

货币危机的政治经济学 解释：文献评述^{*}

丁 斗

【内容提要】 作者从文献的角度对货币危机的政治经济学解释做了一次比较全面的梳理,从中可以看出国际金融政治经济学的研究特点和思维方式。在理论构建上,政治经济学的学者们完全沿用了经济学模型中的不完全信息和动态博弈论,引入了预期的形成以及市场交易者和政府之间的战略互动,从而成功地把各种政治和经济变量纳入到一个模型之内。他们的贡献是,把政治变量引入到市场交易者和政府的预期形成中,强调了政治变量以及作为一种信息的政治变量在市场交易者和政府预期中的作用或者地位,并强调了政治变量在市场交易者和政府之间战略互动或动态博弈过程中的作用,从而更好地解释了货币危机的原因,提高了预测货币危机的准确性。在实证研究上,政治经济学通过预期效用函数、战略概率模型等方式,较为成功地实现了对政治因素这个分类变量的模型化,较好地实现了对政治因素的量化分析。

【关键词】 货币危机;政治经济学

【作者简介】 丁斗,北京大学国际关系学院副教授,博士。(北京 邮编:100871)

【中图分类号】 D80 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1006-9550(2011)01-0046-13

^{*} 感谢《世界经济与政治》杂志匿名评审专家提出的修改意见和建议。文中若有不妥之处,敬请指正。

国际政治经济学在国际金融领域的研究尚处于初出茅庐的问题研究阶段。它的研究焦点问题是货币危机,其所展现出来的理论架构、实证分析以及方法论,集中表现了国际金融政治经济学的研究特点和思维方式。本文对货币危机的政治经济学文献进行梳理,并予以评价,希冀管窥一斑。

自20世纪70年代初期钉住汇率的布雷顿森林体系崩溃以来,许多发达国家和发展中国家仍然使用钉住汇率制(exchange rate peg),以稳定的汇率作为国内货币的“锚”。然而,实行钉住汇率制的国家容易受到市场投机者的投机冲击(speculative attacks),进而引发了以钉住汇率制瓦解、货币持续性贬值为特点的货币危机,并导致整个金融体系的紊乱和崩溃。自70年代中期以来,多次爆发了以货币危机为开端的金融危机或紊乱:70年代中期至80年代初期的拉丁美洲国家货币危机、80年代初期的拉丁美洲债务危机、1992-1993年的欧洲货币体系危机或英镑危机、1994年的墨西哥比索危机、1997年的东亚金融危机、1998-1999年的巴西货币危机等。2008年始于美国次级债券贷款问题的全球金融危机造成了全球货币汇率体系的极大紊乱,至今没有平息的迹象;2010年年初的希腊债务危机就被视为投机者在希腊进行货币投机的结果。

本文的结构分为四个部分:第一部分阐述货币危机的经济学解释,即三代经济学模型,这三代模型无论在理论框架还是在实证研究上,都对货币危机的政治经济学解释具有极大的启蒙意义。第二部分阐述货币危机政治经济学解释的理论框架,政治经济学是如何把政治变量引入到分析货币危机的框架之中的。第三部分阐述货币危机政治经济学解释的实证研究,从量化维度上来理解政治经济学对货币危机的分析。第四部分是评价与展望,对国际金融政治经济学的研究特点和不足之处进行概括性的总结。

一 货币危机的经济学解释:三代经济学模型

货币危机的第一代经济学模型建立在对20世纪70年代中期至80年代初期拉丁美洲一些国家货币危机和债务危机的观察上,其代表性人物是保罗·克鲁格曼(Paul Krugman)、罗伯特·弗勒德(Robert P. Flood)、彼得·加伯(Peter M. Garber)等人。^①

^① Paul Krugman, "A Model of Balance of Payment Crises," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, No. 3, 1979, pp. 311-325; Robert P. Flood and Peter M. Garber, "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples," *Journal of International Economics*, Vol. 17, No. 1-2, 1984, pp. 1-13.

