

人民币升值预期有助于股市持续走强

□唐震斌



唐震斌

经济学博士,高级经济师,现为中国民族证券研发中心资深研究员

此次加息并没有对股市走势产生什么显著的负面影响。周二沪深股市均有小幅上升。

大盘走势为什么会出人意料?一方面,由于本次利率上调的幅度较小,属于比较温和的紧缩政策,对整体经济及企业盈利的影响不会太大,而且有助于巩固宏观调控的成果,促进国民经济持续快速健康发展;另一方面,加

息不会从根本上改变目前我国资金流动性充裕的局面,相反,加息后有可能进一步提升人民币升值预期,刺激境外资本流入。因而,人民币升值预期成为支持我国股市走强的根本原因之一。

为什么这么说呢?因为,汇率变动将通过影响国际资本流动,改变股市中资金供求关系,最终对股市价格波动产生影响,故汇率的升值趋势将有助于营造股市牛市。一般而言,本币升值预期会导致该国国际收支平衡表中“资本和金融项目”出现较大的贷方金额,吸引国际资本流入,获得以本币计值的资产的升值收益。同时,本币升值会形成将外币资产转换为本币资产的大趋势,由此增加了本币资金的供给。而且,国际流动资金的根本目的在于获取一国货币升值的差价收益,具有较强投机性,主要投资于容易变现、流动性高的证券市场,进而推动该国证券资产价格上涨。实证分析表明,在本币升值过程中,日本和韩国等经济体均出现了一轮波澜壮阔的牛市行情。

事实上,一国在经济高速增长时期往往会遇到汇率升值的压力,如德国和日本在“二战”后都曾经历了经济高速增长和汇率的升值压力。改革开放以来,我国一直以年均9%以上的增长速度发展,综合国力大大增强。我国实体经济的良好增长势头也为人民币升值提供了强大的基本面支持,因而人民币继续升值已是大势所趋。

但是,考虑到我国对外贸易的高依存度和外贸结构的缺陷等因素,人民币过快及连续升值,既不利于我国汇率改革的顺利推进,也会影响到我国经济增长的稳定性,如可能会减少以出口为主导的劳动密集型行业的边际利润,造成较大的就业压力。因此,我国将实行渐进、温和的汇率制度改革,人民币也将保持渐进、小幅升值的趋势。据此预计,近期央行不会对汇率制度进行大的调整,而是在既定的框架内延续小幅渐进式升值趋势,“边走边看”,小步碎行。

在我国仍实行外汇管制且人民币汇率存在低估可能的情况下,政府出于稳定经济的考虑,不太可能采用一步到位的方式重估币值,而是采取逐步到位的升值方式,这样反而刺激了市场对人民币进一步升值的强烈预期,国际资本将持续流入我国。

从近期看,人民币升值有加快的迹象。今年以来,我国外部失衡问题日益突出。2006年1至7月我国实现贸易顺差759.5亿美元,单月贸易顺差屡破纪录。相应的,6月末我国外汇储备达9411亿美元,同比增长32.37%,并且预计到年底,贸易顺差和外储储备都将再创新高。这既为我国经济持续发展提供了充沛的活力,同时也带来不少新问题,如国际贸易摩擦加剧、国内资源和环境的约束增大、人民币被动投放过大、市场流动性泛滥等。

高额的贸易顺差和外储储备,已经成在低通胀影响我国宏观经济和货币政策的主要问题,不但增加了人民币升值的压力,而

且制约了货币政策的独立性。在我国现行结售汇制度下,央行在收购外汇的同时,被动向市场投放了大量的基础货币,导致市场流动性泛滥,加上商业银行的放贷冲动,造成信贷猛增、投资膨胀、资产价格上升,经济有趋热迹象。

