



A close-up portrait of an elderly man with light-colored hair, wearing a white shirt and a patterned tie. He has a serious expression and is looking slightly to the left. The background is dark.

# 蒙代尔经济学文集

第五卷

汇率与最优货币区

A small green square logo with a white border and a white center, located in the bottom left corner.

中国金融出版社



# 蒙代尔经济学文集

第五卷

## 汇率与最优货币区

Exchange Rates and Optimum Currency Areas

向松祚 译 张之骥 校

 中国金融出版社

责任编辑：何 为

责任校对：潘 洁

责任印制：尹小平

### 图书在版编目 (CIP) 数据

汇率与最优货币区/(加)蒙代尔(Mundell, R. A.)著;向松祚译,  
张之骥校. —北京:中国金融出版社,2003.10

(蒙代尔经济学文集;5)

ISBN 7-5049-3153-5

I. 汇… II. ①蒙… ②向… III. ①汇率-研究 ②货币集  
团-研究 IV. F821.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 075632 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

发行部: 66024766 读者服务部: 66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京华联印刷有限公司

尺寸 155 毫米×235 毫米

印张 12.25

字数 162 千

版次 2003 年 10 月第 1 版

印次 2003 年 10 月第 1 次印刷

印数 1—3000

定价 24.80 元



# 目 录

导言 .....	1
<b>第一章 经济政策革命：回顾与反思 .....</b>	<b>8</b>
一、货币管理时代的来临 .....	8
二、恢复金本位制 .....	9
三、可兑换美元本位制 .....	12
四、浮动汇率时代的来临 .....	14
五、其他货币准则 .....	17
六、汇率之“锚”（汇率目标） .....	18
七、价格水平和混合的货币政策“锚” .....	20
八、财政改革建议 .....	22
<b>第二章 最优货币区理论 .....</b>	<b>27</b>
一、货币区和共同通货 .....	28
二、国家通货和浮动汇率 .....	30
三、区域性货币区和浮动汇率 .....	31
四、实际应用 .....	32
五、通货数量和货币区数量的上限 .....	33
六、结论 .....	35
参考文献 .....	37

<b>第三章 最优货币区理论：回顾和展望</b>	38
一、文章的诞生	38
二、对浮动汇率的质疑	41
三、作为计量单位的货币	49
四、固定汇率和调节机制	52
五、加入最优货币区：支持还是反对？	55
六、欧洲货币联盟的可行性	57
参考文献	60
<b>第四章 货币区、汇率体系和国际货币改革</b>	63
一、引言	63
二、美元至高无上	65
三、金本位制的命运	67
四、货币区和货币联盟	68
五、货币准则的重要性	71
六、自由贸易区和关税同盟的货币安排	76
七、中央银行、美元化和《马斯特里赫特条约》	81
八、汇率波动和内部—外部稳定	88
九、迈向世界货币	91
参考文献	95
<b>第五章 货币区的形成和亚洲货币区的前景</b>	97
一、引言	97
二、战后国际货币体系	98
三、《国际货币基金组织协定第二修正案》	100
四、实行哪种货币准则？	102
五、货币准则和稳定战略	104
六、稳定政策和货币价值高估	105



七、汇率稳定 .....	106
八、货币区和美元 .....	110
九、欧元的诞生 .....	111
十、欧元的示范效应 .....	113
十一、固定汇率下的调节机制 .....	115
十二、亚洲的货币动荡 .....	116
十三、亚洲新前景 .....	118
十四、单一货币与共同货币 .....	120
十五、亚洲货币需要一个怎样的“锚”？ .....	121
十六、中国香港特别行政区的特例 .....	123
十七、货币区的选择 .....	124
<b>第六章 新千年的国际货币体系 .....</b>	<b>127</b>
一、引言 .....	127
二、国际金本位制 .....	128
三、美元本位制和黄金兑换问题 .....	129
四、固定汇率体系的崩溃 .....	131
五、《国际货币基金组织协定第二修正案》 .....	133
六、货币区为何崩溃？ .....	136
七、货币区和美元 .....	138
八、欧元的诞生 .....	140
九、欧元的示范效应 .....	141
十、价格稳定的三个区域 .....	143
十一、亚洲金融危机 .....	146
十二、亚洲的货币区 .....	148
十三、单一货币或多元货币的货币联盟 .....	149
十四、亚洲货币需要一个怎样的“锚”？ .....	151

