



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2007 年第 9 期(总第 165 期)

2007 年 3 月 2 日

在浮动汇率制下对汇率实施干预： 智利的经验及其对中国的启示

中国社会科学院金融研究所 李 扬

一、引言

在上个世纪 90 年代末期之前，智利实行的是管理浮动汇率制度。与此相应，那时智利的货币政策实际上是汇率目标制(exchange rate targeting)。这种制度的特征就是，货币政策的一切操作都以保持本币与所确定的目标货币(智利选择的是美元)保持钉住关系为出发点和归宿。

1997 年亚洲金融危机的爆发，在全球掀起了一场对现行汇率制

度的巨大冲击，智利也未能幸免。此次金融危机发生在经济和金融的全球化进一步深入发展的背景下，因此便有了与以往任何一次危机都不相同的特征。如果说过去的经济和金融危机主要导因于国内经济的基本面存在缺陷（经济结构不合理、财政赤字过大、通货膨胀率过高，等）或者存在严重的外部不平衡（经常项目长期逆差、对外过度负债、出口结构不合理并导致贸易条件恶化，等），那么，90年代末期以来的国际金融危机则主要起因于国际投机资本的恶意冲击，其攻击的主要对象则是实行各种形式固定汇率制的经济体。面对这种新的变化，所有的非关键货币国家无疑都必须对其实行的各种形式的固定汇率制进行变革，但是，究竟转向何方则颇费踌躇。虽然国际社会曾就此提出过林林种种的改革方案，但从本质上说，可以选择的改革方向事实上只有两个：一是实行更为彻底的浮动汇率制；二是放弃本国货币主权，实行某种程度的“美元化”。从发展过程来看，拉丁美洲的很多国家都做出了实行某种程度美元化的选择。智利则不然，经过认真分析，该国决定转向更为彻底的浮动汇率制。

这种选择有着深刻的历史背景。智利当局认识到，上个世纪80年代开始以来该国的几乎所有危机都与实行固定汇率制有关。例如，1982年的危机就是如此。当时，恶劣的国际经济环境、加上脆弱的金融体系，使得智利的产出下降了13%。1999年的危机也是一样。不同的是，它的直接诱发因素是国际金融动荡。为了应付国际投机资本对智利比索的压力，智利货币当局不得不放宽了汇率波动的幅度。由于汇率调整的幅度受到限制，智利货币当局不得不采取极为紧缩的货币政策，尽管当时国内经济的发展迫切需要货币当局给予金融支持。所以出此下策，一是为了减少政府支出，二是为了应付高达GDP5%的经常项目的巨额赤字，三是为了克服外资外逃所带来的国内资金短缺，四是为了防止通货膨胀反弹，五是为了弱化上述所有不利局面给国内企业的资产负债表造成的潜在冲击。所有这些措施，使得智利再

次陷入严重的经济和金融危机之中。

频繁发生的金融危机，以及克服金融危机所付出的巨大代价，促使人们重新考虑汇率制度的选择问题。智利货币当局认识到，面对危机，当局所以缺少有效的应对手段，关键在于稳定汇率的承诺束缚了自己的手脚。在维持管理浮动汇率制度的益处及其弊端之间进行反复权衡之后，智利货币当局做出判断：实行更为彻底的浮动汇率制，可能得益大于损失。于是，在亚洲金融危机的冲击开始弱化，国内通货膨胀率下降到 2%左右的时候，当局决定，从 1999 年 9 月开始，实行更为彻底的浮动汇率制。

从管理浮动汇率制转向完全的浮动汇率制，对于货币当局将提出一系列严峻的挑战。其中一个具有核心意义的挑战就是：在浮动汇率制下，货币当局是否需要干预汇率的走势？如果回答是肯定的，进一步的问题是：当局应当如何去干预市场？在干预过程中，如何避免回归管理汇率制度？如此等等，智利货币当局都给予了明确且具启发性的回答。

