

联盟讲座

新金融案例白皮书 (2015)

新金融家联盟微信群内部交流系列专题讲座

2015年12月20日

主讲嘉宾：赵晓 著名经济学家

分享课题：SDR 与人民币前景

特约评论人：新望 新金融家联盟秘书长

主讲嘉宾简介：赵晓

赵晓，著名经济学家；毕业于北京大学光华管理学院，获经济学博士学位；现任香柏领导力机构主席；兼任中国体改基金会理事、学术委员；中国房地产协会产业与市场研究专业委员会专家委员，同时兼任万达院线、安捷利公司（香港）独立董事；哈佛大学、高登康威尔神学院、香港浸会大学等多所大学访问学者；曾任国家经贸委、国务院国资委研究中心宏观战略部部长、北京科技大学教授。

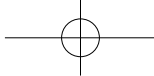
【会议纪要】

祖思旸：大家好，我是经济观察报祖斯旸，很荣幸能够主持今晚的分享。本次分享的主讲嘉宾是著名经济学家赵晓先生。分享课题是：SDR 与人民币前景。掌声欢迎。

赵晓：SDR 不是货币，而是英文特别提款权（Special Drawing Right）的缩写，是国际货币基金组织（IMF）分配的，一种可以用作 IMF 和其他国际组织的记账单位；SDR 当然也不是黄金，但在金本位以及布雷顿森林体系相继崩溃之后，SDR 是黄金的最接近的替代物，是国际公认的“超主权储备货币”，人称“纸黄金”；SDR 最重要的是核算功能，但也可以成为支付手段，各国获得的 SDR 可以经过申请与批准之后与指定的货币承兑国兑换该国货币，从而在现有储备资产不足的时候多一种支付手段。

尽管截至 2015 年 9 月，IMF 创建并分配给成员国的 SDR 仅合 2800 亿美元（约占同期全球储备货币资产的 2.5%），尽管 SDR 新货币篮子要于明年 10 月 1 日才能生效，但人民币加入 SDR 不仅具有广告性或曰象征性意义，也具有实质性和历史性意义：意味着 IMF 所代表的国际财富俱乐部正式接纳人民币为国际储备货币，人民币正式成为继美元、欧元、英镑、日元之后的第五个货币成员，人民币名正言顺地成了世界各国特别是 188 个成员国的官方候选储备货币。这当然又为人民币加快国际化进程奠定了基础。从这个意义上，我们不妨与《人民日报》一起欢呼：“这是人民币国际化的里程碑时刻，意味着人民币已成为全球主要储备货币。”

但另一种说法也是有道理的，没有人民币的加入 SDR 就会边缘化，所以人民币加入 SDR 其



新金融案例白皮书(2015) 联盟讲座

实也是国际财富俱乐部的需要，是中国经济发展的大势所趋。

为什么这么说？观察过去数百年的风云变幻，你会看到一个简单的事实：那就是一个国家的货币必然伴随着其实体经济的崛起而成为国际货币。当英国成为世界工厂，英镑成了全球第一个国际货币，伦敦成了国际金融中心。当美国成为新的国际制造业中心，美元就成了新的国际货币，后来更超越英国成为全球货币霸主，纽约当然也就顺势成了新的国际金融中心。同样，当日本成为新的国际制造中心时，日元也成了国际货币，东京则成了国际金融中心。

改革开放三十年，中国做得最对的一件事就是：聚精会神搞经济，一心一意谋发展。其结果：实体经济一飞冲天、赶英超美。虽然目前以官方汇率计算的经济总量，中国尚不如美国，还有不少差距，但在实体经济方面，中国早已超过了美国，全球独执牛耳。例如，在制造业方面，2010年中国首次超越美国，在全球10万亿美元的制造业总盘子中独占了近五分之一的份额；2014年，中国有100家企业入选“财富世界500强”，在全球500余种主要工业产品中则有220多种产量位居世界第一。制造业之外，在农业方面，中国是世界第一农业大国，粮食产量特别是谷物产量长期处于世界第一位。此外，中国还是世界第一渔业大国、第一养禽业大国、第一肉类生产大国，第一蔬菜生产大国。建筑业方面，据上月荷兰建筑咨询公司凯迪斯 (Arcadis) 发布的最新报告，2013年至2014年，全球建筑资产规模净增长8万亿美元，至218万亿美元，人均资产价值约为3万美元，而截至到2014年，中国建筑资产规模为47.6万亿美元，已高大幅于第二名美国的36.8万亿美元，雄居全球第一。

