



第四章

布雷顿森林体系之后五十年后的欧洲货币体系： 两个体系之比较

(1994 年 11 月 25 日提交给意大利西耶纳第十次会议，会议主题是《欧洲规划：1985 - 1995 年》(*Project Europe 1985 - 1995*))

本文评述了战后国际货币体系的关键特征，并把战后国际货币体系与 20 世纪 90 年代后期崛起的欧洲货币体系进行了对比，后者被认为是欧洲货币联盟的前奏。

一、50 年以前

半个世纪以前，当布雷顿森林会议举行的时候，国际局势与今天有天壤之别。世界大战的烽火依然熊熊燃烧，但战争主动权已经掌握到盟军手中。盟军成功实现了诺曼底登陆，正在法国境内向前推进。德国军队被赶到了意大利北部山区，日本帝国全面撤退。人们的注意力已经开始转向战后国际经济体系的重建。

导致 20 世纪 30 年代经济灾难的四大因素依然萦绕在人们的心头：经济孤立主义、大萧条、民族主义和经济动荡。摆在各国面前的巨大挑



战就是要创建一套制度，以缓和经济周期，消除货币混乱，避免保护主义、贸易限制、外汇管制、借贷枯竭和经济歧视。各国一致同意，要有效协调和管理各国经济的相互依赖关系，就必须放弃部分国家权利，支持国际性的管理架构。

问题被划分为两大类：第一类是金融问题，涉及国际收支、汇率和国际借贷。第二类是商业或贸易问题，涉及贸易保护主义、经济歧视以及就业和贸易的增长。

改革的动力和创意主要来自英国和美国。金融问题由财政部负责处理，牵头的是财长摩根索，成员有哈里·德克斯特·怀特和其他一些人。贸易或商业问题由国务院处理，牵头的是维尔·克莱顿和其他一些人。大西洋彼岸有类似的分工：凯恩斯勋爵忙于构思他的清算联盟计划；詹姆斯·米德则沉迷于他自己的商业或贸易联盟方案；列昂·罗宾斯主持战时内阁秘书局经济小组的工作。

金融谈判诞生了布雷顿森林孪生子。国际货币基金组织负责管理汇率、国际流动性和短期国际收支融资；国际复兴开发银行（IBRD 或世界银行）负责长期借贷和就业政策。早期两大机构的资源不足以完成赋予它们的职能，作用受到限制。但更重要的是，马歇尔计划的庞大援助取代了两大机构的职能，使两大机构在早期无事可做。获得双边经济援助的国家无须再到基金借钱。最初十年是两大机构成长成熟的年代，为它们在 20 世纪 60 年代发挥更重要的作用奠定基础。

但建立国际性商业或贸易制度的多边谈判就没有那么幸运，它陷入复杂谈判、胡乱承诺以及美国国会粗暴干涉的泥潭之中。1948 年 3 月在哈瓦那签署的《国际贸易组织宪章》（ITO Charter）遭到英、美两国的猛烈攻击。英国希望贸易条款服从充分就业的需要。由于该宪章附有例外条款，美国指责它没有提供投资者保护，没有根除贸易歧视和外汇管制。人们还指责它的条款过于严厉，只有美国和瑞士两个国家能够遵守它的

规定。¹ 幸亏哈瓦那宪章（1950年，美国国会否决了哈瓦那宪章）争议较少的部分较早时候已经被纳入《关税及贸易总协定》（GATT）之中。²

哈瓦那宪章的失败意味着战后世界经济只能是一架具有三个发动机的跛脚飞机：国际货币基金组织、国际复兴开发银行和关贸总协定。没有任何明确的协议来确保国际范围的价格稳定和充分就业。从此，国际宏观经济的稳定就指望着国际货币体系的稳定。

二、制度与体系

在二十五年前，在一篇回顾布雷顿森林体系的文章里，我区分了货币制度和货币体系。体系是多个实体（或单位或国家）的集合，它们根据某种规则进行交易和活动，彼此相互连接在一起。当我们谈论国际货币体系时，我们关心的是制约各国相互交易和活动的机制或规则，特别是制约各国货币和信用工具相互交易的机制或规则。各国外汇、资本、商品市场相互交易所依赖的就是这些货币和信用工具。交易的控制或规则的实施乃是通过各国政策的相互协调来完成。对这种松散的监管架构，我们称之为合作。

制度与体系不同。制度是体系运转的框架和背景。它是一套法律、惯例、规则和规章。是体系运转的背景，是体系运转的所有参与者共同

1 我在“多边商业政策”（Multilateral Commercial Diplomacy）一文里讨论了该问题的某些方面。文章载《国民银行评论》（*The National Banking Review*）第三卷，第2号，1965年12月，pp.193-199。

2 由于参与谈判各方认识到围绕宪章的谈判肯定旷日持久，所以战争刚一结束就签订了过度协议。自斯穆特—霍利关税法案以来，根据《互惠贸易协定法案》，美国关税已经削减，尽管如此，关税依然是贸易的主要障碍。关键是政府获得国会授权，将关税削减到1945年的50%，从而让美国在1946年伦敦世界经济会议上提出的一项关键建议生效。该建议体现了新的商业协定规则，包括那些预期要纳入国际贸易组织（ITO）和《关税与贸易总协定》的条款。《关税与贸易总协定》正是从美国这个特别的备忘录里诞生出来，它是《哈瓦那宪章》硕果仅存的部分。



理解的环境。货币制度之于货币体系，有点类似宪法之于政治或选举体系。我们可以将货币体系理解为货币制度的具体运作或运用。

我们已经习惯于根据既定的或现存的货币体系来思考。在下面的论述中，我把人们在经济分析中通常当作常量的东西，视为变量。但是，体系可以在我们毫无察觉的情况下发生变化。“货币制度”可能僵化，无法应付新体系的问题。如果我们不区分体系问题和制度问题，我们就会犯错误：要么抛弃有关体系的思想，该体系看起来似乎不再起作用；要么指责制度，创造该制度的目的是为了适应体系的运转，但体系的发展却早已超越制度。对后一种情况，我们必须问：是应当强化制度，压制体系的变化，还是应当修改制度以适应体系的变化？

三、战后的国际货币体系

布雷顿森林会议所签署的《国际货币基金组织协定》，并没有创造一个新的国际货币体系。相反，它几乎让现存的国际货币体系无法运转。³ 根据协定规定，成员国必须将本国货币与其他所有成员国货币的汇率维持在基金规定平价的1%以内。根据美国自己的规则，它从来不干预外汇市场。所以，美国的程序必须进行革命性的改革，才能满足基金组织协定的要求。自从1936年美元贬值和《三国协议》签署以来，国际货币体系按如下规则运作：美国按照美元与黄金的固定汇率，自由买卖黄金，二者汇率的波动被维持在非常窄的幅度。绝大多数其他国家则把货币与美元直接挂钩，或者通过英镑或其他某种储备货币与美元间接挂钩。按照基金组织的汇率规则，美国必须在纽约外汇市场干预所有成员

3 我曾经在“布雷顿森林故事”(Tales from the Bretton Woods)里用很长篇幅讨论了这个问题。文章载《布雷顿森林体系回顾》(*Retrospective on the Bretton Woods System*) (M. Bordo 和 B. Eichengreen 主编, Cambridge MA: National Bureau of Economic Research, 1991)。

国的货币，或者干脆关闭纽约外汇市场。

为了取消这项义务——几乎是布雷顿协议签署以后才想到，美国要求在基金组织协定里面附加了一项条款，即协定第Ⅳ 4 (b) 款。该条款准许成员国钉住黄金价格，以代替钉住汇率的义务。紧接着，美国政府正式通知基金组织：它将自由买卖黄金（只针对外国货币当局的官方货币需要），从而解除其钉住汇率的义务。⁴

