

货币战争

¥



\$

小组成员 | 尹佳伟 | 陈汝健 | 吴晓宇 | 李浩川



目录

01

第一次货币战争

02

第二次货币战争

03

第三次货币战争

04

危机与大国





PART 01

第一次货币战争

1921—1936

“一战”回顾

恶果初显：

1929年席卷全球的大萧条

各国竞相脱离金本位：

法国1925年回归金本位之前先贬值，英国1931年脱离金本位，美国1933年脱离金本位，法国1936年脱离金本位

余波未息：

这次货币战争的危害并没有停止，大规模的贸易中断，生产停滞和财富缩水，为当时的人民的生活造成了极大的影响，同时德国并没有从这一次战争中恢复过来，民众的悲惨遭遇也成为纳粹能够掌控德国的助力之一，第一次货币战争也是第二次世界大战的重要原因之一



直接历史原因：

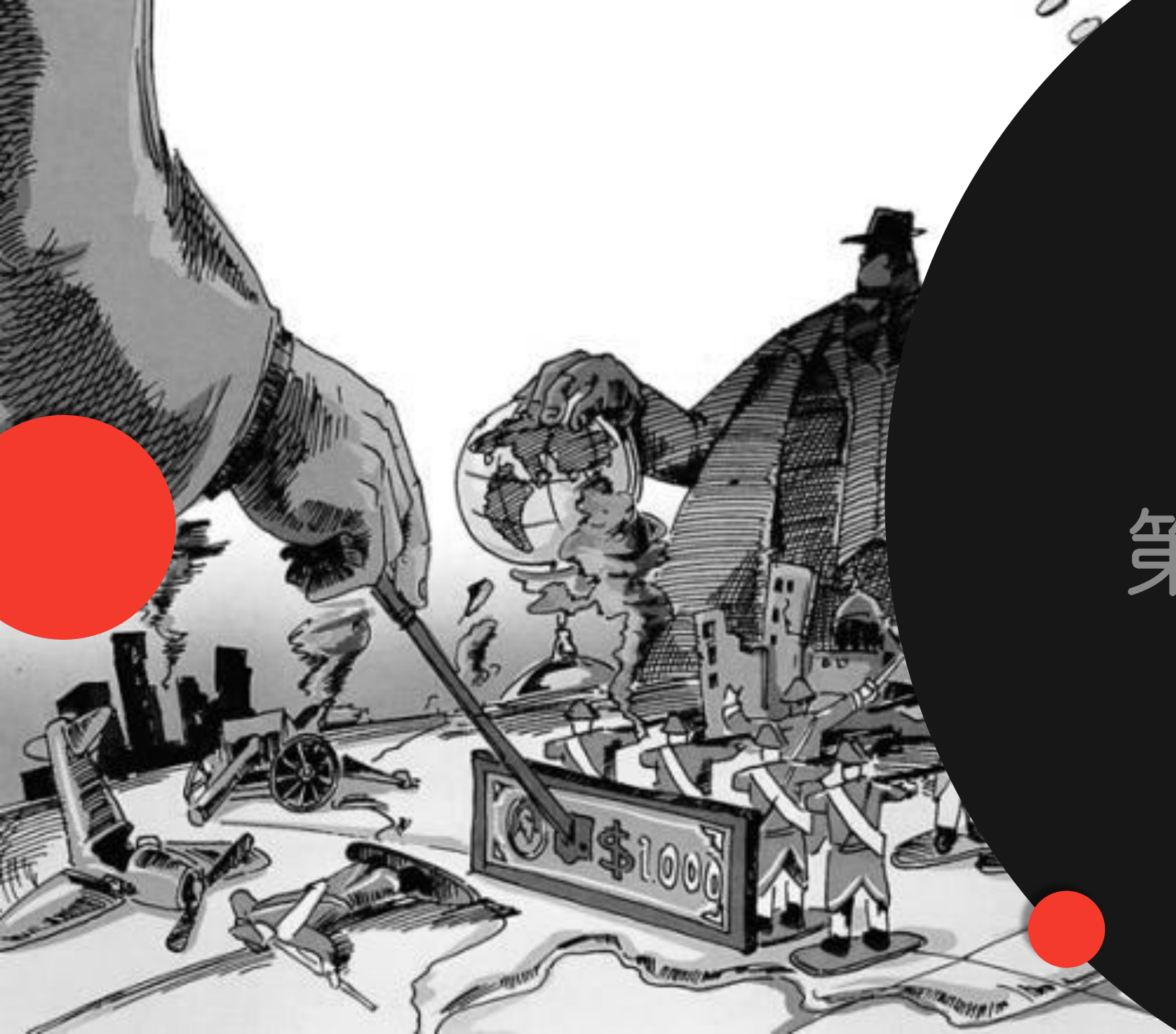
第一次世界大战和凡尔赛和约的签订

最终导火索：

德国的恶性通货膨胀——希望通过货币贬值来提高自己在国际市场中的出口竞争力，但最后持续且恶性的循环导致德国在战后的经济彻底崩溃

美国政府的措施：

大萧条中罗斯福政府面对即将崩溃的金融体系，最终通过一系列强硬的收集黄金的措施，将美元对黄金贬值将近70%并稳定金价等一系列操作稳定了美国的经济，结束了竞争性的货币贬值周期



PART 02

第二次货币战争

1967—1987

战争迷雾



第二次世界大战后期，美国和英国等盟国主要国家希望吸取之前的教训，开始筹措一个新的世界货币体系



布雷顿森林体系
诞生于1944年7月



布雷顿森林体系诞生的前三十年里，美国经历的是一个比较好的发展时期：总体上货币稳定、低通胀、低失业率、高增长率和实际收入增长

战争爆发

第一枪：英镑危机→布雷顿森林体系出现裂隙



黄金市场的崩溃：1968年3月15日伦敦黄金市场的关闭



布雷顿森林体系的当头一拳：“尼克松冲击”



美国的尝试：《史密森协议》
其他货币对美元升值+美元对黄金贬值