二、应对汇率波动的货币政策反应：理论说明

如同世界上所有中央银行一样，智利中央银行掌握着一系列的政策工具来应对汇率波动。在 90 年代，货币当局依赖资本项目管制并依托大量外汇储备的积累来应对波动；在亚洲金融危机期间，货币当局采取货币政策和外汇市场干预的综合手段来应对危机；采取浮动汇率制以后，当局则主要通过入市干预来平抑波动。问题在于，货币当局入市干预，恰是固定汇率制以及管理浮动汇率制的基本特征，实行彻底的浮动汇率制之后，这种干预与过去有何区别？在不同的汇率制度框架下，货币当局实施干预的影响是否存在区别？如此等等，事实上都是需要认真回答的。

智利是一个实行通货膨胀目标制的国家。大量的研究显示：此类国家货币政策大都会对汇率的长期失衡做出反应。然而，这种反应并

非机械的，而是根据当时的情势所做出的相机抉择。

如果汇率水平主要由利率水平内生地决定，问题就要复杂得多，此时，货币政策的影响力会得到加强。根据智利的经验，货币政策（利率）每发生 100 个基点的变化，就会直接使汇率变动 1%。

货币政策是否会对汇率冲击做出反应，还取决于货币当局手中是否掌握其他的货币政策工具，例如资本管制和外汇市场干预之类。同时，还要看汇率波动的性质：如果波动是短期的，货币政策通常不会做出反应，因为这不会对社会的通货膨胀预期产生影响。当然，所有这些，都取决于货币政策的可信度。如果货币当局缺乏诚信，它的一项短期的政策行为便会对通货膨胀产生持续性影响，因为公众会做出当局的行为将加重国内通货膨胀的预期；相反，如果公众对货币当局拥有充分的信任，后者干预汇率的行为便会对国内经济产生最小的冲击。

实行浮动汇率制的一个最大的好处，在于它使得货币当局能够对真实冲击（例如，贸易条件的变动和劳动生产率的变化）做出及时反应，从而使得其干预成本最小化。事实上，货币当局并不需要以逐日盯市的方式对汇率水平的任何名义波动做出反应，它所关注的只是真实汇率水平这种由经济运行的基本面及其变动所决定的变化。

总之，浮动汇率制条件下货币当局的入市干预，其目的主要在于使得汇率真实水平得以稳定，而不是维持汇率名义水平的稳定，相反，只要汇率的真实水平是稳定的，货币当局常常并不理会汇率名义水平的波动。由于存在这种基本区别，与各种管理浮动和固定汇率制相比，货币当局在浮动汇率制下入市干预的频率要低得多，但是，其一旦决定干预，其力度则可能要大得多。

三、汇率干预的渠道分析

虽然世界上有很多国家声称自己实行的是浮动汇率制度，但是，研究显示：除了新西兰和波兰，在包括美国、欧盟在内的所有实行浮

动汇率制度的国家中，货币当局都会入市干预汇率；而且，即便没有进行过入市干预，这些国家也从来都没有放弃过这种权利。

货币当局入市干预汇率，通常可有三条渠道。

第一是资产组合渠道（portfolio channel）。其基本机制就是，通过改变投资者的币种配置来变动汇率水平。显然，在这种干预方式中，中央银行必须向市场提供货币供应（本币或外汇），目的在于增加市场流动性，减少市场波动。统计分析显示，通过这种渠道来干预市场并借以干预汇率，所产生的短期冲击是比较大的。

第二是“宣示”（signaling channel）渠道。其机制就是，货币当局的入市干预作为一种信号，向市场展示了未来货币政策的可能走向，从而可能影响包括外汇在内的各类资产价格。举例来说，如果货币当局出于防止衰退的目的来干预市场，市场参与者们就会预计，当局的进一步举措将是采取相对紧的货币政策，国内银根将收紧。

