

人民币汇率这一仗该怎么打

肖磊

全球经济已经进入到了一个由金融市场主导的时代，无论是发达国家，还是新兴的发展中国家，对日常消费的需求实际上已变得越来越饱和，产能难以消化的问题不仅存在于中国，也存在于全球大多数国家。另一方面，全球金融市场需求量和交易量越来越大，拿中国来说，去年上半年，金融业增加值对中国GDP增量的贡献已接近30%，远远高出以往12%左右的占比。

由金融需求推动的全球经济，其周期变化更加明显，一个经济体管理货币的能力，直接关系到健康稳定的金融需求，更关系到实体经济的运行和对未来风险的管理。历史已经不止一次地证实，经济金融危机既是货币危机的过程也是结果，中国作为全球第二大经济体，人民币的走向和调整，一定会影响到中国自身的经济，以及全球市场。人民币已成为中国，乃至世界的焦点。

一样的危机，不一样的结局

按照危机产生的顺序，首先是出口下滑、赤字上升、本币贬值，其次是股市大跌、各类资产缩水、市场开始恐慌；而后是房地产、制造业等陷入长时间的调整。事实上实体经济的周期并不可怕，最难以调控的是货币周期，对货币周期的调控，所考验的已经不是本国执政者对国内经济的管理智慧，而是如何正确认识和理性应对全球各类博弈的问题。

关于货币与金融，以及与全球财富创造和分配之间的关系，很多人可能听说过这样一句话，“只要我控制一个国家货币发行，我不在乎谁制定法律。”这是被宋鸿兵《货币战争》妖魔化了的梅耶·罗斯柴尔德所说，但很少有人知道的是，上一任美联储主席伯南克的老师，对世界经济影响极大的萨缪尔森则有这样的豪言：“如果我能为一个国家编写经济学教科书，我就不会在乎是谁在为其制定法律，又是谁在为其起草条约。”

说白了，目前对全球经济、贸易等领域有解释、改造和颠覆能力的理论体系（教科书），是由美国人编写的，更多握有全球各国实权的政治精英和企业家，大部分都受到“美元经济”的影响，政策创新很难超越这一套理论体系。因此，关于国际货币问题，如果是由主权信用货币充当世界货币，在大部分“精英”眼里，美元就是终极体现，可以说从理论层面还无法找到更好的主权性质的世界货币。只要全球经济领域的教科书依然是由美国编写，美国自然就不在乎是谁为其制定法律，更不在乎是谁为其起草条约。

结果是什么呢？美国经济总能够借助美元作为世界货币的优势，在各类危机中重生，美元的宽松和紧缩周期跟全球经济命运紧密相连，但全球没有任何一个国家能够左右美联储货币政策。全球其他主权货币缔造的区域经济或金融体系几乎很难逾越一到两个经济周期。自二战结束后，几乎每隔十年就换一批新兴经济体，接着换一拨世界

货币（最早IMF特别提款权里面有超过16种世界货币），而美元的位置总是雷打不动。这既有偶然的必然性，也有必然的偶然性。

十年前“金砖国家”一词开始主导全球投资方向的时候，谁能想到十年后的今天，金砖国家一个接一个出现了GDP增速下滑、本币贬值、赤字飙升等问题。2015年，全球贬值最快的五种货币里面，南非兰特、巴西雷亚尔、俄罗斯卢布这三个金砖国家货币占了三席。由于“金砖国家”并没有统一的组织契约，也没有统一的货币，十多年来，“金砖国家”的发展，除了给自身创造了部分财富之外，更大的贡献在于扩大了美元的全球使用量，更进一步地稳固了美元地位。当然，我们相信这些国家并不会因为此时的困难而继续衰退，但可以肯定的是，这些国家的复苏之路，将远远不如美国，且起死回生的概率都不是很大，看看之前被危机摧毁之后的阿根廷、墨西哥、智利就知道了。