十五、中国香港特别行政区的特例 .....	152
十六、货币区和政治权力中心 .....	153
十七、一个 G-3 货币联盟? .....	155
十八、结论 .....	157
<b>第七章 欧元和国际货币体系的稳定 .....</b>	<b>159</b>
一、划时代的创举 .....	159
二、伟大的国际货币 .....	160
三、伟大的国际货币的特征 .....	161
四、流动性效应 .....	169
五、欧元区的扩张 .....	177
六、欧元的国际反响和欧元—美元汇率 .....	180
七、国际货币体系的“稳定” .....	182
八、结论 .....	186
参考文献 .....	188



## 导 言

第五卷主题是“汇率和最优货币区”，包括七篇文章。全球性的宏观经济政策革命、各国纷纷实施新汇率政策以及世界经济迈向大规模货币区和货币联盟的趋势，使本卷论文所考察的问题变得越来越重要。

20世纪宏观经济政策革命的核心是国际金本位制的崩溃，以及对过去认为正确的财政政策、货币政策和汇率政策组合的怀疑。在金本位制下，“游戏规则”一清二楚：“不要玩弄黄金或汇率；维持预算平衡；让国际收支主导货币政策。”任何偏离上述政策原则的行为都将威胁金本位制的生存，导致经济金融不稳定。

世界经济迈向货币区和货币联盟的趋势进一步证实了上述政策原则的重要性。迄今为止最重要的案例是欧元区的诞生。由于存在组建货币联盟的可能性和可行性，单一货币区的范围就不再完全局限于主权国家的治理空间。影响“最优货币区”形成的因素除了经济以外，还包括政治、社会和心理因素。

前几个世纪最优秀的经济学家都对国际金本位制抱有好感。阿尔弗雷德·马歇尔是英国最重要的经济学家，在第一次世界大战之前的国际金本位制时代，他如此宣称：“关于货币，我们所能说的最重要事实就是：它毫不重要！”今天，任何一个经济学研究生都难以理解马歇尔的论断，因为货币问题乃是当代绝大多数宏观经济辩论的首要课题。学生们需要明白：马歇尔著书立说的时代正是大英帝国和英镑的黄金时代，所有世界大国（中国除外）都采纳国际金本位制，它非常接近一个真正的世界货币。英国货币即英镑是通行世界的记账货币，它是如此重要，



以至于瑞典经济学家古斯塔夫·卡塞尔将 1914 年之前的世界经济称为“一个巨大的英镑区”！

全球货币单位是第一次世界大战的牺牲品之一，除美国之外的所有大国都抛弃了金本位制。然而，对“欧洲无上美好”的怀旧情绪——正如马克斯·韦伯所说的那样，欧洲曾经是“世界的情人”——推动欧洲各国纷纷恢复金本位制，但恢复金本位制时的价格水平却将黄金价值大大低估，结果导致黄金极度短缺，加上美国在 1930 年大幅提高关税，世界经济被推入通货紧缩的深渊。国际货币体系在一代人的时间内第二次崩溃。

正是 20 世纪 30 年代国际货币体系的崩溃使各国的货币管理成为潮流。1934 年美元贬值以后，美元成为最主要的国际储备货币。布雷顿森林会议确立的固定汇率体系钉住的是可与黄金兑换的美元。然而，美国本国的货币管理却使得美国的货币政策与国际货币体系冲突，从此，在美联储和国际货币基金组织的主导下，国际货币体系走上了分裂的不归之路。国际货币体系最终于 20 世纪 70 年代崩溃，催生了当代世界的各种货币区和货币联盟。

本卷第一篇文章“经济政策革命：回顾与反思”，追溯了 20 世纪宏观经济政策革命的历史及其对于汇率政策演变的意义。导致宏观经济政策革命最重大的事实是：第一次世界大战期间金本位制的崩溃、20 世纪 20 年代恢复金本位制努力的最终流产和 30 年代的世界经济大萧条。在缺乏一个稳定的国际货币本位的时代，各国不得不改变货币政策、财政政策、汇率政策理念，宏观经济管理应运而生。从此，许多国家不再把汇率当作是政策目标和货币政策规则，而是当作一项可以因时而变的经济政策工具。

