

汇率制度与经济增长：来自亚洲 发展中国家和欧洲发达国家的经验研究

黄海洲 Priyanka Malhotra*

摘要 汇率制度选择在国际金融学和发展经济学领域都是一个重要课题。已有的理论文献和实证研究文献试图通过研究汇率制度选择对各种宏观经济变量和金融变量的影响来确定一种最优汇率制度，但这两组文献都未能提出令人信服的答案。本文运用雷因哈特和罗格夫(2004)提出的新的汇率制度分类方法，研究汇率制度选择与亚洲新兴发展中经济体和欧洲发达国家经济增长率之间的关系。我们发现了两个有趣的经济规律：第一，对发达的欧洲国家而言，更具弹性的汇率制度带来较高的经济增长率，而经济增长率的差异并非取决于汇率制度选择；第二，对于亚洲新兴经济体而言，更具弹性的汇率制度却会带来较低的经济增长率，并且会导致经济增长出现更大的波动性。我们的发现证实了最优汇率制度选择取决于经济发展水平这一结论。

关键词 汇率制度，经济增长，金融危机

一、导言

随着欧盟作为单一货币区的出现，东亚发生过金融危机的国家和地区在经济稳定后不久便试图使其本国货币与美元挂钩，而这最终也导致了布雷顿森林体系的复苏(Dooley *et al.*, 2003)。无论是在国际金融学，还是在发展经济学领域，汇率制度都是重要的研究课题。虽然理论和经验研究都试图通过分析不同的汇率安排对于宏观经济变量和金融变量的影响来确定最优的汇率体系，但两者至今都不能提供一个确定性的结论。理论研究中的困难在于，名义汇率制度与宏观经济变量之间存在既相互消减又相互加强的复杂关系；经验研究的困难则来自于对实际汇率体系的分类。

本文的主要贡献在于，通过强调不同发展阶段的作用，分析了实际汇率制度选择与一国经济增长率之间的关系。我们利用雷因哈特和罗格夫(Reinhart and Rogoff, 2004)提出的对汇率制度的分类，对12个亚洲新兴发展中经济体和18个欧洲发达国家1976—2001年的数据进行了经验研究，以确定经济发展水平对于汇率制度与经济增长之间关系的影响。我们得到两个有意

* 国际货币基金组织(IMF)研究部。通讯作者及地址：黄海洲，Washington, DC 20431, U. S. A. ; E-mail: hhuang@imf.org。感谢林毅夫对本文提出的宝贵建议，感谢Michael Bordo和Eduardo Borensztein的许多很好的建议。本文只代表作者观点，并不代表IMF的观点或政策。

义的结论。首先,对于欧洲发达国家来说,汇率的浮动性与经济增长率呈正相关关系,但经济增长的波动性并不取决于汇率体系的选择。其次,对于新兴的亚洲发展中经济体来说,汇率的浮动往往意味着较低的经济增长率和较高的经济波动。从某种意义上说,我们的结论与汇率的“双极理论”是一致的,但是,我们进一步强调了经济发展水平在汇率制度选择中的重要性。

最早关于汇率制度选择的理论基础是由蒙戴尔(Mundell, 1961)和麦金农(McKinnon, 1963)提出的最优货币区(OCA)理论。这一理论的基础是经济冲击的对称性、经济的开放程度以及劳动力市场的流动性,侧重于对贸易及经济周期稳定性的研究。然而,由于名义汇率体系与宏观经济运行存在着既消减又增强的关系,该理论并不能对最优汇率制度问题给出一个明确的结论。例如,按照该理论,固定汇率制度可以通过减少汇率波动所带来的不确定性以及对冲成本来促进贸易和经济增长,也可以通过减少利率变化所导致的货币升值来刺激投资,但是,另一方面,固定汇率制度也可以放慢或阻止相对价格的调整,从而减少贸易和经济增长。正是由于这种相互消减作用的影响,蒙戴尔(Mundell, 1961)建议加拿大实行双重的货币体系,即东部和西部使用不同的加拿大元。然而,经验研究表明,加拿大国内贸易的交易成本要远低于其与美国间的交易成本(Engel and Rogers, 1996),从而使得蒙戴尔的建议失效。

20世纪90年代出现了一种新的理论,该理论重点研究了金融市场以及人们预期的稳定性对汇率制度的影响,这对于新兴市场经济体更为重要。按照该理论,固定汇率制度可以通过固定的名义汇率和货币政策的可信性促进金融市场和贸易的发展以及经济增长,而货币政策的可信性是建立在有效避免国家间恶性货币贬值基础之上的(参见Barro and Gordon, 1983; Calvo and Vegh, 1994; Edwards and Savastano, 2000; Eichengreen *et al.*, 1999; Frankel, 2003等)。另一方面,该理论同时认为固定汇率制度会导致相对价格调整滞后,从而引发投机冲击。因此,许多新兴经济体表现出卡尔沃和雷因哈特所定义的“汇率浮动恐慌症”(Calvo and Reinhart, 2002)。但是,在固定汇率体系下,如果外国投资突然大幅度下降,固定汇率又往往趋于崩溃,从而导致更大规模的资本外流,正如东亚和拉丁美洲发生经济危机时的情景。

在发展经济学领域,同样没有达成关于汇率制度选择与经济增长之间关系的共识。虽然固定的名义汇率的作用经常得到强调,由于仍存在一些其他影响因素,对于一个发展中国家而言,仍然没有一个关于何种汇率制度是最优的结论。这些因素包括市场化深度(或市场的完备性)、经济的政治化以及制度等(Frankel *et al.*, 2001; Montiel, 2003; Montiel and Ostry, 1991)¹

¹ 关于从历史的角度对汇率制度的研究,参见Bordc(2003)及其所引相关文献。

虽然发展经济学承认不同经济发展水平对汇率制度与经济增长之间关系的影响的重要性(见 Berg *et al.*, 2002; Borensztein and Lee, 2002; Frankel, 1999; Lin, 2001; McKinnon and Schnabl, 2003; Mussa *et al.*, 2000 等), 但还没有对这些影响的经验研究。

关于最优汇率制度选择的经验研究集中于对不同名义和现实汇率体系下经济运行绩效的考核。文献中存在大量运用名义汇率体系分类的研究, 这样的分类包括官方的 IMF 分类以及由高什、盖尔德、欧斯敦和伍尔夫 (Ghosh, Gulde, Ostry and Wolf, 1997) 所提出的更加详细的分类, 但是, 名义汇率体系和现实汇率体系之间的巨大的差异, 足以让我们对这些研究的结论提出质疑, 并且促使我们运用基于实际汇率制度的分类来研究汇率制度与经济增长之间的关系。²

欧博斯费尔德和罗格夫 (Obstfeld and Rogoff, 1995) 的研究表明, 大部分名义上的固定汇率制度实际上并非是固定的, 大多数国家会在 5 年或更短的时间内放弃以前选择的盯住汇率水平。克莱因和马龙 (Klein and Marion, 1997) 发现, 西半球国家平均的盯住期限是 10 个月。另外, “浮动汇率恐慌症”理论认为, 绝大多数的名义浮动汇率制度实际上并非是自由浮动的, 这种现象大多存在于新兴经济体中, 例如, 亚洲爆发过经济危机的国家尽管在 1997 年之前并没有声称实行盯住美元的汇率制度, 但实际上, 它们都试图使其货币与美元挂钩。

