

多管齐下调控离岸人民币市场

□上海财经大学金融学院客座教授 刘文财

新年以来，离岸人民币市场经历较大幅度波动。离岸人民币市场波动率为何突然大幅上升？笔者认为，这与美元加息有一定关系，也是人民币国际化过程中的一次压力测试。

离岸人民币市场快速发展

2008年金融危机削弱了美元在全球的地位。新兴市场国家货币借机纷纷走出国门，开始在全球货币体系中树立自己的位置。显然，在新兴市场国家中，经济高速增长、币值稳中有升的人民币成为了“香饽饽”。2009年开始，人民币国际化成为我国一项重要战略，人民币开始在贸易项下强势登上世界货币舞台。

自2009年中国开展跨境人民币贸易结算试点以来，离岸人民币市场取得快速发展。目前人民币已成为全球第二大贸易融资货币、第四大支付货币、第六大外汇交易货币。离岸人民币交易呈现爆发式增长，根据人民银行于2015年6月发布的《人民币国际化报告》显示，2014年中国香港、新加坡、伦敦等主要离岸市场人民币外汇日均交易量已超过2300亿美元，是境内市场日均交易量的四倍多。

离岸人民币市场资金主要来源是跨境贸易人民币结算。由于之前人民币存在升值预期，进口人民币结算额远高于出口人民币结算，人民币资金通过跨境贸易结算流向境外，构成了离岸人民币资金的最主要来源。据央行统计，2014年，经常项目人民币结算金额6.55万亿元，其中实收2.73万亿元，实付3.83万亿元，净流出1.1万亿元。2014年底，主要离岸市场人民币存款余额约为19867亿元（不含存款证）。其中，香港人民

币存款达10036亿元，是2009年底的16倍，复合年增长率74%。

伴随着存款的增加，离岸人民币市场的交易工具不断丰富，市场规模不断增大。离岸人民币衍生品市场交易量显著高于境内市场。对比全球人民币外汇市场与境内的交易构成发现，中国境内人民币交易品种较为单一，绝大部分由即期与掉期构成，离岸人民币市场即期交易量低于境内，衍生品（远期、期权）交易量较高。离岸人民币外汇市场远期交易量占24%，期权交易量占14%，而境内这两种产品的交易量相比较即期与掉期而言几乎可以忽略。

自从2013年美联储开始放风要退出量化宽松政策以来，新兴市场资金就开始外流。在2008年金融危机后，低息的美元使得全球新兴市场国家累积了近5.7万亿美元债务。其中，有3.1万亿美元的银行贷款、2.6万亿美元的债券。2013年开始的美联储政策暗示，使得美元再次回归强势周期。人民币也在2014年1月初触及6.0406高位后开始逐渐对美元贬值。

2015年，跨境贸易人民币结算业务为7.23万亿元，虽然总规模再创新高，但因为人民币贬值预期增强，人民币回流明显。2015年存款余额因跨境贸易人民币回流而略有下降，其中以香港人民币存款下降最为明显。截至2015年12月，香港人民币存款总量8642亿元，比2014年底下降13.8%。

降低离岸市场贬值压力

离岸人民币外汇市场交易规模大，交易机制市场化程度高，市场参与者种类多，汇率按供需自由交易形成。交易规模为日均2300亿美元，是境内市场的四倍。离岸市场各类外汇产品发

展更为均衡，不同于境内以即期交易为主的市场结构。伦敦金融城对离岸人民币外汇市场的调查数据显示，外汇远期成交575亿美元（占比25%），外汇即期成交690亿美元（30%），外汇掉期成交759亿美元（33%），外汇期权成交276亿美元（12%）。近年来离岸人民币外汇期货市场快速发展，日均成交额约8.3亿美元。离岸金融市场参与者类型更为丰富，包括金融机构、企业和个人等众多市场参与者为离岸人民币外汇市场提供了充足流动性。交易机制更为自由，离岸人民币市场不设置人民币中间价和涨跌停限制，货币当局市场干预少。

人民币纳入SDR后，人民币国际化又迈进了一个新阶段。但面对这样一个参与者众多、交易规模大、交易工具丰富、可自由投机的市场，货币当局如何发挥稳定汇率的能力？在美元加息背景下，离岸人民币市场波动率加大给货币当局提供了一次压力测试机会。

