

布雷顿森林体系：美元本位制的插曲

纵观历史，布雷顿森林会议所确定的国际货币体系，确实是一个奇迹，一个必然，一个例外。

■ 向松祚 中国人民大学国际货币研究所副所长、中国农业银行首席经济学家

1944年7月1日，美国新罕布什州布雷顿森林镇的华盛顿饭店。来自全球44个国家的700多名代表聚集一堂，他们将规划未来世界的货币秩序，那将是二战之后全球秩序的关键组成部分。正如罗斯福总统给会议的贺信所说：“你们将要讨论的计划仅仅是各国间为确保有却和谐世界而必须缔结的协定的一个方面，但却是一个至关重要的方面，它将对世界各地的普罗大众产生深远影响。因为它事关人们相互交换大地富饶资源和本国工业及智慧产品所依赖之基础这一基本问题。商业是自由社会生命线。我们必须确保输送血液的大动脉不再像过去那样被毫无意义的经济竞争而人为制造的壁垒所堵塞。”

纵观历史，布雷顿森林会议所确定的国际货币体系，确实是一个奇迹，一个必然，一个例外。

说它是一个奇迹，因为当时世界上所有重要国家均参与磋商并认可该协议，包括苏联和中国在内。中国代表团多达33人，仅次于美国。如此空前绝后之盛况。说它是一个奇迹，还因为经历了1920—1930年代剧烈的国际货币动荡之后，全球精英们终于就一个稳定的国际货币秩序的本质达成共识——那就是如何稳定汇率，避免以邻为壑的竞争性贬值。布雷顿森林协议通常被称为“固定但可调节的汇率体系”（adjustable fixed exchange rates），核心是确保货币汇率和资本流动稳定有序。这应该是一个普遍的真理。70年后，当我们再度讨论国际货币体系改革之时，布雷顿森林协议所揭示的真理依然弥足珍贵。

说它是一个必然，因为布雷顿森林体系本质上就是美元体系。“1944年布雷顿森林会议所确立的国际货币体系并不是一个新体系。其根源可追溯到20世纪初，当时美元已经取得国际货币体系的支配地位。第一次世界大战期间，美国是唯一保持金本位制的国家，事实上只有美国具有决定金本位制运作方式的强大力量。20世纪20年代所恢复的某种形态的金本位制，其运作也主要依赖美国的货币政策。”即便如此，金本位制还是无可挽回地彻底崩溃了。1931年，英国脱离金本位制，包括英联邦在内的25个国家紧随其后；1933年，美国放弃金本位制；1936年，法国脱离金本位制。短短6年时间，全世界所有国家都抛弃金本位制，这是人类货币历史上划时代的重大事件。一个曾经被作为人类文明支柱的货币制度竟然像多米诺骨牌那样轰然垮台。国际货币秩序陷入极度混乱之中。货币民族主义、贸易和投资保护主义、贸易和资本管制、以邻为壑的货币贬值、相互报复的高额关税，等等，货币秩序的崩塌将一切恶魔都释放出来，世界经济一片混乱，堕入大萧条深渊。

只有美国出手，才有望稳定国际货币。一战期间，欧洲黄金滚滚流入美国。到1938年，美国已经获得世界货币化黄金总储备量的3/4。1934年，罗斯福总统决定终止浮动汇率政策，将黄金官价从每盎司20.67美元提高到每盎司35美元。1936年法国脱离金本位制后，英国、法国和美国共同签署《三方协定》，规定三国货币政策相互协商。1934年，世界绝大多数国家放弃使用黄金作为货币之锚，转而将货币与美元挂钩。所以，当布雷顿森林会议召开之时，美元早就成为全球记账单位和唯一与黄金挂钩的货币。布雷顿森林会议本质上就是确认两件事：黄金和美元是战后各国普遍接受的国际经济体系记账单位，所有国家均与美元挂钩。因此，布雷顿森林体系是一个美元体系，或者是一个有锚的美元体系（the Anchored Dollar System），乃是历史演变之必然。到1945年，美国已经是超级大国，工业产出占世界的80%，黄金储备占世界的3/4，赢得世界大战，制造出原子弹。美国势力独步天下，美元地位无可匹敌。它是世界记账单位、关键货币、合约单位、价值储藏手段、交易媒介、外汇市场的主导货币、贸易结算货币、延期支付的货币单位和国际储备货币。

