

# Opinion

■关注人民币加速升值系列谈之四

## 主张加速升值不能回避三大问题

人民币购买力增强,有可能刺激大宗商品价格加速上扬;如果人民币加速升值,多数出口企业根本无法消化升值带来的价格上涨,可能因此陷于困境;一旦人民币加速升值,“热钱”在更短的时间里达到既定目标,就可能大举撤离,亚洲金融危机的一幕就可能重演。这是我们必须警惕的。

◎ 龔含章

根据中国人民银行授权中国外汇交易中心10日公布的最新数据,银行间外汇市场人民币对美元汇率中间价首度“破7”,为6.9920元人民币兑1美元。今年以来,人民币对美元汇率屡创新高,在三个多月的时间里,以火箭般的速度升值了4.47%,而去年全年,人民币才升值了6.9%。显然,人民币升值有步入快车道之势。

对于这一结果,主张人民币应加速升值的人肯定会欢欣鼓舞,但这并不意味着有关人民币升值的争论已经结束,因为人民币的走向直接关系到中国经济能否保持健康发展的全局,对如此关键的问题,多一些争论,有益无害。

一段时间以来,主张靠人民币加速升值来抑制国内通胀的呼声高涨。归纳众多专家、媒体的观点,其理由主要有三:一是升值可增强人民币在国际市场的购买力,抵消因国际大宗商品涨价带来的输入型通胀;二是人

民币升值能够提高出口商品价格,抑制我国出口,促进进口,增加国内供给,从而平抑物价;三是人民币加速升值,可以降低人民币升值预期,减弱热钱涌入动能,从而减小央行被动发行基础货币的压力,缓解国内流动性过剩局面。

只从表面上看,以上主张似乎有理。但经济学毕竟是一门实证科学,任何理论和观点如果没有实证支持,就不能想当然地把它当作真理。笔者认为,要确定人民币该不该加速升值,至少要回答三个基本问题:人民币加速升值能抑制通胀?升值的目标是多少?升值的后果是什么?

先让我们先看一组数字:2007年全年,人民币升值了6.9%。同期,国际原油价格均价由每桶56美元上涨到100美元左右,翻了近一倍;大豆价格由306美元/吨上涨到495.2美元/吨,涨幅达57.9%;铁矿石价格则在2007年基础上再涨65%。显然,人民币升值幅度远小于中国严重依赖进口的大宗商品的涨价幅度,升值在抵消输入型通胀方面的作用非常有限。

有人会讲,让人民币加速升值,只要升值幅度够大,就可以抵消资源价格上涨的压力。从表面上看,当然是人民币升值越快,在国际市场上的购买力越强。但是我们必须注意,人民币购买力增强,有可能反过来刺激大宗商品价格加速上扬。中国是国际商品市场的大买家,大豆进口量占到全球大豆进口量的42%,铁矿石进口量约占全球的一半。如果人民币大幅升值,中国加大进口力度,必然会反过来刺激国际大宗商品价格上涨,抵消人民币升值对抑制输入型通胀的作用。

如果人民币加速升值,东莞现象就会向全国其它出口企业密集地区扩散,这绝不是危言耸听。中国正处于城市化进程过程中,需要大量劳动密集型产业吸收消化从农村中转移出来的数亿劳动力,这一国情决定了中国必须保证劳动密集型产业规模不下降。如果人民币加速升值,多数出口企业根本无法消化升值带来的价格上涨,再加上美国需求减弱、国内人工成本增加等因素,相关企业就可能面临严重威胁。可以说,“人

民币应该升值多少”是一个所有人心心里都没谱,也不可能准确答案的问题。在谁也无法确定人民币究竟该升值多少的情况下,大谈人民币加速升值,等于是硬要把没有罗盘的航船推向狂风巨浪,其后果将是非常可怕的。