使用实际汇率制度分类来研究最优汇率制度有许多优点, 但同时也提出一个新的问题, 即如何有效地确定实际汇率制度。至今为止出现过两种不同的分类方法, 但它们得出了不同的关于最优汇率的结论。首先, 列维-叶雅提和斯特泽纳格 (Levy-Yeyati and Sturzenegger, 2002, 以下简称 LY-S 方法) 运用统计方法根据一些主要变量进行分类, 并将汇率制度分为四组。他们的研究表明, 浮动汇率制度是最优的选择。其次, 雷因哈特和罗格夫 (Reinhart and Rogoff, 2004, 以下简称 R-R 方法) 创立了一种新的对实际汇率制度的分类, 这一分类的依据是市场平行汇率和一国汇率制度的历史参数。按照这个分类, 最佳的汇率制度选择应该是有限浮动制度。

据我们所知, 仅有的一篇运用 R-R 分类法对 150 多个国家的汇率制度选择与经济增长之间关系进行分析的文章表明, 当一国处于经济发展初期时, 选择固定或相对固定的汇率制度较好, 而经济发达国家则应选择相对浮动性较大的汇率制度 (Rogoff *et al.*, 2003)。然而, 这个结论并不能用来支持汇率制度的双极观点 (Fisher, 2001)。

本文研究实际汇率制度安排与经济增长率之间的关系, 并且特别注意了

² 高什等人 (Ghosh *et al.*, 1997) 和高什、盖尔德和伍尔夫 (Ghosh, Gulde and Wolf, 2003) 使用的方法是实际和名义汇率制度分类的一种混合。

经济发展水平的影响。我们使用 R-R 和 LY-S 分类法对 12 个亚洲发展中经济体和 18 个欧洲发达国家 1976 年到 2001 年的数据进行了分类,³我们之所以选择这些经济体进行研究,是因为两组经济体的经济发展水平存在足够的差异。另外,它们的汇率制度与经济发展之间的关系都经历过来自全球性、区域性及其自身的冲击。第一,在 12 个欧洲发达国家使用欧元之前,它们实行的是不同的汇率制度,并且其相互间贸易额很大。如果汇率制度对一国经济增长率有影响的话,我们应该看到欧元的启动对于这些国家经济的影响。第二,在东南亚金融危机之前的 20 世纪 70 年代,一些亚洲国家开始飞速发展,而其他亚洲国家则没有实现经济腾飞。由于这些国家实行的是不同的汇率制度,我们也可以通过研究这些亚洲国家来分析汇率体系的选择对经济增长的影响。第三,亚洲国家与欧洲发达国家的汇率安排在 20 世纪 90 年代都分别遭遇了一次大的区域性冲击。在亚洲是东南亚金融危机,许多国家在危机之中或之后改变了原来的汇率制度安排;在欧洲,12 个国家在 1999 年 1 月同时宣布使用同一货币。欧元的启动是一个巨大但处于预期之外的冲击,因为可以想象,在人们预测的启动日期之前,欧元计划是有可能被推迟实行的。因此,如果汇率制度对经济增长率有影响的话,这种影响会在这两组经济体中表现出来。第四,金融危机的影响并不会使我们的结论发生偏差,因为东南亚金融危机只影响到了几个亚洲国家而非全部,同样,汇率(ERM)危机和北欧银行危机也只是影响了部分欧洲国家。最后,地区内部的合作化水平也不会对我们的分析产生影响。在 18 个欧洲国家中,只有 15 个是欧盟正式成员国,而其中有 12 个国家宣布采用欧元。在亚洲,只有东南亚经济体间存在着广泛的贸易协定,并且在管理汇率时密切关注美元的变化。同时,我们也应看到,欧元区国家间还存在着广泛的制度化合作,亚洲国家间也存在着各种正式及非正式的区域合作机制。所以亚洲发展中国家与欧洲发达国家的差别主要在于两个地区的经济发展程度明显不同(Frankel and Wei, 1993; McKinnon, 1999)。

为了在一个简单而又全面的经验研究框架下分析汇率制度与经济增长率之间的关系,我们选用阿里西那和萨莫斯(Alesina and Summers, 1993)用来分析中央银行独立性与经济发展绩效间关系的方法,对每个区域都分析了代表汇率制度与经济增长率关系的两组散点图,一组是记录全部国家所有年份的散点图,另一组是每一区域中所有国家在整个时期内的散点图。

从某种意义上说,我们的结论与汇率的“两极理论”是一致的,更进一步,我们强调了汇率制度选择中经济发展水平的重要性。对于欧洲发达国家来说,汇率的浮动性越大,经济增长率就越高,但经济增长的波动性并不依

³ 由于日本经济发展水平比较高,我们从分析中将其排除。但是,将日本包括进来也不会对我们的结论有所影响,因为其在 20 世纪 90 年代实行的是浮动汇率制度,伴随的是其经济增长率的低下。

赖于汇率制度的选择。对于新兴的亚洲发展中经济体而言,更加浮动的汇率制度往往导致较低的经济增长率和较高的经济增长波动性。由于工业化国家通常市场比较完善,尤其是金融市场比较深化,因此它们可以更好地应对金融冲击以及实体经济变量的冲击,从而它们的经济增长率并不取决于汇率制度的选择。然而,选择浮动汇率制度的好处在于,它们可以在面对冲击时更快地进行必要的经济调整,从而减少了经济增长的波动性。对于亚洲的新兴发展中经济体来说,它们的金融市场深化程度还不够,并且市场也不完善,从而不能有效地应对冲击,因此它们的经济增长率依赖于其汇率制度的安排。尽管固定汇率制度对经济增长具有部分增强与部分消减的双重作用,但其保证政策可信性的作用更加突出,“浮动汇率恐慌症”在这里是贴近现实的。较浮动的汇率制度不仅带来较低的经济增长率,而且也导致经济增长波动性变大。

雷因哈特和罗格夫(Reinhart and Rogoff, 2004)认为,有限度的浮动汇率制度可以最大限度地降低经济增长的波动性,我们的结论与此基本一致。但更为准确的是,我们认为只有在工业化国家中这一结论才成立。和他们一样,我们也不支持巴克斯特和斯多克曼(Baxter and Stockman, 1989)提出的经济周期不受汇率制度选择影响这一观点。我们的结论表明,汇率的双极理论不能被轻易地否定,而且,究竟选择何种汇率制度,依赖于一国经济的发展水平。

本文的第二节介绍数据,第三节是文章的主要部分,第四节对文章进行总结。

二、对数据的说明

本文对12个新兴的亚洲发展中经济体和18个欧洲发达国家1976—2001年的历史数据进行整理分析。⁴为了取得有关汇率制度变量的数据,我们使用了目前可获得的对实际汇率制度的分类方法:R-R“自然”分类法和LY-S分类法。⁵虽然两者都是基于市场决定的汇率对150多个国家的汇率制度进行再分类,并且都与IMF公布的名义的汇率分类法大不相同,但两者之间仍存在巨大的差异。由于R-R分类法提供了更为详细的汇率制度的分类,并且对市场化的汇率体系反映得更为贴切,所以我们首选R-R分类法。另外,虽然LY-S分类法存在着重要国家数据缺失这一问题,我们仍可以使用它对结论