现在,不少人士已意识到当前我国的一系列经济问题都是与汇率有关的。虽然提高存款准备金率、发放定向票据等措施能在短期内缓解流动性过剩的问题,但解决问题的最根本途径之一还是要加大汇率改革力度。央行在二季度货币政策报告中明确指出:要“适当发挥汇率在实现总量平衡、结构调整及经济发展战略转型中的独特作用”。

有鉴于此,我们认为下半年人民币的汇率弹性将逐步增强,升值步伐将会有所加快,近期央行可能将放宽人民币目前的0.3%单日交易波动区间,支持人民币汇率走强且更具弹性,最近人民币的走势也充分支持了

上述观点。

近日,美联储宣布暂停加息,美元走势开始趋软,由此也继续加大了人民币的升值压力。为了减轻人民币的升值压力,我国央行以往有意维持中、美利率利差约3个百分点,以抑制热钱的涌入。但是,在美联储暂停加息后,美元市场利率开始回落,目前1年期美元LIBOR(伦敦银行间同业拆借利率)与我国1年期央行票据的利差只有2.5%左右。在人民币与美元利差收窄的背景下,我国央行实施加息无疑将进一步缩小本、外币利差,由此将会提升人民币的升值预期,通过各种渠道流入我国的外汇资金将有增无减。

这次加息体现了管理层加强本、外币政策协调的政策意图,并没有采取人为压低人民币利率、扩大中美之间利差等办法来缓解人民币升值压力,而是让人民币逐步回归至合理水平。央行宣布加息后的首个交易日,人民币对美元汇率即上升38个基点,并创下汇改以来的新高。

我认为,人民币升值趋势将有助于我国股市的持续走强。首先,人民币升值过程本身就意味着我国整体经济实力的增强,股市上涨是对基本面的一种正常反应;其次,随着人民币升值的预期强化,国际流动资金将不断流入我国境内,庞大的外汇储备需要投放相应的人民币资金进行对冲,从而会有效地增加股市的资金供给;第三,人民币升值将诱使本国投资者和外国投资者大量持有以人民币计值的、流动性较高的证券资产,除了QFII等合法进入中国的投资性资金外,预计还会有更多的外资会透过各种渠道渗透到我国证券市场中。

尤其是在人民币升值是持续、渐进的预期下,汇率问题将成为支持我国股市长期向好的重要因素,人民币升值预期将成为今后几年我国证券市场反复经营的投资主题之一,投资者可重点关注那些能从人民币升值中受益的行业,如房地产或存在较多外币债务的上市公司等。

应对外资过度并购的七大法律建议

□程红星 王兴林

中国经济增长奇迹对外资的吸引力日益强劲,加之中国稳定的政治环境、巨大的市场潜力以及一系列对外开放的法规和办法的出台,给外资进入中国市场提供了契机。中国现已成为亚洲最大的外资并购市场。近年来,外资并购日益活跃,并购数量与并购金额快速上升。尤其是近年来外资将并购目标转向具有技术垄断、区域市场垄断、资源垄断、政策垄断等行业的排头兵企业。

适度的外资并购有利于我国实现工业化,解决我国经济发展中所需要的资金,有利于国有经济战略重组,带来先进技术和管理经验,提高效率。但过度的外资并购将对国内的产业产生负面影响。为此,本文提出了外资过度并购的七大法律对策。

发生的并购,且该并购将对国内产业产生重大影响的,只要并购当事人之一或双方在中国有生产设施或销售场所,或当事人向中国出口且共同占有中国某一特定产品销售的重大比例的,无需考虑该并购行为发生地及该行为当事人的国籍,“效果标准”(effects test)都将适用,中国反垄断法都可具有域外效力。相关的域外并购应接受我国主管机关的审核。

根据我国的产业实际,应当对域外并购实施管辖权的标准作如下规定:并购方应在对外公布并购方案之前或者报所在国主管机构的同时,向我国主管机构报送并购方案。主管机关应审查是否存在造成境内市场过度集中,妨害境内正当竞争、损害境内消费者利益的情形,并作出是否同意的决定。