第二篇文章“最优货币区理论”或许是六卷文集里最著名的论文。它最先发表于 1961 年 11 月的《美国经济评论》，随后重印于其他十数种



著作之中。它从一个崭新的角度研究汇率和货币区，开创了观察汇率问题和货币区的全新视野，触发了有关“最优货币区”理论的大量文献。正如诺贝尔奖评选委员会的新闻公报所说：

“……固定汇率在 20 世纪 60 年代早期居于支配地位。少数学者的确讨论过浮动汇率的优点和不足。然而无论如何，独立的主权国家货币却被普遍认为不可或缺。因此，在这样的背景下，蒙代尔 1961 年关于‘最优货币区’理论的文章所提出的问题就显得非常急进：对于经济区域的成员国来说，什么时候放弃主权国家货币、采用共同货币或单一货币有利？”

蒙代尔的论文简要描述了共同货币的优势，比如贸易的交易成本降低和相对价格的不确定性减少，却非常详细地分析了共同货币的劣势。主要缺点在于很难保证就业水平：因为在需求变化或遭遇其他‘不对称冲击’时，要维持就业水平，就要求某个特别区域的实际工资下降。蒙代尔强调劳动力高度流动的重要性，以便通过劳动力流动来抵消不对称冲击或需求变化的影响。他将最优货币区定义为这样一组区域的集合：这些区域之间的移民趋向足够高，从而在某个区域遭遇不对称冲击之时，劳动力流动可以确保充分就业。其他学者扩展了蒙代尔的理论，并指出了最优货币区要满足的其他准则：比如资本流动、区域专业化、共同的税收和支付体系。然而，蒙代尔关于最优货币区的原创分析方法依然影响着一代又一代的经济学家。

蒙代尔在几十年前关于最优货币区问题的探讨在今天显得格外重要。由于世界经济的资本流动程度越来越高，临时的固定汇率（但可以调整）体系变得更加脆弱，人们开始怀疑这样的汇率体系。许多国际货币体系的观察者将货币联盟或浮动汇率体系看做是最有可能替代上述汇率体系的方案。这两种货币安排恰好是蒙代尔的论文深入讨论的主题。毋须赘言，蒙代尔的分析同样激起了人们对欧洲共同货币的高度关注。

对于探讨欧洲共同货币优缺点的研究者来说，最优货币区是他们不言自明的共同出发点。的确，欧洲统一货币的关键点之一就在于劳动力流动能否抵消不对称冲击。”

“最优货币区理论”只有短短八页，几乎无需在这里总结。它首先讨论了国际收支调节的困难，认为，“最有可能替代固定汇率调节机制的方案，就是用浮动汇率联结起来的主权国家货币体系”，但是文章却对它在某些情况下的可行性提出了置疑或警告。正如我在文章开篇已经清楚指出：浮动汇率体系并没有实现其鼓吹者的期望。

论文提出的基本问题是：从经济的角度来看，什么是货币区的适当区域？我给出的试探性答案是：货币区是根据要素流动来定义的一个区域。论文接着考察了货币区需要考虑的其他因素，包括货币区数目增加所伴随的成本以及货币幻觉假设是否有效。货币区越小，交易成本越大。货币幻觉的假设越是不可能，管理多个货币区的全球成本就越高。货币幻觉是浮动汇率支持者的关键假设。

论文的结论将浮动汇率是否优越的问题分为两个部分。第一部分是：浮动汇率究竟是不是一个有效的调节机制。要证明浮动汇率是一个有效的调节机制，就必须证明：（1）在考虑投机需求之后，基于浮动汇率的国际价格体系是一个动态稳定体系；（2）为消除动态非均衡所需的汇率变化幅度，不至于大到足以引起出口产业和进口一竞争产业的剧烈逆转（系统稳定性不能消除这种可能性）；（3）汇率变动的风险能在远期市场以合理成本规避；（4）央行不进行外汇市场的垄断性投机；（5）货币政策的严肃性将通过经济持续萧条的不利政治后果来维持，在某种程度上，外汇储备水平下降的威胁维持着当代货币政策的严肃性；（6）确保对债权人、债务人的适当保护以保证长期资本进口的不断增长；（7）工资、利润不与进口货占很大权重的价格指数挂钩。这些因素从来没有被明确讨论过。以下各章还会涉及其中一些问题。



