

人民币国际化的经济逻辑

文 / 刘煜辉

金融交易资产创造了过去几年间出现的无序繁荣，但是到了今天，我们遇到一个绕不过去的坎：人民币贬值的压力。

未来，中国金融改革的逻辑如何理顺？人民币国际化的障碍到底在哪里？简单来说，就是要限制“炒来炒去”的繁荣，限制资产泡沫像电风扇一样到处乱转，要结束金融市场“拥挤不堪”的状态。

人民币国际化全球化，最终需要的是国内经济体制的改革。

金融自由化的“洪荒之力”

回头来看，2012年是中国经济和金融的分水岭。2012年之后，我们开始了一场史无前例的金融自由化的繁荣。从业者可以感受到，在这几年中，金融不再是高门槛行业，从2012年开始，金融牌照价值边际下滑的速度是非常快的。

负面作用很快开始显现：金融开始空转，开始独自繁荣，开始时是“影子



银行和银行的影子”，但现在，则是琳琅满目的互联网金融财富管理平台，以及层出不穷的、越来越复杂的嵌入式投资的交易结构。

2016年，中国金融业增加值占我

国GDP比例已经超过10%，这是一个“可怕”的数据。美国的金融系统是世界上最发达的，这个比例也从未超过6.5%。

央行在某种程度上背了黑锅。很多

人以为这几年“央妈”印了很多钱，但事实是，2010年之后，央行的资产负债表持续收缩，这些钱并不是央行印出来的。那这种“洪荒之力”是谁创造出来的？是整个商业金融体系。

也就是说，如果国有企业不改革到位，财政改革没能完全配套，在经济中还有很多软约束主体的条件下，“金融自由化”的单兵突进，很容易把商业金融系统理论上货币信用创造的无限性全部释放出来。金融的创新与过度自由化，再加上仍不到位的金融监管体系，就释放出了这种“洪荒之力”——金融交易性市场创造出了无序的繁荣。

“情绪定价”与绕不过去的汇率

前几年融资很贵，融入一笔钱可能要10%的成本，金融从业者可以找到15%的资产把这个钱卖出去。而现在，则是4%以上的融资成本支撑不到3%资产收益率的交易结构，两者之间出现了倒挂的关系。这个裂口的弥合，只能通过金融机构自己加杠杆、有意识低估信用风险或者流动性风险来弥合。

从这个角度看，几乎所有的金融资产的性价比都不够好。大家之所以还愿意进场交易，都是在博弈人心，金融资产的定价更多的是“情绪定价”，人们总是相信后面会有交易者不断加杠杆，所以整个金融风险的定价变得没有太大的意义。

但现在有一个绕不过去的坎，就是人民币汇率。在全球最大的15个经济体中，除了中国的中长期利率在上升，其他国家的中长期利率都大幅下跌。即使这样，资金仍没有回到中国的意思，中国创造的后贸易盈余依然不能有效转化为收入，就是因为汇率因素在制约。

我们可以通过资本管制不让钱出

去，可以“关门放水泡资产”，可以用一纸行政公文指挥资金不能买这个资产、不能买那个资产，甚至可以直接干预某个资产的交易过程。但是，越管制资产越荒，资金就越不进入实体，大水漫灌债市和楼市，消灭一切收益率差，这自然会导致资本外流。表象上看，是金融市场越来越严重的资产荒，其实，硬币的另一面，是说明我们的货币定价正在累积越来越大的贬值预期。

2016年，上海一块七八个篮球场大的地能拍出110亿元，按照当时官定汇率6.7折成美元，在美国、日本、欧洲能购买多大的地？日本东京银座的核心商圈的价格，折合人民币仅6万元/平方米，在中国对等衡量的地块，恐怕至少需要翻个倍。

中国的核心问题是不可贸易品对可贸易品的相对价格非常离谱，但目前，这个信息对金融交易并不特别重要。大家都认为，现在没有办法让人民币汇率和人民币资产价格之间实现“快速接吻”，如果这两个变量在短时间内发生“快速接吻”，一定是危机发生了。整个金融市场最关心的并不是这两者是不是背离，因为这两者的背离是客观存在的，市场关心的是不要让这种背离滑出体制控制的“轨道”。

但是，楼市失控、金融内部交易的亢奋或汇率贬值集中释放，都有可能致这种“出轨”。这就是我们面临的重大风险。

央行在最近清理泡沫的过程中表现出坚定不移的决心，可能也是基于这种反思。2016年8月之后，央行持续紧平衡、不断抬高市场利率，跟之前的态度完全不同。经过几个月的金融市场的泡沫清理，第一阶段已经基本达到了效果，利率抬起来了，交易结构开始惶惶不可终日，都想赶快出来。

应该抱有乐观的态度

接下来中国要做的事情是：稳定人民币汇率和汇率预期，使全球金融市场相信，人民币和美元依然存在于一个货币同盟体系中，中国政府还有能力、有政策，能够维持货币同盟的承诺。此外，中国必须要坚决抑制金融交易性资产创造的繁荣，限制“炒来炒去”的繁荣。

但是，我们也不应过分悲观，要对中国和人民币有充足的信心。

短期内，我们或将面对一个泡沫收缩的时间，一个“由虚返实”的过程，一个重塑资产负债表、重振产业资产回报率的过程。对于汇率和资产如何正确对接，中国面临政策的选择。

对人民币来讲，最终的国际化过程还是取决于国内的经济体制。全球资本总在问这样的问题：中国未来是不是法治经济？对私有财产是不是有足够的保护？如果这两点能做到，全球资本就一定知道人民币的价值，知道中国这个巨大经济体的价值。

对于人民币的国际化道路，我们应该乐观。虽然国外时不时有唱空中国的声音，但中国除了反击做空的趋势和浪潮，还要有坚定的历史自信，要对过去中国经济三十多年改革开放后形成的全球“G2”结构有自信。如果我们有足够的自信，就可以对中国资产泡沫的繁荣实施一些手段，让经济往下“跳一跳”，主动去解决资产和价格之间的背离，让其快速收敛，去释放系统性风险。如果能够做到，中国经济就不会出太大问题。

未来，当中国真正的系统性风险降低的时候，我们可以看到，只要有“G2”结构在，最终全球资本还是会选择中国、选择人民币资产。