失败：英镑再次对美元贬值，不再维持史密森比价



崩溃：1973年国际货币基金组织宣告布雷顿森林体系死亡，正式结束了黄金在国际金融中的作用



战况一览



美元贬值的后果

在1973年至1981年间经历了三次经济衰退，1977年至1981年，美元的购买力下降了50%，黄金的年平均价格从1971年的每盎司40.80美元疯长到1980年的每盎司612.56美元



拯救美元

里根时期美国联邦基金的利率调至20%，政府倡导低税收和放松管制同时收紧部分财政支出，创造了美国历史上最强劲的增长时期之一，通胀率从1980年的12.5%下降到了1986年的1.1%，美元的价格也从1980年的每盎司612.56美元下降到了1985年的每盎司317.26美元



“广场协议”

1985年至1988年，美元对法郎下跌40%以上，对日元下跌50%以上，对马克下跌20%以上，但是结果却并不理想，经济增长在1987年迅速踩了一脚刹车，下降到了3.2%，反之，通货膨胀再次抬头，滞后于“广场协议”，在1990年高达6.1%



“卢浮宫协议”

在美国主导下，1987年2月，G7国家财长和中央银行行长在巴黎的卢浮宫达成协议，一致同意G7国家要在国内宏观政策和外汇市场干预两方面加强“紧密协调合作”，保持美元汇率在当时水平上的基本稳定。这一协议的签订，也正式宣告了第二次货币战争的结束



分析与总结



● 两次货币战争的发生都是在世界大战之后，有多个国家因为战争导致国内经济处于崩溃边缘而催生的

● 货币战争的核心是用各种手段使本国货币贬值，从而在出口上占有价格优势，以损害贸易伙伴为代价，获取本国经济的暂时增长，但其长期效果却是经济衰退

● 一个国家不能靠贬值走上繁荣之路，想增强经济实力应当更多地去寻找内生性的因素，通过增强自己的生产力或者降低生产成本等获得经济优势

进一步思考——国际货币体系改革



霸权空位型
第一次货币战争、金本位



霸权主导型
美国、布雷顿森林体系



霸权参与型
第二次货币战争、G7

PART 03

第三次货币战争

2010— ?

