

第四讲 布雷顿森林体系 与第二次国际金融一体化

樊瀟彥

复旦大学-上海中学微课讲座

2019. 3. 17

内容提要

1. 当今世界 谁主沉浮

2. 美元沉浮：1918–1939

2.1 储备货币: Eichengreen and Flandreau(2009)

2.2 债务货币: Chitu, Eichengreen and Mehl(2014)

3. 布雷顿森林体系

3.1 布雷顿森林体系的诞生

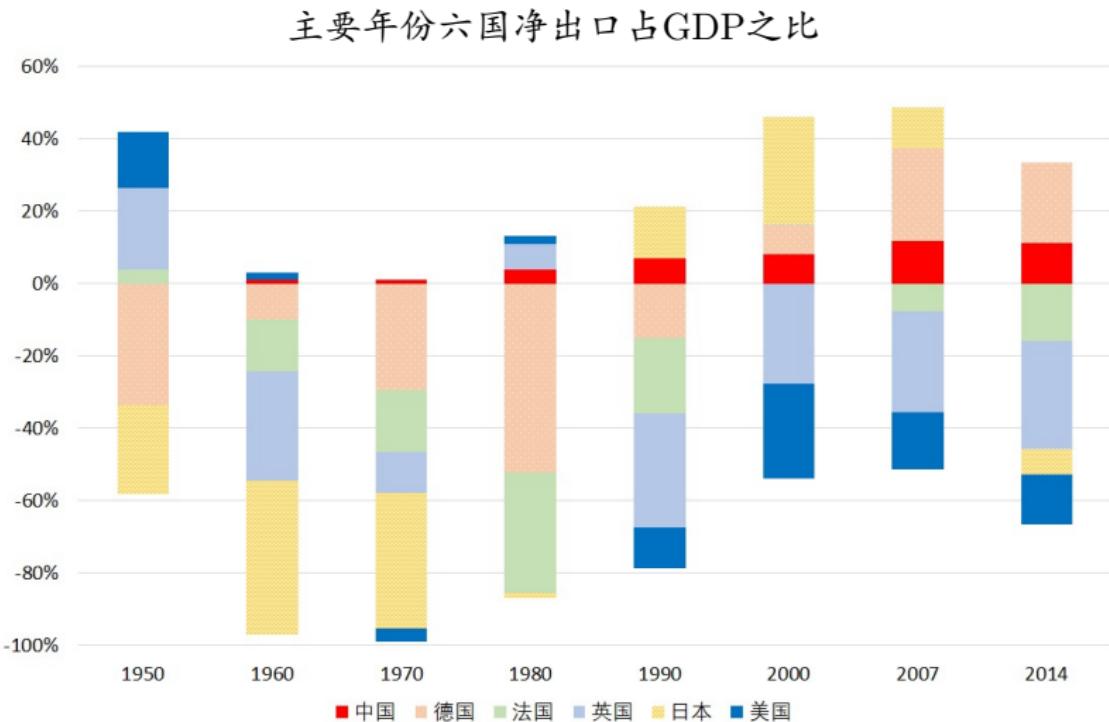
3.2 制度框架与第二次全球经济一体化

3.3 内在缺陷、衰落瓦解与之后的全球金融一体化

4. 日美货币战争

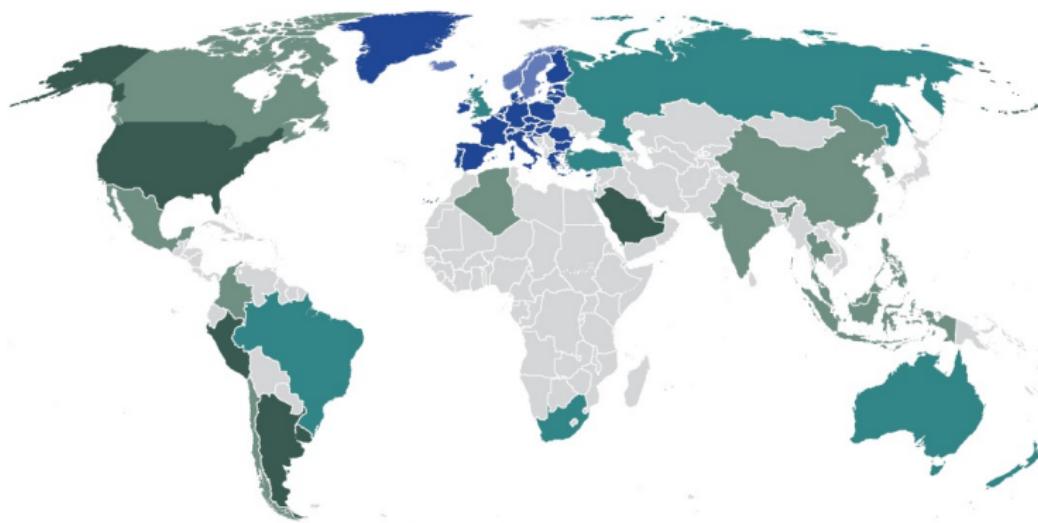
参考文献

商品世界：中国崛起



注：根据PWT9.0数据计算绘制。

货币世界：二分天下？

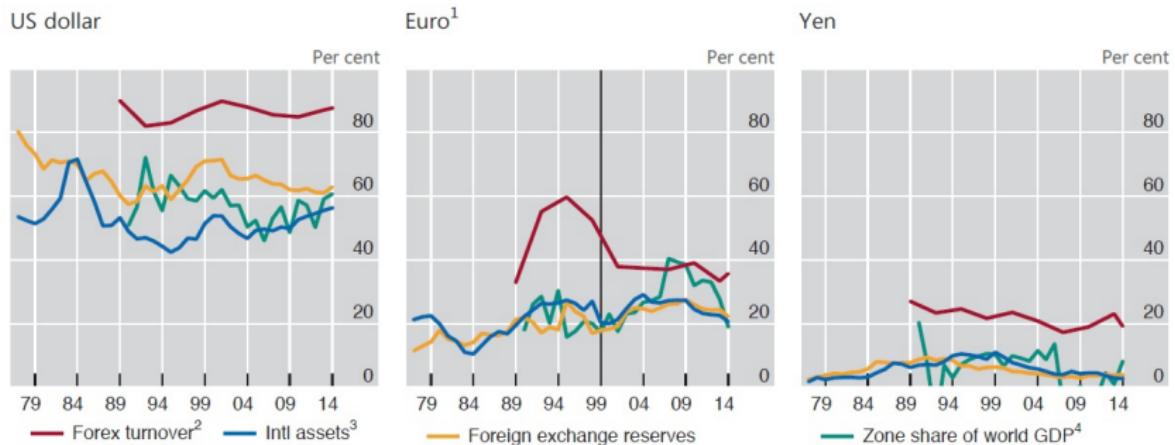


US dollar weight: █ >95% █ 70–95% █ 30–70% █ 5–30% █ <5%

Source: BIS calculation based on average elasticities of the national currency's dollar exchange rate with respect to euro/dollar and yen/dollar rates for 2011–14, inclusive.

图片来源：2015年国际清算银行年度报告。

货币世界：美元主导



¹ Before 1999, "euro" aggregates available predecessor currencies. ² The shares sum to 200% because each transaction involves two currencies. 2014 is estimated based on CLS trading data for April. ³ Includes bank deposits of non-banks and debt securities. Bank deposits are proxied by all bank liabilities before 1995. For the euro area, bank deposits exclude deposits vis-à-vis euro area banks. Debt securities are based on BIS international debt securities statistics before 1999 and the ECB's narrow measure of euro bonds since 1999, which excludes euro area residents' euro issues. ⁴ Estimated as each economy's share of PPP GDP, plus the elasticity-weighted share of all other economies' PPP GDPs; see Box V.A.

Sources: ECB; IMF; CLS; Datastream; national data; BIS international debt securities statistics; BIS calculations.