要搞清楚人民币国际化的核心目的

去年，全球对中国市场的聚焦，已逐步从经济增长过渡至人民币，这不仅是因为人民币已出现了连续两年对美元的贬值，而是中国官方在经历了三十多年的改革开放之后，明白了一个道理，不了解和介入全球财富分配体系，只知道埋头创造财富那是不行的，其付出的成本和获得的收益越来越背离，中国经济面临全球金融洪水的巨大冲击，财富跨境转移越来越明显、国内贫富差距拉大。人民币开始谋求国际地位，真正的目的是触动自身改革、输出大国信用，寻求主导财富流向和分配的主动权，以避免诸多发展中国家的“前车之鉴”。

去年末，人民币被纳入国际货币基金组织(IMF)特别提款权SDR，美国国会终于批准了IMF份额改革方案，这意味着人民币通过现有国际规则，正式进入了国际货币俱乐部。但路漫漫其修远兮，美国财长雅各布·卢在人民币纳入SDR之后第一时间发表了看法，“美元被广泛用在全球贸易、国际借贷中，是官方外汇储备的主要货币。更重要的是，美元的全球地位是市场运行的结果，而不是IMF决定导致的。”雅各布·卢强调，美国政府将确保美元全球第一储备货币的地位。

关于主权货币的国际化之路，历史已充分证明，如果是在贬值的通道中寻求国际市场的认可，难度是非常大的。英镑和美元的国际化，一方面得益于当时强大的本国经济、政治和军事影响力，另一方面则是依靠“金本位”来抬升本币的信用，才迅速建立了国际货币地位。

如果从2005年汇改算起，人民币连续升值了接近10年，但由于在此期间，中国还处在发展实体经济的阶段，在汇率、资本账户、利率等金融改革领域没有太大开放力度和明确的全球战略意志，人民币错过了在升值当中完成国际化的“信用”优势。

去年人民币兑美元中间价下跌5.87%，

人民币对美元汇率已连续两年下跌，尽管人民币名义有效汇率指数依然是上升的，但这并不能打消正在蔓延的全球对人民币贬值预期的顾虑。未来的人民币国际化，实际上面临两个挑战，一个是人民币贬值预期问题，另一个是人民币在没有“金本位”支撑之下，如何创造一套国际化新模式，走出一条独特的国际化之路的问题。

找准影响汇率和股市等的决定性因素

自人民币汇率开始加大调整以来，中国股票市场波动剧烈，随着人民币逐步“脱钩”美元，人民币对美元汇率贬值速度加快，再加上近来中国出口总额连续五个月下滑，外汇储备降幅创历史新高，导致整个市场信心不足，从投资者到政策制定者，都有点慌了节奏，具体表现就是资本市场暴涨暴跌，管制政策频出。时下，关于中国经济最主要的几个点，汇率、股市、出口、房地产、制造业等，如何做政策决断，如何找到最核心的点，从战略层面“施救”，将决定未来整个中国融入世界的方式、脚步和能获得什么样的具体位置。

近几年来，全球性通缩仅仅是一些国家货币主动贬值的借口，欧元和日元的贬值，实际上是欧元区一些国家和日本保出口的其中一个策略。正是因为稳住了出口，去年德国和日本股市分别保住了13%和9%的涨幅。事实已非常明显，跟俄罗斯、巴西、阿根廷等相比，制造业及出口相对健康的德国和日本资本市场稳定性优势明显。而出口不稳定的经济体，其货币贬值不仅不能给国内资本市场带来稳定性，还会触发更大的风险，2014年俄罗斯卢布贬值了接近50%，该国股市大跌超过40%，其利率一度升高至17%。