还有人提出,人民币加速升值虽然在一定程度上影响劳动密集型产业的发展,但它可以促进中国产业升级,同时,有助于中国企业实施走出去战略,加快国际化发展。对于这些观点,笔者同样不敢苟同。人民币加速升值对劳动密集型产业的影响不是“一定程度上”的,而可能是毁灭性的。在广东东莞,由于人民币升值、劳动力成本增加等原因,已经有一些出口型企业关门倒闭,大量农民工滞留当地,导致社会治安情况急剧恶化。

至于中国企业实施走出去战略,这本来就是大势所趋,与人民币升值并无必然联系。人民币升值虽然让中国企业口袋里装满了美元,但当我们想要美国的石油公司、澳大利亚的矿山时,不管你有多少美元,人家都不会卖给你,即使卖了,也是设置种种限制,很难获得战略资产的控股权。所以,人民币加速升值对中国企业在外面临的种种贸易壁垒,买不到中国真正需要的东西,人民币升值带来的购买力增强在很大程度上只是虚幻的。

更离谱的是,有些人提出通过人民币加速升值来赶跑涌入中国的“热钱”,这种说法荒唐之极。“热钱”当初进入中国就是冲着人民币升值来的,人民币加速升值等于是降低“热钱”的时间成本,只要利润足够,“热钱”就会高兴而来,尽兴而去,受损的只能是我们。

央行手中的巨额外汇是央行对全体国民的负债,一旦人民币加速升值,“热钱”达到既定目标,就可能大举撤离,央行就要以比当初多得多的美元买回同等数量的人民币,央行的巨额外汇储备就可能在短时间内被急剧消耗,到那时人民币就会由对美元升值变为贬值,亚洲金融危机的一幕就可能在中国重演。这是我们必须警惕的。(作者系新华网财经编辑、专栏作者)

## 上市公司财务造假应追究高管法律责任

◎ 魏巍

上市公司财务造假现象被视为影响全球经济发展的“毒瘤”,财务造假在我国这个尚不成熟的资本市场也时常出现。4月13日,有媒体刊发长篇报道,披露了一家“AAA级信用企业”涉嫌财务造假的丑闻。这家公司造假非常大胆,就连该公司员工都觉得“谎言太低级,几千万元的项目从设计到全部施工完毕仅用了一个月时间。”

上市公司造假的危害非常大。首先,它严重误导投资者。财务数据传递的是上市公司的基本信息,投资者一般都根据财务指标来判断投资对象的成长性,以指导自己的投资决策。如果上市公司在财务数据方面造假就向投资者传递了错误的信息,投资者据此作出的投资决策往往容易出现亏损,甚至是巨额亏损。

其次,冲击社会价值观。上市公司是公众公司,牵涉到千千万万股东的利益,其价值取向与其对诚信的坚守,直接影响着公众的价值观。当上市公司在众目睽睽之下公然造假,将对人们固有的价值观造成严重冲击。比如,当2002年安然公司爆出财务丑闻后,一度使得美国的投资者对整个上市公司的诚信问题产生质疑。

股权分置改革初步完成以后,我国上市公司在财务数据方面造假的动力有了很大不同。过去的财务造假行为大都是以公司利益为目标展开的。比如,某上市公司通过空壳公司设立账外账、虚构来自客户转移虚增利润等10种手法进行会计造假,以防止变成ST公司。

在股权分置改革初步完成后的今年,上市在财务数据方面造假的动力进一步增强,因为他们个人的利益更直接更深层地与股市联系起来。比如,限售股解禁问题,一些上市公司的高管为了让自己所持股票以更好的价格抛售,不惜通过财务造假引导投资者拉高股价,然后乘机高位抛售,牟取更大利益。

因此,现在对于上市公司财务造假问题,应该比以往更加重视,应该采取更严厉的监管措施。在这方面,我们可以借鉴美国的做法,上市公司如果在财务上造假,就追究上市公司高管的责任。