第二个部分是：世界应当如何被划分成不同的货币区。我已经指出，只有以区域性的货币区（不是以主权国家治理空间的货币区为基础——译者注）为基础，支持浮动汇率作为稳定政策的论点才有效。如果世界能够被划分成不同区域，每个区域内部要素完全流动、区域之间要素完全不流动，那么，每个区域就应当拥有独立的货币并相互实施浮动汇率。在这种假设下，支持浮动汇率的论点自然就达到其逻辑结论。

本卷第三篇文章“最优货币区理论：回顾和展望”回顾了自原创性的第二篇文章发表以来，我对最优货币区思想的反思和发展。国际货币基金组织和以色列特拉维夫大学联合举办了“最优货币区研讨会”，本文就是提交给那次研讨会的论文。文章追溯了最优货币区思想的起源，它源于1957年我在加拿大英属哥伦比亚大学提交给教员研讨会的一篇论文，最后定稿的论文发表于1961年《美国经济评论》。文章接着讨论了为什么我越来越强烈反对国际货币体系崩溃、分裂成由浮动汇率联结起来的相互竞争的多个货币区。

直到20世纪60年代为止，詹姆斯·米德、米尔顿·弗里德曼、哈里·约翰逊、哥特菲尔得·哈伯勒、威廉·菲勒、弗里兹·马赫勒普、劳埃德·梅泽和保罗·萨缪尔森等一大批杰出经济学家加入了支持浮动汇率的阵营。我发现自己处于反对浮动汇率、主张国际货币体系的另一个阵营。这个阵营包括绝大多数古典经济学家（像斯密、李嘉图、穆勒和马歇尔）、雅葛布·维纳、罗宾斯勋爵、诺伊·哈罗德爵士、雅克·鲁夫、爱德华·M. 伯恩斯坦、罗伯特·特里芬、奥特马·伊明格、尼那尔多·奥索拉、查尔斯·金德伯格、贵多·卡利和罗伯特·鲁沙。就像19世纪后期的关税和复本位制辩论那样，经济之外的因素让浮动汇率的争论变得更加复杂。

文章继续详细讨论了我为什么反对浮动汇率，为什么我的观点与经济学界许多著名同行的观点背道而驰。文章最后部分概述了加入或不加

入货币区的许多理由。

本卷第四篇文章“货币区、汇率体系和国际货币改革”是2000年4月17日我在布伊诺斯艾利斯发表的演讲。它首先对李斯特“民主葬送了金本位制”的论点提出修正，我认为更正确的观点是美国葬送了金本位制！文章概述了美元崛起而为世界最重要货币的历史过程、金本位制的死亡、货币联盟和货币准则的形成，并提出建立区域货币区和世界货币的建议。

第五篇文章的题目是“货币区的形成和亚洲货币区的前景”。2001年9月6日，在泰国曼谷举行了“世界货币秩序变动中的东亚货币前景”研讨会，本文就是我发表的演讲。它讨论了第二次世界大战之后的国际货币体系和《国际货币基金组织协定第二修正案》，后者宣告了所谓“有管理的浮动汇率体系”的诞生。文章的重心乃是亚洲货币前景，问题是欧元的成功案例能否适用于亚洲。为回答此问题，文章对比了亚洲和欧洲的重大差别，以及这些差别对两个区域货币秩序演变方向的影响。相关问题还包括未来亚洲最可能的前景是单一货币区还是共同货币区，哪个货币锚更适合亚洲，以及与亚洲货币区选择相关的其他因素。

