

人民币为什么行

大国强，其货币必然强

王文 贾晋京◎编著

WHY RMB IS
STRONG

正式纳入SDR是人民币国际化迈出的重要一步
是历史的拐点还是中国崛起的证明？能否加速中国金融改革？

纵论金融变革大历史，诠释全球汇率大变局

看汇率如何影响房地产和资本市场，看如何实现中国金融发展与金融强国战略



人民币 为什么行

Why RMB is Strong

王文 贾晋京 编著

图书在版编目(CIP)数据

人民币为什么行 / 王文, 贾晋京编著. -- 北京:

中信出版社, 2016.11

ISBN 978-7-5086-6929-8

I. ①人… II. ①王… ②贾… III. ①人民币—国际
化—研究 IV. ①F822

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第262127号

人民币为什么行

著 者: 王 文 贾晋京

策划推广: 中信出版社(ChinaCITICPress)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

(CITICPublishingGroup)

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16 印 张: 17 字 数: 230千字

版 次: 2016年11月第1版 印 次: 2016年11月第1次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

书 号: ISBN 978-7-5086-6929-8

定 价: 58.00元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由销售部门负责退换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

人大重阳研究书系编辑委员会

主 任：王利明 裘国根

主 编：阎庆民 柯伟林 章 星 吴晓球 郭庆旺 王 庆

执行主编：王 文

编 委：胡海滨 何 帆 贾晋京 庄雪娇 杨清清 王 敏

编 辑：贺 颺 陈晓晨 相均泳 崔 悦 曹明弟 杨云涛

刘 英 卞永祖 杨凡欣 周小林 刘建平 杨福鼎

刘亚洁 任 巍 郑 妍 展 腾 程 阳 陈晨晨

邵建华 左 悦 于 珊

前言

汇率是国势的温度计

2016年10月1日，人民币正式被纳入国际货币基金组织（IMF）的特别提款权（SDR）篮子，这意味着人民币的信用获得了全球央行的“背书”，上升到了类似于黄金的水平。为什么这么说？这件大事对于人民币、对于中国经济又将有着何等重要的意义呢？这就需要从SDR背后的全球货币秩序安排说起。

SDR创立于1969年，当时的世界经济大背景是1960~1968年发生了11次“黄金危机”。当初，1944年布雷顿森林会议在规划“二战”后世界经济秩序时，吸取了战前应对经济危机的经验与教训，认为金本位制下对黄金的相互争夺将导致国际经济失序乃至世界大战，于是设计出一个单一的世界货币秩序框架：各国央行的黄金全部存在美联储，而美联储发行的黄金借据——美元则作为世界货币使用，其他国家的货币全部与美元挂钩，美元与黄金之间则按照35美元等于1盎司黄金的固定比率挂钩。这种机械的顶层设计有其好处，使用单一世界货币，使得国际贸易过程更简洁，易于展开。却也有明显的缺点，经济发展需要更多货币，但黄金数量的有限性难以支撑货币数量的扩张。对于大量货币的需求，导致法国为首的欧洲国家在20世纪60年代不断要求从美联储撤回黄

金，于是有了11次“黄金危机”。最终，美国不得不于1973年宣布放弃美元与黄金的挂钩，任由货币发行量飞涨，金本位制终结了。而“黄金危机”的另外一个重要后果就是，由“全球最终贷款人”IMF设立了SDR作为“纸黄金”，也就是由世界上使用最多主要货币，按权重构成一种“抽象黄金”，发挥与黄金一样的职能，作为各国央行的储备，其数量可以不受实体黄金的限制。

从“纸黄金”的创设过程，我们知道SDR本质上是一种稳定全球汇率的顶层设计，即便其占各国央行储备的比例很小，也不影响它的这一性质。它的性质决定了它的使用范围在必要的时候可以扩张。这就引出了一个关于货币的根本命题：什么是世界货币？它怎样才能稳定？