第一代货币危机模型关注于国家的宏观经济基础(economical fundamentals),认为当一国宏观经济基础恶化到与该国钉住汇率不相一致的水平时,该国就会发生汇率危机。在危机发生之前,该国一般会进行经济扩张,从而表现为较大数量的财政赤字,而财政赤字的货币化会造成货币供给的增加;在钉住汇率下,当一国货币供给持续快于货币需求时,外汇储备会持续下降,在市场上表现为影子汇率大于钉住汇率,于是货币投机者可以在外汇储备下降到某一临界点时发起攻击,最终造成钉住汇率的崩溃,该国汇率可以一直贬值到影子汇率等于官方汇率的均衡水平。第一代货币危机的模型有一个重要假定,即信息是完全的,市场投机者可以知道国家宏观经济基础和政府政策的信息以及政府在外汇储备下降到什么临界点时不再捍卫钉住汇率的信息。基于此,货币危机被认为是可以预测的。

第一代货币危机模型对于财政赤字和公共债务诱发的货币危机提供了较好的解释,但却难以解释20世纪90年代发生的英镑危机和墨西哥比索危机,其原因在于当时这些国家虽然具备良好的宏观经济基础和适当的外汇储备,但在市场投机者的攻击下其钉住汇率却崩溃了。于是,第二代货币危机的经济学模型应运而生,其代表性人物是莫里斯·奥布斯特菲尔德(Maurice Obstfeld)。^①这一模型引入了博弈论的方法论,用市场(交易者或者投机者)“预期”的概念连接了市场交易者和政府之间的动态博弈关系,从而把货币危机解释为市场对政府是否捍卫钉住汇率行为进行预期的一个结果,于是,市场交易者的行为不再是静态的而是动态的过程。“自我实施(self-fulfilling crisis)”和“多重均衡(multiple equilibria)”是这一模型的核心概念。一国政府的钉住汇率体制面临着不一致的多重政策目标,因而会有多重均衡;政府既有捍卫汇率稳定的动机,也有放弃汇率稳定的动机,这两个政策目标的不一致性决定了市场交易者的不确定预期。市场交易者如果预期到政府会贬值或放弃钉住汇率,就会寻求尽快将国内货币兑换为外国货币;如果大量的本国货币被兑换,该国中央银行就会逐渐用尽外汇储备,从而被迫贬值或放弃钉住汇率,于是货币危机就“自我实施”了。奥布斯特菲尔德仍然重视宏观经济基础的情况,而另一些第二代货币危机模型的学者则认为货币危机与宏观经济基础无关,市场的投机行为即可造成货币危机。第二代货币危机模型的亮点在于不完全信息条件下的预期形成,市场交易者根据不完全信息来形成他们的政策预期,这种预期肯定具有一定的有偏性,而这种有偏性的不断累积会促成货

^① Maurice Obstfeld, "The Logic of Currency Crises," in Barry Eichengreen, Jeffrey Frieden, and Jurgen von Hagen, eds., *Monetary and Fiscal Policy in an Integrated Europe*, London: Springer Verlag, 1995; Maurice Obstfeld, "Models of Currency Crisis with Self-fulfilling Features," *European Economic Review*, Vol. 40, No. 3-5, 1996, pp. 1037-1047.

币危机的发生。在不完全信息的条件下,市场投机者的预期是不确定的,基于此,货币危机被认为是不可预测的。

1997年的亚洲金融危机催生了第三代货币危机的经济学模型,其代表性人物是保罗·克鲁格曼、詹卡洛·柯塞蒂(Giancarlo Corsetti)与其合作者罗伯特·张(Robert Chang)和安德烈斯·维拉斯科(Andres Velasco)、迈克尔·多利(Michael P. Dooley)。^①该模型关注于国际金融市场的缺陷和发展中国家的道德风险问题。由于金融市场的结构性缺陷以及借款机构或国家的道德风险,容易形成过度投资和金融泡沫,从而诱发货币危机。第三代货币危机的经济学模型并不存在一个统一的分析范式,理论上也不成熟,以至于很多经典文献仅仅提及了第一代和第二代货币危机模型,而忽略了第三代货币危机模型。在方法论上,第三代货币危机模型沿袭了第二代货币危机模型,继续引用动态的博弈论和不完全信息,强调多重均衡的存在,强调市场交易者在不完全信息条件下的预期形成,强调市场交易者和政府之间的战略互动。

根据三代货币危机经济学模型的理论维度,西方经济学学者们做出了大量的实证研究。其中对政治经济学学者们影响较大的一项实证研究是FR概率模型。1996年,杰弗里·弗兰克尔(Jeffrey Frankel)和安德鲁·罗斯(Andrew K. Rose)以100个发展中国家在1971-1992年发生的货币危机为样本,建立了可以估计货币危机发生可能性的概率模型(probit model)。^②这一模型把货币危机作为虚拟因变量,把国内生产总值(GDP)增长率、国外利率、国内信贷增长率、政府预算赤字/GDP比率和经济开放程度等作为自变量(即货币危机的引发因素),用所有自变量的联合概率分布来衡量货币危机发生的概率。这一概率模型的结论是:当GDP增长缓慢、国外利率较高、国内信贷增长率较快、外国直接投资占总债务的比例较低时,货币危机发生的概率增加。

