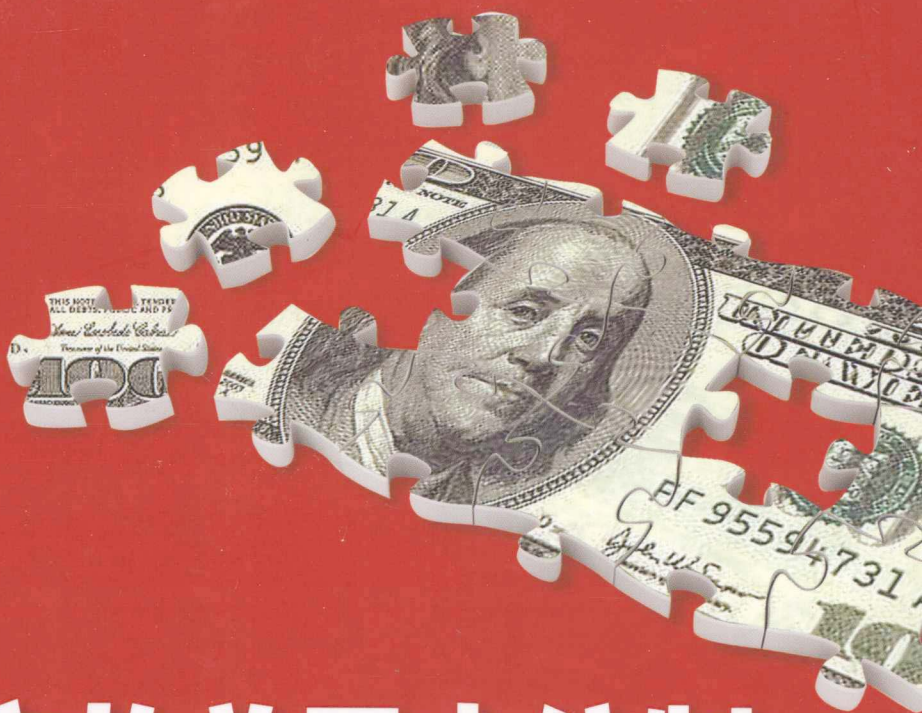




失宠的美元本位制

从布雷顿森林体系到中国崛起

THE UNLOVED DOLLAR STANDARD

罗纳德·麦金农 [著]

李远芳 卢瑾 陈思翀 [译]

From Bretton Woods to the Rise of China

013051560



F821.1
30



失宠的美元本位制

从布雷顿森林体系到中国崛起

THE UNLOVED DOLLAR STANDARD

罗纳德·麦金农 [著]

李远芳 卢瑾 陈思翀 [译]

From Bretton Woods to the Rise of China



中国金融出版社

责任编辑：何 为 王慧荣

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

© Oxford University Press 2013

This Chinese translation is published by arrangement with Oxford University Press. All rights reserved.

《失宠的美元本位制：从布雷顿森林体系到中国崛起》中文简体字版专有版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

图书在版编目 (CIP) 数据

失宠的美元本位制：从布雷顿森林体系到中国崛起 (Shichong de Meiyuan Benweizhi: Cong Buleidun Senlin Tixi dao Zhongguo Jueqi) / 罗纳德·麦金农著；李远芳、卢瑾、陈思翀译. —北京：中国金融出版社，2013. 6

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6923 - 1

I. ①失… II. ①罗…②李…③卢…④陈… III. ①国际货币体系—研究 IV. ①F821. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 071632 号

出版 中国金融出版社
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 11.5

字数 158 千

版次 2013 年 6 月第 1 版

印次 2013 年 6 月第 1 次印刷

定价 38.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6923 - 1/F. 6483

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

本书献给这一时代最杰出的美国政治家——乔治·P. 舒尔茨 (George P. Shultz)，他对我关于外汇问题的叛逆观点给予了持续兴趣和支持。

致 谢

在斯坦福大学五十余年的教学生涯中，我有太多的学生，在此难以一一列名，也难以逐个区分他们的贡献。然而，他们共同发挥了无价之功，使我作为一名国际经济学家得以不断前进。为我增添前行动力的还有罗伯特·蒙代尔（Robert Mundell）与其在桑塔科伦巴（Santa Columba）组织的充满异域情调的会议，以及多米尼克·萨尔瓦多（Dominick Salvatore）与其在美国经济学会组织的年会。马丁·伍尔夫（Martin Wolf）和查尔斯·古德哈特（Charles Goodhart）从金融角度为本书提供了敏锐的观点。乔虹（Helen Qiao）与冈瑟·施纳布尔（Gunter Schnabl）是本书内容的主要贡献者，刘兆（音译，Zhao Liu）则协助整理了本书内容。我还要感谢英国《金融时报》的马丁·伍尔夫所给予的建设性意见，他促使我更清晰地对本书第九章的基本模型进行定义。蒂姆·莱因夏德（Tim Reichardt）和阿克塞尔·洛弗勒（Axel Löffler）为本书第十二章提供了出色的助研。玛格丽特·麦金农为我所有著作提供了编辑支持。

