



桂詠评 / 著

外汇干预问题研究：

STUDIES ON FOREIGN EXCHANGE INTERVENTION.

历史、理论和实证

HISTORY, THEORY AND EVIDENCE

立信会计出版社

外汇干预问题研究： 历史、理论和实证

桂詠评 / 著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

外汇干预问题研究:历史、理论和实证/桂詠评著.
上海:立信会计出版社,2009.9
ISBN 978-7-5429-2371-4

I. 外… II. 桂… III. 汇率—国家干预—研究
IV. F830.73

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 176874 号

责任编辑 徐小霞
封面设计 周崇文

外汇干预问题研究:历史、理论和实证

出版发行	立信会计出版社	
地 址	上海市中山西路 2230 号	邮政编码 200235
电 话	(021)64411389	传 真 (021)64411325
网 址	www.lixinaph.com	E-mail lxaph@sh163.net
网上书店	www.lixinbook.com	Tel: (021) 64411071
经 销	各地新华书店	

印 刷	上海申松立信印刷有限责任公司
开 本	890 毫米×1240 毫米 1/32
印 张	8.5 插 页 2
字 数	234 千字
版 次	2009 年 9 月 第 1 版
印 次	2009 年 9 月 第 1 次
书 号	ISBN 978 - 7 - 5429 - 2371 - 4/F · 2072
定 价	20.00 元

如有印订差错,请与本社联系调换

前 言

外汇市场干预,是中央银行在外汇市场通过买卖外汇、影响本币汇率、达到本国汇率目标的一种重要手段。从20世纪40年代以来,外汇干预就已经成为各国货币当局维持汇率水平、减缓汇率波动幅度的一项重要重要的政策工具,因此,它受到各国的政策制定者的关注。同时,它也是许多学者研究的重要对象。学者们通过大量的理论研究和实证检验,为政策制定者提供依据。本书从历史的、理论的和实证的角度,来研究中央银行外汇市场干预问题。

自1994年1月1日以来,我国人民币汇率制度经历了两次重大改革。1994年年初,人民币汇率制度由原来的调剂外汇市场的汇价和官方牌价合二为一,形成单一汇率。同时我国建立外汇交易中心,形成了以市场供求为基础、有管理的浮动汇率制。2005年7月21日,人民币汇率形成机制的重大改革,进一步完善了汇率决定的市场机制,扩大了人民币汇率的波动幅度。毋庸置疑,人民币汇率制度的改革进程,是中国货币当局行政性控制手段不断弱化、间接的市场调控手段不断得到加强的过程。因此,外汇干预问题研究,包括人民币外汇干预问题的研究具有重要的实践意义。

外汇干预问题研究,历史悠久,这方面的文献十分丰富,而且涉及诸多理论领域,包括开放经济理论、汇率决定理论、汇率政策理论、国际收支理论等。它运用包括博弈论、信息论等理论工具,以及计量经济学、统计学等数量分析工具,内涵十分丰富,具有较大的研究空间。西方发达国家的学者为此进行了大量的、深入的、卓有成效的研究,值得我们学习和借鉴。

本书共分七章。第一章绪论:主要介绍了外汇市场干预问题的研

究背景及其理论和现实意义,然后对本书所涉及的相关概念进行了定义和规范,进而对本书的研究思路、结构安排和主要创新点作了概括。第二章美元的外汇干预和第三章其他货币的外汇干预:主要是从历史的角度分别对美元的外汇市场干预以及其他国家外汇市场干预进行了论述和分析。第四章外汇干预的理论与模型:主要是从三个方面对外汇市场干预的理论进行了综述,即流量模型的外汇干预,资产市场模型的外汇干预以及外汇干预的信号模型。第五章外汇干预有效性研究(一)和第六章外汇干预有效性研究(二):通过对资产组合平衡渠道和信号渠道外汇干预有效性的检验,来研究我国中央银行外汇干预的有效性。第七章中国中央银行外汇市场干预研究:主要是分析我国中央银行外汇市场干预的沿革、干预的工具、干预的机制以及干预中存在的问题。

自1994年年初人民币外汇制度重大改革以来,我国中央银行先后选择了以下主要的冲销工具:①回收再贷款。②公开市场操作。③发行中央银行票据。④提高存款准备金率。此外,可供选择的政策工具包括:转移财政性存款、调整政府存款政策、放宽汇率波动幅度的方法、用金融衍生产品进行外汇的冲销干预、关于放松对资本流动的管制、放宽对居民持汇的限制等。