笔者认为,三代货币危机尤其是第二代和第三代货币危机经济学模型对于货币危机的政治经济学解释具有极大的启蒙意义。在本文的第四部分,笔者将予以阐述。

^① Paul Krugman, "Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises," in Peter Isard, Assaf Razin, Andrew K. Rose, eds., *International Finance and International Crises*, Washington, D. C.: International Monetary Fund, 1999; Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti, Nouriel Roubini, "Paper Tigers: A Model of the Asian Crisis," *European Economic Review*, Vol. 43, No. 7, 1999, pp. 1211-1236; Robert Chang, Andres Velasco, "Financial Fragility and the Exchange Rate Regime," NBER Working Paper, No. 7272, 1999; Michael P. Dooley, "A Model of Crises in Emerging Markets," NBER Working Paper, No. 6300, 1997.

^② Jeffrey Frankel and Andrew Rose, "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment," *Journal of International Economics*, Vol. 41, No. 3-4, 1996, pp. 351-366.

二 引入政治变量后的理论架构

探讨市场投机者和政府之间互动关系的先驱学者是斯蒂芬·萨伦特(Stephen W. Salant)和戴尔·亨德森(Dale W. Henderson)。^①早在1978年黄金价格攀升至历史新高时,他们认为,由于市场投机者对政府黄金库存量的预期,并采取相应的投机攻击,政府抛售库存黄金并不能阻止黄金价格的攀升;进而推之,政府通过抛售库存来维持价格的行为必然会导致投机者的投机攻击。他们通过建立数学模型阐述了这个观点。在这里,投机者对政府政策的预期对于黄金价格的变化起到了关键性的作用。

把政治变量正式引入到货币危机或投机攻击分析的学者是巴里·艾肯格林(Barry Eichengreen)和他的合作者安德鲁·罗斯、查尔斯·维普洛斯(Charles Wyplosz)、伯纳德·杜马(Bernard Dumas)和阿克塞尔·韦伯(Axel Weber),他们在1995年合作发表了《外汇市场的大混乱:投机攻击的前因后果》(Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks)一文,开创了国际金融的政治经济学解释的先河。^②在这篇论文中,他们把选举时机、政府更迭、政党党派等政治变量引入到引发货币危机的因素分析(包括经济因素和政治因素)中,建立并估算了多项概率模型,对所有数据进行了系统性的分析。他们得出结论认为,如果市场交易者相信政府不会采取强硬措施来抵制投机攻击,那么投机攻击就具有自我实施的特征。在下列经济和政治条件下,政府被相信不会采取强硬的抵制措施:经济萧条、高失业率、刚刚结束或即将开始的选举时机、财政领导人的弱势地位等。

戴维·莱布隆格(David Leblang)和威廉·伯恩哈德(William Bernhard)对国际金融的政治经济学解释做出了重要贡献,他们两人合写的^③以及莱布隆格单写

① Stephen Salant, and Dale Henderson, "Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold," *The Journal of Political Economy*, Vol. 86, No. 4, 1978, pp. 627-648.

② Barry Eichengreen, Andrew K. Rose, Charles Wyplosz, Bernard Dumas, and Axel Weber, "Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks," *Economic Policy*, Vol. 10, No. 21, 1995, pp. 249-312.

③ William Bernhard and David Leblang, "Cabinet Collapses and Currency Crashes," *Political Research Quarterly*, Vol. 61, No. 3, 2008, pp. 517-531; William Bernhard and David Leblang, "Democratic Processes, Political Risk, and Foreign Exchange Markets," *American Journal of Political Science*, Vol. 46, No. 2, 2002, pp. 316-333; William Bernhard and David Leblang, "The Political of Speculative Attacks in Industrial Democracies," *International Organization*, Vol. 54, No. 2, 2000, pp. 291-324; William Bernhard and David Leblang, "Democratic Institutions and Exchange-Rate Commitments," *International Organization*, Vol. 54, No. 1, 1999, pp. 71-97.