货币是用来交换其他物品的，它的交换能力（购买力）的强弱，决定了它的“受欢迎”程度。在国际上，一种货币能用来买到些什么，决定着它有多“受欢迎”。例如，人民币可以用来购买中国的产品，而中国生产的商品品种和数量都是世界上最多的，因此也就有很多的国家、企业和个人愿意持有人民币。与之形成对比的是，有的货币发行国只有几万人口，相应地其货币也就不可能在国际上有很大使用量。美元能够在“二战”后成为世界货币，是因为它成了唯一与黄金直接挂钩的货币，也就是美元以黄金为“锚”，而黄金则早在大约150年前就成为全球各地共同认可的唯一世界货币。然而，1973年金本位制终结之后，美元与黄金脱钩，它以什么为“锚”才能保持稳定？历史上发生的故事是：1974年美国与沙特达成石油只用美元结算的协议，等于把美元的“锚”重设在了石油上。石油作为世界上最重要的工业原材料和能源，每一个国家都须臾不可离。于是，美元就与工业社会的“血液循环”联系在了一起，这是美元继续保持世界货币地位的基础。

由此也可以说明，一种货币的用处大小，要看用它到底能买到些什么。用美元可以买到石油以及美国的产品；用欧元可以买到欧洲的产品；用日元可以买到日本的产品……然而，随着时间的推移，美国、欧洲、日本等各个国家的产品却在发生变化，于是，不同货币的用处大小也就发生了改变。过去，发达国家曾被称为“工业发达国家”，因为发达国家曾经拥有世界上大部分的工业产出，但是这个词现在已经很少用了，因为世界上大部分工业已不在发达国家。世界各国之中，变化最为显著的就是中国。举个例子来说，根据世界银行数据，以全球海关统一编码（HScode）计算，国际市场上一共有5052种商品，每种商品都会由某个国家占据“全球市场占有率第一”交椅，而一个国家总共在多少种商品上占据“全球市场占有率第一”交椅，很能说明该国的工业实力。如图1所示，2007~2014年，这个世界排名的前五位都不曾改变，依次为：中国、德国、美国、意大利、日本，然而，它们占据“全球市场占有率第一”的商品种数却发生了巨大变化，中国从2007年的1210种上升到2014年的1610种，德国从2007年的777种下降到2014年的700种，美国从2007年的665种下降到2014年的553种，意大利从2007年的340种下降到2014年的222种，日本从2007年的251种下降到2014年的172种。也就是说，只有中国的数据在快速上升，而其他主要经济体都在下降。这也是当今世界大势的反映：实体经济重心越来越向中国转移，许多原先主要在西方国家生产的工业产品，变成了主要由中国生产。相应地，人民币作为与“中国制造”关系最密切的货币，也就越来越多地被世界所需要。与此同时，西方国家的货币，能买到的工业品则相对变少，不过，能买到的债券倒是越来越多。