方法之一是打击跨境套利交易。离岸人民币汇率通过跨境套利交易等渠道对在岸人民币汇率输入贬值压力，央行和外管局采取多种措施防范跨境套利。2015年8月后，离岸与在岸人民币汇率差价均值达到440个基点，今年1月6日曾达到1370个基点极值，巨大的汇差催生跨境套利交易盛行。由于境内结售汇受到实需原则限制，部分企业采用虚假单证或重复使用单证办理“内购外结”，开展无真实背景的跨境套利交易，境外结汇、境内购汇交易增多加大了在岸人民币汇率贬值压力。2015年9月18日，央行要求严查人民币参加行购汇业务的真实性，防范跨境套利，同时对数家跨境人民币购售业务真实性存在问题的银行通过提高平盘手续费的方式予以惩罚。上述举措通过控制跨境套利

交易和非法转移资金，降低离岸人民币汇率对在岸市场的影响。2015年8月12日，外管局发布《国家外汇管理局综合司关于加强近期银行代客售汇业务监测的紧急通知》，对远期售汇缴纳20%风险准备金等措施，进一步缓解境内客户购汇压力，引导和稳定市场预期。

方法之二是调控离岸人民币市场供给，减少投机交易。汇差和利差存在联动关系，通过提高离岸市场做空人民币的资金成本，降低了汇率贬值压力。由于离岸市场没有中央银行创造和回收货币，人民币货币市场（拆借和回购）深度不够，人民币融资主要依靠外汇掉期等渠道获得，短期利率与汇率波动相互影响较为明显。2015年11月15日至18日，央行向内地部分人民币代理行下达窗口指导，暂停向离岸市场提供跨境融资；2015年12月30日，央行暂停个别外资行跨境及其参加行的境内外汇现货、远期业务至2016年3月底。央行通过限制资金调出境外使用，并在离岸市场买入人民币，离岸市场拆借利率大幅飙升，2015年1月12日，离岸人民币隔夜拆借利率（CNH HIBOR）创纪录升至66.82%，离岸人民币流动性紧缺，外汇市场做空人民币资金成本陡升促使空头平仓退出，降低了离岸人民币市场贬值压力。

方法之三是釜底抽薪，进行多逼空。央行决定自1月25日起，对境外金融机构在境内金融机构存放执行正常存款准备金率。这样，离岸人民币市场的存量将进一步减少，人民币的空头将面临无货可交割的困境。

离岸人民币市场当前发生的小型风暴对于手中仍掌控着3.3万亿美元外汇储备的货币当局来说，只是茶壶里的风暴而已。人民币汇率的短期调整将不会改变人民币汇率长期升值趋势。

险资“举牌”的投资逻辑

□中银国际证券研究所所长 魏涛

近段时间以来，国内保险公司频频在资本市场举牌，引发了公众对保险投资“新模式”的兴趣。其实，“举牌”只是对上市公司投资比例较大，从而触发证券市场信息披露制度的一个表象，我们需要探讨的是现象背后的投资逻辑。

险资价值投资的优势

这种集中持股的模式并非国内保险公司首创，其最成功的范例便是由巴菲特执掌的伯克希尔·哈撒韦公司。从1965年到2014年的50年中，伯克希尔每股净资产和股价的年均复合增长率分别达到了19.4%、21.6%，给股东带来了极为丰厚的回报。

与美国其他保险公司相比，伯克希尔的投资思路有着鲜明特点。首先，伯克希尔的资产配置以股票为主，2014年末其总投资资产中股票占比50%，而固定收益债券占比不足13%。其次，伯克希尔的股票持仓非常集中且持有期限长，2014年末其四大重仓股（富国银行、可口可乐、美国运通、IBM）占全部股票投资的59%，其中巴菲特对可口可乐、富国银行和美国运通的持股期限均已经超过了20年，呈现出明显的“集中持股、长期持有”的特点。

这种集中持股、长期持有的投资模式对国内的保险公司有着显而易见的益处。首先，举牌股票的投资期限较长，一定程度上可以缓解保险公司资产负债配置压力。传统的寿险公司负债久期长，传统险、分红险产品的久期普遍在10年以上。而放眼国内各类可投资资产，除了国债外，能够与寿险负债相匹配的长期资产非常匮乏，绝大部分可投资资产的久期在5年内，保险公司实现资产负债久期匹配方面面临很大的挑战。选取估值合理、质地优良的上市公司进行长期投资，分享公司成长带来的长期收益，不失为缓解资产负债配置压力的一个有益尝试。

