

## 引 言

货币贬值和货币升值<sup>〔1〕</sup>按初步略计可以确定为本国货币与外国货币的法定等值发生变化；这是我们这一辈人习以为常的事。但是，如果因此认为过去始终如此，将来也必然如此，那就不对了。货币贬值问题（与之相对应的是货币升值问题）只能在固定汇率制度下货币不再直接与黄金挂钩之时出现。<sup>〔2〕</sup>

在这个问题上，货币贬值或货币升值与币值下降或币值上升现象不同，也就是说与货币价值实际变化不同。因为币值下降或币值上升在所有的货币经济<sup>〔3〕</sup>中都是可以出现的。

币值下降是在没有当局正式干预的情况下对经济状况给予承认的一种现象，货币贬值则意味着一种政治决策。作为政治行动，货币贬值涉及有关政治艺术的全部问题。君主有“科学”，货币贬值也就可能有“理论”。必须善于选择时机和比率，善于使决策“得到通过”和控制结果。当然，对相对应的行动即货

币升值也同样如此，判断政治家是以成功或失败为依据的。

但是关于货币贬值的经济理论没有很广泛的历史意义和地理意义。最初的几次现代型货币贬值，是在第一次世界大战后大多数国家放弃金本位制<sup>(4)</sup>、改行金汇兑本位制<sup>(5)</sup>的情况下出现的。这种货币贬值主要是在第二次世界大战后随着固定汇率制度<sup>(6)</sup>的胜利发展起来的。货币贬值可能已成为往事，因为从 1973 年起，固定汇率制度已为主要国家所放弃，对关键性的货币则实行弹性汇率<sup>(7)</sup>。欧洲货币体系建立并于 1979 年 3 月 13 日开始生效，开创了一种中间状况，在实行浮动汇率的世界上出现了一个稳定汇兑关系区。

研究货币贬值（和货币升值）并非只有历史意义，因为这是论述货币平价和外部不平衡问题的简易方法。即使每一次货币贬值和每一次货币升值都是不应忽视其历史性的独特事件（第一章），也可以从社会政治情况相对稳定和西方资本主义经济运作技术条件这一系列经验中，引出对政治家和理论家可能都有好处的若干教训，对原因与动机的看法（第二章），对方式与限制的看法（第三章），对效应与影响的看法（第四章），最后，为了补足关于货币贬值的这些分析，就要把货币贬值放到当前浮动汇率的背

景中，来了解货币贬值的将来。

货币升值是限制性更强的事件，但不完全是货币贬值的对应物。它所提出的问题都汇总在最后一章中（第六章）。

作者力求以简明易懂的方式介绍有关这个方面的研究。但是 从本质上说 这种研究有其技术性的一面，因此必须使用一定数量的非专业人员不一定熟悉的概念。为了使本书不至于过分累赘冗长 这类词汇都汇集在附录中加以解释。

# 第一章 货币贬值和货币 升值的历史概况

现代型货币贬值出现在第一次世界大战之后，在布雷顿森林会议<sup>(8)</sup>后建立的固定汇率制度中占有非常重要的地位，但是，不回顾 1914 年以前国际货币体系的运作情况，就不可能了解这类政策的意义。因此，简要地回顾这段历史，自然要分为三个时期：1914 年以前（第一节）、两次世界大战之间的时期（第二节）、布雷顿森林会议以后（第三节）。此外，本章还附有主要的货币贬值和货币升值大事记（按年月顺序排列）以及与之直接有关的重大货币事件。

## 一、1914 年以前的货币体系

第一次世界大战以前的三十五年，是国际金本位制度处于鼎盛时期的三十五年。黄金也是国内货币的基础，黄金自由流通，银行券可兑换黄金。黄金在国内的作用逐渐增大，因为从 19 世纪中叶起，银