随着中国实体经济的兴起，在国际贸易方面，中国也水涨船高地成了世界第一进出口大国。2012年，中国进出口贸易总额接近4万亿美元，与改革开放初期微不足道的不到200亿美元的外贸总额相比惊人地增长了230倍，首次超过了美国，并持续保持世界第一。

中国经济总量不如美国，但在经济增量上却是全球最大的贡献者，也超过了美国。据国际货币基金组织统计数据，2008年至2012年五年间，中国经济净增量占了全球经济净增量的近30%。

2010年时，我在博鳌论坛现场听小布什总统讲过一句话，印象颇为深刻，他说：“现在的国际会议，如果没有中国人参加，那就不能叫国际会议。”伴随着中国在实体经济上的狂飙突进，人民币必然和迟早要成为新兴的国际货币，中国的上海、香港等也必然成为新兴的国际金融中心。什么叫大趋势？这就是大趋势，是自然而然、水到渠成的事情！从这样的角度，人民币加入SDR当然是实至名归，而没有人民币的SDR其实根本谈不上是真正的全球SDR！

随着人民币加入SDR，人民币的国际化以及资本的对外开放进程将加速，从而给中国带来一些现实的好处以及不少很有想象力、诱惑力的好处，我姑且把它称之为“人民币国际化和资本开放的虚拟经济红利”。许多分析认为，人民币加入SDR后，人民币的信用提高了，也许有利于稳定人民币汇率，减少目前已经出现的美元从中国的外流。如果是这样，那当然是一件好事。但也



联盟讲座 新金融案例白皮书 (2015)

未必，有另外一种可能就是，因为加入了 SDR，为了保持人民币汇率稳定，我们不得不花费更大的力气、付出更大的代价。

人民币国际化带来的另外一个好处就是国际上对人民币的资产需求将上升。据测算，人民币的实际国际地位若达到与日元相当，人民币债券类资产缺口将高达 3000 亿美元；若与英镑相当，缺口会高达 1.9 万亿美元（何帆，2015）。

何以如此？当人民币越来越强势、越来越值得信赖时，越来越多的商品和服务贸易将会转用人民币来记价和结算，如此光结算一项产生的收益就非常可观；中国当然还可以顺势依靠强大的人民币去向全世界发国债、发地方债、发企业债，最终吸引全球资金进入，象美国那样大量的大玩虚拟经济，让股市、债市、期市一齐繁荣，让金融的繁荣来刺激中国经济增长。

2015 年上半年，因为股市大涨，金融业带给中国经济的贡献达到空前的 1.5 个百分点。这刺激在当前中国经济下滑的时期，实在太诱人了！我们不仅无法割舍股市红利的诱惑，我们甚至忍不住要去撷取人民币国际化以及资本对外开放可能带来的金融红利了！

当人民币成为国际货币、变得可自由兑换以及中国资本可自由对外开放，还将标志着中国经济改革开放的最终完成，中国市场化转型的道路，至此就算修成正果了！不难想象，将经济改革进一步往前推，毕其功于一役的诱惑也是极大的！

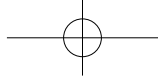
我承认人民币国际化、金融与资本开放有许多战略好处，最大的好处当然就是中国可以收获以金融、货币为代表的虚拟经济的红利。说白了，中国人除了依靠实体经济辛辛苦苦地进行财富创造，还可以用钱生钱、甚至依靠人民币的国际地位获得印钞收益。这种好事谁不想做？

但是，且慢！金融学上有句名言就是“easy money easy go”，快钱嘛，来得容易去得也容易，但要戒掉赚快钱的“毒瘾”那就很难了！

战后的美国，曾经是全球最大制造业国和最大的实体经济，但因为美元霸权，近 30 年来美国经济转为金融和服务业为主。美国经济总量世界第一，但其经济总量中 70% 是金融等服务业贡献，成为不折不扣的金融国家和虚拟经济体，这与中国、德国等相比，水分实在太大了。

美国享受到的由美元霸权所带来的虚拟经济的好处是常人难以想象的。美元周期成了世界经济周期的终极发动者，美元走弱与走强主导世界着新兴市场的经济走强与走弱，而美国则掌握主动，左右其手，从中渔利，坐享“剪羊毛”的收益。这样一种不道德、掠夺式的经济在伤害世界其他国家的同时，最终把美国自己也害惨了！最重要的一点就是，美国逐渐转向了华尔街利益集团，继而偏离了其清教徒建国的信仰与道德基础。在美国，我听到这样一句话：华尔街用了 20 年，终于教会了美国清教徒的后代使用消费信贷，而当初清教徒的传统文化是坚决反对寅吃卯粮的。