其次，举牌后保险公司持股比例提高，对被投资公司形成重大影响，从而可实现权益法记账，也可以避免因股价大幅波动给保险公司自身财务状况和偿付能力带来的影响。

长期来看，保险公司注重长期投资也有利于资本市场的健康发展。一方面，目前A股市场中，个人投资者占比较高，投资期限短，2015年上交所平均换手率超过400%，深交所平均换手率更是接近600%，是成熟市场的十倍之多。通过集中投资实现的长期投资，与优质上市公司共同成长以分享成长收益，并将长期资金引入市场，有助于恢复资本市场的价值发现和资源配置功能。另一方面，保险公司举牌后，向被投资公司派驻董事，代表中小股东参与公司治理，也有助于改善国内上市公司的公司治理环境。

提升负债端质量

对上市公司“举牌”的长期投资模式符合保险公司的资产配置需求，但同时也要注意控制风险。我们注意到，在伯克希尔模式中，高质量的保险业务是其能够实现长期投资的根基，也是其追随者往往忽视的一点。伯克希尔的三家产险和再保险公司均极为重视承保盈利，巴菲特对旗下保险公司提出的一个重要经营原则是“当不能收取合理的保费时，宁愿离开市场”。过去几十年中，伯克希尔的浮存金成本长期低于美国国债利率，高质量的保险业务为投资提供了极低成本的资金。而低杠杆（伯克希尔的财务杠杆不高于2.5倍）、低负债成本又为股东资产提供了充足的安全垫，保证在市场下跌时股东权益不受到损失。

因此，只有以高质量的保险业务做根基，保持适度的杠杆水平，再结合价值投资，才能够实现“举牌”模式的可持续和股东价值的最大化。在市场对保险公司“举牌”模式理解混淆的情况下，监管机构也应当出台相适应的政策，这样既能够鼓励保险机构长期投资，又能控制公司风险和市场风险，这对资本市场的发展是长远有利的。

虽然2015年保险业的整体投资收益率预计创近年新高，但是未来低利率的环境下，无论是传统的债券和定期存款，还是债权计划、信托产品、理财产品等非标资产，都难免产生收益率的下降；对于目前固定收益类投资占比在60%以上的行业来说，再投资的压力仍是不小的考验。

在这样的大环境下，权益类投资成为维护投资收益率稳定、保障利差的重要手段。我国保险投资还处于政策日益放开的时期，随着中国经济日益国际化和整体实力的不断提升，借鉴英、美等发达国家的经验，提高风险控制水平、提升风险管理偏好，权益类投资还有较大的上升空间。

股权投资作为保险长效资金支持经济发展的同时，具备“类固定收益”的属性，既可以保持稳定增值，又带来资金回报，还可能有经营属性的扩展，且在“偿二代”框架下更加节省资本消耗，在资产负债匹配的前提下成为较为理想的选择。

无论是纲领性的“国十条”，还是保险投资基金、保险私募股权基金、保险创投基金，以及保险资金参与资产支持计划业务的相关规定，都不同程度地指出，保险长效资金在支持国家战略项目、战略性新兴产业、现代物流、健康养老、能源资源、信息科技、绿色环保、中小微企业等领域的作用。中央经济工作会议精神和“十三五”规划建议，也旨在加强多层次资本市场投资功能，优化企业债务和股本结构，发展直接融资。

保险企业在时刻提醒自己为社会和居民提供安全保障的根本属性的前提下，在提供资金支持的同时，更有空间参与经营、分享被投资公司的成长，并提供保险服务，在长期资金和保险保障等方面发挥社会稳定器的作用，助力多层次资本市场建设。

