

De Jure or De Facto?

Hongyu Pan

University of International Business and Economics, Beijing
Email: phy_2000@163.com

Received: Nov. 16th, 2019; accepted: Dec. 18th, 2019; published: Dec. 25th, 2019

Abstract

There are two classification methods to determine exchange rate regime: one is called de jure and the other is called de facto. In this paper, we summarize the reason why there are differences between de jure and de facto, then we compare the pros and cons of de jure and de facto, and finally in the conclusion we suggest using both these two methods when analyzing the effect of exchange rate regime.

Keywords

Exchange Rate Regime, De Jure, De Facto

法定汇率制度还是事实汇率制度？

潘红宇

对外经济贸易大学，北京
Email: phy_2000@163.com

收稿日期：2019年11月16日；录用日期：2019年12月18日；发布日期：2019年12月25日

摘要

确定汇率制度类别有两类方法：一种分类结果被称为法定汇率制度，另外一种被称为事实汇率制度。本文对法定汇率制度与事实汇率制度不一致的原因进行了总结；对法定汇率制度和事实汇率制度的优缺点进行了对比；最后建议研究汇率制度的影响时，同时使用两种分类方法。

关键词

汇率制度，法定汇率制度，事实汇率制度

Copyright © 2020 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

从 1950 年开始, 国际货币基金组织(IMF)每年在《汇兑安排与汇兑限制年报》中公布世界各国在前一年的汇率制度类别, 截止到 2019 年已经发布了 69 次。IMF 根据一国的宣称确定该国的汇率制度, 这种汇率制度被称为法定汇率制度。法定汇率制度的本质是“事前”确定的, 因此法定汇率制度也称为事前汇率制度。90 年代之前学者对 IMF 公布的汇率制度类别没有什么争论。1998 年金融危机的发生导致许多国家放弃原来的汇率制度, 1999 年欧元成立, 欧盟国家的汇率制度变为固定汇率制度, 汇率制度的频繁变化引起了学者研究的兴趣。在此同时, [1] [2] 这两篇论文发现一国宣布的汇率制度与汇率实际表现往往不同。[1] 发现宣布固定汇率制度的国家, 实际汇率并不固定, 维持汇率固定时间超过 5 年的国家非常少; [2] 发现宣布浮动的国家害怕浮动, 实际当中货币当局经常干预市场, 实际汇率表现的比较稳定。这两篇论文影响非常大, 许多学者开始根据汇率的实际表现对汇率制度进行重新分类。1999 年开始 IMF 也开始参考一国汇率的实际表现, 而不仅仅根据一国的声明来确定该国的汇率制度类别。根据一国实际汇率表现划分的汇率制度称为事实汇率制度或事后汇率制度。

2. 为什么法定汇率制度与事实汇率制度不同

为什么一国实际的汇率表现会与宣称的汇率制度不一致呢? 下面分三种情况进行总结。

学者对宣布浮动汇率制度但是实际采取比较固定的汇率制度给出了比较丰富的解释。[3] 认为在浮动汇率制下, 政府有干预市场的冲动。因为名义汇率与通货膨胀密切关联, 实际汇率与一国国内福利, 资源分配甚至是政治利益有关系。因此一旦汇率浮动, 政府可能会通过利率调整或直接在外汇市场买卖进行干预。例如加拿大根据一个指数来调整货币政策, 该指数与汇率和利率有关, 从而通过汇率途径对货币政策产生影响。[4] 认为贬值可能导致糟糕的对外收支账户, 对通货膨胀产生压力, 对贸易和 FDI 产生不利影响。升值可能导致“荷兰病”和阻碍贸易部分的增长。因此宣布浮动的国家实际上经常干预外汇市场以维持汇率的稳定。[5] 认为汇率政策对未来结果给出一定的承诺, 宣布爬行盯住和自由浮动时, 经济体作出不一样的反映。由于金融市场一体化, 爬行盯住变的不具持续性, 不太可行。意识到这一点, 央行在第一时间就避免作出这样的承诺。宣布一个更浮动的汇率制度, 但是同时央行可能认为维持汇率稳定有益于经济发展, 因此实际中会干预市场以维持汇率的稳定。[6] 发现货币风险溢价对频繁干预的市场明显比较低, 因为实际汇率波动率高可以降低一国信用度, 增加一国借贷成本。一国政府会通过干预外汇市场, 降低汇率波动, 来降低借贷成本。[7] 认为宣布浮动汇率制度是对外给出信号, 表明冲击来临时, 本国央行不会放弃干预市场的权力, 可以震慑国际游资, 争取了主动权, 在金融危机的时候有利于本国经济, 避免固定汇率制度安排下, 无法维持固定汇率水平, 丧失央行的信用。[8] 表达了与[7] 类似的观点。对宣布浮动实际固定的国家, 作者认为经济会受到异常因素的干扰, 这时汇率波动作出反映是正常的, 如果事前固定汇率, 那么会对汇率的自然调整带来阻碍, 容易带来投机资本的冲击。一个更“浮动”的类别可以给市场一种信号, 政府错误维持一种不可持续的固定汇率的概率低, 也因此降低投机冲击。另外[8] 还提出虽然固定和浮动汇率制度各有优缺点, 但是市场可能存在自己的偏好, 因为近期一些金融危机发生在固定汇率制度国家, 市场更偏好浮动的汇率制度。导致一国宣布更浮动的汇率制度但是实际维持比较固定的汇率制度。[9] 研究了法定汇率制度与事实汇率制度的不一致对一国经济增长的影响, 研究发现汇率制度宣称浮动制度但是实际采用固定制度的国家其经济增长率比宣布固定实际固定的国家高 33%。