本位制<sup>[9]</sup>逐渐消失，白银在金银复本位制<sup>[10]</sup>中的比重由于白银的价值相对美元下降而下降。

黄金在国际上自由流通，使汇率波动的幅度受到了很大限制。事实上，在这整个时期，汇率稳定是令人满意的。居民<sup>[11]</sup>是外汇债务人时，就会将其债权人向其提出的汇率与运送抵债黄金的费用相比较。如果汇率低，将本国货币换成黄金和运送黄金的费用就会少于换成外汇的费用，居民也就会输出黄金。这就是人们所说的黄金输送点<sup>[12]</sup>机制。是黄金输入点还是黄金输出点，则视货币定值过高或过低<sup>[13]</sup>而定。

从全局观点看，黄金自由流通和以黄金作为货币发行准备金，使货币间可兑换性<sup>[14]</sup>的问题无法提出，因为主要国家的支付手段<sup>[15]</sup>是由金属<sup>[16]</sup>和银行券组成的，银行券则被视为相当于一定数量金属的票证，可按其票面价值自由兑换黄金。随着银行票据<sup>[17]</sup>的极大发展，可兑换性开始受到影响；在法、英、美三国总的说来，银行券和存款占货币总量的比重，1913年为87%，1885年为66%。

事实上，导致放弃银行券在国内兑换黄金之性质的，就是第一次世界大战。货币发行的黄金准备金大幅度减少，因为军费靠发行钞票，与黄金储备的变

化无关；人们往往说，1914 年至 1918 年的战争敲响了金本位制的丧钟。

## 二、从第一次世界大战到 布雷顿森林会议

第一次世界大战结束时，欧洲货币不再有固定汇率，不规则的汇率得到了发展。其所以叫做不规则的汇率，是因为汇率出现了不规则的变化，不受任何控制，也与被视为客观的平价变化原因无关。货币汇率很不稳定，是发展对外贸易的主要障碍，因为这给出口收入和进口成本引来了一个变化不定的因素。

补救这种情况，乃是 1922 年热那亚会议的目的。这次会议标志了金汇兑本位制的诞生。

在热那亚会议上，作出了两项重要决定：

——恢复金块的部分可兑换性；这意味着黄金在国内停止流通，从而可以节省黄金，因为金块占金属储存量的比重是要提高的。但是，另一方面，本国货币价值和黄金价值的关系，以及通过这种关系建立的本国货币和别国货币的关系，变得更加松散了；

——除作为准备金的黄金外可以保存外汇。作出这一决定，是因为人们担心，在战争期间世界金属储备量增幅不如物价涨幅的情况下，恢复金本位制

会产生通货紧缩的效应。两种外汇——美元和英镑——可以兑换黄金，并成为关键性的外汇。其他货币——所谓的外国货币——可以通过以上两种货币间接兑换黄金。

在这个时期，大多数国家不得不改变或被迫改变本国货币平价<sup>[18]</sup>。第一次世界大战和 1929 年的危机引起了严重的货币混乱，也造成了币值大幅度下降并在较低水平上稳定下来的周期。

第一次世界大战结束时，许多国家缺乏经济复兴所必需的原料，甚至缺乏足够养活本国居民的食品。

这类必不可少的商品无法就地取得，因此必须进口。进口大大超过出口，对支付进口所必需的外汇的需求也大大超过出口商的供应。因此，各国币值下降必不可免。

除上述不平衡外，通货膨胀还加剧了币值下降的变动。剩下的黄金和外汇都被动用，停止金币流通可以将金币变为金块。

但是，进口主要是靠币值下降引来的大量外国资金支付的。尽管今天看来这种情况会使人感到意外，但当时的舆论却认为币值下降是暂时的现象，应当想到，在几十年的时间里，汇率是很稳定的。不过，预测方面的自然趋势却是根据过去的情况进行推

论。

欧洲币值大幅度下降，使投资变得非常有利，在人们指望持久地恢复到 1914 年以前的水平时尤其如此（就法国法郎而言，是指始于 1803 年的原始法郎<sup>[19]</sup>）。当时，人们大量购进德国马克（银行券）以及不动产。

因此，币值下降引来了大量外国资金，从而使国际收支恢复了平衡。遗憾的是，这类资金是不稳定的，当人们了解到根本不可能恢复战前平价的时候，货币下降的结果不再是资金涌入，而是资金外流。资金加速外流，使币值下降情况更形严重，而且使人担心其他货币会受到传染：马克暴跌，也就加快了法郎外流。