附加条款为战后非对称国际货币体系确立了法律基础，该体系自 20 世纪 30 年代后期就已经存在。⁵ 它是与黄金挂钩的美元本位制。

钉住黄金的美元本位制是一个“体系”吗？体系是多个实体（或单位或国家）的集合，它们根据某种规则进行交易和活动，彼此相互连接在一起。对于钉住黄金的美元本位制，如果能从中识别出成员国相互作用的制度架构和勾画出它的控制规则，我们就可以说它是一个体系。

我曾经写过一篇文章：《金汇兑本位制的运行规则》（Rules of the Gold Exchange Standard），是提交给美国国会国际外汇及支付专门委员会的证词，那是学术界首次将金汇兑本位制作为逻辑连贯的国际货币体系进行全面详细的论述：

“衡量金汇兑本位制的运行有两个指标。第一个是核心国家国际收支逆差的大小。第二个是核心国家国际收支逆差的构成。在金汇兑本位制下，世界储备资产由黄金和外汇构成。核心国家货币是最主要的外汇

4 《国际货币基金组织协定》关于其他国家的条款有两个问题：（1）根据第Ⅳ款字面上的规定，每个成员国（除非它像美国那样，采取第Ⅳ-4 (b) 条款）必须将所有成员国货币汇率维持在规定平价的 1% 幅度内，显然，这是毫无意义、多此一举的规定。后来，基金同意：只要成员国将自身货币汇率与一个可兑换货币固定，就算满足了基金组织规定的义务。（2）如果（比如）英镑区一个国家将自身货币与英镑固定在规定平价的 1% 幅度内，而英镑又与美元固定在规定平价的 1% 幅度内，那么，该国货币汇率的波动幅度可以在规定平价 2% 的幅度内，对美元汇率波动幅度还可以更大。后来，人们容忍这种做法，并称之为“多元货币安排”。

5 为什么各国从干预黄金市场转向干预美元市场？我猜测这个转变出现在 1937 年“黄金恐慌”之后，当时曾经出现广泛议论：说美国将改变她对黄金与美元兑换的承诺。美元本位制下的交易成本比金本位制的交易成本小得多。



储备资产。黄金储备增长不能满足世界储备资产需求时，就由核心国家货币来补充。第一个指标衡量的就是核心国家补充世界储备资产的程度或规模。‘非储备货币国家’或外围国家根据它们自身的利益，判断核心国家对外汇储备的供给是过度还是不足。衡量核心国家外汇储备供给过度或不足的就是第二个指标。

“外围国家货币的汇率与核心国家货币（即美元）固定（直接固定，或通过其他货币间接固定）。外围国家就是美元储备的余额或差额购买者或销售者（residual purchasers or sellers of dollars，当美元储备供给过度时，外围国家可以将美元卖给美国，换回黄金；当美元储备供给不足时，外围国家可以用黄金从美国购买美元，所以称为余额或差额购买者或销售者，所谓差额乃是相对外围国家均衡储备水平和储备构成而言——译者注）。核心国家（即美国）将货币（即美元）价格与黄金固定，核心国家因此成为黄金储备的余额或差额购买者或销售者（residual buyer or seller of gold，根据基金组织协定规定，外围国家出售黄金购买美元时，美国必须依照官价购买；外围国家出售美元兑换黄金时，美国则必须按照官价卖出黄金——译者注）。这就是说，给定世界货币黄金拥有量的增长率，美国国际收支逆差的规模决定了世界其他地区储备货币的增加，其构成则决定了美国储备资产的变化。”

“一旦美国货币政策过度扩张，外围国家就不得不购入大量的美元储备，对外围国家产生直接或间接的通货膨胀压力。类似地，一旦美国货币政策过度紧缩，则美元稀缺或流动性不足，导致世界其他地区的通货紧缩。”

“外围国家对付美国货币政策过度扩张或过度紧缩的办法就是改变美国国际收支逆差的构成，从而影响美国的储备余额。一旦美国货币政策过度扩张，外围国家就可以将美元转换为黄金。它保持外围国家储备资产总量不变，但世界总储备资产下降，因为它减少了美国的储备资

产。类似地，一旦美国货币政策过度紧缩，外围国家就可以将黄金兑换成美元。外围国家储备资产总量不变，但美国储备资产规模增加。外围国家是金汇兑本位制的管理者或控制者，控制美国国际收支逆差的构成是它们调节或管理金汇兑本位制的惟一机制。美国国际收支逆差的构成正是外围国家判断其规模合适与否的指标。”

“然而，由于外围国家和核心国家被捆绑在同一个体系上面，外围国家控制美国国际收支构成的能力或强制程度就大打折扣。外围国家的确可以通过兑换黄金来警告美国，但它们不能无限制兑换黄金，将美国黄金储备减少到某个临界点。黄金储备低于临界点，美国就会觉得继续维持这个体系于己无益。外围国家过分挤兑黄金必然强化美国‘独自脱离该体系’的想法，迫使美国摧毁该体系……另外，美国自行其是的自由度同样受到限制。意思是说：美国货币政策不能过分损害外围国家的利益，否则外围国家为了保护自己，同样会抛弃该体系、抛弃美元而选择黄金。”

“金汇兑本位制就是这样运作的。但即使在上述限制条件以内，美国 and 外围国家也需要仔细相互协调彼此的货币财政政策，以维持各自的内部和外部均衡……”

货币体系的游戏规则由一整套法律、承诺、惯例和君子协定构成。根据这个游戏规则，核心国家（美国）将货币（美元）与黄金固定，外围国家（让我们称它们为欧洲）将它们的货币与美元固定，要么直接固定，要么通过其他货币间接固定（比如通过英镑或法郎）。如此一来，美国就成为黄金的余额或差额买卖者，欧洲则成为美元的余额或差额买卖者。美国必须购买世界黄金市场上任何过度供给的黄金，并用自己的黄金储备满足世界对黄金的过度需求。如果美国拒绝这样做，黄金的美元价格就要偏离美元黄金汇率平价。欧洲的责任是吸纳任何过度供给的美元，或满足任何对美元的过度需求。如果欧洲不这样做，欧洲货币汇



率就要偏离它与美元的汇率平价。⁶

体系的边界条件由美国的黄金储备和欧洲的美元储备决定。美国无法创造黄金，欧洲无法创造美元，它们没有这个能力。然而，边界条件是不对称的。原因是：只要美国财政部有美元和黄金供给，欧洲就有额外的美元来兑换黄金。因此，欧洲的其总储备资产（美元 + 黄金）就构成它的边界条件，而美国的黄金储备构成美国的约束条件。

体系的控制一方面依靠美国的货币政策，另一方面依靠欧洲黄金—美元余额组合。当美国扩大美元供应量，它对世界收入和价格产生向上的压力。直接压力来自于利率效应和美国自身开支的变化，间接压力源于欧洲储备资产的增加。类似地，当美国紧缩美元供应量，它对世界价格水平产生向下的压力。

欧洲黄金—美元余额组合是另一个控制变量。当欧洲把美元兑换为黄金时，它减少了美国储备余额，刺激或迫使美国货币紧缩。⁷ 当欧洲将黄金兑换为美元，它增加美国储备余额，允许或迫使美国货币扩张。因此，欧洲黄金购买政策影响美国货币政策，后者则“决定”世界价格和收入。当美国货币政策给世界强加通货膨胀时，欧洲就通过购买黄金刺激或迫使美国货币紧缩；当美国货币政策引起世界通货紧缩时，欧洲就出售黄金诱使美国货币扩张。