说它是一个例外，因为在所有国际货币制度里，布雷顿森林体系的生存时间最短。就算从1944年算起，到1973年彻底崩溃，也不过29年，即使追溯到1936年或1934年，也不到40年。还有学者认为，真正的布雷顿森林体系实际上只运作了11年（1959—1970

年）。无论怎么计算，其生命周期都远远短于银本位制、复本位制和金本位制。这是历史的必然还是人为的偶然呢？

说它是一个例外，还因为无论从哪个指标来衡量，布雷顿森林体系时期都是人类货币历史上最稳定的时期。迈克尔·波多（Michael D. Bordo）用九大指标来评估国际货币体系：通胀率；真实人均收入增速；货币供应量；短期和长期名义利率；短期和长期真实利率；名义和真实汇率的绝对变动率。九大指标综合起来评估，布雷顿森林体系是所有国际货币制度里最稳定和经济表现最佳的体系。

先看通胀指标（通胀水平和波动幅度）。与金本位制和浮动汇率时代相比，布雷顿森林体系是最稳定的货币体系。金本位制时代的通胀率最低，但波动幅度较大；浮动汇率时代的通胀率最高，但波动幅度比其他任何货币体系都要大。布雷顿森林体系时期，人均真实GNP增速最快，超越所有其他货币体系时期的人均GNP增速，而且人均GNP增速波动幅度最小。

许多学者都曾详细研究布雷顿森林体系时期的经济表现，并将其与其他体系都是一致的：布雷顿森林体系不仅是最稳定的货币体系，而且是真实经济的各项指标表现最好的时期。这里我再引用一个间接结果。

卢卡斯是理性预期学派的代表人物，1995年获得诺贝尔奖。他毕生研究的重心就是经济波动或经济周期之根源。1997年，卢卡斯发表一篇文章《理解经济周期》，详尽定义经济周期，包括各个经济部门产出波动之相关性，耐用生产和消费品投资之波动，农产品价格和自然资源价格之波动；企业利润之波动；价格水平（通胀或通缩）；短期利率和长期利率之趋势；货币总量和货币流通速度之增长及变动速率；对外贸易和国际收支。上述指标乃是二战之后的25年里，上述所有衡量经济波动的指标，均大幅度下降。只从简单描述事实的层次上，我们很难判断经济波动之急剧缩小，究竟是源自好的政策，还是好的运气。然而，经济体系竟然在如此长的时期内维持高度稳定，强烈地提醒我们：市场经济并没有任何内在力量，非战迫使我们遭受目前经济的极度动荡，二战之前的经济动荡亦不能归咎于市场经济的某种内在力量。”

非常奇怪且有趣的是：卢卡斯注意到一个令人震惊的重大事实，却没有给出任何有力的解释，实际上他干脆没有给出任何解释。让我引用他的原话：“经济周期历史事实里，有一个实在令人震惊的现象，不容我们置之不理。那就是二战之后的25年里，上述所有衡量经济波动的指标，均大幅度下降。只从简单描述事实的层次上，我们很难判断经济波动之急剧缩小，究竟是源自好的政策，还是好的运气。然而，经济体系竟然在如此长的时期内维持高度稳定，强烈地提醒我们：市场经济并没有任何内在力量，非战迫使我们遭受目前经济的极度动荡，二战之前的经济动荡亦不能归咎于市场经济的某种内在力量。”

我初次读到卢卡斯的上述评论时，简直不敢相信！他潜心研究经济波动多年，竟然完全没有提到货币制度或汇率制度对经济波动的决定性影响。他甚至没有注意到一个简单的现实：一战之后，二战之前的经济波动时期（1920—1945年），1971年之后的经济动荡时期，皆是浮动汇率将国际货币秩序搞得一团糟的时期。相反，二战之后长达25年（1945—1970年）的全球经济稳定，恰好就是布雷顿森林协议确立的固定汇率时期。汇率稳定对全球经济稳定和持续增长的重要性，不言而喻。