⁴ 亚洲经济体包括中国、中国香港特别行政区、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、尼泊尔、巴基斯坦、菲律宾、新加坡、斯里兰卡和泰国。欧洲发达国家包括奥地利、比利时、丹麦、芬兰、法国、德国、希腊、冰岛、爱尔兰、意大利、卢森堡、荷兰、挪威、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士和英国。

⁵ R-R分类法不会出现某一国家某一年度的观察值被列为不确定型的情况,而LY-S方法则会出现这种情况,我们不得不放弃被归为不确定型的32个观察值。

进行检验。⁶人均 GDP 增长率数据的首要来源是世界银行《世界发展指标》(World Development Indicators)在 2004 年公布的始于 1976 年的经过购买力平价调整的人均 GDP 的时间序列。

按 R-R 分类法确定的数据库提供了目前对汇率制度最为全面的分类方法。它在统计范围和方法上都与其他数据库有所区别。R-R 数据库涵盖了 153 个国家自 1946 年到 2001 年的相关数据。此外,它的作者还创建了一种更为详尽的汇率分类,不仅区分了固定汇率、盯住汇率和浮动汇率,而且还区分了小幅浮动汇率与大幅浮动汇率。例如,作者对实际中的蠕动汇率进行了分类,包括浮动范围在 $+/-2\%$ 之内的,事先宣布浮动范围大于或等于 $+/-2\%$ 的,以及实际的浮动范围在 $+/-5\%$ 之内的。

R-R 分类法的另一个重要特点是引入了一个新的汇率制度概念——“自由跌落”,表示一国在 12 个月内通货膨胀率超出 40% 的状态,也标志着对货币控制的完全丧失。这种高通货膨胀状态下的浮动汇率制度与低通货膨胀下的浮动汇率制度间的区别是很重要的,因为前者可以带来经济扭曲。正如雷因哈特和罗格夫所分析的那样,一个处于“自由跌落”状态中的国家如果实行浮动汇率制度,那么其效果就如同固定汇率制度一样了!由于“自由跌落”下的浮动汇率制度不是一个理性的选择,也不能像其他汇率制度那样再分类,我们选择放弃这些观察值。⁷

除了对汇率制度的分类方面更为详尽外,R-R 分类法还运用了一种新的方法来尽可能准确地确定一国实际汇率制度。其作者使用平行的市场汇率数据来对实际汇率制度进行估计。这种方法是必要的,因为平行的市场汇率对于货币政策和未来官方汇率制度的变化都有着重要的指示作用。另外,作者还发现,只有为数不多的外汇交易是按照官方汇率水平进行的。他们通过估算 1948 年以来出口中没有开具官方发票的份额来确定平行市场汇率的重要性。雷因哈特和罗格夫所创立的方法的另外一个优点,在于它对汇率制度安排的详细的历史纪录的构造和使用,以及将诸如货币改革等相关信息包括在内,从而使得区分名义和实际汇率制度安排成为可能。

虽然列维-叶雅提和斯特泽纳格(Levy-Yeyati and Sturzenegger, 2002)同样也使用市场化数据对实际汇率制度进行分类,但他们的数据较少,并且在分类时运用了理论预测与统计学的方法。他们根据某一特定年度的汇率状况将 154 个国家 1974—2000 年的汇率制度划分为五种类型,其分类的基准思想是,每种类型的汇率制度都对应一个预期的汇率波动性、一个汇率变动的波

⁶ 有趣的是 R-R 的 13 点分类法与 LY-S 的 5 点分类法的相关系数只有 0.53。

⁷ 这些观察值是:印度尼西亚 1998 年的数据,韩国 1998 年的数据,泰国 1997 年的数据,冰岛 1976—1983 年的数据。为了保证我们的结论不受这些数据被排除掉的影响,我们将这些数据再次加入并且重新做了一次分析,结果发现我们的结论没有任何改变。

动性以及一个外汇储备的波动性。例如,浮动汇率制度的特征是汇率的波动大以及央行对外汇市场的干预少,而分类中居中的汇率制度的特征在于上述三个变量相对较高的波动性。利用以上三个变量的观测值,列维-叶雅提和斯特泽纳格用K维均值聚类方法,将各个国家每一年度的数据分成五类:自由浮动汇率、有管理的浮动汇率、有管理的盯住汇率、固定汇率以及不确定型汇率。对于不确定型观察值,他们用同样的方法进行重新分类。这种方法的缺陷在于,如果一国的所有变量均没有表现出较强的波动性,那么该国就会被列为不确定型。虽然作者为此进行了辩解,但这种方法客观上减少了数据量以及数据的差异性,为此,我们在分析中不得不删除了32个观察值。⁸

此外,LY-S数据在经验研究中还存在三点不足。首先,重要国家存在数据缺失(包括被列为不确定型的年份)问题,例如中国(2个观察值)、芬兰(9个观察值)、新加坡(14个观察值)、英国(14个观察值)、冰岛(11个观察值)和挪威(13个观察值)。在31个国家中,有11个国家存在35%以上的观察值缺失问题。其次,分类过于狭窄,使得一些有着细小但很重要差异的汇率制度被划分为一类,而这些细小的差异很可能对经济运行产生影响。最后,正如雷因哈特和罗格夫所提到的,由于这个分类描述的是单一年份的汇率状况,很容易将一些一次性事件——例如,汇率的重新盯住或汇率的贬值,或者一次经济或政治上的冲击——当作是汇率制度的变化,而实际上汇率制度并没有改变。从数据中我们可以发现,按照LY-S分类法确定的汇率制度的变化要比按R-R分类法确定的变化多出一倍。

三、主要结论

我们发现,基于不同的经济发展水平,存在着关于汇率制度选择的双极最优现象。对于经济水平较低的新兴发展中国家而言,固定汇率制度意味着高的经济增长率和低的发展波动性,对于工业化国家而言,浮动汇率制度与固定汇率制度可以带来同样程度的经济波动性,但前者可以导致更高的经济增长率。为了强调新兴的市场经济与工业化经济之间在最优汇率选择上的不同,我们将结论分为两个小部分加以说明:第一部分研究亚洲国家,第二部分则研究欧洲国家。

实证方法很简单,首先,按照R-R“自然”分类法列举了这些欧洲国家和亚洲国家的人均GDP增长率。其次,为了更好地分析汇率制度与经济增长之间的关系,在对平均的汇率制度变量分类基础之上,我们列举了1976—

⁸ 这些观察值包括:奥地利1981、1983、1997、1998年的数据,比利时1991、1994—1998年的数据,法国1997年的数据,印度1992、1994、1999年的数据,意大利1986年的数据,尼泊尔1999年的数据,荷兰1985、1986、1990、1997、1998年的数据,巴基斯坦1994年的数据,菲律宾1977—1979年的数据,斯里兰卡1986、1990年的数据以及泰国1996年的数据。

