

中央银行对市场的干预

一、中央银行干预外汇市场的目标

自从浮动汇率制推行以来,工业国家的中央银行从来没有对外汇市场采取彻底的放任自流的态度,相反,这些中央银行始终保留相当一部分的外汇储备,其主要目的就是对外汇市场进行直接干预。一般来说,中央银行在外汇市场的价格出现异常大的、或是朝同一方向连续几天剧烈波动时,往往会直接介入市场,通过商业银行进行外汇买卖,以试图缓解外汇行市的剧烈波动。对于中央银行干预外汇市场的原因,理论上可以有很多解释,为大多数人所接受的原因大致有三个。

第一,汇率的异常波动常常与国际资本流动有着必然联系,它会导致工业生产和宏观经济发展出现不必要的波动,因此,稳定汇率有助于稳定国民经济和物价。现在国际资本跨国界的流动不但规模很大,而且渠道很多,所受到的人为障碍很小。工业国家从 70 年代末开始放宽金融方面的规章条例,进一步为国际资本流动提供了方便。在浮动汇率制的条件下,国际资本大规模流动的最直接的结果就是外汇市场的价格浮动。如果大批资本流入德国,则德国马克在外汇市场的汇价就会上升,而如果大批资本流出美国,外汇市场上的美元汇价必然下降。从另一方面来看,如果人们都期待某一国货币的汇率会上升,资本就势必会流向该国。

资本流动与外汇行市变化的相对性变化对一个国家的国比经济产业配置和物价有着重要的影响。例如,当一个国家的资本大量外流,导致本国货币汇价下跌时,或者当人们预计本国货币的汇价会下跌,导致资本外流时,这个国家的产业配置和物价必然出现有利于那些与对外贸易有联系的产业的变动。任何一个国家的产业从对外贸易角度来看,可分为能进行对外贸易的产业和无法进行对外贸易的产业两种。前者如制造业,生产的产品可出口和进口,后者如某些服务业,生产和消费必须在当地进行。当资本流出货币贬值时,能进行对外贸易的产业部门的物价就会上升,如果这一部门工资的上涨速度不是同步的话,追加这一部门的生产就变得有利可图,出口因此也会增加,但是从国内的产业结构来看,资本就会从非贸易产业流向贸易产业。如果这是一种长期现象,该国的国民经济比例就可能失调。因此,工业国家和中央银行是不希望看到本国货币的汇价长期偏离它认为的均衡价格的。这是中央银行对本国货币持续疲软或过分坚挺时直接干预市场的原因之一。

资本流动与外汇行市变化的相关性对国比经济的另外一个重要影响在于,大量资本流出会造成本国生产资本形成的成本上升,而大量资本流入又可能造成不必要的通货膨胀压力,影响长期资本投资。美国从 80 年代初实行紧缩性的货币政策与扩张性的财政政策,导致大量资本流入,美元汇价逐步上涨,而美国的联邦储备银行(联储会)在 1981 年至 1982 年间对外汇市场又彻底采取自由放任的态度。西欧国家为了防止资本外流,在欧洲货币的汇率不断下跌时,被迫经常直接干预外汇市场,并一再要求美国的联储会协助干预。

第二,中央银行直接干预外汇市场是为了国内外贸易政策的需要。一个国家的货币在外汇市场的价格较低,必然有利于这个国家的出口。而出门问题在许多工业国家已是一个政治问题,它涉及到许多出口行业的就业水平、贸易保护主义情绪、选民对政府态度等许多方面。任何一个中央银行都不希望看到本国的出口因为本国货币的汇率太高而受到阻碍,也不希望看到本国外贸顺差是由于本国货币的汇率太低而被其他国家抓住把柄。因此,中央银行为这一目的而干预外汇市场,主要表现在两个方面。

中央银行为了保护出口,会在本国货币持续坚挺时直接干预外汇市场。对那些出口在国民经济中占重要比重的国家来说,这样做就更有理由。1992 年 4 月以前,澳元一路看涨,而且涨势平缓。但是,在 3 月 30 日澳元对美元的汇率涨到 0.77 美元时,澳大利亚中央银行立

刻在市场上抛澳元买美元。又如，德国是世界制造业出口大国，70年代实行浮动汇率制以后，马克的汇价随着德国经济的强大而一路上扬，为了维持其出口工业在国际上的竞争地位，德国政府极力主张实行欧洲货币体系，以便把马克与欧洲共同体其他成员国的货币固定在一个范围内。

从国际外汇市场发展史来看，利用本国货币贬值来扩大出口是许多国家在早期经常采用的政策，它被称为“乞邻政策”(beggar-thy-neighbor policy)，在经济不景气时，常引起两国的贸易战。由于现在非关税贸易壁垒名目繁多，这一人为干预外汇市场的政策已很少采用，而且也会明显地引起其他国家的指责。