在安然丑闻曝光后,2002年7月,美国国会通过了《萨班斯—奥克斯利法案》。该法案要求上市公司高管在提交公司定期报告时,对报告真实性和准确性以个人名义作出保证,这一规定令CEO和CFO们心惊胆战,因为个人保证书断绝了高管们对公司财务欺瞒责任的抗辩之路。根据美国法律规定,如果上市公司财务造假,而高管仍作出书面保证,将被处以最高达100万美元的罚金,和最高达10年的监禁。如果蓄意造假,则将被处以最高达500万美元的罚金,和最高达20年的监禁。

在财务造假与个人挂钩以后,美国资本市场再也没有出现过重大财务丑闻,可见,上市公司造假严惩高管的效果是非常明显的。所有的财务造假都与公司高管有关,只要断绝了高管的推卸责任之路,上市公司造假的动力就可以消除大半。因此,在我国上市公司财务造假现象屡禁不绝的情况下,不妨借鉴美国的做法,通过立法,让高管对财务造假承担法律责任。这样,既可以确保上市公司财务信息的真实性,保护投资者利益,也能促使整个社会诚信度的提高。

## 信息披露不透明正把理财产品引入绝境

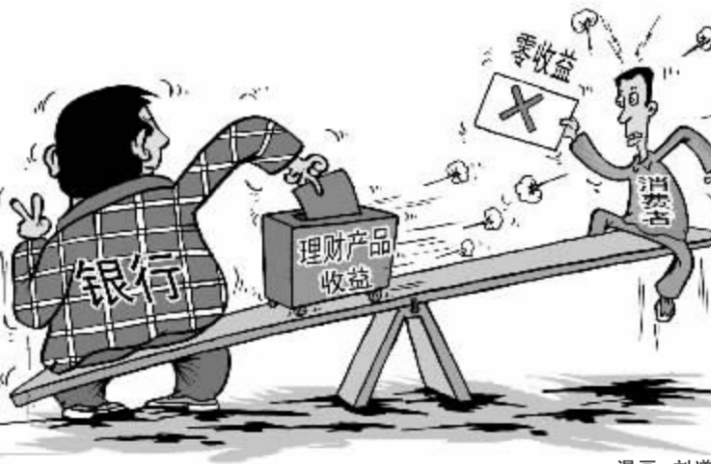
◎ 石胜利

据报道,针对日前闹得沸沸扬扬的银行理财产品“零收益”情况,银监会对部分银行理财产品进行了抽样调查,发现部分银行在开发理财业务的过程中存在较为严重的违规行为,其核心就是未严格且有效执行相关法律法规和监管规章,相关理财产品存在“产品设计管理机制不健全”、“未有效开展客户评估”、“风险提示不足”、“处理客户投诉机制不完善”等问题。

这与此前中国社科院金融所发布的银行理财产品评价报告相吻合,该报告指出:“银行在发行理财产品过程中依然没有及时、充分地披露相关信息,尤其以外资银行的信息不透明程度最甚。”信息不透明为理财产品的设计者提供了充足的可以自由操作的空间,一些理财产品带有明显的欺诈性,投资者只能承担风险而不能分享收益。专业人士对某款最高收益率为18%的理财产品进行了模拟测算,结果显示,该款理财产品投资者获益的概率只有千分之四,产品设计者甚至不需要对冲风险就可获得稳定有益。这对投资者显然是非常不公平的。因为无论做什么投资,获益的概率都不会只有千分之四!

假如投资者知道这种真相,这种理财产品还卖得出去吗?毫无疑问,银行这种杀鸡取卵的做法在获取暴利的同时,也在导致严重后果,当理财产品的信誉丧失殆尽,谁来重塑它?

