



AGAINST
ALL ODDS



人民币 突围

龚刚 著

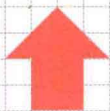
THE STRATEGY TO TURN RMB
INTO A HARD CURRENCY



——走向强势货币

货币，乃一国经济之“血液”，掌控着经济的“命脉”。随着中继续维持弱势货币战略的成本越来越大，收益越来越小时，国有必要转向以人民币国际化为目标的强势货币战略！

大国竞争没有道义，只有利益。人民币国际化必将是一场竞争，是一场为中国利益，为发展中国家利益，为世界公平秩序而展开的史无前例的**突围！**



人民出版社



人民币突围

龚刚 著

——走向强势货币



人民出版社

责任编辑：曹 春

装帧设计：曹 春 汪 莹

责任校对：王 惠

图书在版编目（CIP）数据

人民币突围：走向强势货币 / 龚刚 著. — 北京：人民出版社，2013.12

ISBN 978-7-01-012876-4

I. ①人… II. ①龚… III. ①人民币—金融国际化—研究 IV. ①F822

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2013）第 283499 号



人民币突围
RENMINBI TUWEI
——走向强势货币

龚 刚 著

人民出版社 出版发行
（100706 北京市东城区隆福寺街 99 号）

北京瑞古冠中印刷厂印刷 新华书店经销

2013 年 12 月第 1 版 2013 年 12 月北京第 1 次印刷

开本：710 毫米 × 1000 毫米 1/16 印张：16.5

字数：210 千字

ISBN 978-7-01-012876-4 定价：38.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号

人民东方图书销售中心 电话（010）65250042 65289539

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书，如有印制质量问题，我社负责调换。

服务电话：（010）65250042

前 言

2008 年的美国给金融危机和此后引发的欧债危机及美国一轮又一轮的量化宽松政策带给中国一个绝佳的机会——人民币国际化，然而遗憾的是，我们却未能适时抓住机缘。其中的原因是多方面的。例如，中国的经济学理论界还没有做好相关研究的准备；我们的政府官员并没有对人民币国际化的战略意义给与足够的重视；更为重要是，根植于国人（包括政府官员、学者和普通百姓）内心深处的某些思维定式，如“杨白劳式的弱者思维”，也在很大程度上阻碍了人民币国际化之推动。

尽管人民币国际化的相关研究需要对经济学理论的深刻把握，但本质上，人民币国际化却并不全然是一个经济学问题，因此也无法从现有的经济学文献中寻找答案。其实，人民币国际化更是一个战略问题，是一场“战争”，从而须讲究计谋和超常规手段。同时，人民币国际化也是一场思维模式的转型：“杨白劳式的思维”无疑是一种弱者思维，在这一思维模式的主导下，中国的对外经济战略必然以出口商品（而不是出口人民币）为中心；与此相反，以出口人民币为主要模式的人民币国际化必须建立在强者思维的基础上，也就是说，它是一种强势货币战略。

近代以降，作为一个长期受剥削和压迫的民族，国人在对外交际



中所普遍存在的弱者思维着实在于情理之中。然而，中国却又是一个大国，中华民族的崛起无疑会撼动世界，从而必然会与当今的世界霸主——美国——形成利益冲突。毫无疑问，美国决不会让中国轻松崛起，必然会想方设法消耗中国的能量，阻扰中国的崛起。因此，如若仍以弱者的思维来面对美国的挑战和高压，则中华民族的崛起将遥无可期，而人民币国际化也终将化为空中阁楼与水中泡影。

本书将从经济学和战略学的视角对人民币国际化（或中国的强势货币战略）进行深入的探讨，其中包括对当前国际货币体系除“弱”扶“强”之不公平和不公正的批判，从而引申出人民币国际化之战略意义；同时也包括以推动人民币国际化为目标的中国金融体制之改革；特别地，我们将探讨推动人民币国际化的相关策略和非常规手段等，其中，本书最后所提出的“金砖”货币体系的设想更可以看成是中美大国博弈中中国手中的一张王牌。