第三，中央银行干预外汇市场是出于抑制国内通货膨胀的忧虑。宏观经济模型证明，在浮动汇率制的情况下，如果一个国家的货币汇价长期性地低于均衡价格，在一定时期内会刺激出口，导致外贸顺差，最终却会造成本国物价上涨，工资上涨，形成通货膨胀的压力。在通货膨胀已经较高的时候，这种工资—物价可能出现的循环上涨局面，又会造成人们出现未来的通货膨胀必然也很高的期待，使货币当局的反通货膨胀政策变得很难执行。此外，在一些工业国家，选民往往把本国货币贬值引起的通货膨胀压力作为政府当局宏观经济管理不当的象征。所以，在实行浮动汇率制以后，许多工业国家在控制通货膨胀时，都把本国货币的汇率作为一项严密监视的内容。

英镑自80年代以来的波动，很清楚地说明货币贬值与通货膨胀的关系。70年代，几乎所有工业国都陷入两位数的通货膨胀，英镑也在劫难逃。在整个80年代，美国和西欧国家的中央银行都把反通货膨胀作为货币政策的首要或重要目标，美国、德国等都取得明显效果，而英国则效果较差。欧洲货币体系在1979年成立后，英国在撒切尔夫人执政时期出于政治等因素的考虑始终不愿加入，在抑制本国通货膨胀方面也做了很大的努力。在顶了10多年后的1990年，英国终于在梅杰任首相后宣布加入欧洲货币体系。其首要原因就是希望通过欧洲货币体系，把英镑的汇价维持在一个较高的水平，使英国的通货膨胀得到进一步的控制。可是好景不长，1992年欧洲货币体系出现危机，外汇市场猛抛英镑、里拉等，终于导致意大利里拉正式贬值。同样是基于反通货膨胀的考虑，英国政府花了60多亿美元在市场干预，德国中央银行为了维持英镑和里拉的币值，也花了120多亿美元在外汇市场干预。在英镑继续大跌，英镑在欧洲货币体系内贬值的呼声很高的情况下，英国宣布退出欧洲货币体系，而绝不正式将英镑贬值，同时宣布仍要继续执行反通货膨胀的货币政策。

二、中央银行干预外汇市场的手段与效益

关于什么是中央银行对外汇市场的干预，有一个较为正式的定义。80年代初，美元对所有欧洲国家的货币汇率都呈升势，围绕着工业国家要不要对外汇市场进行干预，1982年6月的凡尔赛工业国家高峰会议决定成立一个由官方经济学家组成的“外汇干预工作小组”，专门研究外汇市场干预问题。1983年，该小组发表了“工作组报告”(又称“杰根森报告”)，其中对干预外汇市场的狭义定义是：“货币当局在外汇市场上的任何外汇买卖，以影响本国货币的汇率”，其途径可以是用外汇储备、中央银行之间调拨，或官方借贷等。其实，要真正认清中央银行干预外汇市场的实质和效果，还必须认清这种干预对该国货币供应及政策的影响。因此，在中央银行干预外汇市场的手段上，可以分为不改变现有货币政策的干预(stereotyped intervention，又称“消毒的干预”)和改变现有货币政策的干预(nonsterilized intervention，又称“不消毒的干预”)。所谓不改变政策的干预是指中央银行认为外汇价格的剧烈波动或偏离长期均衡是一种短期现象，希望在不改变现有货币供应量的条件下，改变现有的外汇价格。换言之，一般认为利率变化是汇率变化的关键，而中央银行试图不改变国内的利率而坐视本国货币的汇率。中央银行在进行这种干预时可采取双管齐下的手段：

(1)中央银行在外汇市场上买进或卖出外汇时，同时在国内债券市场上卖出或买进债券，

从而使汇率变而利率不变化。例如，外汇市场上美元对日元的汇价大幅度下跌，日本中央银行想采取支持美元的政策，它可以在外汇市场上买美元抛日元。由于大量买进美元抛出日元，美元成为它的储备货币，而市场上日元流量增加，使日本货币供应量上升，而利率呈下降趋势。为了抵消外汇买卖对国内利率的影响，日本中央银行可在国内债券市场上抛债券，使市场上的日元流通量减少，利率下降的趋势因此而抵消。需要指出的是，国内债券和国际债券的相互替代性越差，中央银行不改变政策的干预就越有效果，否则就没有效果。

(2)中央银行在外汇市场上通过查询汇率变化情况、发表声明等，影响汇率的变化，达到干预的效果，它被称为干预外汇市场的“信号效应”。中央银行这样做是希望外汇市场能得到这样的信号：中央银行的货币政策将要发生变化，或者说预期中的汇率将有变化等等。一般来说，外汇市场在初次接受这些信号后总会作出反应。但是，如果中央银行经常靠“信号效应”来干预市场，而这些信号又不全是真的，就会在市场上起到“狼来了”的效果。

所谓改变政策的外汇市场干预实际上是中央银行货币政策的一种转变，它是指中央银行指接在外汇市场买卖外汇，而听任国内货币供应量和利率朝有利于达到干预目标的力向变化。例如，如果马克在外汇市场上不断贬值，德国中央银行为了支持马克的汇价，它可在市场上抛外汇买马克，由于马克流通减少，德国货币供应下降，利率呈上升趋势，人们就愿意在外汇市场多保留马克，使马克的汇价上升。这种干预方式一般来说非常有效，代价是国内既定的货币政策会受到影响，是中央银行看到本国货币的汇率长期偏离均衡价格时才愿意采取的。

