

■ 上证论谈

把准人民币升值与培育货币国际声誉的脉搏

□ 章玉贵

在金融传导机制高度敏感的今天,汇率作为衡量一國整体经济竞争力在全球市场动态变化的符号,尤其令人关注。

国庆长假之后的第一个交易日,人民币在岸汇率上涨近千点,为2016年2月以来的最大单日涨幅。若以瞬时涨幅衡量,则创下15年来的最大单日涨幅。以季度的汇率变动周期来算,今年第三季度,人民币在岸汇率的涨幅为2008年第一季度以来的最高点。

不过总体来看,今年以来,人民币兑美元汇率呈现先降后升之势,年初至今5月底为下降阶段,6月之后则步入升值阶段,呈现出以市场供求为基础双向浮动,弹性增强的特征。以10月12日的收盘价计,人民币兑美元汇率相较于去年底的升值幅度为3.3%,低于欧元等其他主要国际货币兑美元的升值幅度。预计在央行下调远期售汇业务的外汇风险准备金率后,人民币汇率的走势将在合理区间内保持相对稳定。

在国际市场人士对人民币本轮升值的相关解读中,笔者认为澳大利亚国民银行亚洲市场战略和研究主管 Christy Tan 的分析具有一定的代表性。她认为,人民币升值前景正变得更具结构性,不再仅是周期性升值,并且由于离岸交易正在增多,全球投资者纷纷涌入中国市场。人们相信,人民币正变得更加国际化。

就专业的角度而言,国际市场人士对人民币汇率变动趋势的分析,与人民币在加入国际货币基金组织特别提款权(SDR)货币篮子以前相比,发生了一定的变化,体现出国际市场人士对中国经济发展和人民币国际化成就的肯定。尽管人民币由贸易结算货币向国际主要的投资、计价与储备货币演进的时间跨度会很长,但是,一个可喜的趋势变迁是,随着中国金融市场对外开放步伐的

加快,以及上海国际金融中心建设的稳步推进,中国金融产品和金融市场显著加快了与国际金融指数与金融市场接轨的步伐,促使国际机构投资者加大了对中国金融资产的配置力度。统计数据显示,去年境外投资者净增持境内债券和股票的规模高达1280亿美元。今年以来,外资在中国央行取消对QFII与RQFII的投资额度限制的政策作用下,对中国股票市场和债券市场的投入力度显著增加。其中,债券市场的国际化成就尤为显著。今年前9个月,外资就增持了超过1300亿美元的中国债券。2020年9月25日,富时罗素宣布将中国国债纳入其固定收益旗舰指数产品——富时世界国债指数。至此,中国债券已被摩根大通全球新兴市场多元化合债券指数、彭博巴克莱全球综合债券指数、富时世界国债指数悉数接纳,中国债券市场未来3至5年内将吸引数以千亿美元计的被动跟踪资金流入。

人民币升值的另一重要因素是中国成功应对新冠肺炎疫情,稳住了经济基本盘,进而成为全球唯一避免“萧条经济学”回归的主要经济体。全球金融资产基于避险的需要,增加了对人民币资产的关注与投资。自疫情发生以来,西方经济学家们最初面临的棘手难题是有模型无数数据,而当疫情在全球蔓延并造成供应链和产业链断裂、各国面临大规模经济停摆时,他们又忙于翻箱倒柜寻找应对之策。中国作为率先受到疫情冲击的超大型经济体,在疫情发生初期即通过超强领导力全力抗击疫情,并在不到3个月的时间里在疫情防控方面取得了积极成效。另一方面,面对疫情作为超预期“黑天鹅”事件所引致的重大不确定性,中央出台了以“六稳”“六保”等为核心的“一揽子”应对措施,并就加强国际合作抗疫,促进全球产业链、供应链不断脱节做出了一系列重要努力,不仅取得了抗疫的巨大成功,也避免了中国经济在疫情冲击下步入衰退周期。

市场是最聪明的体系性存在,在价格发现机制作用下,金融嗅觉极为敏感的国际投资者当然不会错失可观的盈利空间。目前,10年期的中国国债收益率超过3.1%,而同一期限品种的美国国债的收益率则不到0.8%,在240个基点的可观收益差距面前,国际投资者蜂拥进入中国市场是非常自然的逻辑安排。

人民币升值的深层次原因则是,在日益不确定的世界里,中国相对乐观的中长期经济增长趋势以及稳步推进的人民币国际化,向国际市场有实力的参与主体发出了增持人民币资产并分享人民币国际化红利的有力信号。

