

■上观观察家

# “升值”并非人民币的唯一选择

人民币升值与否不仅将直接影响中国的进出口形势、央行巨额外汇储备价值和国内流动性状况,最终也将影响整体经济的稳定和全民财富的再分配。“升值”并非人民币的唯一选择,对中国最现实、最有效的选择应该是改变人民币升值预期,采取类似香港联系汇率制度的选择,在现有人民币汇率基础上,盯住美元,保持人民币对美元汇率的长期稳定。

◎ 龚含章

人民币升值对于多数中国百姓来说,是一个似懂非懂的问题。在媒体连篇累牍的报道下,许多中国人知道人民币要升值,但对为什么要升值,要升值多少,却不甚了了。事实上,人民币升值问题已经成为一场国际政治经济领域的大博弈,而不管结果如何,受影响最大的,还是中国的老百姓,因为不管富贵、贫穷,我们手里拿的都是人民币。

截至上周最后一个交易日,人民币对美元汇率中间价一周之内从7.0518直线升值到7.0137。按此趋势,人民币极有可能在近期突破7.0关口,步入6字头时代。显然,人民币已经出现加速上涨的势头。

那么,人民币升值对中国究竟意味着什么呢?

按照一些经济学家的说法,人民币升值可以提高人民币购买力,降低进口能源成本,缓解国内通胀压力。但事实上,尽管人民币不断升值,可中国的通胀压力不但没有缓解,反而与日

俱增。自2007年以来,我国的CPI指数逐月走高,今年2月,CPI增幅更是高达8.7%,创下了11年来的单月最高增幅。显然,人民币升值能够缓解国内通胀压力的说法,并不符合事实,而人民币升值带来的危害却显而易见:

首先,中国央行手中持有超过1.53万亿美元的外汇储备,人民币每升值1%,央行汇兑损失就高达1000亿人民币以上。其次,中国出口企业将因人民币升值而逐渐失去竞争力,导致出口下降,大量工厂关门、工人失业。更重要的是,人民币升值的稳定预期吸引了大量热钱涌入中国,直接造成中国外汇储备不正常地高速增长,央行被迫发行大量高能货币,导致中国国内出现流动性过剩,直接触发了通胀抬头的严峻局面。

西方势力压迫人民币升值,说到底,就是一个利字。一方面,如果人民币升值,就可以促进西方对中国的出口,同时抑制中国的出口;另一方面,人民币升值将为泛滥的美元提供一个理想的“泄洪区”和安全的“增值区”:只要人民币升值的预期不变,华

尔街的大佬们就可以无风险地将美元投向中国资本市场,购买人民币资产,坐等人民币升值,等到人民币升值达到一定程度后,华尔街大佬们就可以从中国轻易掠走数不清的财富。

因此从本质上讲,“人民币升值”不过是西方为了自身利益,建构出来的一个概念。西方希望通过舆论的炒作和政治人物的煽风点火来影响人们的观念,让人们觉得“人民币升值”是理所当然的事情,从而形成稳定、强大的人民币升值预期。其最终的目的是要在获利的同时,抑制中国的发展壮大。在这方面,上世纪八十年代日本的教训为中国提供了一个活生生的例子。

人民币升值对西方而言是利益问题,对中国来说则是生死存亡问题。人民币升值与否不仅将直接影响中国的进出口形势、央行巨额外汇储备价值和国内流动性状况,最终也将影响整体经济的稳定和全民财富的再分配。正因如此,中国政府在汇率改革问题上一直采取谨慎态度。自2005年汇改以来,人民币实际上走的是一条渐进式升值之路,这对保证中国经济的稳定发展起到了