本卷第六篇文章“新千年的国际货币体系”是我于2002年1月在意大利罗马发表的演讲。它使用“千年”而不是“世纪”，目的是强调国际货币体系演变缓慢，要预测其长期趋势就必须以历史为依据。文章首先讨论金本位制和美元与黄金的可兑换性。战后的国际货币体系不是一个真正的金本位制，相反，它是金本位制和美元本位制的混合物：一方面，它像金本位制，因为根据官方规则，美元可以与黄金兑换（但只对外国货币当局，美国公众被禁止拥有黄金）；另一方面，它又像美元本位制，美国根据国内经济稳定目标来执行货币政策，很少明确关注国际货币均衡的要求。美国没有国际收支调节机制，国际货币体系的崩溃就无法避免。第二次世界大战、朝鲜战争和越南战争累积起来的通货膨胀



融资使得美国物价水平飞涨，黄金 1 盎司 35 美元的价格就导致黄金价值的严重低估。在 1958 年到 1971 年之间，欧洲把大量美元兑换成黄金，迫使美国最终终止了美元与黄金的兑换，布雷顿森林体系崩溃。取而代之的美元本位制同样难逃覆灭的命运，因为美国的货币政策对欧洲而言过度扩张。所谓有管理的浮动汇率体系终于来临。

然而，欧洲对浮动汇率体系并不满意，因为它进一步强化了美元国际记账单位和支付手段的重要性。为了对抗美元，欧盟 12 个成员国创造了欧元。欧元的诞生对汇率理论具有戏剧性的重大影响，将大型货币区的思想传播到整个世界。目前，美元、欧元和日元构成了世界三大价格稳定区域，但三大区域之间的汇率极度动荡，造成严重的经济扭曲。我讨论了美元、欧元和日元三大货币区建立货币联盟的可能性，以及以此为基础创造未来世界货币的可能性。

本卷第七篇文章“欧元和国际货币体系的稳定”首先提出的论点是：欧元的诞生对国际货币体系具有重大影响，是美元在第一次世界大战期间取代英镑成为最重要国际货币之后，国际货币体系最重大的历史事件。这是因为欧元将挑战美元对国际货币体系的支配地位，改变国际货币体系的权力格局。文章接着提出：欧元是否会成为伟大的国际货币？文章还把欧元与过去三千年历史上的伟大货币进行对比，勾勒出伟大国际货币的主要特征：交易区域的巨大规模，货币政策的稳定性，外汇和贸易控制的取消，中央政权的强大和连续性，以及货币的还原价值。接下来讨论的问题是流动性效果，认为流动性最初的变化方向与货币供应量增加对流动性的影响方向相同，这种流动性效果起初会削弱欧元。但随着时间的推移，世界各国储备资产从美元向欧元的多元化转移将推动欧元强势，并再次挑起诸如国际竞争力和欧洲失业等敏感性问题。论文最后指出，必须对美元—欧元汇率进行国际协调管理。



# 第一章

## 经济政策革命： 回顾与反思<sup>1</sup>

回首过去一个世纪，人类宏观经济的思维方式发生了多么巨大的革命性变化！请设想一下：如果马歇尔出席今天的汇率研讨会，他将发表什么意见。马歇尔的世纪是货币稳定的世纪：“上帝端坐天堂，世界平安无事！”马歇尔在世的绝大部分时间，世界有一个稳定的国际货币体系。1912年，马歇尔令人震惊地宣称：“关于货币，我们能说的最重要事实就是：它毫不重要！”然而，今天我们竟然要召开专题研讨会，集中研究某些特殊的货币问题！

### 一、货币管理时代的来临

在马歇尔时代，货币本位制——无论是1873年之前的复本位制，还是之后的金本位制——的含义就是固定汇率、由国际收支自动管理的货币政策和平衡预算以及一句箴言：“千万不要玩弄黄金！”金本位制让世界获得令人惊叹的高度货币统一，而“黄金闸门”（借用熊彼特的术语）牢牢控制住世界通货膨胀。毫无疑问，世界经济照样存在康德拉基耶夫式的价格变化长周期，但温和的通货膨胀与温和的通货紧缩交替出现，所以，从长期来看，黄金高度稳定。

---

<sup>1</sup> 本文是提交给“汇率管理研讨班”的论文。研讨班1996年9月26—27日于华盛顿举行。由经济增长国际中心（ICEG）和美国国务院的USAID联合主办。