第三可称为信息渠道（information channel）。其基本机制就是，货币当局通过干预行为及其公开的政策表达，向市场传递某种信息，以引导市场进行调整。以智利为例。鉴于汇率的走势越来越与经济的基本面相脱离，因此，对政策传导的信息渠道的实证研究便集中于外汇市场的微观结构方面。研究显示，如果用汇率波动作为衡量标准，则市场的不确定性越大，干预的影响力越强。

然而，尽管研究者和货币当局都相信干预是能够对汇率走势产生影响的，但是，迄今为止的实证研究并没有提供强有力的证据来支持这一看法。严格地说，货币当局的干预肯定是有影响的，但是，其影响的大小至今仍待观察。从研究的角度看，这里涉及两个统计上的实证问题。其一是相关资料很难被及时、全面地收集到，既存在所谓“数据滞后”（lack of data），这使得对干预的影响力的研究变得很难准确进行；其二，由于市场运做极为复杂，我们事实上很难有把握地将干预的影响清晰地分离出来。

四、智利干预汇率的经历

在转向完全的浮动汇率制时，智利当局并没有放弃对市场进行干预的权利，相反，货币当局在当时就宣布：“如果出现了外汇市场的不稳定和汇率的过度波动，并对经济运行产生严重负面影响，中央银行对汇率市场进行干预就是必要的。”

有幸的是，自从实行完全的浮动汇率制以来，这种干预只在 2001 年和 2002 年发生过两次。第一次导因于 2001 年的阿根廷的货币兑换危机，第二次导因于 2002 年巴西大选。

这两次干预都有一些共同的背景。例如，在货币当局入市干预之前，都有明确的证据显示：比索的贬值已经超出了经济的基本面所确定的状况，因而有过度之嫌。从经济的基本面来看，智利同阿根廷和巴西的经济和金融联系都是比较小的。例如，智利同这两国之间的贸易充其量不超过智利对外贸易总量的 20%。因此，比索的急剧和过度贬值清楚地说明：市场已经失去了其基准，因此，如果听之任之，将会对智利的通货膨胀产生不利影响；这种不利影响若继续发展，就可能在智利导致经济增长减速的结果。然而，在这种情况下，如同过去所发生的那样，客观上却要求货币政策进一步紧缩，而这种货币政策态势将不利于经济的恢复。因此，入市干预便成为弱化比索过度贬值所带来的通货膨胀压力的第一道防线。如果货币当局不进行干预，名义汇率的过度贬值将导致真实汇率高于其均衡水平，从而将在经济中引致通货膨胀，而通货膨胀的蔓延又将反过来导致货币进一步贬值。事实上，此时进行干预，或许并不能将名义汇率调整至当局认为的合适水平，但确有防止比索过度走弱的作用。从另一方面说，如果干预不能产生效果，那就说明，名义汇率水平的变动确为调整真实汇率所必须。基于上述认识，当局入市干预便不应当延续过长时间，而且，干预的出发点只应明确为向市场提供流动性和恢复外汇市场的秩序，绝不应当刻意追求某一汇率水平，或者着意为了平抑外汇市场的波

动。事实上，这正是管理浮动制下的干预和完全浮动制下的干预之间的基本差别。智利货币当局的这两次对冲干预证明，此前的市场反映确属空穴来风；如果不进行干预的话，确实会进一步引起经济的混乱。

第一次干预从2001年8月16日开始。面对市场汇率的剧烈波动，货币当局经过缜密研究后决定对市场进行干预。其中，对外汇现汇市场进行长达4个月的干预，估计涉及金额为20亿美元，同时，货币当局还宣布了一项打算销售价值20亿美元的美元定值中央银行票据（Dollar-denominated central bank bills, BCDs）的计划。从最终结果看，货币当局在现汇市场上进行干预的货币总值仅有8.03万亿美元，比其预期的一半还要少，这笔资金仅相当于国家外汇储备的5%。从干预次数来看，货币当局总共入场15次，也远远少于原先的预计。较之1998年的情况，无论是干预涉及的资金规模还是干预的次数，都不可同日而语。