对于宣布固定汇率制度但实际当中采取浮动汇率制度的解释比较少。[8]对宣布固定实际浮动也给出了解释，作者认为市场并不总是能够有效区分“言”和“行”。当政府转向更浮动的汇率制度时，为了传达他们改进宏观政策的信号，他们仍然坚持声明自己是固定汇率制度。[10]提出“害怕盯住”或者更严格的说“无法盯住”的论点。他们使用[11]确定的事后分类的汇率制度减去 IMF 给出的法定汇率制度，如果 $RR-IMF$ 大于 0 说明是事前固定/事后浮动，反之说明事前浮动/事后固定。通过建立 logit 模型，发现管理质量高的国家有能力实现承诺，维持汇率稳定。而管理质量低的国家，由于宏观政策的缺陷导致宏观经济不稳定，通货膨胀率高会导致汇率的波动，债务与 GDP 比率高会导致一次性汇率的大幅贬值。政府信用不高的国家经常无法维持固定的汇率。

实际上，比较发达的国家实际汇率制度与宣称的汇率制度往往比较一致，可能是因为它的货币政策可信性和有效性有制度保障，发展中国家在国家治理当中货币政策可信性和有效性没有制度的保障，因此为了引导预期和实际操作中灵活应对外部冲击，宣布的汇率制度与实际执行的汇率制度经常不同。随着管理水平的提高，汇率制度虚报的可能会降低。另外我们认为汇率制度要与一国的经济综合状况相适应，并不是一成不变的，原来是浮动汇率制度可以变成固定汇率制度，原来的固定汇率制度可以变成浮动汇率制度，在经济基础发生变化时，正式宣布汇率制度改变通常滞后于汇率的实际表现，因此导致宣布的汇率制度与实际汇率表现不一致。

3. 法定汇率制度与事实汇率制度的优缺点

法定汇率制度由于存在言行不一的缺陷，近年来逐渐被事实汇率制度取代，但是法定汇率制度仍然具有存在的必要，而事实汇率制度也并不是没有任何缺陷。下面对法定汇率制度和事实汇率制度的优缺点进行总结。

3.1. 法定汇率制度优缺点

如前所述，法定汇率制度的缺点是言行不一，法定汇率制度的优点是可以有效引导预期。现代宏观经济学理论认为，预期在经济生活中起着重要的作用。政府政策意图的有效传达对于公众预期的形成以及最终的经济活动水平会产生重大的影响。固定汇率制度指汇率相对于某参照国家的货币或商品维持不变的平价，或者在非常窄的事先宣布的区间中波动。宣布执行固定汇率制度意味着该国的央行有义务维持平价，在必要的时候通过货币政策来保证名义汇率不变。在浮动汇率制度下，央行不具有这项义务。IMF 公布的汇率制度是政府对汇率政策的承诺。这一宣称对私人部门的预期的形成提供信息。尽管我们不能说政府每一次汇率政策的宣示都是刻意要造成某种预期，然后达到某种经济后果，但是历史经验表明，通过汇率政策的宣布从而试图影响经济运行的事例大量存在。在经历高通货膨胀的许多国家，政府往往首先宣布基于汇率的稳定政策，然后将经济从高通货膨胀中导出。[12]发现法定汇率制度确实传递一些信息，法定浮动/事实固定国家汇率波动幅度大于法定浮动/事实浮动和法定固定/事实固定国家，说明言行一致的国家具有更低的汇率波动率。

