

“新怀特计划”还是“新凯恩斯计划”

——如何构建稳定与有效的国际货币体系

□ 吴晓灵¹ 伍戈²

内容摘要 2008年国际金融危机爆发到现在已经过去将近6年，全球性失衡仍未得到根本性解决，其背后深刻的制度原因是缺乏对储备货币发行的约束机制、主权货币与国际储备货币两种角色存在冲突、缺乏对国际收支失衡的有效调节机制。70年前，布雷顿森林会议在美国召开，由此展开一场如何设计、构建国际货币体系的争论，并聚焦于“凯恩斯计划”和“怀特计划”之争。从理论上讲，前者更具经济合理性，但不幸的是，其遭遇到战后美国“一家独大”世界格局的现实挑战而败北。结合现阶段国际经济金融的现实，理想货币体系的构架可以沿着“新怀特计划”和“新凯恩斯计划”的思路展开，其主要区别在于：国际储备货币选择是货币本位还是超主权货币本位、货币锚选择是外生锚还是内生锚、国际收支调节是对称调整还是非对称调整、特里芬悖论是延续还是破解、更具效率的是市场选择还是人为设计。

关键词 金融危机 凯恩斯计划 怀特计划 全球失衡 特里芬悖论

作者 1 吴晓灵，清华大学国家金融研究院院长、全国人大财经委副主任委员。（北京 100083）2 伍戈，中国人民银行货币政策二司副研究员、博士。（北京 100800）

现行国际货币体系的问题与根源

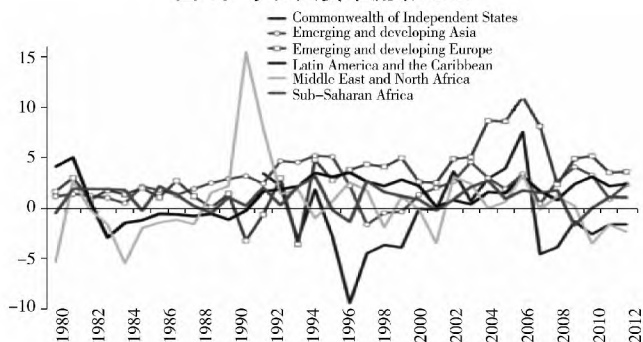
2008年国际金融危机爆发到现在已经过去了将近6年，全球经济仍处于缓慢复苏中。学界普遍认为，此次危机是过去十几年来全球性经济失衡不断积累的总爆发，而现行国际货币体系存在的诸多不足，则可能是促成全球性失衡的根源之一。但遗憾的是，这种全球性失衡问题仍未得到根本性解决，各主要国家缺乏改革现状的勇气和动力，理论界也远未就未来国际货币体系安排达成明确的共识。现行国际货币体系的问题主要体现为：

一是全球流动性管理容易失控。布雷顿森林体系崩溃以来，以全球外汇储备为典型代表的全球流动性快速增长，尤其是2002年以来更是飞速增长。据世界银行统计，2011年底，全球除黄金之外的外汇储备达到10.56万亿美元，比1975年增长52.8倍，比2002年增长3.3倍，而同期全球GDP分别增长11.0倍和1.1倍，外汇储备/GDP从1975年的3.38%上升至2011年15.08%，尤其是2000年以后该比例更是快速上涨。因此，相比实际经济增长，全球流动性显得长期过剩。（数据来源：IFS、WIND）

二是跨境资本流动波动剧烈。随着全球流动性规模的

与日俱增以及资本项目自由化的推进，跨境资本流动日益频繁，规模空前且波动剧烈。净私人资本流动占GDP的比例在过去的20多年中波动尤为剧烈，很多地区都经历了在极短期内资本流动大进大出的变动，其对金融稳定以及宏观经济的持续发展带来了巨大挑战。

图1：净私人资本流动/GDP



资料来源：IMF WEO April 2014

三是加剧了全球失衡的进一步发展。全球失衡可能主要由非货币体系的诸多因素引发，但当前的国际货币体系则进一步加剧了失衡。这集中体现在美国可以通过发行美元进行无限融资以弥补其经常项目赤字，同时现有体系又缺乏对该国际收支失衡的有效调节机制，这助长了全球失