第一次世界大战摧毁了这个体系。随着各国竞相滥用通货膨胀财政，黄金不再稳定。黄金真实价值下降了一半，物价水平飙升。即使是继续固守金本位制的国家如美国，物价水平也急剧上升。

在战争结束之后，汇率浮动。经济思想也开始突变。凯恩斯 1922 年出版《货币改革论》（*Tract on Monetary Reform*），明确区分了“内部稳定”和“外部稳定”，前者是稳定的价格水平，后者是稳定的汇率。<sup>1</sup> 凯恩斯绝对偏爱内部稳定，至少对英国是这样。他亲眼目睹了美国联储的货币政策飘忽不定。美联储的货币政策直接触发了 1920—1921 年的经济衰退，一般物价水平从战后高点下降 60%，差不多接近 1914 年的物价水平。

纽约联储主席本杰明·斯特朗是一个快速接受新事物的人。他一手建立了公开市场委员会，集中进行美联储短期货币市场操作，从而启动了货币政策的一场革命。斯特朗在美国国会经济稳定委员会听证会的证词，非常简洁地总结了她的货币政策理念：

威廉姆森先生：“与以前相比，你认为通过更大规模的公开市场操作来紧缩或扩张信用总量，联邦储备理事会真的能够在更大程度上稳定价格水平吗？”

斯特朗主席：“我个人相信，自从 1921 年采取行动以来，正是朝着价格稳定这个特定目标，美国联邦储备系统已经得到近乎良好的有效管理，就像理性的人类智慧在妥善管理它一样。”

随着政策当局宣布政策目标转向“内部稳定”，人类自主管理货币的时代开始了。

## 二、恢复金本位制

然而，欧洲各国依然留恋金本位制的稳定和荣耀。不过，第一次世界大战之后世界经济面临的许多严重问题，事先已经告诫各国决策当局：



过早地恢复金本位制将非常不明智。世界黄金产量已经下降了一半。虽然经历了战后的经济衰退，美国价格水平依然高出 1914 年价格水平的三分之一（从而大幅削减了 1914 年黄金储备的真实价值）。美国拥有的货币化黄金储备占世界总储备一半以上。汇率不稳定大大增加各国对黄金储备的需求。除此之外，恢复金本位制必然触发各国黄金需求急剧上扬。所有这些因素明确无误地说明：恢复金本位制将是极端愚蠢的政策。

虽然如此，但政治局势的风云变幻终于让各国纷纷踏上恢复金本位制的道路。1924 年，正在摆脱恶性通货膨胀灾难的德国，率先恢复金本位制以稳定通货。英国梦想重新夺取金融霸权地位，于 1925 年按照战前汇率平价恢复金本位制。法国 1928 年通过新的货币法令，加入金本位制阵营，但它采取的汇率平价使法郎价值严重低估，从而让法郎成为世界黄金储备的吸收器。世界许多国家纷纷步三国的后尘。

到 20 世纪 20 年代末，世界货币黄金储备的四分之三掌握在美国和法国手上。整个 20 年代，围绕“节约使用黄金”，人们进行了无休无止的辩论。但现在各国竞相争夺黄金。不仅各国政府（尤其是法国政府）想方设法储藏黄金，公众也效法他们的政府，大量储藏黄金。

战后各国恢复金本位制是弥天大错。问题并不像许多学者所说的那样简单：是英国政府按照过去的汇率平价恢复金本位制，从而使英镑价值高估，失业大幅增加。更基本的问题是：恢复金本位制之后，固守金本位制的各国中央银行大幅增加对黄金的需求，各国竞相抢夺黄金。货币政策紧缩的结果必然是通货紧缩、银行体系崩溃和经济大萧条。

政府官员和经济学家仍然没有吸取历史的经验教训：一窝蜂地恢复或脱离金本位制必然造成黄金市场动荡不安。金本位制成为经济大萧条的替罪羊，却没有人检讨各国对金本位制管理不当。雪上加霜的是：在斯特朗去世之后，美国联邦储备体系没有继续执行 1923 年确立的货币政策。它的目标不再是维持价格水平稳定，相反，它赋予金本位制以压