重要作用。但是,随着国际、国内经济形势的变化,人民币升值问题变得越来越复杂,如何升值、升值多少,都会成为影响实体经济的关键性因素之一。

近来,有一些所谓的专家学者给人民币开出了药方。有的主张快速升值,一步到位;有的主张人民币要对一篮子货币升值而不是仅仅盯住美元。其实,这两种观点在本质上是一样的,都是主张人民币快速升值。因为,美元相对于欧元、英镑等世界上其它主要货币都是贬值的,人民币如果对这一篮子货币升值,就相当于对美元大幅、迅速升值。这些人认为,人民币快速大幅升值,可以降低人民币升值预期,缓解国内通胀压力。可在事实上,这种说法根本就不成立。如果人民币采取一步到位式的快速升值,那么该升值多少呢?是6:1还是5:1?依据是什么?人民币快速升值后,中国的出口怎么办?央行手中的巨额外汇储备怎么办?国内巨大的通胀压力又该怎么办?

现在,中国出口企业面临美国需求减弱、生产成本上升的双重压力,广东已经出现大批工厂关门的现象。在这种情况下,人民币快速升值只能是对中国出口企业的落井下石。而央行手中的1.53万亿美元外汇储备,也会因人民币升值产生巨额损失。这些钱都是中国用资源和劳动者的血汗换来的,怎么能在人民币升值过程中悄无声息地融化呢?

另外,2007年以来,中国CPI指数的大幅走高与人民币升值是同步发生的。在某种程度上,正是人民币升值的稳定预期引发了外资涌入,进而导致中国流动性过剩、通胀抬头。在这种时候,人民币快速升值是非常危险的。

要避免人民币继续升值可能产生的严重局面,不可能有十全十美的办法,我们只能从最紧迫、最现实的问题入手。对中国来说,现在最迫切需要解决的问题无疑是通胀抬头。而引发通胀抬头的最主要原因之一就是“热钱”涌入导致的流动性过剩,如果不能从源头上消解“热钱”涌入的动能,我们采取再多的紧缩性货币政策,都只能是“海纳百川”,永远也吸不干。

我们必须意识到,“升值”并非人民币的唯一选择,对中国最现实、最有效的选择应该是改变人民币升值预期,采取类似香港联系汇率制度的选择,在现有人民币汇率基础上,盯住美元,保持人民币对美元汇率的长期稳定。只有这样,才能保证央行的巨额外汇储备不再贬值;只有这样,才能减弱热钱涌入的冲动;只有这样,才能确保部分已经涌入的“热钱”。这样的政策虽然可能引来国际压力,但没有博弈,我们的利益就无法得到保障,我们不能重蹈上世纪八十年代日本的覆辙,让中国和平发展的道路阻断在自己的货币上。

## 印花税调整需要综合权衡

◎ 胡月晓

资本流向对宏观经济运行有重要影响。资本市场上投资的对象差异,对实际投资的作用也就不一样。一级市场上的投资能够增加实体经济中的新增资本形成,而二级市场上的投资只是资本所有权的转移而已。印花税是在二级市场的流转环节所征收的税,它的存在增加了存量资本交易的费用,降低了其流动性。存量资本流动性的降低,自然不利于资本结构调整,更进一步也不利于新增资本形成。

然而,现实经济世界中,资本形成和调整的途径是多种多样的,通过资本市场交易进行只是其中的一条而已。从印花税提高交易成本的角度来看,较高印花税率的存在,既不利于资本市场的发展,也不利于资本结构的调整。问题在于,资本结构调整方式首先取决于资本价值的存在形式,即资产的价值形式是否在化为股票等证券形式。通过资本市场平台可以实现资本调整,资本市场的这一平台功能在经济体系中发挥资源配置作用的大小如何,取决于资本市场发展的规模和资本市场在经济体系中的地位,取决于一国经济结构对资本存量调整是通过股权交换还是直接资产买卖、产权交换的形式。显然,在我国这样一个资本市场发展仍处于早期阶段的经济体系来说,后者的资本调整形式是占大多数的。

