



麦金农经济学文集

第四卷(上册)

 中国金融出版社



麦金农经济学文集



第四卷

(上册)




博弈规则：国际货币与汇率

*The Rules of the Game:
International Money and Exchange Rates*

[美] 罗纳德·I. 麦金农 著

覃东海 郑英 译

陈雨露 校

 中国金融出版社

责任编辑：仲 垣

责任校对：张京文

责任印制：裴 刚

©1996 Massachusetts Institute of Technology

This translation of *The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates*, originally published in English in 1996, is published by arrangement with the MIT Press.

北京版权合同登记图字 01 - 2005 - 4317

《博弈规则：国际货币与汇率》中文简体字版专有出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

博弈规则：国际货币与汇率 / (美) 麦金农 (McKinnon, R. I.) 著；覃东海，郑英译，陈雨露校。—北京：中国金融出版社，2006. 10

(麦金农经济学文集；4)

书名原文：The Rules of the Game: International Money and Exchange Rates

ISBN 7 - 5049 - 4168 - 9

I. 博… II. ①麦…②覃…③郑… III. ①国际货币制度—研究②汇率—研究—世界 IV. F821. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 113002 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京汇林印务有限公司

尺寸 155 毫米 × 235 毫米

印张 25

字数 449 千

版次 2006 年 10 月第 1 版

印次 2006 年 10 月第 1 次印刷

印数 精装 1—3000 平装 1—2000

定价 精装 320.00 元 (1~6 卷) 平装 280.00 元 (1~6 卷)

如出现印装错误本社负责调换

序 言

本书最初只是想归集我在国际金融领域发表过的文章。我们挑选出了20世纪60年代一直到现在的这些文章，至少反映了一位经济学家对过去诸多重大问题的深刻思考。比如最优货币区，战后美元本位制和1914年前金本位制之间的运行比较，以及我们相当熟悉的1971~1973年固定汇率制的崩溃和浮动汇率制的开始。

整理这些文章的过程，却让我们更加集中关注一些问题并且补充新的内容。事实上，我也力图使这些文章能够组合成完整的一本书，希望读者具有同样的感受。全书的主题是与国际货币制度的本质相关的汇率、利率和价格水平的运动。从金本位到美元到欧洲货币体系，国际货币体系的演进历史告诉我们，什么样的“博弈规则”具有可行性，未来又将走向何方。本书最后一章就如何改革国际货币体系，陈述了我的最新观点。

回顾十分重要，尤其对于相对久远的文章更是如此。尽管这些文章只是基于体例上的统一而进行了简单更新，但至少记录了一些经济学家在“时间不一致性”、“理性预期”、“前瞻性资产价格”之类的概念没有出现之前的诸多思考。不过，与我近期文章不完全一致或者已经被替代了的文章，就没有被纳入本书之中。特别地，20世纪70年代以前发表的几篇关于国际货币体系改革建议的论文没有被重新编入其中。但是，这些文章的精髓已经包含进来了。本书最后一章，结合当前理论和数据对这些建议进行了综合，以期清楚阐述未来国际金融体系更加稳定、更加有效的博弈规则。

感谢麻省理工学院出版社的 Terry Vaughn、Ann Sochi 和 Kathleen Caruso 编辑，感谢他们一贯的支持和宽容的态度；感谢我的妻子 Margaret，20世纪60年代以前的诸多文章得益于她的帮助；感谢斯坦福大学一代又一代的学生，在我教授国际金融课程时，大多是以这些文章为依据的。

特别要感谢日本筑波大学 (Tsukuba University) 的经济学教授大野健一 (Kenichi Ohno) 先生，帮助我完成了书中浮动汇率制下经济周期特性的重要经验的检验工作。而且，我们一起将在麻省理工学院出版社合作出版《美元与日元——化解美日两国的经济冲突》 (*Dollar and Yen: A Macroecono-*

nomic Approach to Resolving Conflict between the United States and Japan) 一书。该书作为详细的案例研究，考察了日本和美国从 20 世纪 50 年代早期到 90 年代之间时常出现的不稳定的相互经济影响，这一研究在改革世界货币机制的最新理念方面，也引导出了一些补充性的经验检验和概念支持。