图片来源：2015年国际清算银行年度报告。

国际金融史学家 BARRY EICHENGREEN



Table 1. Coverage

Country	Source	Period	Valuation
Gold bloc countries			
France	Bank of France	1928–39	Market exchange rates
Italy	Collana Storica	1920–39	Market exchange rates
Switzerland	Swiss National Bank	1920–39	
Netherlands	Bank of the Netherlands	1920–1931	Market exchange rates
Central Europe			
Austria	Bank of Austria	1923–29, 1932–7	Market exchange rates
Czechoslovakia	Bank of Czechoslovakia	1921–38	Market exchange rates
Romania	Bank of Romania	1929–34, 1937	Market exchange rates
Sterling area			
Denmark	Bank of Denmark	1919–39	Book exchange rates
Finland	Bank of Finland	1921–38	Book exchange rates
Norway	Bank of Norway	1920–39	Book exchange rates
Portugal	Bank of Portugal	1931–9	Book exchange rates
Sweden	Riksbank	1926–39	Market exchange rates
Other Europe			
Spain	Bank of Spain	1920–36	Market exchange rates
Latin America			
Brazil	Reports of the Caixa de Estabilização	1927–9	Book values coincide with fixed exchange rate prevailing during available dates
Colombia	Bank of Chile	1926–9, 1932–3, 1936–9	Market exchange rates
Chile	Bank of the Republic	1923–39	Market exchange rates
Asia			
Japan	Bank of Japan	1920–39	Market exchange rates

Source: See text; Italy counted as member of the Gold Bloc.

储备货币：美元vs.英镑

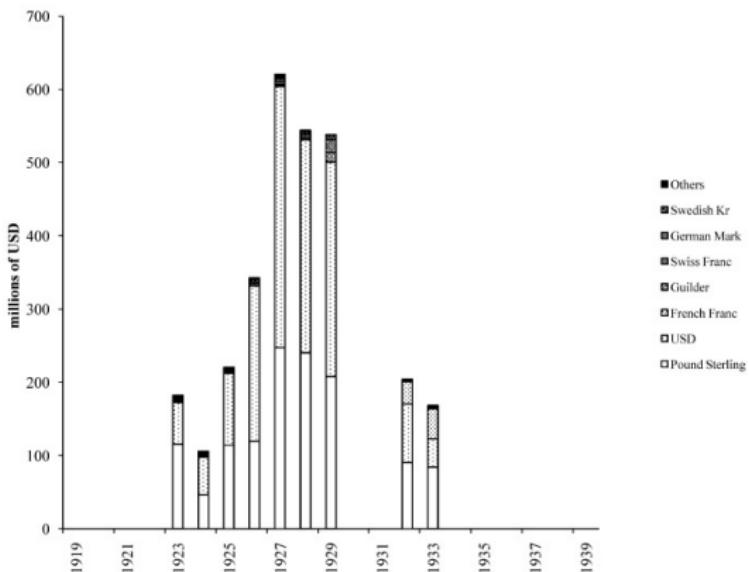


Figure 4. G9 reserves (Austria, Czechoslovakia, Denmark, Finland, Italy, Japan, Norway, Spain, Switzerland)

Source: Eichengreen and Flandreau(2009).

