

时运变迁

世界货币、美国地位与人民币的未来

〔美〕保罗·沃尔克 于杰 | 译

〔日〕行天丰雄 | 著

CHANGING

FORTUNES



中信出版集团 · CHINACITICPRESS

时运变迁

CHANGING FORTUNES

【美】保罗·沃尔克 【日】行天丰雄 著

于杰 译

图书在版编目 (CIP) 数据

时运变迁：世界货币、美国地位与人民币的未来 /
(美) 保罗·沃尔克, (日) 行天丰雄著; 于杰译. -- 北
京: 中信出版社, 2016.10
书名原文: Changing Fortunes
ISBN 978-7-5086-6730-0

I. ①时… II. ①保… ②行… ③于… III. ①国际货
币体系-货币史-研究 IV. ①F821.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 227018 号

Copyright 1992 by Paul Volcker and Toyoo Gyohten

本书仅限中国大陆地区发行销售

时运变迁——世界货币、美国地位与人民币的未来

著 者: [美] 保罗·沃尔克 [日] 行天丰雄

译 者: 于 杰

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 880mm×1230mm 1/32

印 张: 17.75 字 数: 428 千字

版 次: 2016 年 10 月第 1 版

印 次: 2016 年 10 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2016-7227

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-6730-0

定 价: 68.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由销售部门负责退换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

保罗·沃尔克

距写作《时运变迁》已将近 25 年——一代人的时间过去了。最终得到证明的是：时运确实变了，以我们没有也不可能预料到的方式发生了变迁。

但是，有些耳熟能详的事很重要：汇率的极不稳定、对协调各国经济政策的无能为力、贸易的严重失衡，以及国际资本流动的激增。目前，一些国家，我们称其为新兴经济体，似乎正面临重蹈金融危机覆辙的危险。这些问题持续存在，似乎需要被关注，而实际上并未得到圆满解决。

没有人能在 1992 年料到中国和其他新兴国家的增长速度和规模。许多人，尤其是在中国，已经脱离了贫困。就经济而言，美国可能还是“第一”，日本的第二却不复存在。20 世纪 70 年代和 80 年代，日本俨然是持续的快速增长与价格稳定的典范。今天，

它却提供了一个不同的模本：投机过度和金融危机，接着又是数十年的巨额债务和缓慢增长。

世界各地的金融市场，借助于电子科技，已经变得无比复杂，并且更具风险。近年来，加强资本和中央银行监管的重大改革，也很难同步跟进。

那么，经过 25 年的超常增长后，这甚至超出了早先日本的水平，中国的处境如何呢？其领导人说得很清楚：中国经济的特征根植于基础设施、出口和制造业，需要重新调整。负债过高，一些重要的部门存在重复建设。关注点必须转向消费和服务，而突出的环境问题理应得到更多关注。

这些目标是明确的，但所需的改变困难重重。相比过去，几乎不可避免的是增长会慢下来，但按世界标准，它应该会而且也能够保持高速度。除此之外，世界范围内广泛存在的腐败，无疑也是中国在经济和政治上的特殊挑战。

中国渴望在各类国际论坛中，尤其是在国际货币基金组织中拥有强大的话语权是自然的，同时也很合理。人民币的储备货币身份，似乎对政府具有重大象征意义，但它的实际作用仍有很多疑问。

正如本书中提到的，储备货币可能有一些好处。在错综复杂的国际金融体系的实际运作中，可能需要一种受到有力支持和广泛使用的货币。但储备货币也给发行国带来了难题，特别是外汇市场对其存在的高估倾向，损害了国内制造业，并导致国内储蓄过低。

恰是这一教训，令新的中文版《时运变迁》值得一读。

2016 年 4 月

行天丰雄

《时运变迁》英文版于1992年面世。那一年，克林顿在美国成功当选总统。有人告诉我，政府人员为新总统准备了一份简短的荐读书单。令我喜出望外的是，《时运变迁》居然在列！我一厢情愿地猜测，在克林顿总统的任期内，美国经济表现相当亮眼，《时运变迁》里的教训功不可没。