因此，我们可以将金汇兑本位制体系的控制机制表述如下：美国根据其黄金储备余额是否过度或不足，来决定货币扩张或货币紧缩；欧洲根据美国货币政策是否造成通货膨胀或通货紧缩来决定从美国购买黄金

6 根据布雷顿森林体系，各成员国货币汇率平价以黄金的克数确定，或者以 1944 年美国黄金美元（等价于 1 货币单位）的整数倍（或分数倍）来确定。然而，市场汇率却是直接由外汇市场决定，包括货币当局对外汇市场的干预。

7 在整个文章里，我将全部使用货币“扩张”、“紧缩”以及价格上升和下降等说法，不使用货币扩张或价格上升速度提高或下降等说法。但读者自己可以很容易将我的用语应用到经济增长。

或出售黄金给美国。所以，金汇兑本位制是一个货币体系。下面我们必须考察这个货币体系的内涵。

四、金汇兑本位制的调节机制

可以用严格的数学形式来描述金汇兑本位制体系。⁸当然，这样做的目的不是为了给中央银行的行为披上似是而非的精确数学外衣。⁹相反，用严格数学形式描述该体系，能帮助我们明确隐含在该体系调节机制中的各种可能性，能明白数学表述对于讨论调节机制究竟有何帮助，纯粹依靠直觉无法做到这一点。¹⁰

图 4-1 横坐标表示欧洲黄金储备 (G)，纵坐标表示美国的美元发行量或美元负债 (D)。给定整个世界的黄金储备， $R_1 R_2$ 线刻画欧洲黄金储备（这样，美国的黄金储备就是整个世界黄金储备减去欧洲黄金储备后剩下的余数）与美元负债的关系，它保证美国的黄金/储备资产比例处于期望水平。因此，如果欧洲黄金储备为 OR_1 ，则美国黄金储备为零，美国的美元负债必为零。相反，如果欧洲没有黄金（从而美国持有全部黄金），则美国的美元负债为 OR_2 （假设价值 1 美元的黄金为黄金本身的记账单位， $R_1 R_2$ 的斜率为负，是美国储备比率的倒数，后者被假定小于 1）。¹¹

8 参见拙作：“危机问题”（The Crisis Problem），载《国际经济的货币问题》（*Monetary Problems of the International Economy*，R.A. 蒙代尔和 A.K. 斯瓦伯塔主编），芝加哥，芝加哥大学出版社，1969 年，pp. 343 - 349。重印于蒙代尔《国际经济学》，纽约，麦克米伦，1968 年。

9 我不知道哪个中央银行家会认为他们的行动可以用一组微分方程体系来描述。

10 关于该体系的数学模型和严格证明，参见拙作：“危机问题”，载《国际经济的货币问题》（R.A. 蒙代尔和 A.K. 斯瓦伯塔主编），芝加哥，芝加哥大学出版社，1968 年，pp. 343 - 349。重印于蒙代尔《国际经济学》，纽约，麦克米伦，1968 年。

11 可以用 D 代表整个世界总的非黄金货币供应量，而不仅仅是外国中央银行持有的美元储备数量。因为我们此处不考虑汇率波动幅度、货币之间不完全相互替代以及多货币区域等问题。同样，可以很容易调整黄金储备数量（等于 OR_1 ），将私人黄金储备或窖藏也纳入进来。

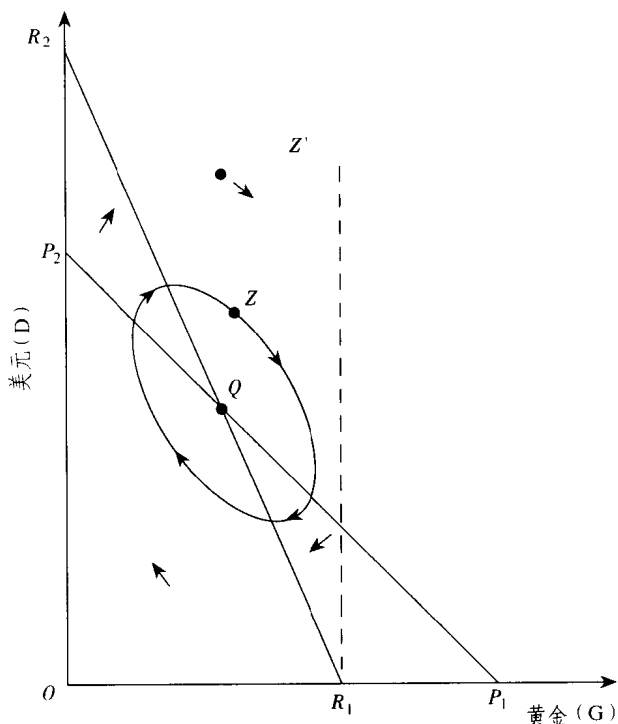


图 4-1 金汇兑本位制的调节机制

P_1P_2 线刻画欧洲黄金储备与美元负债之间的关系，它确保的是整个世界给定的货币供应量（由黄金和美元构成）以及给定的价格或收入水平（假设没有滞后效应）。因此，如果美元货币供应量等于 OP_2 ，它恰好能够维持给定的价格水平，所以欧洲黄金储备必须为零，才能确保这个物价水平。类似地，如果美元货币供应量为零，欧洲黄金储备就必然等于 OP_1 。 P_1P_2 的斜率（符号为负）是黄金的美元价格的倒数，我们已经假设黄金的美元价格为 1。

两条线代表政策目标。当美国储备比率低于（或高于）期望水平，也就是说，美元负债数量位于 R_1R_2 线之上（或之下），美国货币政策当局就要减少（或增加）美元负债。如果世界货币供应量高于（或低

于)维持给定价格水平(由线决定)所需要的量,也就是说,欧洲黄金储备位于 P_1P_2 线的右边(或左边),那么,欧洲就要购买(或出售)黄金,以鼓励美国货币紧缩或货币扩张。由此,我们得到决定图形上每个点“运动方向的力量”(每个象限一个点),用箭头表示。

我们立刻就能看出:影响控制变量的力量强度,决定体系是否稳定。让 α 表示美国美元负债扩张的速率,它是过度黄金储备占总储备的比率;让 β 表示欧洲购买黄金的速率,它是世界货币供应量超过其均衡水平的比率;让 μ 表示美国的黄金一美元均衡储备比率。那么,假定 α , β 和 μ 都是常数,体系稳定与否决定于:

$$\frac{\alpha}{\beta} \cong \frac{1}{\mu}$$

(对于边界情况,比如从图形上初始点 Z 开始,体系将围绕均衡点震荡运动(并且采取椭圆形轨迹),毫无希望到达均衡。)

根据上述表达式,如果 $\mu = 25\%$,那么体系稳定要求美国货币紧缩的速度超过欧洲黄金购买速度的4倍。如果不能满足这个条件,那么当价格水平太高和美元货币供应量过度扩张(或过度紧缩)时,世界货币供应量将增加(或下降)。