这几年,我国理财产品发展迅速。根据银监会公布的数据,2005年,银行个人理财产品的销售额为2000亿元人民币,2006年境内中外资银行个人理财产品的发行额则达到4000亿元人民币。2007年,银行个人理财产品的销售额已经超出1万亿元。理财产品之所以快速发展,在于它迎合了那种不安于享受存款利息,又不愿意承担股市风险的投资者的青睐。不幸的是,还在起跑线阶段的银行等金融机构,在设计理财产品时,因过度向自身利益倾斜,过度利用信息披



漫画 刘道伟

露不透明的优势牟取私利,正在迅速埋下隐患,葬送理财产品得以生存和发展的基础。

《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第39条规定:“商业银行为不得销售不能独立测算或收益率为零或负值的理财产品。”实际收益率为零,甚至亏损本金的理财产品,违背了该项规定。问题是,当许多理财产品都在违反这一规定时,为何至今没有受到惩处?法规的形同虚设,在客观上容易造成纵容效果。

《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第37条规定,“商业银行利用理财顾问服务向客户推介投资产品时……应向客户解释相关投资工具的运作市场及方式,揭

示相关风险。”但是,在理财产品的销售过程中,鲜有银行主动这样做,甚至在投资者询问的时候,银行方面也再三推托,使得银行与投资者之间形成了严重的信息不对称状况。更有甚者,一些银行在销售理财产品时,不仅不提示风险,还通过一些“技术处理”故意误导投资者,比如,把预期收益率说成收益率等等。

积极发展中间业务是促使我国银行改变对存贷利息差过分依赖的弊端的一个重要途径。2007年,我国半数银行的中间服务手续费费用增速超过100%,商业银行转型效果明显。但是,在2008年资本市场已发生变化的情况下,理财产品信誉的急剧丧失有可能使我国商业银行大力发展中业务的目标中途夭折。

当务之急是,依照相关法规对理财产品进行检查,凡是不符合规定的理财产品,应当叫停,并勒令银行等金融机构通过违规行为获取的不当收益退还给投资者。同时,应要求银行等金融机构对理财产品有关的信息必须予以详细披露,对于信息披露不及时、不完整、不准确的,应当予以处罚,并迫使其承担投资者因此遭受的部分乃至全部损失。唯有如此,才能逐渐挽回理财产品的信誉。否则,等到理财产品被投资者唾弃的时候,再重塑其信誉也为之晚矣。

■周洛华专栏

## 吁请中投出手打破H股魔咒



港股出现低于A股的折价并不说明内地股市高估,也不能说明香港市场对中资股的定价合理和理智,而恰恰体现了香港市场制度的缺陷。美元贬值,这个缺陷体现得尤其明显。既然中投公司能够以迅雷不及掩耳的速度投资给黑石这样的私募基金,然后平静地面对亏损一半左右的局面,倒不如回购H股,从此消除A股市场的估值隐患。

我曾在《上海证券报》上发表为最困难的任务准备最责任的肩膀,以祝贺中国投资公司成立,并期望他们取得成功。祝贺之外,我还有一项建议供中投公司的领导参考:全面要约收购中国内地在香港上市的H股和蓝筹股,终止其在港的上市地位。当然,收购行动本身要依据香港市场的交易规则,并对现有H股或者蓝筹股投资者有足够吸引力。

期情况下,让欧洲、澳大利亚和日本这些国家的机构持有港股其实是让他们承担了额外的风险,这就是港币和美元之间的固定利率,持有港股就相当于持有美元资产,为此,他们需要保护自己已对港股的投资。举例来说,一家欧洲机构持有中国石油,假设每股合理价格是10港元,但是,他们担心港币随着美元一起贬值,就需要对冲掉这个汇率风险,为此,他们需要买入一个美元兑欧元的看跌权证,这个权证可以保证他们将来在抛出中国石油再将港币兑换成欧元时不会有损失。这个权证的价格很可能就是1港元。由此一来,中国石油只有有跌至9港元,才能对该欧洲机构产生足够吸引力。这是香港市场的天然缺陷,中资股在这个市场上必然受到低估,美元贬值,这个

缺陷体现得尤其明显。

读者可能要问,那么美国的投资者可以免除这项担忧了,以美国的实力完全可以购买港币资产,由此让他们达到一个合理水平。我且问大家,在相同市盈率或者其他技术条件相同的情况下,美国投资者是优先选择港股呢还是美国国内股票?当然是美国同行业的股票。因此,在香港上市的中资股为了能够吸引美国机构投资者,必须始终保持一个相对于美国国内同行业股票的估值优势,也就是折扣。除此之外,目前美国各大机构,无论是巴菲特还是索罗斯,都在纷纷想方设法抛出美元资产,持有大宗资产或者欧元。在此情况下,我们前面分析的内容对美国的机构投资者也是成立的。美元看跌权证的价格折价体现在H股股价上,这是香港市场上中资股股价的魔咒,它同时也大大遏制了A股。

所以,香港市场的天然缺陷导致中资股被不合理地压低了估值。中国投资公司应该从捍卫中国国有资产的角度出发,有选择地对其实施全面要约收购,注销其在香港的上市公司地位,这样的投资不仅是安全的,而且是盈利的。因为中投公司完全可以同时利用融券的办法而不是财政部发行特别国债的办法在

A股市场筹集资金,去收购香港的中资股,与此同时,这样做也一劳永逸地免除了内地投资者时时刻刻担心A股相对于H股估值过高的问题。

有人担心这样的收购行动,将动摇香港的国际金融中心地位,将影响香港金融的稳定和繁荣。我认为这种担心是对“一国两制”缺乏信心,对港人缺乏信心,对香港特别行政区缺乏信心,对香港的体制缺乏信心,因此,这种担心是不必要的。香港同胞并不会因为中资股在香港的折价交易而获得多少实实在在的益处。香港市场要发展,就必须围绕服务好大中国区市场的概念,凭借自身优势去制度创新。

十年来,我国政府为了支持香港的金融中心地位,已经花费了巨大的代价。中国石化发行价格之低,至今令人扼腕。我曾经统计过,到2007年6月,中国石化一家公司的H股,为海外投资者创造的回报,以2007年6月的白银价格计算,就已相当于八国联军攻破北京之后,逼迫清政府签订的《辛丑条约》中向各国赔款总额的两倍。更不要说中国石化、中国移动这样垄断大国企为海外投资者创造的财富了。因此,内地市场并没有任何对不起香港市场的

## 提高贫困线标准是对社会保障体系的重构

◎王力

一项由国务院扶贫办正在草拟的扶贫标准调整办法把过去的底线抬高。据报道,该政策出发点在于不仅关注贫困人口维持基本生存所需要的收入,还将考虑他们在教育、医疗保障方面的支付能力。如果这些贫困人口提高至年收入约1300元的初稿最终得到国务院认可,全国贫困人口将由目前的4000万增加到8000万。

贫困人口在世界上任何国家都存在,但他们的生存状况区别明显。从某种意义上来说,贫困人口的生存状况,他们所享受的社会保障待遇,成为判断一个国家政治文明、人文关怀程度的一个标志。贫困线标准问题的制定,并不仅是一个社会问题,同时也是一个经济问题、政治问题。贫困线标准的提高,有利于我国社会保障体系的重构和经济的可持续发展及社会的稳定。

1985年,我国确定人均年纯收入200元作为贫困线,此后根据物价指数,逐年微调。贫困线之下,还设置了收入更低的绝对贫困线。1978年时,中国农村绝对贫困人口数量为2.5亿,到2006年这一数字下降到2.148亿,减少了2.28亿多人,农村绝对贫困发生率由30%下降到2.3%。但是,我国划分贫困人口的标准较低,比如,2007年公布的标准是人均年收入693元(月均58元人民币)。

2003年,温家宝总理坦言,目前的贫困人口标准是低水平的,如果提高200元,贫困人口总数就会上升到9000万。而国际上通用的贫困人口计算标准是人均每天收入低于一美元或者是两美元,即使按最低值一美元计算,综合考虑货币实际购买力的差异,我国农村的贫困人口也至少在1亿以上。这与我国的经济实力有关。当初我国经济实力薄弱,只能以解决温饱问题为重。随着经济的快速发展,我国的财力逐渐增强。2007年,我国财政总收入累计完成51304.03亿元,比上年同期增长32.4%,已经有能力更彻底地解决贫困问题。