前言

当我于 20 世纪 60 年代初开始教授国际经济学时，美国在政治上和经济上都凌驾于整个非共产主义世界之上，那一时代有时被称为“美国之巅”（American high）。非共产主义世界的其他国家都急迫地试图仿效美国创造财富的制度。尽管美元早已是主要货币，战后国际货币秩序的合法性外衣仍是 1945 年在新罕布什尔州的布雷顿森林由主要工业经济体所批准的《国际货币基金组织协议》。除美国之外的每个成员国宣布维系一个本国货币对美元的汇率平价，美国以 35 美元 1 盎司的价格，用黄金赎回外国政府所持有的美国国债。

由于在第二次世界大战末，美国已积蓄了几乎整个世界的黄金，在之后的二十多年，外国政府极为乐意在其官方储备中仅持有美国国债。美国国债有利息，同时流动性比黄金更好。1945 年，美国是唯一一个拥有规模巨大的金融市场，同时对货币交易不加约束的大国。毋须官方提倡，甚至在《国际货币基金组织协议》的很多条款被执行之前，美元就已成为政府、银行及私人公司所使用的事实上的主要货币。这样，美元在战后很快成为了“国际货币”，对美国金融活动所施加的黄金兑换约束，看上去似乎也是多余的。

事实上，早期一些有影响力的作者提出，美元比黄金更好，仅仅是因为美国财政部愿意以 35 美元 1 盎司的价格买卖，黄金才具有吸引力。因此，埃米尔·德斯普雷斯（Emile Despres, 1963）主张，如果美国逐渐放弃维系金价，黄金将被安全地去货币化（demonetized）。德斯普雷斯还与查尔斯·金德尔伯格（Charles Kindleberger）及沃尔特·萨伦特（Walter Salant）一道写了“美元与世界流动性：一个少数派观点”（1966）。为最好服务于国际贸易的需求，以及为世界其他国家提供全球（美元）流动性，他们主张建立一个无任何外部约束的纯美元

本位。顺着这一脉络，在一腔年轻热情的鼓动下，我为普林斯顿大学的《国际金融文丛》（*Essays in International Finance*）写作了“私人与官方的国际货币：以1969年的美元为例”（“Private and Official International Money: The Case for the Dollar 1969”）一文。所有这些论文都假定，如果没有外部约束——特别是来自于黄金这种人类野蛮时代遗迹的约束——美国货币和财政当局将能更好地稳定美国经济及其价格水平。

足以令人惊奇的是，自1971年尼克松总统正式关闭黄金窗口，切割掉美元与黄金残余的联系，世界仍维持在一个纯粹的美元本位上。美元仍是主要的国际计价单位、结算手段及官方储备货币。然而现在很清楚，之前关于不受约束的美国货币和财政政策可引导美国经济实现宏观稳定——进而实现世界宏观经济稳定的假定，实在太过于乐观了。从1971年美元被迫贬值的尼克松冲击开始，直到2008年至2012年零利率的伯南克冲击，本书记录了源自美国多种多样的货币冲击与汇率冲击，是如何扰动美国及世界经济的。

为协助克服美国政策的孤立性，我提出政策制定者应更多关注美元有效（多边）汇率的稳定。除应对美国经济短期的通胀或通缩压力之外，他们还应调整美国利率以约束热钱在美国的进出，减少美国货币政策和财政政策对其他国家的负面影响。如此，美国便可从世界经济获得正面回报，使得美国在中长期通胀压力更小，经济更稳定。

实际上，中心国应给予边缘国经济事件更多（善意的）关注。然而，随着世界经济的巨大增长，有关的边缘国已发生了戏剧性的改变。当1971年尼克松关闭黄金窗口同时（非正当的）要求其他国家货币对美元升值时，与之有关的“边缘国”仅仅是一些西欧国家、日本以及加拿大。这些国家的货币均可兑换，从1970年开始，由于预期1971年美元贬值，这些国家统统被热钱席卷。