目 录

第一章 导 言	1
第一部分 国际货币本位：从金本位制到美元本位制	16
第二章 博弈规则：国际货币的历史视角	16
第三章 汇率风险和利率波动的历史视角	71
第四章 没有黄金的国际金本位制	86
第五章 私人和官方国际货币：1969年的美元案例	106
第六章 主要贸易国、欧元货币区和美国的三维冲销	122
第七章 货币替代和世界美元本位的不稳定性	135
第八章 为什么美国的货币政策应该国际化	154
第九章 货币供给与汇率目标：美国和其他工业国家之间的 不对称性	163
第二部分 最优货币区和汇率弹性	179
第十章 最优货币区	179
第十一章 最优世界的货币安排和双重货币体系	188
第十二章 1973~1974年的浮动汇率制：皇帝的新装	201
第十三章 汇率和宏观经济政策：第二次世界大战后的观念 转变	216
第十四章 美国和日本的汇率不稳定、贸易失衡和货币政策	246
第十五章 货币控制和爬行钉住	256
第十六章 两种类型的国际货币替代	268
第十七章 浮动汇率为什么失败：重新思考流动性陷阱	283
第十八章 浮动汇率制和新地区保护主义：关税和配额	300
第三部分 国际货币改革	318
第十九章 欧洲采取共同货币本位还是共同货币：来自美国的 财政经验	318

第二十章 实现国际金融稳定的货币和汇率政策建议·····	339
第二十一章 第二次世界大战后的货币道路：马歇尔—道奇 计划还是布雷顿森林体系？·····	356
第二十二章 从“广场—卢浮宫协议”到 21 世纪的共同货币 本位·····	360
附录：博弈规则的参考指南·····	383

第一章 导 言

金融波动是资本主义的致命伤。保持各国之间的货币和汇率稳定无疑是重中之重，这也正是本书的要旨所在。在主要参与国之间，这种国际金融波动多多少少受到一些规则和默契的约束。当然，这些规则和默契并未全部明确地表达出来。第二章到第九章，我们从历史的视角分析了19世纪后期金本位开始以来的这些惯例。接下来的各章中，我们假定工业国家仍将保持贸易和金融的高度开放，它们在21世纪如何更好地防止出现金融混乱呢？

20世纪20年代和30年代的货币、汇率和价格波动带来了毁灭性打击，并最终转变为全球性的经济大萧条。于是，主要国家之间贸易保护主义盛行，国际商业发展出现大倒退，1933年的世界贸易缩减到了1929年的三分之一。1944年，在美国的布雷顿森林，各国通过了《国际货币基金组织协定》（Articles of the International Monetary Fund），以防止此类现象的再次发生。

第二次世界大战以后，支配着工业国家之间国际货币关系的规则成功地避免了大萧条的再次发生。但是，如前所述，这些规则在许多重要方面都要区别于布雷顿森林最初谈判的结果，主要是有三个方向的转变。这些不断变化的国际货币安排为《关税和贸易总协定》框架下不断进行的谈判回合奠定了基础，世界范围内的关税水平大大削减了，最终于1994年底成立了世界贸易组织。现在，国际贸易发展的相对水平已经恢复到了1914年前国际金本位的全盛时期。国际资本流动的总量（尽管不是净流动）更是远远超越了过去水平。一些新近实行开放政策的国家，具有更低的工资水平和更强的技术吸收能力，仍然能够利用已有的贸易机制作为跳板实现经济快速增长，比如亚洲著名的新兴工业化经济体，包括30年前的中国台湾和韩国，以及现在的中国和印度尼西亚。从这些方面看，第二次世界大战后的国际货币制度是成功的。