如果中国过于在意汇率和股市波动造成的舆论压力，而采取“保汇率”和“保股市”的方式，忽视出口的重要性，人民币实际有效汇率的走高将进一步加剧出口市场风险，降低中国出口方面的竞争力，最终股市和汇率反而都保不住。另外，由于保汇率和保股市是直接入市干预，成本巨大，而外汇储备有限（去年一年整个外汇储备降幅超过4000亿美元），整个中国金融市场只能用增加管制的方法应对危机（近期以来，监管层对外汇和股票市场的干预已明显增加），市场流动性的萎缩，进一步导致了悲观情绪。

现实情况是，中美货币之间还有很大的差距，人民币还不是硬通货，中国必须要有强大的出口作为支撑，才能赶上日本和德国的经济运行逻辑。如果忽略了这一点，中国跟巴西、阿根廷、南非、俄罗斯就没有了本质区别。另外，为什么要重视出口，因为出口有了保证，制造业复苏就快了，人民币汇率自然就稳定了，外汇占款自然也就多了，国内流动性就好了，股市和房市自然就吸引到资金了。

有很多观点认为，中国不能再靠出口拉动经济了，成本巨大，总不能一直为全球制造廉价商品，而把污染留在中国。其实这类

观点没有搞清楚逻辑关系，难道满足内需的生产就不影响环境？就不是在制造廉价商品？假设这么多年来，德国和日本不发展出口业务，不靠出口提振国内经济，转而刺激内需，可以想象一下，这两个国家还会有今天的成就吗？要知道现在的中国，每年仅进口原油和芯片就得花掉接近5000亿美元，没有出口创造外汇收入，这样巨大的进口需求外汇储备能撑几天？人民币不贬值能行吗？如何留住资本？股市房市能好吗？能不恶性循环吗？

美国为什么依然如此重视“出口”？

就在中国弱化出口，忙着拉动内需的时候，美国企业在全美已展开全面竞争，2014年，美国最大的八家高科技公司持有的离岸利润合计增加了690亿美元；在北京上海等地的民众应该明显地感觉到，无论是手机、电脑，还是汽车，更多的户外广告已经从德国、日本品牌变为美国品牌。去年美国林肯汽车进入中国抢占高端市场，今年福特不惜一切代价在华狂打广告，同时在美国发酵的大众丑闻也重回了竞争对手。

数据显示，美国2014年出口连续第五年创纪录，达到2.35万亿美元，美国商务部发布的美国商品与服务国际贸易数据表明，美国出口自2009年以来上升逾7600亿美元。可以肯定的说，本轮危机过后，美国将重回出口市场巅峰，而值得中国思考的是，有“硬通货”美元作为进口支撑的美国，依然在努力的创造出口，我们则在理论层面“贬低”出口、从行动层面弱化出口、从能力和战略方面回避出口。

如何“促出口”需要真正的一揽子计划，并不是本文想要讲的重点，要相信一点，认识问题是解决问题的前提。十多年前，中国刚刚加入WTO，实际上美国的诸多金融贸易战略就已经开始调整了。中国人并不比美国人笨，但相比美国、德国、日本和英国等发达经济体的危机意识和对战略的规划执行能力，中国似乎还差很多。

目前中国的人均GDP还远低于发达国家，中国虽然面临老龄化问题，但劳动力人口比欧美国家加起来还要多，但中国制造业的成本已逼近美国。在中国制造业成本升高的几个主要原因当中，除了薪资提高之外，其余两个推升制造业成本的因素跟美元有直接的关系，一个是人民币汇率从2004年至2014年上升了35%，原材料（大宗商品）、能源价格因美元的贬值，从2004年至2014年翻了好几倍。目前看，原材料价格降下来了，但中国企业的负债也飙升了（中国企业的负债率已高达115%，远高于发达国家的水平），而美国企业的现金流更加充足，融资成本更低，两者整体的竞争能力和应对危机的能力早已不在同一个水平。

