

推进人民币国际化 构建贸易投资多赢格局

□本报记者 程竹

多位专家在首届中国国际进口博览会举办期间表示，人民币国际化为中国和全球贸易伙伴构建了一个多赢局面，使市场参与者能够分享中国改革开放的成果。未来需各方通力合作，继续扩大人民币在贸易和投资中的使用。下一阶段，监管部门将继续优化人民币跨境使用政策、营造有利的政策环境；金融机构应深化合作，贴近市场主体需求，创新人民币产品和服务，共同促进全球贸易与投资便利化。

国际化取得持续快速发展

商务部部长助理李成钢指出，人民币国际化进程是改革开放的重要内容之一。10年来，中国经济社会快速发展，中国已成为世界第二大经济体和第一贸易大国，利用外资规模稳居世界前三，对外投资规模跃居世界第二。与此同时，人民币在跨境贸易与投资结算中的规模逐步扩大，越来越多的国家和地区认可并接受人民币。可以说，人民币国际化是市场主体的自然选择，也是中国对外开放的必然结果。

“在市场需求推动下，近年来，人民币国际化取得持续、快速的发展。”央行副行长潘功胜指出，一是支付货币功能不断增强，二是投融资货币功能持续深化。目前境外投资者可通过QFII等多种渠道投资中国金融市场，境内投资者可以通过ROFII机制，也可以通过沪深港通等渠道投资境外金融市场。三是储备货币功能逐渐显现。目前人民币上升为第六位官方外汇储备货币，越来越多的央行和金融机构把人民币纳入外汇储备货币，持有人民币规模快速增

长。四是离岸人民币市场平稳发展，离岸人民币资金池初具规模，离岸与在岸金融市场联动性逐渐增强。

潘功胜表示，通过使用人民币，进出口企业增加了融资渠道，减少了汇率风险，节约了汇兑成本。市场参与者实现了资产多元化，拓宽了投融资渠道。国际货币体系和国际储备资产也更加多元化，人民币因国际化整体改善了营商环境，促进了国际贸易发展，提高了贸易投资便利化，切实发挥了服务实体经济的积极作用。

“从跨境资金流动的监测可以看到，今年以来，跨境贸易中对人民币接受程度有显著提高。”中国人民银行货币政策二司司长霍颖娟指出，一是跨境使用增长非常快，到目前已经超过10万亿元，超过去年全年的水平。整个跨境使用中，人民币占比已经超过31%。二是今年跨境流动出现一个显著特点，在跨境流动各项中，体现出经常贸易项下资金流出、资本项下资金流入的情况，这和今年以来证券投资大幅增长有密切关系。

尚有进一步提升空间

专家指出，与中国贸易和投资规模相比，人民币在跨境结算中的占比不算高，还有很大的发展空间，人民币应当在服务实体经济发展、促进贸易投资便利化方面发挥更加积极的作用。

潘功胜指出，近几年随着我国金融市场开放比例不断扩大，人民币在投融资、储备功能等方面的发展比较快，但相对于中国金融市场的体量和境外投资者的需求，还有进一步提升的空间。

霍颖励同样认为，人民币还有非常大的发展空间。以国内的跨境支付来看，尽管目前占比较大，但更多的还是由于金融市场开放带来的人民币使用。在正常的贸易领域，人民币使用占比相对较低。此外，人民币分布也有比较大的不平衡性。目前人民币在亚洲地区特别东南亚地区的接受程度比较高。

英国知名经济学家GerardLyons认为，人民币国际化的下一阶段，是成为全球计价货币和储备货币，这两者功能性会更强。

“很多投资者希望更多投资中国债券市场，希望看到更多中国投资者、证券公司以及国有资产管理公司和私募能够提供更多的人民币计价产品。”GerardLyons表示。

支持人民币跨境使用

展望未来，目前中国经济基本面良好，经济结构持续优化，经济发展内生动力不断增强，一系列对外开放政策相继落地，放管服改革深入推进。近期，世界银行大幅提高中国营商环境的排名，随着中国改革开放的不断深入，国际社会对中国经济的信心将会进一步提升，对持有使用人民币的意愿也会进一步增强。

李成钢指出，当前中国正在以“一带一路”建设为重点，推动形成全面开放新格局，继续加大人民币在跨境贸易和投资中的使用，有利于企业降低成本，防范汇率风险，有利于实现更高水平的贸易投资自由化、便利化，推动中国经济和世界经济共同发展。下一步，商务部将继续同相关部门一道，加强与在座国际同行、金融机构之间的沟通交流，在进一步完善人民币金融基础设施建设的基础上，支持企业便利地在跨境