《时运变迁》出版时，美国正作为苏联解体后的世界唯一领袖而志得意满。然而，帝国过度扩张的阴云已经隐现。欧洲在努力走向包括统一货币在内的历史性整合；日本则处于一个巨大的资产泡沫崩溃的边缘。世界面临着持续停滞的不祥征兆。中国经济正从此前的滑坡中走出，并在邓小平先生改革开放政策的背景下，步入了增长。

在《时运变迁》中，我和保罗·沃尔克力图告诉我们的读者（他们是普林斯顿大学的国际研究生），世界经济始终被高度复杂的动态因素驱动着。其中，有一些因素可以测算，有一些不可预测，有一些可控，有一些则无法规避。结果是，时运的变迁成为常态。

在《时运变迁》初版后的1/4个世纪里，全球经济领域发生了很多大事：金融在经济中的主导性、信息和通信技术发挥的重要作用等。毫无疑问，中国经济的卓越表现是最重大的事件之一。其间，中国跻身全球第二大经济体，并在许多经济领域，例如生产、消费、贸易和投资等，处于领先地位。这确实是一项了不起的成就。

但历史性成就带来的结果是，中国目前正面临着另一个艰巨挑战：对经济和社会政治体制进行结构性改革。如此，中国作为一个国家以及中国公民个人，便可在世界上发挥一个重要发达国家的作用。我由衷期待，《时运变迁》再版能够为中国读者提供有价值的思想食粮。

2016年5月

C. 弗雷德·伯格斯滕^①

（彼得森国际经济研究所高级研究员、名誉所长）

《时运变迁》是国际货币体系，更宽泛地说，甚至是世界经济方面已问世的最重要的书籍之一。20世纪七八十年代，现代社会的全球经济基本规则和制度安排正处于改革和尝试期，本书作者即为当时政策制定和国际谈判的两位核心参与者，从而提供了理解当今世界形势，及协调货币失调和外部失衡可能的最佳方式绕

^① 弗雷德·伯格斯滕：美国著名经济学家。1977—1981年担任卡特政府时期的财政部部长助理，负责国际事务，并于1980—1981年担任负责货币事务的副部长，其间代表美国出席五国集团财政部部长副手级会议并筹备七国集团峰会。1981年创办国际经济研究所（后更名为彼得森国际经济研究所，2008年与2011年两次被评为全球顶级智库）并担任该所所长，直至2012年，现为名誉所长和高级合伙人。该机构关于美国对华经济政策的研究影响很大。本书中脚注如无说明，均为译者注。

不开的背景条件。失衡问题始终困扰着所有的大国，既包括这一体系的传统领导者如美国，也包括未来的新兴领导者如中国。尤为值得称道的是，本书在以下四个方面别有助益。

第一，《时运变迁》展示了见证者直接观察到的，在相互依存度日益加深世界里的主要大国，当时在努力维护繁荣和稳定的过程中，所经历的一系列关键转折点。1971年的“尼克松冲击”从根本上终结了固定汇率制的布雷顿森林体系，并开始采用目前主要通行的浮动汇率制度。1978年的波恩峰会启动了“火车头战略”，尝试了史上影响最深远的协调努力。1978年后期的美国，其美元保卫计划，揭开了世界强势货币会像任何其他货币一样崩溃的真相，但同时也可能避免了一次前所未有的全球经济“硬着陆”。1985年的广场协议，代表着迄今为止国际经济合作的巅峰，并成功纠正了时人眼中自“二战”以来最严重的失衡。1987年的卢浮宫协议实施了货币目标区的新制度，虽然只维持了很短时间，却是力求回归较稳定货币体系的大胆尝试。两位作者沃尔克和行天丰雄，详尽描述了所有这些事件的来龙去脉以及其他细节，其中不仅包括他们经济方面的考量，也涵盖了其关键的政治立场。

第二，沃尔克是20世纪后半叶最杰出的经济学家、政治家，本书则是他出版的作品中，最接近其自传的一本。通过两桩改变世界及其本国经济路径的不朽功绩，沃尔克为自己赢得了偶像地位。凭借臻于完美的技术和勇气，他几乎是以一己之力在1979—1980年扭转了美国的货币政策，并制服了连续三年保持两位数、令美国部分利率突破20%的通货膨胀。他的胜利，让美国经济恢复了稳定，从而为其后20年的美国繁荣和大缓和奠定了基