美国人可以用美元主导的虚拟经济方式来赚快钱，谁还有兴趣和耐性去辛辛苦苦地地从事实体经济？对于这一点，如果你缺乏感受，那我推荐你去看一下好莱坞经典财经电影《华尔街：金钱永不眠》，那里面父子俩的对话精彩极了，你可以看到实体经济思维和虚拟经济思维是如何的



新金融案例白皮书 (2015) 联盟讲座

截然对立、水火不容。

由于经济虚拟化，华尔街的利益终成为美国至上的国家利益，而美国的实体经济不断被打压，投资和制造业岗位不断外流，从前以制造业闻名的城市如汽车城底特律，钢铁城匹斯堡，西部矿山油井等等，如今一个个衰落成几近鬼城，好不令人感叹。在本轮量化宽松所刺激的经济复苏中，美国的实体经济的表现依然很差，几乎毫无起色，奥巴马高喊的“再工业化”也成了骗人的口号。

中国的古话讲得好：由俭入奢易、由奢入俭难！美国经济已吸血成瘾、迷途难返！今天的中国犹如一个花季少年，当一条贪婪、吸血的金融帝国主义道路摆在眼前时，也难免春心萌动；但在对金融和虚拟经济红利想入非非时，不妨扪心自问一下：这是我们一定要走的路吗？这是现在我们就要走的路吗？我们走上这条路后，勤劳、踏实的那个中国青年人还能回来吗？

美国有三大强权：金融、科技和军事，金融首当其冲，是美国的根本利益所在。但建立在金融强权上的优势又是脆弱的，一旦丧失，满盘皆输，不像德国，坚持以实体立国，过得实实在在，既不冲击别人也不怕别人冲击，即便在欧债危机中也依然屹立不倒。

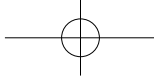
当欧元推出并走向兴起时，美国的战略利益开始动摇。美国本应顺其自然、承认世界经济的新格局，但无奈美国已经从美元霸权的虚拟经济中吸血已久，不劳而获、坐享其成的鬼魔习惯早已养成，故实在无法接受经济大潮自然变化所带来的冲击，于是不得不运用包括战争在内的各种手段，不遗余力地来维护美元的强势地位，以避免大量货币资本从美国进入欧洲，从而令高度依赖虚拟经济的美国走向崩溃，美国每年 7000 亿美元的军费有多少是用在维护美元霸权上面的，美国战略家应该比任何人都清楚。

在这方面，我非常欣赏王建、乔良等学者在过去十年中所做出的许多精彩分析。他们实际上建构了一种“币缘政治学”，而依我在一旁的观察，“币缘政治学”比“地缘政治学”也许更能解释当今国际上的风云变幻、大国博弈！推荐有兴趣的朋友可以去查看他们的文章。香柏公众号也会择精华予以转发，敬请关注。

欧洲知道自己启动欧元，是动了美国的奶酪，双方的激烈博弈已无法回避。这个时候，欧洲就象三国中的蜀国，最好的策略是拉东吴下水，联吴抗魏，消去自己的祸害。

人民币“入篮”后的权重是 10.9%，美元从 41.9% 略减为 41.7%，欧元从 37.4% 下降到 30.9%，英镑从 11.3% 下降到 8.1%，日元从 9.4% 下降到 8.3%。（如下图所示）从不同国家权重的变化可以看出，人民币入 SDR，占近 11 个点的权重中，美国的权重几乎没有变化；欧元权重减得最多，将近 7 点；英镑的权重也减了近 3 点；日元略微地减了 1 个点。这里面释放出来的信号是非常清晰的：美国既不积极也未鼓励让中国加入 SDR，更没有给中国让路，主要是欧系货币宁肯出让利益也要拉人民币走向国际化。

所以，在我们的讨论中，王建一针见血地指出并警告：“这是欧拉中挡美的重要一步，与欧大国入亚投行的动机同出一源。美欧相争中国得利，但中国得利可以，却需不要昏了头为他人所用。”



联盟讲座 新金融案例白皮书 (2015)