的^①乃至他与其他合作者合写的^②一系列论文都极大地提升了这一领域的研究水平,其中代表性的论文是莱布隆格在2003年发表的《捍卫还是放弃钉住汇率:外汇政策的政治经济学》(To Devalue or to defend? The Political Economy of Exchange Rate Policy)一文以及2008年他与申克·萨提亚纳斯(Shanker Satyanath)发表的论文《政治不确定性与货币危机:理论、检验与预测》(Politically Generated Uncertainty and Currency Crises: Theory, Tests, and Forecasts)。^③本文介绍的国际金融的政治经济学解释将主要依据这一系列论文展开。

在政治经济学的学者们看来,上述三代货币危机经济学模型的解释力是不够的,因为它们“忽略了或者过于简化了决策者和政治机构的作用。第一代模型中的政府并没有试图做到:(1)改变它们不一致的政策;(2)借入外汇储备;(3)寻求其他捍卫钉住汇率的政策。当面临外部经济冲击时,假定政府消极无为是不现实的,而且假定政府整齐划一而忽略选举和制度等因素,也是不正确的。第二代模型也好不到哪里去。从中央银行外汇储备充分和没有外汇投机行为的一种均衡转移到外汇储备严重不足,必然造成货币贬值的另一种均衡,究竟是什么因素导致了这种转移?如果这是政府的名誉(credibility)发生了改变,那么又是什么原因引起了这种改变?”^④

于是,在政治经济学学者们的眼里,政府(决策者和政治机构)不再是消极无为的被动角色,而是积极有为的主动角色。政府通过对信息的预期而发生相应的行动,从而能够发挥主动作用。信息(对信息的处理)产生预期、预期产生行为、行为产生结果,在这个过程中,可见预期的重要性。

对于政府的主动角色,国际金融政治经济学的分析可分为两个层次。

第一个分析层次是市场投机者对政府行为和声誉的预期,即市场交易者根据影响政府行为和声誉的政治信息进行处理、形成预期,并据此做出是否进行投机性攻击的

① David Leblang, "To Devalue or to Defend? The Political Economy of Exchange Rate Policy," *International Studies Quarterly*, Vol. 47, No. 4, 2003, pp. 538-541; David Leblang, "The Political Economy of Speculative Attacks in the Developing World," *International Studies Quarterly*, Vol. 46, No. 1, 2002, pp. 69-91.

② David Leblang, and Shanker Satyanath, "Politically Generated Uncertainty and Currency Crises: Theory, Tests, and Forecasts," *Journal of International Money and Finance*, No. 27, 2008, pp. 480-497; David Leblang, and Shanker Satyanath, "Institutions, Expectations, and Currency Crises," *International Organization*, Vol. 60, No. 1, 2006, pp. 245-262.

③ David Leblang, "To Devalue or to Defend? The Political Economy of Exchange Rate Policy," pp. 538-541; David Leblang, and Shanker Satyanath, "Politically Generated Uncertainty and Currency Crises: Theory, Tests, and Forecasts," *Journal of International Money and Finance*, No. 27, 2008, pp. 480-497.

④ David Leblang, "The Political Economy of Speculative Attacks in the Developing World," *International Studies Quarterly*, Vol. 46, No. 1, 2002, p. 72.

判断。“如果投机者不确定政府的名义汇率承诺,他们就可能会出售其持有的国内货币,从而迫使汇率贬值。同样,如果投机者不确定政府政策的未来走向,投机者也会有类似的动机。那么接下来的问题就是国内和国外的投机者使用什么样的信息来评估政府目标?”^①于是,市场投机者选用什么样的政治信息来作为评估政府或者政府行为的依据,就成为政治经济学考虑的首要问题。

政治经济学选用这个政治信息框子时,并非无的放矢,而是沿用了政治学文献的研究成果,主要包括政治商业周期论和政党党派行为论。

政治商业周期论^②认为,政治家关心再次当选,而选民则根据经济情况来判断现任政府的好坏。因此,在选举之前的时期,现任政府总是寻求扩张性经济政策来刺激经济,以提高连任的可能性;而在选举之后的时期,政府又不得不紧缩开支、抑制通货膨胀。

很多人发现,在选举前后的时机,货币投机行为的概率确实增加了。“导致总统、总理或执政联盟发生变化的选举产生了不确定性,因为新政府可能具有与现任政府不同的政策目标。即使选举没有导致领导人的更迭,重新当选的现任领导人的偏好也许也会发生变化,这归因于制度、社会和/或政治等因素的限制。这种政策上的不确定性导致了投机行为。”^③

政党党派行为论^④认为,左翼政党更重视就业和收入分配,而右翼政党更关注反通货膨胀和保持物价稳定,因而左翼政党比右翼政党更不愿意维护钉住汇率。于是,如果市场投机者预计到选举会产生左翼政党政府、新的政府政策会向左偏移,那么投机者发动货币攻击的可能性就会增加。