体系潜在的不稳定性来源于如下事实:维持体系运转的政策组合破坏了有效市场分类原则。¹²美国调节美元供应量来维持黄金储备余额,而

12 首次讨论有效市场划分原理,是我的文章“在固定和浮动汇率体系下国际货币调节的动态机制”,《经济学季刊》(*Quarterly Journal of Economics*),第74卷,1960年,pp. 227-257,重印于《国际经济学》,前引文献,pp. 152-176。进一步讨论该原理,是我的另一篇论文:“实现内部和外部稳定的货币政策与财政政策的适当运用”(The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for External and Internal Stability),《国际货币基金组织工作人员论文集》,1962年3月,pp. 70-79,重印于《国际经济学》,前引文献,pp. 233-239。我在后一篇论文里,对该原理有如下论述:“……经济政策应当用于它们能发挥最大作用的政策目标。如果不遵照这个原理实施经济政策,经济体系就会不稳定,或者迈向均衡的道路将变成循环式路径……在更一般的意义上,我们有如下经济政策原理:为实现给定数目的独立政策目标,至少需要相同数目的政策工具。该政策原理因丁伯根而大名鼎鼎。丁伯根原理关注的是一个经济系统了解的存在性和位置。它并没有断言任何给定的政策措施事实上会得到系统的解。要确定这一点,就必须分析动态经济系统的稳定性质。在这个方面,有效市场划分原理是丁伯根原理的必要补充。”



欧洲调节黄金储备来引诱美国改变货币政策。工具变量没有与目标变量有效搭配。能够最有效影响某目标变量的那个工具并没有用来调节或维持该目标。

原本稳定的体系也可能崩溃。体系的边界条件由坐标轴和从 R_1 点出发的一条垂直线决定。体系撞上后面这条边界线，就表示美国终止黄金兑换——即结构性的体系崩溃，或者停止执行体系的游戏规则。因此，完全有可能出现如下情况：假若体系出现足够大的非均衡，比如点 Z' 所表示的非均衡，体系就会崩溃，因为它撞上了体系的一个边界约束——美国黄金储备已经耗尽。

有许多办法可以改善体系的稳定性，降低体系危机的风险。提高美国储备比率、降低欧洲的 β 变量或提高美国的 α 变量，都能降低体系不稳定的风险。提高 μ 的数值具有同样效果。提高黄金价格可以将黄金边界壁垒从 R_1 向右边移动，从而使 $R_1 R_2$ 线和 $P_1 P_2$ 线都更加平坦。

五、危机四伏

1950 年底，美国有 6.52 亿盎司黄金，七个欧洲国家有 9,500 万盎司黄金。到 1971 年，美国黄金储备已经下降到 2.916 亿盎司，而七个欧洲国家黄金储备增加到 4.817 亿盎司。七个欧洲国家包括六个《罗马条约》创始国和瑞士。黄金大规模从美国向欧洲转移发生在 20 世纪 50 年代后期和 60 年代早期。

前面的分析清楚表明，钉住黄金的美元本位制实际上是按照如下方式管理的：美国货币政策由美国储备比率决定，欧洲则通过对美国国际收支构成施加压力，以此控制世界通货膨胀率。如此运转的金汇兑本位制潜在着巨大危机。60 年代，美国和欧洲针对国际货币体系的运作发生激烈冲突——英国首相威尔逊称之为“货币战争”。

体系的边界条件由黄金储备量和黄金价格决定。风险在于体系的变量有可能撞上边界条件，从而威胁美元与黄金的兑换。提高黄金价格——以补偿二战期间和战后的通货膨胀——能够在现有的参数内为体系提供更大的调节空间。但是，60年代完全没有提高黄金价格的可能性——主要是政治上的原因使然。

60年代后期的越战进一步恶化国际货币体系问题。越战与扶贫大战一起，让美国财政政策过度扩张，不仅从欧洲角度看是如此，而且从美国自身的立场上看也是过度扩张。在固定汇率体系下，美国过度扩张的财政政策和货币政策相应将高通货膨胀带给欧洲，或者，欧洲被迫积累过多美元储备，造成投机者对欧洲各国货币汇率的投机冲击。德国尤其如此。德国指责固定汇率“进口通货膨胀”¹³到国际收支顺差国家。

考虑到该体系潜在如此巨大的危机——原因包括黄金价格低估和美国货币政策过度扩张，它能够持续如此长的时期倒是令人吃惊的事实。在欧洲和美国威胁——反威胁的斗争背后，是一股虚张声势的相互威吓。谁也不希望体系崩溃，至少整个欧洲这样想。他们开始调整行为模式，而不是蓄意搞垮整个体系。

首先，妥协和相互迁就维持体系继续运转了好几年。的确，当时人们普遍希望，如果继续维持体系运转几年，通过创造特别提款权（一种纸黄金，本意是用它来作为黄金的替代品）来改造或修正该体系，就可以为国际货币体系的均衡建立更稳定的基础。

相互迁就的首要机制是节约使用黄金，减少对黄金的需求。1965年，美国取消了联储成员银行在联储存款需要25%法定黄金保证的规定，1968年进一步取消了联储美元钞票背后的黄金保证。这些措施消除了国内货币创造的黄金储备保证要求，让这部分黄金储备也可以用来进

13 “进口通货膨胀”一词是日内瓦国际研究生院教授维尔海姆·罗伯克（Wilhelm Röpke）发明的。



行对外黄金兑换。¹⁴

更重要的是双方动态行为模式的改变。首先，美国取消一切黄金储备保证要求，美国就有更大的自由度来实施扩张性货币政策。结果，美国维持价格稳定的压力或动力更弱。1965 年之前，美国通货膨胀率平均小于 2%，1968 年上升到 4.4%，1969 年为 5.4%，1970 年为 5.9%。¹⁵

其次，随着美国黄金储备相对越来越小，欧洲担心美国为了对付欧洲将美元兑换为黄金，有可能改变体系的运转规则和取消美元与黄金的兑换。浮动汇率对欧洲简直是恶魔的咒语。根据体系原来的运行机制，面对美国不断上升的通货膨胀，欧洲可以猛烈兑换美国的黄金。但 60 年代后期情况不同。要是欧洲继续大规模将美元兑换黄金，就很可能摧毁国际货币体系。现在，国际货币体系已经变成一个寡头组织，各国不可能在不考虑对方行动的前提下，单方面根据自身利益自由行事。另外一个因素是，当时人们相信，只要勉强维持该体系运转几年，黄金担保的特别提款权就能够挽救该体系。

然而，国际货币体系终于还是在 1971 年夏天崩溃了，当年春天曾经出现马克危机。1971 年 8 月，美国拒绝英国和其他一些国家兑换黄金的要求，宣布关闭黄金窗口，美元正式成为不可与黄金兑换的货币。其他国家就面临抉择：继续将货币与一个不可与黄金兑换的美元固定呢？还是让它们的货币联合起来相对美元浮动，或者还是让它们各自的货币分别相对美元浮动且相互之间也浮动？

14 到 1968 年，私人市场对黄金的需求赶上市场黄金供给，黄金储备库（由几个主要黄金持有国组成）解体。当年三月，各国中央银行决定退出私人黄金市场，允许私人市场黄金价格超过官价。该措施防止了黄金进一步从官方储备流入私人市场。

15 虽然美国国内居民货币持有量的增长率没有大幅上升（1968 年除外）——增长率分别是：1967 年为 4.6%；1968 年为 7.2%；1969 年为 5.8%；1970 年为 3.6%，但美国出口到欧洲美元市场上的货币却急剧增加，美联储曾经竭力否认这个事实。参见拙作：“世界通胀和欧洲美元”（World Inflation and the Eurodollar），《经济评论》（*Economic Notes*），第 1 卷，第 2 号，1971 年。

六、史密森体系

在国际货币体系迈向崩溃的过程中，欧洲就已经考虑过联合浮动。1971年5月欧洲发生货币危机，马克（还有荷兰盾和比利时法郎）浮动，德国就建议与其他伙伴国联合浮动。但法国和欧洲委员会却建议固定汇率平价和管制资本流动。几方没有达成任何协议。