值得注意的是,我国外汇冲销干预还存在一些问题,主要表现为:外汇冲销的空间逐渐缩小、外汇占款的增多造成结构性通货膨胀以及货币政策独立性面临挑战等。为此,本书建议:①人民币汇率决定要考
虑多种因素。②人民币汇率的调节需要参考一篮子货币。③改革中国外汇供求制度。④积极推进资本项目可兑换和人民币国际化,释放国内过多的外汇供给。

桂詠评

2009年9月

目 录

第一章 绪论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 研究对象和相关概念	6
第三节 国内外文献综述	15
第四节 研究方法、结构安排和主要创新点	32
第二章 美元的外汇干预	37
第一节 布雷顿森林体系下的外汇干预	37
第二节 浮动汇率制度的单独干预和联合干预	64
第三节 20 世纪 90 年代的美元干预	93
第三章 其他货币的外汇干预	96
第一节 欧洲货币体系危机中的外汇干预	96
第二节 发展中国家和地区的外汇干预	111
第四章 外汇干预的理论与模型	135
第一节 冲销与非冲销干预的理论解释	136
第二节 流量模型中的外汇干预	138
第三节 资产市场模型中的外汇干预	150
第四节 信号渠道的外汇干预	164
第五章 外汇干预有效性研究(一)	166
第一节 实证研究的文献综述	167

第二节	模型及其估计原理	172
第三节	数据描述	176
第四节	未抵补利率平价(UIP)的检验	176
第五节	资产组合平衡渠道的协整分析	179
第六节	动态关系分析: 格兰杰因果检验和脉冲响应分析	181
第七节	研究结论	184
第六章	外汇干预有效性研究(二)	186
第一节	国内外主要研究成果	186
第二节	信号渠道假设	192
第三节	外汇干预是否发出未来货币政策的“信号”	195
第四节	外汇干预、货币政策与人民币汇率	200
第五节	研究结论	204
第七章	中国中央银行外汇市场干预研究	206
第一节	人民币汇率制度的基本构架	206
第二节	中国外汇干预的沿革	214
第三节	外汇干预冲销工具的分析	226
第四节	中国外汇冲销干预存在的问题	238
第五节	对策思考	242
结论		246
参考文献		257
后记		266

第一章

绪 论

布雷顿森林体系崩溃以来,一些国家(主要是发达国家)实行自由浮动的汇率制度,而另外一些国家实行管理浮动汇率制度。实践中,前者从来没有完全放弃过对本币汇率的管理。即使美国、德国、日本等发达国家,也经常采用外汇市场干预的方法,调节本国货币的汇率水平。外汇市场干预,作为发达国家的重要汇率政策工具,已经被使用和研究多年了。

我国人民币汇率制度,自从1994年1月1日进行重大改革至今,正在经历由经常项目下可兑换到逐步减少资本项目管制,最后实现人民币完全可兑换的转型过程。这个过程,是我国人民币汇率从长期以来被置于政府管制之下,逐步向以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制的转变。因此,外汇市场干预将成为我国中央银行今后一项重要的汇率政策工具。在绪论中,将叙述这样一些问题:为什么要以外汇市场干预作为本书的选题,本书所涉及的主要概念、架构和研究方法,本书的主要创新之处以及进一步研究的方向等问题。

第一节 问题的提出

为什么要研究中央银行的外汇市场干预?

一、人民币汇率形成机制的改革

自2005年7月21日起,我国开始人民币汇率形成机制的重大改革,实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动

汇率制度。人民币汇率不再钉住单一美元,而是朝着更富弹性的人民币汇率形成机制的方向转变^①。

这次改革的内容主要是:人民币汇率不再钉住单一货币——美元,而是按照我国对外经济发展的实际情况,选择若干种主要货币,赋予相应的权重,组成一个货币篮子。同时,根据国内外经济金融形势,以市场供求为基础,参考一篮子货币计算人民币多边汇率指数的变化,对人民币汇率进行管理和调节,维护人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。按照这样的改革思路,我国人民币汇率波动的参考标准发生了变化,从原来钉住美元转变为参考一篮子货币(请注意:这里不是钉住一篮子货币,而是参考一篮子货币);从原来通过汇率制度(例如强制结售汇)和市场干预等手段调节汇率,转变为主要通过市场调节;最后,要使得汇率更加富有弹性,而不是原来的汇率在非常狭窄的幅度内波动。可以预见,新的人民币汇率形成机制中,中央银行外汇市场干预将成为管理和调节汇率的一项重要汇率政策工具。因此,在新的历史条件下,对外汇市场干预的研究具有重要的现实意义。