政治经济学学者进行了这样的理论推定,如果汇率贬值在选举之后时期更可能发生的信息广为人知,那么具有理性预期投机者就会提前采取行动。既然预期到汇率在选举之后时期贬值,投机者就会在选举之前出售其持有的国内货币。假如大多数投机者都以同样的方式出售国内货币,那么货币危机就会以第二代货币危机模型描述的方

① David Leblang, “The Political Economy of Speculative Attacks in the Developing World,” *International Studies Quarterly*, Vol. 46, No. 1, 2002, p. 72.

② William D. Nordhaus, “The Political Business Cycle,” *Review of Economics Studies*, Vol. 42, No. 2, 1975, pp. 169–190; Alberto Alesina, Nouriel Roubini, and Gerald D. Cohen, *Political Cycles and the Macro-economy*, Cambridge: MIT Press, 1997.

③ David Leblang, “The Political Economy of Speculative Attacks in the Developing World,” p. 73.

④ Douglas Hibbs, *The American Political Economy: Macroeconomics and Electoral Politics*, Cambridge: Harvard University Press, 1987; Alberto Alesina, “Politics and Business Cycles in Industrial Democracies,” *Economic Policy*, Vol. 4, No. 8, 1989, pp. 55–89.

式在选举之前的时期发生。

对于政府的主动角色,政治经济学的第二个分析层次是政府对政治制度、选举、政党等政治信息的理解和处理,以决定捍卫还是放弃钉住汇率。在现实生活中,并不是所有的投机攻击都导致汇率贬值,这就表明,在一些情况下,政府有“意愿”并且有“能力”捍卫钉住汇率。究竟什么因素导致了一些政府选择捍卫钉住汇率、而另一些政府选择放弃钉住汇率?尽管经济学给出了一些解释,但政治经济学认为,政治制度、选举、政党等变量构成的政治因素以及其他变量构成的经济因素一起,决定了政府面临投机攻击时是否选择捍卫钉住汇率的“意愿和能力”。

莱布隆格认为,此时政府或政府捍卫钉住汇率的“意愿”是一系列政治因素的函数,主要包括选举时机、选民利益和政党制度,而此时政府或政府的“能力”是一系列经济因素的函数,主要包括外汇储备、利率政策、资本控制和政策决断力。就选举时机而言,在选举之前,政府面临投机攻击时更有意愿捍卫钉住汇率,因为汇率贬值会损害它的声誉;而在选举之后,新政府更有意愿立即放弃钉住汇率,因为贬值的责任在于前任政府。就选民利益而言,在出口依赖性比较高的国家里,政府面临投机攻击时更有意愿放弃钉住汇率,因为贬值有利于出口部门的利益。就政党制度而言,由于左翼政党更重视就业和收入分配的信息广为人知,因此左翼政党在国际资本市场上具有较弱的声誉,资本外逃的风险较大,于是在面临投机攻击时,左翼政党政府比右翼政党政府更有意愿捍卫钉住汇率。^①

对于政治变量的选取,市场可以预期的政治变量在成熟民主国家和新兴民主国家之间应该有所不同。祖德·海斯(Jude C. Hays)与其合作者在研究印度尼西亚、菲律宾、泰国和韩国四国的外汇市场波动与政治变量之间关系的论文^②中表明,新兴民主国家影响汇率的因素不同于成熟的民主国家,即不存在一个适用于解释所有国家外汇市场波动的政治变量。

剖析了市场投机者和政府各自对政治信息的预期之后,政治经济学终于可以构建解释货币危机的理论框架,即货币危机是政府和市场投机者在不确定条件下战略互动的结果,而不确定条件是由不完全信息所决定的,市场投机者和政府各自根据不完全的政治和经济信息进行处理,形成预期,并进行相应的行动。

① David Leblang, “To Devalue or to Defend? The Political Economy of Exchange Rate Policy,” pp. 538-541.

② Jude C. Hays, John R. Freeman, and Hans Nesseseth, “Exchange Rate Volatility and Democratization in Emerging Market Countries,” *International Studies Quarterly*, Vol. 47, No. 2, 2003, pp. 203-228.