有效抑制贬值预期是收窄境内外汇差的关键

势预期，在在岸市场受到相对较大约束的情况下，境内外汇差自然就会飙升。

调控人民币贬值预期

人民币贬值预期是2015年8月以来境内外外汇差居高不下的根源，若要有效消除汇差，必须从调控贬值预期入手。

市场预期一旦形成将具有很强的惯性，刹车难度较大。无论是升值预期还是贬值预期，一旦投资者形成趋同的市场判断，预期便具有很强的自我强化机制，这是市场运行的基本规律。2005年“7·21”汇改启动之后，人民币升值预期不断刺激国际投机资本涌入，投机资本涌入加剧了境内结售汇顺差，高顺差导致人民币升值压力增大，人民币升值则进一步强化升值预期。人民币升值预期与升值行为彼此强化的螺旋，直到2014年才因人民币震荡贬值行情的开启才告一段落，可见预期扭转之难。

人民币贬值预期刺激热钱撤离，同时出口企业结汇意愿下降，进口企业购汇意愿增强，结汇萎缩购汇增长导致结售汇持续逆差，结售汇持续逆差增大人民币贬值压力，进一步强化贬值预期。

面对人民币贬值预期，我们必须做好打持久战的准备。2015年以来央行采取的约束人

民币账户融资、严查人民币购售业务合法性、对境外金融机构人民币同业存款征收存款准备金等政策均着眼于抑制境外空头做空能力，显示出央行强硬的政策立场，对境外做空空势形形成有力威慑，同时给境内企业和居民以信心支撑。

人民币震荡贬值的历史走势刺激了人民币空头的投机热情。2014年以来，人民币的实际走势是在双向波动中震荡贬值。在岸人民币对美元即期汇率从2014年初的6.05附近逐渐跌落至目前的6.60附近，同期离岸人民币对美元即期汇率走势基本相同。

2015年8月26日至9月1日，离岸市场美元对人民币连续5个交易日下跌，由6.5095最低下探至6.4067，累计跌幅约1000个基点；2015年9月10日，离岸市场美元对人民币由6.48上方突然暴跌，最低触及6.3783，单日最大跌幅约1000个基点；2015年9月24日至29日，离岸市场美元对人民币连续4个交易日下跌，由6.4390最低下探至6.3322，累计跌幅约1000点；2015年10月29日至10月30日，离岸市场美元对人民币连续2个交易日下跌，由6.3885最低下探至6.3141，累计跌幅约700个基点。

但每一次离岸人民币短期内暴涨之后，都会很快再次陷入下跌，且最终会在一轮较大的贬值过程中跌穿所有前期低位。这种外汇市场

风格刺激了做空热情。因此改变境内外投资者已经形成的“人民币终将震荡贬值，持有美元稳赚不赔”的投机心态，是弱化乃至消除人民币贬值预期的关键。

打击贬值预期应立足稳定在岸市场。由于境外人民币存量规模仍然较小，香港地区人民币存款总量最高时仅1万亿元，且离岸人民币流动性很大程度上受在岸市场的货币政策控制。离岸市场交易较为活跃，对贬值预期的反应更为敏感。因此，若要有效抑制离岸贬值压力，压缩境内外汇差，应稳定在岸市场，同时辅之以离岸市场调控。

2016年1月第一个交易周，人民币对美元中间价连续4个交易日明显贬值，市场立即将其理解为中间价在引导即期汇率贬值，境内外人民币即期汇率随即跳水，离岸市场反应更为剧烈，境内外汇差迅速飙升至1000个基点上方，最高逼近1400个基点。但1月8日开始，在岸人民币跌势首先暂停，离岸人民币在强烈的政策暗示和流动性趋紧的情况下反弹，境内外汇差重新收敛至100个基点左右。

总体而言，有效抑制贬值预期是收窄人民币离岸与在岸市场汇差的根本。在贬值预期得到有效抑制之前，货币当局仍有必然通过市场干预的方式，积极引导市场情绪，并做好打持久战的准备。

寻找基金资管的历史方位

二是助力“去杠杆”和“降成本”。金融产品供给侧结构性改革的核心任务是去融资杠杆、提升资金供给效率。基金资管公司充分运用其跨市场投资优势，缩短企业融资链条，扩大直接融资比例，逐步缩减间接融资规模，具体表现在如下几个方面。

发行企业资产证券化产品，推动企业直接融资。当前，基金资管公司已经成为资产证券化领域的中坚力量，对于盘活企业资产、推动企业直接融资发挥着重要作用。

开展投、贷联动业务。基金资管公司充分运用自身作为跨市场投资主体的优势，开展投、贷联动，为企业量身定做结构化融资模式，长期融资与短期融资相匹配、直接融资与间接融资相结合。