二、一项重要的汇率政策工具

外汇市场干预,已经成为布雷顿森林体系的成员国作为维持汇率稳定的一项重要工具。当时成员国货币当局面对汇率偏离金平价的情况,首先采用外汇干预以纠正汇率水平,只有在汇率偏离过大、外汇干预难以使得汇率回到均衡水平的情况下,成员国货币当局才会选择诸如改变金平价的措施。

在牙买加时代,世界各国的货币当局有权选择适合本国的汇率制度。根据国际货币基金组织 2006 年的统计分类,全球 188 个国家可以按照如表 1-1 标准,划分为七种类型的汇率制度。

^① 参见中国人民银行关于完善人民币汇率形成机制改革的公告[2005]第 16 号。

表 1-1

实际汇率安排和货币政策锚

汇率制度 (国家)	货 币 政 策 框 架							
	汇 率 锚				货币 总量 目标	通胀 目标 框架	IMF 支持的 或者其他的 货币程序	其他 (2)
无独立法定货币的汇率制度 (41)	其他货币作为法定货币(9)	东加勒比货币联盟 ECCU (6)	非洲法郎区(14) 西非经济共同体 中部非洲经济共同体					欧元区 (12)
货币局安排(7)								
其他传统固定钉住制度(52)	钉住单一货币(47)							
	钉住合成货币(5)							
水平波幅钉住汇率(6)	合作制度(4)		其他幅度安排(2)					
爬行钉住(5)								
没有预先确定汇率路径的管理浮动(51)								
独立浮动(25)					4	16	1	4

注:表中括号内的数字表示选择该汇率制度的国家数。

资料来源:参见 De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework, Data as of July 31, 2006, IMF。

表 1-1 的分类是基于国际货币基金组织成员国的实际的汇率安排,可能不同于这些国家官方宣布的安排。除了无独立法定货币的汇率安排之外,区别不同形式的汇率制度有助于评估汇率安排的选择对于货币政策独立性的影响。

其中,以其他国家的货币作为流通的法定货币(正式的美元化),或者属于货币联盟的成员国,分享相同的法定货币,这样一些无独立法定货币的汇率制度的国家(包括 41 个国家,占 21.8%),其货币当局放弃了对国内货币政策的控制力,以维持汇率稳定。货币局制度(包括 7 个国家或者地区,占 3.7%)是指在法律中明确规定本国货币与某一外国

可兑换货币保持固定的交换率,并且对本国货币的发行作特殊限制以保证履行这一法定义务的汇率制度。货币局制度通常要求货币发行必须以一定的(通常是 100%)外国货币作为准备金,并且在货币流通中始终满足这一准备金的要求。这一制度中的货币当局被称为货币局,而不是中央银行。钉住汇率制(包括其他传统固定钉住制度 52 个国家,水平波幅钉住汇率 6 个国家,爬行钉住 5 个国家,共有 63 个国家,占 33.5%)指一国使本币同某外国货币或一篮子货币保持固定比价的汇率制度。一篮子货币指由多种国家货币按特定的权数组成的货币单位。管理浮动汇率制(包括 51 个国家,占 27.1%),又称干预浮动汇率制度。它是指货币当局采取各种方式干预外汇市场,使汇率水平与货币当局的目标保持一致的一种浮动汇率制度。两者的区别在于货币当局是否干预汇率水平。实际上,目前各主要工业国都干预汇率水平,绝对的自由浮动纯粹是理论上的假设而已。独立浮动(包括 25 个国家,占 13.3%)是指一国货币对其他任何货币的汇率都根据外汇市场的供求关系进行浮动。显然,完全放弃中央银行外汇市场干预的国家是没有的。相反,属于钉住汇率制、管理浮动汇率、货币局等汇率安排的国家都是采用外汇市场干预,来保证汇率制度的有效运行的。从以上分析看到,实行不同汇率制度的国家,都将外汇市场干预作为一项重要的汇率政策工具,这也是本书研究的重要目的之一。