如果没有引入政府在选举之前时期更有意愿捍卫钉住汇率的预期,那么投机者的理性预期会促使他们在选举之前时期进行投机攻击。在选举之前时期,政府面对投机攻击时一般会采用一系列手段(包括借入外汇储备、提高利率、实施资本控制)来捍卫钉住汇率。预期到这个信息后,市场投机者就会选择在选举之前时期不进行投机攻击。

伯恩哈德和莱布隆格在《政府垮台与货币危机》(Cabinet Collapses and Currency Crashes)一文中深入探讨了政府更迭与货币危机之间的战略互动关系,强调了预期的关键作用,认为“投机攻击的预期能够影响政府更迭的主要方式,而不同具体方式的政府更迭的可能性又能够影响投机攻击的可能性”。^①

市场投机者和政府在战略互动的博弈过程中都有两个选择,市场投机者有进行投机攻击或者不进行投机攻击的替代性选择,同样,政府也有在投机攻击情况下捍卫或者放弃钉住汇率的替代性选择。因此,博弈有以下三种均衡结果:(1)投机者不进行投机攻击,政府同时维持钉住汇率;(2)市场投机者进行投机攻击,政府采取捍卫钉住汇率的措施,继续维持汇率稳定;(3)市场投机者进行投机攻击,政府采取货币贬值。它们之间如何进行战略互动呢?

由于博弈在不确定性中进行,市场投机者和政府都不知道对方的全部意愿和能力,因此市场交易者和政府建立自己的期望效用(expected utility,即期望收益与期望成本之间的差额)而采取行动。如果投机者的投机攻击期望效用大于维持钉住汇率现状的效用,那么投机者就会选择进行投机攻击,反之则选择不进行投机攻击。政府在面临市场的投机攻击时,如果其捍卫钉住汇率的期望效用大于货币贬值的期望效用,那么政府就会选择捍卫钉住汇率,反之则选择货币贬值。在这里,期望效用是由两个因素构成的,即各个不一致事件发生的效用和各个事件发生的概率。政治经济学把各种经济因素和政治因素作为自变量,纳入到市场投机者和政府的期望效用函数中,从而可以把政治变量纳入到政府和市场的战略互动的理论架构中。

三 实证研究:假设、建模和检验

搭建好理论框架之后,就要进行量化维度上的实证研究。

首先,设立假设。根据国际金融政治经济学关心的货币危机的具体政治变量来设立相应的假设。例如,莱布隆格和萨提亚纳斯在2008年发表的《政治不确定性与货币

^① William Bernhard, and David Leblang, “Cabinet Collapses and Currency Crashes,” *Political Research Quarterly*, Vol. 61, No. 3, 2008, p. 529.

危机:理论、检验与预测》一文中设立了两个假设:^①假设一,政府的近来更迭会增加货币危机的可能性;假设二,少数党政府会增加货币危机的可能性。莱布隆格和萨提亚纳斯在2000年发表的《工业化民主国家中投机攻击的政治学》(The Politics of Speculative Attacks in Industrial Democracies)一文中设立了三个假设:^②假设一,当政府垮台的可能性增加时,投机攻击的可能性就增加;假设二,政府解体对投机攻击的影响也是有所不同的,取决于投机者是否能够预期到政府解体。一个没有被预期到的政府解体比一个被预期到的政府解体更可以增加投机攻击的可能性;假设三,市场对政府解体的预期影响到投机攻击的可能性,取决于市场对未来政府政党党派的预期。如果政府解体更可能产生一个左翼政党而非右翼政党的未来政府,那么对政府解体的预期就会增加投机攻击的可能性。

其次,建立统计模型。正如莱布隆格和萨提亚纳斯所言:“我们对假设进行检验的实证战略是直截了当的,即把与假设相关的政治变量加入到已经建立起来的多个模型中。”^③在2006年和2008年的两篇论文中,他们直接采用经济学上三个成熟的多项概率模型,即FR概率模型(Frankel and Rose)、KSS概率模型(Kamin, Schindler and Samuel)和BF概率模型(Bussiere and Fratzscher),分别把待检验的政治变量引入到这三个概率模型中。前文对于FR概率模型已有所介绍。

因变量的选取比较容易,即分类变量“投机攻击”的发生或不发生。如何判断投机攻击的发生呢?作者采用了估计外汇市场投机压力(exchange market pressure, EMP)的一个经典公式,即 $EMP_{i,t} = \frac{\Delta s_{i,t}}{\sigma \Delta s_i} - \frac{\Delta r_{i,t}}{\sigma \Delta r_i}$ (s:对美元双边汇率;r:外汇储备;i:某国;t:特定时间)。在某一时期,当EMP大于两个标准差与平均值之和时,就可判断投机攻击发生了(取值为1),否则判断为不发生(取值为0)。^④

在《政治不确定性与货币危机》一文中,为检验两个关于政治变量的假设,莱布隆格和萨提亚纳斯把一系列经济变量(包括GDP增长率、外国利率、国内贷款增长率、经

① David Leblang, and Shanker Satyanath, “Politically Generated Uncertainty and Currency Crises: Theory, Tests, and Forecasts,” No. 27, 2008, p. 483.