刺激货币下降的因素消失后，必须恢复信心。除几种特殊货币（瑞士、荷兰和斯堪的纳维亚国家的货币）外，西欧的各种货币都在远低于战前水平的水平上稳定下来（贬值）。

1. 法郎。——1914 年结束了法国货币汇率长达一个多世纪的稳定状况。法国政府使用了 1914 年 8 月 5 日法令所批准的法兰西银行<sup>[20]</sup>贷款。法兰西银行向财政部提供贷款，由对国家的债权抵偿。强制

流通货币或国内不可兑换性<sup>(21)</sup>得以确立：法兰西银行不再承担银行券兑换黄金的义务。货币发行限额几乎翻了一番。

这就可以在相当顺利的情况下为战争筹措资金；到战后才感受到令人恼火的影响，因为法郎在 1914 年值 0.32258 克九成纯金，到 1928 年只值 0.0655 克九成纯金。

1919 年恢复了外汇自由汇兑；大多数货币伴随法郎下跌……1926 年，普安卡雷<sup>(22)</sup>上台恢复了信心并促使资金返回；在几个月的时间里，法郎平价从 1 美元兑换 50 法郎升至 1 美元兑换 25 法郎。普安卡雷实行了非常有效的预算平衡政策，减少开支、增加收入、偿还法兰西银行贷款。他终于能够保持法郎稳定，直至 1928……此前，法郎升值的传说甚嚣尘上。最后，法郎于 1928 年 6 月 25 日实行法定贬值，止住了任何猜测。法郎重新定值为 0.0655 克九成纯金，相当于 1914 年法郎“定值”的五分之一。银行券的可兑换性得到恢复，但限兑 12 公斤金块。后一措施“消灭”了小投机商和拿破仑金币收藏者，并规定黄金仅用于巨额交易。货币发行限额被取消，取而代之的是法兰西银行即期债务抵补系数，当时确定为 35%。

大萧条<sup>(23)</sup>确实只是到了 1936 年才对法国造成

损害，而且危害程度有限。失业和群众的不满导致人民阵线<sup>[24]</sup>上台执政。社会措施和动乱使有产阶级惶恐不安，从而引起资金外流。法郎外汇行市<sup>[25]</sup>下跌促使中央当局对外汇市场进行干预。储备<sup>[26]</sup>耗损以及赞成货币贬值作为恢复贸易平衡政策的运动，导致 1936 年 9 月 1 日实行货币贬值 规定了法郎外汇行市的上下限 其价值在 0.049 克和 0.043 克之间。因此 批准的变动为 6%左右。外汇稳定基金<sup>[27]</sup>组织负责保证法郎不超过此限。

2. 英镑。—— 英镑自 1914 年以来的历史，是英国失去支配地位和试图恢复这种地位的历史。1925 年，英镑的平价恢复到了 1817 年的水平。因此 它的定值偏高 也就是说 超过了与国际收支过程中自发形成之汇率相当的汇率。其所以定值偏高，是因为英国政府想恢复英镑在 1914 年以前所具有的国际性。此后 英国在很大程度上受到其工业生产与欧洲工业生产相当的美国所支配，无法占据原来的那种地位。

外国产品非常便宜 而英国产品却非常昂贵。衰退和失业不可避免，从 1925 年起使英国遭到了打击，而其他欧洲国家却有了很大的发展。英格兰银行<sup>[28]</sup>无法解决对外负债问题，因此英镑不得不在

1931年贬值30%。当时通过一系列贸易金融协定与英国挂钩的国家，组成了英镑区<sup>[29]</sup>。英国那时希望通过这种做法恢复英镑在国际上的作用……事实上即使在第二次世界大战期间，英镑区也仍然保持外汇自由汇兑。