疫情的全球蔓延突显出并非所有事物都能由市场自由解决。在疫苗问世远比经济刺激政策更能消除市场恐慌的今天,中国应对疫情影响的宏观政策既着眼于以超强防控力度消除恐慌之源,又以政策的精准投放稳住市场情绪,并让经济逐步进入复苏的轨道。政府不仅即刻发挥了“守夜人”的角色,更扮演着危机时刻的市场秩序维护者乃至“最后贷款人”角色。这种对复杂经济社会系统的管理能力和相应的国际协调能力,是人民币逐渐被国际市场交易主体接受,进而提升至使用和持有的重要支撑。

货币存在价值就是交易的便利化、稳定性以及其所包含的国家信用、软实力等立体化的力量体系。不过,在全球经济活动日益金融化,但也越来越不稳定的今天,代表着全球第二大经济体的工业化、金融开放和发展成就的人民币,在加入国际储备资产俱乐部,并初步获得了部分投资与计价功能之后,将随着中国金融体系的扩大开放而加快融入国际货币体系。中国人民银行也将在逐渐掌握复杂金融系统管理经验的基础上,把准人民币汇率波动与培育货币国际声誉的脉搏。

(作者系上海外国语大学国际金融贸易学院院长)



海南借助市场倒逼政务服务水平提升

日前,海南印发《海南省创一流营商环境行动计划(2020—2021年)》,以加快形成法治化、国际化、便利化营商环境,推进海南自由贸易港建设。行动计划对照世界银行营商环境评价指标,从11个方面提出31项年度改革举措,同时明确提出探索建立“自贸港建设体验官”制度,以市场主体评价倒逼政务服务能力和服务效能提升。

漫画 刘道伟

全方位提高上市公司质量是股市向好的基础

□ 桂浩明

近日,国务院发布了《关于进一步提高上市公司质量的意见》(以下简称《意见》)。由国务院直接发文部署证券市场方面的工作,这在沪深股市历史上并不多见,并且《意见》将焦点集中在提高上市公司质量上,提出了六方面的具体要求,应该说不但层级更高,分量也相当重。

经过30年的快速发展,我国现有上市公司数量已经超过4000家,沪深股市的总市值超过80万亿元,在国际上稳居第二的位置。不过,在细数这些成就的同时,人们也应该看到,这些年来沪深股市的发展,在数量方面所取得的成绩要比在质量方面更大一些。如果分析一下市场运行的各个环节,不难发现,作为资本市场基础的上市公司在质量上还是存在很多不尽如人意的地方,在庞大的上市公司队伍中,真正优质的公司数量其实有限。显然,在决策质量以及管理层看来,如果上市公司的质量不高,即便有了较为完善的市场制度,也不能有效提高市场运行的质量,难以在经济活动中发挥积极的作用。时下,注册制改革已经在科创板、创业板试点,以后会全面推广,资本市场也将因此进入一个全新的发展阶段。在这个时候,再次强调提高上市公司质量,显然有着战略上的考量。

一般说提到提高上市公司质量,人们很容易想到的是要改善上市公司的经营效益。这当然是对的,但应该说提高上市公司质量并不仅仅局限于企业效益层面,还涉及公司治理以及信息披露等。如果某家上市公司依靠其相对垄断优势获得了较好的经济效益,但治理结构不完善,形

成事实上的内部人控制,信息不透明,决策不民主,构成了对普通投资者利益的重大侵犯,那么这样的公司也就不能被认为是一家高质量的上市公司。还有,有的公司虽然经济效益也还过得去,但管理上不符合现代企业制度,募集资金没有得到很好的利用,业务扩展轻率,资本运作方面没有产生预期的效果。虽然作为一家普通企业,它似乎还能过得去,但是作为上市公司,显然是有负于社会公众的期待与要求,在资本市场上就是一个落伍者。试点注册制后,对公司质量的评判,客观上是交给市场来完成,在这里公司的信息披露将起到重要作用,没有充分、完整的信息披露,投资者无从对企业有清楚的认识,甚至出现严重的误判,这不仅损害了投资者的利益,也会给资本市场带来不稳定因素。而如何提高上市公司信息披露的质量,应该成为提高上市公司质量的一个重要组成部分,这既是注册制改革的需要,也是证券市场平稳发展、长治久安的需要。