1971年8月15日国际货币体系危机过后，德国再次提出联合浮动，法国再次拒绝。现在汇率已经浮动，但绝大多数欧洲国家和世界上许多小国对浮动汇率很不适应。危机之后四个月，主要大国齐聚华盛顿史密森学会开会，讨论重建国际货币体系。

新体系与老体系有许多相似之处。汇率平价进行了适度调整。各国货币事实上与美元挂钩。主要区别是美国美元兑换黄金的承诺。虽然继续维持黄金官价——它被提高到38美元1盎司，但美国不再承诺买卖任何黄金。因此，史密森会议建立的货币体系不再是钉住黄金的美元本位制。从所有实际意义上看，它是纯粹美元本位制。¹⁶

不钉住黄金的美元本位制的运作方式与钉住美元的美元本位制究竟有什么不同？请记住：钉住黄金的美元本位制有两个目标（美元与黄金兑换以及稳定的价格水平）、两个工具（美元供给和美国的黄金储备）。美国调整其货币政策以确保美元与黄金的兑换，欧洲控制美国国际收支逆差以实现通货膨胀目标。

不钉住黄金的美元本位制的机制不同。欧洲的货币政策旨在实现国际收支均衡，而美国货币政策旨在实现其通货膨胀目标。调节过程颠倒过来。

16 1971年德国联邦银行报告宣称：金汇兑本位制早已被美元本位制取代。



根据这种安排或配置，新体系就没有老体系那种不稳定性。因为新体系的调节安排符合有效市场划分原理。美国货币政策针对价格目标，而它恰好能对价格目标产生最直接作用；欧洲货币政策针对国际收支，同样能具有最直接的效果。

在新体系下，美国国际收支逆差为世界创造储备资产。在均衡状态下，美国国际收支逆差必须等于美国国内美元的过度供给，加上世界其他地区对美元的过度需求。对于增长中的世界经济，均衡的美国国际收支逆差将等于世界其他地区所需要的美元储备增长。给定固定汇率体系，美国货币政策本质上决定了整个世界的货币扩张速率。

让我们用一个模型来描述上述关系。让 $R = K^* \cdot Y^*$ 表示世界其他地区的储备需求，其中 Y^* 是世界其他地区的国内生产总值， K^* 是世界其他地区愿意以美元储备方式持有的国内生产总值比例。在纯粹美元本位制下，美国国际收支逆差 P 等于世界其他地区外汇储备的增长，所以 $dR/dt = P = n^* K^* Y^*$ ，其中 n^* 是世界其他地区名义国内生产总值增长率。比如 1970 年， $n^* = 0.06$ ， $Y^* = 4$ 万亿美元， $k^* = 0.01$ ，那么 P 就等于 24 亿美元，与那个时期美国持续的国际收支逆差平均值相差不远。换一种方式，如果我们将美国国际收支逆差表示为美国国内生产总值的比例，即 $b = P/Y$ ，我们就有： $b = n^* K^*$ ，是世界其他地区在世界国内生产总值中的份额与美国在世界国内生产总值中的份额之比率。

然而，不钉住黄金的美元本位制具有内在稳定性，并不意味着它就是一个有效的国际货币体系。美国有能力运用货币政策实现价格稳定，但它可能故意不这样做。美元不再与黄金兑换，欧洲就没有任何机制（除了道义劝说以外）诱使美国改变货币政策。美国享有完全的自由，

可以将自己的通货膨胀偏好强加给世界其他国家。¹⁷换句话说，新体系是一个霸权体系，一个“罗马帝国式的方案”。

让我们再看看战后的布雷顿森林国际货币体系就能够明白：60年代后期，新体系的某些特征就已经偷偷进入布雷顿体系，特别是美国取消银行存款和钞票的黄金保证，美国黄金储备大幅下降之后，更是如此。¹⁸

我总结出不钉住黄金的美元本位制的优点是，它消除了钉住黄金美元本位制的内在不稳定性，其缺点是，它是一个霸权体系，没有任何负责机制，比如美元与黄金的兑换。

与此相对照，钉住黄金美元本位制的缺点是，它的稳定取决于各国中央银行对货币政策的小心调控和相互协调。优点是，美元与黄金兑换的约束迫使储备货币国家对自己的货币政策负责。

1971年12月在史密森学会建立的国际货币新体系，虽然有上述优点，其现实利用价值却很快面临危机。新体系的规则要求欧洲维持国际收支均衡，美国确保价格稳定。但两大目标的实现不是完全相互独立的。1972年是美国大选年，其货币政策空前扩张，欧洲无法忍受。欧洲国际收支顺差的进一步恶化加剧了欧洲的进口通货膨胀，许多欧洲国家试图用冲销干预来避免进口通货膨胀。

然而，冲销干预政策不可能长期有效。国际收支顺差自动扩张货币供应量，中央银行抛售国债或其他证券，或者改变法定储备，能够暂时抵消顺差对货币供应量的扩张。但冲销干预将推高利率，加剧资本流

17 此外，储备货币国家还有别的动机将通货膨胀率提高到本国实际所需的水平，原因是通胀税可以为储备货币国家提供额外的铸币税收入。参见拙作“最优国际收支逆差”(The Optimum Balance of Payments Deficit)的分析，载《相互依存经济的稳定政策》(Stabilization Policies in Interdependent Economies)，帕斯卡尔·萨林和艾米尔·克拉森主编，阿姆斯特丹，北荷兰出版公司，1972年，pp. 69-86。

18 由于1969年法国5月风暴的影响，1969年一年，美国实际购入2,700万盎司黄金。但是，外部国家持续到美国兑换黄金，结果从1969年到1971年底，美国流失了6,000万盎司黄金。



入。随着外汇储备加速流入，本国货币的投机性买盘急剧上升，中央银行最终不得不放弃挂钩汇率。这正是1971年5月马克危机的实质，当时德国联邦银行每小时买入的美元超过1.5亿美元。1973年初出现过类似现象。

1973年2月，弗里德曼的弟子、美国新财长乔治·舒尔茨（George Schultz）打算通过美元贬值来解决问题。¹⁹黄金官价被提高到1盎司42.22美元（美国并不在这个价位买卖黄金），并调整了一些汇率。但是，没有更具约束力、更紧缩的货币政策，美元贬值只是进一步吊足了投机者的胃口。投机性资本从美国滚滚而出，大量美元涌向世界其他地区。日本外汇储备（主要是美元）从1969年底的26亿美元迅速上升到1972年底的152亿美元。同一时期，德国外汇储备（也主要是美元）从27亿美元上升到158亿美元。到1973年春天，新的不钉住黄金的美元本位制已经在危机边缘痛苦挣扎。

欧洲各国怀疑美国是否有决心紧缩货币政策，减少逆差，缓解储备大量流入世界其他地区。H.W.J. 波斯曼（Bosman）教授从德国立场讨论了这个问题，他说：

“在所有这些措施里，不包括美国大幅减少国际收支逆差。当然，我们希望美国大幅减少国际收支逆差，但我们不能依靠它，它不可能发生。从技术角度看，要美国利用经济政策工具大幅减少国际收支逆差非常困难，政治上的困难就更大，因为进出口对美国国民产出和消费的作用相当小。最后一个原因也是最重要的原因就是：美国没有解决国际收支逆差的政治动机。美国并没有认真对待它所有关于改善国际收支逆差

19 必须记住：对20世纪50年代和20世纪60年代国际货币体系非均衡，许多经济学家，包括凯恩斯主义者和货币主义者在内，全都诊断错了。他们将非均衡的根源归咎于美国国内问题，要求纠正美国国际收支逆差，而不是从国际货币体系的内在结构中寻找问题的根源。实际上，20世纪50年代和60年代的主要问题是黄金价值低估和黄金稀缺，仅仅依靠小幅度调节汇率无济于事。