然而，经历了四十余年更为全球化的经济增长，今日有关的边缘国已转变为被称为新兴市场（EM）的一些经济体。这些经济体属于新兴工业化国家，或者多种多样的初级产品生产国——如中国或巴西，

及亚洲和拉美许多其他小国。大多数这些国家的货币是可兑换的。近十年来，这些国家显示出较高的生产率增长。通常情况下，这自然会导致更高的国内利率。然而，如果美国采用接近零利率的货币政策，致使在相对停滞的老牌欧洲工业国家及日本利率也达到类似的超低水平，这就会造成一种不稳定的组合，促使热钱从中心国向边缘国持续流出。除非爆发银行业危机中断资金流动。随着新兴市场经济体央行干预市场以防止货币过快升值，它们会失去对国内货币政策的把控。在一定的时滞后，这又会导致世界范围内的通货膨胀并“渗漏”回中心国家，20 世纪 70 年代的大通胀就是如此。

中国

在当今的新兴市场中，中国不仅规模最大，还尤为特殊。1992 年当我第一次造访中国时，中国的货币很大程度上仍不可兑换。热钱流入流出并不是什么问题，中国贸易顺差也微不足道。然而那时，从纺织业到消费类电子产品，中国轻工业的发展速度令人震惊。这主要由归属于乡镇、县、省及中央政府的企业间更激烈的市场竞争所致。甚至在实际需求出现之前，地方政府就着手修建或计划修建道路、桥梁和机场等大规模的基础设施。街市上熙熙攘攘挤满各种未来的企业家，他们很多（如果不是大多数的话）骑着自行车，都似乎为逐利而往来匆忙，哪怕利润微薄。

我 1993 年的书《经济自由化的顺序：向市场经济转型中的金融控制》（*The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*）正是以中国为经济原型。中国没有采取“大爆炸”的方式来转变社会主义经济固有的精细化国家干预特点，而采取了有序的渐进主义，其最后阶段才是消除国际收支账户的资本控制。由于这本书及我早期著作所讨论的一些原因，中国尚未完成这一最后阶段。

尽管被中国的发展所深深吸引，最初我并没有将它与世界美元本位制这条主线联系起来。毫无疑问的是，与其他新兴市场经济体一样，

中国在快速增长的对外贸易和国际支付中很好地利用了美元本位的货币特征。当中国在 1994 年将多重汇率体制转变为单一的人民币/美元汇率，并在 1996 年实现经常账户可兑换时，美元本位成为其价格水平及更一般意义上金融系统所急需的锚。但当时我没有想到，中国今日会成为世界美元本位制的一个支柱，纵然仅属无意。

中国所起的支撑性作用很大部分源于其自身的实力——极高的国内储蓄导致巨额的国内投资及近年来的对外投资，这使得它以美元为基础的对外贸易规模在全世界最大。然而过去十年，一面是中国储蓄超过国内投资，另一面则是美国储蓄降低至其国内投资之下。结果是中国长达十年的贸易顺差，大部分贸易顺差来自于储蓄不足美国的双边贸易。这一贸易（储蓄）失衡使得美国遍布中国制造的产品，由此导致“打压中国”（China bashing）式的政治摩擦。所谓明达的美国舆论将这一问题错误地诊断为中国压低了人民币对美元汇率，这使得事情变得更糟。

然而，即使中国成为世界上最大的债权国（某些指标上）以及美国的债主，它也是一个不成熟的债主（immature creditor）。人民币距离成为美元那样的国际货币还有很长的路程，部分原因是中国国内金融市场仍有外汇管制和利率限制（Prasad and Ye, 2012）。金融上的不成熟意味着中国尚不能通过积累对外人民币债权融通其巨大的储蓄盈余，而必须诉诸于流动性不佳的对外直接投资或者对外美元债权。但是，中国的银行与保险公司在其国内金融负债为人民币时，被禁止持有美元流动性债权。由于这种货币错配，中国还不能放开其外汇市场或让汇率自由浮动——于是政府便陷入扮演贸易盈余的主要金融中介这一圈套中。

只要中国能保持人民币/美元汇率的大体稳定，同时成功抵抗美国要求中国持续升值的舆论压力，这一圈套还能将就忍受。不过显而易见，世界经济两大巨头之间需要某种妥协（modus vivendi）。