此间，货币当局发行了总额达30.4亿美元的BCDs，其中包含部分属于滚动发行计划的票据。在干预期之前，货币当局就在现汇市场上出售BCDs，此次为了干预市场所发行的BCDs超出滚动发行计划约23亿美元，这使得总的干预资金达到总额31亿美元。在那期间，比索汇率总共升值3.9%。其间，汇率日贬值最高纪录为2.8%（9月），日升值最高纪录为1.8%（10月）。

2002年10月10日，货币当局宣布了一项与2001年极为相象的干预计划：20亿美元的现汇市场买卖和20亿美元的BCDs销售，干预期限延续到2003年2月10日。这次危机以及市场干预导因于巴西危机。那时，比索兑美元的汇率在一个月内贬值了7%，并且有进一步加速之势。然而，那时的经济的基本面丝毫没有显示出有趋坏的迹象；市场所受到的影响全部来自巴西。这意味着，比索的贬值仅仅由外部传染造成。然而，与2001年不同，货币当局事实上并没有入市干预，而只是在市场上销售了美元定值的债券。进一步，中央银行行

长于 2002 年 12 月宣布了一项将对干预计划的后半段进行修正的方案。在其后的几天里，BCDs 的销售计划就被削减了一半。结果，在干预的头两个月中，每个月销售的 BCDs 仅为 5 亿美元；在后来的两个月中，每个月的销售额进一步下降至 2.5 亿美元。在此期间，全部干预涉及金额为 15 亿美元，在现汇市场上则没有入市干预。在整个干预期中，智利的外汇储备并没有变化，而 BCDs 的未清偿额（存量）则增加至 58 亿美元。在 2002 年这次干预活动中，比索汇率总共升值 2.1%。此间，汇率日贬值最高纪录为 1.3%，而日升值最高纪录则为 2.3%。

比较这两次干预过程中的汇率动态是饶有兴味的。相比而言，在第一次干预期内，汇率的波动幅度要大得多，这既归因于阿根廷经济的衰退，也归因于比索的走软。在第二次干预期内，货币当局的宣示效应发挥了重要作用，这显然归因于货币当局已经在市场上树立了良好的信用。在第一次干预期内，货币当局的宣示发生于实际干预之后，其实际效果并不显著。这是因为，市场普遍预期，原先公布的干预计划将不会得到完全的实施，正如后来实际所发生的那样。这里的教训是，如果货币当局欲同时造成宣示效应、又要采取实际干预行动，则对政策意向的宣示过程应当在实际采取行动之前。

就干预的频度和力度而言，智利的干预政策是比较温和的。事实上，在实行浮动汇率制之后的 6 年中，货币当局只是在现汇市场上进行了 15 次干预，而且，干预所涉金额，无论就其绝对额而言还是就其与市场交易量相比的相对额而言，都是比较小的。在 2001 年的干预中，干预金额仅及市场日交易量的 5%，而在其后的干预中，货币当局甚至根本就不在现汇市场中出现。

就其透明度而论，即便根据国际标准，智利货币当局的这两次干预的透明度都是相当高的。根据 IMF 的归纳，世界各国进行市场干预的透明度都是很低的；换言之，在世界各国，在市场干预方面，通行

的仍然是保密原则。加拿大、中国香港、欧洲中央银行在进行市场干预过程中，多少都会向市场提供一定的信息（通常通过出版物）。美国则仍然保持着秘密进行的传统，但近来已经开始向透明度方向转变。在日本，透明度时高时低，并无定制。进一步看，即便那些在干预过程中保持透明度的国度，通常也不会公布其干预所涉金额（中国香港除外）；即便公布，其时间也会滞后数月。至于与干预有关的信息，则或者在其后公布，至多是同时公布。智利则不同，他不仅事先公布干预的信息，而且公布干预所涉金额以及干预的时间。例外的情况就是，当局在现汇市场中的干预时间和金额是保密的。即便如此，就透明度而论，智利在当今世界上也居于领先地位。