布雷顿森林体系的崩溃

由此引出一个更为深刻和令人困惑的问题：既然布雷顿森林体系如此稳定，运行如此良好，为什么只延续了那么短的时间？为什么轰然崩溃了？

布雷顿森林体系崩溃以来，相关理论和实证文献不可胜计。概括起来，不外乎三个主要的理论解释。其一是凯恩斯的“内部平衡—外部平衡冲突论”。其二是蒙代尔的“不可能三角悖论或三元悖论”。其三是“特里芬难题”。

1923年凯恩斯发表《货币改革论》，首次将经济政策目标分为内部平衡和外部平衡。内部平衡是通胀稳定和充分就业；外部平衡是汇率稳定和国际贸易收支平衡。凯恩斯认为，这两大目标通常很难同时实现，而且相互之间时常有冲突。

金本位制或固定汇率的历史经验告诉我们，要确保汇率稳定或固定汇率，国内货币政策就必须被动地适应国际货币局势的变动（譬如黄金产量的增加或减少，投机资金的流入或流出）。如果中央银行为了维持国内物价稳定，对储备货币或投机资金流入本国市场进行冲销干预，时间一长，固定汇率就必然崩

溃。固定汇率或金本位制制度下，假若中央银行为了国内经济增长和充分就业而增发货币，本国货币必然出现持续大幅度贬值趋势，诱发或刺激储备货币或投机资金外流。此时，该国中央银行要么放任固定汇率崩溃或贬值，要么停止本国货币扩张。内部平衡政策目标与外部平衡政策目标之间的冲突，往往无法协调，必须抉择。凯恩斯当年主张英国政府和英格兰银行以内部目标为主，放弃外部平衡。也就是以国内经济增长和充分就业为核心政策目标，为此就要放弃固定汇率或金本位制。

布雷顿森林体系要求各国必须至少部分牺牲内部平衡，以维持固定汇率。然而，差不多与签署布雷顿森林协议同时，美国通过了《充分就业法案》。前者要求美国维持美元与黄金的固定汇率，后者则要求美国必须确保充分就业。二者的冲突最终导致国际货币体系崩溃。“布雷顿体系之所以短命，因为充分就业目标支配着各国的政策取向和工具。”

蒙代尔“不可能三角或三元悖论”是对凯恩斯“内外部冲突”的扩展。资本自由流动、独立货币政策和固定汇率三者只能选其二。从布雷顿协议签署直到1959年，各国（美国算是例外）皆实施资本管制，三者之冲突不明显。随着各国逐渐放松资本管制，欧洲各国实现资本账户自由兑换，全球资金流动的规模和速度加快，三者的冲突日益加剧，尤其是各国均不愿意完全放弃独立货币政策，让本国货币供应量或通胀水平跟随国际资金流动随波逐流。最终，各国选择独立货币政策和允许资金自由流动，固定汇率则成为必然被牺牲的目标。

特里芬难题本质上是国际储备货币供应量和价格之间的矛盾。随着全球经济复苏和快速增长，国际储备货币需求量必然持续增长。布雷顿体系受制于黄金总量。快速增长的经济对全球流动性和储备货币需求量的增长，只能有两个途径解决，一是增加黄金总量，一是提高黄金价格。前者受制于自然条件和科技水平，后者则受制于当时的国际政治氛围。黄金总量无法增加，价格又未能及时提升，布雷顿体系的边界条件必然被突破，崩溃在所难免。

美元本位制、浮动汇率和全球金融资本主义时代的来临

1971年8月15日，美国总统尼克松向全世界宣布一揽子新经济政策，决定终止美元和黄金兑换，标志着布雷顿森林体系的崩溃，是全球货币体系划时代变革的起点，标志着全球经济新时代—全球金融资本主义时代来临。

挽救固定汇率制度的一切努力皆以失败告终。1973年12月，史密森学会协议戛然而止，重建国际货币秩序和固定汇率制度的努力付之东流。特别提款权的发行和分配一拖再拖，数量微不足道，对挽救国际货币体系杯水车薪。1976年，国际货币基金组织修改章程，政策哲学发生180度急转弯，从矢志不渝捍卫固定汇率，转向不遗余力鼓励汇率浮动。与此同时，欧洲决心摆脱美元本位制枷锁的重负和困扰，朝着欧元单一货币之路进发。1999年，欧元正式诞生，立即成为全球第二大储备货币和金融贸易结算货币，美元—欧元汇率迅速成为左右全球经济体系最关键的变量。1970年代尤其是1990年代之后，国际货币金融体系从事实上的“半球体系”演化为真正的“全球体系”，新兴市场国家逐渐成为影响国际货币金融体系的重要力量。