3.2. 事实汇率制度的优缺点

当一国实际执行的汇率制度与其宣称的汇率制度不一致的时候，只根据政府的宣称来确定汇率制度会导致错误的结果，为了避免法定汇率制度的缺陷才提出了事实汇率制度。事实汇率制度的优点主要是根据“事实”而不是“声明”确定汇率制度。尽管事实汇率制度可以体现汇率的实际表现，但是事实分类也并不是没有问题。总结下来事实汇率制度有四方面的缺陷：

- 1) 平稳的汇率不是汇率制度目标而是货币政策的结果

假设两个国家遵循类似的货币政策，即有类似的通货膨胀率目标，中期目标是控制短期利率，由于金融和经济全球一体化，市场对两个国家之间汇率的预测会保持不变，因此事后的汇率会非常稳定。但是中央银行并没有把维持汇率稳定做为目标，稳定的汇率只是货币政策的结果之一。这种情况下，事后固定汇率制度，就不能反映汇率制度是自由浮动的本质。随着更多的国家使用相同的通货膨胀率目标，使用相似的操作过程，如果使用类似货币政策则两国之间的汇率稳定，那么根据汇率行为来分类而不是根据央行的声明，就会带来误导。

2) 事后分类汇率制度具有向后看的本质

法定汇率制度可以传递未来政策的意向。传递未来信息可能是关于汇率制度效果的核心内容，而事后汇率制度根据汇率实际行为分类只能反映过去的信息。

3) 事后汇率制度存在概念和实际计算的困难。

① 概念上的缺陷

汇率缺乏波动可能是因为经济缺乏冲击也可能是因为对外汇市场干预的结果，只有后者才反映制度特征。另外许多经济政策都对汇率产生效果，例如通货膨胀率目标会导致汇率的平稳，这并不是汇率政策的目标。例如对于小型开放以通货膨胀率为锚的国家，当经济受到名义冲击时，由于小型开放国家汇率对国内价格影响显著，因此可能干预市场保持汇率的平稳以达到控制通货膨胀率的目标。

由于各国条件不同，很难从汇率行为推测汇率政策。例如一个小型开放经济采取自由浮动的汇率制度，出口占总体经济比率很小，可能汇率波动幅度比较大；而一个同样采取自由浮动汇率制度的大国，经济多样化，可能汇率浮动比较小。根据实际汇率表现可能把小国准确归为浮动，而把大国归为固定。[5]发现瑞士的汇率制度就是一例，瑞士国民银行宣称该国实行的是自由浮动体制，而且许多观察者认为这种说法也是合情合理的，但是依据瑞士法郎对德国马克或欧元的实际的汇率走势，该国实施的就是某种缺少弹性的汇率制度。根据 RR 分类法，从 1981 年 9 月至 2001 年底，瑞士的汇率制度是幅度小于或等于 $\pm 2\%$ 的事实上的爬行带，但是这种分类与瑞士的货币政策产生矛盾。

[13]认为较大的汇率波动并不意味着是浮动汇率制度，因为固定汇率制度下，如果汇率发生一次性的大幅贬值或升值会得到较大的汇率波动率。[14]认为由于宏观经济非平稳导致高通货膨胀情况下，汇率频繁贬值，把这样的汇率制度归为浮动，中间或固定都不合适，这会把宏观波动错误的归咎于汇率制度。[14]认为研究汇率制度与长期宏观经济的关系，事后分类的汇率制度应该识别长期制度，而不是短期模式。LYS 法可能潜在的报告了大量汇率制度的变化但实际上是由于指数短周期波动带来的变化。RR 法把一次性汇率调整仍然定义为盯住，可能人为地增加了汇率制度持续长度。

② 实际计算的困难

原则上可以通过控制国家的特征来识别汇率制度。例如增加外汇储备或利率的信息来进行事后分类，但是实际上存在困难。对于利率数据，许多发展中国家是由政府确定的，反映的并不是市场出清利率，并且获得多个国家一致的截面数据非常困难。使用外汇储备变量也存在很大的缺陷，[14]认为随着汇率远期，互换和各种表外业务的发展，外汇储备反映的信息越来越少，并且央行外汇储备的变化，特别在低收入国家受许多其它因素影响，例如偿还外债，购买石油等，这些与在外汇市场进行干预没有任何关系，但是都会导致外汇储备的变化。在[15]分类方法中，一国政府对外汇市场的干预程度是用国际储备的波动性指标来反映的，但是在较不发达的国家，外汇市场较小或较浅，政府干预是以行政性的外汇控制和管制进行管理，或者通过道德劝说。因此当局并不是通过外汇市场的买卖来影响汇率时，国际储备的波动性指标就无法反映干预的程度。