开展一、二级市场联动业务。企业所处成长周期、阶段不同，其融资方式及需求也有差异。多家基金资管公司转型一、二级市场联动业务，深挖企业成长价值，进行长期价值投资，与企业同成长、共进退。

三是实现金融“去短板”。基金资管公司以其涵盖一二级市场和股、债市场的全方位投资方向，成为老牌金融贵族“银、证、保”的重要补充，能够在企业发展的不同阶段，提供包括VC、PE、债权融资、股权投资、并购重组等一系列金融服务。相较于券商，基金资管公司将更加注重客户的遴选和后续扶持、培育，发挥“金融保姆”的优势，提供企业上市后的一系列管理咨询、债权支持及产业链整合等后续服务。

发挥“鲶鱼效应”

在经济新常态格局之下，基金资管公司发挥“鲶鱼效应”，激发大资管时代下资管业务的拓展及创新，进而驱动中国金融体系的转型、创新，带动并服务于中国经济经济发展引擎的重

新点火，这是未来基金资管公司历史使命的最终落脚点。

基金资管应当成为适应未来经济发展的金融探路者。通过有机整合现有资管机构的各类产品，实现对多层次实体经济的支持；促进产品创新带动投融资业务从债权向股权的转变，实现从间接融资向直接融资的转变，为“经济双引擎”提供强大的“燃料”支撑。

基金资管应当成为社会资源合理配置和优化的最佳执行者。主动管理类项目将成为未来基金资管公司获取业内认可的关键，将成为基金资管公司实现收益的制高点，将成为监管机构实现经济转型与调整的有利抓手。其最终成为社会各项财富资源的最佳整合和利用者，并最终发挥出对社会资源合理配置和优化的功能。

基金资管应当成为金融改革探索最佳的试错者。因基金资管公司的“万能”投资范围打破了行业边界的束缚，使得其能够成为金融改革最佳的试错者，在一种或者一类金融创新出现风险的时候，还能够通过其他的金融创新或金融改革实现生存并发展壮大，从而避免出现系统性金融风险。

创造良好的生态环境

在“分业监管、混业经营”的格局下，基金资管公司要充分履行金融使命，还需要从以下七方面着力创造良好生态环境。

一是客观评估基金资管公司的价值和风险。基金资管公司具有强大的内生动力，有坚定的自我发展、自我修正、自我完善的诉求，并且已切实行诸实施。

二是建立基金资管公司分类监管机制。对基金资管公司作为资产管理计划管理人在销售、信息披露、资管计划合规设立和运作等方面

进行合规管理，建立起对各类基金资管公司主体的分类监管模式，根据评级级别，实行差异化业务监管的资源配置。

三是明确基金资管公司非银行金融机构的性质。建议明确基金资管公司作为非银行金融机构的性质，向包括基金资管公司在内的各类资管机构统一发放金融许可证。改变登记机构不认可基金资管公司担任抵质押权、无法进入中国人民银行系统进行查询和登记的尴尬现状。

四是完善基金资管公司及其产品的法律体系建设。明确资管产品的信托法律性质。基金资管公司大量的资管产品是信托法律性质，而非委托法律性质，迫切需要《信托法》赋予资产管理计划财产独立性及破产隔离功能。

五是探索加强市场竞争机制。探讨逐步开放基金资管公司的业务牌照的可行性。例如开放新三板做市商角色、开放小微券商资质、开放股权众筹资质，为企业提供更为便捷的融资渠道；开放银行间市场投融资渠道，建议尽快考虑允许资产管理计划以产品名义在银行间和交易所债券市场开户并联网交易。

六是提高基金资管公司牌照准入门槛、赋予股东更多责任。建议提高基金资管公司注册资本要求，要求控股股东具备丰富的金融经验、一定的资金实力和从业人员要求等，增强基金资管公司抵御风险的能力。

七是打破刚兑，培养投资者风险自担的契约意识。在管理人勤勉尽责、履行销售适当性及信息披露义务的前提下，引导投资者认识资管产品的本质，培养投资者理性投资、风险自担的契约意识。同时，借鉴国外金融行业及国内证券、保险、信托行业保障基金经验，成立基金资管公司的保障基金。