然而，在老牌工业国家之间，这种贸易导向型经济扩张已经出现了不均衡发展。颇为一致的观点认为：1950年到1973年间，是西方资本主义国家

最为成功的时期。¹ 贸易扩张带动经济增长取得了惊人的成绩。而且，至少到 20 世纪 60 年代后期，通过固定汇率制度实现了各国的国内价格稳定。稳定的价格和汇率使得对外贸易取得了更快增长（虽然是以受到压抑的较低水平作为起点），北美、欧洲和日本的人均产出增长超过了历史上的任何时期以及其后的增长速度（Maddison, 1989）。这一时期取得了如此瞩目的成就，为什么仍会成为人们无休止的争论的主题呢（Abramovitz, 1986）？本书竭力进行解释，确定了固定汇率美元本位下的真实博弈规则到底是什么，这些博弈规则是如何出现的，同布雷顿森林最初的谈判预想存在哪些显著区别。

后来，虽然开放程度更高，国际货币体系仍然不时受到各种形式过度波动的困扰。1971~1973 年，以美元为基础的固定汇率制最终崩溃，汇率进入剧烈波动的高峰期，并且一直持续到现在。无论是以天为基础，以月为基础，还是以年为基础进行衡量，结果都是如此。图 1.1 显示了日元/美元、马克/美元和马克/日元的月度汇率数据，从中我们可以看到汇率剧烈波动的事实。在保持国内价格水平稳定和实现经济稳定增长方面，成熟工业国家之间的货币博弈规则效率低下。从 20 世纪 70 年代早期到 80 年代中期，同步的国际经济周期见证了两次世界范围内的通货膨胀，以及两次痛苦的反通货膨胀的政策实践。自此以后，随着博弈规则的改变（第二章和第二十二章），世界性的经济周期不再这样明显。但是，英国、加拿大、欧洲大陆以及日本的汇率高估，而且数月或者数年都不进行调整，结果导致了这些国家的经济低迷。例如，在 1993~1995 年间日本的工业生产急剧衰退。

除了 20 世纪 70 年代的通货膨胀，同样令人吃惊的是 80 年代和 90 年代工业国家长期利率的剧烈波动。即便在价格水平相对稳定的时期也是如此，各国中央银行为此困惑不已。确实，由于资本项目下的交易管制逐步放松，相比 50 年代和 60 年代，工业国家之间进行分散化的投资组合更加容易了。但是，当前的长期利率波动远远超过了从前，比如 1914 年前金本位时期的波动程度。那个时候，资本同样可以在各国之间自由流动。表 1.1 比较了金本位（1879~1913 年）、美元本位（1950~1970 年）和浮动汇率（1973~1994 年）时期的短期和长期利率波动。第三章给出了一些总结性阐述并且更新了一直到 1994 年更为广泛的数据。无论是在英国

