Determinants of Exchange Rate Flexibility: an Empirical Investigation", *Review of Economics and Statistics*, Vol.61, No.3, 327—333.

Levy-Yeyati, Eduardo, and Sturzenegger, Federico (2005): "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words", *European Economic Review*, Vol.49, 1603—1635.

Levy-Yeyati, Eduardo, and Sturzenegger, Federico (2003): "To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth", *American Economic Review*, Vol.93, 1173—1193.

Liu, Xiaohui, and Zhang, Jing (2009): "RMB Exchange Market Pressure and Central Bank Exchange Market Intervention", *China & World Economy*, Vol.17, No.3. 75—92.

Obstfeld, M., and Rogoff, K. (1995): "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.9, No.4, 73—96.

Poirson, Hélène (2001): "How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime", IMF Working Paper, No.WP01/46.

Reinhart, Carmen M., and Rogoff, Kenneth (2004): "The Modern History of Exchange Rate Arrangement: a Reinterpretation", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.119, 1—48.

Rogoff, Kenneth, Husain, Aasim M., Mody, Ashoka, Brooks, Robin, and Oomes, Nienke (2003): "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes", IMF Working Paper, 03/243.

Roper, D. E., and Turnovsky, S. J. (1980): "Optimal Exchange Market Intervention in a Simple Stochastic Macro Model", *The Canadian Journal of Economics*, Vol.13, No.2, 296—309.

Schuler, Kurt (2005): "Classifying exchange rates", <http://www.dollarization.org>.

Stavarek, Daniel. (2007): "Comparative Analysis of the Exchange Market Pressure in Central European Countries with the Eurozone Membership Perspective", MPRA Paper, No.3906.

Weymark, Dlanan. (1997): "Measuring the Degree of Exchange Market Intervention in A Small Open Economy", *Journal of International Money and Finance*, Vol.16, No.1, 55—79.

(责任编辑:周莉萍)