三、外汇市场干预问题是理论研究的热点

外汇市场干预问题,一直是国内外学术界研究的重要领域。特别是西方国家的研究人员,对此进行了长期的、全面的、深入的研究,形成了大量的研究成果。如何对这些学术成果进行研究和分析,从中汲取适合于我国情况的有益部分,具有重要的理论意义和现实意义,也是本书的重要目的。

外汇市场干预问题研究涉及国际经济学的主要领域。外汇市场干预,虽然是中央银行外汇政策工具。对于这个问题的研究,涉及汇率决定理论、汇率目标区理论、外汇市场微观结构理论、一国经济的内外均

衡的协调理论等。

外汇市场干预有效性问题,国外研究者众多,国内研究尚不充分,研究结论存在许多分歧。国内学者大多数关注于冲销干预的效果。通常认为非冲销干预影响货币基础,对汇率具有重要影响;而冲销干预对货币基础没影响,对汇率是否有影响存在分歧。此外,还涉及如下问题:外汇干预成功的标准是什么,联合干预(或者协调干预)与单独干预的效果是否不同以及自从《罗浮宫协议》以后,七国集团国家的干预操作是否存在汇率目标区^①等。

有关我国外汇市场干预的理论研究,早在1989年就已经开始(施惊,1989;欧阳向军,1990等)^②。1994年,我国人民币汇率制度进行了重大改革,初步建立了以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制。因此,外汇市场干预的研究转向以人民币汇率的调节和控制为对象,包括对我国外汇调剂市场的干预、对银行间的外汇市场的干预等方面的研究。1997年爆发了亚洲金融危机,危机中的外汇市场干预就成为这一时期的当然选题。在此过程中,对于外汇市场干预研究的深度和广度也在加强,出现了一些优秀的实证研究成果(马德功,1999;刁峰,2001,2002;陈浪南,2004;丁剑平,2004等)。作为外汇干预问题研究方面重要的开拓者之一,黄泽民教授在其论文^③中,建立了研究这项课题的基本框架。他在研究了发达国家外汇干预方面的文献之后,提出了许多重要的结论。毫无疑问,有关外汇市场干预的研究,已经获得了大量的实证研究成果。然而,囿于历史条件,上述研究正好在人民币汇率制度实现了经常项目下可兑换不久以后进行的,时间短暂,检验所采用的相关数据不够充分。而且,当时我国实行较为严格的资本与金融项目的

① 当两个中央银行向着同一方向进行干预,这是联合干预(或者协调干预)。当仅仅只有一个中央银行干预,不管是冲销干预或者非冲销干预,都被称之为“单独干预”。

② 从我检索到的最早的、比较重要的文献是施惊,《论中央银行干预外汇市场的理论与实践》,《世界经济》1989年11月。

③ 参见黄泽民:《论中央银行干预外汇市场的政策》,《华东师范大学学报(哲学社会科学版)》1997年第4期,第26-32页。

管制,实证研究的条件不是非常完备。在今天,包括可获得数据、检验理论和工具、人民币汇率制度的演进,都为本书的研究提供了相对好的条件。本书将以1994年人民币汇率制度重大改革以来的人民币汇率作为主要研究对象,重点放在2005年7月人民币汇率形成机制改革以后我国中央银行的外汇干预。值得注意的是,虽然我国资本与金融项目管制已经大部分解除,但是还存在一定程度的管制,这些情况将对现阶段的研究带来一定影响。

“中央银行的外汇市场干预问题”是国际金融领域的一项重大课题,具有重要的理论意义和实践价值。本书以“外汇干预问题研究”作为选题,结合当前人民币汇率形成机制改革的新的形势,在理论和实证研究方面作了一些探索。

第二节 研究对象和相关概念

一、外汇市场干预的界定

外汇市场干预,最经典的定义来自于《杰根森报告》。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》)。按照这个报告的定义,外汇市场干预就是“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”(1983年)的行为^①。如果将外汇市场干预仅仅限制在中央银行入市交易,那么今天看来这是一种狭义的定义。

多米格茨(Dominguez, 1998^②)认为,“由一个政府的官方机构进行

^① 参见 Report of the Working Group on Exchange Market Intervention (March 1983) produced under the chairmanship of M. Philippe Jurgensen by the Working Group on Exchange Market Intervention, which was established at the Versailles Summit (June 4-6, 1982)。