当流动性由扩张转向下降时,实体经济领域受到的冲击应该得到更多的关注。流动性过剩时期,资本市场上的资产“泡沫”吸收了宏观经济体系中的大量流动性;流动性下降时,资本市场亦还要从实体经济中吸收流动性。如果流动性过剩时期资本市场吸收的流动性对避免实体经济免受价格通胀冲击还有点正面作用的话,流动性下降时期从实体经济吸收的流动性则很可能对真实产出造成冲击。实体价格有刚性,不仅金融资产价格灵活,实体价格的强行下降,通常要以产出的波动为代价。

因此,避免资本市场因流动性波动对实体经济冲击产生的放大作用,引导资金更多地流向实体经济领域将是必要的。印花税对调节资金流向的功能,在这一方面的作用无疑是巨大和直接的。资本市场发展受到多种因素制约,印花税只是其中不起决定作用的一个方面而已。依靠减轻印花税刺激市场发展,仅是从资本市场发展的单方面考虑措施而已,需进一步综合权衡。

印花税的存在,使资本二级市场的吸引力下降,资本更多地流向实体经济和银行系统,有利于增加生产和改善银行业效益。这对于我国当前“治滞”和“金融改革”是大有帮助的。毕竟“治滞”是当前最紧迫的任务,而银行系统资金在我国不能用于股权投资限制的约束条件下,银行体系资金直接作用于生产、消费等实体经济领域,银行体系资金增加意味着直接增加实体部门可运用资金。

先前的政府税收安排计划没有透露印花税调整计划,透露出了政府引导资金和资金流向意图,即将资金更多地导向实体经济领域和银行系统,印花税调整需要综合考虑资本市场发展(符合证券行业利益)、实体经济运行以及对银行绩效的影响,而不能仅考虑一个部门的利益。

# 股市大跌时应鼓励上市公司回购自家股票

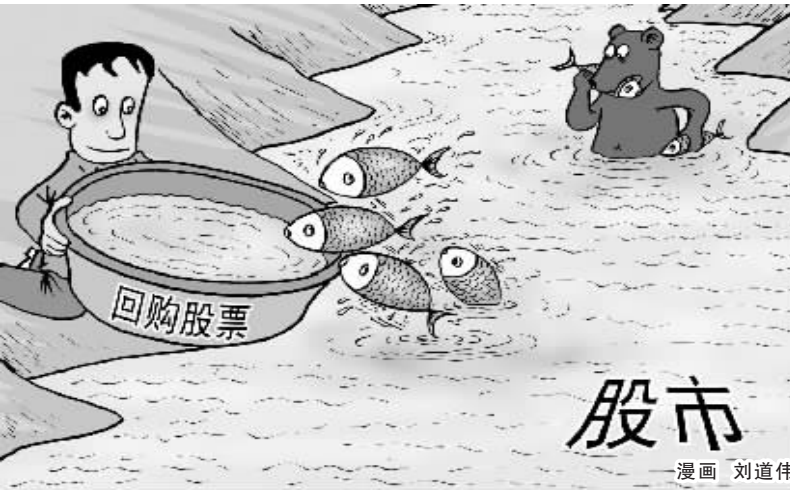
◎ 魏也

从去年10月16日至今,中国股市进入了深度调整阶段,有的股票跌幅超过了70%。但是,迄今为止,A股尚未有上市公司回购本公司股票的行为发生。这不能不说是一个遗憾。所谓股票回购,是指上市公司利用现金等方式,从股票市场上购回本公司发行在外的一定数额的股票的行为。根据成熟资本市场的做法,公司在股票回购完成后既可以将其所回购的股票注销,也可以将回购的股票入库存存。上市公司回购本公司股票主要有两个原因:

其一,稳定股价。由于上市公司对自身基本发展情况最为熟悉,其确定的回购价格在一定程度上较为接近公司的实际价值,因为除非上市公司认为调整底部已到,他们是没有动力回购本公司股票的。因此,这有利于支撑上市公司股价。另一方面,上市公司回购自家股票,可以减少流通股股份,增加每股净资产和每股收益而降低市盈率。这同样有利于股票价格止跌回稳。