2001年对应于每一个“国家—汇率—经历”的频率加权后的经济增长率和波动大小。对于每一个国家，我们通过“汇率—经历”来汇总观察值，这里的“汇率—经历”是指一国实行3年以上的汇率制度⁹。例如，在印尼25个年度观察值中，有3年是自由浮动汇率，3年是浮动范围为 $+/-5\%$ 的蠕动汇率制，另外19年则实际上是蠕动盯住汇率制，于是对于印尼我们有3个“汇率—经历”。通过对单个国家汇率制度选择进行分析，我们发现，大多数国家实行过多于1个的持续时期在3年以上的汇率制度（附录II有具体例子）。由于汇率制度选择可能内生于一国的经济和政治条件，我们认为，每一个“国家—汇率—经历”都可以体现一个不同的经济政治体。另外，仅仅按照国家来汇总数据消除了一国中由于不同的“汇率—经历”产生的经济波动性，从而使得我们不能有效地估计汇率制度选择对经济增长的影响。按“国家—汇率—经历”分组可以得到82个观察值（亚洲34个，欧洲48个），而按国家分组仅能得到31个观察值。这样，我们就可以按照平均的汇率制度变量分类情况来列出经济增长率的平均值以及其波动大小了，其中，每一个观察值的权重是此观察值的时间跨度占该国总的年度序列长度的比例。

我们使用LY-S 4点分类法对1976—2000年的数据进行分析以检验我们的结论。本节只列出了按照R-R分类法得到的汇率制度变量和经过购买力平价调整后的人均GDP增长率的组合点。其他方法的图表将在附录I中予以说明。

（一）亚洲新兴的发展中经济体

如图1所示，我们按照R-R分类法确定的汇率制度类别刻画了12个亚洲新兴的发展中经济体的年度经济增长率。从图中可以发现，汇率制度选择与经济增长率之间存在着明显的负相关关系。汇率的波动性越大，经济的增长率越小。

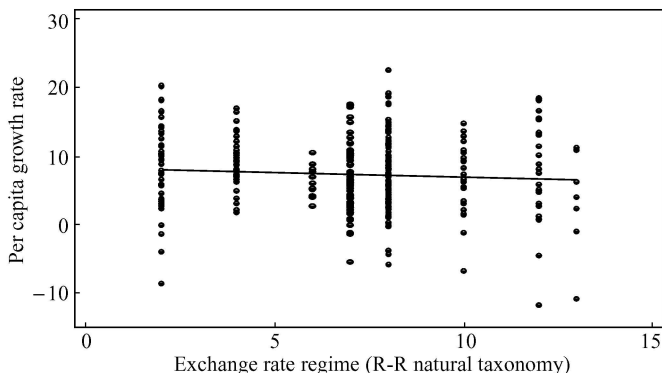


图1 Asia, 1976—2001

⁹ 并不一定要求3年是连续的。并且，如果一国在样本考察期内对一种汇率制度并没有实行3年以上的时期，那么，我们会将这种观察值从分析中排除掉。

图2是1976—2001年间在R-R分类法确定的汇率制度类别下每一个“国家—汇率—经历”经过频率加权后的平均经济增长率。图中圆圈的大小表示其所代表的观察值的权重。图2进一步证实了我们的结论：汇率的浮动性与一国经济的增长率间是呈显著负相关关系的。

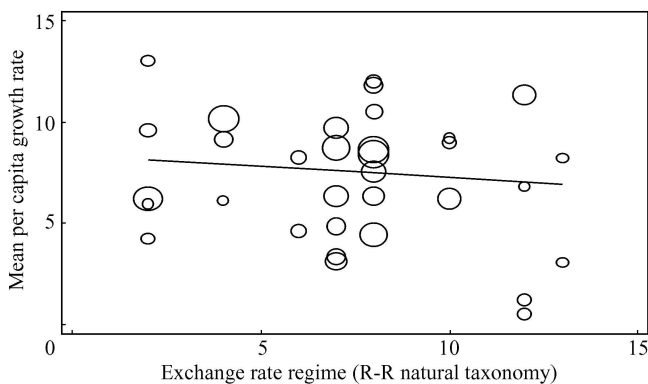


图2 Asia, Mean 1976—2001

在图3中，我们运用频率加权后的数据分析了汇率制度选择对于经济增长波动性的影响。有趣的是，我们发现浮动性越大的汇率体系往往伴随着经济增长较高的波动性。

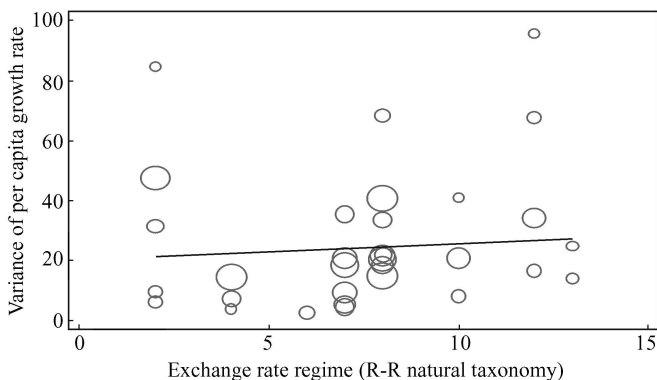


图3 Asia, Variance 1976—2001

更具固定性的汇率制度意味着更高的经济增长率以及更低的经济增长波动性，从而解释了为什么亚洲的这些新兴的市场化经济体并不愿意迈向浮动汇率制度，也即解释了“浮动汇率恐慌症”这一现象。

(二) 欧洲发达国家

虽然对于新兴的亚洲国家来说，固定汇率制度是一个很明显的政策选择，但对于发达的欧洲国家而言，情况却恰恰相反。如图4所示，在汇率的浮动

性与经济增长率之间存在着显著的正相关关系。

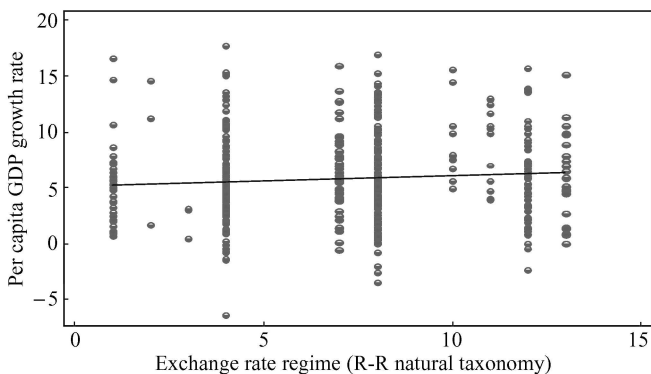


图4 Europe 1975—2001

在图5中,我们运用经过频率加权后的每一个“国家—汇率—经历”对应的经济增长率来对结论加以检验。同样的,我们发现两者间存在着强的正相关关系,从而说明,汇率的浮动性越大,经济增长率越高。