^② 参见 Kathryn M. Dominguez, Central bank intervention and exchange rate volatility, Journal of International Money and Finance, 17(1998), pp. 161-190。

的外汇市场干预的任何交易或者宣布的消息,都是有影响汇率的价值”。从《杰根森报告》后的 20 多年的实践来看,各国中央银行已经通过发布干预外汇的信息、入市买卖外汇,甚至货币当局的官员发表谈话等各种措施来影响汇率水平。而且,这些做法行之有效,这是一个相对广义的定义。

在本书中,主要采用狭义的外汇市场干预的概念;在特别说明的情况下,也将使用相对广义的外汇市场干预的概念。

二、外汇市场干预的类型

(一) 稳定性干预和目标圈干预^①

这是按照中央银行干预政策与汇率波动方向的关系对外汇市场干预所作的分类。稳定性干预(leaning against the wind,也称为“逆风而动”)是一种干预方向与汇率波动方向相反的干预行为。例如,当外汇资金大量流入我国,人民币不断升值的时候,为了阻止人民币汇率的进一步升值,中央银行在外汇市场上大量买入外汇,抛售人民币,达到稳定人民币汇率的目的。稳定性干预的方式是逆汇率波动的方向而动,它是为了防止在错误的市场预期下,因过度投机产生“外汇泡沫”,而对汇率进行的干预。

目标圈干预(target zone)是指一国金融当局对本国货币汇率在规定的范围内的波动不加干预。只有当汇率接近或者越过所规定的波动范围(也就是目标圈)的时候,中央银行才进行干预。因此,这种干预既可能与汇率波动的方向相反,也可能与汇率波动的方向一致,干预的目的就是将汇率维持在目标圈之内。

(二) 直接干预和间接干预

按照中央银行是否入市直接买卖外汇,外汇市场干预可以分为直接干预和间接干预。所谓直接干预,指中央银行直接在外汇市场上,利用各种交易方式(如即期、远期、回购协议等)进行外汇买卖来干预汇

^① 参见黄泽民:《浮动汇率制与金融政策》,上海人民出版社 1997 年版,第 165 页。

率。直接干预包括冲销干预和非冲销干预。中央银行外汇市场的直接干预实际上是通过本币和外汇的资产转换完成的。因此,在外汇交易中,当中央银行卖出外汇就相当于从市场中回笼本币;反之,买入外汇就相当于向市场投放本币。显然,这些货币属于基础货币,通过货币乘数效应,能够产生数倍于基础货币的货币供应量,产生扩张和紧缩的货币政策效果,对国内货币政策目标产生极大影响。所谓间接干预,就是利用外汇市场与整个宏观经济之间的内在联系,通过调整货币政策,来影响汇率水平,进而达到干预外汇的目的。这些措施主要包括调整利率、控制货币供应量等。中央银行采用直接干预方式来影响汇率,通常只能对汇率水平产生短期的影响。而通过改变两国相对的利率水平、通货膨胀率水平、经济增长率水平以及经济结构的相对变动等经济因素,将会对汇率水平产生相对较长的影响。因此,外汇市场干预要取得长期性、根本性的效果,间接干预手段是经常的选择。

(三) 冲销干预和非冲销干预

这是直接干预的两种干预方式。一般来讲,一国的基础货币的来源包括国内贷款、购买国内证券、购买对外资产和购买黄金等^①。中央银行对外汇市场的干预主要是通过外汇储备量的增减来实现的,因此外汇干预总是与该国的基础货币相联系。按照中央银行在干预的过程中是否改变该国货币基础,又可以将外汇市场干预划分为冲销干预和非冲销干预。

所谓冲销干预(sterilized intervention),又称为消毒干预,即:当本币升值幅度超过目标汇率,中央银行在外汇市场上买进外国货币抛出本币,以抑制本币升值,维持汇率的稳定,而客观上造成该国中央银行的外汇储备同步增加、货币市场上货币供应量扩大。与此同时,为了控制国内货币供应量、抑制通货膨胀、保持物价稳定,中央银行又要进行逆向操作,在货币市场上进行一系列的交易(如通过国债市场上的公开市场业务、提高准备金比率和公共部门存款管理等)。当本币出现大幅