其二,可以防止其他公司的兼并与收购行为。为了抵制有敌意的收购行为,许多上市公司大规模回购本公司股票,以维持控制权。尤其在开放竞争性经济国家,其法律为了解保本国公司的控制权,对企业回购本公司股票的限制逐渐放宽。

我们这里鲜有上市公司回购本公司股票,而在海外市场,受次债危



漫画 刘道伟

机冲击股价下跌严重的上市公司,回购本公司股票的做法非常普遍。目前,从全球的情况来看,凡是回购股票的,基本上都是出于稳定股价的需要。香港联交所3月26日披露的数据显示,3月25日共有多家上市公司回购股份,其中包括回购榜上的“常客”联想、TCL通讯、乐声电子、华彩控股等。其中,乐声电子今年连续回购股份的纪录竟达到30次。这种回购行为对投资者信心的树立是显而易见的。

在美国股市同样如此。由于受到次债危机影响,一些股票跌幅较大,一些上市公司便推出股票回购计划,像戴尔、思科等等,股票回购计划都在100亿美元以上。分众传媒创始人江南春于3月20日,以34.19美元

的平均价格购买了10万股分众ADS(美国存托股票),显然是想通过业内最通行的做法显示对公司发展的信心。

就中国股市目前的状况而言,稳定股价的意义是首当其冲的。但是,却鲜有上市公司这样做。这与两个原因有关:

其一,制度原因。早在2005年6月16日,我国就发布了《上市公司回购社会公众股份管理办法(试行)》中,允许上市公司回购股票,但是,这里所指的股票回购具有一定的局限性,它的定义是:“上市公司回购社会公众股份是指上市公司为减少注册资本而购买本公司社会公众股份并依法予以注销的行为。”没有涵盖库存股的情况。所谓库存股又称库藏股,是指由公司购回而没有注销,并

由该公司持有的已发行股份。库存股在回购后并不注销,而由公司自己持有,在适当的时机再向市场出售或用于对员工的激励。但是,由于受到现行法律法规的局限,上市公司回购的股份还不能用作库存股。

其二,利息与责任感的原因。从利益方面来看,上市公司股价波动与高管的薪水、期权等之间没有挂钩,导致上市公司高管对股价的下跌无动于衷。最典型的例子当属中国平安,该公司在回购前股价已经缩水近2/3,但其董事长的税前报酬仍达到6616.1万元。一些上市公司缺乏对投资者负责的责任感。中国股市跌到今天这个地步,与这种责任感的缺失有着直接的关系。去年10月9日,某上市公司股票登上交所,当日收报69.30元,该公司董事长说,该股定价没有反映出其应有的溢价水平,表示对股价不满意,但是,如今,该公司股票已经跌到了40元以下,却也没有再听到该公司高管发出类似的声音,作出积极的行动。

在中国股市持续下跌而放行新基金无法产生效果的情况下,通过修订相关法律、法规,鼓励上市公司回购本公司股票,不失为一个好办法。在股市下跌正在无情吞噬投资者信心的情况下,及时推出上市公司股票回购制度,将能起到四两拨千斤的作用,但是,如果等到信心严重受损再这样做,可能会因失去良机而导致效果大打折扣。

# 估值中枢下移中隐藏的投资机会

当前沪深股市处于最坏阶段正在逐渐过去的时期,这个过程可能会拉得比较长,如何在风险释放的时候把握未来的机会,是投资者群体将分享中国经济增长的果实还是承担市场转型痛苦的分水岭。当然,在市场估值均衡发展过程中,政府有义务去扫除各种障碍,为市场创造其本身应有的环境。

◎ 李国旺

场估值接轨。现在,当三分之二股票可以进入流通时,A股估值正处于与国际接轨的历史进程之中,这是一个从原有供求均衡向新的均衡过渡的时期。

因此,在股改后期,由于大量的限售股解禁,A股估值下移是一个历史趋势。这种历史趋势由于定价权由金融资本向产业资本的转移而改变。问题是,出于对未来大小非减持的恐惧,投资者群体做出比市场压力更大的反应,把那些因为国家战略安全考虑事实上永远不会解禁的部分也当作想象的解禁压力而将指数压往估值中枢的下限甚至更低。