贸易与投资中使用人民币，推动形成中国对外开放新格局，构建开放型世界经济。

上海市副市长吴清透露，站在新的起点，上海将在国家有关部门支持指导下，扩大上海自贸区的范围。这些都对人民币跨境使用，对金融市场支持经济的发展、开放提出了更为广阔的需求，也提供了更广阔的空间。

渣打银行董事总经理凌嘉敏建议，人民币在“一带一路”沿线国家使用过程中，商业银行要建立一个市场机制，做人民币有关的对冲。现在在很多国家都没有把人民币对冲做起来，这需要与当地商业银行一块推动。

中国银行行长刘连舸表示，商业银行需主动作为，支持人民币跨境使用，促进贸易投资便利化。第一，优化人民币产品组合，便利双边贸易往来。第二，商业银行要发挥好人民币在跨境投融资中的作用，使更多经济主体享受金融市场双向开放带来的便利。第三，主动把握经济金融环境新变化，防范化解金融风险。

中银香港首席经济学家鄂志寰指出，人民币国际化是水到渠成的过程。首先，全球金融体系内在需求持续上升，人民币为全球储备市场选择提供了难得的替代物。其次，在中国加快推进金融市场对外的开放过程中，中国金融市场的发展能够进入一个更大的空间，可以为境外投资者持有人民币提供更多一些选择。第三，金融科技的发展。未来，区块链的应用、数字货币的探索，都可能为人民币国际化发展带来新的推动力量。因此，未来一个时期，人民币国际化可以在加深储备货币职能的同时，进一步提升作为大宗商品计价货币的职能，进一步提升人民币国际化整体的程度。

恒立实业连续十涨停 投机炒作需警惕风险

□本报记者 王兴亮

近期，壳资源概念受市场热捧，相关股票价格短期内出现异常波动。其中，恒立实业10月22日至11月7日持续上涨，连续10个交易日涨停，涨幅达159.30%。

中国证券报记者了解到，从交易情况看，恒立实业近10个交易日中，个人投资者以“博傻”的心态，击鼓传花，参与投机炒作。一是个人投资者交易活跃，机构投资者参与度不高，个人投资者买入6亿多，买入占比95%左右；机构投资者买入不超过5000万元，买入占比不超过5%。二是游资大户群体性炒作，中小散盲目跟风。超大户及大户买入近4亿元，买入占比近60%；中小散买入近3亿元，买入占比近38%。三是交易居前账户持股时间短，平均1-2天，短线交易特征明显，部分账户曾参与乐视网、中弘股份等热门股票的炒作。

截至11月7日收盘，恒立实业总市值及流通市值均为28.45亿元，市盈率—197。根据最新披露的三季报，公司今年前三季度扭亏为盈，实现净利润108.97万元，但扣除非经常性损益的净利润为—515.36万元。公司董秘曾在接受媒体采访时表示，公司目前只能维持现状，主业没有明显改善。

对于恒立实业这种基本面没有明显改善、纯属市场投机炒作的股票，一旦发现违规交易行为，交易所将从严监管。鉴于恒立实业股价短期内上涨幅度巨大，投资者切忌盲目跟风炒作，务必提高风险意识，理性参与市场交易，防范可能的交易风险。

专家建议 财政政策应更积极

□本报记者 赵白执南

多位专家7日在“中国金融四十人论坛（CF40）季度宏观报告（2018年第三季度）媒体交流会”上表示，当前经济面临一定下行压力，需要宏观政策加以支持。其中，财政政策需要更加积极“开前门”，厘清地方隐性债务中的公益、准公益性项目，建立科学的决策机制，保障合理的基础设施建设投资规模。

经济形势错综复杂

“当前宏观经济形势错综复杂，而且不确定性在增加，经济下行压力加大。”CF40资深研究员、国务院发展研究中心金融研究所原所长张承惠表示。

从外部环境来看，CF40高级研究员张斌认为，全球经济景气度继续回落，日本、欧盟、巴西和俄罗斯等经济体制造业景气度都显著下降。全球贸易增速也有所回落，主要发达经济体中，美国、欧盟、日本出口增速均较二季度有所降低；主要新兴经济体的增速有所分化。