本书的写作离不开我南开大学的学生们，他们在收集数据，阅读和总结有关文献，甚至章节的初始写作等方面给与了许多帮助，其中，李炳念在第一、第二、第八和第九章，杨光在第三章，徐文舸在第七和第九章，张前程在第四章，魏熙烨在第五章，高阳在第六章中所做的工作使得本书能够顺利完成。云南财经大学的洪海洋同学在本书后期的文字工作上给予了帮助。人民出版社的曹春博士也为本书的编辑和修改作了大量的工作，在此一并感谢。最后，我还想感谢我的家人，他们承担了家庭生活中的绝大部分责任，使得我能够充分享受经济学写作和研究的快乐。

龚 刚

2013年9月26日

目 录

前 言	1
-----------	---

破 题 人民币突围

——走向强势货币

一、由美国发起的货币战争	2
二、强势货币战略	8
三、人民币：大国的弱势货币	11
四、走向强势货币	16
小 结	19

第一章 当前非对称、不公平的国际货币体系

——历史、演变及事实特征

一、国际货币体系的历史演变	22
---------------------	----



二、汇率、汇率制度、外汇储备和资本市场开放	
——当前世界之分布	30
三、“单极三层非对称”式	
——当前货币国际化程度之分布	46
四、当前国际货币体系的非公平性	53
小 结	58

第二章 弱势货币战略

——“丛林法则”下发展中国家的选择

一、“布雷顿森林Ⅱ体系”	
——西方学者的理论解释	62
二、储备型汇率模式	
——弱势货币战略下的无奈和理性	65
三、人民币国际化	
——转向强势货币战略	71
小 结	76

第三章 对内金融改革对外金融开放

——中国金融改革的基本内容和路径

一、中国当前的经济、金融环境	79
----------------------	----

二、现有经济、金融环境下执行强势货币战略的风险·····	84
三、中国金融改革的基本内容和次序·····	88
小 结 ·····	94

第四章 实体经济的前提： 转变经济发展方式

一、中国当前经济增长方式的三个向度·····	97
二、中国当前经济增长方式的可持续性·····	101
三、进入新阶段后中国的经济增长方式·····	108
四、从技术引进走向自主研发·····	112
五、为自主研发和创新提供激励·····	117
六、转变经济增长方式与强势货币战略·····	121
小 结 ·····	126

第五章 货币政策独立

一、鱼与熊掌兼得，意愿与规则并举 ——中国宏观调控体系下货币政策之一般概述·····	129
二、高通胀与高增长 ——当前宏观调控体系下中国宏观经济运行的一般特征·····	134
三、迈向独立的货币政策·····	138



小 结	142
-----------	-----

第六章 利率市场化

一、利率经济学	145
二、为“负”不仁的实际利率	150
三、以利率市场化解决为“负”不仁	157
小 结	161

第七章 金融深化

一、不合理的金融结构	164
二、大力开发投资基金	171
三、大力发展债券市场	176
小 结	187

第八章 人民币计价债券的境外发行

——从出口商品转向出口货币

一、当前推动人民币国际化的“悖论”	190
-------------------------	-----

二、境外发行人民币计价债券	193
三、再论境外发行人民币计价债券的战略意义	198
小 结	206

第九章 汇率形成机制改革与资本市场开放

一、资本市场开放引发金融危机的传导机制	209
二、中国资本项目开放现状的测度	217
三、协同推进资本项目开放与汇率形成机制改革	221
小 结	228

结 语 “金砖”崛起

——国际货币体系的前景与展望

一、三足鼎立的国际货币体系	231
二、金砖货币	236
三、妄言“新国际货币体系”	239
结 语	242

参考文献	244
------------	-----



人民币突围

——走向强势货币

2008年11月25日，美联储向全世界宣布，购买政府房利美、房地美和联邦住房贷款银行等与房地产有关的直接债务，由此开启了自金融危机爆发以来首轮“量化宽松”政策（QE1），一场硝烟四起的货币战争就此在世界范围内爆发！