1 基于显而易见的原因，没有采用“黄金时期”的说法。

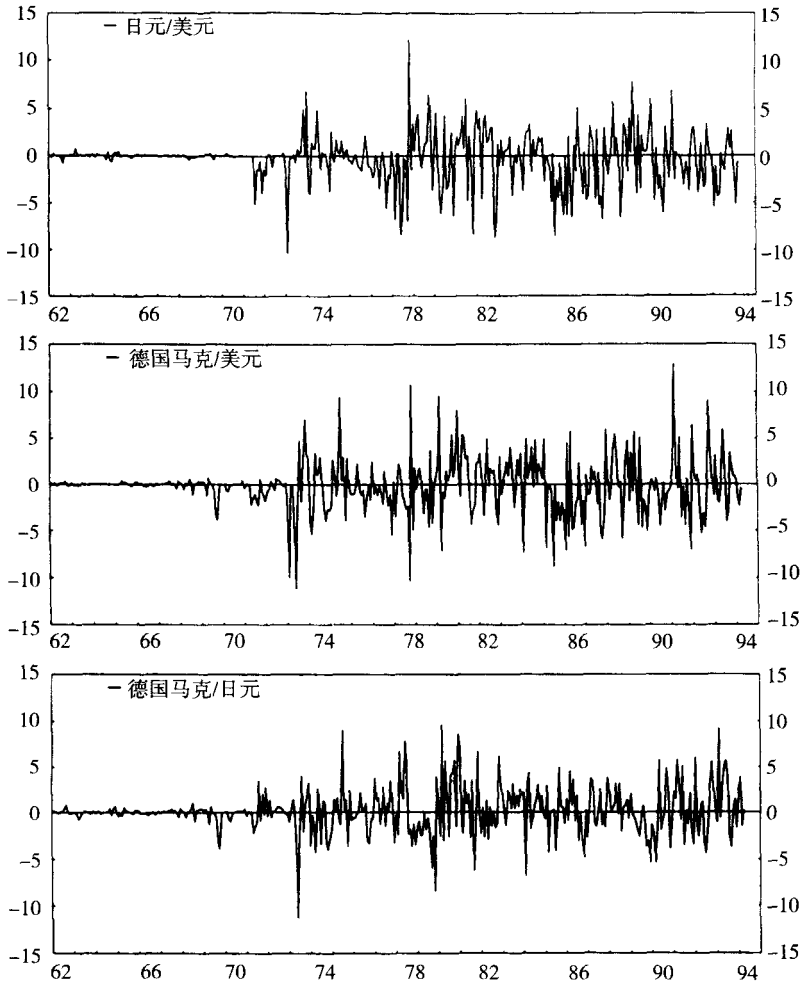


图 1.1 名义汇率的波动, 1962 ~ 1994 年 (月度汇率波动百分比)

还是在美国, 1973 年以来的长期利率波动都要 8 ~ 10 倍于 1914 年前古典金本位制时期的波动程度, 2 ~ 4 倍于 50 年代和 60 年代固定汇率美元本位制时期的波动程度。

表 1.1 英国和美国利率波动^a 的历史视角

		英国	美国
利率年度平均变动			
长期债券	金本位	0.07	0.14
	美元本位	0.45	0.29
	浮动汇率	0.99	1.05
短期国库券	金本位	0.98	1.01
	美元本位	0.77	0.69
	浮动汇率	2.05	1.57
利率月度平均变动			
长期债券	金本位	0.03	0.03
	美元本位	0.09	0.08
	浮动汇率	0.34	0.26
短期国库券	金本位	0.50	0.40
	美元本位	0.16	0.14
	浮动汇率	0.53	0.39

注：a 期末利率水平的绝对变动（百分点）。时间段：国际金本位，1879~1913年；美元本位，1950~1970年；浮动汇率，1973~1994年。

利率波动没有出现衰减的迹象，在经过了1993年的急剧下降后，1994年又突然上升了。英国、加拿大、美国和许多欧洲国家的中央银行不得不紧缩国内的货币政策，提高短期利率，防止持有长期资产的投资人出现通货膨胀恐慌。结果，1994年债券资本价值突然暴跌，甚至超过了1987年10月股票市场价值下跌程度。为了突显浮动汇率相比金本位和固定汇率美元本位时期长期利率的波动程度，更为直观的比较见图1.2。

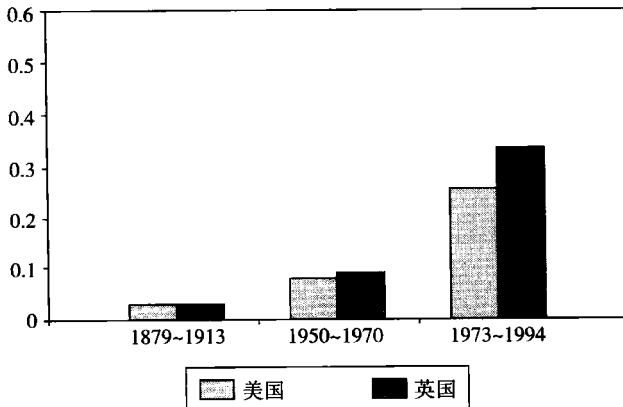


图 1.2 长期利率的波动（每月平均绝对变动）

显然，长期债券投资人会对利率波动做出反应。投资人持有长期债券时，必须能够获得更为可观的风险溢价。因此，尽管20世纪90年代的价格水平相当稳定，相比历史上的其他时期，长期实际利率却保持了较高水平。100年前，英国政府发行的统一公债（consols），实际收益率只有近3%（第三章）。