判断中央银行的干预是否有效，并不是看中央银行干预的次数多少和所用的金额大小。从中央银行干预外汇的历史至少可以得出以下两个结论。

第一，如果外汇市场异常剧烈的波动是因为信息效益差、突发事件、人为投机等因素引起的，而出于这些因素对外汇行市的扭曲经常是短期的，那么，中央银行的干预会十分有效，或者说，中央银行的直接干预至少可能使这种短期的扭曲提前结束。

第二，如果一国货币的汇率长期偏高偏低是由该国的宏观经济水平、利率和政府货币政策决定的，那么，中央银行的干预从长期来看是无效的。而中央银行之所以坚持进行干预，主要是可能达到以下两个目的：首先，中央银行的干预可缓和本国货币在外汇市场上的跌势或升势，这样可避免外汇市场的剧烈波动对国内宏观经济发展的过分冲击。其次，中央银行的干预在短期内常常会有明显的效果。其原因是外汇市场需要一定的时间来消化这种突然出现的政府干预。这给中央银行一定的时间来重新考虑其货币政策或外汇政策，从而作出适当的调整。

三、中央银行干预外汇市场的历史发展

从 1973 年到现在，工业国家的中央银行经常在外汇市场上进行直接干预，成功和失败的兼而有之。较为近期的有：

(1) 1992 年夏季美国等中央银行对外汇市场的干预

1992 年 3 月中旬开始，外汇市场对期待已久的美国经济复苏再次失望，在德国高利率和美国坚持宽松的货币政策影响下，开始不断抛售美元，致使美元几乎对所有欧洲货币的汇价都一路下跌。美国与欧洲国家的中央银行分别在 7 月 20 日和 8 月 11 日两次大规模干预外汇市场。这两次干预从性质上来说，都是属不改变各自经济政策的干预，虽然有短时的效果，从中、长期来看却完全是失败的。

第一次干预是 7 月 20 日马克与美元的汇价冲击 1991 年 2 月以后的新高点 1.4430 时进行的，美国等 15 个工业国家的中央银行联手在市场抛马克买美元，经过 3 次干预后，美元对马克的汇价一下子从 1.4470 上升到 1.5000，美元在两天内反弹了 500 多点。但是这次干预并没有止住美元的跌势。在经过半个多月的徘徊后，美元又继续下跌。美国等 13 个工业国家的中央银行于 8 月 11 日再次联手干预，但效果比第一次还要差。第一轮干预使美元对马

克的汇率从 1.4620 马克反弹到 1.4780，仅上升 150 点，而且时效仅维持了半个多小时。以后美元重新下跌。美国联邦储备委员会在 3 个多小时内分别在美元兑马克的汇率 1.4715、1.4730 和 1.4770 等处 4 次干预市场，抛马克买美元，但仅仅使美元略有反弹。在这次干预中，美国等工业国家共动用了 10 至 15 亿美元。然而，两天以后，美元又跌过干预前的最低点。

这次干预之所以失败，除了上面所说的属于不改变政策的干预外，外汇市场对这些干预早有期待也是个重要原因。对外汇市场来说，最能推动市场的是突发性事件，而预料之中的事件往往会提前反映到外汇行市中去。这是第一次干预比第二次干预有效一些的原因。而这两次干预最终不能改变美元的弱势，原因是中央银行不能使外汇市场相信，美元的汇价应该比市场价高一些。

（2）1992 年 9 月欧洲货币体系成员国对外汇市场的干预

1992 年 9 月欧洲货币体系出现危机，外汇市场猛烈地抛售成员国中几乎所有的疲软的货币，英镑、意大利里拉、爱尔兰镑等无不出现大幅度币值下跌的情况。受其株连的是非成员国芬兰等国货币，在外汇市场上也出现大跌，迫使这些国家宣布脱离与欧洲货币体系的自愿挂钩。这次干预中，欧洲共同体的成员国几乎都花了很大的代价。德国中央银行花了 120 多亿美元，英国花了近 60 亿，而法国向德国中央银行借调外汇进行干预的钱，到 11 月初才还清。这次干预使欧洲货币体系的矛盾有所缓和，但远远没有解决问题。

中央银行直接干预外汇市场所反映的根本问题是，既然在市场经济和浮动汇率制条件下，外汇汇率应由市场本身来决定。如果相信市场的供求关系会自动调节外汇的长期汇率，中央银行的直接干预充其量只有短期效应，或缓和猛烈的涨势或跌势，而从长期来看是徒劳的。要真正控制外汇汇率，对中央银行来说只有实行固定汇率制。而固定汇率制在目前的世界经济形势下是否行得通，是经济学研究的另一个问题。但是，对外汇市场的投资者来说，认清中央银行干预外汇市场的原因、途径、效果和规律，对提高投资效益是很有意义的。

一飞冲天
QQ200515800