人们注意到,《意见》中就有关于强化退市制度安排的内容。对于已经上市的公司,如果质量差,不再符合上市条件,就不能姑息,要坚决予以清退。由此人们也想到,对于还在申请上市的公司,也应该严格要求,如果有明显瑕疵的,就完全没有必要为顾及扩容数量而作弹性处理,应该把好进入与退出关,强化信息披露的要求,努力全方位地提高上市公司质量。这样多管齐下,沪深股市的上市公司质量一定会上一个台阶,中国股市也必将因此而表现出更大的活力。

(作者系资深市场研究人士)

诺奖拍卖理论对现实经济的指导意义

□ 蔡恩泽

2020年诺贝尔经济学奖颁发给美国经济学家保罗·米尔格罗姆和罗伯特·威尔逊。评委会表示,两位学者用自己的见解设计新的拍卖方式,他们的发现“使世界各地的卖家、买家和纳税人受益”。有趣的是,威尔逊是米尔格罗姆的论文导师,此次算是“师徒”二人共享这一奖项。

拍卖在资源配置方式中,是十分古老的形式。考古学家的研究资料表明,早在几千年前,巴比伦人就通过拍卖的手段,使每一个姑娘都能体面地嫁出去。在罗马时期,叛军们甚至曾用拍卖决定皇帝宝座的归属。进入现代社会,拍卖的应用无处不在,从电信频段的分配,到搜索引擎的竞价拍卖,从电力资源的调配,到倒闭企业的破产重组,拍卖都发挥着十分重要的作用。有些貌似与拍卖无关的资本市场现象,例如股票交易,从本质上讲,也可以归结于拍卖问题。甚至我们每天用的搜索引擎,也是运用了拍卖原理。

拍卖理论有很重要的社会价值,它使得买卖双方能在透明的市场交易中,也能够形成清晰而有活力的交换,这个交换过程既能创造更加多元的消费场景,还能实现买卖双方的价值最大化。

拍卖无处不在。受新冠肺炎疫情影响,世界经济增长速度下行,市场主体纷纷倒闭,市场资源重新组合的频率越来越高,拍卖的市场交易也会越来越普遍,通过竞价拍卖的公平形式占有市场资源越来越被人们接受并积极参与。从这个角度来看,威尔逊和米尔格罗姆的拍卖理论在当下有着一定的指导意义。

传统拍卖分英国式和荷兰式两种。英式拍卖是从低价开始,然后逐渐抬高,竞标者从上一轮价格中获得进一步估价的信息,越往后越能掌握更多的信息,他们根据自己的实力出价低于自己的估价。荷式拍卖则是从高价开始,依次降低价格,直到有人出手,这种拍卖不会产生任何新的信息。

无论是英式拍卖还是荷式拍卖,都会产生一种叫作“赢家诅咒”的问题,即中标人是对标的物估计得最乐观的人,而他出的价很可能高于实际价值。也就是说,中标人常常是输家。中标后反而诅咒自己,快乐并痛苦着。

令人欣慰的是,威尔逊创建了具有共同价值的拍卖理论,这种价值在事先不确定,但最终对于每个人都一样。米尔格罗姆则制定了更为笼统的拍卖理论,不仅允许出现共同价值,而且允许出现投标人之间的不同私人价值。当出价者在出价过程中了解彼此的估计价值时,这种方式将给卖方带来更高的预期收益。

以往的诺贝尔经济学奖似乎很宏观,很遥远,又很玄乎,甚至有点虚幻。与诸多诺贝尔经济学奖表彰的经济研究成果“高大上”相比,米尔格罗姆和威尔逊研究的拍卖学说似乎更为“接地气”,从小处着手,通过巧妙构建拍卖定价的“小制作”,对卖方、买方和行政机构酿成同向的微观激励,从而推动多方合作,共同解决产业发展、公共事业建设等“大问题”,从而更贴近市场经济,更贴近市场主体,因而更受人们关心。

(作者系财经媒体专栏作家,晶苏传媒首席分析师)

■ 大视野

外汇风险准备金将助力人民币市场化改革

□ 王勇

日前,中国央行决定自10月12日起,将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0。这是基于今年以来市场对人民币汇率预期平稳、跨境资本流动有序,以及市场供求平衡的基本形势所做出的举措。预计下一步,央行将继续保持人民币汇率弹性、稳定市场预期、保持人民币在合理均衡水平上的基本稳定。由此可见,外汇风险准备金是助力人民币汇率市场化改革的重要政策工具。