从表面上看，货币战争的目标是解决国内经济危机。但这背后，隐藏着更具深远意义的战略目标，其矛头则直指中国等新兴市场国家。

货币，乃一国经济之“血液”，掌控经济的“命脉”。如果说，过去中国执行弱势货币战略是出于经济实力弱小的无奈，那么现在中国的经济实力已今非昔比。随着中国继续维持弱势货币战略的成本越来越大，收益越来越小，中国有必要转向以人民币国际化为目标的强势货币战略！



2008年11月25日，美联储向全世界宣布：它将购买政府支持企业——房利美、房地美和联邦住房贷款银行等——与房地产有关的直接债务，由此开启了自金融危机爆发以来首轮“量化宽松”政策（QE1），一场硝烟四起的货币战争就此在世界范围内爆发！

一、由美国发起的货币战争

美国：一轮又一轮的“量化宽松”

直至2010年4月28日，美联储在首轮“量化宽松”政策执行期间共投放了1.725万亿美元现金。

2010年11月4日美联储再次向全世界宣布：启动第二轮“量化宽松”（QE2）。这其中包括，在2011年第二季度以前，收购6000亿美元长期国债。更有意思的是，美联储在收购美国国债的同时，又将其兜售给了其他国家，据说其中大部分被中国人民银行所吸收。^①

2011年9月14日，美联储决定启动第三轮“量化宽松”货币政策（QE3）。第三轮“量化宽松”政策的内容包括：（1）每月购买

^① 百度百科：“量化宽松” <http://baike.baidu.cn/view/2102674.htm>。

400 亿美元抵押贷款支持证券；(2) 继续将联邦基金利率保持在 0 至 0.25% 的超低区间；(3) 继续执行“扭转操作”，即卖出短期国债、买入长期国债，并把到期的机构债券和机构抵押贷款支持证券的本金进行再投资。

2012 年 12 月 13 日凌晨，美联储又宣布推出第四轮“量化宽松”货币政策（QE4）。这一次，在第三轮“量化宽松”的基础上，每月增加采购 450 亿美元国债以替代扭曲操作。于是，加上 QE3 每月 400 亿美元的宽松额度，美联储每月的资产采购额达 850 亿美元，而利率则继续维持在 0 至 0.25% 的极低水平。

需要说明的是，美联储连续一轮又一轮的“量化宽松”政策通常也被冠于“非常规货币政策”，因为其所购买的资产包含一些非常规资产，如有问题的“两房”债券等（徐文舸，2013）。

其他国家的跟进

当美国推出其量化宽松货币政策之后，各国争相跟进。

2009 年 3 月 11 日，英国的中央银行——英格兰银行正式启动“量化宽松”货币政策，并于当天通过逆向拍卖的方式从保险公司、养老金和投资基金等机构手中购得价值 20 亿英镑的 5—9 年期国债。这是英格兰银行长达 315 年的历史中，首次采取“量化宽松”货币政策。自 2009 年 3 月到 2012 年 7 月，英国相继进行了五次“量化宽松”，“量化宽松”规模不断扩大，而基准利率则始终维持在 0.5% 的历史最低点。^①

① 到 2009 年 11 月前，英国“量化宽松”规模已达 1750 亿英镑。2009 年 11 月，英国央行货币政策会议决议：将“量化宽松”规模扩大 250 亿英镑，总规模至 2000 亿英镑。2011 年 10 月 6 日，英国央行会议决议：将“量化宽松”规模从之前的 2000 亿英镑（约 3080 亿美元）增加至 2750 亿英镑（约 4240 亿美元），并将基准利率维



2010年10月，日本央行宣布推出“量化宽松”的货币政策：实施总额为5万亿日元的金融资产购买计划，并以固定利率、供给担保等形式为市场提供30万亿日元的流动，累计“量化宽松”规模达到35万亿日元。自2010年10月到2012年2月，日本共推出了五次“量化宽松”计划，“量化宽松”规模扩大至65万亿日元。^①

2012年2月29日，欧洲央行以1%的超低利率进行第二轮无限额三年期贷款招标及第二轮长期再融资操作。欧洲央行此举被业界认为是欧洲版的“量化宽松”政策。

“量化宽松”的传导机制：货币战争

为什么以美联储为首的西方世界各大中央银行会争先恐后地推行“量化宽松”？在相关的政策说明上，它们都会冠冕堂皇地声称“‘量化宽松’的目的是为了给金融系统注入更多的流动性”。表面上看，这似乎有一定的道理，因为2012年年底，美国的货币 M_2 与 GDP 之比只有0.73，而中国则为1.88。^② 因此，至少与中国相比，美国的金