在过去三十年，随着中国规模与实力不断增强，规模庞大并不断增长的财政赤字导致的极低储蓄使得美国日渐式微。另外，美联储内

视型的货币政策不仅损害世界经济也损害美国自身。当前美联储保持接近于零的短期利率就是一个最佳例子。由于美联储迫使中国将国内利率压得过低，中国的金融抑制如今成为一个大问题。

不过，美国经济同样面临一种威胁。如果新兴市场（中国规模最大，自然是其中领导者）对于持续购买几近于零利率的美元资产以防止货币升值的做法感到厌倦甚至恼火，它们可能集体停止购买。诚然它们的货币将对美元升值，但只要它们一起行动，那么各新兴市场的出口都不会相对处于劣势。然而，集体放弃支持美国国际收支将暴露出美国巨大的财政赤字。由于美国银行从向公司企业提供正常借贷转而购买国债，结果会导致信贷危机并重创美国经济，1991—1992年美国所谓的信贷危机就是这种情况的小规模表现。

为防止中国最大的出口市场出现急剧下滑以及美元制的崩溃，中美两国应该协同合作，对必要的改革达成更好的共识。如果两国政策制定者都能阅读本书，那可算是向正确的方向前进了一步。

罗纳德·麦金农

2012年于斯坦福

目 录

第一章 导言：失宠的美元本位制	1
第一部分 国际货币机器	11
第二章 美元作为当今国际货币的推动作用	13
第三章 作为全球名义锚的美元：1945 年到 20 世纪 60 年代 后期孤立的美国货币政策	23
第四章 1971—2008 年脱落的“锚”：尼克松、卡特和格林斯潘 冲击	37
第五章 2008—2012 年伯南克冲击：利差、息差交易和热钱流入	49
第二部分 贸易失衡	69
第六章 美国储蓄不足、经常账户赤字与去工业化：硬着陆对软 着陆	71
第七章 美元本位制下的汇率和贸易差额	82
第八章 为什么汇率变化不会改善全球贸易失衡	105
第九章 减少美国经常账户赤字的转移问题	108
第三部分 中国：调整以适应美元本位制	117
第十章 平稳美元汇率下的工资高增长：1950—1971 年的日本和 1994—2011 年的中国	119
第十一章 美元边缘国家的货币错配：为什么作为不成熟债权人 的中国不应导入浮动汇率制	129
第十二章 中国和人民币对美元汇率：全球性的稳定力？	135

失宠的美元本位制：从布雷顿森林体系到中国崛起

第四部分 国际货币改革 147

第十三章 重建美元本位制及中国其中的作用：两国集团 149

参考文献 166

第一章 导言：失宠的美元本位制

世界性的美元本位制是一次历史的偶然，不过却大大促进了国际贸易和汇兑——甚至除美国之外的贸易。自 1945 年以来，无论银行间进行国际收支清算，还是政府为了稳定汇率干预市场，美元都是最重要的货币，也是初级商品贸易中支配性的标价货币，还是官方外汇储备中最主要的货币。

尽管美元本位制强有力的网络效应在很大程度上促进了多边贸易的金融效率（第二章），可没人喜欢它。自 20 世纪 60 年代以来，反复无常的美国货币政策和汇率政策就使得外国不满，现在仍是如此。不断贬值的弱势美元导致了 20 世纪 70 年代世界范围内的通胀，造成了资产价格泡沫以及 20 世纪头十年的全球信贷危机——包括 2008—2009 年的全球信贷危机。美元走弱加剧了战后世界三次巨大原油价格冲击（1973 年、1979 年和 2007—2008 年）（第四章）。

美联储当前政策将短期利率保持在接近于零的水平，这与处于美元本位制边缘的新兴市场经济体较高的利率相左，从而使得国际货币体系更易受到“套利”交易的损害。在 2008 年之后的两年多时间里，热钱如洪水般涌入边缘国家，导致这些国家货币失控，造成商品价格泡沫，以及世界范围的通胀（第五章）。在 2011 年 8 月，流向新兴市场的资金突然转向。欧元可能崩溃的前景带来了一场世界范围内的银行业危机，银行中断了向各地企业提供的信贷——特别是向那些高杠杆率的套利交易商提供的信贷。当套利交易泡沫急速破裂时，就有可能导致汇率的巨幅震荡以及信贷危机。毫无疑问，外国人——从 20 世纪 60 年代的法国人到 2008 年的中国人——都要求建立一个新的国际货币制度，一个不依赖于任何一种国别货币（美元）兴衰变迁的制度。