1.1 金融波动和比较优势

严格来讲，无论是从分析视角还是从政治视角，国际经济领域的金融波动侵蚀了国家通过商品和服务的自由贸易获取的收益，金融资产的交易也是如此。无论是商品交易中李嘉图原则强调的比较优势收益，还是斯密原则强调的生产专业化利益，它们都有一个共同的市场假定：国际贸易从本质上不会加剧国内的金融不确定性，无论是以价格水平还是利率水平来衡量。这种假定忽略了与新产品或者更为多样化的产品相伴随的商业风险，因而，收益也就受到了限制。李嘉图和斯密以及现代经济学家谈论贸易收益时，不自觉地假定：国际贸易只是国内贸易的扩展，在单一货币范围内进行，没有汇率风险。

因此，一点都不奇怪，各国的货币本位互不相同，汇率风险成为现代保护主义抬头的主要原因。同过去的法定关税保护不同，新保护主义采取数量限制（配额或市场份额协议）、不恰当的贸易管制、针对私人部门的“反倾销”诉讼以及组建区域贸易区等形式。新保护主义的诸多原理可以归结为一个缘由：希望某个特殊的产品市场能够隔离于汇率波动的影响。

国际货币体系中的金融波动越激烈，国家就越有动力去隔离自己。20世纪30年代，对国际贸易和资本流动予以直接管制成为各国通常的做法。例如，在大萧条开始以后，运用保护主义和孤岛策略，阿根廷避免了严重的经济衰退。其他在世界市场销售初级产品的经济体就没有那么幸运了。

国际货币稳定有一个积极的影响。如果一个稳定的国际货币本位建立起来了，那么钉住该货币本位能够显著降低成员国的金融波动。各国之间开放国际贸易和允许资本自由流动，能够更好地锚定自己的货币政策。1914年前的金本位以及1949年以后的固定汇率美元本位，大多数国家都成功地缓解了国内金融波动，保持了宏观经济稳定。第六章将对美元本位进行详细阐述。

在这些偶然出现的稳定环境之中，自由贸易政策受到两方面的追捧。一方面，通过维持固定汇率，基于李嘉图原则和斯密原则，各国能够从更为有效、更为专业化的国际商品市场中获益；通过外部驻锚，能够比自己的货币

管理取得更好的货币稳定效果。另一方面，为了保持国际货币本位，政治经济范畴也依序出现，各国政治家出于自身利益考虑，积极维护更为稳定的外部货币本位。由于更多国家锚定了国际货币本位，国际本位的集体诉求因此增强了。

如何实现金融福祉其实并不简单。既不是写下一组方程就能解决问题，也不是给出严格规范的操作手册的问题。事实上，国际货币体系的政治经济内涵，其好坏的价值判断，只能从历史视角去理解。

1.2 本书结构

全书的 21 篇文章分成三部分。

第一部分从第二章到第九章。分析了从金本位制到美元本位制的国际货币本位制的演进历史。第一篇文章“博弈规则：国际货币的历史视角”建立起了全书的基本框架，用于比较过去和现在的货币制度，并且为第三部分提出国际货币改革的建议进行了铺垫。