4) 事后汇率制度没有统一分类结果，不同分类之间相关性低

学者根据自己的角度，使用不同的样本区间，不同的国家对汇率制度进行事后分类，分类的结果差

异非常大,并且相互之间相关系数非常低。特别是事后分类除了论文发表时公布一次对汇率制度的分类,此后基本没有再更新数据,只有RR分类法做过几次更新,目前最新的数据只更新到2016年,并且他们不是每年都更新,而是过几年更新一次,限制了在实际当中的使用。目前仍然只有IMF每年更新数据。

4. 结论

总之,法定汇率制度的缺陷是如果实际实行的汇率政策与宣布的汇率政策不一致,那么错误的法定汇率制度分类会导致研究结果失效。而事实分类法是基于汇率或其他变量的实际表现进行汇率制度的分类,本质上是向后看的,不能引导预期,另外事后汇率制度可能不能非常正确地反映汇率政策的意图。不管事前分类还是事后分类都有各自的优缺点,都反映了汇率政策的某一方面,因此在研究中建议综合使用法定和事实汇率制度的分类信息。

参考文献

- [1] Obstfeld, M. and Rogoff, K. (1995) The Mirage of Fixed Exchange Rates. *Journal of Economic Perspectives*, **9**, 73-96. <https://doi.org/10.1257/jep.9.4.73>
- [2] Calvo, G. and Reinhart, C. (2002) Fear of Floating. *Quarterly Journal of Economics*, **117**, 379-408. <https://doi.org/10.1162/003355302753650274>
- [3] Fischer, S. (2001) Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? Distinguished Lecture on Economics in Government. *Journal of Economic Perspectives*, **15**, 3-24. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.3>
- [4] Hausmann, R., Panizza, U. and Stein, E. (2001) Why Do Countries Float the Way They Float? *Journal of Development Economics*, **66**, 387-414. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(01\)00168-7](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(01)00168-7)
- [5] Genberg, H. and Swoboda, A.K. (2005) Exchange Rate Regimes: Does What Countries Say Matter? IMF Staff Paper, 52.
- [6] de los Rios, D. (2007) Exchange Rate Regimes, Globalization, and the Cost of Capital in Emerging Markets. Bank of Canada Staff Working Papers, 7-29.
- [7] 徐婧. 汇率制度虚报与中国的选择[J]. 时间经济研究, 2011(9): 32-35+70.
- [8] Barajas, A., Erickson, L. and Steiner, R. (2008) Fear of Declaring: Do Markets Care What Countries Say about Their Exchange Rate Policies. *IMF Staff Papers*, **55**, 445-480. <https://doi.org/10.1057/imfsp.2008.14>
- [9] Dubas, J.M., Lee, B.J. and Mark, N.C. (2010) A Multinomial Logit Approach to Exchange Rate Policy Classification with an Application to Growth. *Journal of Money and Finance*, **29**, 1438-1462. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2010.03.010>
- [10] Alesina, A. and Wagner, A.F. (2006) Choosing (and Reneging on) Exchange Rate Regimes. *Journal of the EEA*, **4**, 770-799. <https://doi.org/10.1162/JEEA.2006.4.4.770>
- [11] Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. (2004) The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation. *Quarterly Journal of Economics*, **119**, 1-48. <https://doi.org/10.1162/003355304772839515>
- [12] Carrera, J. and Vuletin, G. (2013) The Effects of Alternative Exchange Rate Regimes on Real Exchange Rate Volatility: Evidence Based on a New Dataset. *Contemporary Economic Policy*, **31**, 212-234. <https://doi.org/10.1111/j.1465-7287.2011.00289.x>
- [13] Bubula, A. Ötoker-Robe, I. (2002) The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from De Facto Policies. IMF Working Paper, 155. <https://doi.org/10.2139/ssrn.404880>
- [14] Rogoff, K., Husain, A., Mody, A., Brooks, R. and Oomes, N. (2003) Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes. IMF Working Paper, 243. <https://doi.org/10.5089/9781451875843.001>
- [15] Levy-Yeyati, E. and Sturzenegger, F. (2005) Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words. *European Economic Review*, **49**, 1603-1635. <https://doi.org/10.1016/j.eurocorev.2004.01.001>