持在0.5%的历史低点。2012年2月9日，英国央行货币政策委员会宣布继续执行“量化宽松”政策，扩大“量化宽松”规模500亿英镑，总额至3250亿英镑，同时继续维持当前0.5%的基准利率不变。2012年7月5日，英国央行宣布再度扩大“量化宽松”规模：扩大500亿英镑，加上此前规模总额达到3750亿英镑，同时维持基准利率于0.5%不变。参见百度百科：“量化宽松” <http://baike.baidu.cn/view/2102674.htm>。

① 2011年3月14日，日本央行在货币政策会议上宣布进一步放宽货币政策，将资金池扩大5万亿日元，至40万亿日元。2011年8月4日，日本央行再次宣布，进一步扩大“量化宽松”规模，将资金池从40万亿日元扩大至50万亿日元。2011年10月27日，日本央行宣布，决定以长期国债为对象，将现有的资产购买计划扩大5万亿日元，使总额达到55万亿日元。2012年2月14日，日本央行宣布，决定将资产购买规模扩大10万亿日元，资金池从55万亿日元增至65万亿日元。参见百度百科：“量化宽松” <http://baike.baidu.cn/view/2102674.htm>。

② 数据来源：<http://value500.com/M2GDP.html>。

融体系缺少货币的流动，而中国则被批评为超发货币，即所谓流动性过剩。然而，当一轮又一轮的“量化宽松”之事实又无情地摆放在我们面前的时候，我们不禁要问：到底该如何解释西方世界的“量化宽松”？

合理的答案是：一轮又一轮的“量化宽松”背后实际上是一场货币战争！与增加流动性无关！James Richards 在其畅销书《货币战争》中对货币战争作了如下非常明确的定义：“货币战争是由一国发起的旨在针对他国货币的竞相贬值。”（Richards, 2011, 第 37 页）而货币贬值通常被认为能刺激出口。接下来我们将讨论“量化宽松”是如何导致货币贬值的。

为了讨论这一问题，我们首先必须明确美国及西方发达国家现行金融体系的一大特征——货币供给内生性。所谓货币供给内生性是指货币的供给完全由需求决定。这意味着只要经济社会对货币有需求，只要需求者能接受现行利率，他（她）就能从银行获得贷款，即使商业银行此时没有足够的储备金，它也可以从其他银行或美联储借款来完成这笔贷款。

上述讨论意味着，在美国（及西方发达国家）货币供给体制下，其商业银行体系事实上是不缺乏准备金的：只要有需求，商业银行就可以向中央银行借款而增加其储备金。正因为如此，所谓的“量化宽松”，即通过购买债券（包括非常规债券）给银行系统注入更多的流动性（或储备金）根本没有必要，实在多此一举。由此我们可以断言，“量化宽松”决不是为了给本国经济注入流动性！

给定美国（及西方发达国家）货币供给内生性之特点，我们接着讨论“量化宽松”的传导机制，从中可以看到其货币战争的本质。当美联储大规模收购债券（包括有问题的两房债券）时，债券价格将上升。由于债券的（未来）收益是给定的，因此，当债券价格上升时，债券收益



率（或债券利率）将会下跌，债券利率的下跌将引导整个货币市场的利率下跌。于是，美国的金融机构就可以以非常低的利率获得美元。当美国的金融机构可以以非常低的成本（接近 0 利率）获得美元后，它们就可以以各种形式将美元输往世界各地。例如，直接提供美元贷款给他国金融机构（以获得更高的利率回报）。而他国的金融机构则需将美元在本国的外汇市场兑换成本币，其结果必然是本币升值，美元贬值。当然，他国的金融机构将美元兑换成本币的目的是为了提供本币贷款给本国企业。图 0-1 给出了这一代表性的量化宽松货币政策的传导机制。