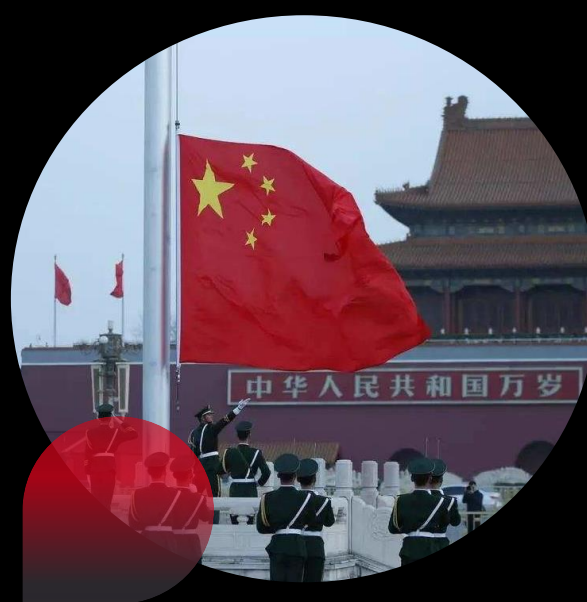
主要参战方



欧洲的银行持有大量主权债务
房利美债务与华尔街结构化产
品。是货币战争的薄弱点所
在。而在欧洲内部，德国不愿
看到欧元过于疲软



美国维持低利率政策的更多的
是因为对通货紧缩的恐
惧。美联储需要制造对通货
膨胀的预期，因此采取量化
宽松政策，但量化宽松与货
币战争本就是一枚硬币的两
面



中国对美贸易顺差被认为是
美国贸易赤字，并将中国内
部的通货紧缩出口到了美
国。出于对自身经济与金融
安全的考虑，也因为与美国
的摩擦，中国在寻找新的贸
易伙伴与储备资产的投资渠
道

主要参战方



迪拜作为国际金融中心、避税天堂，有最大的黄金市场。其中立的环境和普遍的走私，使其适合国际阴谋的酝酿。



俄罗斯坐拥天然气的优势，垄断了近乎全欧的天然气的供应。天然气与货币的结合是其强大的武器。俄罗斯希望借此将周边国家纳入卢布货币集团，增加其在地缘政治中的盟友



日本是一个庞大的，独一无二的经济体。从未有其他国家能在通缩和低利率下维持如此长的时间，这两个特点也使日元成为了避险货币。

三大主战场

太平洋战场：美国第一次正式要求人民币升值被认为是第三次货币战争的前奏。中国低廉的产品价格被认为是美国通货紧缩的重要来源。而美国量化宽松的政策又使得中国陷入“升值还是通胀”的两难境地。

大西洋战场：美国与欧洲彼此大量持有对方资产，双方坐在同一艘船上。所以尽管有分歧，美国会尽力帮助大量持有不良资产的欧洲银行免于崩溃

欧亚大陆战场：中国出于政治目的和战略上的考虑，也愿意为欧洲提供帮助，是自己免于两面受敌。总而言之，欧洲脆弱而敏感，而过于疲软的欧元是中国、美国和德国都不愿意看到的

量化宽松政策



流动性陷阱：凯恩斯认为，当利率下调到某个水平时，几乎所有人都偏好持有现金而不是利息少得可怜的债券，央行就会失去对利率的有效控制。即当利率下调到某一水平后，人们就会产生利率上升而债券价格下降的预期，货币与债券将没有差异而完全可替代，货币需求弹性就会变得无限大，此时经济陷入流动性陷阱

克鲁格曼（Paul Krugman，2000）进一步发展了流动性陷阱理论，认为当一个经济体出现了总需求连续下降，即名义利率已经降到零而总需求仍然小于生产能力的状况，就可以认为该经济体陷入了流动性陷阱，即所谓广义的流动性陷阱。

利率为0是否意味着货币政策的失效？

量化宽松政策



伯南克（2004）认为，在零利率的条件下，替代方法是：（1）央行向投资者保证未来的利率将比投资者预期的要低。经济衰退期间，由于对未来的悲观，即使短期利率很低，但长期利率仍然很高，如果央行能够说服投资者、改变投资者的预期的话，那么这种方法可以降低长期利率；

（2）改变中央银行资产负债表的资产结构，如购买长期债券、甚至股票，引发其他投资者跟随购买，如果短期债券和长期债券等各种资产之间不是完全替代的话，这样做将可以降低长期利率；

（3）增大中央银行资产负债表的规模，使其规模大大超过维持零利率所需的水平。这样，中央银行仍然可以在零利率的条件下，发挥货币政策的作用。

量化宽松政策



其中的（3）即是量化宽松货币政策，这三项政策是相互补充的。例如，要确保短期利率足够低，调整资产结构往往是不够的，央行必须扩大自己的资产规模。因此，量化宽松货币政策往往与其他两项政策同时采用，基本可以认为其他两项做法也是量化宽松货币政策的补充或者是其一部分。