作为要素市场的重要价格,人民币汇率是有效配置国内国际资源的决定性因素之一。加快人民币汇率制度改革,扩大人民币汇率浮动幅度,都有利于增强人民币汇率浮动弹性,优化资源配置效率,增强市场配置外汇资源的决定性作用,加快推进经济发展方式转变和结构调整。随着人民币汇率市场化形成机制改革的推进,人民币将与国际主要货币一样,有充分弹性的双向波动会成为常态。当然,如果汇率在市场化改革过程中因种种原因出现异常大幅升值或贬值,央行也将实施必要的调节和管理,所以,我们还是要密切关注央行政策工具的调整动态。

这里要说的政策工具主要就是外汇风险准备金,它可以对冲外汇市场顺周期波动,达到逆周期调节的作用。外汇风险准备金创立于2015年,当时为抑制外汇市场过度波动,央行将银行远期售汇业务纳入宏观审慎政策框架,自当年10月15日起开展代客远期售汇业务的金融机构收取外汇风险准备金,准备金率定为20%。到了2017年9月,央行及时调整前期为抑制外汇市场顺周期波动出台的逆周期宏观审慎管理措施,

将外汇风险准备金率调整为0。2018年8月,受国际汇率变化等因素影响,外汇市场出现了一些顺周期波动的迹象。为加强宏观审慎管理,促进金融机构稳健经营,央行再度下发通知,自8月6日起,将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0调整为20%。今年10月,央行又决定自10月12日起,将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0。

央行在此时调整外汇风险准备金率,一是当前外汇市场运行稳定,市场供求平衡,不存在引发外汇市场非理性波动行为,资本外流压力大幅降低,因此可以降低风险准备金率,从而有利于降低企业办理远期售汇业务的财务成本。二是近期人民币汇率升势强劲,从6.79快速升值至6.69,今年以来中间价和收盘价累计升值了5%左右,此时将风险准备金率从20%降到0,将有助于平衡外汇市场供求关系,抑制远期人民币升值预期,充分发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用,进而为下一步人民币汇率市场化改革营造良好环境。

从未来改革取向看,仍然需要按照“更好发挥市场的决定性作用—提高中间价透明度—调整波动限制区间直至取消”这“三步走”的改革思路,继续推动人民币汇率形成机制改革朝市场化方向迈进。具体而言,一是坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。继续坚持不进行外汇市场常态化干预,让市场供求决定汇率水平,央行外汇干预主要针对汇率无序波动和“羊群效应”,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

二是继续保持人民币汇率弹性,更好地发挥汇

率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用。只有增强人民币汇率弹性,才能有助于对冲外部不确定性不确定性的冲击,保持货币政策自主性,有利于加快形成“双循环”的新发展格局。

三是更加注重预期管理和引导。退出常态化干预后,预期管理和引导的重要性进一步突出,央行将继续通过多种方式合理引导预期,为外汇市场的有序运行和人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定创造条件。

四是把握好内外部均衡,在一般均衡的框架下实现人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。市场化的汇率有助于提高货币政策的自主性、主动性和有效性,促进经济总量均衡、结构均衡以及内外均衡。而经济总量均衡、结构均衡以及内外均衡和高质量发展基础,又能推动实现人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

五是努力创造条件让人民币汇率平稳实现“清洁浮动”。当下更重要的是继续稳步深化人民币汇率市场化改革,坚持金融服务实体经济的原则,为基于实需原则的进出口企业提供汇率风险管理服务,稳步推进人民币资本项目可兑换,推进人民币对其他货币直接交易市场的发展,完善人民币跨境使用的政策框架和基础设施,支持人民币在跨境贸易和投资中的使用。待上述基础条件成熟后,再择机继续扩大人民币对美元汇率的波动区间,完善以市场供求为基础、参考一篮子货币调节、有管理的浮动汇率制度,进而向“清洁浮动”稳步迈进。

(作者系中国人民银行郑州培训学院教授,人民币国际化与可兑换研究中心主任)

转板上市为中小企业发展提供新机遇

□ 刘胜非

近日,中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案(2020—2025年)》(以下简称“实施方案”)提出支持在资本市场建设上先行先试,建立新三板挂牌公司转板上市机制。随后,证监会相关部门表示正抓紧研究出台新三板精选层转板相关规则,新三板挂牌企业转板上市事宜再次受到市场的广泛关注和期待。