需要说明的是，图 0-1 所揭示的只是一种典型的传导机制。例如，美国的金融机构在以低成本获得美元后，有可能直接提供美元贷款给有资质的境外企业，而境外企业若需使用这笔美元贷款，则仍然需要在本国的外汇市场将其兑换成美元，由此，美元贬值。此外，美国的金融机构在以低成本获得美元后，有可能在国际外汇市场上直接将其兑换成他国货币，从而以游资的方式直接进入他国，购买他国的金融资产。于是，美元再一次贬值。

由此可见，所谓的“量化宽松”其根本目的是将美元大量地倾至海外，以使美元贬值。巴西的财政部长 Guido Mantega 一语道破了天机：各国竞相推出一轮又一轮的“量化宽松”，实际上是在打一场货币战。^①有关数据也证明了这一点。图 0-2 给出了自 1978 年以来美国的 M_0 和 M_1 。可以看到，美国的“量化宽松”造成了经济学中的一个及不可思议的怪象：美元的 M_0 超过了 M_1 。由于 M_1 只包括美国国内的美元存款，而 M_0 则包括流向美国境外的现金，因此， M_0 超过 M_1 只能意味着大量的美元现金流向海外。

^① 参见 Richards (2011)。

金融海啸发生以后，美国的利率已经低得不能再低，但经济仍然不见好转，这说明美国经济已经陷入了流动性陷阱。当经济陷入流动性陷阱时，唯有扩张性的财政政策和出口的增长才能使经济复活。由于美国本身已多次面临“财政悬崖”，其扩张性财政政策的操作空间已经不大，因此，通过打一场货币战争，使美元贬值，并进而促进出口不失为一项极佳的战略选择。

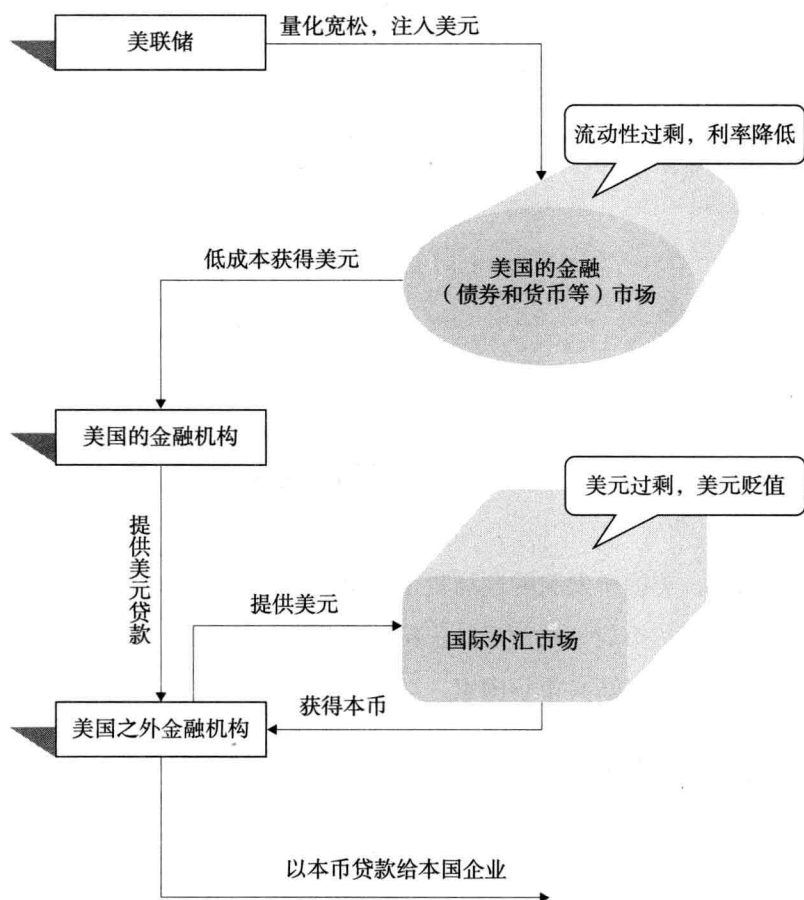


图 0-1 “量化宽松”的传导机制