② William Bernhard and David Leblang, “The Political of Speculative Attacks in Industrial Democracies,” *International Organization*, Vol. 54, No. 2, 2000, pp. 291-324.

③ David Leblang, and Shanker Satyanath, “Politically Generated Uncertainty and Currency Crises: Theory, Tests, and Forecasts,” p. 483.

④ $Speculative Attack_{i,t} = 1$ if $EMP_{it} > 2\sigma_{EMP_i} + \mu_{EMP_i}$

= 0 otherwise (σ_{EMP} 为样本中EMP的标准差; μ_{EMP} 为样本中EMP的平均数)。

常账户/GDP 比率、政府财政/GDP 比率等)与政府近来更迭、多数党政府两个政治变量分别列入上述三个概率模型中进行数据分析。统计分析结果表明,政府近来更迭、多数党政府这两个政治变量对货币危机的发生都具有统计显著性和正相关性,从而成功地检验了上述两个假设。根据 FR 概率模型从多数党政府到政府分裂的转变会提高 5% 的货币危机发生的可能性,而政府近来发生更迭会提高 4.5% 的货币危机发生的可能性。不仅如此,把政治变量纳入到 FR 概率模型中,还可以提高对货币危机发生的预测性。该论文作者发现,纳入政治变量的概率模型就比仅仅根据经济变量建立起来的概率模型的预测要准确,就 FR 概率模型而言,对样本之外的货币危机的预测率就从 26 次货币危机中的 7 次提高到 12 次。

在《捍卫还是放弃钉住汇率:外汇政策的政治经济学》一文中,莱布隆格的理论架构是市场投机者与政府之间的战略互动关系,因此其模型的构建更加复杂。为建立一个与之相称的可量化分析的实证模型,莱布隆格选择了战略互动的多项概率模型 (strategic probit model),并进行了估算。通过建立市场投机者和政府的各自的效用函数,莱布隆格把各种经济因素和政治因素等自变量纳入其中,建立了市场和政府的各自效用 (market's utility 和 government's utility) 与各项自变量之间的关系;然后通过建立市场是否进行投机攻击的预期效用 (expected utility) 函数,把市场对政府捍卫还是放弃钉住汇率的预期和与之对应的概率联系起来,即 $EU_M(A) = \rho_d U_M(\text{defense}) + \rho_d U_M(\text{devalue})$,若市场决定投机攻击的预期效用大于汇率维持现状的预期效用,投机攻击于是就发生了。在这里, $U_M(\text{defense})$ 表示市场预期政府在投机攻击发生时捍卫钉住汇率的效用, ρ_d 表示政府在投机攻击发生时捍卫钉住汇率的概率, $U_M(\text{devalue})$ 表示市场预期政府在投机攻击发生时放弃钉住汇率的效用, ρ_d 表示政府在投机攻击发生时放弃钉住汇率的概率。然后,莱布隆格又通过概率函数建立了市场或政府的行动概率与预期效用之间的函数关系,从而建立了市场或政府的行动概率与经济政治等自变量之间的函数关系。最后,由于政府和市场之间的战略互动有三种均衡结果:市场不进行投机攻击、市场进行投机攻击时政府捍卫钉住汇率、市场进行投机攻击时政府放弃钉住汇率,因此,莱布隆格通过最大似然函数建立起三种均衡结果概率之间的联系,从而把各项经济政治等自变量纳入为可以估算的最大似然函数的参数。于是,就可以通过统计分析得到各种参数(即经济因素和政治因素)对市场和政府战略互动结果的影响。莱布隆格选取了 1985-1998 年之间 90 个发展中国家的 7 240 个观测值作为样本,较好地估算了选举时机、多数党政府、政党党派等多项政治变量对均衡结果的影响。

四 评价与展望

如何理解、认识和评价上述货币危机政治经济学解释的研究成果呢?