础，迎来了全球经济的空前盛况，同时也成为重建对美元的信心，以及因应的国际货币安排的前提。由沃尔克执笔的本书相关章节，十分引人入胜。

本书关于沃尔克另一项壮举的章节也同样精彩，即最终成功应对 20 世纪 80 年代席卷拉美的债务危机。那次危机对世界经济和美国银行体系造成了破坏性威胁。它要求沃尔克及其国内、国际同事，在国内反通胀和国际金融紧急状态的处理之间，具备自由切换的娴熟技巧。

第三，行天丰雄和沃尔克均断然否定了广泛存在却完全错误的观点：20 世纪 80 年代国际合作的努力，尤其是广场协议，导致了日本经济在 90 年代初期的衰退，乃至此后其“失去的 20 年”。关于这个问题的争论至今保持着极高的关注度，特别是在牵涉到中国，以及中国是否应该同美国、其他国家合作以纠正全球失衡与汇率失调的情况下。那时，日本是主要的顺差国，是美国和其他国家贸易政策抗议的主要对象，一如今天的中国。行天丰雄作为内部人士，其对日本的政策反应及其后续演进的解释，应当被研究这一问题的所有学人划为必读内容。乘着回顾过去 30 年的东风，关于上述过程的进一步分析，可参阅彼得森国际经济研究所最近出版的《国际货币合作：广场协议 30 年后的教训》。该书由我本人和拉塞尔·A.格林，在广场会议的组织者和领导者——前财政部部长詹姆斯·A.贝克三世主持并发表讲话的会议基础上编辑而成，其作者囊括了许多当时谈判和制定广场协议的美国和日本官员。

第四，本书的副题是“世界货币、美国地位与人民币的未

来”。这一主题与今天的中国直接相关，因为人民币正在谨慎却不失稳当地迈向全球关键货币的位置，而且在这一点上，极有可能走得很远，纵然是昔日的日元也难望其项背，尽管日本的经济实力在《时运变迁》跨越的时段里飞速提升。曾经，日本为保持其巨额经常账户顺差，一度操纵本国汇率，挑起了美日间的争论。这在本书中有详述。对许多人而言，此类情形很像老生常谈，毕竟过去十年，美中之间的交锋都被他们看在眼里——关键的差别是，中国拥有十倍于日本的人口，其超越美国成为全球最大经济体的时间点也将提前（如果还没有超越的话）。中国的政策制定者和非官方专家固然已经研究了日本的相关历史，但行天丰雄作为内部人士的反思，以及沃尔克在此基础上的评论，有助于更准确地理解那段重要历史时期透露出来的讯息。

《时运变迁》的写作时间，与其著述的重大事件发生时间较为接近，可能恰恰由于这个原因，对希望理解当今世界经济关键成型期的读者而言，它可谓必读之书。而中国的官员和其他人，如果在面临本国国际实力和责任上升挑战的同时，也对如何与美国在这些议题上打交道感兴趣，本书的价值将更为突出。我很高兴，今天这本书能在中国出版，愿它获得应有的广泛关注。

2016年7月

今天的中国，为什么要读《时运变迁》

自中国成为全球第二大单一经济体后，美国何时将被中国超越，成为一个世界性的议题。在中国国内，热点则更具体，从“中国借给了美国很多钱”到“要不要换一点儿美元”，从北京的专家学者、出租车司机到各地的乡村书记，有着各自的逻辑。

“二战”以后，美国之外实现快速、稳步发展的经济体，均有着鲜明的本地特色，但共性也很明显，那就是借助全球化。从战后的西德、日本，到后来的中国，概莫能外。一个普适的路径是，利用廉价成本优势，尽可能多地向美国市场出口，快速完成国内积累、增加美元储备，跻身全球重要经济体行列，同时提升本国货币地位。所不同的，只是时间上的差异。这个过程中，美国的作用至关重要。不同时期的后起国家，与美国间的摩擦不断，后者的地位被持续挑战。这些摩擦中，货币事务是典型且绕不过去的环节，过去 70 年，美元就一直处于“将崩溃”的预言中。其间的曲折、妥协，正是过去半个多世纪世界货币体系的演变历程，