储备货币：双寡头

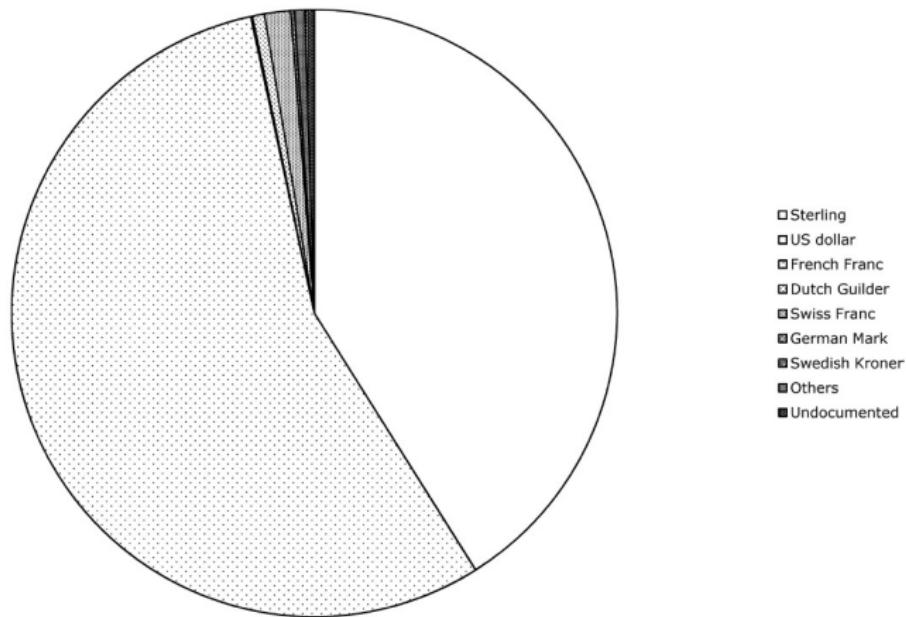


Figure 2. Aggregate foreign currency holdings in 1929: a snapshot (16 countries)

Source: Eichengreen and Flandreau(2009).

储备货币：基于区域政治的选择

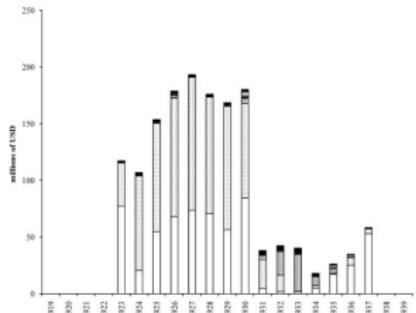


Figure 7. Central European countries' reserves (Austria, Czechoslovakia and Romania)

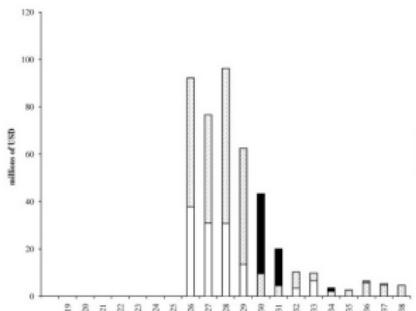


Figure 10. Two Latin American countries (Chile and Colombia)

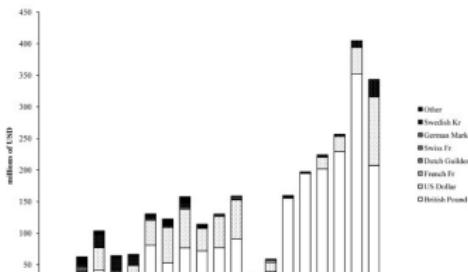


Figure 8. Non-English-speaking sterling area reserves (4 Scandinavian)

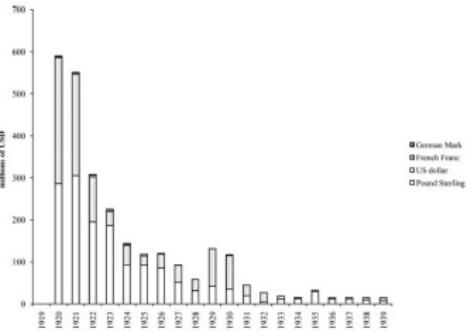
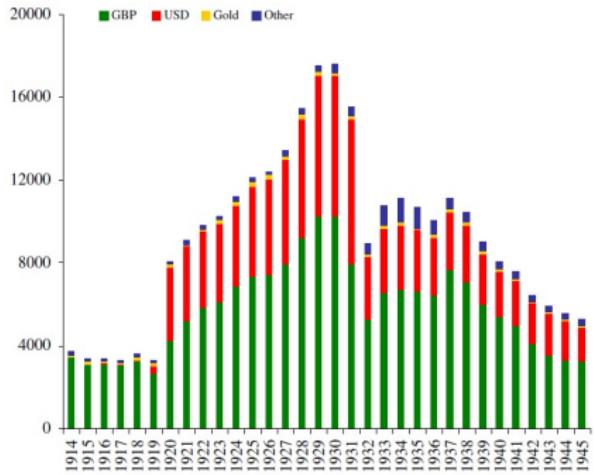


Figure 11. Japan's reserves

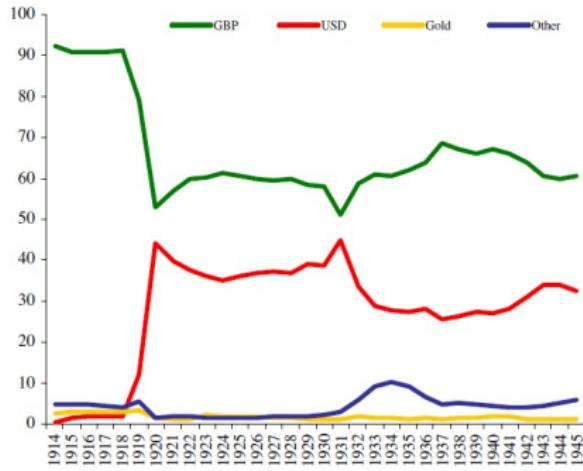
Source: Eichengreen and Flandreau(2009).