第二章在分析和比较不同国际货币制度时，采取的分析方法比较特别。我不想成为没有什么结构的纯粹历史表述——国际货币制度的编年史。但是，我也无法给出一般性的数学模型，通过不同的参数设定来区别不同的货币制度，同时还不会抹去这些参数许多基本的经济特征。这里采用了一种替代性的方式。针对 19 世纪后期以来每一种“一致性”（“coherent”）的国际货币制度，都用单独的专栏进行阐述，并且列出该制度下主要参与者相互认同的重要博弈规则。支持性的正文描述说明了为什么这些特殊的规则准确反映了相应的货币秩序，并且在不同的货币制度之间形成对照，以期找出共同点。详细内容见第二章的 7 个博弈规则专栏。

1. 国际金本位制，1879 ~ 1913 年。
2. 1945 年的布雷顿森林协议：条约的精神。
3. 固定汇率的美元本位制，1950 ~ 1970 年。
4. 浮动汇率的美元本位制，1973 ~ 1984 年。
5. “广场—卢浮宫协议”对美元汇率的干预协定，1985 ~ 1995 年。
6. 1979 年的欧洲货币体系：条约的精神。
7. 德国马克区扩大版的欧洲货币体系，1979 ~ 1992 年。

这些规则有时候被称为货币秩序，调节着处于世界经济中心的工业国家之间的关系，也常常被外围的欠发达经济体所接受。第二章列举出这些规则以后，本书第一部分的余下的章将分析货币体系如何在实践中运行，以及每

一种国际货币制度如何成功地稳定了国内价格和汇率水平，同时减少了经济的周期性波动。因而，商品和要素市场的经济一体化进程能够不受阻碍地推行下去。

第二部分是“最优货币区和汇率弹性”。它强调了每个国家面临的核心问题：为了加入固定汇率下的共同货币本位，放弃汇率弹性的净收益是什么？弹性汇率能否作为有用的冲击吸收器，调节净贸易项目和资本流动失衡吗？这些问题正是第十章到第十八章的核心主题所在。

第一部分和第二部分的文章中所建立起来的分析框架构成了第三部分“国际货币改革”的基础。从第十九章到第二十二章的内容更多是说明性内容，包括了欧洲货币体系以及更一般性的包含了日本和美国在内的主要工业国家之间货币安排的重建问题。最后一章“从广场—卢浮宫协议到 21 世纪的共同货币本位”清楚表述了全书的要旨，综合了我在国际货币改革方面的许多早期文章的内容，以及从最近的实践经验中总结出来的经验教训。在专栏 5 中首次更新了博弈规则，简单勾勒了调节工业国家之间货币关系的规则。其后，在第二十二章的专栏 8，进一步对博弈规则进行了更新：

8. 21 世纪的共同货币本位 (CMS21)

工业国家之间如何在 20 世纪 90 年代后期以至最终（重新）建立汇率平价体系？专栏 8 提供的博弈规则浓缩了我在改革货币关系方面的建议。CMS21 只是建立在当今调整工业国家之间货币关系的货币认同基础上，或者说货币规范之上。因而 CMS21 只是一种演进，不能说是一种革新。为了降低汇率、价格和利率的波动性，并不需要通过大范围的国际会议或条约来实现。例如，1944 年在美国新罕布什尔州的布雷顿森林签署的协议那样，这种做法也不一定可取。但是，CMS21 中的新规则很大程度上依赖于历史经验和教训，尤其是 1914 年前的金本位制和 1949 年以后的美元本位制，包括最近欧洲货币体系所经受的艰难。

1.3 导读

从本书的安排来看，读者可以沿着两条线进行阅读。希望集中探讨过去、现在以及未来博弈规则的读者，可以简单阅读第二章和第二十二章的内容，篇章中涉及世界货币体系的主题均反映在 8 个专栏以及各章支持性的正文描述中。为了便于参考，所有 8 个专栏都在全书的结尾部分以附录的形式给出（第 383 页）。

如果有更多时间，读者也可以从第二章开始，在阅读第三部分国际货币

改革的问题之前，阅读一些相关的历史问题，包括每种货币制度都是如何运作的（第一部分），以及汇率弹性的理论争辩有哪些（第二部分）。为了使读者有一个清晰的思路，下面就各章内容进行总结性概述。

