



货币调控

交易员在芝加哥商品交易所欧元—美元期权交易大厅。

发达国家政府大多不插手外汇市场，而让市场力量决定本币价值。他们这样做的部分原因是出于意识观念，即相信市场总能正确定价。但是他们不愿意干预的部分原因是他们曾经，特别是20世纪80年代中后期，试图支持主要货币，或者阻止其迅速升值而产生明确的复杂后果。

近期对美元及其他主要货币急剧波动的关注（西方七国集团在2008年4月IMF-世界银行春季会议上就此发表的声明中对此有所体现）使汇率市场干预的可能性再次成为重要问题。然而，如果政策制定者决定干预外汇市场，会产生作用吗？

在教科书的世界里，影响汇率很容易。为了提高汇率，中央银行只要增加政策利率。因为追逐高回报的投资者的货币需求增加，所以汇率升值。中央银行能够通过降低利率降低汇率。现实问题是这些行为将付出以下代价：它们要求中央银行货币政策的首要任务是实现汇率目标，而不是更加通常意义上的控制通货膨胀、支持经济活动或在金融部门紧

张时期提供流动性等国内目标。

为避免这一问题，中央银行开发了一种所谓“冲抵”的技术把货币政策对汇率的作用与其对国内目标的作用分离。这个想法是利用不改变货币供给或政策利率的国内公开市场操作（买卖政府债券）抵消中央银行外汇买卖。例如，如果美国政府为支持美元进行干预（利用它的某种外汇储备购买美元），那么这种操作将使美元退出流通并使货币供给下降，这等同于提高利率——如果经济处于衰退的边缘，这并非什么好消息。为了“冲抵”这项操作，美联储将从公开市场上购买美国国债注入美元，从而使货币供给和利率恢复到原有水平。

但是如果冲抵操作意味着利率没有变化，那么它为何会影响汇率？实际上，在具备完全资产替代性、充分信息和市场完全自由流动的情况下，它不会影响汇率。

本文研究冲抵操作如何影响汇率并对这种操作的效果进行实证检验。本文重点关注主要货币——美元、日元和欧

为了使汇率干预发挥作用，各国中央银行需要联合行动

Atish Ghosh

元——因为这些货币庞大的市场规模意味着在这种条件下的干预效应很可能不同于发展中国家和新兴市场国家中央银行的干预。

途径种类

经济学家确定了冲抵操作影响汇率的三个主要途径：证券投资平衡、信号和微观结构途径。

通过证券投资平衡途径，相对资产供给影响风险溢价，从而影响汇率。假定某个中央银行正在试图使本币对美元贬值，它首先用本币购买美元，因为这样会使货币供给增加，通过销售以本币表示的政府债券换取货币的方式“冲抵”这种干预手段，从而使货币供给恢复到原有水平。总的结果是以本币表示的债券供给量增加。如果资产不是完全可替代的，债券供给量增加会提高它们的风险溢价，从而导致汇率贬值。

虽然，有证据表明资产并非完全可替代的，对证券投资平衡途径如何运作的详细描述表明，它在实践中可能只适用于主要货币。流通中的股票资产规模非常庞大，从而要求政策干预的幅度也非常大，以期对风险溢价以及汇率产生显著影响。

通过信号途径，中央银行向市场传达它的政策意图或与未来货币供求（或者与之相当的利率走势）有关的非正式信息。一种良好的预期循环将会出现：例如，如果中央银行可信地传达了有关汇率过高的观点，并愿意在必要情况下调整政策利率，那么市场预期将引起本币抛售，从而使汇率如愿贬值。

但是为何中央银行不能直接公布它的意图或信息？为何需要政策干预使这种公布更加可靠？一个原因可能是政策干预使中央银行“说话算话”。设想某个中央银行通过购买外币使本币贬值。如果本币随之贬值，那么它就会遭受外币购买力的账面损失。即使对于较大的中央银行，这些损失也会引起政治麻烦——这使市场相信中央银行将遵照由冲抵干预发出信号的政策意图行事。