如果这种想象成立,则今年下半年在大小非流通的集中月份可能会出现比上半年更严重的估值中枢向下位移。那今年的行情必然是两头低中间高,即春天和冬天行情可能出现低位,全年的

行情位于夏季。

从目前行情变化的主要力量看,笔者认为A股如此猛烈的急跌,除了供求结构变化造成定价体系解构和估值标准中枢位移的内因外,美国次贷危机造成的对出口增长的担忧、香港市场行情下跌等等外部因素则起了催化作用。不过,换个角度看,这种提前群体想象的压力所形成的短期暴跌,适好为春夏初阶段性的空翻多创造了机会。

大家看到,次贷危机爆发以来,美国市场、香港和沪深市场的跌幅分别是15%、30%、45%,处于危机台风眼或者台风中心的美国资本市场却是震荡相对最少的市场,越是远离台风中心的市场震荡越大,这种“金融异象”,当然与华盛顿积极的市场干预政策和金融工具创新后的风险不断外移有关,但也因为香港市场的流动性有八成是欧美资金的缘故,美国大量资金撤离回国救急,导致港股的过度下跌,而港股的险情又降低了内地投资者群体对A股的估值。也正是因为这种“金融异象”,笔者大胆推断,即使美国代表还要下跌两三年,但以贝尔斯登为代表的美国金融机构的破产为标志,次贷危机对亚洲市场的强烈影响已经阶段性结束,负面影响将

逐渐减弱:由于港股已提前集中下跌,在预先大规模释放了次贷危机可能的风险之后,港股近期将不会再现随华尔街下跌。而港股的企稳,意味着外部因素对A股估值的影响暂时结束,虽然次贷危机对中国出口影响将是长期的,但短期市场的过度下跌仍然会创造出近期的机会。

我们再视角转向内部,从上年夏天开始的从紧政策对股市影响很大,主要原因是从紧政策供给增长的时候资金政策收紧。现在从内外现实看,从紧货币政策的空间在收缩,特别是在价格即利率政策上。今年前两个月外汇储备增量超过1100亿美元,高于去年全年外汇储备增量的四分之一,但贸易顺差只有280亿美元。在中美利差倒挂和人民币加速升值的条件下,热钱正滚滚进入中国。在目前外汇管理体制下,如果继续以利率政策来实现宏观紧缩,恐将提高银行系统的流动性风险,与调控的目标正好相反。在物价高企的大背景下,提高利率既不能减少信贷总量,也不可能减少消费总量,只会提高企业融资成本,通过产品转移推高通货膨胀压力,造成第二层面的调控目标与调控结果相反的情况。如果继续加息并严格控制

## 券商直投: 激活未来的A股市场

◎ 周到

中国证监会近日对券商开展直接投资业务试点作了进一步安排,要求开展直接投资业务试点的证券公司净资本原则上不低于20亿元;最近三个会计年度担任股票、可转债承销项目

在10个以上,或者主承销金额在150亿元人民币以上。当然,申请直接投资业务试点的证券公司,还要有完善的内部控制和风险管理制

度。由于2007年证券行业盈利良好,因而2007年末净资产达到20亿元的证券公司,估计将有30家左右。即便剔除其中少数因不符合最近三个会计年度担任股票、可转债承销项目

在10个以上,或者主承销金额在150亿元人民币以上条件的公司,总数目也不小。直接投资业务的开展,可以在一定程度上改变券商靠天吃饭的“农民”身份,形成新的利润增长点。较多券商能进入直接投资业务试点,意味着管制环境已与以往有所不同。这次直接投资业务扩大试点范围的条件较为宽松,当得