债务货币：美元vs.英镑



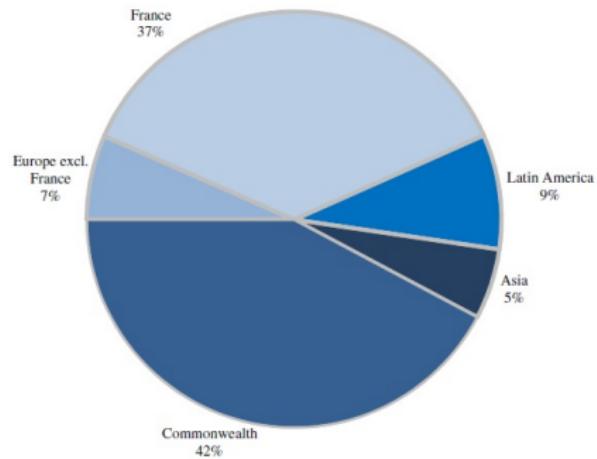
Note: Fig2. “Global foreign public debt (currency breakdown in USD million; at current exchange rates)”

Source: Chitu et al.(2014).



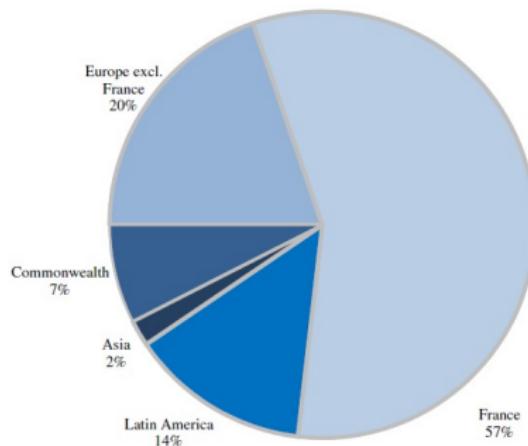
Note: Fig5. “Global foreign public debt(full sample; selected currency shares as a % of total; at current exchange rates)”.

主权债务货币：基于区域政治的选择



Note: Fig4 “Global foreign public debt in sterling – Main debtors. (as a % of total, at current exchange rates; in 1929)”.

Source: Chitu et al.(2014).



Note: Fig3 “Global foreign public debt in US dollar – Main debtors (as a % of total; at current exchange rates; in 1929)”.

布雷顿森林体系的诞生

- ▶ 从 1941 年 3 月 11 日到 1945 年 12 月 1 日，美国根据“租借法案”向盟国提供了价值 500 多亿美元的货物和劳务。黄金源源不断流入美国，美国的黄金储备从 1938 年的 145.1 亿美元增加到 1945 年的 200.8 亿美元，**约占世界黄金储备的 59%**。美元的国际地位因其国际黄金储备的巨大实力而空前稳固。
- ▶ 1943 年，美国财政部官员怀特和英国财政部顾问凯恩斯分别从本国利益出发，设计战后国际货币金融体系，提出了两个不同的计划，即“怀特计划”和“凯恩斯计划”。

布雷顿森林体系的诞生

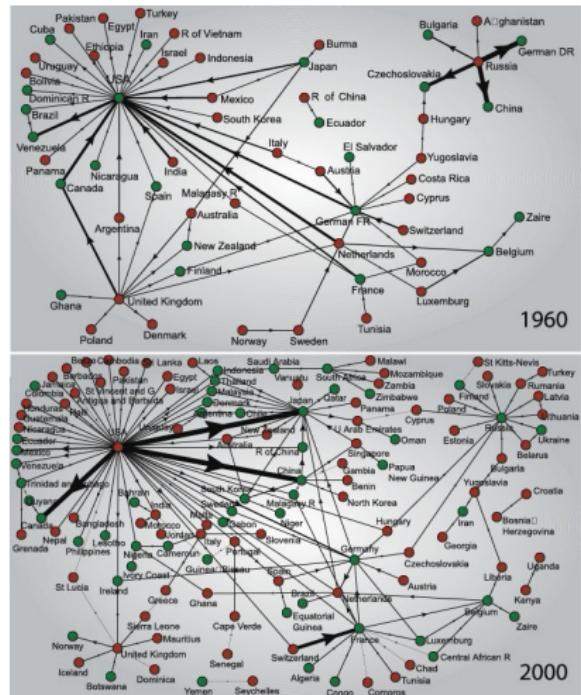


1944年7月，在美国新罕布什尔州的布雷顿森林召开有44个国家参加的联合国与联盟国家国际货币金融会议，通过了以“怀特计划”为基础的“联合国货币金融会议的最后决议书”以及“国际货币基金组织协定”和“国际复兴开发银行协定”两个附件，总称为“布雷顿森林协定”。建立了金本位制崩溃后的人类第二个国际货币体系。

布雷顿森林体系的制度框架

1. 在这一体系中美元与黄金挂钩，美国承担以官价兑换黄金的义务；各国货币与美元挂钩，实行有管理的固定汇率制度。因此布雷顿森林体系是一种以美元为核心的金汇兑本位制。
2. 与经常帐户结算相关的资金流动不受限制，但资本和金融项下的资金流动严格管控，黄金和储备货币的价格及流动都受到严格控制。
3. 成立两大国际金融机构：国际货币基金组织（IMF）负责向成员国提供短期资金借贷以保障国际货币体系的稳定，世界银行（World Bank）提供中长期信贷来促进成员国经济复苏。

全球经济一体化：1960年和2000年的国际贸易网络



Source: Serrano et al.(2007).

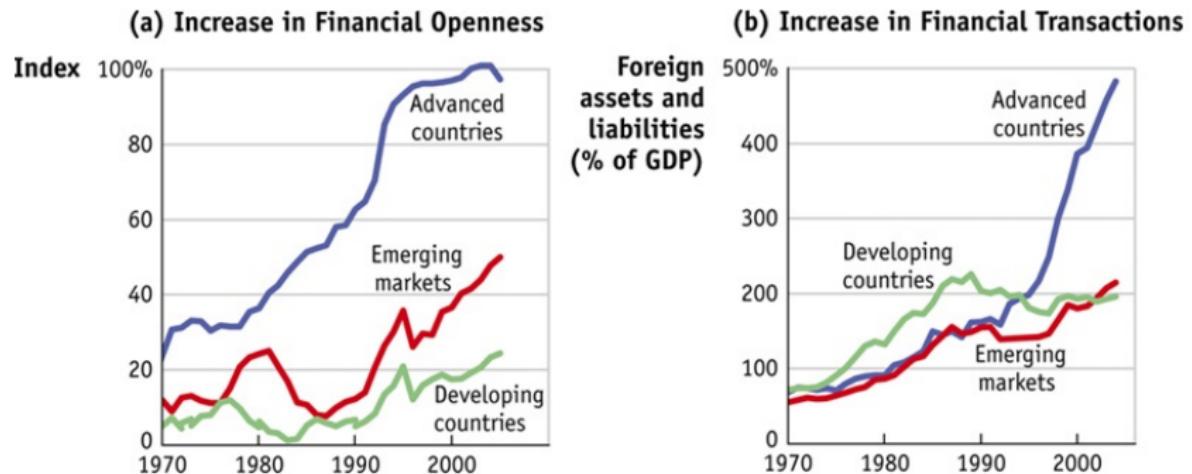
特里芬难题：布雷顿森林体系的阿喀琉斯之踵

- ▶ 1960年，美国经济学家罗伯特·特里芬提出“由于美元与黄金挂钩，而其他国家的货币与美元挂钩，美元虽然取得了国际核心货币的地位，但是各国为了发展国际贸易，必须用美元作为结算与储备货币，这样就会导致流出的美元在海外不断沉淀，对美国来说就会发生长期贸易逆差；而美元作为国际货币核心的前提是必须保持美元币值稳定与坚挺，这又要求美国必须是一个长期贸易顺差国。这两个要求互相矛盾，因此是一个悖论。”这一内在矛盾称为特里芬难题(Triffin Dilemma)。依靠主权国家货币来充当国际清偿能力的货币体系必然会陷入“特里芬难题”而走向崩溃。
- ▶ 布雷顿森林体系的根本缺陷在于美元既是一国货币，又是世界货币。它的发行必须受制于美国的货币政策和黄金储备。世界经济增长对国际支付手段和储备货币的增长需要，美元的供应应当不断地增长；但这又会导致美元同黄金的兑换性日益难以维持。正是由于上述问题和缺陷，导致该货币体系基础的不稳定性，当美元出现危机时，该货币体系也难以为继。

布雷顿森林体系的衰落与瓦解

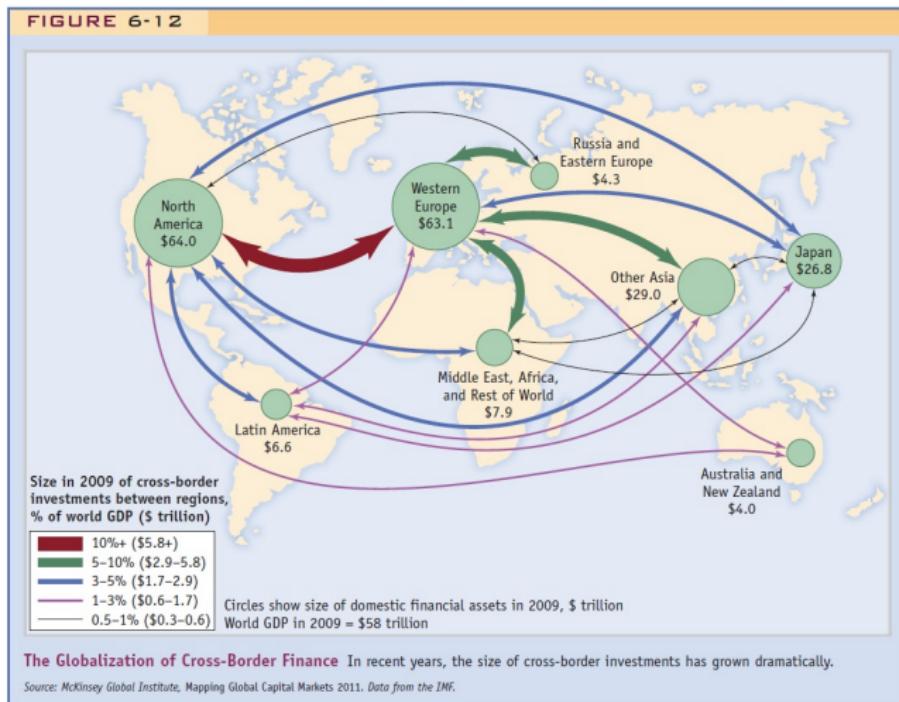
- ▶ 美国1960年代的越战和“伟大社会计划”使国内财政支出急剧上升，经常项目状况也急剧恶化。
- ▶ 1967年底和1968年初，私人投机者由于预期黄金价格可能上升而开始囤积黄金，在美联储和欧洲各国大量抛售黄金后，开始实行“私人价格”和“官方价格”的**黄金价格双轨制**。这是布雷顿森林体系的一个转折点。
- ▶ 1970年美国经济进入衰退，市场普遍预期美元将要贬值，导致外汇市场上新一轮的美元抛售。1971年8月15日尼克松总统宣布美国将不再向外国央行出售黄金、换回美元，从而断绝了美元和黄金之间的联系。这一事件被称为**尼克松冲击**。
- ▶ 1973年2月和3月间，外汇市场连续发生对美元的投机性冲击，各国央行在被迫购买了大量美元但仍不能阻止美元的贬值之后，最终放弃钉住美元、转向有管理的浮动汇率制。自此国际货币体系进入一个动荡的新时代。