这显然不是单纯的理论和事后演绎能够完整诠释的。作为这个体系的参与者，美联储前主席保罗·沃尔克和日本大藏省前副相行天丰雄合著的《时运变迁》，以他们的亲身经历，详解了形成和维护这个体系的过程。深入了解这段历史，对思考目前全球化面临的问题、世界货币动荡、人民币的地位和未来，以及居民个人的资产配置选择，都很有启发。对思考中国经济超越美国的可能性，同样很有帮助。

“二战”后国际货币体系的演进

“二战”之后的国际秩序，是东西两大阵营间的冷战，直至苏联解体。世界经济秩序围绕冷战展开，在西方是一个再全球化的过程，领导者是美国。本书内容正跨越了这一时期。

同“二战”前相比，20世纪50年代之后全球化的显著特点，是西方国家之间没有大规模的战事，重建、发展为第一要务。冷战可能影响了西方全球化的国别范围，但其不少经济问题却可能因为冷战而被淡化，即便是摩擦，也会较好地解决。其间的参与者，经济发展在规模和质量上都实现了阶段性飞跃，有的成为发达经济体。而另一阵营里的国家，直到冷战后期参与到西方全球化体系，经济状况才逐渐真正改观。此时，全球化不再拘于西方，美国仍是主导国家。全球化，是过去70年世界经济繁荣，从西方扩展到东方的一个先决条件，这是分析包括中国在内全球经济的一个重要因素，也是思考未来全球经济问题的宏观逻辑，这个逻辑在短期内不会改变。

自由贸易是全球化的思想基础，世界贸易组织（WTO）被视为载体。早前的关税与贸易总协定（GATT），发挥着同样的作用。但国际货币体系不稳定，正常的贸易往来便无从谈起，更不会有全球化。这是“二战”前世界贸易无序带来的教训，也得感谢当时在全球经济领域最具领导经验并信奉自由贸易思想的英国，还有凯恩斯这些世界级专家的贡献。也因此，确定全球货币体系的布雷顿森林会议，先于关税与贸易总协定，并为后者提供了思想基础和制度框架。这个过程并不平坦。

一、

“二战”后的世界经济体系，起步于1944年战争行将结束时的布雷顿森林。时年7月，在当地召开的国际会议，讨论成立了两个机构，即国际货币基金组织（IMF）、世界银行。这两个机构确立了战后国际货币体系框架，明确了美元和黄金之间的固定对价，即1盎司黄金兑换35美元。为什么是这个价格？没有理论依据，可参照的标准只是战前的美元/黄金价格，再者就是美国的意愿。美国同时承诺，根据IMF成员国的要求，其随时可将后者手里的美元兑换成黄金，有见“（绿）票”即付黄金的意思。黄金-美元本位制随之确立。

美国的实力和美元的国际地位，在布雷顿森林会议前就达到了其历史顶峰，这是全球政治、经济形势发展的结果，不是美国单方有意、有能力为之的。因此，所谓布雷顿森林体系是美国要确立美元的霸权地位，并不确切。一则是，当时的美元地位不需要通过协议的形式来确定；再则，任何货币的国际地位都不可能

通过协议确定，任何协议也确定不了任何货币的地位。布雷顿森林体系，是战后全世界（后来的西方世界）期望美国带领它们走出战争废墟的制度安排。实际上，直到 20 世纪 50 年代中期，布雷顿森林体系中的货币机制，都还是纸上约定。原因很简单，美国忙于援助，西欧和日本忙于在美国的支持下重建、发展，积累美元最重要。相对于黄金，美元资产还有利息，而美元等同于黄金。因此美元在当时比黄金更受欢迎，西德、日本等国家没有兑换要求。

自此，西欧、日本经济快速增长，并逐渐积累了大量的美元储备。问题来了：要不要把这些美元储备兑换成黄金？在布雷顿森林体系建立之时，没有人意识到，美国会出现没有黄金可兑换的问题，当时担心的是“美元荒”。这是一个理论研究上的缺憾和不足。对美、欧、日的决策者来说，他们面临着不确定、无把握的选择。黄金—美元本位制，是基于“二战”以前的经验做出的安排。金本位在大危机期间的紧缩效应（要维持金本位，美联储在 1931 年提高了利率而不是宽松；同时，居民又将纸币兑换成黄金。结果是，美国物价在 1931—1932 年下跌近 10%；1930—1933 年国内生产总值萎缩近 1/3，失业剧增），让经历过那段历史的人们心有余悸。因此，退回到金本位，只是法国或者说是其时任总统戴高乐的独角戏。在 1967 年法国选择退出黄金总库时，大国中并没有积极响应者，而不是各种版本故事中的集体行动，否则，美元与黄金脱钩时间就会提前到 1967 年下半年。西德和日本，借助美国主导的西方再全球化便利，成为经济增长速度最快的大国，一方面对美国有感恩之念；另一方面，两国政府非常清楚，美元