另外,虽未达到以上所述情形,但是应具有竞争关系的国内企业等相关部门的请求,商务部或国家工商行政管理总局认定外国投资者并购的市场份额达到支配地位,或者存在其他严重影响市场竞争或国计民生和国家经济安全等重要因素的,也可以要求外国投资者作出报告,有关主管机构可酌情审核。

(二) 将反垄断法与产业政策相结合,规范外资收购

我国目前关于外资并购产业安全方面的规定鲜见。因此应根据国家的产业政策和行业的竞争实际,制定实施外资并购的“渐进式开放”政策并逐步实施。在对我国各个产业进行详细调查的基础上,将外商,当放松反垄断法的执行力度,规定较少的股权限制,有意识地使外商公司正常地介入竞争,把民族工业和国有企业推向国际竞争的层面。另一方面,对于处在发展初期的幼稚产业和关系国计民生的支柱产业以及特定行业的国有龙头企业,应严格控制外资公司的并购介入。

另外,对于我国目前的《外商投资产业指导目录》也应当进行修订。对于一些关系国家战略和敏感性行业(如机械制造

业和会计、审计业)应当明确限制外资并购和控股。

(三) 构建外资并购中的产业安全审查制度

实际上,反垄断法很难适用于企业并购案。理论上,反垄断法是旨在消除或者降低由外资并购所导致的行业垄断,而不能解决外资并购所引发的产业安全问题。为此,可以参照国外成熟经验,建立中国外资并购国家产业安全审查制度,建立统一的经济安全审查委员会,以代替目前多个部门监管外资的混乱局面,对外资并购事件进行调查和判断,吸纳民间商会、协会和一些国内企业的研究部门加入。审查应主要集中在战略性产业,包括工业、农业和金融等服务业中的关键领域。

(四) 健全外资并购审查机构

设立具有高度独立性和权威性的反垄断执法机构尤为必要。具体而言,建议成立专门的外资审查委员会。对外资并购,凡涉及产业政策、国家安全的,都应由外资审查委员会对外资并购进行国家经济安全、国防安全和社会公共利益方面的审查。根据外资并购中反垄断的实际需要,必须赋予反垄断执法机构相应的职权,不仅应包括行政权,而且还应包括准立法权和准司法权。

(五) 构建外资并购反垄断中的异议制度和私人诉讼制度

对外资并购中涉及垄断因素的,有关主管机关应将收购意向公布,并规定一定的异议期。有关受影响的竞争者、中间商、零售商、消费者和公共团体可作为有利害关系的利益相关方提出异议,要求主管机关举行听证。另外,如果监管机构对外资并购反垄断审查违反规定或触犯相关利益的,相关利益方可提起诉讼。

(六) 加强外资并购后的反垄断规制

对于外资并购后的滥用市场支配地位所进行的不正当竞争行为应进行实时监控。首先,应建立并购的外资定期报告制度,规定控股公司须按期将其在该阶段内的生产经营状况和财务数据向有关部门报告,并规定该控股公司就有关的质询向负责审查的部门做出回答。对于并购外资公司或分支机构滥用市场优势、影响我国国内市场竞争秩序的,我国《反垄断法》可以借鉴欧美竞争立法中的“同一实体规则”加以控制。另外,有必要定期对重要的行业进行评估,确定是否存在垄断。重要行业指