近期一些研究表明市场微观结构——每时每刻不断涌现的买卖定单流——会影响资产价格，因为这些定单流把信息含蓄地传达给市场。通过改变这些定单流，中央银行的政策干预可以影响汇率。

类似的，如果中央银行的政策干预能够成功地影响汇率，某些市场参与者可能“随大流”并放大政策干预的效应，触发汇率的关键技术水平或支撑点被打破。如果存在大量专业交易人员（即基于专业分析进行交易的参与者），最初的干预会产生更大的效应，特别是在汇率被认为远离其均衡水平的情况下。

最后，即使冲抵干预对汇率水平只有很小的或者

暂时的影响，反复进行干预将对多变的汇率产生长期影响。实际上，当市场秩序混乱和波动太大的时候，中央银行经常实施政策干预。

一些干预政策选择

中央银行面临的一个选择是公开干预还是秘密干预（尽管因为对定单流的上述影响，没有任何干预可以完全秘密进行）。当公开干预的时候，信号途径无疑是最有效的。但是中央银行会希望首先通过秘密干预悄悄试水——以便测定市场深度和潜在波动性。如果政策干预没有成功地使汇率朝预期方向转变，这种做法有利于维护中央银行的信誉。

在某些经济条件下，人们更倾向于选择秘密干预。假设中央银行有某些非正式信息，一旦向市场公开将引起汇率的突发性剧烈变动（例如，中央银行提前注意到贸易收支的“不良”数字）。在这种情况下，公开干预将使该信息曝光，从而导致汇率不合意地突然变动。通过秘密干预，中央银行只透露部分信息，从而使汇率朝预期方向变动——从而在公开信息（如贸易数字）时避免了汇率的突然波动。

另一个选择是应该单方面实行干预还是与一个或更多中央银行协同合作。协同干预当然看来最为有效。在证券投资平衡途径中，发挥重要作用的是相对资产供给：如果一国流通股票资产增加，另一国下降，与只有一个国家的股票资产变化相比，显然对相对资产供给具有更大的影响。同样，在信号途径下，发挥重要作用的是相对货币供给（或者利率差额——一个国家与另一个国家的利率差异）。如果协同干预发出的信号是两国利率将按照预期朝相反方向变动，那么它对利差以及汇率的影响相应地将会更大。协同干预虽然更有效但可能更难以实现，因为它要求各国中央银行在汇率的目标水平和动态变化，以及操作和配套合作方面达成协议。但是即使没有协同干预，为了使干预成功，中央银行的政策或声明至少不能与其他中央银行相冲突。

历史记录的含义

那么冲抵干预在实践中的效果如何？经验证据比较复杂。虽然20世纪80年代的许多研究（例如Jurgensen报告（1983））发现它的作用有限，近期的证据——特别是基于事件研究的证据——却更加令人鼓舞。20世纪80年代中期以来有五次重要的协同干预事件：1985年广场协议是为了加强非美元的5国集团货币；1987年卢浮宫协议是为了使美元对其他6国集团货

币升值；1995年7国财长会议是为了支持美元；1998年美国和日本共同干预支持日元；2000年欧洲中央银行、美联储和英国、日本、加拿大中央银行支持欧元。当然，其中四次是成功的，因为它们代表了该货币的大致转折点（与预期方向相符）——尽管很难说如果没有进行干预的话会发生什么（例如，到1985年美元汇率已经非常高，无论如何都可能开始贬值）。