第三章比较了不同汇率制度下利率和价格的波动情况。特别地，浮动汇率制下长期利率的剧烈波动同金本位制下长期利率的稳定表现形成鲜明对比。第四章解释了为什么国际金本位下的国际收支失衡能够平滑调整，即便一般价格水平并不那么稳定。

我在早期有关战后美元本位的文章（第五章，“私人和官方国际货币：1969年的美元的案例”）中，至少展示了一位经济学家对固定汇率美元本位的思考，这种想法现在已经相当流行。但是在20世纪60年代，无论是货币主义还是凯恩斯主义，从发展趋势上都越来越支持更具弹性的汇率制度。这篇文章维护以美元为基础的可信平价逻辑，美元是世界上主导性的流通货币和计价货币。但是，一个重要告诫是，美国作为关键货币国，必须正确行使这种非对称性角色。换言之，美国必须理解和实施正确的博弈规则，把自己的行为区别于其他工业国家。

尽管我付出了最大努力，以美元为基础的平价体系却在1971~1973年最终崩溃了！第六章到第九章阐述了浮动汇率美元本位制的内在不稳定性：总是存在货币的不对称性。美联储或多或少没有考虑美元相对其他货币的强弱走势，其他国家却总是试图平滑本币对美元的汇率波动，虽然常常并不十分成功。美元走弱时，世界上的其他国家就会集体性增加它们的货币供给；美元走强时，则会收紧它们的货币供给。从1971年到20世纪80年代中期，世界范围内的经济周期更趋一致。这种世界范围内一致性的经济周期相比20年前或其后的世界经济实践更具致命性。

1985~1987年之后，按照“广场—卢浮宫协议”（第二章）的规定，美国扮演了主要角色，开始同其他国家之间展开合作，消除美元汇率的过度偏离。由于货币安排上的对称性更强，工业国家可以避免出现同时扩张或同时紧缩货币政策的情形，世界范围内的经济周期也就日趋弱化了（第二十二章）。这种趋势并未避免汇率和利率的剧烈波动，也无法避免一国因为严重的汇率高估而遭遇经济衰退。例如，1986~1987年和1993~1995年，日本两次陷入经济衰退之中。不过，世界范围内的稳定性得到了加强。

第二部分从第十章和第十一章的最优货币区理论开始，这一理论现在已经相当流行。这些文章反映了20世纪60年代早期我对这一问题的理解：应该按照什么标准把世界分成不同的货币区。那时候，世界范围内还没有实行

浮动汇率的经验。第十一章指出，1963年时，西欧就是一个明确的最优货币区。但是，欧洲货币区同北美货币区之间需要实行浮动汇率。然而，自那以后，世界已经发生了重大变化。国际金融流动性不断加强，表明了最优货币区的范围可以更加广泛，货币区内实行固定汇率和统一的货币政策（事实上，第二十二章的分析中，建议涵盖所有工业国家，不再为了获得收入实施通货膨胀型的货币政策，而是坚持共同的货币本位）。

第十二章“1973~1974年的浮动汇率：皇帝的新装”写于1975年。第十三章到第十七章是后来写的。在这些篇章中，试图解释固定汇率平价体系崩溃后，汇率波动为何会如此剧烈，波动程度甚至远远高出了所有人的最初预想。作为一个例证，我在第十一章的分析中给出了美国和欧洲之间实行浮动汇率的设想。

第十三章和第十四章写于20世纪80年代早期，探讨了汇率和贸易收支关系的难题。为什么经济学家会错误地把汇率当作政策变量，用来调整金融开放经济体之间的贸易收支失衡呢（关于这个颇有争议性的问题，在麦金农和大野健一的专著中进行了更详细的分析和经验检验）？这种教条性的争论起因于没有从历史视角区分“隔离（insular）”经济体和“开放（open）”经济体。结果，那些经济学家（大部分还是职业的经济学家）把汇率作为政策变量用于控制贸易逆差，他们运用的理论模型仅仅适用于封闭经济体。也就是说，适用于那些本国经济没有很好融入主要贸易伙伴的国家。