衡的持续深入发展。

上述现象和问题的背后有着深刻的制度原因：

一是缺乏对储备货币发行的约束机制。布雷顿森林体系崩溃后，美元与黄金脱钩，货币发行彻底“去黄金化”，完全依靠信用发行。而现有的国际货币体系缺少足以代表全球整体利益的主体。虽然不乏 IMF 等国际组织，但受众所周知的制度设计与治理架构影响，其在管理全球储备货币、约束国际货币发行等方面的作用十分有限。这就造成了在实践中虽然某些储备货币也有自己国内的“货币锚”（如通胀、就业或其他货币政策目标），但其发行均未基于全球整体状况，制度架构上缺乏对其履行全球储备货币职能的约束。从这个意义上讲，主要储备货币的发行机制中缺乏基于全球经贸发展的“货币锚”。

二是主权货币与国际储备货币两种角色的冲突。在当前以主权国家货币作为主要国际储备货币的体系下，每一种储备货币都扮演着两种角色——首先是主权货币，然后才是储备货币。在现实中，这两种角色在很多情况下是冲突的，其背后是主权国家利益与全球整体利益之间的矛盾。但不幸的是，在现实抉择时，主权货币角色往往占有压倒性的优势，极端地说，储备货币发行当局一般不会考虑全球利益，除非该利益影响到其主权国家利益。

三是缺乏对国际收支失衡的有效调节机制。“牙买加体系”从本质上说是一个“无体系”的体系，除了废除黄金作为货币发行的基础之外，原则上对汇率制度、汇兑管理、国际收支状况等并未作出强制性的限定。如果说在布雷顿森林体系下，逆差国还承担了国际收支调节的责任的话，那么在牙买加体系下，决策者过度地将希望寄托于浮动汇率的自动调节功能，并未设定任何失衡调节的强制性规则。但事实上，在金融一体化背景下，汇率很可能脱离基本面而过度波动，其对国际收支的调节作用也越来越不稳定。因此，从制度安排上来看，牙买加体系可能注定是一个失衡的体系。

综上所述，现行的国际货币体系本质上可能助长储备货币国家滥发货币的冲动，扭曲全球资源配置机制，加剧国际收支的失衡。而调节机制的缺失则将进一步强化既有失衡，使其不断累积，并发展成全球性的难题。

国际货币体系改革的历史争论： 怀特计划与凯恩斯计划

以史为镜，可以知兴亡。在 70 多年前，曾发生过一场如何设计、构建国际货币体系的争论，一举奠定了此后几十年国际货币体系的基调，时至今日仍发挥着重大影响。那场争论的焦点聚集在“凯恩斯计划”和“怀特计划”之争上。应该说，这两个计划的目的是是一致的——试图构建一个稳定的国际货币体系。其分歧主要体现在以下几方面：

一是基金制和银行制的区别。这是两个计划最根本的分歧。怀特计划设想建立的仅仅是一个基金——国际稳定

基金，虽然他也提出了一种 unita，但仅仅是记账单位而不是货币，实际使用流通的仍是美元等主权货币。由于一旦认购完成，基金的份额就相对固定，其缺乏实质上的提款渠道，也就没有货币派生机制，所以，该计划自诞生之日起，就注定缺乏自动适应全球经贸增长的灵活性。换言之，国际稳定基金的总值是相对固定的，可以预期，随着经贸规模的增长，其相对全球经贸总量的占比势必下降，对汇率稳定的调节作用也势必减弱。但凯恩斯计划则设想建立一个全球中央银行——国际清算同盟，创造并发行一种新的超主权储备货币——bancor，通过要求顺差国强制将盈余存入同盟账户和向逆差国提供透支（实质上的贷款）构造了货币派生渠道，可以根据全球经贸发展提供所需的充足的支付清算媒介。

二是有关黄金非货币化的分歧。怀特计划虽然主张黄金退出货币流通，但其美元与黄金间可兑换的保证证明本质上仍是一种变形的黄金本位制，黄金仍旧是事实上的“影子货币”，美元的发行仍受制于黄金储量。与之相反，凯恩斯计划虽然规定了 bancor 的价值由黄金确定，但其与黄金间的单向兑换——可以用黄金换取 bancor，反之则不行——在事实上实现了黄金的非货币化，bancor 的发行取决于全球经贸规模。极端地讲，若去掉黄金也无损于该体系运行。

三是货币锚的差异。从上述第二点分歧可以合理地推断出，在怀特计划下，黄金仍是其货币锚。而在凯恩斯计划下，实际上的货币锚已经变成了全球贸易总量。在凯恩斯计划中，各成员国将会被分配到一个初始份额，该份额根据战前 3 年各国进出口贸易平均额的 75% 来计算，此后，为反映全球经贸的发展，每隔 5 年重新计算一次份额。