与冲抵干预的信号途径一致的是，这些事件成功的一个关键因素是利差会很快随着政策干预同方向变动——或者至少不会反方向变动。一个重大失败也突

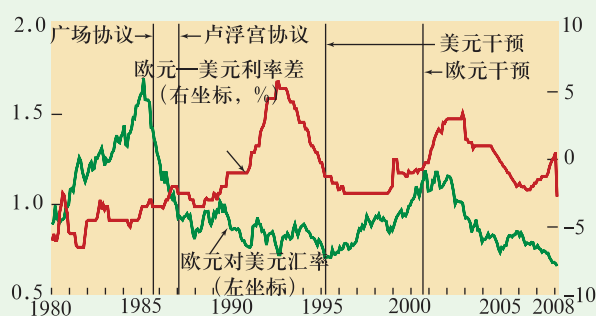
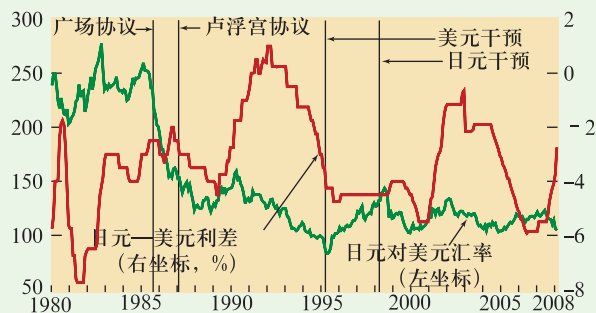
显了这个效应：1987年4月的卢浮宫协议没有成功使美元升值。虽然同年夏季，美国与德国的利差最初增加了，但是由于担心通货膨胀的压力，德国开始提高它的利率。再加上美国贸易赤字，结果造成美元迅速贬值和1987年10月的股票市场崩盘，因为市场预期美联储为了应对美元疲软带来的通货膨胀压力而收紧货币政策（提高利率）。

因此理论和经验表明，冲抵干预可以是有效的——但条件是在必要的时候可以期待获得应急性支持政策。这样，冲抵干预可能不会构成一种完全独立的政策工具。尽管如此，如果实施得比较可靠，特别是如果中央银行之间相互协调，它就可能为实现政策目标提供某些额外的灵活性。并且特别在金融紧张时期，由于中央银行想方设法达到各种国内外目标，他们可能发现自己在政策工具箱里到处寻找任何能够发挥作用的工具。

Atish, IMF研究部部长。

转折点

20世纪80年代中期以来，五次重要的协同干预中有四次成功地使货币朝预期方向变动。这些案例成功的一个关键因素是支持性利差。



资料来源：IMF，《国际金融统计》。

注：纵坐标代表协同干预的主要事件。在欧元出现之前的年份，欧元对美元的汇率和利率差是按照德国马克对美元的汇率计算出来的。

参考文献：

- Dominguez, Kathryn, and Jeffrey Frankel, 1993, "Does Foreign Exchange Intervention Matter? The Portfolio Effect," *American Economic Review*, Vol. 83 (December), pp. 1356-69.
- Evans, Martin, and Richard Lyons, 2002, "Order Flow and Exchange Rate Dynamics," *Journal of Political Economy*, Vol. 110 (February), pp. 170-80.
- Fatum, Rasmus, and Michael Hutchison, 2006, "Effectiveness of Official Daily Foreign Exchange Market Intervention Operations in Japan," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25 (March), pp. 199-219.
- Ghosh, Atish, 1992, "Is It Signaling? Exchange Intervention and the Dollar-Deutsche Mark Rate," *Journal of International Economics*, Vol. 32, pp. 201-20.
- , 2002, "Central Bank Secrecy in the Foreign Exchange Market," *European Economic Review*, Vol. 46 (February), pp. 253-72.
- Ishii, S., J. Canales-Kriljenko, R. Guimarães, and C. Karacadag, 2006, "Official Foreign Exchange Intervention," *IMF Occasional Paper No. 249* (Washington: International Monetary Fund).
- Jurgensen, Philippe, 1983, "Report of the Working Group on Exchange Market Intervention [Jurgensen Report]" (Washington: U.S. Treasury Department).
- Mohi-uddin, Mansoor, 2008, "Does Co-ordinated Intervention Work?" (unpublished; Union Bank of Switzerland).