量化宽松有三种效应是零利率所无法做到的
一是资产配置再平衡效应（Rebalance Effect）
二是预期效应或告示效应（Signaling Effect）
三是时间轴效应（Time-lag Effect）

然而本质上，量化宽松政策的另一面就是**货币战争**

量化宽松政策

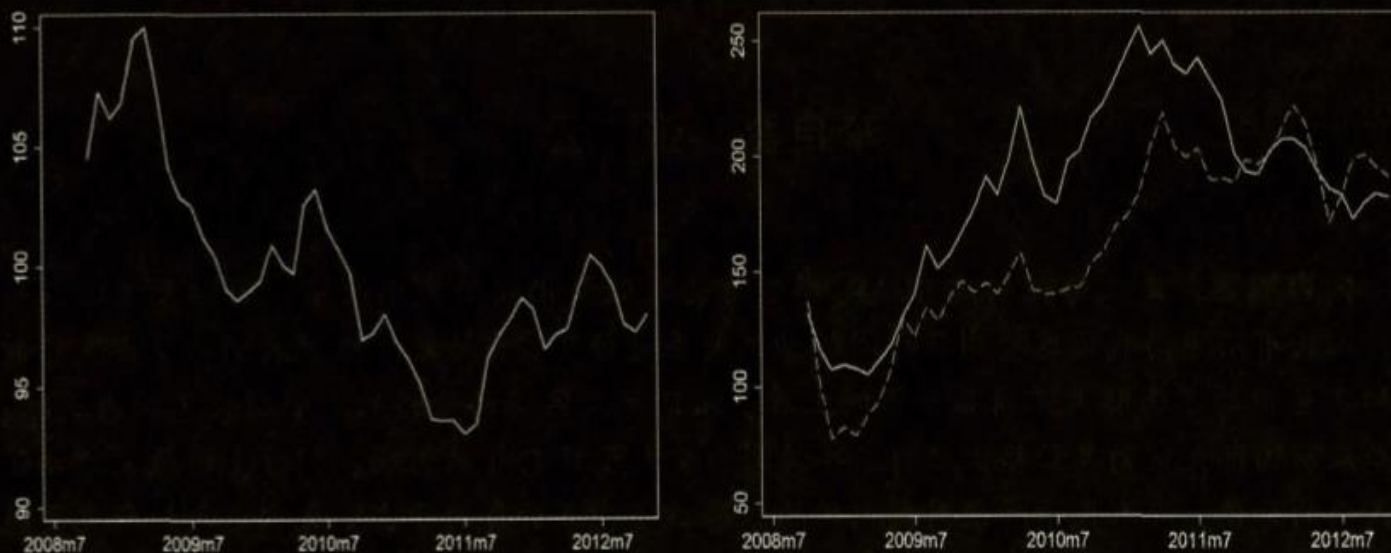


对于美国的量化宽松政策，其他国家都存在本币升值的压力，如果本币升值，本国商品的竞争力就会下降；如果不选择升值，那么就会从美国输入通货膨胀，生产成本也会上升，同样会降低本国商品的竞争力

以中国为例，美国量化宽松政策对中国通货膨胀的压力体现在三个途径

- 一、由于美国债券长期收益率下降，资本流向中国，直接带来通货膨胀压力
- 二、如果中国保持人民币与美元汇率挂钩，意味着人民币对其他货币的贬值，中国的贸易顺差进一步上升，失衡和外汇储备扩大
- 三、美元是全球主要初级产品的计价货币，美元贬值是初级产品价格上升的重要原因，中国面临输入型通货膨胀