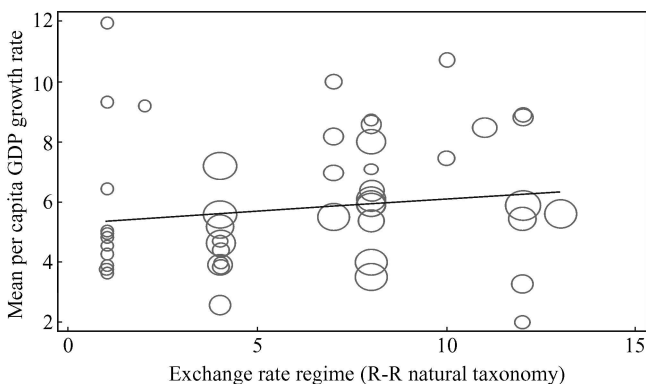


图5 Europe, Mean 1975—2001

最后,在图6中,通过分析经过频率加权后的“国家—汇率—经历”数据来研究汇率制度选择对经济增长波动性的影响。我们发现,汇率制度选择对经济增长波动性并无影响。

我们的结论是:对于欧洲国家而言,汇率波动性越大,经济增长率越高。

(三) 稳健性检验

尽管LY-S分类法存在种种不足,其仍支持我们的结论,尤其是对亚洲经济体而言。如附录I图I.1和图I.2所示,实行固定汇率制度的国家经济增长率高于实行浮动汇率制度的国家。如果将中国包括在内,将进一步支持这一结论,因为按照LY-S分类法,中国在20世纪90年代高速发展时期实行的是固定汇率制度,而之前的经济低迷时期实行的则是浮动汇率制度。然而,

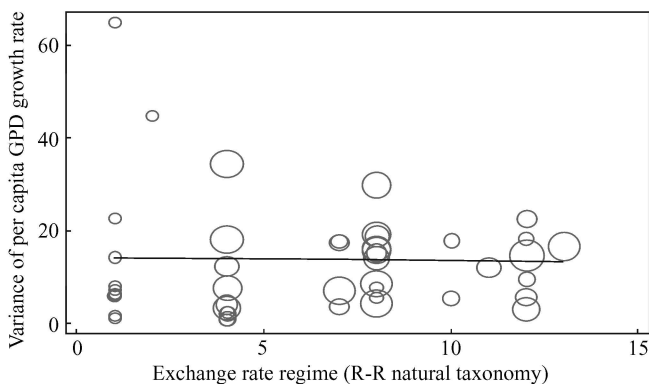


图6 Europe, Variance 1975—2001

附录 I 的图 I.3 却与 R-R 分类法的结论相抵触,按 R-R 分类法,更趋于固定的汇率制将带来更小的经济增长波动性。我们认为出现这一矛盾是由于 LY-S 分类法没有包括中国在内。在 20 世纪 90 年代前,中国经济增长波动性高于 30%—40%,其汇率制应划为浮动汇率制度,而之后,其汇率制更多表现为固定汇率制度,致使其经济增长波动性已下降到不足 10%。因此,在 LY-S 分类法中引入中国将有可能改变其结论,从而进一步证实 R-R 分类法的结论,即固定汇率制度导致经济增长的低波动性。但是,相关数据的缺失使得我们不能对这一点进行检验。

对于欧洲经济体而言,LY-S 分类法同样可以得出汇率制度选择对经济增长波动性无关这一结论,但其另一结论是,汇率制度选择对经济增长率也不存在显著影响。同样的,我们认为这是由于大量关于英国、芬兰、冰岛、比利时、挪威和意大利的数据缺失造成的。

四、总 结

无论是在国际金融领域还是在发展经济学领域,汇率制度的选择都很重要,即使现有的理论和经验研究在不同的汇率选择对宏观经济变量和金融变量的影响上还不能提供确定性的结论。由于汇率安排对宏观经济运行有着部分加强而又部分消减的影响,所以更多的经验研究以及对汇率制度的更准确的分类就显得尤为重要。在对实际中的汇率制度分类方面,Levy-Yeyati 与 Sturzenegger (2002) 以及 Reinhart 与 Rogoff (2004) 都做出了重要贡献。本文试图从实证的角度分析实际中的汇率制度选择与经济增长之间的关系。

在分析两者间关系时,我们注重考虑了一国经济发展水平的影响。尽管经济发展水平的重要性早已得到公认,但还没有出现详细研究其影响的文献。

通过经验研究发展中的亚洲与发达的欧洲各国的实际汇率制度与经济增长率的关系,我们发现两个很有意义的规律。对于发达的欧洲国家而言,更

加趋于浮动的汇率制往往带来更高的经济增长率,但汇率制度的不同并不会对经济增长波动性产生影响。与此相反,对于新兴的亚洲发展中国家而言,汇率浮动性越大,经济增长率越低,并且经济增长波动性也越大。我们的结论不但支持了汇率选择的双极理论,而且进一步丰富了这一理论,因为我们同时认为,最优汇率制度的选择依赖于—国经济发展水平。发达的欧洲国家应选择浮动汇率制度,而对于新兴的亚洲发展中国家来说,在它们决定改变其汇率制度时,更多的要关注其经济发展水平。