^① 参见黄泽民:《货币银行学》,立信会计出版社2001年版,第337-338页。

度贬值,中央银行也可以进行反向操作,也就是冲销干预。近年来,我国中央银行通过公开发行业中央银行票据,抵消由于外汇市场干预而增加的基础货币,以稳定经济。

所谓非冲销干预(no-sterilized intervention),是指中央银行在外汇市场进行干预之后,没有在货币市场采取货币政策措施来保持国内货币供给稳定。对于外汇干预将会改变本国的货币供给、进而造成国内信用随着外汇操作而扩张或者紧缩的状况,不予理会。例如,面临本币升值,中央银行入市买入外国资产抛售本币,来抑制本币升值。与此同时,国内货币供应量扩大,出现通货膨胀,进一步导致本币贬值。通常认为,非冲销干预比冲销干预更加有效,在影响国内货币供给方面,其作用类似于国内的货币政策。这项政策在影响汇率的同时,也影响国内的货币政策。因此,各国中央银行的外汇市场干预通常采用冲销干预,以避免因外汇干预而影响国内货币政策目标的实现。

(四) 利率调整和货币供应量控制

利率调整是一种间接干预措施。它主要是指在货币完全可自由兑换条件下,调整利率可以直接影响汇率波动。如果货币不能完全自由兑换,利率调整更多的是通过影响国内经济的间接方式来影响汇率。以我国为例,在资本管制的条件下,利率上升,则可能使得:国内名义总需求下降,进口需求下降,外汇需求下降,人民币汇率上升;出口产品的国外价格上升,进口需求下降和通货膨胀率下降,使得人民币升值预期上升,资金流入;人民币汇率继续保持升值趋势。

尽管通过利率调整而进行的外汇市场干预效果比较明显,但其对整个宏观经济运行的影响也是十分突出的。利用利率变动来影响外汇市场,干预汇率可能会与国内宏观经济政策相抵触。同时,在利率管制的情况下,中央银行利率调控的自主性还受到其他市场化程度的制约。因此,以利率变动来干预外汇市场的效果有限;而且存在明显的滞后效应。

货币供应量控制,就是中央银行通过调整国内的货币供应量,直接影响本币的供求,从而较快地影响汇率变化的趋势。同样以我国为例,1994年人民币汇率并轨以来,外汇市场持续出现供大于求的局面,中

央银行在入市吸纳外汇的同时,采取回收再贷款等方式以控制货币供应量,抑制了人民币可能出现的大幅升值对经济运行的冲击。但这种干预方法的负面效应也十分明显,比如在从紧控制货币供应量时,如果汇率过分上浮,银根偏紧,则可能导致社会资金在外向型企业和非外向型企业之间、国有企业和三资企业之间、沿海开放城市和内地之间严重失衡。

由于不同的干预方法各有利弊,中央银行在特定的市场条件下,需要根据干预目标、干预方法的不同特点进行选择。中央银行在采用直接干预时,常常要相应地调整国内货币政策以增强干预效果,消除干预对国内经济的负面冲击。而且,在干预行动中,往往采用即期、远期、调期、回购等不同方式的搭配,来促进预定干预目标的实现。在间接干预过程中,中央银行常常采用利率、货币供应量以及信贷规模的调整等多种措施,在取得干预效果的同时来缓和因外汇干预操作对国内经济的冲击。

(五) 单独干预和联合干预

按照参与干预操作的国家数量,外汇市场干预又可划分为单独干预和联合干预。前者是一个国家的中央银行进行外汇市场干预,后者是由几个国家共同参与外汇市场干预,协调在外汇市场上的干预行为。在布雷顿森林体系时代,为了维持体系的稳定,应对一次又一次的美元危机,以美国为首的西方国家中央银行共同干预外汇市场、黄金市场,直到这个体系最后崩溃。布雷顿森林体系崩溃以后,美国朝野一度质疑外汇市场干预有效性。1985年《广场协议》签署以后,西方发达国家的中央银行又开始联手进行外汇干预。以后,美国、日本和德国也进行过多次的联合干预。

采用联合干预,一方面是由于一个国家用于外汇市场干预的国际储备相对有限,联合干预的资金实力比较大。一国对外汇市场的干预是通过动用本国的外汇储备来实现的,而一国的外汇储备是有限的,不可能全部用于外汇市场的干预。即使一国将自己的储备全部投入外汇市场,相对于全世界每天将近3万亿美元的交易量来讲,也是杯水车