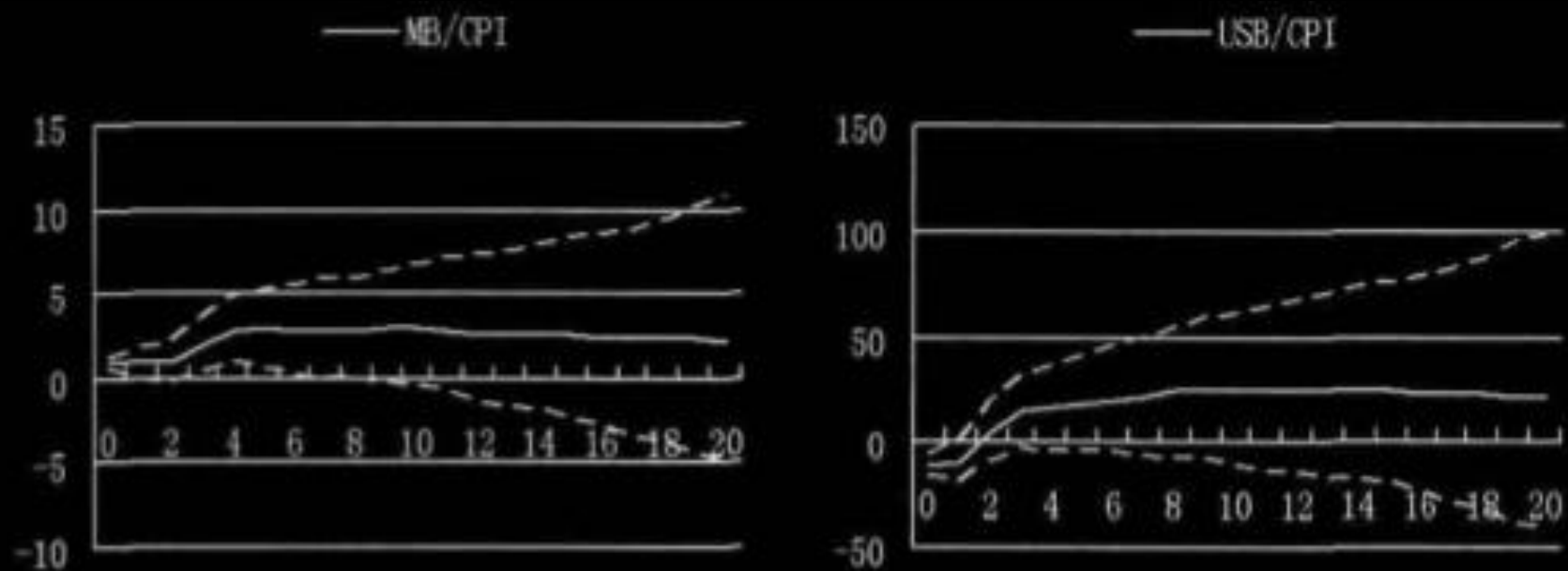
量化宽松政策



注：左边为图 1A，右边为图 1B。图 1A 描述了美元名义有效汇率的变动趋势。图 1B 描述了国际原油和金属价格指数的变动趋势，其中实线代表国际金属价格指数，虚线代表国际原油价格指数。