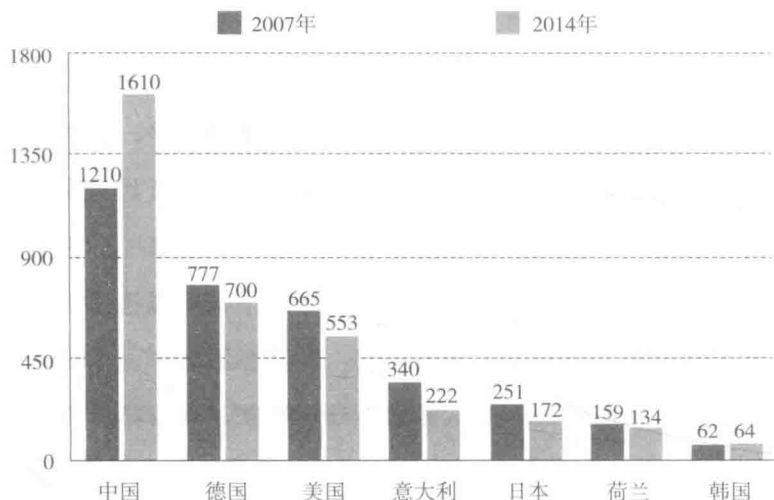


图1 各国出口市场占有率第一商品数量

数据来源：世界银行

由此，我们也可以认识到，货币之间的关系，反映着世界经济格局的变化，不过，却并非即时反映，而是要把“历史积累”和“未来趋势”这两大因素考虑进去。我们可以看到一个现象：主要经济体的货币都是高币值货币，也就是说，主要经济体的货币通常来说币值要高于发展中经济体的货币。拿SDR构成货币来说，英镑长期以“世界上币值最高的货币”自居，欧元、美元也都是币值很高的货币，日元乍看币值不高，但考虑到日元没有类似“角、分”的辅币单位，实际上也是高币值货币。为什么会有这样的现象呢？这是因为，在这些货币发行国的经济史中，都有过较长的货币升值时期。例如，1935年之前，1英镑长期等于5美元左右。1936~1949年则是美元的大升值周期，从4.7美元兑1英镑升值到2.8美元兑1英镑。1969~1995年，

日元则经历了巨大的升值过程，从360日元兑1美元，升值到1995年4月的79.70日元兑1美元。而英镑、美元、日元在度过漫长的升值期之后，则进入相对较慢的长期贬值过程。可以看到，这种币值的变化过程，与国运的走势有相关性：国运上升期，则货币长期为升值走向；国运下降期，则货币长期为贬值走向。如果放在全球大格局中看，币值的长期升值（强势），代表着国力在全球的上升；币值的长期贬值（弱势），代表着国力在全球的下降。如果截取当前期来看，则可以说，高币值货币代表“家底厚”，低币值货币代表“家底薄”。

然而，国运、国力都只是币值的长期因素，汇率时常变动，因为还受到短期因素影响。有的国家国运、国力都进入下降期，但其货币的币值仍然很高，那是因为毕竟“瘦死的骆驼比马大”，在国际上仍是“势力很大”的豪强。这时，就有必要使用“国势”这个概念。《孙子兵法·势篇》说“激水之疾，至于漂石者，势也”，“势”是运动、变化、发展中的当前状态，以水来比喻，水的体量、速度与温度都构成“水势”的要素。与之相比，“国力”强调静态的实力，“国运”强调长时段的趋向。从这个意义上讲，中国的国运、国力都处在上升期，而国势在每时每刻会略有涨落，但大势是在走强。因此，汇率堪称国势的温度计：汇率的涨跌体现着短时段国势的涨落，汇率的长期走向体现着国势的升降，而“温度”的高低即币值高低则体现着国势的历史积累。反映在人民币上，就可以说，短期看，人民币有涨有跌；长期看，人民币必将是强势货币。

如果再把人民币的汇率放在世界大势中看，则我们可以看到，纳入SDR，是人民币的强势崛起转化为制度性话语权更上一层楼。SDR作为各国央行储备货币的一部分，一定程度上扮演着金本位制时代黄金的角色。货

币的地位，一方面靠硬实力，即能买到什么，另一方面靠软实力，即制度安排。现在，人民币已经兼具“软”“硬”两方面条件，毫无疑问，将踏上里程碑之后新征程。为了研究人民币所处的世界形势、改革大局与管理方略，中国人民大学重阳金融研究院特组织了“人民币汇率”课题加以研究，成果即为此书，欢迎读者朋友品鉴并不吝斧正。

目 录

导论 /1

大 局 篇

第1章 认识汇率

- 1.1 汇率是什么 /23
- 1.2 汇率与购买力 /26
- 1.3 汇率与利率 /28
- 1.4 汇率与生产力 /31
- 1.5 汇率与资产 /32
- 1.6 汇率与国家信用 /37

第2章 从大历史看汇率

- 2.1 从金本位制到世界大战 /41
- 2.2 注定会崩溃的布雷顿森林体系 /45
- 2.3 布雷顿森林体系崩溃之后 /49
- 2.4 2008·金融危机·汇率动荡 /53

