

推动新型资本转化为投资

□华东师范大学中国金融研究院研究员 胡月晓

- 单纯扩张货币并不能增加全社会的资本,只能增加资金,提高全社会和整个经济体系的杠杆水平。
- 转型升级的经济发展阶段目标,赋予了当前资本更多的技术特征和创新性。
- 完成经济增长模式的转变, 需要确保新型资本顺利转化为投资落实。



新华社图片

完成经济增长模式的转变, 需要完善经济运行机制,就经济发展的三要素(资本、劳动力、技术)而言,宏观经济管理在这一阶段的首要任务,就是要培育实现经济转型和产业升级所需的资本, 以资本引领技术升级和劳动力结构调整。

首先,宏观经济意义上资本不是资金,单纯资金并不能成为资本。资本是承担最后出资人风险的资金, 资本总是属于某个所有者的,资金所有人如不想承担风险,只会给某个经济行为融资, 现实中的表现就是借款。只有企业家才愿意承担经营的“兜底”风险, 企业家是具有冒险精神的出资人, 因此资本天然的是跟企业家精神联系在一起的。从这个角度而言,单纯扩张货币并不能增加全社会的资本,只能增加资金,提高全社会和整个经济体系的杠杆水平。只有在全社会培育企业家精神,才能有效增加经济体系的资本。

其次,资本和技术是密切联系的。无论是国内还是国际经济领域,投资都会带来技术的转移,技术内含于投资,也就内含于资本。资本蕴含着技术,不蕴含技术的是资金。改革开放之初,国内对资金的需求要远大于资本和技术;虽然现在国内仍然需要大力吸引外资,但现在吸引外资重点并不在于资金,而是资本,以及与之伴生的技术。就资金的稀缺性而言,国内的货币环境,决定了货

币资金的状态。就当前国际经济形势而言,改革开放40余年,中国经济实力虽已大为提高,资金也并不稀缺,但仍需要海外的资本和技术。

第三,转型升级的经济发展阶段目标,赋予了当前资本更多的技术特征和创新性。显然,传统产业的资本、高科技产业的资本、风险投资的资本等不同类型的资本,其所蕴含的技术特征和创新精神是不一致的。我国当前需要重点培育的创新型资本集中在实业,尤其是制造业领域, 而对房地产行业等投机性资本, 则应该限制发展。资本的培育和形成, 需要经济社会全面配套发展。资金的不足,货币扩张就可以解决。但资本不足,货币扩张基本无效。企业家精神、冒险精神等的培育,跟社会文化、时代变革等有关,也跟资本市场等金融体系的完善与否有直接关系。

完成经济增长模式的转变, 需要确保新型资本顺利转化为投资落实。中国经济转型要取得实际进展,第一要克服的障碍,便是培育适应转型、升级需要的资本,促进投资增长动力的再启动。中国经济增长的未来20年,投资仍将是第一增长动力。

中国仍然存在的广阔投资空间是:东部发达地区基础设施的进一步完善、中西部地区基础设施的普及扩展、产业调整升级的新增和改造投资等。面对仍有无无限潜力的投资前景,中国当前投资增长缺的是资本,而非

资金。

同时, 需要大力推进国内外市场的一体化,对当前形势而言,就是要克服国际贸易壁垒障碍。经济的全球化、一体化是不可逆转趋势, 脱钩论”早已为世人所抛弃。过去一度流行的产能过剩观点,主要基于国内市场,是片面的,忽视了国际市场推展的重要性。当前国际形势的发展,使得国际贸易壁垒有重新上升趋势,如关税、交易限制等。全球化和一体化的发展,需要国家之间政策的协调性,许多国际贸易和投资发展的障碍, 妨碍了市场的自由运作,使得经济干预主义抬头,也成为中国经济调整不得不面对的不利因素。