四是国际收支失衡调节机制的区别。首先，在调节的责任分担上，怀特计划是不对称的调整，逆差国承担几乎全部的调整责任，逆差国必须将逆差保持在份额允许的范围之内，即第一年不能超过该国份额的 150%，以后不能超过 200%；凯恩斯计划主张对称的调整，顺差国和逆差国共同承担调整责任，即当成员国清算账户顺/逆差超过其份额的 25% 时被确定为收支不平衡，要对其超额部分收取管理费，并要求其采取相应的扩张或紧缩政策，超过份额的资金将在年底被没收作为公共储备基金。其次，在调节的方式上，两者存在着抵押贷款与贷款的区别：怀特计划采取了货币互换的方式，即逆差国用本币换取所需其他国家的货币，本质上是以本币作为抵押获取外币贷款；而凯恩斯计划允许逆差国直接申请透支或提存。

从理论上讲，凯恩斯计划更具经济合理性：凯恩斯似乎真正看到了金本位制固有的缺陷，其主张使黄金非货币化，并以全球贸易总量为锚的设想使货币发行自动与全球经贸发展相匹配。但不幸的是，凯恩斯计划遭遇到战后美国“一家独大”世界格局的现实挑战，其国际清算同盟的设想直接损害了美国货币政策独立性和铸币税，最终在与

表 1：怀特计划和凯恩斯计划的比较

	怀特计划	凯恩斯计划
组织方式	基金制	银行制
储备货币	美元 (unita 仅为记账单位)	bancor
发行机构	美联储	国际清算同盟
分配机制	按与美国的双边国际收支状况分配	按占全球贸易的相对规模分配
货币锚	黄金	全球贸易总量
国际收支调节机制	非对称调节	对称调节
特里芬悖论	难以破解	可望破解
实施可行性	基本采用	未采用

怀特计划的角逐中败北。相应地，战后 IMF 也基本以怀特计划为蓝本设立。

国际货币体系的新探索：

“新怀特计划”还是“新凯恩斯计划”

这次全球性的金融危机促进我们进一步反思现有的国际货币体系，探索理想货币体系的构架，思考未来转型路径的可行性。在笔者看来，基于历史上的争论，并结合现阶段国际经济金融的现实，依然可以沿着两个思路展开探索：一是借鉴怀特计划的思路（我们暂且称之为“新怀特计划”），二是借鉴凯恩斯计划的思路（我们暂且称之为“新凯恩斯计划”）。其大致思路与区别如下：

其一，国际储备货币选择：主权货币本位还是超主权货币本位？

从 18 世纪的英镑本位制开始，国际货币体系始终是以主权货币充当国际储备货币。这种安排有其方便管理的优点，同样也存在货币发行缺乏国际约束等不足，进而可能危害到国际货币体系的整体稳定。解决这个问题的方向大致有两个：“新怀特计划”主张继续在主权货币充当国际储备货币的基础上对货币发行施加国际约束；“新凯恩斯计划”的思路则是创设超主权货币作为国际储备货币。

对于上述第一个办法（即“新怀特计划”），最近的例子就是考虑用 G20 提出的一些互评估指标来约束主要储备货币发行国的货币发行。2010 年 G20 首尔峰会的互评估项目曾对成员国提出过十几项财经纪律的制约指标，其中有六个核心指标极具参考价值。一旦这些指标被强制满足，可望对主要储备货币发行构成一定的财经纪律约束。但这涉及到一国经济主权的让渡和国际间的政策协调，面临的现实困难和挑战仍不少。

对于上述第二个办法（即“新凯恩斯计划”），许多学者和机构都作了类似研究，如伯恩斯坦计划、特里芬计划等，包括 SDR 的创设也是超主权货币的有益尝试，当然其中最富盛名的仍属凯恩斯计划。事实上，1968 年 IMF 对 SDR 的创设和分配就在一定程度上部分借鉴了凯恩斯当初的设想。现在看来，与怀特计划相比，凯恩斯计划无疑具有更多的合理性，其以全球贸易规模为锚的设计，在处理币值稳定和流动性供给的矛盾上更具优势。但理论上

的合理性与现实中的可行性并不是一回事，要实现超主权货币对主权货币的替代必然面临政治、经济、金融等诸多阻碍，要解决如何形成和分配、如何扩大使用、如何与现有体系衔接与过渡等一系列难题。所以，从可行性上看，“新怀特计划”的做法可能更具操作性。