布雷顿森林体系解体后的金融开放



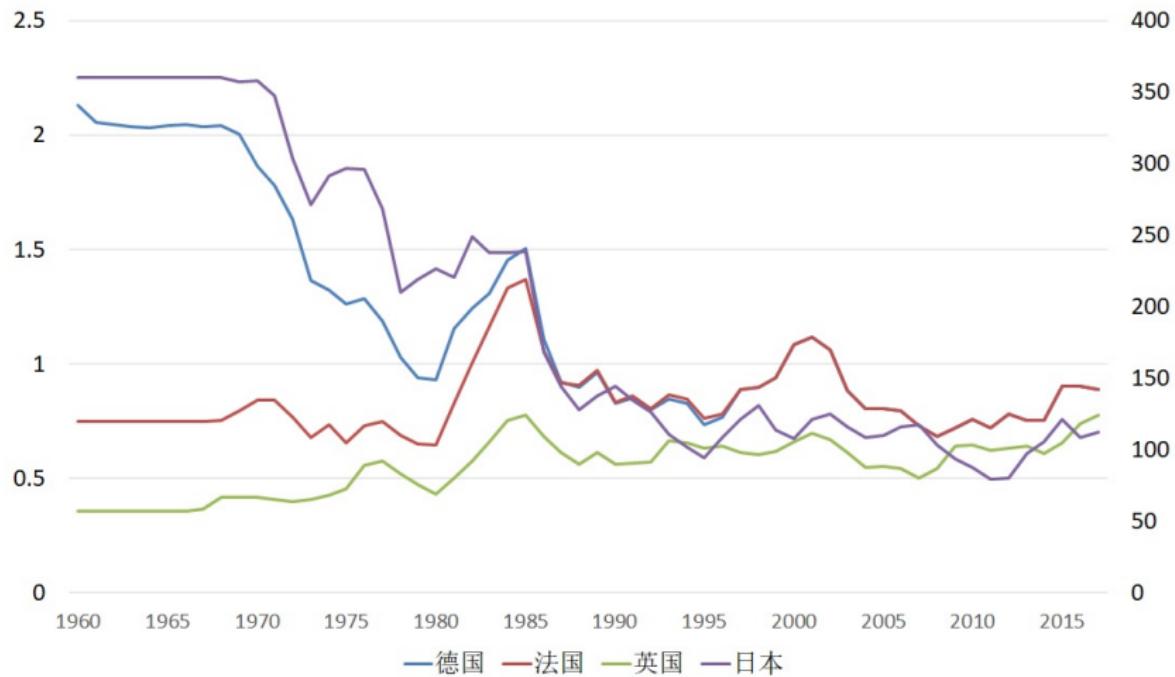
图片来源：R.C. 芬斯特朗和A.M. 泰勒著，《国际宏观经济学（第三版）》，张友仁等译，中国人民大学出版社，2017。