附录 I 稳健性检验

运用 Levy-Yeyati-Sturzenegger 汇率分类法检验

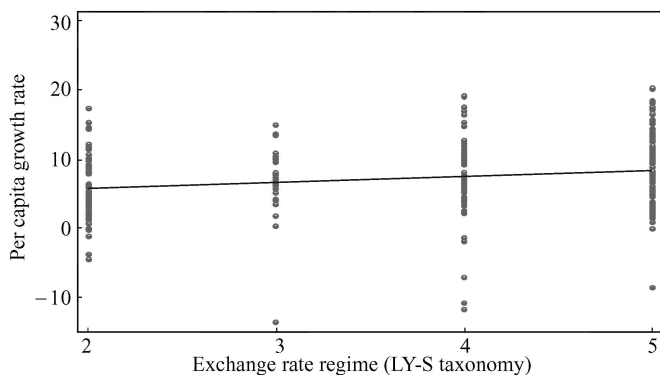


图 I .1 Asia , 1976—2000

注：2 = 自由浮动；3 = 有管理的浮动；4 = 有管理的盯住；5 = 固定。

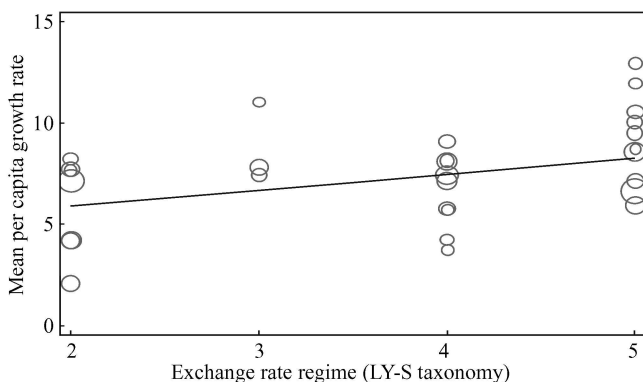


图 I .2 Asia , Mean 1976—2000

注：2 = 自由浮动；3 = 有管理的浮动；4 = 有管理的盯住；5 = 固定。

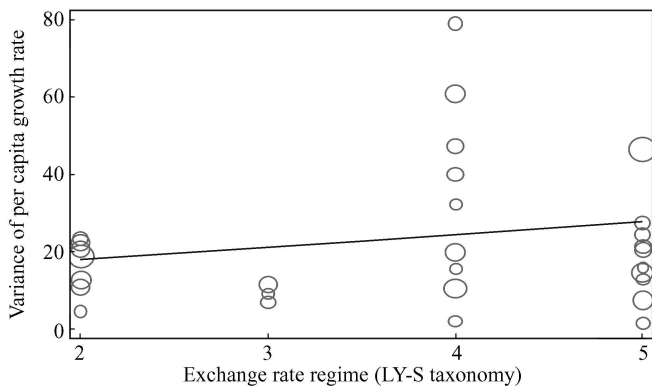


图 I .3 Asia , Variance 1976—2000

注：2 = 自由浮动；3 = 有管理的浮动；4 = 有管理的盯住；5 = 固定。

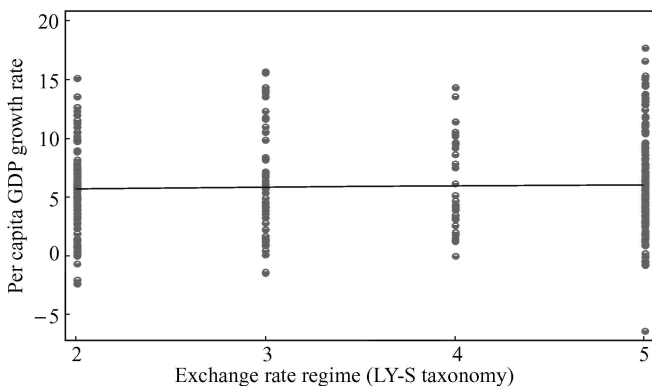


图 I .4 Europe 1975—2001

注：2 = 自由浮动；3 = 有管理的浮动；4 = 有管理的盯住；5 = 固定。

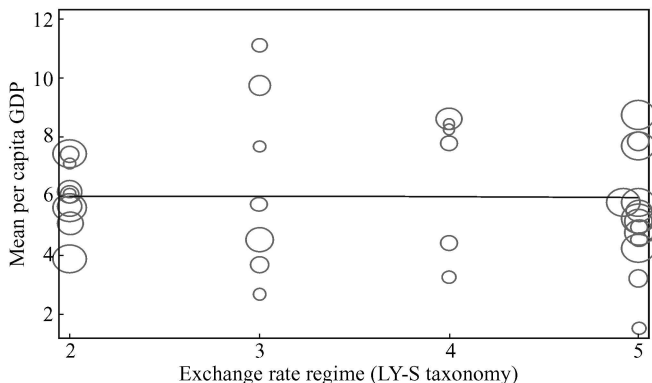


图 I .5 Europe , Mean 1975—2000

注：2 = 自由浮动；3 = 有管理的浮动；4 = 有管理的盯住；5 = 固定。

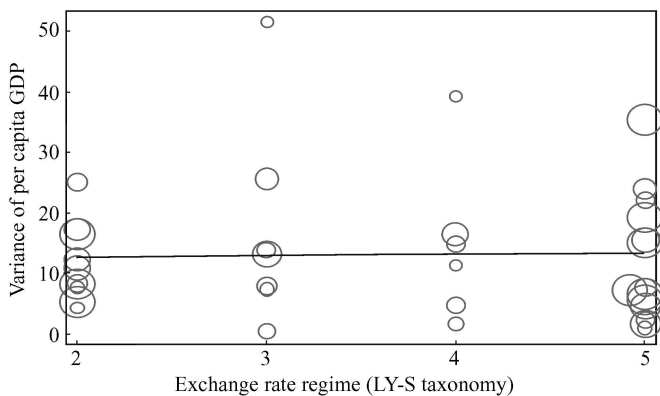
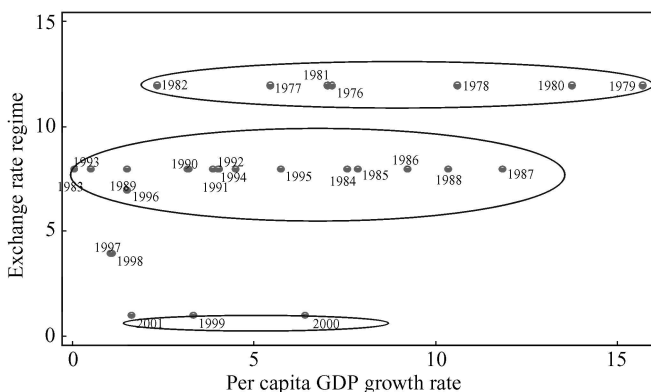