要知道2008年之后，美联储长期推行量化宽松的货币政策，美元实际有效汇率(REER)在2001-2013年从约130降至92，为

美国制造业及相关出口带来了明显的价格优势。再看看人民币，根据国际清算银行(BIS)发布的数据，2005年初时，人民币实际有效汇率为82.84，而目前这一数值已经上升至131，十年间人民币实际有效汇率上涨近60%。

就在人民币对美元出现贬值的2014和2015年，人民币实际有效汇率依然处在上升区间，尤其是2014年，人民币实际有效汇率上升了6%，创历史新高。可以说近十多年来，由于汇率的原因，美国的出口靠全球补贴，而中国的出口只能靠自己补贴，两者所付出的代价不可同日而语。我之所以强调汇率问题，并不是支持“汇率战”，只是强调一个事实，汇率问题是全球贸易中不容忽视的因素，但往往又是最不公平且难以掌控的竞争因素，很容易被新兴国家所忽略，最后酿成大祸。

“救市”选择比救市本身重要得多

当前看，政策面依然是迫于股民和舆论压力，“内保股市”、“外保汇率”，偏偏没有认真思考决定这两者基本面的出口市场，究其原因，“促出口”难度太大、见效慢。值得警惕的是，中国外汇储备虽然比较多，但中国消耗外汇储备的地方更多，如果不惜一切代价干预汇率，见效是快，但这一仗打下来，中国金融市场将元气大伤，人民币信用不是升高了，而是降低了，恢复之日将更加漫长。

如果从战略上选择“促出口”，人民币至少可以成为一种类似欧元、日元一样的，可灵活应对涨跌、无论升值或贬值，都不会出现太大的信用风险的货币。但如果出口市场下滑持续，出口企业竞争力加速萎缩，人民币有下滑至全球三流货币的风险，最后可能像卢布、雷亚尔等一样，不仅不起全球市场的风吹草动，而且对国内经济的作用将变得负面，导致政府和企业债务成本飙升，物价难以稳定，资本市场加速动荡，全球资本对中国避之不及。这并非危言耸听。

“保护”人民币和中国资本市场的核心，就是以正确、积极、且长远理性的规划“促出口”，然后进一步放开金融市场各类交易管制，目的在于一方面不断地创造外汇储备（至于创造的外汇储备以什么形式持有，那是另一回事），增强全球对中国信任和信心，另一方面扩大市场的流动性，朝着建设国际金融和贸易中心迈进，而不是被一点点投机性交易就给吓倒，然后选择制度性倒退。

“促出口”和“让交易更加自由”的终极目标，在于建立一个长远的信用和契约架构，帮助中国在增长预期降低的情况下，仍然能够吸引到更多专业投资者，促进中国金融市场从散户向机构投资者为主转变，为中国政府更好地管理资本市场和人民币汇率奠定基础，从而金融市场才能给实体经济提供源源不断的能量支持其创新，中国经济才能进入到正常的大国经济良性循环。

（作者系财经专栏作家，黄金钱包首席研究员）

2016 追梦年·情聚龙骏 梦想腾飞

龙骏家园的伙伴们，你们辛苦了，农历新年将至，向奋战在一线的基地家人们致以最崇高的敬意！

一群人，一个目标，“替天下儿女尽孝，为世上老人分忧”是所有龙骏人永远的追求！不断努力，不断完善，用“五心服务”关爱家人，没有最好，只有更好！没有比脚

长的路、更没有比头高的山，龙骏虎踞龙盘，腾飞华夏九州。感谢所有家人的温情参与并分享喜悦！

天道酬勤，贵在坚持，贵在创新！新春的祝福献给正在奋斗中的龙骏家人们！2016年，龙骏人，加油！加油！（张辉）



龙骏集团董事长张运防新年致辞



龙骏家园南京分公司年会花絮



龙骏家园上海分公司年会花絮



龙骏家园苏州分公司年会花絮



龙骏家园武汉分公司年会花絮



龙骏家园郑州分公司年会花絮



龙骏家园武汉分公司年会花絮