3. 美元。——美国货币在这个时期的变化主要是由于内部原因。因为，美国以外没有支付危机。

1917年到1931年暂停美元兑换黄金，因为从1914年起，货币总量为战争筹资而大幅度增长。在大萧条时期，罗斯福总统为了打破通货紧缩螺旋，决定将黄金升值，以促使物价上升。尽管在我们看来，这很奇怪，但罗斯福政府当时认为，如果美元含金量减少，其购买力也必然相应下降。1934年1月31日，美元平价确定为0.08887克纯金<sup>[30]</sup>，因此美元贬值41%。由此形成的新黄金价格（每盎司35美元）在国际货币体系中占有支配地位，直至1971年8月<sup>[31]</sup>，期待的物价上升没有出现，但美元在国外的购买力却以同样幅度下降，直至其他国家的货币也实行贬值<sup>[32]</sup>。

### 三、布雷顿森林会议以来货币体系和主要货币史

1944 年，布雷顿森林会议为新的金汇兑本位制奠定了基础；它确定了两个主要目标：

- 建立固定平价制度<sup>[33]</sup>；
- 使货币的可兑换性成为可能。

为此，布雷顿森林会议建立了国际货币基金组织，其首要作用就是向成员国提供贷款，以缩小使成员国国际收支受到影响的暂时失衡的范围。

货币平价“按作为公分母的黄金重量或符合 1944 年 7 月 1 日开始生效之含金量的美元”规定。

因此，黄金是这一制度的法定基础，英镑不再是储备货币<sup>[34]</sup>；实际上，美元一开始就成为国际货币体系的信用货币本位<sup>[35]</sup>，原因有二：

——一方面，美国持有世界黄金储备的四分之二；

——另一方面，唯一能够供应交战国重建所需商品的市场，就是购物以美元支付的美国市场。

根据宪章，货币的汇率上下都不得超过法定平价的 1%。平价的变动只是为了纠正重大失衡，而且事先要同国际货币基金组织商量。但是，如果贬值不

超过 10% ，国际货币基金组织不得反对。

没有规定任何实际的制裁，只有国际合作才能使宪章得到遵守。

事实上，国际货币基金组织没有足够的资金可以用来支付成员国的庞大费用。第二次世界大战结束时，欧洲和日本都受到了破坏，百废待举，需求极大。只有美国拥有物力和财力，可以用来对付这样严重匮乏的局面。因此，国际复兴开发银行提供了贷款，尤其是马歇尔计划<sup>[36]</sup>提供了欧洲经济复兴所必需的资金。

战后全部货币史，乃是美元至高无上直至 1958—1960 年，以及从这个时期开始相对衰落的历史。

第二次世界大战结束后，美元立即涌向欧洲，并且成为唯一的国际货币，因为其他国家的货币不能兑换<sup>[37]</sup>。欧洲各国和日本成功地恢复了自己的生产能力，往往引人注目。过了不到 20 年，它们又能正视逐步开放本国边界的问题和恢复本国货币的可兑换性。从 1958 年起，形势的发展，相对说来对美元不大有利。

对美国产品的需求减少，欧洲和日本的出口则不断发展。

但是，美元的来源并未枯竭，因为美国的直接投

资接替了为重建提供的援助；这也就为美元问题种下了祸根。

美元开始在各中央银行积累起来，这些银行便向美国财政部要求以美元兑换黄金。从 1958 年 1 月 1 日至 1961 年 1 月 1 日 美国的黄金储备减少了近四分之一 从而显示了一个重大问题 国际贸易手段问题。当时，提出了两个解决办法：

——第一个是有实际意义的解决办法：持有者未使用的美元在欧洲美元<sup>[38]</sup>市场上再循环。这个超国家的市场允许美元债权进入流通过程，起媒介作用。因此 美元是作为国际代表货币<sup>[39]</sup>起作用的。这个市场的飞速扩大，清楚地表明亟需国际手段；

——第二个是有政治意义的解决办法（从国际机构主持制订的意义上说）：这就是从 1969 年起创设特别提款权<sup>[40]</sup>。

这种手段成为国际货币基金组织成员国中央银行储备的补充 用于结算国家之间的债权。创设特别提款权是考虑到调整美国的国际收支，因此也是考虑到限制美元在美国境外流通。按照国际货币基金组织的战略，特别提款权要成为国际货币体系的本位<sup>[41]</sup>。