的声明。美元最近的贬值对改善国际收支逆差有所帮助，但不能从根本上解决问题，除非美国根本改变它对世界其他地区的责任和承诺……”

“死守美元体系……意味着其他国家美元储备尤其是欧洲的美元储备继续上升，投机者就会相信现有汇率已经不合适且必然改变，从而大举抛售美元，买入德国马克。目前，所谓‘正常的’美元流入量已经很大，投机性资本进一步增加美元流入。如果对此不采取任何措施，欧洲尤其是德国货币当局必然面临持续货币创造的局面。”

“美元大规模流入，即使不是通货膨胀的重要原因，目前对抗通货膨胀的斗争也会因此而更加艰难。当然，我们可以采取一些措施来对抗美元储备大规模流入对银行体系的冲击，比如规定外币存款实行 100% 的储备比例。但经验告诉我们，只要投机者相信该国货币币值必然更改，或者一旦采取自由浮动，该国货币币值必然上涨，那么上述措施也无法阻止投机资本继续涌入该国。此外，外国资金还可以直接进行证券投资，100% 的储备比例要求对此就无能为力……”²⁰

1973 年 6 月，史密森体系垮台，浮动汇率时代来临。

七、欧洲汇率机制的诞生

我们还记得，1971 年 8 月 15 日布雷顿森林体系危机前后，德国就建议欧洲货币联合相对美元浮动，其他国家拒绝了德国的提议。1973 年春天，史密森体系崩溃前夕，德国再次提出欧洲货币联合与美元浮动，再次被拒绝。其中一个原因不难理解：联合浮动绝对不是一个对称体系，必然是以德国马克为中心。法国和英国都不愿意承认马克天然就是

20 H.W.J. 波斯曼：“汇率政策”（Exchange Rate Policies），载《欧洲经济一体化和货币统一》（*European Economic Integration and Monetary Unification*），布鲁塞尔：欧共体委员会经济金融事务总干事，1973 年 10 月，pp. 25 - 26。



联合浮动体系的中心。

然而,欧洲很早就有实现欧洲货币一体化的兴趣,虽然没有一致意见。货币一体化的建议可以追溯到20世纪50年代后期。《罗马条约》要求成员国政策致力于实现欧共体总体的国际收支均衡,确保市场对各成员国货币的信心,并要求通过成员国政府和中央银行的合作来实现政策的相互协调。

四年后的1962年10月,欧洲委员会向欧共体部长理事会提交了一揽子建议,旨在促进欧共体货币经济政策的协调配合,并最终建立货币经济联盟。1964年,欧共体成员国中央银行行长委员会成立,一起成立的还有预算和经济政策委员会。1968年2月,欧洲委员会建议,每个成员国承诺,只有在征得共同意见的前提下,才能改变汇率平价,并要求成员国考虑取消成员国之间货币汇率的波动幅度(即围绕法定汇率平价的波动幅度)。第二年即1969年2月12日,“巴雷报告”(Barre Report)要求各成员国采取协调一致的经济政策以实现共同的中期目标。欧共体理事会批准了巴雷报告的许多建议,并要求成员国承诺:只要经济政策会对其他成员国产生重要影响,任何一个成员国在改变经济政策之前,必须事先征询其他成员国的意见。

1969年12月1日至2日举行的欧共体首脑会议,要求欧共体理事会以巴雷报告为基础制定计划,分阶段建立欧共体经济货币联盟。1970年3月6日,欧共体理事会授权卢森堡的皮埃尔·维纳(Pierre Werner)领导一个小组,制定经济货币联盟计划。根据《巴雷报告》的精神,欧共体中央银行建立了一个支持成员国国际收支平衡的基金,成员国最多可以从中借取10亿美元,为期3-6个月。1970年10月8日,《维纳报告》发表,建议分阶段最终在1980年完成经济货币联盟的建立。

经济货币联盟的最终形式必须具备如下特征:(1)单一欧共体货币(或成员国之间的货币汇率不可撤销地永久固定,波动幅度为零,相互完全兑换);(2)资本流动完全自由化;(3)比照美联储模式,建立共

同的中央银行体系；(4) 由欧共体“经济政策决策中心”集中负责制定经济政策，中心政治上向欧洲议会负责。这些建议后来被法国搅得打了折扣，欧共体与成员国之间如何分配权力悬而未决。1971年2月9日，欧共体部长理事会采纳了修改后《维纳报告》的实质内容。但随后的进展被1971年春夏外汇市场的动荡所淹没。²¹

实现欧洲货币一体化的热情随美元走势周期波动。美元弱势时，热情最高，比如20世纪60年代后期和70年代早期和后期。在按照维纳计划实施“蛇形汇率波动”以后，70年代后期美元持续贬值将欧洲货币一体化进程大大向前推进。1978年布莱梅峰会上，法国总统吉斯卡尔·德斯坦和德国总理赫尔穆特·施密德签署协议，建立欧洲货币体系。1979年3月，欧洲货币体系正式诞生。

八、欧洲汇率机制危机

欧洲货币体系被认为是货币统一的前奏：

“欧洲货币体系的目的是实现欧共体更高层次的货币稳定。欧共体制定了一个更综合的战略规划，欧洲货币体系是其中重要的基本组成部分。战略规划的目的是实现稳定的持续增长，逐步恢复充分就业，减少共同体内部的发展不平衡，消除各成员国生活水准的差距。货币体系将促进经济发展的趋同，为欧洲统一提供崭新的动力。”²²

21 阿瑟·布鲁费尔德 (Arthur Bloomfield) 对欧共体早期货币一体化的努力进行了详细讨论。参见阿瑟·布鲁费尔德：“历史背景” (The Historical Setting)，载《欧洲货币一体化及其对美国的意义》 (European Monetary Integration and its Meaning for the United States)，L. B. 克劳司和 W. S. 萨兰特主编，华盛顿特区，布鲁金斯学会。

22 这是1978年12月4日欧洲理事会主席声明的结论。引自 M. 德塞科和 A. 乔万尼：“欧洲需要一个中央银行吗？”，载德塞科和乔万尼主编《一个欧洲中央银行？成立欧洲汇率体系十年之后欧洲货币统一的前景》，剑桥，剑桥大学出版社，1989年，p. 2。



欧洲货币体系超越了蛇形汇率波动机制，因为它创建了一个机构，即欧洲货币合作基金，创立了一个“前货币”单位，即欧洲货币单位（ECU），它被定义为欧共同体成员国货币构成的一个货币篮子，权重的计算考虑了贸易额和国内生产总值。欧洲货币单位将成为欧洲系汇率机制的基准，显示各成员国经济指标趋同的基础、中央银行政策操作的基准以及欧共同体成员货币当局相互清算的工具。欧洲货币基金为成员国中央银行交易提供清算所需的欧洲货币单位资源，成员国中央银行必须缴付20%的黄金和20%的外汇储备作为保证金。

在理论上，欧洲货币体系的欧洲汇率机制（ERM）相对各成员国是对称的，但实际上德国马克是体系中“通货膨胀的锚或枢纽”。德国联邦银行能够根据国内均衡的要求（德国宪法就是这样规定的），自主制定和实施货币政策。当货币体系出现冲突时——比如伴随通货膨胀压力的马克升值（或德国国际收支顺差），德国选择的政策是紧缩货币以防止通货膨胀，而不是放松货币以缓解它自身或其他欧洲货币体系成员国的外部压力。相反，欧洲汇率机制其他成员国优先考虑的是外部平衡，它们根据各自货币汇率是否触及上限或下限来决定紧缩或放松货币。简言之，欧洲汇率机制具有一个货币区的所有特征，该货币钉住马克和德国的货币政策。

欧洲汇率机制与美元本位制的类似显而易见，但不能夸大二者的相似。美元本位制是全球性的，马克本位制是区域性的。我们已经指出：当一个国家或区域的整体货币体系面临各种内外部冲击时，经济货币交易规模是决定其抵御能力的主要因素。国际调节负担的分摊比例与国家规模成反比。德国的经济规模只有美国的三分之一，所以它作为一个货币体系的锚或枢纽，稳定性也只有美国的三分之一。德国统一的巨大财政负担让德国经常账户从顺差460亿美元变成逆差207亿美元，变化量高达667亿美元，相当于德国国内生产总值的4.4%，同样数量的冲击

只相当于美国国内生产总值的 1.1%。²³

德国内部大规模转移支付（或外部世界对德国的转移支付）造成巨大的价格上升压力，迫使德国联邦银行在好几年内维持利率和有利于马克资产的高额利差（相对美国而言）。马克不会理会所谓中性的货币政策（比如固定的货币扩张速度），它在即期外汇市场上，将相对所有货币暂时强烈升值，但远期外汇市场上的马克必然反映马克利差和未来马克弱势，从而出现马克汇率相当大的折扣。因此，需要相当大幅度的汇率重新调整才能维持均衡，包括马克暂时的升值或德国欧洲汇率机制伙伴国货币汇率的向下调整。然而，必须强调，德国是一个大国，所需的实际汇率调整幅度相应较小。

绝大多数重大经济事件的影响都超越国界。德国统一是独特事件，它造成自 20 世纪 70 年代石油价格危机以来空前的经济金融冲击，但只集中在一个国家。对付冲击的办法之一是德国将马克相对美元和欧洲汇率机制伙伴国货币升值，但如此一来，德国马克的枢纽作用就遭到削弱，其长期劳动成本高估（尤其是东部地区）。无论如何，法国当时也会反对马克普遍升值，因为它不愿意法郎相应升值。

在给定欧洲汇率机制下，对付德国统一冲击的最佳办法是：德国联邦银行实施对整个欧洲而言是中性的货币政策。撇开正常的经济增长不谈，所谓“中性货币政策”有两个候选方案。第一个是全欧洲货币供应量的增长保持不变。如果实施这个政策，那么德国政府开支的大规模增加（通过债务来融资）将导致欧洲整体利率的些许上升和欧洲货币单位

23 关于这个论点，参见拙作：“国际调节负担的适当分配”（*The Proper Distribution of the Burden of International Adjustment*），《国民银行评论》（*National Banking Review*），第三卷，1965 年 9 月，pp.81-87，重印于蒙代尔《国际经济学》，第 13 章。还可以参见我的论文：“有关共同货币的不同论点”（*Uncommon Arguments for Common Currencies*），载《共同货币经济学》（*The Economics of Common Currencies*），H.G. 约翰逊和 A.K. 斯瓦伯塔主编，伦敦，艾伦和艾温出版公司，1973 年，pp.114-132。



的些许升值。德国国内商品价格将稍微上升，其他欧洲国家国内商品价格稍微下降，而国际商品价格不变。实施面向整个欧洲的货币政策，德国统一的冲击就由欧洲汇率机制整个区域共同承担。如此一来，通货膨胀可能比德国联邦银行期望的要高一点，通货紧缩可能比欧洲汇率机制其他成员国所期望的要严重一点，但对整个固定汇率体系而言，均衡更加平稳。这种均衡就好像是欧洲中央银行理事会统一实施货币政策的结果，理事会成员的权力按照成员国经济规模来分配。²⁴

1992年9月欧洲汇率机制危机暴露了欧洲货币体系的基本缺陷。只有经济金融冲击不大和来自德国以外时，马克作为体系的枢纽才能有效运转。要中和或对付德国内部产生的巨大冲击，德国就必须实施面向整个欧洲的货币政策，而不是单独面向德国的货币政策。²⁵领导者的责任是面对集团整体的责任，不是只对自己负责。领导者自我中心的行为必然削弱或摧毁整个体系。欧洲货币联盟将消除欧洲货币体系的大多数缺陷。²⁶

国际货币：过去、现在和未来

24 马斯特里赫特条约建议的是一个独立的中央银行，每个成员国派一名理事，但事实证明这个方案是错误的。

25 为德国联邦银行货币政策进行辩护的最佳论点是，有一个关键的临界通货膨胀率，在这个通胀率上，公众对未来通胀的预期将导致债券市场的崩溃和补偿性工资需求，从而有触发工资—价格螺旋式攀升的危险（以后制止或纠正工资—价格螺旋式上升的成本相当高，因为它必然引起过度失业）。如果这个论点成立，它似乎可以支持马克在欧洲汇率体系内的升值。

26 然而，批评者可以提出如下论点：面临德国统一那样的冲击，浮动汇率本来是比较好的解决办法。根据同样的推理，浮动汇率鼓吹者还说，20世纪70年代和80年代发生石油危机时，要是美国西北地区 and 东南地区之间实行浮动汇率，就能有效应对石油危机的冲击；类似地，70年代中期，纽约市爆发债务危机时，要是纽约市有自己单独的货币，它就可以用贬值的货币来清偿债务。但是，这些论点从本质上都只考虑了短期效应。浮动汇率体系有一个基本缺陷：它触发公众对未来汇率变化的预期，这种预期将完全抵消浮动汇率调节机制的效果。德国马克相对美元急剧升值，这是一个非常重要的信号，说明德国应当采取的最佳政策是实行更具扩张性的货币政策。

九、欧洲汇率机制的调节机制

许多学者将欧洲汇率机制的调节机制等同于战后布雷顿森林体系、甚至金本位制的调节机制。德·塞科（De Cecco）和乔万尼（Giovannini）写道：

“的确，欧洲货币体系最初十年的运行与其他固定汇率体系惊人的相似，如金本位制和布雷顿森林体系。与早期固定汇率体系的经验一样，欧洲货币体系的货币政策操作由中心国家即德国控制。其他国家有两种选择：要么主要迁就德国的货币政策，比如爱尔兰，尽管这样做的结果使爱尔兰物价水平较高（依照爱尔兰国内就业和福利水平衡量）；要么通过资本管制，暂时获得货币政策独立性，比如法国和意大利。早期货币体系同样如此。在金本位制下的货币政策由英国主导，布雷顿体系的货币政策由美国主导，至少某种程度上如此。在金本位制时代，英国以外的好些国家也曾经利用资本管制，而布雷顿体系下的欧洲国家包括德国照样利用过资本管制。”²⁷

显而易见，这种说法不正确。欧洲汇率机制体系既不同于金本位制，也不同于布雷顿体系。让我们先看它与金本位制是否相似。的确，在金本位制下，伦敦是世界资本市场中心，英镑是国际上广泛使用的记账单位，英镑钞票是每个国家第二位的替代货币。但世界价格水平的主要决定者不是英国的货币政策，而是世界货币化黄金储备总量。第一次世界大战之前的几十年里，美国崛起成为世界最大的经济体，拥有世界最多的黄金储备。英国黄金储备相对其他主要大国少得让人难以相信，英国利率并不决定世界经济周期，反而与世界经济周期随波逐流。伦敦

27 德塞科和乔万尼，前引文献，p.3。



是世界重要金融中心，经济事件的消息源于伦敦，却并非主要由伦敦决定。金本位制的枢纽是黄金，不是英镑。同样，20世纪20年代的金汇兑本位制也是与黄金挂钩。正是各国恢复金本位制的努力破产，加剧了对黄金的过度需求，才触发20世纪30年代的通货紧缩。