面临的压力，是包括它们在内的西方国家经济发展的结果，脱离美国和美元探讨货币体系，没有任何意义。

认识到前述的第二个方面，也就不难理解，因为其内在缺陷，布雷顿森林体系的崩溃只是时间问题。因此，1971年尼克松宣布美元与黄金脱钩，是水到渠成的结果。包括美国在内的西方国家，是在忐忑中迈出这一步，它们甚至尝试再度回到同黄金有关的机制，但经济和市场的发展表明，脱钩是正确且明智的选择。

跨过布雷顿森林体系确立新货币机制，方向在哪里？无人知道、没有有效的理论支持。因此，从20世纪70年代到80年代的广场协议和卢浮宫协议期间，是西方经济体寻找全球新货币机制、主要货币对美元汇率的纠正过程，两个过程互相交织。说是纠正过程，因为日元、西德马克、英镑和法国法郎此前对美元的汇率，是在“二战”结束前后确定的。20多年之后，国际环境和这些国家的经济实力均发生了很大变化，汇率的调整在所难免。这同时是大国间的相互协作和妥协，通过美国同后者之间的系列谈判完成。谈判过程曲折，但结果尚如人意。这些协作的巅峰是1985年的广场协议。日本在广场会议上主动提出日元对美元升值，且幅度超过美国预期。至于逼迫和阴谋一说，只是增加了故事性。根据当时日本首相和财经高官的计划，这更像是美日两国之间的“合谋”。

西方大国同时在寻找一个合理、恰当的汇率机制。浮动汇率是一个很小心尝试性选择。两次大战期间浮动汇率的后果，让这些国家的决策者不敢完全放手。那段时间里，著名学者弗里德曼是浮动汇率的积极鼓吹者和倡导者，但现实显然胜于理论。沃

尔克参与了整个过程，更是 1971 年黄金与美元脱钩（他曾表示美元与黄金脱钩是他职业生涯中一个最重要的事件）及 1973 年尝试浮动汇率这两个世界性举措的蓝图设计者（他于 1972 年起草的关于国际货币体系改革的方案，当时被传称为“沃尔克计划”）。书中他对这个过程的记录和反思，胜过诸多事后的推演。

需要提及的是，其间，美国对日本的态度，自战后初期的有意压制，转变为后来支持其经济增长；对欧洲的态度一贯：尽快走上正常的经济增长轨道。美国支持欧洲内部的融合，即欧洲共同体，对欧洲走向统一货币也是支持甚至是期望的。这有两个原因：一是冷战的需要，西方全球化的快速扩张，部分得益于冷战。二是美国希望欧洲能在货币事务中有一些担当，减少对美元的压力和国际货币市场动荡。欧洲货币体系能最大限度地实现这一点。因此，与其说美国打压欧元，倒不如说美国在利用欧元。如果要打压，最佳时间在 20 世纪 70 年代到 1985 年的广场协议之间，美国可以将其消灭在“萌芽里”，不费吹灰之力，因为当时欧洲内部的意见就不一致。欧洲问题的复杂，在统一货币欧元之后，仍然存在。我在 2016 年 4 月底拜访沃尔克先生时，问及此前 G20 上海会议中国与美、欧、日之间就人民币汇率达成“类广场协议”的可能性，他回答说：不可能。原因之一是欧洲的问题很多。2016 年 6 月英国退出欧盟的公投，不知道是不是他这一判断的印证。

美国同欧洲特别是西德、日本之间的关系变化，在新汇率机制的谈判过程中完全体现。美国地位相对衰落，西德、日本在提高。正如本书名字，时运确实变迁了。对于这种变化，三个经济体都非常清楚，坦然接受。更重要的是，西德和日本知晓美国的