美元本位制和浮动汇率是1971年之后国际货币体系的两大支柱。与以往时代的国际货币体系相比，美元本位制和浮动汇率主导的国际货币体系，具有许多非凡的特点。

首先，全球货币发行完全失去外部约束，彻底迈向单纯依赖人类自身货币管理来约束全球货币发行量的“勇敢新时代”。人类以往一切历史里，货币要么是“实物货币”，要么是以实物货币为“锚”的信用货币，汇率发行量具有某种“自然”约束（从羽毛、烟草、皮革直到黄金和白银）。美元本位制和浮动汇率时代，全球货币发行和全球货币供应量再也没有任何外部“自然”约束了。

过去200年里，银本位制、复本位制、金本位制、金汇兑本位制相继崩溃。每当一个货币本位制崩溃之时，经济学家、历史学者和政治家都要展开激烈争论，核心问题只有一个：人类自我设计的货币制度和货币政策，能否有效约束货币供应总量、维持人类经济体系

的相对稳定？从1820年代英格兰银行行长帕尔默首次提出货币政策的“帕尔默准则”，到后来弗里德曼倡导货币供应量增长率准则，再到约翰·泰勒发明的泰勒准则和伯南克主张的“灵活的通货膨胀率”准则，人们在回答这个问题时做出不懈努力，令人至今没有满意答案，实际效果亦颇为令人失望。

美元本位制完全主导了当代“无锚”的国际货币体系。美元本位制下，美元是最主要的国际储备货币、外汇交易货币、资产和财富定价货币、金融交易货币和贸易结算货币；美联储是事实上的世界中央银行，其货币政策行动时刻左右或影响着世界各国的货币政策走向、利率水平、资产价格和通货膨胀。然而，其他国家却无法约束美联储的货币政策，成为美元本位制和浮动汇率主导的国际货币体系的最大不对称性，它根源于布雷顿森林体系的内在不对称性。

布雷顿森林体系的崩溃及其教训

1944年布雷顿森林体系创立之时和运行之初，国际货币体系的不对称性就是争论的焦点。当时人们所关注的不对称性有三个层面：

其一，美元和其他成员国货币地位不对称。美元汇率平价以黄金为基准（1盎司黄金=35美元），其他货币则以美元为基准。

其二，美国和其他成员国的责任和义务不对称。美国负责维持美元的黄金平价，不管美元与其他货币之汇率；其他国家则需要负责维持本国货币与其他所有成员国货币之汇率平价（后来考虑到实际操作可行性，其他成员国只需要维持与美元的汇率平价国际货币履行了责任和义务）。

其三，货币汇率政策操作手段和承受风险不对称。美国承诺确保美元与黄金依照固定价格兑换，不干预外汇市场；其他国家则需要干预外汇市场以维持汇率平价。美国面临的风险是黄金储备下降或不足；其他国家面临的风险则是外汇储备不足或汇率危机。

并不乐观的中国经济“新常态”

■ 孟子宜 FT中文网实习生

近期，在中国人民大学主办的中国宏观经济论坛上，专家学者和相关从业者纷纷就“新常态”阐述自己的看法。在与会者看来，经济“新常态”并没有像官方的解释那样充满希望，中国面对的更多的是风险和挑战。

近两年，中国经济似乎正经历着中国改革之后最坏的日子。去年习近平提出中国经济进入了“新常态”。决策者对于“新常态”的解释是，相比于过去三十年来中国经济的高速发展，“新常态”是经济发展趋于成熟的表现，不再追求高速增长，推动产业转型升级和优化，扩大市场的角色等。

近期，在中国人民大学主办的中国宏观经济论坛上，专家学者和相关从业者纷纷就“新常态”阐述自己的看法。在与会者看来，经济“新常态”并没有像官方的解释那样充满希望，中国面对的更多的是风险和挑战。