总之，这两个计划的背后主要是货币发行机构的差异。“新凯恩斯计划”要求成立一个全球性的中央银行来发行和管理超主权货币，维持全球货币体系稳定；而“新怀特计划”下，主权国家货币当局承担发行储备货币的职责，不需要全球央行来管理，但需要对该国货币发行施加更多国际约束。

其二，货币锚选择：“外生锚”还是“内生锚”？

要使货币能充分发挥自身重要的职能，首先应保证其币值的稳定性，特别是其作为价值尺度、交易媒介和储藏职能等的稳定性。因此，未来的国际货币体系不能回避“货币锚”的问题。一个合适的“货币锚”必须能有效协调币值稳定和流动性供给之间的矛盾，这就要求：一是具有相当的稳定性以约束货币发行，保证货币价值的相对稳定；二是与全球经贸往来具有一定的相关性，确保满足实体经济对流动性的需求。

当前美元本位的货币体系下，美联储以美国经济状况（通胀和就业）为“锚”发行国际储备货币（美元），因此，从国际储备货币发行机制来讲，这是一个相对全球经济而言“外生”的货币锚，因为它不以全球经贸状况为参照。按照“新怀特计划”，在延续美元本位的前提下，为保持币值的稳定，对美联储货币发行进行适当约束是必要的。约束的方式可以是寻求一个具有自身独立价值的“商品锚”（如选用储量更丰富的贵金属作为货币锚，或者构造一个大宗商品篮子作为货币锚，甚至以某种形式的能源作为货币锚），也可以构造基于美国宏观经济状况的指标（如负债率、杠杆率等）来约束美联储的货币发行。但无论采用哪种形式，“新怀特计划”中的货币锚始终具有外生性。

理论上讲，既然货币最主要的职能是作为交易媒介，那么货币锚就必须与全球经贸发展及其交易相称，即具有与全球经贸发展相适应的内生性。当初凯恩斯设想的全球贸易规模作为货币锚具有一定的合理性。按照“新凯恩斯计划”的思路，鉴于当前国际资本流动已大大超越了贸易结算需求，相应地，必须选择更宽泛的经济指标作为货币发行的锚。例如，可以考虑选择一定的“经济指数篮子”，将反映全球通胀和经济增长状况的代表性指标纳入其中，既包括数量型指标，也包括价格型指标，这些都是比较合适的选择范围。但具体选取哪些指标，指标权重如何仍是需要深入研究的问题。此外，也有学者主张将 SDR 作为货币锚，但是否可行，如何推进，都是开放的话题，有待于进一步探讨。

其三，国际收支调节：对称调整还是非对称调整？

此次全球危机充分证明了一个有效的失衡调节机制对

于货币体系的重要性。布雷顿森林体系是非对称调整机制；牙买加体系虽然也存在 IMF 第四条款磋商等机制，但在实践中缺乏约束力和执行力，因此实际上是一个调节机制缺失的体系。关于未来货币体系，“新怀特计划”本质上仍属非对称调整。美元本位和各方实力不均衡的现实决定其本质上不可能实现对称。“新凯恩斯计划”则主张对称的调整。当然，调整的机制如何设计，如何保证其有效性和可执行性，也需要进一步研究。

其四，特里芬悖论：延续还是破解？

讨论国际货币体系就不能不提及“特里芬悖论”。特里芬悖论最初指的是在以主权货币（美元）作为国际货币的条件下，国际贸易和投资的发展需要美国通过经常账户逆差不断输出美元以保持充足的清偿力（即支付工具），但长期逆差将影响对美元可兑换的信心，势必导致各国争相将美元兑换成黄金，从而导致美国黄金储备的枯竭，最终损害布雷顿森林体系“双挂钩”的根基。进入新世纪以来，美国出现了“格林斯潘困惑”，长端利率与短端利率的联动被割裂。从利率作为货币价格的意义上，这意味着美元的价格出现了扭曲，美元的长期与短期的币值不再稳定一致，并且，随着海外美元的增加，这种价格扭曲也可能日益严重。这可谓“价格版”的特里芬悖论。

特里芬悖论在本质上是稳定币值和流动性供给之间的矛盾。导致特里芬悖论的根本原因是储备货币发行与全球经贸发展脱节，致使稳定币值和流动性供给两者不可兼顾。金本位制保证了币值的稳定，但在流动性供给上跟不上全球经贸的扩展。牙买加体系保证了流动性的供给，但引致了长期的全球性通胀。因此，要真正破解特里芬悖论，就必须使货币的价值和供给内生，凯恩斯计划作出了初步的尝试，可惜未能付诸实践。而在主权货币本位制下，货币发行仅取决于主权国家状况，在根本上不可能破解这个悖论。从这个意义上说，只要“新怀特计划”不放弃主权货币本位，特里芬悖论必将是其挥之不去的梦魇。相反地，“新凯恩斯计划”由于继承了凯恩斯关于超主权货币的理念，有可能一劳永逸地破解这个悖论。