笔者认为,从政治经济学视角来分析经济问题,自有其优势。经济学家一般忽略政治变量,而现实生活中政治因素对经济的影响无所不在。从上述对货币危机的政治经济学解释中,可明显看出政治经济学分析框架的优点和特点。

站在第二代和第三代货币危机经济学模型的肩膀上,政治经济学的学者们引入了政治变量来探寻货币危机形成的一揽子原因。在理论构建所使用的方法论上,政治经济学的学者们一脉相承,完全沿用了经济学模型中的不完全信息和动态博弈论,引入了预期的形成以及市场交易者和政府之间的战略互动,从而成功地把各种政治和经济变量纳入到一个模型之内。其贡献是,他们把政治变量引入到市场交易者和政府的预期形成中,强调了政治变量以及作为一种信息的政治变量在市场交易者和政府预期中的作用或者地位,并强调了政治变量在市场交易者和政府之间战略互动或动态博弈过程中的作用,从而更好地解释了货币危机的原因,提高了预测货币危机的准确性。

同时,在实证研究上,政治经济学通过预期效用函数、最大似然函数、多项概率模型、战略概率模型等方式,较为成功地实现了对政治因素这个分类变量的模型化,从而也较好地实现了对政治因素的量化分析。这可以说是国际金融政治经济学的亮点所在。

在市场经济中,价格是各种市场主体解释信息的综合性信号,因而它相对透明和公开。而在政治制度中,却很难发现各种政治主体解释信息的综合性信号。政府是如何综合理解和反映各种政治和经济信息呢?因此,政治制度中的综合性信号相对缺乏透明和公开。所以,市场和政府之间的互动性战略博弈就变得非常复杂,因为信息更不完全。这在一定程度上决定了政治经济学比经济学的研究难度更大。

从目前看,国际金融的政治经济学研究也有它的明显不足之处,主要表现在以下四个方面。

第一,理论的原创水平严重不足。它缺乏自己知识产权版的概念、逻辑和架构来分析国际金融的具体问题,罔顾对国际金融整体的系统性分析。

第二,缺乏对生动的现实故事的案例分析。它跳过了案例分析这个门槛,使得理论框架和实证研究缺乏有力的支撑和足够的科学性。

第三,预测货币危机的准确性不足。已有的研究成果在研究过程中也有一些瑕疵,更多地体现为事后分析(ex post analysis),而非事前分析(ex ante analysis),因此,

其预测货币危机的能力不够强,这也是国际金融政治经济学的影响力十分有限的一个重要原因。

第四,国际金融的政治经济学的学者研究队伍严重不足、青黄不接,研究现状也不容乐观。自2000年迄今,国际金融的政治经济学只断断续续地开过六次会议。^①

货币危机的政治经济学解释有助于我们更好地认识当前正在发生的多种金融危机。2008年始于美国次级债券贷款问题的全球金融危机,其一个重要现象就是全球货币汇率体系的极大紊乱和全球货币的波动过于剧烈,并波及很多地区,造成地区性的货币危机以及相应的经济动荡,例如,欧元区希腊、爱尔兰等一些国家的债务危机造成了欧元汇率的剧烈波动,并引起欧元信心的激烈下降,甚至论及了欧元这个货币会不会崩溃的话题。而这些国家的债务危机在很大程度上又与货币投机有关。传统的经济学模型对于欧洲债务危机的解释差强人意,而政治变量在欧洲债务危机的发生、发展与政府的处理过程中起着相当大的作用。政府与市场互相对对方的行为产生预期,并根据这个预期决定自己的主动行为。例如,从纯粹的货币学角度看,市场对欧元的继续存在抱有很大的问号,从而根据一些欧元区国家的债务问题放手大胆地进行做空,造成欧元汇率的激烈下降。但是,德国等欧元区主要国家和欧洲中央银行等欧洲机构捍卫欧元的意愿、特别是展示其捍卫欧元的能力和具体行动时,就深刻地影响到市场对欧元的预期和行为,从而决定了欧元汇率波动的大致有序性。

[收稿日期:2010-08-15]

[修回日期:2010-11-30]

[责任编辑:主父笑飞]

^① 迄今为止,召开的六次国际金融政治经济学会议的时间和地点依次是:2000年2月,加利福尼亚大学伯克利分校;2000年10月,哈佛大学;2002年10月,乔治敦大学;2004年3月,加利福尼亚大学圣地亚哥分校;2005年10月,密歇根大学;2008年10月,克莱蒙大学。有关会议论文,可分别浏览克莱蒙大学的有关网站 <http://www.cmc.edu/fei/peif/> 和密歇根大学的有关网站 <http://www.fordschool.umich.edu>。