第二部分的最后一篇文章，即第十八章讨论了新地区保护主义的问题。主要观点认为，货币价值的波动性是现代保护主义复兴的主要诱因。新保护主义更多采取了数量限制和市场份额协议的形式，而不是传统上的法定关税保护。1971年后，浮动汇率鼓励了多边贸易机制向区域性贸易集团的转变。集团内的贸易伙伴试图保持彼此间的汇率稳定，尽管通常并不怎么成功。

第三部分的第十九章是有关欧洲货币一体化的问题。欧洲实践为当前的最优货币区理论提供了很好注解。保持自然货币区内成员国之间的汇率稳定被赋予了很大期望，是否必须通过共同货币才能达到这一目的呢？或者成员国仅需根据共同的货币本位，在一个狭窄的区间上固定本币汇率，本币仍然可以作为独立货币流通使用呢？

每种情形下，过渡期问题都相当尖锐。但是，总体的公共财政状况，特别是一国的债务积压（debt overhang）规模附加了更加基本的约束。欧盟是否应该选择共同货币提供了一个恰当的案例。第十九章指出，西欧国家存在巨额的未偿国家债务，几乎不可能在国家层面上进行解决，除非这些负债国

保留本国货币的发行权。因此，欧洲最好保留各国货币的流通，同时钉住精心设计的共同货币本位。

第二十章到第二十二章勾画出了什么样的“博弈规则”才能对称性地维持共同的货币本位。第一，参与国政府应该就各自的货币政策确定一个名义锚。例如，可以用贸易品定义的共同价格水平作为名义锚。然后，在稳定状态下，相互间短期利率的适度差异可以把汇率水平无限期地限定在狭窄的区间内。过去的美元本位和现在的欧洲货币体系下，名义锚只是依赖单个国家的货币政策，上述方案可以避免出现这种不对称性。

最后一章探讨的范围更加广泛，涉及了美元、日元和德国马克之间的相对价值，在确保它们以广义生产物价指数衡量的共同购买力的同时，创造出新的货币本位，才能对其他大大小小的国家具有吸引力。同样的道理可以运用于欧洲之间国家，可以选择更狭窄的目标区间，汇率在目标区间内波动。第二十二章探讨了一种替代性的平价安排是否可以满足这种更为广泛的目标，比如（不太令人满意的）欧洲货币体系（EMS）下的双边平价栅机制。

1.4 哲学声明

多数读者很快就会发现，本书有关国际货币改革的理念并没有得到主流思想的认同。大部分经济学家仍然坚决反对在世界主要贸易国之间重建固定汇率的平价机制。然而，20世纪50年代和60年代对无约束的浮动汇率制的鼓吹十分盛行（Friedman, 1953; Meade, 1955; Johnson, 1972），到了90年代却几乎销声匿迹了。原因是1971~1973年超乎意料的汇率剧烈波动，大多数经济学家现在都支持折中方案：提倡采用“有管理的”非固定平价的浮动汇率制。尽管已经取得共识：政府应该消除显著的汇率失调。大部分经济学家并不希望政府选择任何新的固定汇率制度。

中间道路的主流方案背后的哲学思想值的阐述（Corden, 1994，第十六章）。该方案主要取决于有关主权国家之间调整汇率的两个基本假设。第一，可能不考虑紧密相联的区域集团内的其他国家，比如欧洲货币体系内的核心国家。因而重要的名义变量，包括货币政策和工资价格水平必然由各国独立决定。尽管存在长期性的国别价格差异，通过名义汇率进行对冲调节仍有需要。第二，贸易变化、净国际资本流动转移、政治不稳定等真实冲击对各经济体的影响并不相同。为了实现充分就业以及“平衡”国际贸易收支，主权政府应该可以自由地酌情使用货币和财政政策，包括需要时调整汇率。