智利货币当局所以选择用一种透明度较高的形式来进行市场干预，主要基于两点考虑。其一，在所有可以影响市场行为的三个政策传导渠道（见上文的讨论）中，货币当局更倾向于利用信息渠道，因而他不愿意让市场感到意外；其二，更为重要的是，货币当局认为，干预只是为了向市场提供流动性并据以稳定市场，而不是与市场投机者争高下。这样做，有效地防止了所谓“热衷于干预”（addicted to intervention）现象的发生。我们注意到，在那些外汇储备规模比较大的国家中，这种现象常常难以避免。在智利货币当局看来，干预只是一种对外汇市场是否存在泡沫以及泡沫究竟有多大的测试，而不是试图去管理汇率。因此，智利货币当局并不特别在意干预是否有效的问题。所以如此，是因为，智利货币当局认为，通过宣示渠道和信息渠道来进行干预是最为有效的：通过信息渠道进行干预，可以使得干预行为不至于影响到资产价格；而通过信息渠道进行干预，则可以向市场指示货币政策的未来方向。正是因为如此，在智利，市场干预的结果总是使得市场汇率更接近其由实体经济所决定的均衡水平。

五、小结：对中国的借鉴意义

从以上分析可以看到，智利在实现从管理浮动汇率制度向完全浮

动汇率制度转变的过程中，比较成功地实现了市场机制发挥主导作用和政府进行适当干预的结合。应当认为，智利货币当局对浮动汇率制度的干预实践，为世界各国提供了极为丰富的经验。

中国正在改革人民币汇率的形成机制。改革的方向是建立一种更具灵活性、富有弹性的汇率制度。毋庸置疑，无论实行何种汇率制度，亦无论这种转变的速度是快是慢，中央银行对市场进行干预总是必须的。就此而论，智利的经验对我们有着十分积极的借鉴意义。这些借鉴主要包括：

第一，在从管理浮动汇率制度向更具弹性的汇率制度转变过程中，必须充分重视使得这种转变得以有效展开的相关基础制度的建设问题。在这方面，诸如完善市场体系、改革微观经济主体的公司治理结构、推进利率的市场化改革等等，都是必须首先要做的基础性改革。

第二，在任何经济体制下，宏观调控当局总是需要对市场运行进行干预的。但是，关键在于要确立符合市场经济运行规律的干预立场（或称干预的哲学），并由以选择适当的干预渠道和方式。毋庸置疑，我国货币当局以及其他宏观调控当局在实施各类宏观经济政策时，无不以“管理市场”为目的，换言之，中国存在着非常强烈的“热衷于干预”倾向。智利的经验告诉我们，正确的立场是维护市场秩序，创造让市场充分显示真正的经济趋势的机制。如果着眼于去管理市场，一方面会干扰市场的运行，致使其自动回归均衡水平的机制难以发挥正常作用；另一方面则会削弱干预的效力。

第三，必须认真研究市场干预的各种可能及其后果，并且根据自己的国情，选择适当的干预渠道。为了使得货币当局掌握足够的手段来进行有效干预，必须不断丰富自己手中的政策工具武库，并理顺货币政策传导渠道。

第四，为了使得市场干预具有效率且成本最小，必须首先树立货币当局的诚信形象。

本刊启示

为提高发行效率和质量，本刊已于2006年开始发行电子版。如您需要电子版刊物，请将您的姓名、单位和电子信箱地址发至：ifb@cass.org.cn，我们将按期及时给您发送刊物。同时，将不再给您寄送纸质刊物。

谢谢合作！

《金融论坛》编辑部

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn