

# 全球货币： 入局与出局

在国际货币的世界中，时而被追捧，  
时而被抛弃



## 出局

- 七国集团（G7）
- 角点解假说
- “货币操纵”
- 通货膨胀目标法
- 美元的不合理特权

## 入局

- 二十国集团（G20）
- 中间汇率制度
- 外汇储备
- 打击资产泡沫
- 国际储备资产多元化

Jeffrey A. Frankel

在国际货币经济学中，我们的考题依旧相同，几十年间变化的只是答案。我这里提出了五个观念，它们不久之前还是被视作传统智慧，但现在已被我列入“出局”名单。相应的，我还提出了另外五个观念，这五个在几年前可能被认为是该“出局”的，现在又被列入“入局”名单。

1 出局：七国集团（G7）  
入局：二十国集团（G20）

出局：七国集团（G7）世界的领导人于1975年在法国举行首次会晤，批准实际转入浮动汇率制度，以应对布雷顿森林体系的终结。G7的财长们在1985年签署了“广场协议”，合作降低平流层美元，随后于1987年按照“卢浮宫协议”再次暂停美元的贬值。G7——加拿大、法国、德国、意大利、日本、英国和美国——曾是世界货币体系最重要的领导集团。但是，其成员国组成越来越与时代脱节。1997年俄罗斯加入，使之变成八国集团（G8）。但这样不仅是小修

小补，而且为时已晚。将中国和其他主要发展中或新兴市场国家拒之门外使得该集团日薄西山——试问财长们如何讨论没有派代表到会的国家的货币？

入局：二十国集团（G20）在G7的基础上增加了欧盟和12个主要的经济体——阿根廷、澳大利亚、巴西、中国、印度、印度尼西亚、墨西哥、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非、韩国和土耳其。2009年4月，G20伦敦峰会既取得了某些实质性的成功，也存在某些失败。但无论如何，此次会议是一个转折点——现在是由G20，而非G8，来出台实质性的决策——主要的新兴市场国家终于体现了自身的代表性。

2 出局：角点解假说  
入局：中间汇率制度

出局：角点解假说推测各国正在（或者应该）移向其汇率制度选择中的两个端点：不是完全弹性，就是严格的制度性承诺，即以货币局制、美元化，或货币联盟的形式固定汇率。根据该假说，在两个极端中

的任意选择都不可行。

角点解假说 (Eichengreen, 1994) 出现的背景是1992—1993年的欧洲汇率机制 (ERM) 危机。ERM允许欧洲货币的汇率窄幅波动。但在压力下，意大利、英国和其他国家不得不贬值或退出这一机制——法国之所以没有退出仅仅是因为波动区间扩大了。此次危机暗示了固定和浮动之间没有中间地带（而当1997—1998年该机制从宽幅波动调整至完全的货币联盟时，其所取得的成功似乎证实了这种论断）。1997—1998年东亚危机之后，角点解假说同样被应用于新兴市场。在致力于改革金融体系，以最小化未来危机的频率和严重程度的过程中，“固定或浮动”的主张迅速成为了传统智慧 (Obstfeld和Rogoff, 1995; Summers, 1999; Meltzer, 2000)。

问题是，这种主张无论从理论上还是实证上都未被恰当地证实过。2001年阿根廷可兑换制度——将比索以固定汇率钉住美元——的崩溃标志了该主张终结的开端。如今，很明显的一点是绝大多数国家仍将继续在浮动和严格的制度性钉住两者的中间地带进行选择，而很少有观点表示中间制度通常是个坏主意。

**入局：中间汇率制度。**如果角点解假说“出局”了，那么中间汇率制度就随之进入名单。中间汇率制度包括目标区域（地带）、爬行汇率、钉住一篮子货币、可调整钉住汇率，以及它们的多重组合。IMF将半数以上成员国遵循的汇率制度归入介于自由浮动和严格钉住之间。相比较于各国所宣称的汇率制度，《经济学人》尝试把它们实际遵循的汇率制度分类 (Frankel和Wei, 2008)。结果表明，一般而言采取中间汇率制度的比例甚至更高。

### 3 出局：“货币操纵”

入局：外汇储备

**出局：“货币操纵”。**据说2007年IMF曾被要求监督其成员国的汇率情况，因为美国认为中国的币值低于其应有的水平。“不公平货币操纵”这一概念正式出现于美国法律条文中已经有20年之久，而其甚至在更早之前就见诸于《国际货币基金组织协定》，尽管其具有保护主义的色彩。实践中，所谓的要求顺差国家升值的指令从来就没有强制执行过——这与逆差国家的贬值压力形成鲜明对照。有些人会宣称修正这种不对称的时机已到 (Goldstein和Lardy, 2009)。我的观点是现在需要认识两个事实：一是通常我们无法确定某种货币的正确价值，更不用说它的“公平”价值；二是债权人现在和将来都总是会比债务人强势。

现在是时候抛弃不公平货币操纵这种说法了。

美国立法者曾认为中国的人民币被低估，而更灵活的中国货币制度将是有益的。这两个论点都有合理之处，但政治家高估了其重要性。继续要求中国停止通过干预外汇市场来固定人民币兑美元的汇率可能将适得其反。

2007年，中国在外部所要求的方向上更进一步：放弃钉住美元，并且实际上给欧元配置了相当的权重。但在2008年春，中国放弃了2007年的政策，并恢复钉住美元。这很明显是迫于中国出口者的压力，其抱怨2007年欧元对美元升值时，他们失去了竞争力。2008年的预期是政策反转可能会有助于提高中国的出口在美国产品支出中的竞争力。但在2008年，（出乎意料地）欧元对美元贬值。如果中国保持2007年的政策，而非退回钉住美元，那么如今人民币的币值应该更低而不是更高。基于美元的生产者将在价格竞争力

“**是时候抛弃不公平货币操纵这种说法了。”**

上处于更加不利的地位。

但更本质的问题是长期性的问题。美国正依靠中国为其赤字融资。尽管美国经常项目赤字已经减半，但其外债还在惊人地上升。如果中国和其他亚洲国家及商品出口国停止购买美国联邦债券，那么结果将是美元贬值和美国利率的骤然增加。美国立法者应该出言谨慎，因为他们应该知道这样的后果。

**入局：外汇储备。**如果通过干预降低本币升值不再是一种过错的话，那么进行储备将是一种新的美德。

自1973年以来，采取浮动和管理浮动货币制度的国家数量稳步上升。对众多新兴市场而言，汇率弹性的上升是对1994—2001年货币危机的回应。

理论上讲，选择汇率浮动的国家不需要保留外汇储备，更不用说使用它们了。但发展中和新兴市场国家利用2003—2007年的经济繁荣积累了前所未有的高额外汇储备。它们不是在更高的汇率弹性和更高的外汇储备中选择其一，而是两者兼顾。西方的经济学家给出了某些令人信服的论据，表明许多国家持有远远超过其所需的外汇储备（例如，中国现在的外汇储备为2万亿美元）。他们指出绝大多数此类储备的形式是收益率低的美国国债 (Summers, 2006; Jeanne, 2007)。

新兴市场国家应该比经济学家更了解自己的局面。外汇储备已经在全球流动性危机中提供了自我保险。这些建立预防性储备的国家更有能力避免“2008年恐慌”中的巨幅贬值 (Obstfeld、Shambaugh和Taylor, 2009)。

## 4 出局：通货膨胀目标法（狭义上的） 入局：打击资产泡沫

**出局：通货膨胀目标法。**过去10年是通货膨胀目标法的10年（Svensson, 1995; Bernank等, 1999）。狭义上讲，通货膨胀目标法要求央行给出始终以消费者价格指数（CPI）衡量的年度通胀目标，并以央行完成目标的能力作为评判。弹性通货膨胀目标法允许央行同时以产出和通胀为目标，比如遵循大名鼎鼎的泰勒法则。正统观念认为央行本质上不应当考虑资产价格、汇率或出口价格，除非它们是通胀的先验指标。

我相信通货膨胀目标法——至少是狭义上的——已经度过了它的最好时光。

第一点，不考虑汇率的规定（如果有的话）可能只是十多种受承诺的浮动目标中的一个。绝大多数宣称其浮动的国家并非如此。相反，它们有一种“浮动恐惧”，并且认为需要通过干预平抑对其货币需求的波动（Calvo和Reinhart, 2002）。

第二点，也是对大型发达经济体最重要的一点，即资产价格问题。10年前，大多数货币经济学家支持前美联储主席阿兰·格林斯潘的教条，即在股票市场和房地产市场投机泡沫的形成过程中，尝试确认并戳破泡沫是无望的——而在市场崩盘之后削减利率便足以保护经济体。最近的情况改变了这种想法。

第三点，对于贸易冲击将给其带来重要影响的国

**“在危机之后援救市场的政策产生了一种道德风险问题，这加剧了泡沫的演变。”**

家来说，选择CPI作为价格指数会带来不必要的不稳定性。其他价格指数（如生产者价格指数或某种出口指数）将更合理地调节贸易层面的波动（Frankel, 2005）。

**入局：打击资产泡沫。**30年来，过度的货币扩张都被认为代表着通胀失去控制，最终将迫使货币紧缩，并且通常会带来一场衰退，以重新恢复物价稳定。这种描述契合了1974年、1980年、1981—1982年，以及1990—1991年的衰退。但20世纪充斥着资产大繁荣以毁灭性崩盘告终的例子。现在回想起来，繁荣期间的货币政策过于简单，而通胀在任何阶段都没有出现。20世纪20年代佛罗里达州房地产繁荣和纽约

股票市场繁荣之后，1929年的大崩盘和大萧条接踵而至；承接1986—1989年日本股票和房地产市场泡沫的是10年的停滞不前；20世纪90年代亚洲的繁荣和泡沫破灭，以及美国在近10年的经验都高度符合这种模式。（在2007年开始的本次金融危机之前，Borio在2005年指出了这一点）。

以下四点可以回应格林斯潘的教条：第一，确认泡沫并不比提前18个月确认通胀压力更难。第二，货币当局拥有戳破投机泡沫的工具。第三，在危机之后援救市场的政策产生了一种道德风险问题，这加剧了泡沫的演变。第四，正如我们最近知道的，以产出损失衡量的成本会极其高昂，甚至在央行极力扩张信贷的情况下亦是如此。

## 5 出局：美元的不合理特权 入局：国际储备资产多元化

**出局：美元的不合理特权。**在美元不出现重大贬值的情况下，美国经常项目赤字能够维持吗？美国还将继续享有以本币进行实质上无上限的借贷的独有特权吗？如果真的如此，是否应给这项特权贴上“不合理”的标签，即这种保险金是不是仅仅归因于规模和历史这种属性，而非高尚的行为，比如预算规定、物价稳定，以及稳定的汇率？自1980年以来，美国已经积累了10万亿美元的债务。在1973年1月到2009年5月期间，相对美联储的主要货币指数，美元已经贬值了30%。宏观政策规定似乎将不再使美国保有这种特权。

某些学者指出，美国仍保持这种特权，即通过开发向世界其他地区提供高质资产的比较优势来承担美元债务（Caballero、Farhi和Gourinchas, 2008; Forbes, 2008; Gourinchas和Rey, 2007; Ju和Wei, 2008；以及Mendoza、Quadrini和Rios-Rull, 2007）。

在这种解释下，经常项目失衡的根本原因在于亚洲和其他国家寻求优质投资的储蓄的过剩。由于2007年美国资产的低质量突然被暴露，随后美国金融机构也丧失了信用，这种推理的可信性可能被削弱了。

尽管关于美国私人资产独特高质量的更奇异的论据已经黯然失色，但美国过度特权的基本思想依然存在：美元是世界储备货币，这是美国的规模和历史的优越性所决定的。接下来的问题就演变为：是美元将永远扮演独一无二的角色，还是足够长的赤字和贬值记录将诱使投资者到别处淘金？（见本期“储备货币的未来”一文）

入局：国际储备资产多元化。美元是否遭遇真正对手，动摇其单一国际主导储备货币的地位？在20世纪70年代和80年代，两个假想挑战者分别是日元和德国马克，但其力量终究有限。但欧元似乎是一种不错选择。此外还有其他新的或复苏的储备资产——包括IMF的特别提款权（SDR）。最有可能出现的是包括几种国际储备资产的体系，而非一味依赖于美元。

什么决定了储备货币的地位？——经济规模、金融市场深度、回报率，以及历史惯性。欧洲大陆和美国的规模相当。受此次危机的影响，美国金融市场的自由度、深度、流动性和信誉第一次遭到了削弱。此外，无论从汇率水平还是从汇率波动性来衡量，我们都已经发现美元无力长期保持现有价值。

是的，现在的情形类似于20世纪60年代的布雷顿森林体系——外国央行全数买下多余的美元，以阻止本币升值。但离我们更近的是其终点而不是起点：这很像1971年的情况，当时美国的扩张性货币和财政政策导致了贸易收支差额和总的国际收支差额的下降，从而引发了布雷顿森林体系的崩溃。这次仍然没有理

由预期另一种结局。美国不可能完全依赖于外国政府债权人的支持。

“受此次危机的影响，美国金融市场的自由度、深度、流动性和信誉第一次遭到了削弱。”

储备货币的变动缓慢，但也将逐渐地到达一个质变点。最好的先例是英镑，其在1931年到1945年之间的某个时点被美元取代。Menzie Chinn和我（2008）估计美元和欧元间也将到达一个相似的质变点，到2022年欧元将超过美元。不应过于从字面上理解这种双货币模拟。现在这一时期更可能成功取代美元单极统治的是多重储备体系。

今年，其他国际资产和欧元一样出现在央行储备买进名单中。首先是SDR，其始于20世纪60年代末，被称为加速恶化的“病人”布雷顿森林的过迟的“药”。SDR于20世纪70年代早期发行，并建立

**COLUMBIA | SIPA**  
School of International and Public Affairs

**PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)**

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | [www.sipa.columbia.edu/academics/degree\\_programs/pepm](http://www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm)

To learn more about SIPA, please visit:  
[www.sipa.columbia.edu](http://www.sipa.columbia.edu)

起相当于国际储备资产的要求权，但因其数量的杯水车薪而显得无足轻重。到20世纪90年代，该货币单位被完整保留，但在国际货币体系中已难觅其踪（Eichengreen和Frankel，1996）。

在2009年4月的G20峰会上，SDR惊人地起死回生，与会各国领导人不仅将IMF的资金规模扩大两倍，还在多年以来首次发行了新一批的SDR。随后，中国提议以SDR取代美元成为国际货币。由于没有一个国家使用SDR作为本币，其不太可能与欧元或日元竞争，更遑论美元。即使如此，SDR现在似乎有可能重新出现在多重储备货币体系的其他正式资产的名单中，尤其是当IMF采取“替代账户”提案，允许成员国将不需要的美元替换为SDR。

第二，几十年来传统智慧一直认为大量持有被封存的金条是过时的产物，央行也在逐步变卖黄金。但现在黄金又开始重新流行。据报导，中国人民银行今

年大幅增加了黄金储备，作为之前无限制收购美元的替代。

第三，日元最近获得了某种避风港的地位。

接下来就是人民币了。尽管这需要相当大的发展，并开放中国的金融市场，但人民币在10年内将可能成为国际货币，并可能在30年内成为最重要的国际货币之一。不过它将成为多重储备货币体系的一部分——该体系还包括美元、欧元、日元、英镑、瑞士法郎、SDR，或许还包括黄金。

一个多重储备货币体系是无效率的，正如物物交换经济也是无效率的。但货币竞争者的存在还是给世界其他地区提供了保护，使其避免这种情况的发生，即货币领导者利用其地位积累过多债务，再通过通胀和贬值甩掉这些债务。■

Jeffrey Frankel是哈佛大学Harpel教授。

#### 参考文献：

- Bernanke, B., T. Laubach, F. Mishkin, and A. Posen, 1999, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).
- Borio, Claudio, 2005, “Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?” *National Institute Economic Review*, Vol. 192, No. 1, pp. 84–101.
- Caballero, R., E. Farhi, and P. Gourinchas, 2008, “An Equilibrium Model of ‘Global Imbalances’ and Low Interest Rates,” *American Economic Review*, Vol. 98, No. 1, pp. 358–93.
- Calvo, Guillermo, and Carmen Reinhart, 2002, “Fear of Floating,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, pp. 379–408.
- Chinn, Menzie, 2005, “Getting Serious About the Twin Deficits,” *Council Special Report No. 10* (New York: Council on Foreign Relations).
- , and Jeffrey Frankel, 2008, “Why the Euro Will Rival the Dollar,” *International Finance*, Vol. 11, No. 1, pp. 49–73.
- Eichengreen, Barry, 1994, *International Monetary Arrangements for the 21st Century* (Washington: Brookings Institution).
- , and Jeffrey Frankel, 1996, “The SDR, Reserve Currencies, and the Future of the International Monetary System,” in *The Future of the SDR in Light of Changes in the International Financial System*, ed. by M. Mussa, J. Boughton, and P. Isard (Washington: International Monetary Fund).
- Forbes, Kristin, 2008, “Why Do Foreigners Invest in the United States?” *NBER Working Paper 13908* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).
- Frankel, Jeffrey, 2005, “Peg the Export Price Index: A Proposed Monetary Regime for Small Countries,” *Journal of Policy Modeling*, Vol. 27, No. 4, pp. 495–508.
- , and Shang-Jin Wei, 2008, “Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes: Synthesis of The Techniques for Inferring Flexibility and Basket Weights,” *IMF Staff Papers*, Vol. 55, pp. 384–416.
- Goldstein, Morris, and Nicholas Lardy, 2009, *The Future of China’s Exchange Rate Policy* (Washington: Peterson Institute for International Economics).
- Gourinchas, Pierre-Olivier, and Hélène Rey, 2007, “From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege,” in *G7 Current Account Imbalances*, ed. by R. Clarida, (Chicago: University of Chicago Press), pp. 11–66.
- Jeanne, Olivier, 2007, “International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?” *Brookings Papers on Economic Activity*: 1, Brookings Institution, pp. 1–55.
- Ju, Jiandong, and Shang-Jin Wei, 2008, “When Is Quality of Financial System a Source of Comparative Advantage?” *NBER Working Paper 13984* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).
- Meltzer, Allan, 2000, *Report of the International Financial Institution Advisory Commission*, Submitted to the U.S. Congress, March.
- Mendoza, E., V. Quadrini, and J. Rios-Rull, 2007, “Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances,” *NBER Working Paper 12909* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).
- Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, 1995, “The Mirage of Fixed Exchange Rates,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, pp. 73–96.
- Obstfeld, M., J. Shambaugh, and A. Taylor, 2009, “Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008,” *American Economic Review*, Vol. 99, No. 2, pp. 480–86.
- Summers, Lawrence, 1999, Testimony before the Senate Foreign Relations Subcommittee on International Economic Policy and Export/Trade Promotion, January.
- , 2006, “Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation,” L.K. Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India, March 24.
- Svensson, Lars, 1995, “The Swedish Experience of an Inflation Target,” in *Inflation Targets*, ed. by L. Liederman and L. Svensson (London: Centre for Economic Policy Research).