眼下，我们需要去为欧洲火中取栗、与美国正面对抗吗？中美大国决战的时候到了吗？这同样值得怀疑。

还有一点就是，当下，中国经济正面临改革开放以来最大的考验和挑战。中国经济过去数十年，其实没有出现过真正的危机，中国的企业也早已习惯了高速增长的金光年代。但眼下，传统三大增长动力人口红利、出口红利、楼市红利已经消失或消退；中国经济正面临着横亘于前的三大困难：产能过剩、债务过多以及泡沫严重；还遭遇着正从后面突袭的三大风险：人口老龄化、美元回流以及全要素生产率负增长。所有这些都意味着，中国经济几十年的问题和矛盾正全面暴露、暴发，中国经济正进入比 98 年、08 年更严重的考验，也是内外需紧缩双碰头的前所未有的真正考验。

美国一再声称加息但迟迟未加，有人说这是在等待中国经济更加雪上加霜、一推即倒的那个时刻！随着中国实体经济日益进入困境，美国随时可能吹响加息的集结号，而在本轮美元回流中，最容易、最可能受伤的将是中国，特别是当中国面临许多难题和考验时，美元回流甚至有可能令中国沦为被剪羊毛的国家！这是我们不可不格外警惕的一件事。

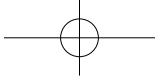
中国有 3.5 万亿美元的超强外汇储备，这好比是充足的子弹（但过去一年正在迅速消耗中，减少近 5000 美元）。同时，人民币并没有走向真正的自由兑换，中国资本项也没有完全开放，这好比是堡垒。中国有堡垒，又有弹药，因此中国经济虽然困难重重，但仍在安全当中，并有可能走向突围。但如果中国的“少年人”被虚拟经济红利所魅惑，一头钻进人民币国际化和资本自由化的陷阱里，一者我们会分散精力、忽略实体经济的突围，另一方面中国经济或被老练的国际金融资本所袭，并成为美国金融美国主义的最新受害者——说美国金融帝国主义非道德判断，而是利益所然。

当人民币走向国际化和自由化，一旦人民币与美元自由兑换，中国试图维持人民币对美元汇率的稳定，那么中国的货币政策就不得不随着美国的货币政策走。据“蒙代尔不可能铁三角”，外汇自由兑换、汇率问题和货币政策独立不可能同时存在，三者之中只能选择两项。为了避免人民币汇率相对美元剧烈波动，诱发资本外逃和金融危机，中国政府将不得不走上消耗大量外汇储备以维稳人民币的汇率的道路，如此，中国的实体经济可能沦为受害者甚至牺牲品。

战略出招，很多时候并不在方向，而是时机与步骤。前文已述，人民币国际化以及中国金融的兴盛是大趋势，无人能够阻挡，故战略导向不容怀疑，但眼下是否是合适的时机则值得怀疑；步子迈得过快是否符合中国的最高国家利益，就更是值得三思。

当此步步惊心时刻，战略制订者务必步步为营、慎之又慎！

中国的实体经济面临困难，而且中国的城市化进程才不到 55%，中国虽然在实体经济方面进步很大，看起来体量也很大，但以中国的人口总量，其实发展空间还有很大。同样据前述荷兰建筑咨询公司凯迪斯的估算，如果中国按目前的发展速度，中国目前的人均建筑资产规模实际上只



略高于国际平均水平。如果中国继续潜心实体经济，保持发展速度，那么到 2025 年，中国建筑资产规模将达到惊人的 97 万亿美元，比美国的 45 万亿美元高出一倍多，同时也高于美国、日本、印度和德国四个国家的总和，这才是中国国力完全释放的光华时间。同样，若以实体为主的中国内需潜力比较充分地释放出来，则中国的内需购买力将超过美国与欧洲的总和还要多。何必舍中国本土实体经济潜力而取金融险途呢？

很显然，时间在中国这一边！避免与美国过早正面对抗，同时全力避开经济崩溃和金融危机，以实体经济发展为主导、以新型城镇化和创新为主线、以“共富拉动”激发消费与服务，以内需潜力释放为牵引，才真正是未来中国经济发展的正路与光明大道。所以，我的结论就是：从全盘思虑的战略高度，人民币加入 SDR 不妨从战术上重视之，至于人民币国际化、金融自由化之类的虚拟经济道路，当前还是在战略上藐视的比较好！

从去年到今年，有许多人鼓噪要用股市来玩“超级去杠杆”、刺激中国经济。结果怎样？鼓噪人民币国际化的天空中，秃鹫也已在飞舞。殷鉴未远，期盼珍重！

【评论】

新望：对赵教授精彩的演讲，我有 4 点评论，也是请教。

首先，我同意他用“币缘政治”这个概念来分析当今国际竞争的局面，这个概念引进到分析人民币前景上也很有意义。

其次，赵晓教授运用的“三国演义”视角也很好，实际上我们很多时候只着眼于中美，但是大国竞争的国际格局，实际上是中、欧、美，在这当中中国如何取得平衡，使自己的利益最大化，“三国演义”这个角度我觉得很好。