早在6月份,证监会针对新三板精选层转板上牌就已出台了《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》(简称“指导意见”),明确了新三板挂牌公司转板到沪深交易所上市的基本原则和主要制度安排,此次实施方案的出台以及监管部门公开表态,无疑为转板上市的落地实施注入“一剂强心剂”,后续相关配套规则如能尽快颁布,则新三板精选层转板上市将更具操作性和可实现性,从而进一步打开企业成长与发展的空间,让中小企业资本运作更具灵活性,为中小企业发展提供新的机遇。

新三板挂牌公司直接转板上市能够有效提升资源的流动性,推动资本跨板块自由流动,通畅资本要素配置路径,力促资源流向发展潜力较大、具有重要影响力的企业,引导和促进社会资本调整产业布局,强化资本市场助力创新、创业中小企业的成长与壮大,推动国家经济高质量发展。同时,也让中小企业更好地找准自身发展定位,增强企业的预期和信心,推动资本、产业与技术的高效良性循环与互动。

在我国现行的多层次资本市场体系中,新三板作为全国性的非上市公司股权交易平台,具有举足轻重

的作用。新三板总体服务于规模较小、成长性良好的初创型企业,其凭借小额、多元、快速、灵活的融资机制和引入做市商等特色制度安排,逐渐成为资本市场服务中小微企业的重要平台,吸引了大量的中小微企业的进入。尽快打通新三板与交易所市场的通道,不仅能加快提升新三板市场功能,并且能加速推动A股市场的生态变化,让A股市场迎来更多新鲜“活水”,净化市场环境。

比如,目前创业板定位于服务成长型创新创业企业,支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合企业,亦是孵化创新型、成长型企业的摇篮,与新三板市场的挂牌企业有更多的共同点与交集,直接转板能实现双向互动。据Wind数据显示,截至10月15日,新三板实现转板上市的企业有182家,其中74家在创业板上市,19家在中小板上市,占新三板转板上市的比例为51.10%。随着转板上市规则进一步细化和明确,以及创业板改革的深入推进,预计新三板转板上市的企业家数会进一步提高。

按照目前指导意见的规定,转板上市的前提是在精选层挂牌满一年,转板上市条件应当与首次公开发行并上市的条件保持一致。由于进入精选层意味着企业已完成挂牌公开发行,因此直接转板上市属于市场内部变动行为,不再涉及股票公开发行的企业公开发行并进入精选层相较于沪深交易所的发行上市条件,在规模、市值、财务指标和信息披露要求等方面均有一定差距。因此,新三板的优质企业可以利用公开发行融资并进入精选层提前获取资本要素并不断完善企业经营管理体系,加速提升企业规模、市值和盈利水平,增强核心竞争力,为企业通过直接转板登陆A股市场创造有利条件。

根据《非上市公司公众公司监督管理办法》、《全国中小企业股份转让系统分类管理暂行办法》等法规要求,挂牌公司实施公开发行需聘请保荐机构,保荐机构要结合公开发行并进入精选层的条件,对挂牌企业业务发展、公司治理、合规经营、持续盈利、财务信息等多方面进行尽调与核查,并发表明确意见。鉴于,新三板精选层转板上市,在一定程度上将中小企业的IPO进行前置,将发行与上市予以分离,在拓宽中小企业融资空间的同时,利用关口前移的方式,让该部分企业提前接受较高标准的规范,并接受市场和广大投资者监督。并且,经过申请转板上市,再由券商作为上市保荐人进行审查把关并出具相关意见等如此多轮的合规、市场检验和责任落实后,将进一步夯实转板企业的合规基础,提高上市公司质量。

可以预见,转板上市配套规则的建立和完善,不仅给企业发展提供了新机遇,也对企业提出更高标准和要求。作为资本市场微观主体,企业是多层次资本市场运行和发展的基础,合法合规经营是企业持续稳健发展的生命线。除了良好的业务前景和盈利水平,完善的法人治理结构、有效的内控机制、科学的财务核算和充分的信息披露等也是影响企业进入精选层并成功转板上市的重要因素。新三板精选层实现转板上市的这种“渐进式”方式,能让企业接受更多的考验,也能更加符合资本市场监管的要求,在一定程度上可以降低市场的投机主义行为,让企业的上市规划更加长远,决策更加理性。资本市场在满足包括中小企业在内的各类型企业资源配置和发展需求的同时,能更好地保护广大投资者的合法权益,降低市场运行风险,推动多层次资本市场体系更加稳健地运行。

(作者系资深投行人士)