全球金融一体化：2009年的国际投资网络



图片来源：R.C. 芬斯特拉和A.M.泰勒著，《国际宏观经济学（第三版）》，张友仁等译，中国人民大学出版社，2017。

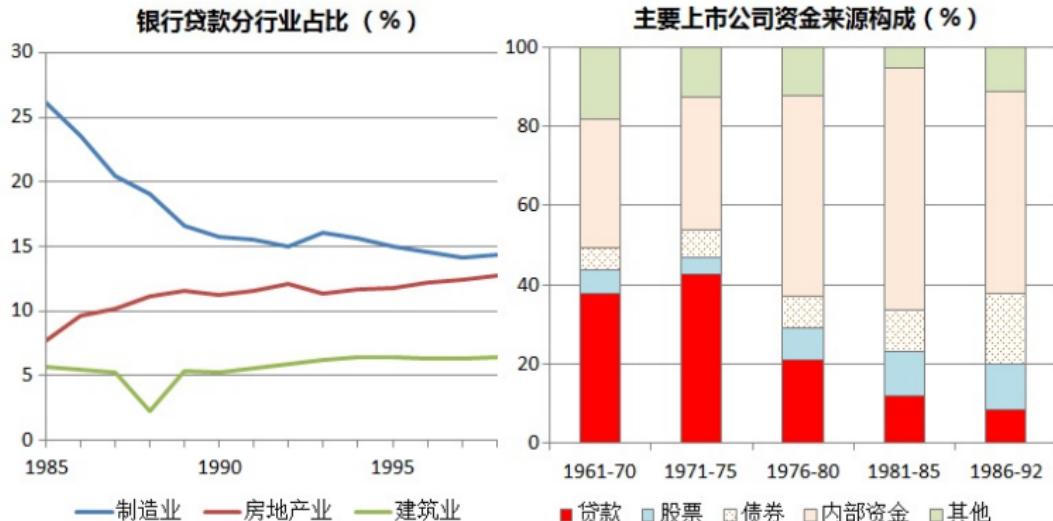
1985年广场协议：主要货币兑美元升值



注：根据国际清算银行数据绘制，汇率为 1 美元兑 E 单位主要货币，日元为右轴坐标。

1980年代末日本经济的泡沫化

资金流向方面，银行贷款中制造业占比迅速下降，主要上市公司更多地通过债券、股票等直接金融方式获得资金，**银行对实体经济的支持力度下降**。

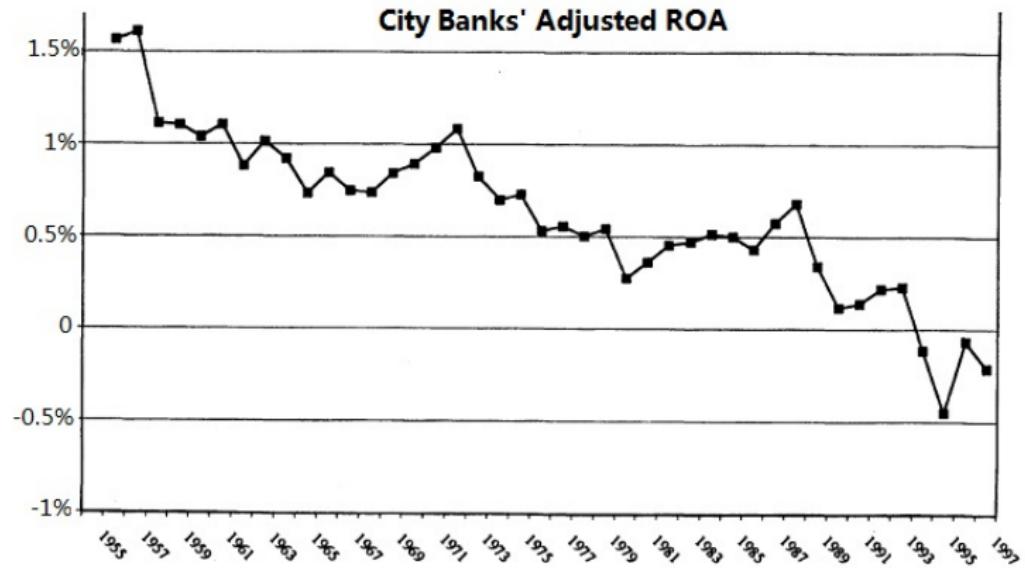


数据来源：Kanaya and Woo(2000)表2。

数据来源：Horiuchi(1996)表6.1。

1980年代末日本经济的泡沫化（续）

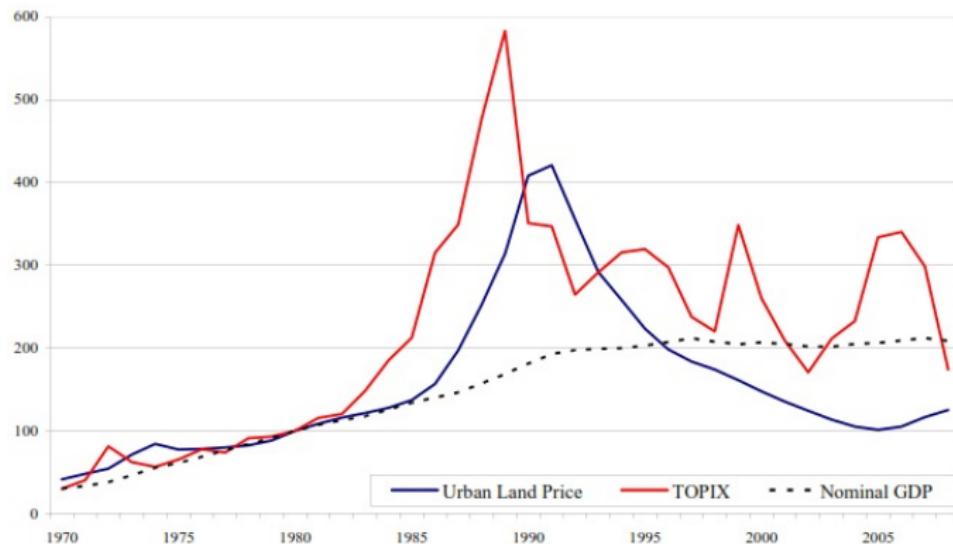
金融体系方面，日本的商业银行盈利能力持续下降。



Source: Figure 5 in Hoshi and Kashyap(1999).

1980年代末日本经济的泡沫化（续）

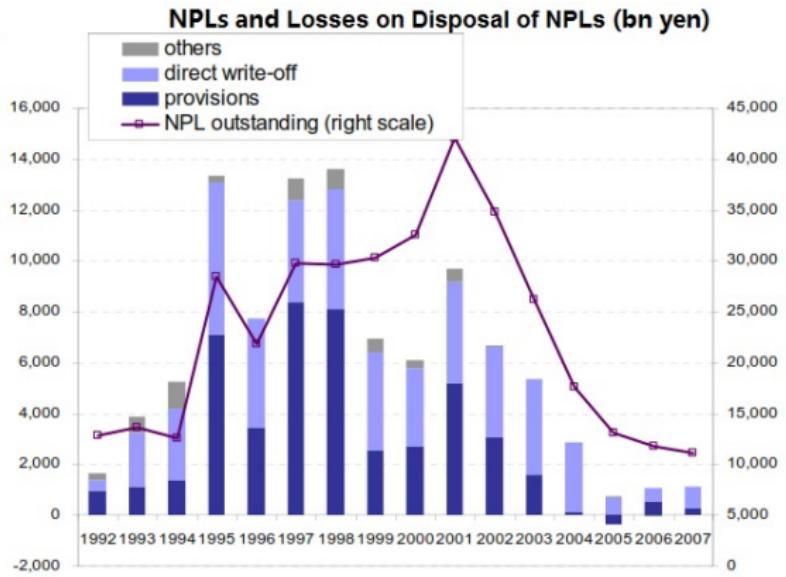
资产价格方面，宽松的货币政策和金融管制的放松，使房地产和股票价格出现爆炸式增长，**资产市场迅速泡沫化**。



Source: Figure 1 in Fujii and Kawai(2010).