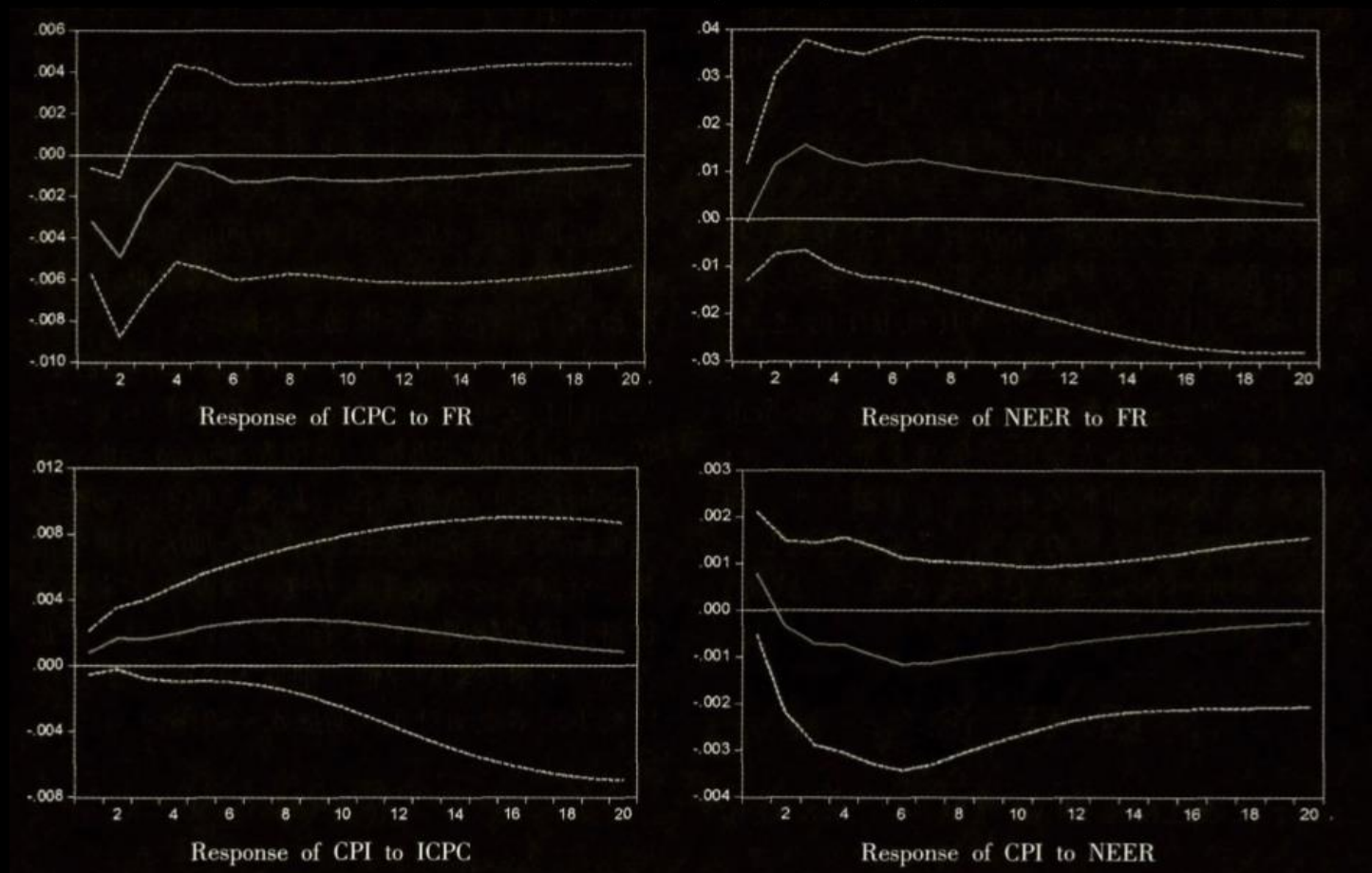
资料来源：BIS, IMF

量化宽松政策



美联储量化宽松政策对金砖国家的消费物价指数脉冲效应

量化宽松政策



美联储量化宽松政策对中国物价的影响

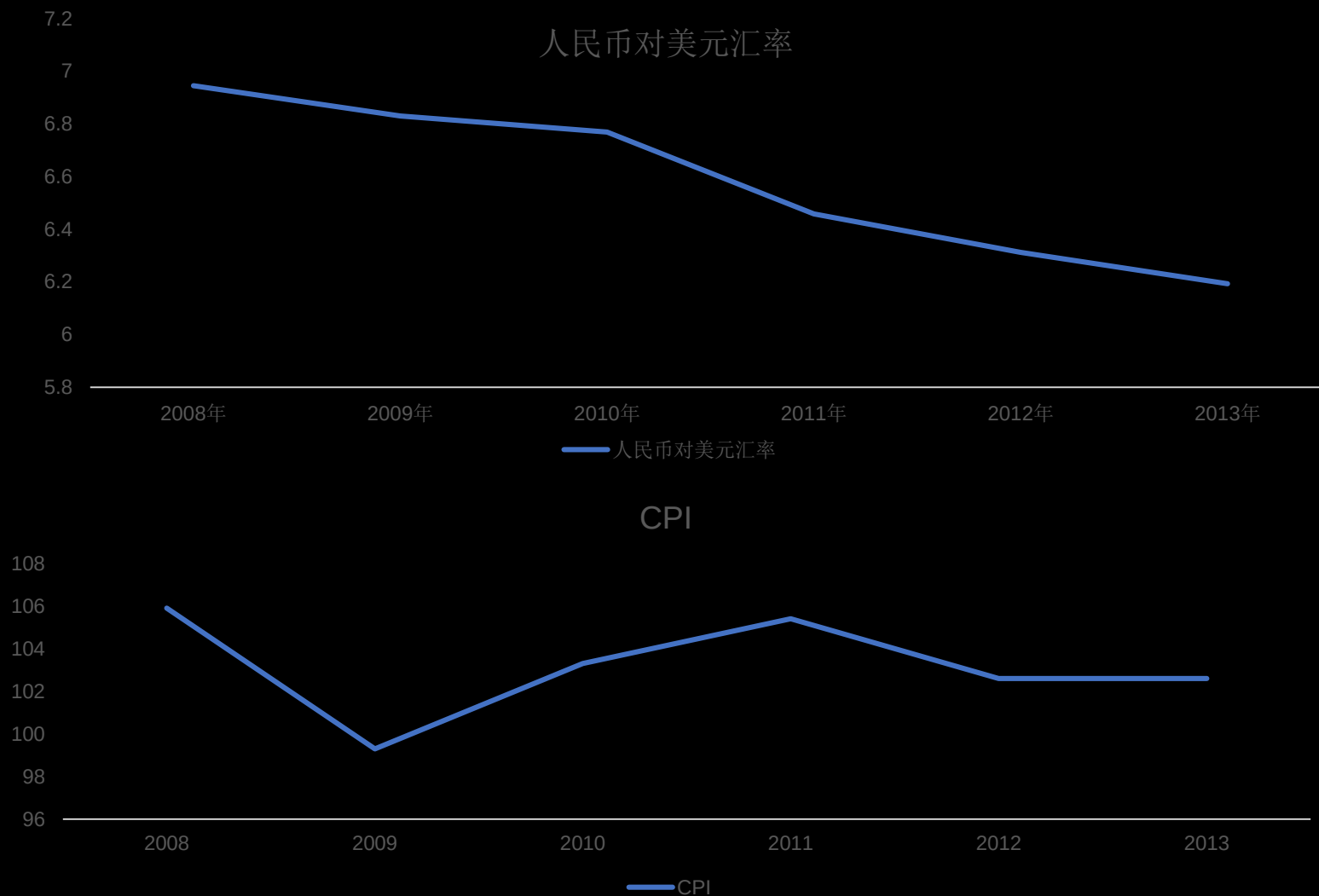
量化宽松政策

中国的应对



- 1、人民币有序升值。人民币名义升值后，资本流入的成本将上升，而这将在一定程度上抑制其流入。此外，人民币名义升值还将阻止出口的过快增长，降低以本币表示的进口产品价格，从而减缓输入型通货膨胀压力
- 2、央行运用票据发行与存款准备金率等工具进行总量对冲，把短期投机资本放进池子
- 3、强化金融监管与资本管制