三，赵教授讲了国际上两个国家的经济发展模式，一个是美国的模式——虚拟经济和金融，一个是德国的经济模式——注重实体经济与制造业，这个也很有意思。但我对赵教授，还有其他学者，在分析一个国家经济发展的道路选择时频繁用到的“虚拟经济”“实体经济”的概念有一点疑惑。虚拟经济和实体经济是有用的概念，但是在新的形态下，尤其是互联网经济的时代，怎么定义虚拟经济，怎么定义实体经济？刚才赵教授讲到，敲敲键盘是不是就可以发展经济？但我们现在看到的情况是，敲敲键盘的确可以发展经济，所以对于虚拟经济如何定义，我认为还值得讨论。

四，我特别同意赵教授关于“中国经济增长潜力还远远没得到释放”的观点，实际上这届政府刚上来的时候，应该说认识的很清楚，城市化、城镇化还有很长的路要走，需求点应该说是非常明显。但是现在怎么又提出了供给侧，我有点搞不懂。

我就这几条评论，非常感谢赵教授。



联盟讲座 新金融案例白皮书 (2015)

邱明：学习了赵教授的讲座，有几点深入的思考：

1. 不太清楚美国虚拟经济占经济总量的 70% 的数据从何而来。根据美国 Bureau of Economic Analysis 数据 <http://www.bea.gov> 美国 2014 GDP 17.35 万亿，15.1 万亿私企 GDP，制造业 2.1 万亿，地产包括租金 2.2 万亿，金融包括保险 1.2 万亿。所以美国经济虚拟化，泡沫化，恐怕只是一种定性式的描述，不知支持数据从何而来。

2. PMI 只是制造业指数，而美国经济中更大的地产，医疗，教育，商业服务等没有在 PMI 中反映。

3. 只有美联储是唯一一家可以无中生有“变”出美元那张纸的机构。就算是美国政府用钱，也只有收税和发债两条路。美联储 Balance Sheet 约 4~4.5 万亿美元，这是在经济体（包括全球流通的美元）中无中生有的。也就是说，任何一家美国公司和机构，要得到美元，就必须市场上提供产品和服务。除了 Fed，没有谁的美元是可以白来的。对其它国家贬值资产的“剪羊毛”，伴之的是私企资本极大的风险。

4. 高度发达的资本市场，伴之的是交易效率和透明度的提高。无风险套利的机会基本被消除。所以金融市场是极度竞争和残酷的，就算英（Barclays, HSBC），法（BNP Paribas, Soc Gen, Credit Agricole），德（Deutsche Bank）也只能算是二三流投行。德银现在就有很大的问题。高度竞争的金融市场绝不是可以轻松赚钱的地方。

5. 美国进出口仅占其 GDP 约 10%，其对进出口的依存度低于大部分发达国家。

6. 我赞同二十一世纪上半叶的主轴是中美大博弈，货币，战争，贸易，投资都会是博弈的手段和表现，但诸多因素的因果关系也许互相交织。也不是为了美元对欧元或人民币升或贬 10%~20% 就会发动战争。汇率市场一年的振荡就有这个幅度。

民主党的最高层是以非 WASP White Anglo Saxon Protestant 的在学业（Harvard 为主）和商界的顶级精英构成，这里是天主教（爱尔兰后裔，如 Kennedy family, Clinton，意大利，西班牙后裔），犹太人，亚裔，再有黑人和南美裔，的精英的集合。相对应的，共和党是以 WASP 白人盎格鲁萨克森新教徒（英国，德国，荷兰裔为主），这种传统精英为上层，近年为吸引白人选票，有些智力和学历不足之人也跃居上层如 Palin，而向中下阶层白人选民靠拢。

所以共和，民主两党之争，在政策层面之上，是谁将成为美国主导统治阶层的争夺。是从建国时就形成的，并对美国二百余年做出巨大的领导和贡献的 WASP，还是非 WASP，各种宗教，族裔的在学业和商界的绝对精英形成新的动态领导阶层。从美国的人口构成的改变，以及财富分布的改变和世界趋势的方向，对民主党是有利的。民主党对共和党会胜多负少，是长期趋势。

这也是哈佛法学院（民主党大本营），还是耶鲁法学院（偏共和党），哪一个更是美国总统培训班的区别。普通选民都是追随者，重要的是领导者集团的策略和目的。

一点浅见，供大家参考。 