益于对证券公司管制措施的适当放宽。退出渠道的畅通,是证券公司开展直接投资业务的重要前提。目前,相关主体也有这样的要求。《创业投资企业管理暂行办法》第十四条规定:“创业投资企业……对企业的投资,仅限于未上市企业。”第二十四条规定:“创业投资企业可以通过股权上市转让、股权协议转让、被投资企业回购等途径,实现投资退出。国家有关部门应当积极推动多层次资本市场体系建设,完善创业投资企业的投资退出机制。”《产业投资基金管理暂行办法》(征求意见稿)第三十三条规定:“产业基金只能投资于未上市企业”。此外,证监会有关人士曾建议设立封闭式非上市股权投资基金。该类投资基金可以在代办股份

转让系统挂牌交易。当前,我们正在多元化地建立退出渠道:创业板市场将在今年上半年开设;中国证监会非上市公众公司监管部核准成立,在总结中关村代办股份转让系统试点经验的基础上正逐步推动具备条件的高新技术园区有序进入该系统;有关方面正在研究非上市公众公司股票转让和场外交易市场的发展路径;天津滨海新区即将开设柜台交易市场等等。证券公司从直接投资到完成退出,需要几年时间。估计在这几年中,上述退出渠道将次第建成。因此可以说,证券公司与创业投资企业、产业投资基金、封闭式非上市股权投资基金一样,未来怎样退出直接投资的后顾之忧已经解除。

直接投资业务扩大试点,不光是证券业的福音,也拓宽了非上市企业的融资渠道。中信证券等23家公司净资本合计即已达160797亿元。按不超过15%的比例计,预计所有直接投资专业子公司的净资产规模,近期就可能接近在300亿元。随着证券业的做大做强,这一规模也会不断增大。同时,随着更多的创业投资企业 and 产业投资基金的介入,随着封闭式非上市股权投资基金的设立,非上市企业与机构投资者之间已架起了多座桥梁,各投资机构间也会形成一定的竞争。

投资专业机构的发展,有望扩大流通股的比例。“大非”、“小非”解禁后,名义上股份已实现全流通,但实际流通股比例仍只有一小部分。我们要发挥国有经济的主导作用,国有资本必须保持对上市公司的整体控股。“大非”中,鲜有由国有控股公司卖出上市公司股份的行为。境外投资银行开展直接投资业务的时间也不长。1983年,市值最大的投资银行Goldman Sachs Group Inc.通过其银行业务和经纪业务客户的渠道,开始有选择地长期股权投资。至2004年初,其直接投资总额已超过170亿美元。它的大部分早期投资获得巨大成功。实践证明,非上市公司一旦上市或挂牌流通,投资专业机构所持股份往往会很快卖出,所兑现的资金,则选择新的投资项目。A股市场当不会例外。这当然有助于扩大上市公司乃至挂牌公司的流通股比重,进一步激活沪深A股市场。

信贷,结果只能减少内资的市场份额,为外资大规模进入中国市场提供条件。

由上述内、外两方面的分析,笔者认为,当前沪深股市处于最坏阶段正在逐渐过去的时期,一方面,今年4至6月是大小非解禁到期相对较少的月份,这将在相当程度上为市场减少供给压力提振群体信心创造条件,也为夏季A股市场自我修复争取时间;另一方面,从中国与印度等发展中国家的发展水平相比较,25倍市盈率被认为是估值相对合理的价格区间。当前影响指数波动的钢铁、有色、石化类的股票都已大幅下行,似已到达行情随时都可能大幅反弹的估值中枢。所以市场有预期,从4月开始,将会出现阶段性反转机会。

不过,这个最坏阶段逐渐过去的时间过程会拉得比较长,A股行情长期将处于估值中枢下移的过程中,短期价值中枢下移过度,可能是投资的好机会,特别是2008年至2009年大小非集中解禁的时候。因此,如何在风险释放的时候把握未来的机会,是投资者群体将分享中国经济增长的果实还是承担市场转型痛苦的分水岭。当然,在市场估值均衡发展过程中,政府有义务去扫除障碍,为市场创造其本身应有的环境。