提高贫困线标准是大势所趋。其一,从去年年初至今,我国物价上涨速度农村快于城市的现象不仅持续存在,而且有加速迹象(去年7月份,农村物价上涨速度超过城市高达1%),直到今年年初,加速态势才趋缓,但仍有0.7%的差距(今年2月份的CPI统计数据)。我国贫困人口绝大部分集中在农村,农村物价持续超过城市的现象,使得农民贫困人口的生活更容易受到影响。提高贫困线标准,可以帮助更多的贫困人口(包括城市里的贫困人口)缓解物价上涨压力。

其二,帮助贫困人口形成自我脱贫的良性机制。过去,我国扶贫的出发点是关注贫困人口维持基本生存所需要的基本收入,而不能解决他们在教育、医疗保障方面的支付能力问题,这使得贫困家庭的子女因无法接受良好的教育,失去依靠知识摆脱贫困的机会,从而,形成恶性循环。在国家经济实力提高以后,把教育等问题纳入划分贫困线标准的计算中去,实际上意味着我国社会保障体系的重构,将大大加快贫困人口自我脱贫的步伐。

美国著名经济学家杰弗里·萨克斯认为:“贫困的终结不仅仅意味着结束极端苦难的状态,更意味着帮助那些贫困的人走上发展的阶梯,开始能够享受到经济增长带来的利益与希望。”显然,把扶贫工作质量进一步提升,正在成为检验一个国家解决这一问题力度的标准。去年9月25日,中国发展研究基金会发布了《中国发展报告2007:在发展中消除贫困》,认为中国原有以维持生存为基本出发点的农村贫困线,已不足以反映农村居民在发展自身能力方面,应研究并建立包括医疗和教育基本需要在内的发展贫困线的概念,争取在下一个扶贫十年计划中启用新的扶贫标准,并进行相应的战略研究与规划。

因此,提高贫困线标准意味着中国政府将承担更大的责任,意味着中国社会保障体系在逐渐完善过程中将让更多的国民受益。贫困并不可怕,当一个国家以前所未有的勇气和决心认真对待这一问题,终将战胜贫困。贫困人口在教育等方面的受益,脱贫的步伐将大大加快,这既有利于整个社会的稳定和会可持续发展,也有利于逐步缩小因信息不对称、知识不平衡等因素所导致的地区差异。当然,中国也将因此一高度负责的做法和人文关怀赢得世界的尊重。

地方,也没有任何对不起海外投资者的地方。倒是A股的投资者亏欠太多。

曾经有人说,当时A股市场容量大小,大型股票难以发行。我且提醒一句,2001年,中国石化在A股上市融资募集118亿,每股价格4.22元。而在此之前,中国石化在香港募集的金额也大致相当,却是一个远远低于4.22元的发行价。7年过去了,至今想来,我依然痛心疾首。

因此,我呼吁中国投资公司,立即动手来解决这些问题,让A股市场响亮地宣告:我们生长在这里,每一项资产都是我们自己的,要是谁想低估它,我们就和他拼到底”。中国投资公司的资产,说到底还是全体中国人民的,既然中投公司能够以迅雷不及掩耳的速度投资给黑石这样的私募基金,然后平静地面对亏损一半左右的局面,倒不如回购我们自己的H股,从此消除A股市场的估值隐患。

至于中投公司的利润最后如何直接体现为全体人民的财富则是另外一个问题了。写到这里,我又想起了家父周骏羽在全国政协的有关国有股注入社保并扩大社保范围的提案,5年了。这项在我看来直接关系到构建和谐社会的提案似乎没有什么进展。而就在本文完稿之时,我又听说中国投资公司打算向某家同时管理着美国人退休基金的海外机构注入巨大的委托投资事项的进展。对此,我无言以对,只能再次祝愿他们幸运。