1990年泡沫经济破灭与经济危机

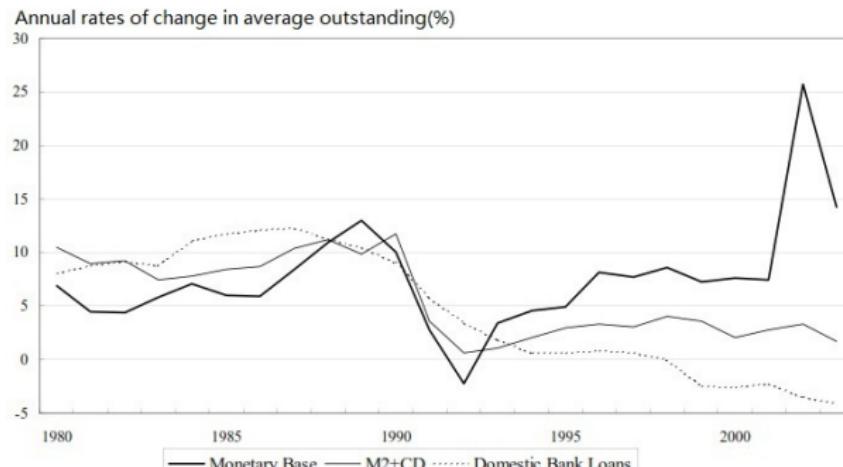
银行业的损失在危机后并没有立刻显现出来，但随着资产价格的不断下降和实体经济的持续衰退，1990年代中后期日本银行的不良资产大幅上升，并有大型银行开始倒闭。



Source: Figure 2 in Fujii and Kawai(2010).

1990年泡沫经济破灭与经济危机（续）

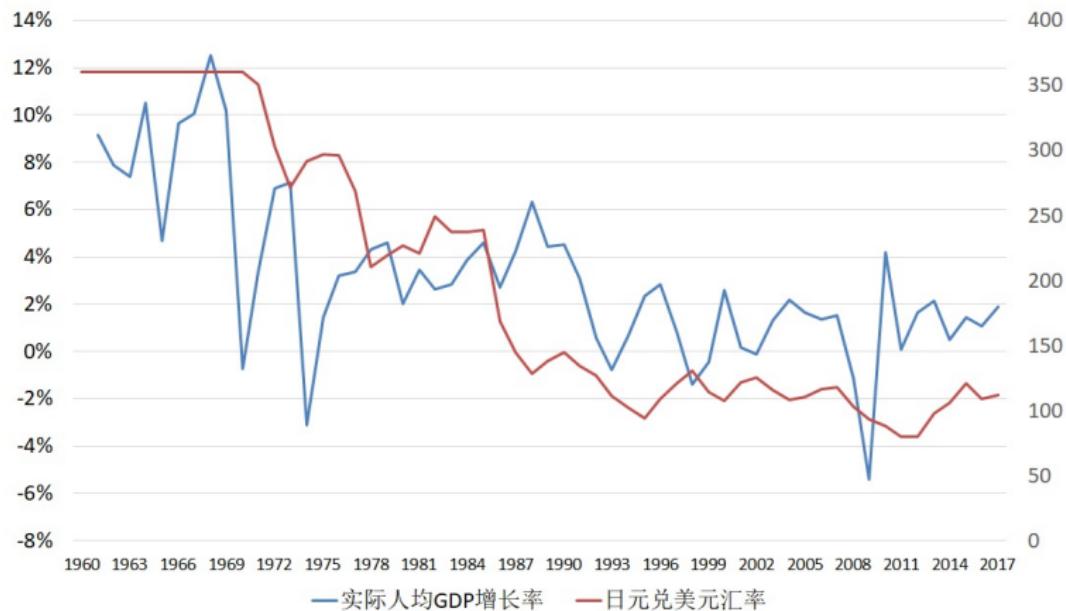
泡沫经济破灭后，虽然日本央行连续降息，但由于银行体系内部的深层次问题没有解决，增加基础货币的效果不大，货币总量仍在持续萎缩，**经济陷入了“流动性陷阱”。**



Source: Figure 5 in Kawai(2003).

日本经济的长期衰退（Dr. SLUMP）

日本实际人均GDP增长率与汇率：1960–2017



注：根据世界银行数据计算绘制，实际人均GDP为“GDP per capita (constant LCU)”。

参考文献

1. Chitu, L., B. Eichengreen and A. Mehl, 2014: When did the dollar overtake sterling as the leading international currency? Evidence from the bond markets, *Journal of Development Economics*, Vol.111, P225-245
2. Eichengreen, B. and M. Flandreau, 2009: The rise and fall of the dollar (or when did the dollar replace sterling as the leading reserve currency?), *European Review of Economic History*, Vol.13(03), P377-411
3. Fujii M. and M. Kawai 2010: Lessons from Japan's banking crisis, 1991 - 2005, ADBI Working Paper Series, No.222.
4. Horiuchi, A. 1996: An evaluation of Japanese financial liberalization: a case study of corporate bond markets, Chapter 5 in *Financial Deregulation and Integration in East Asia(NBER-EASE Volume)*, ed. by T. Ito and A.O. Krueger
5. Hoshi, and A. Kashyap 1999: The Japanese banking crisis: where did it come from and how will it end?, Chapter 3 in *NBER Macroeconomics Annual 1999(Volume 14)*, ed. by B.S. Bernanke and J.J. Rotemberg
6. Kanaya, A. and D. Woo 2000: The Japanese banking crisis of 1990s: sources and lessons, IMF Working Paper No.0017
7. Kawai, M. 2003: Japan's banking system: from the bubble and crisis to reconstruction, PRI Discussion Paper Series, No.03A-28
8. Serrano, M.Á., M. Boguñá, and A. Vespignani, 2007, Patterns of dominant flows in the world trade web, *Journal of Economic Interaction and Coordination*, Vol.2(2), P111-124