量化宽松政策



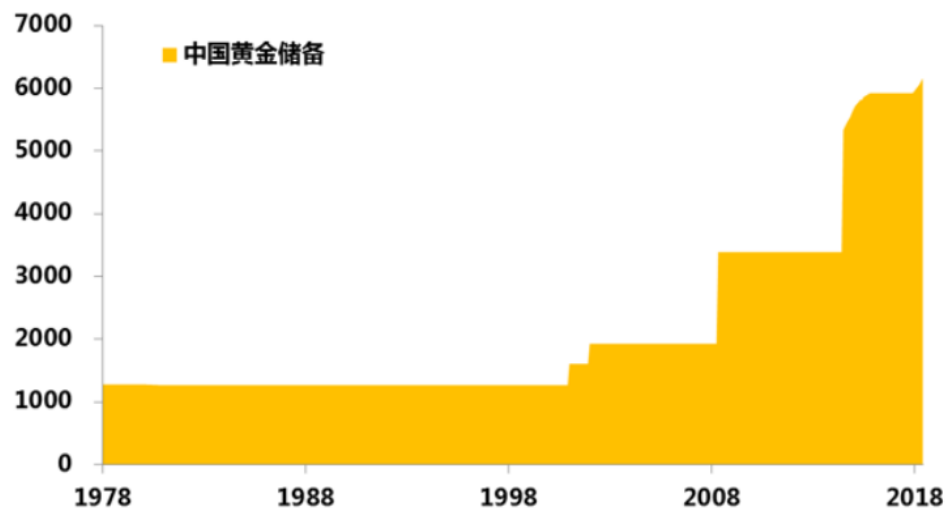


PART 04

危机预案

应对危机，对症下药

图 1：中国黄金储备变化情况



对潜在危险做定向爆破

对P2P、城投债等进行定向爆破，将这些潜在的危险提前解决，防止危机到来时产生连锁反应。

增持黄金

金融危机以来，我国一直在增持黄金，我国黄金储备占全球黄金储备的比重已经由危机前的2%升至6%。

危机的终结——创造超主权货币

创造一种与主权国家脱钩并能保持币值长期稳定的国际储备货币，从而避免主权信用货币作为储备货币的内在缺陷，是国际货币体系改革的理想目标。

——周小川

超主权货币长啥样？



发行主体：

清算联盟式的世界性中央银行

币值确定：

以若干个主要国家的货币定值，参与定值的货币币种和所占权重每隔数年应该根据各国宏观经济的状况进行及时调整。

特别提款权

特别提款权，也称“纸黄金”，最早发行于1969年，是国际货币基金组织根据会员国认缴的份额分配的，可用于偿还国际货币基金组织债务、弥补会员国政府之间国际收支逆差。其价值目前由美元、欧元、人民币、日元和英镑组成的一篮子储备货币决定。

它具有超主权货币的特征和潜质。

——周小川

问题



缺乏稳定的物质基础

缺少货币实体，会使货币体系缺乏内在的稳定性。一旦国际政治、经济关系发生急剧变化，它就可能成为废纸一张。

作用具有局限性

1. 不能作为流通手段用来在国际贸易和金融活动中进行直接的支付。
2. 发行数量有限，在整个外汇储备资产中所占的比重不大
3. 分配极不平衡

解决方式

一是建立起SDR与其他货币之间的清算关系。改变当前SDR只能用于政府或国际组织之间国际结算的现状，使其能成为国际贸易和金融交易公认的支付手段。

二是积极推动在国际贸易、大宗商品定价、投资和企业记账中使用SDR计价。这样做不仅有利于加强SDR的作用，也能有效减少因使用主权储备货币计价而造成的资产价格波动和相关风险。

三是积极推动创立SDR计值的资产，增强其吸引力。

四是进一步**完善SDR的定值和发行**方式。SDR定值的篮子货币范围应扩大到世界主要经济大国。

此外，为进一步提升市场对其币值的信心，SDR的发行也可从人为计算币值向有以**实际资产支持的方式转变**，可以考虑吸收各国现有的储备货币以作为其发行准备。

超主权货币的定值与发行

一、超主权货币要与实际资产挂钩，各成员国应向这个未来的世界性中央银行交纳基金，基金可由外汇资产和本币资产组成。世界性中央银行以这些货币资产为保证向各成员国发行超主权国际货币。

二、各成员国货币与超主权货币形成一定的汇率。这个汇率不是固定不变的，它们将随着外汇市场供求关系的变化而变化。

三、由于超主权国际货币包含不同的货币资产，这些货币的汇率在不断变化，超主权货币的价值不断发生变化。因此，世界性中央银行需要定期调整向成员国发行的超主权货币的价值。根据成员国货币的升值贬值决定对其发放的货币数量，并以此激励其维持汇率稳定。

改制之路，道阻且长



对特别提款权的创设，各国存在着不同的动机。

美国的目的是要用它取代黄金的原来地位，并增强其国际清偿能力。**西欧各国**实质上是想削弱美元的储备货币作用，剥夺美国用不能兑换的美元偿付国际收支赤字的特权的目的是。广大的**发展中国家**不过只是希望创设一种稳定的储备资产取代美元。

这种同床异梦的状况是特别提款权国际社会基础中的严重隐患。一旦涉及到各国利益关系，特别提款权作为国际储备资产很可能会陷入困境。

1974年20国委员会讨论的替换账户方案的搁浅，就是一个证明。另有一个例子是，美国持有的特别提款权份额达到17.09%，投票权份额也有16.77%，而国际货币基金组织规定，必须有超过85%的赞成票才能形成决议，所以，在国际货币基金组织框架内，没有美国的赞成实际上什么事都办不成，美国实质上拥有一票否决权。而新的超主权货币的出现势必对美元的霸权地位提出挑战，改制之路能否跨过美国这道坎不言自明。

前途是光明的，道路是
曲折的。

毛泽东 1月4日

The background is a solid black field. It features several large, semi-circular shapes in a vibrant red color, positioned at the top-left, bottom-right, and bottom-left corners. Scattered across the black field are numerous small, dark gray triangles, some pointing upwards and others downwards, creating a sense of movement or a starry sky. A single, small white circle is located in the upper right quadrant, near the text.

汇报完毕，感谢观
看!WERPOINT TEMPLAT