1. 法郎。——在试行多种汇率不见成效后，法

郎的法定汇率在 1949 年末确定为 350 法郎兑 1 美元 即含金量为 0.0025 克。<sup>[42]</sup> 由于实行外汇管制 法郎保持稳定 直至 1957 年。

1957 年 形势严重恶化 苏伊士运河危机、阿尔及利亚战争和某些客户国内经济增长放慢，造成了通货迅速膨胀和外汇匮乏的局面。

1957 年 8 月，时任财政部长的费利克斯·加亚尔 实行了变相的货币贬值 采取贬值 20% 的行动；出口商得到 20% 的补贴 对进口商则按 20% 课税。因此 法定货币平价没有变化 但外汇的汇率却上升了 20%。

戴高乐政府于 1958 年 6 月批准币值下降，并于 12 月决定法郎再次贬值 17.5%。第二次行动的目的，是为法国在具备良好竞争条件的情况下进入共同市场做准备，以避免取消关税使法国工业家面临无法抗拒的竞争。同时 规定发行新法郎（重法郎），等于 100 旧法郎，作为稳定和坚挺的象征，于 1960 年开始流通。法郎保持稳定直至 1968 年 而且从 1966 年起就可以取消外汇管制。准备金始终足以使维持平价所必需的干预得以进行。国内通货膨胀和 1968 年事件<sup>[43]</sup> 引起了资金大量外流，但由于恢复外汇管制 确实不太严格 可以说只有象征意义 因此人称小管制…… ) 和货币当局对市场进行干预而得

以制止。

1969年8月10日法郎贬值11.1%。所有的评论家都认为，这次行动显然不是不可避免的。此后，法国法郎便陷入了国际货币体系危机和“石油冲击”影响所造成的混乱状态之中。

2. 英镑。——从某些方面看，第二次世界大战后的英镑史与两次世界大战之间的英镑史相似。从试图恢复英镑地位到1931年英镑贬值都可以看出英国货币的国际作用使英国经济债台高筑。1967年的贬值证实了这一点因为1949年的贬值可能被视为战争的直接后果。

但是，也有迥然不同之处。因为30年代的危机留下了不可磨灭的痕迹。如果说在两次世界大战之间的时期英国使国内活动服从对外稳定的需要那么在第二次世界大战后，它却愿意让黄金储备减少，甚至愿意以提供短期国外贷款<sup>(44)</sup>的形式忍受负黄金储备以便减少失业和维持增长率。尽管国际收支经常不平衡，英国政府这一次却没有实行通货紧缩政策。

威尔逊政府1964年上台执政时发现财政状况十分严重好些专家建议实行货币贬值但威尔逊开始时却由于政治原因而加以拒绝。因为前两次货币

贬值是工党政府实行的。结果 由于以这种方式承认失败，工党政府的信誉受到了严重损害。

当时 英国全力谋求各国中央银行的合作 以维持英镑的价值，1964 年末 它终于达到了目的 英镑看来得救了。

很快又出现了促使英镑贬值的压力。主要原因在于作为英镑国际作用之后果的套期保值<sup>[45]</sup>。外国的合作不足以解决问题，英国政府也就不得不实行通货紧缩政策 以消灭国际收支逆差。英国大力压缩国内需求，腾出商品供应出口。贸易逆差逐渐缩小，直至 1965 年末，但是 从 1966 年头两个季度起，贸易逆差又开始急剧扩大 从 2000 万英镑增至 1 亿英镑。

由于外汇储备没有得到恢复，不信任英镑的情绪与日俱增。

一项强有力的政策终于使贸易平衡在 1966 年末出现 1.5 亿多英镑的盈余。但是 英国的最佳主顾活动减少、苏伊士运河关闭和码头工人罢工 破坏了这种人为的平衡。英镑的外汇行市不断下跌 贬值势不可免。1967 年 11 月 18 日 英国政府只好将英镑贬值 14.3%。

从 1968 年起，投机活动再起，英镑的国际作用进一步遭到削弱。英国政府向英镑资产提供兑成美