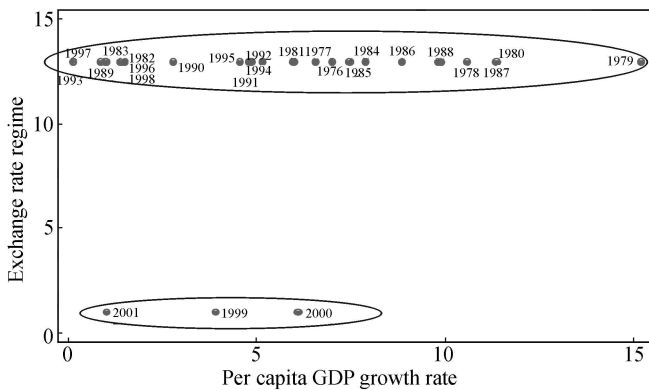
图 I .6 Europe , Variance 1975—2000

注：2=自由浮动；3=有管理的浮动；4=有管理的盯住；5=固定。

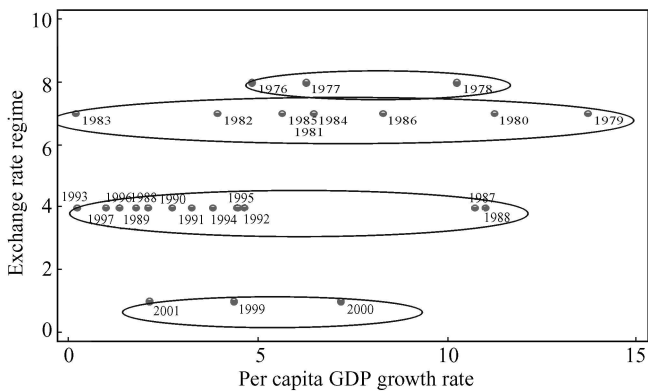
附录 II 国家—汇率—经历



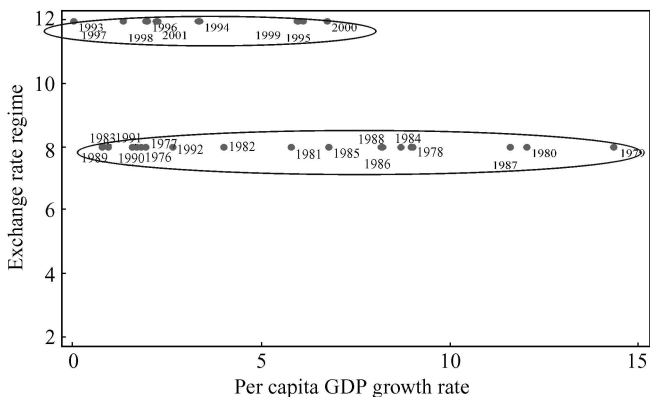
Italy , 1975—2001



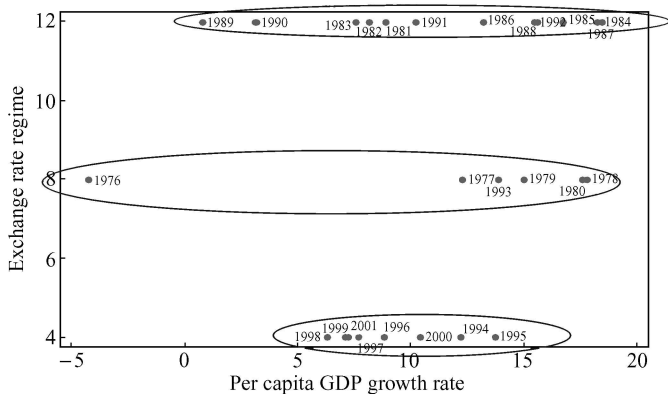
Germany , 1975—2001



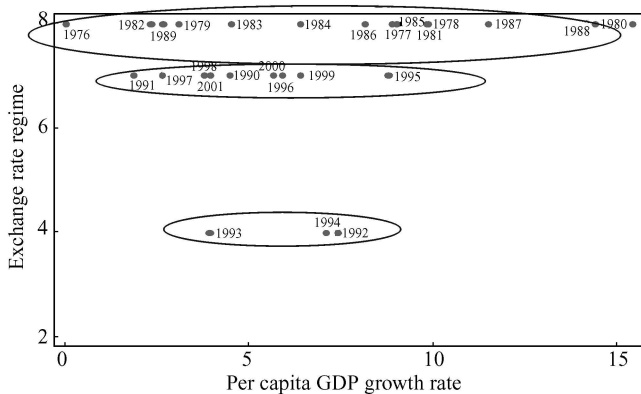
France , 1975—2001



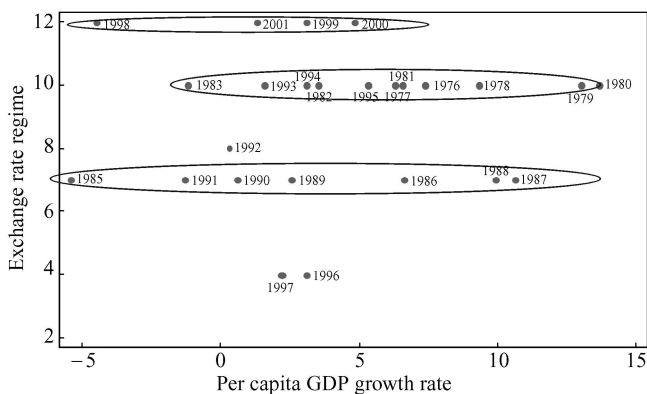
Sweden , 1975—2001



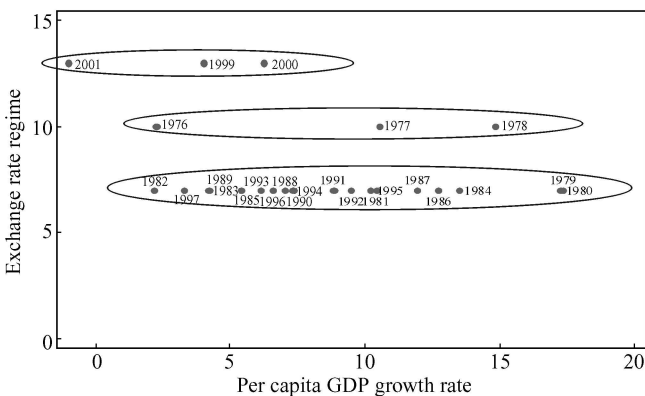
China , 1975—2001



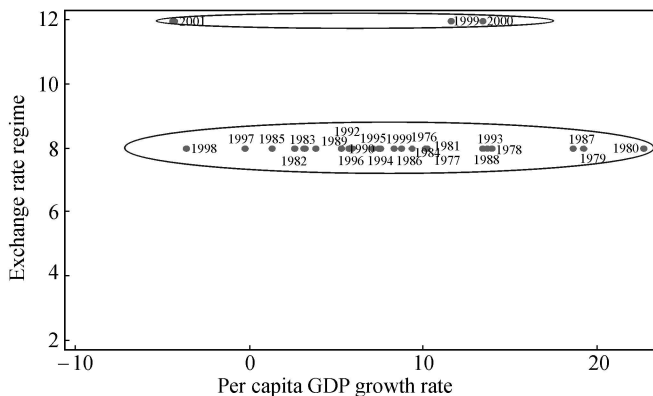
India, 1975—2001



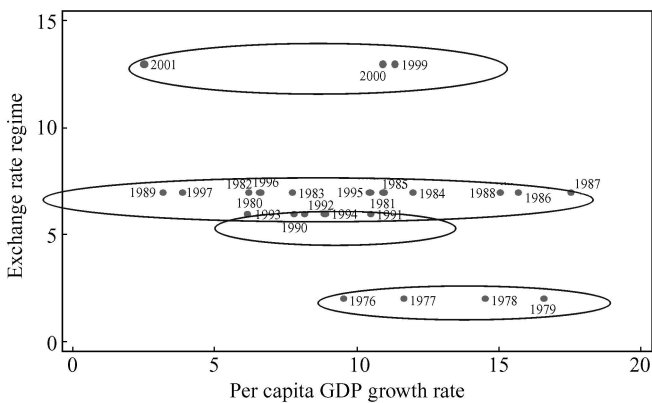
Philippines, 1975—2001



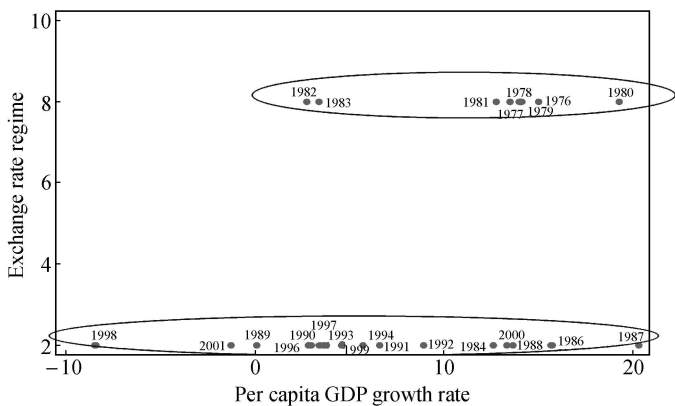
Indonesia, 1975—2001



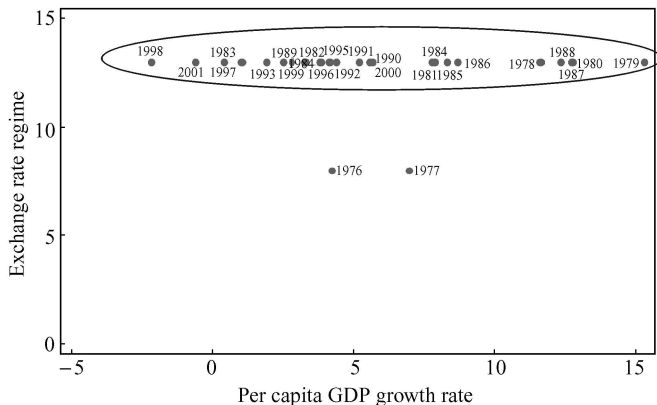
Singapore , 1975—2001



Korea , 1975—2001



Hong Kong , 1975—2001



Japan, 1975—2001

参考文献

- [1] Alesina, Alberto and Lawrence H. Summers, "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some International Evidence", *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1993, Vol. 25, No. 2, 151—162.
- [2] Barro, Robert and David Gordon, "Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, 1983, 12, 101—122.
- [3] Baxter, Marianne and Alan C. Stockman, "Business Cycles and the Exchange-Rate Regime: Some International Evidence", *Journal of Monetary Economics*, 1989, 23, 377—400.
- [4] Berg, Andrew, Eduardo Borensztein and Paolo Mauro, "An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America", *The North American Journal of Economics and Finance*, 2002, 13, 213—235.
- [5] Bordo, Michael, "Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective", NBER Working Paper 9654, 2003.
- [6] Borensztein, Eduardo and Jone-Wha Lee, "Financial Crisis and Credit Crunch in Korea: Evidence from Firm-Level Data", *Journal of Monetary Economics*, 2002, 49(4), 853—875.
- [7] Calvo, Guillermo, "Explaining Sudden Stop, Growth Collapse and BOP Crisis: The Case of Discretionary Output Tax", The Mundell Fleming Lecture for the Third Annual IMF Research Conference, Washington D. C., 2003.
- [8] Calvo, Guillermo and Carmen Reinhart, "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, 2002, 117(2), 379—408.
- [9] Calvo, Guillermo and Carlos Vegh, "Inflation Stabilization and Nominal Anchors", *Contemporary Economic Policy*, 1994, 12(April), 35—45.
- [10] Dooley, M. P., D. Folkerts-Landau and P. Garber, "An Essay on the Revived Bretton Woods System", NBER working paper 9971, 2003.
- [11] Edwards, Sebastian and Miguel A. Savastano, "Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know?" in *Economic Policy Reform: The Second Stage*, ed. by Anne O. Krueger, pp. 453—510. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

- [12] Eichengreen , Barry , Paul Masson , Miguel Savastano , and Sunil Sharma , “ Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange Rate Flexibility ” , *Essays in International Finance* , No. 213. Princeton : Princeton University Press , 1999.
- [13] Engel , Charles and John H. Rogers , “ How Wide is the Borders ? ” *American Economic Review* , 1996 , 86(5) , 1112—1125.
- [14] Fischer , Stanley , “ Exchange Rate Regimes : Is the Bipolar View Correct ? ” *Journal of Economic Perspectives* , 2001 , 15(2) , 3—24.
- [15] Frankel , Jeffrey , *The International Financial Architecture* . Brookings Institution , Washington D. C. , 1999.
- [16] Frankel , Jeffrey , “ Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies ” , in *Monetary and Financial Cooperation in East Asia* . Asian Development Bank , Macmillan , 2003.
- [17] Frankel , Jeffrey A , Eduardo Fajnzylber , Sergio L. Schmukler and Luis Servén , “ Verifying Exchange Rate Regimes ” , *Journal of Development Economics* , 2001 , 66(2) , 351—386.
- [18] Frankel , Jeffrey and Shang-Jin Wei , “ Emerging Currency Blocs ” , NBER Working Paper 4335 , 1993.
- [19] Ghosh , Atish , Anne-Marie Gulde , Jonathan D. Ostry and Holger C. Wolf , “ Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter ? ” NBER Working Paper 5874 , 1997.