第3章 “经济金融化”与当今的汇率

- 3.1 从资产证券化到经济金融化 /59
- 3.2 负利率到底有多厉害 /62
- 3.3 “暴涨暴跌”的全球汇率环境 /66

第4章 汇率大变局

- 4.1 各国宏观经济增速与汇率 /75
- 4.2 国际经济格局变化与汇率 /79
- 4.3 全球货币政策分化与汇率 /84
- 4.4 大宗商品市场和金融市场走势与汇率 /93

分 析 篇

第5章 理解人民币汇率

- 5.1 人民币汇率制度的发展 /103
- 5.2 人民币汇率形成机制 /105
- 5.3 外汇管理制度 /109
- 5.4 如何看待人民币汇率波动? /112

5.5 人民币不存在持续贬值基础 /116

第6章 中国宏观经济与汇率

- 6.1 投资与汇率 /123
- 6.2 消费与汇率 /127
- 6.3 进出口与汇率 /130
- 6.4 资本市场与汇率 /134
- 6.5 房地产与汇率 /137

第7章 中国改革大局与汇率

- 7.1 汇率与对外开放 /147
- 7.2 汇率与国际贸易 /150
- 7.3 汇率与全球治理体制机制变革 /151

管 理 篇

第8章 宏观认识：从中国崛起高度认识汇率问题

- 8.1 从估值认识到世界观 /161
- 8.2 中国金融发展战略与金融强国 /165
- 8.3 中国特色人民币治理体系 /169

第9章 制度完善：通过金融改革做强人民币

- 9.1 经济与金融改革：做强人民币的基石 /177

- 9.2 健全多层次资本市场体系：做强人民币的关键 /182
- 9.3 完善国际货币体系：做强人民币的“助推器” /187

第10章 人民币国际化：让中国经济走向世界

- 10.1 作为储备货币 /193
- 10.2 作为投资货币 /197
- 10.3 作为贸易货币 /201
- 10.4 作为世界货币 /204

第11章 全局把控：以宏观调控应对汇率波动

- 11.1 汇率波动对宏观经济的影响 /213
- 11.2 宏观调控对稳定汇率波动的意义 /218
- 11.3 中国应对汇率异常波动的宏观调控手段及作用 /220
- 11.4 提高人民币汇率宏观调控效应的建议 /222

第12章 预期管理：增强人民币的“话语权”

- 12.1 人民币汇率预期管理的重要性 /229
- 12.2 汇率预期管理的国际经验及启示 /230
- 12.3 人民币汇率预期管理 /234
- 12.4 预期管理是汇改核心 /238

参考文献 /241

后 记 /249

导 论

加入 SDR 后的汇率 预期与中国崛起

2016年10月1日，人民币被正式纳入国际货币基金组织（IMF）的特别提款权（SDR）货币篮子，这标志着人民币正式成为全球五大储备货币之一，这是人民币国际化的一个历史性时刻。对于人民币，对于中国，对于中国的未来，这意味着什么？要回答这些问题，可以先从这个历史时刻倒推大约一年，看看这一年来，人民币都经历了什么，光是这个故事，其内涵都丰富到足以用一本书来讲述。

时光倒退至2015年8月11日，这一天，中国人民银行宣布进行人民币汇率形成机制改革，完善中间价定价机制，将上一交易日即期汇率收盘价、外汇市场供求状况以及国际主要货币汇率变化作为中间价定价的主要参考标准。受此影响，离岸人民币兑美元即期汇率发生大跌，跌幅达到1.87%，创下1994年人民币官方与市场汇率并轨以来的最大单日跌幅。这也引起了我国资本市场的连锁反应，在此之后十多天内，沪指指数下跌接近千点。

这次汇改也引起了全球资本市场的轩然大波，在之后的差不多20天的时间里，美国标普指数下跌了近10%；马来西亚林吉特创造了1997年