1936年《三国协议》签署之后，美国是惟一在某种程度上维持金本位制的国家（美国公民被禁止持有黄金，美元钞票不能与黄金兑换）。美元是战后国际货币体系的关键货币。但银行存款和美元钞票的法定黄金储备要求以及美国对美元与黄金兑换的承诺，共同约束着美国的货币政策。要没有这些约束，美国货币政策肯定更加扩张或放松。20世纪60年代后期的发展充分说明了这一点：银行存款和美元钞票的黄金储备保证被取消之后，美国货币政策更加扩张；后来美国抛弃美元与黄金兑换的承诺后，货币政策导致的通货膨胀就更不可收拾了。

欧洲汇率机制体系的正确类比是不钉住黄金的美元本位制，即史密森体系。1971年德国联邦银行一份报告称史密森体系是美元本位制，完全正确。美国根据自己的通货膨胀目标或偏好制定货币政策，由此决定了整个体系或货币区的通货膨胀。外围国家的货币政策受国际收支制约，但美国货币政策依靠自我约束，美元与黄金兑换的责任不复存在。当美国的通货膨胀目标与欧洲通货膨胀目标发生冲突时，危机就无法避免，最终部分摧毁了美元本位制。²⁸

20世纪80年代，欧洲汇率机制逐步演变成马克本位制。1980—1992年的马克本位制与20世纪70年代早期美元本位制的调节机制一样。在欧洲汇率机制体系下，德国联邦银行自行决定通货膨胀目标，其他国家

28 之所以说史密森体系是部分崩溃，是因为尽管欧洲国际收支顺差国家采取了浮动汇率，但世界其他地区许多成员国还是继续维持与美元的固定汇率。虽然美国的通货膨胀偏好或目标超过欧洲国家的通货膨胀目标（至少对德国和荷兰如此），但与世界绝大多数国家的通货膨胀率相比，还是低许多。

的货币政策则致力于稳定汇率和维持国际收支均衡。欧洲汇率机制体系之所以崩溃，乃是因为德国货币政策对邻国过度紧缩。²⁹

十、结 论

本文的目的是对比两个货币体系：(1) 50 年之前布雷顿森林协议所确立的国际货币体系，它于 20 世纪 60 年代后期和 70 年代早期逐步垮台；(2) 1978 年德法签署布莱梅协定之后诞生的欧洲货币体系，它 1992 年和 1993 年逐步趋于崩溃。

尽管两个体系表面上看起来相似，二者却有本质差别。首先看第一个体系。它是一个钉住黄金的储备货币体系。根据布雷顿森林体系的规则，绝大多数国家将货币汇率与美元固定，美元价格则与黄金固定。美国货币政策受两个条件约束：国内黄金储备比率和美元与黄金兑换的承诺。欧洲货币政策受国际收支均衡制约，但还有另外一个武器，那就是将美元兑换黄金。利用这个武器，欧洲可以迫使美国紧缩货币政策或引诱美国放松货币政策。尽管美元在该体系里的作用特殊，它是一个不对称体系，但美国和外围国家之间的义务和控制责任有所分工。

欧洲汇率机制体系有基本的不同。欧洲汇率机制体系下（就像《广场协议》之后，该体系实际运转的那样），外围国家货币政策受固定汇率制度的国际收支均衡制约，而中心国家德国则根据自身的价格稳定目

29 “通胀偏好”的差别总是不容易度量。比如，在一个高度一体化的货币区，整个货币区只有一个通胀率，一般而言，就不可能区分中心国家和外围国家的通货膨胀率。譬如 20 世纪 60 年代后期和 70 年代早期，美国通货膨胀率与欧洲差别不大，德国通货膨胀率（如果说稍微低一点的话）与邻国差距很小。如果有部分货币流到海外，那么即使不同的货币扩张速度（相对产出而言）也不能正确地反映各国的通货膨胀偏好。比如，如果不考虑海外美元储备（它们进入各国官方储备和欧洲美元市场）的巨大通货膨胀效应，仅仅按照国内货币总量计算，60 年代和 70 年代美国的货币扩张并不特别过分（虽然在 70 年代后期，美国货币扩张速度的确相当高）。



标和自主操作货币政策。德国可以致力于实现自己的通货膨胀目标，没有任何对别国负责的机制；其他成员国也没有任何工具可以改变德国的货币政策。欧洲汇率机制体系是一个大国支配体系，一个马克本位制，一个罗马帝国式的解决方案。

欧洲汇率机制体系的正确类比不是金本位制或布雷顿森林体系，而是1971年12月建立的不钉住黄金的美元本位制即史密森体系，它于1973年6月崩溃（尽管美元再次贬值）。在该体系下，美国根据自己的通货膨胀目标，自行执行货币政策，没有任何对别国的负责机制；其他国家没有任何工具改变美国的货币政策。它是一个大国支配体系，一个美元本位制，一个罗马帝国式的解决方案。

一旦中心国家货币政策与外围国家的需要正面冲突，美元本位制和马克本位制就面临崩溃。美元本位制之所以在1973年崩溃，就因为美国货币政策加上欧洲美元市场爆炸性增长，导致大量储备货币流入国际收支顺差国家。外围国家既不能接受储备急剧增长造成恶性通胀，又不接受用重新规定汇率平价的方式来缓解基本的体系失衡，美元本位制就只有崩溃。³⁰

类似地，马克本位制之所以面临崩溃，乃是德国货币政策过度迁就

30 在任何意义上断言二十国集团委员会被迫解散史密森体系是错误的。不能否认美国过度扩张的货币政策要为此负责，但委员会决定消灭史密森体系，采取浮动汇率是不明智的。比较好的解决办法是重新确定德国马克的汇率（提高马克汇率），德国是史密森体系中陷入严重不均衡的主要国家。从1971年底到1973年底，德国外汇储备几乎翻番，从115亿美元上升到208亿美元。其他国家包括日本在内，并没有陷入严重非均衡。同期日本外汇储备从126亿美元下降到85亿美元。当时德国国内生产总值只占世界的6%，仅仅因为德国汇率不合适就解散整个国际货币体系是不明智的，相反，比较好的解决办法应当是让德国单独暂时退出史密森体系，等到它的汇率平价提高之后，再重新与史密森体系固定（德国当然可以为自己辩护：由于世界通货膨胀压力巨大，比较好的办法是世界其他地区迁就德国，而不是德国迁就其他国家，即使德国的国内生产总值只有世界的6%）。但是，不管美元本位制有多少缺陷，包括它过度通货膨胀，但如果继续维持美元本位制，各国肯定不会出现后来那么严重的通货膨胀。1973年以来，只有少数几个国家经历了较轻的通货膨胀压力，且货币相对美元贬值。

德国统一的财政冲击,结果德国货币政策对欧洲汇率机制成员国过度紧缩。由于不愿意接受进口通货紧缩(或政治上无法忍受更小幅度的通货膨胀),好些国家货币贬值或脱离欧洲汇率机制。马克本位制崩溃的原因(或更准确地说,是马克本位制转型),就是德国统一过程中的货币政策对其他国家过度紧缩。1992年夏天,当马克相对美元直线升值时——达到1美元=1.385马克的新高,德国联邦银行要是对这个错误信号做出反应,适当放宽货币政策就好了。

美元本位制和马克本位制的共同缺陷就是中心国家货币政策不符合其他成员国的利益。美国是货币政策过度扩张,德国是货币政策过度紧缩。任何不钉住黄金的储备货币本位制都有一个与生俱来的缺陷:其他成员国没有任何机制能够影响中心国的货币政策,并借此影响整个货币区的货币政策。