美元本位制本质上的不对称也让很多美国人不满，因为他们无法

控制自己的汇率。在第二章和第三章所揭示的美元本位制的游戏规则中，外国政府可以选择设定本国货币相对美元的汇率——为防止冲突，美国政府通常不加以干预。然而，美国人经常抱怨外国人并没有公正地设定其货币对美元汇率，如美国从 20 世纪 70 年代到 90 年代中期一直抨击日本压低日元，而在新千年又抨击中国压低人民币。

这样我们就面临一个巨大的悖论。尽管没人喜欢美元本位制，但自 1945 年以来的外汇市场上，政府和私人参与者仍显示出使用它的偏好。它是国际贸易能稳健地保持在多边而非勉强的双边状态的主要货币机制，因此它是无价的幸存之物，也是难以替代之物。

1999 年 1 月 1 日欧元启动时，欧元区的国民总产出比美国略大一些，当时有人设想币值更为稳定的欧元将逐渐代替美元在国际金融的中心地位。在欧洲东边的一些小国和在非洲及其他地方的一些前殖民地（欧洲的后院），欧元的确扮演了国际货币的角色。然而，2010 年希腊债务危机揭开了一个沉重的质疑：欧元能否以当前形式生存下去。2011 年末，几乎所有欧元区国家的主权债券都被怀疑是否可靠。除此以外，经济状况较差的“地中海俱乐部”国家国际竞争力持续恶化，使其还债能力岌岌可危。因此，欧元成为欧洲以外真正的国际储备货币的前景大为暗淡了。

自 1980 年以来，中国经济在向市场体制的转型过程中取得了惊人的高速增长，从而得以成为世界上以进出口之和衡量的（当然是以美元计）贸易规模最大的经济体。中国拥有众多人口，其国内 GNP 规模已相当于几个欧洲大国的——也已经超过了增长缓慢的日本。在未来十年左右的时间，中国的 GNP 甚至可能会超过美国。

中国一些官员，如中国人民银行行长周小川，认为使用一种主权货币作为“国际货币”的做法已越来越不合时宜。

中国人民银行公布了周小川于 2009 年 3 月 23 日的声明。声明倡议创建“一种与个别国家脱钩同时能在长期维持稳定的国际储备货币”，以取代美元作为主要的世界货币。周行长恰当地论述到，随着国际化进程发展，中心国家国内的货币需求更有可能偏离世界其他国家的货

币需求。中国对于它所持有的 3 万亿美元外汇储备感到坐立不安。要在美国的零利率政策下维持汇率目标，中国实际上陷入不得不积累更多美元外汇储备的处境中（第五章）。

正如日本在 20 世纪 80 年代和 90 年代尝试的日元“国际化”一样，新千年来中国已采取一些措施支持人民币的部分国际化。中国政府鼓励在与其近邻国家的贸易中以人民币结算，同时还放松了资本管制——至少对资本流出的管制。原则上，上海可以成为向中国巨大的贸易（储蓄）盈余提供人民币融资的国际金融中心——正如德国当前用欧元为其巨大的贸易（储蓄）盈余提供融资一样。这些步骤对于降低中国经济中的货币错配都是恰当的（第十一章）。

但是，美元在保持其国际货币的中心地位上拥有两项巨大优势。即便中国经济规模超过美国，这些优势仍将持续。

首先，拥有仅仅一种主要的国际货币是一种自然垄断。引入第二种甚至第三种储备货币将增加在世界不同国家进行国际收支及其清算的交易成本（第二章）。诚然在部分贸易关系紧密（如那些已在或可能在）的欧元区国家中，使用一种共同的欧洲货币带来区域内部汇率稳定的效率提升，高得足以抵消它们与世界其他地区进行以美元为基础的贸易中所遭受的网络效应损失。但如果情况有变，也就不能成立了。

其次，已安坐国际货币交椅的主权货币存在巨大的先行者优势。一旦交易（网络）的市场惯例建立起来，绝大多数银行使用美元作为第二种和第三种货币汇兑的媒介货币，该市场的交易成本将随着其流动性的增加而降低。随着交易成本的降低，其余银行也将被吸引来使用美元——这样随着国际化进程深入，更大的交易网络经济将使得成本进一步降低。