近年来,外资并购日益活跃,并购数量与并购金额快速上升 郭晨凯 制图

(一) 加强对外资垄断性并购的法律规制

由于目前我国外资并购规范的模糊性,导致在一些行业发生的并购行为,早已超出了目前中国相关法律法规的底线。因此,我国亟需构建防范外资垄断性并购的制度。

1、制定统一的外资并购法以预防外资垄断性并购

目前,我国规制外资并购的法规主要是2003年《外国投资者并购境内企业暂行规定》、2005年《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》和2001年《关于外商投资企业合并与分立的规定》。《外国投资者并购境内企业暂行规定》设置的外资并购反垄断审查程序对外资合并境内企业不适用。《关于外商投资企业合并与分立的规定》,仅适用于外商企业之间的合并,不包括收购和外商企业并购境内其他企业。我国正在制订的《反垄断法》虽然在一定程度上可以对外资并购反垄断的“母法”,但《反垄断法》草案仅对垄断协议、禁止滥用市场支配地位和控制经营者集中三大制度和作了总的规定,对于外资并购仅规定了“经营者集中的事先申报审查”制度,除此之外并没有特殊的规定。我国现行的《外国投资者并购境内企业暂行规定》对于外资并购的垄断、产业安全、国家安全的没有具体的规定,仅在其第19条规定了外国投资者并购可能导致垄断时的报告制度。

因此,对于外资并购的审查需要专门的法律依据,建议在《反垄断法》的基础上,根据我国市场的实际和外资并购中国企业的现状,制定一部统一的、涵盖外资并购各方面内容、效力位阶较高的外资并购法。

2、合理确立外资并购中垄断状态的认定标准

(1) 针对不同行业确定反垄断市场支配地位的标准。《反垄断法》草案以经营者在相关市场的市场份额为依据,在借鉴国外成熟经验的基础上,明确了可以推定经营者具有市

场支配地位的3种情形:一个经营者在相关市场的市场份额达到1/2以上的;两个经营者作为整体在相关市场的市场份额达到2/3以上的;三个经营者作为整体在相关市场的市场份额达到3/4以上的。这样的量化规定没有完全考虑中国的实际。中国除了自然垄断性行业外,大部分行业以区域为中心,分散度极高,相关经营者的市场份额不需要达到1/2即可取得市场支配地位。建议在判定外资并购后其市场支配地位时,可适当结合不同行业考虑降低判断标准。

(2) 科学界定相关市场。相关市场的界定是确定外资市场集中度的关键。目前国内相关法律在这方面有些模糊,建议在考虑外资并购时将市场分为非集中、中度集中和高度集中三种类型。然后再根据细分的市场来确定产品/服务的相关市场。这样可防止外资通过并购在细分的市场上取得支配地位。

另外,在外资垄断性并购中,在界定相关市场时,一定要考虑相关地理市场,以防止外资并购在一定区域性的垄断地位的形成。此外,由于各种产品千差万别,建议将来的外资并购法仅对相关市场的界定原则做出规定,具体的界定方法留给司法机关通过实施细则做出。

(3) 对于外资行业垄断性并购进行严格审查。应按照行业关系,将外资并购区分向并购、垂直并购和混合并购。鉴于这三种外资并购对竞争危害的程度不同,建议对具有行业性垄断特征的横向并购进行严格审查。

(4) 外资境外并购时主张中国外资并购反垄断规定的域外效力。

世界上许多国家都开始仿效美国的做法,主张反垄断法的域外效力原则保护本国国民利益。对于外资境外并购,若对国内的相关产业市场竞争产生影响,我国有关主管机构也应该采取美国经验,主张中国反垄断规定的域外效力,对该境外并购实施管辖权。对于非中国企业之间

关系国计民生的行业和国家的支柱产业,在这些产业中,应重点控制外资公司可能形成的垄断局面,确保国有资产的控股和主导地位。只有这样,才能带动我国产业结构的升级,实现结构优化效益。

(七) 拟被收购上市公司的对策

作为可能被“斩首”收购的国内上市公司,应在法律许可的限度内,积极采取反收购措施。结合中国的法律法规,从可操作性上看,建议中国公司在公司章程中规定诸如毒丸、金色降落伞、公司高管离职或公司合并的多数表决原则和股权激励计划;另外应当承认股东表决权拘束协议和股份转让限制协议作为反收购措施的合法性。