从内部来看，CF40成员、华融证券首席经济学家伍戈表示，金融去杠杆之后对实体经济有一定滞后性影响，经济仍有一定下行压力。不过也要看到，有一些抵挡经济下行的力量在发挥作用。最近刚调实施个人所得税上调，从历史规律来看，一个税调整对未来2-3个月的个人消费有支撑作用。与此同时，财政边际发力也会对财政有关消费方面的支出有一定支撑。

张斌认为，财政政策需要更加积极，在承担调整压力的过程中“有担当”。其中，货币政策应当坚守不轻易干预外汇市场，为防范和应对金融市场动荡做好预案。

“不过，政策并非要走刺激的老路，只是收缩放缓一点，放平一点，不用额外增加新的刺激政策。”张斌强调。

财政政策积极“开前门”

伍戈认为，当下，中国的经济动能客观上下降还是房地产投资和基建投资。今年以来，房地产投资较有韧性，但基建投资下滑较快。

“下半年以来，稳投资系列政策信号不断加强，地方政府专项债券发行和使用进度较快，对基建项目审批加快。”张斌表示，但是在众多积极因素影响下，基建投资仍然难有大的起色，资金来源仍然是突出问题。财政政策需要更加积极“开前门”，有必要适当增加财政赤字，为现金流不足以偿付本金和利息支出的有公共物品或者准公共物品特征的建设项目找到预算内资金来源。

在张承惠看来，“开前门”需要有配套措施，在采取更加积极的财政政策的同时，还要建立科学的决策机制。一是要增加地方政府投资决策的透明度，减少投资的盲目性，提高投资效益。二是要建立地方政府的信用评估系统，加强地方政府债务约束。地方政府应该建立资产负债表，作为在市场上发债的评估依据。资产负债表的推出不能一蹴而就，要采取渐进式，也可以提前做一些研究、摸底工作。对于一些特别困难的地区，可以采取分账或其他办法来解决。但长远来看，仍要依靠市场机制发债，否则地方发债都靠中央政府信用是有问题的。三是应当发展地方政府债，包括国债的二级流通市场。

另外，张承惠认为，积极财政政策除了要推进基建投资之外，还要加快健全社保体系建设，在社保体系中投入更大的政策资源。未来人口老龄化快速推进，财政压力会加大。“现在，我们已经进入了快速老龄化时期，再过一二十年，中国会进入急速老龄化时期。换句话说，在进入急速老龄化时期之前，还有一二十年的时间窗口，不抓住这个时间窗口建立、健全养老保障体系，未来面临的挑战会更大。”

□本报记者 赵中昊 陈健

沪伦通的脚步渐行渐近。中国证券报从多家券商处了解到，近日，随着上交所正式发布沪伦通存托凭证相关配套业务规则，相关准备工作正在加紧推进。“根据上交所安排，各券商应不晚于11月30日前提交齐备的业务权限开通申请材料。券商相关人员正在加班加点开展准备工作，确保月底前达到展业要求。”长城国瑞证券总裁助理、运营管理部负责人叶朝辉向记者表示，长城国瑞也作为首批券商积极准备业务开通申请材料。

目前券商的准备工作主要包括，制度学习和员工培训；系统测试和潜在客户筛选；目标企业储备（联系符合业务条件的上市公司，储备GDR项目）等。机构人士认为，无论是CDR还是GDR，潜在发行人以头部企业为主，而国内券商前期在交易环节参与居多，同时承担跨境转换机构与做市商角色。

券商多管齐下做好准备

“本月初，公司与交易所进行过一次联调测试，目前各项工作都在按交易所的要求有序进行，正在准备申请参与沪伦通经纪业务的资料。等交易所发文宣布沪伦通业务上线后，公司再向分支机构和营业部发通知，正式开展相关业务。”某中型券商经纪业务负责人介绍。

华东某大型券商业务人士告诉记者，公司对沪伦通业务非常重视，建立了跨部门协同筹备小组，涉及经纪业务、信息技术、资金管理、运

■ 深交所投资者教育专栏·“财务知识一点通”系列（17）

盈利突增要警惕，纸面富贵不可取

□深交所投资者教育中心

细节入手。
（一）分析毛利率变动是否异常
乙公司20X6年的销售毛利率为47%，前一年度仅为31%，毛利率提升了16个百分点。毛利率变动是否合理呢？一般情况下，毛利率的变化是由收入和成本两方面因素共同决定的。所以，要分析毛利率变动是否正常，先从这两个方面着手。