更进一步，一旦成为国际货币，美元在巨大的国际危机期间就成为了“安全港”——甚至危机源自美国，情况也是这样。在美国次贷危机导致的 2008 年全球信贷紧缩和经济下滑中，向安全资产的撤离的资金流动使得美元对大多数没有与之绑定的货币汇率上升。在 2011 年欧元区大规模的银行业危机中，对美元的需求高涨，流向新兴市

场——如中国和巴西的热钱突然转向。但对于最近这场危机将如何演变，现在作结论还为时尚早。

尽管“黑天鹅”（指概率极小的事件）并非完全不可能出现，但只有一场灾难性的金融事件可能导致美元作为先行者的地位被取代。令人惊奇的是，爆发于20世纪70年代和21世纪最初十年中的金融地震——美元位于震中——丝毫无损于当今全世界美元本位制的重要地位（第二章）。尽管美元作为支付便利足够稳健，在过去几十年的各种灾难后仍维持下来，它作为全世界货币锚的表现却是极差的（第四章和第五章）。为何会出现这一情况？

美国货币政策的孤立传统

自1945年以来，美国货币政策就一直保持着内向型特点，甚至在国际化进程使得这种孤立主义过时后也仍旧如此（第三章）——本书的中心主题。美国在忽视世界其他地区反馈的同时，不断追求孤立的国内货币和金融政策，这使得美国自身常常成为最大的输家。受制于接连不断的宏观和外汇方面的错误思想——在本章末尾列出——美国政策制定者在政策上犯下的错误使得孤立主义的负面后果更加严重。

今日美国货币政策操作中的孤立主义有何历史渊源？1945年后的二十来年里，美国在非共产主义世界的金融领域中就好比小人国里高高在上的格列佛。此外，以自由流动的国际金融活动为主要形式的全球化——如我们今天所知的——当时刚刚萌发。在美国之外的工业国家和发展中国家，对国际资本流动的控制层出不穷——这是来自战争和萧条的遗产。美国——因其相对开放的金融体系使得美元受到青睐而成为国际货币，过去如此，现在仍是——由此与其他地方的金融冲击彼此隔绝。

在早期美元本位制下，美国货币政策的孤立主义，即联储仅仅观测美国国内的经济指标——如通货膨胀率、失业，或者美国银行的金融局势——大体是正确的（第三章）。当时经外汇交易对美国货币当局造成的货币反馈效应很小甚至不存在。外国货币在存储国际流动性上

不是美元的对手，因此国际热钱流动规模极小。只要美国的物价和金融体系能够独立地稳定下来，其他国家就可以此为基点，通过盯住美国从而稳定其宏观政策。美联储对于其他非共产主义国家宏观形势的“善意忽视”也就是最佳政策。

然而，时事变迁。到 20 世纪 60 年代中期，西欧和日本开始回归经常项目下的货币可兑换。对于它们由世界贸易快速扩张引领的强劲经济增长，这是必需的要素。除此之外，到 70 年代末期，对于金融资本流动的限制也残存无几。西德是当时的先行者。它一心一意想要将其通胀率保持在美国之下，因此在 60 年代末期就实际上消除了资本管制。通过国际货币替代，短期热钱流动也就成为可能。

不过，如果美国当时采取了稳定国内物价水平和汇率水平的政策，即便它在 20 世纪 60 年代末期放弃对黄金可兑换性的承诺（第三章），传统的美元汇率平价的可信度仍可能从 60 年代维持至今。那样的话，美元本位制中的边缘国家，即便放开资本账户也不会有太大问题。与我们今日所见的热钱流动不同，国际货币流动将使得汇率更为稳定——根据米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman, 1953）所假想的稳定性投机者的模式。

然而正是美国政府本身——出于对美国产业在世界市场竞争力下滑的担心——使得有关信任的美梦破灭。在 1971 年 8 月（第四章）广为人知的“尼克松冲击”中，美国总统终结了美国对于黄金可兑换性的承诺，并在其他工业国家同意本币对美元大幅升值以前对其制造品进口征收临时关税（我们今日所知的“新兴市场”当时在世界舞台上的经济影响力尚不突出）。不太为人所记得的是 1977 年随之发生的“卡特冲击”，当时的财政部长迈克尔·布卢门撒尔（Michael Blumenthal）被派去就要求美元贬值进行谈判（特别是对日元汇率）。这一预期导致又一轮的热钱逃离美国，因此 1977—1978 年美元大幅贬值。当 1978 年 10 月国际上若干中央银行联合起来干预市场以提振美元后，这才算结束。但这导致美国利率的急剧攀升，并一直持续到了 80 年代早期。