中国人民大学教授刘元春在为大会作的报告中指出，今年中国经济的趋势是“低迷与繁荣、萧条与泡沫并存”。比起以生物制药和互联网为代表的第三产业繁荣以及股市楼市的再次升温所带来的泡沫，人们的关注点更多聚集在低迷和萧条上。低迷和萧条的主要表现为重要指标的下降。国民最为熟知的也是衡量经济的基本指标GDP增速不但全国只有7%，不少省份的GDP增速都徘徊在2%和3%，山西等省份甚至为负。其他重要指数如投资增速、总需求、工业利润、克强指数（即耗电量、铁路货运量和贷款发放量）也不乐观。这些不尽如人意的数字背后是由人口红利减少，产业结构不合理且产能过剩，地方财政困难，宏观政策失控等一系列难题交织而成的问题网。

在解读“新常态”以及“新常态”下的风险时，刘元春认为，官方对“新常态”的认识“严重不足，下的结论太早了”。他分析说，过去中央提出的“新常态”是“GDP增速在下，但是CPI保持稳定，新增就业还不断持续增长”；而中国今年正在经历的是“GDP、GDP平减指数（注：GDP平减指数指剔除物价水平在加速下滑）：其政策反映了，决策层过多的“将经济下滑的因素归结到人口红利、改革红利、工业化红利、全球化红利等中长期因素之上”，忽略了“持续的短期需求不足将自动创造中长期供给的下滑”这一因素。对问题的不充分认识导致了“08年（金融危机后实行的）警示过度的能动性”和现在过度的无为主义都是有问题的。值得注意的是，虽然与会专家都认同现行的财政及货币政策不够积极，但是不同于两位有政府背

景的专家，刘元春认为政府应该抛弃旧有的政策刺激的理念，理性思考现下复杂的经济情况，确立明确的目标后再对症下药。

对于刘元春的解释，中国社会科学院学部委员高培勇表示认同，并着重就应对政策提供了思路 and 解释。高培勇说，当前“是趋势性力量和周期性力量两个力量交互的时候，是结构性因素和周期性因素同时发挥作用的时候。以往我们说宏观经济政策就是反周期的，东风来了刮西风，西风来了刮东风，是一种对冲的力量”，但是现在，“调结构是目标，保就业是目标，防风险是目标，……多元的经济政策目标一定要同时兼顾”。因此，在“新常态”下，“宏观调控方式的调整 and 变化必须考虑到新的因素，不能说过去的眼光去要求现在的宏观经济政策”。秉承这个思路，高培勇亦不赞成实行积极的货币财政政策或是财政紧缩。

如果高培勇的建议是现实可行的，政府就应该依照形势改革创新，在“新常态”的参照系中找出政策的平衡点和落脚点。

继续高培勇有关“新常态”下经济对策的讨论，国务院参事室特约研究员姚景源的关注点则在结构性改革带来的阵痛上。他认为，政府的政策要把握改革的度，找到一个兼顾解决问题和缓解阵痛的落脚点。此前，刘元春就提到过，“我们低估了结构性改革带来了短期冲击”。在认同刘元春的同时，姚景源说，结构性改革好比拔牙，如果打麻药能够缓解拔牙时的痛感，“结构调整阵痛期，我们不能也打点麻药减少阵痛”。

在当下讨论改革的阵痛问题，的确像是讨论拔牙。但如果说改革的阵痛就意味着牺牲企业和人民为代价，那么这样的改革会不会造成一种本末倒置？因为在大多数人的眼中，改革的最终目的就是造福于大众。正如姚景源所说，如果政府在改革时能够完善社会保障和再就业，也许就能减少结构性改革施加给市场、企业和人民的痛苦，也有助于减少改革阻力。

显然，在这些经济学者的眼中，“新常态”的新不仅仅在于它与往常的经济状态不同，也在于它是一个复杂的没有范本参考的情况。如果想要有效的政策处方，还需从准确把握“新常态”开始。

让人们失望的是，中国经济的“新常态”并没有概念上那么简单，经济学家也并不乐观，“现行的态势还会继续走低，直到2016年触底后才可能好转。”但是，最坏的日子有时候也会孕育出好的变化。眼下低迷的形势是否也能成为倒逼政策改变的好契机？如果学者眼中的问题能够转化为改革的重点，提出的建议能够被采纳落实，应该也会被算作是“新常态”下的好的变化之一。

（选自作者新著《新资本论》第11章）