先来分析成本因素。乙公司的成本主要为建材原材料的采购成本和建筑施工的人工成本。建材原材料主要是从第三方供应商采购的，而原材料的市场价格在20X6年度并未出现明显的波动。

那么，是否因为人工成本下降了？乙公司并未在年度报告中单独披露生产和技术人员的人工成本，但投资者可以结合财务报告附注中应付职工薪酬的变动额和年度报告中“董事、监事、高级管理人员和员工情况”有关内容进行分析。乙公司20X6年员工人数为456人，20X5年为368人，从数量上看，人数增加了88人。再来看平均工资，可以发现乙公司平均工资不但没有下降，反而还较上年度平均工资上升了超过14%。

既然主要的成本都没有下降，那看来乙公司突然增高的毛利率，极有可能是通过大幅度提高销售价格来实现的。要想识别出哪些项目的销售价格是“做过手脚”的，可以从乙公司各地区的销售毛利率情况入手分析。

根据年报中披露的分部信息可以发现，华北、华东和华中地区的毛利率与上一年度公司整体毛利率31%是比较接近的，而华南地区和海外地区则明显高于上一年度公司整体毛利率，尤其是海外的毛利率达到了不可思议的

73%。也就是说，乙公司毛利率的变化主要是由于华南地区和海外地区销售定价的提升所引起的。

海外销售来自于乌干达的恩德培机场新航站楼屋面工程3.4亿元的订单，该订单占20X6年销售收入约为31%。综合考虑乌干达经济状况，乙公司如此高的毛利率显得非常异常。

（二）对比同类销售交易是否合理

在年报中也发现了与上述海外销售相似的国内同类交易。

乙公司在20X6年8月份（来自乙公司的公告信息）获得了广州白云机场航站楼屋面工程（订单金额2亿元），该工程年底的完工程度为40%。而乌干达恩德培机场工程的订单是在同年7月份获得的，仅仅比白云机场工程早一个月，但该工程在年底竟然已经全部完工。

此外，海外施工需要在国内输出建筑材料用于建设，并派遣员工进行海外施工。乙公司此前从未有海外工程施工经验，该工程为乙公司首单海外订单，仅用5个月就完成如此重大的海外工程，远远快于国内同类项目的施工进度，且毛利率远高于国内工程的毛利率。从商业合理性的角度来看，该交易显得愈发不合理。

（三）结合现金流量辨真伪

根据现金流量表的信息，来分析营业收入和净利润的现金含量。20X5年、20X6年，乙公司营业收入的现金含量（[销售商品、提供劳务收到的现金/(1+增值税税率)]/营业收入）分别为0.31和0.49，净利润的现金含量（经营活动产生的现金流量净额/净利润）分别为-1.01和0.16，均低于1。乙公司“漂亮”业绩增长背后并

没有真金白银支撑。由此可见，乙公司业绩只是“纸面富贵”，盈利质量低。

综上所述，乙公司20X6年快速增长的销售收入和大幅度提升的净利润，从商业合理性的角度来看存在可疑之处。同时，收入和利润的现金含量极其低，具有很高的财务风险。

三、启示与思考

本案例告诉投资者，对于此类型的财务舞弊，可以从以下方面寻找揭穿舞弊的突破口：第一，关注管理层是否存在财务舞弊的压力，尤其要关注上市公司做出的业绩承诺，但这并不是说有业绩承诺的公司就必然会造假。要进一步分析业绩承诺对于上市公司而言是否难以实现，以及实现不了的后果，并结合上市公司内部控制的质量以及管理层诚信记录，进一步判断管理层在业绩承诺难以完成的情况下是否可能铤而走险进行财务舞弊。

第二，对于盈利的增长，可以结合财务报表披露信息、上市公司公告、外部行业数据以及宏观经济数据等不同来源的信息进行相互验证比较。关注财务数据的内在逻辑是否存在异常的迹象，财务数据与公司公告、外部行业数据等信息是否存在数据相互“打架”的情形。

第三，重视盈利的现金含量。大部分虚假销售交易背后并没有真实的现金流支撑，虚构的资金流也很难做到天衣无缝。投资者可以对比现金流分析盈利的质量。对于长期处于“纸面富贵”状态的企业要予以警惕，谨慎地看待此类企业的业绩增长，避免投资误区。

（毕马威华振会计师事务所林启兴供稿）