- [20] Ghosh , Atish , Anne-Marie Gulde , and Holger C. Wolf , *Exchange Rate Regime : Choices and Consequences* . Cambridge : MIT Press , 2003.
- [21] Klein , Michael W. and Nancy P. Marion , “ Explaining the Duration of Exchange-Rate Pegs ” , *Journal of Development Economics* , 1997 , 54(2) , 387—404.
- [22] Levy-Yeyati , Eduardo and Federico Sturzenegger , “ Classifying Exchange Rate Regimes : Deeds versus Words ” , Mimeo , Universidad Torcuato Di Tella , 2002.
- [23] Lin , Justin Yifu , “ WTO Accession and Financial Reform in China ” , *Cato Journal* , 2001 , 21(1) , (Spring-Summer) , 13—18.
- [24] McKinnon , Ronald , “ Optimal Currency Areas ” , *American Economic Review* , 1963 , 53 , 717—724.
- [25] McKinnon , Ronald , “ Exchange Rate Coordination for Surmounting the East Asian Currency Crisis ” , *Journal of International Development* , 1999 , 11(1) , 95—106.
- [26] McKinnon , Ronald and G. Schnabl , “ The East Asian Dollar Standard , Fear of Floating , and Original Sin ” , in G. Ortiz , ed. *Macroeconomic Stability , Financial Markets , and Economic Development* . Bank of Mexico , 2003.
- [27] Montiel , Peter J , *Macroeconomics in Emerging Markets* . Cambridge : Cambridge University Press , 2003.
- [28] Montiel , Peter J. and Jonathan Ostry , “ Macroeconomic Implication of Real Exchange Rate Targeting in Developing Countries ” , IMF Working Paper 91/29 , International Monetary Fund , 1991.
- [29] Mundell , Robert , “ The Theory of Optimal Currency Areas ” , *American Economic Review* , 1961 , 51 , 657—661.
- [30] Mussa , M. , P. Masson , A. Swoboda , E. Jadresic , P. Mauro & A. Berg , *Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy* . IMF Occasional Paper No. 193 , Washington D. C. , 2000.
- [31] Obstfeld , Maurice and Kenneth Rogoff , “ The Mirage of Fixed Exchange Rates ” , *Journal of Economic Perspectives* , 1995 , Vol. 9 , No. 4 (Fall) , 73—96.
- [32] Reinhart , Carmen M. and Kenneth Rogoff , “ The Modern History of Exchange Rate Arrangements : A Reinterpretation ” , *Quarterly Journal of Economics* , 2004 , Vol. CXIX(1) , 1—47.

- [33] Rogoff , Kenneth , Aasim M. Husain , Ashoka Mody , Robin J. Brooks , and Nienke Onmes , " Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes " , IMF Working Paper 03/243 , International Monetary Fund , 2003 .
- [34] World Bank , 2004 . *World Development Indicators 2004* . Washington D. C . , 2004 .

Exchange Rate Regimes and Economic Growth : Evidence from Developing Asian and Advanced European Economies

HAIZHOU HUANG AND PRIYANKA MALHOTRA
(*International Monetary Fund*)

Abstract The choice of exchange rate regime remains an important issue not only in international finance but also in development economics. While both the theoretical and empirical literatures have attempted to identify the most appropriate regime by examining the effect of regime choice on various macroeconomic and financial variables , neither has been able to provide a conclusive answer. In this paper , we pay special attention to effects of development level and use the new classification of de facto exchange rate regime by Reinhart and Rogoff (2004) to empirically investigate the relationship between the choice of regime and the subsequent economic growth rate for developing and emerging Asian economies and advanced European countries. We discover two interesting regularities. First , for advanced European countries , more flexible exchange regimes are associated with higher growth rates , while variability of growth rate does not depend on the choice of exchange regime. Second , for developing and emerging Asian economies , more flexible exchange regimes are associated with lower growth rates and higher growth variability. Our findings suggest that an appropriate choice of exchange rate regime depends on development level.

JEL Classification F31 , F43 , O11