此外,证监会应当严密监控外资二级市场收购中的信息披露,尤其是要要求外资收购者在披露时重点揭示收购的目的和后续计划,以便为投资者正确了解公司的投资价值,防止外资在并购后损害投资者利益。对于通过一致行动或实际控制人进行并购的外资,证监会应当严密监控。

交易所可从加强投资者教育角度防范外资并购上市公司带来的投资风险,加大对外资并购信息披露和二级市场交易行为的监管力度,对外资并购国内上市公司实施有效监管。

(作者简介:程红星 深圳证券交易所博士后工作站民商法学博士;王兴林 北京大学法学硕士研究生)

外资过度并购有五大负面影响

过度的外资并购将对国内的产业产生负面影响。目前我国外资并购的势头迅猛,而且正向各行各业扩散,如果任凭外资过度并购,将会出现以下不利后果:

(一) 将会使中国经济的竞争力下降

外资并购采取的策略是争夺国内市场份额,以达到消灭竞争对手(主要是中国企业)的目的,如果其目的达成,中国经济竞争力将会受到严重影响。目前,国际啤酒巨头已把中国啤酒企业和市场瓜分得差不多了;可口可乐已经占有70%以上的中国饮料市场份额,而大中型城市大型连锁超市80%的市场份额也已经被外资占据。如果任由这种形势发展下去,中国市场将逐渐被外资占据,中国经济将失去竞争力。

(二) 威胁国家产业安全

从宏观整体开放水平来看,我国接近60%的贸易依存度、高达10%的外国直接投资资本形成依存度、不到4%的自主知识产权率、接近40%的基础能源依存度以及外资对核心产业的高控制率,决定了中国这个发展中的经济大国在未来必将面临十分严峻的产业安全问题。目前,外资并购的对象已经转向技术垄断、区域市场垄断、资源垄断、政策垄断等行业企业。这些企业是国家战略利益的主体,关系到产业安全和国家经济安全,这些企业被大量并购,加大了产业风险,弱化了我国产业的竞争力,固化了我国产业在国际分工中的不利地位。

(三) 不利于民营和中小企业成长,影响经济的可持续发展

中国的民营企业 and 中小企业处于起步阶段,各种制度有待于完善。如果允许外资不受限制地进入,一方面,在外资的参与和国际投资者

的推动下,国内民营企业和中小企业之间的收购和恶性竞争现象加剧,另一方面,国内新兴产业中尚显稚嫩的民营企业来说,实力雄厚的外资可轻易地将这些企业收购,而那些处于发展起步阶段的企业则会过早地出局,最终破坏中国民营企业发展的大好局面。

(四) 影响我国企业的自主创新

外资的过度并购对中国企业的自主创新有强烈的抑制作用。在自主创新战略引导下,一些中国企业好不容易建立起自主创新体系和知识产权体系,如果被外资利用资本优势收购,整个企业的自主创新体系必将被破坏。在此过程中,首当其冲的将是中国具有自主创新潜力的科技型中小企业。改革开放以来,科技型中小企业人均技术创新成果是大企业的2倍,一流创新成果是大企业的1.9倍。如果外资对中小科技型企业实行大规模并购,那么我国的自主创新能力势必受到严重影响。

(五) 影响资本市场的健康稳定发展

目前,外资的并购战略主要集中在我国行业龙头和领先地位的企业。而这些企业大部分集中于我国的资本市场,股权相对分散的企业更可能是外资并购的主要对象。据统计,目前沪深两市第一大股东持股比例小于30%、无限售条件的流通股占总股本比例在50%以上的公司有182家。其中,第一大股东持股比例小于20%的有56家、小于10%的也有4家;无限售条件的流通股股份占总股本比例在70%以上的公司有27家。一旦外资加入或者推动国内企业之间的恶意收购,并导致像国美收购永乐并迫使永乐退市的现象大规模发生,必将对市场产生很大的影响。