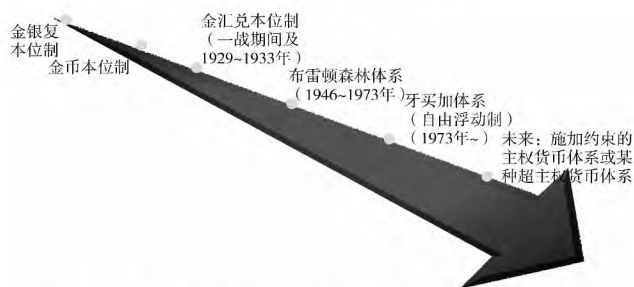
表 2：新怀特计划和新凯恩斯计划的对比

	新怀特计划	新凯恩斯计划
组织方式	基金制	银行制
储备货币	主权货币	超主权货币
发行机构	主权国家货币当局	全球中央银行
分配机制	按国际货币发行国的双边国际收支状况分配	按占世界经济的相对规模分配
货币锚	外生锚（但对货币发行国施加 G20 互评估等约束）	内生锚（如通胀、增长等世界经济总量指标）
国际收支调节机制	非对称调节	对称调节
特里芬悖论	难以破解	可望破解
实施难度	相对较小	相对较大

综观“新凯恩斯计划”和“新怀特计划”，在经济合理性上，无疑前者具有一定优势，在体系架构上也更稳

定、更有弹性。但受路径依赖和制度变迁成本影响，“新怀特计划”似乎更具现实可行性，未来国际货币体系的优化路径，很可能仍是在美元本位的基础上对其货币发行施加一定制约，并对国际收支调节机制进行一定程度的完善。

图 2：国际货币体系的演进图



其五，效率：市场选择还是人为设计？

最后这个问题，涉及对市场力量和人类理性的看法，即人为设计出来的机制能否保证比通过市场自由选择出来的机制更具有效率。这也是长期困扰理论界的难题。

例如，马克思在论述货币时说过：“金银天然不是货币，但货币天然金银。”这从一个侧面说明了在确定货币材质时市场竞争所起的作用。哈耶克在《货币的非国家化》中集中论述了市场竞争在货币发行中的作用，他主张废除政府对货币发行的垄断权，允许私人部门自由发行不同的货币，而市场竞争的力量足以制约货币滥发的冲动，保持稳定、有效的货币体系。

与布雷顿森林体系相比，牙买加体系的形成似乎更多地反映了市场竞争与选择的力量。1973 年布雷顿森林体系正式崩溃后，许多人预言美元将失去中心货币的地位。但在路径依赖或网络外部性的影响下，美元依然保持了在国际经贸往来中的主导地位。反观日本，在上世纪八九十年代“人为”设计了包括推动建立离岸市场、建立协力基金、加大日元对外援助等一系列制度，试图大力推动日元国际化。诚然在一段时间内，日元在全球储备中的占比确实有所上升。但随着日本经济停滞的十年，日元占比马上回落。因此，在未来国际货币体系构建中，如何看待市场选择和人为设计的关系是一个重大的问题。比如，如何确保人为主动设计的货币体系优于市场选择？我们是否有必要进行这种设计？是否能协调这两者的关系，取长补短？这些都是值得深思的问题。

危机促进改革。人为设计不是凭空设计而是面对危机时形成的市场共识。新怀特计划有路径依赖的优势，但愿能适应危机后的新国际形势。如果不能适应将会引致更深层次的世界经济金融危机，那时的人为设计可能会更多地依赖有弹性的货币供给制度。笔者不希望看到后者，那个代价是沉重的。我们对此应该保持警惕，并加强研究。

编辑 李梅

货币体系

作者: [吴晓灵](#), [伍戈](#)
作者单位: [吴晓灵\(清华大学国家金融研究院, 北京, 100083\)](#), [伍戈\(中国人民银行货币政策二司, 北京, 100800\)](#)
刊名: [探索与争鸣](#) 
英文刊名: [Exploration and Free Views](#)
年, 卷(期): 2014(8)

本文链接: http://d.wanfangdata.com.cn/Periodical_tsyzm201408016.aspx