完成经济增长模式的转变, 还需要克服内部调整障碍。经济转型时期经营困难程度的普遍上升, 不可避免会带来一些僵化:僵化的价格、僵化的生产系统等,现实中可能体现为行业门槛的提高、政府管制的增加等。笔者认为,以上措施的实质,都是为了使经济调整平稳,但也延长了调整的时间,并牺牲了一定的经济自由性。要消除经济所面临的压力, 就必须最大限度地完善经济制度。克服内部调整障碍,尤其需要注意以下两个方面:反垄断和反竞争。反垄断关注的是垄断对消费者的伤害(主要体现在价格上),反竞争关注的是对竞争对手的伤害,如限制对手进入等各种排挤竞争对手的非效率竞争手段。

无需过分担忧人民币贬值压力

□国开证券研究部研究员 王鹏

近期,人民币兑美元双边汇率一改之前弱势表现,快速升值至6.85附近。未来人民币兑美元双边汇率走势如何? 笔者认为,需要对影响人民币汇率的因素进行具体分析。

人民币汇率走势相对稳定

影响人民币汇率的因素主要有投资者情绪与市场预期,与央行相关的汇率制度安排以及国际收支的宏观反映等。从微观角度看,主要从两个参考指标来反映和判定市场情绪及其预期情况, 一是1年期无本金交割远期汇率(NDF),另一个是银行结售汇数据。从宏观角度看, 主要有央行的政策工具、中间价定价机制、国际收支等。

从一年期无本金交割远期汇率(NDF)与人民币即期汇率两者的历史变化看,预期指标的变化往往快于人民币汇率即期价格的变化。比如自2014年5月开始,人民币贬值预期已经抬头,但人民币即期汇率仍与预期指标走出相反方向, 直至2014年11月之后,人民币即期汇率才与预期指标同向。

从历史走势可以看出,一般情况下,NDF指标与人民币即期汇率方向一致,但也有不一致的时候。比如,在从2018年6月开始的这一轮人民币汇率走低过程中,1年期的NDF汇率隐含的贬值预期始终相对较低,而2018年6月以来的快速贬值,1年期NDF与离岸即期汇率之差始终在0-0.1区间徘徊,贬值预期可控。这也是为什么在此次人民币汇率走低过程中,应尽量由市场决定人民币汇率价格的原因之一。

到目前为止,从反映人民币汇率的预期指标来看,1年期无本金交割远期汇率与离岸即期汇率之差持续保持低位,因此未来即使人民币汇率再次走弱,也不能轻易判断人民币汇率将持续贬值,因为这一反映贬值预期的指标始终维持在低位。判断人民币汇率是否持续走弱,需要随时关注这一预期指标的方向变化,同时结合反映人民币汇率预期的更长周期数据,比如银行结售汇数据以及国际收支情况进行相互印证。

从银行结售汇数据来看,自2015年 8·11” 汇改以来,2015年-2016年期间银行代客远期结汇签约额始终处于低位, 维持在50亿-80亿美元之间,但在2017年美元指数开始持续下跌的进程中, 远期结汇额度大幅上升,由之前的50亿-80亿美元区间上升至100亿-150亿美元区间,同比和环比涨幅分别高达257%和58%,2017年9月甚至超过200亿美元。2018年6月份以来,人民币汇率走低,银行代客远期结汇签约额迅速下降,从2018年5月282亿美元的最高值持续回落至10月份92亿美元。市场对人民币走势预期的争论升温, 认为可能像2015年汇改后的走势一样持续调整, 但可以看到, 即便2018年10月份的最低值92亿美元, 也相较2015年8月汇改后的最低值22亿美元更高, 因此从这一数据可以印证, 两者并不能同日而语。

自2018年11月开始,与人民币汇率企稳相一致, 银行代客结汇签约额企稳回升, 银行代客结汇签约额始终稳定在150亿美元的水平,即便4、5月份人民币加速贬值以来, 外汇局最新发布的4月份结汇签约额也仅为188亿美元, 较3月份的227亿美元低近40亿

美元。

与此相对应, 如果远期结汇增加的原因是人民币贬值预期降温, 则远期售汇签约额应该下降,数据正好印证。2015年8月汇改当月, 银行代客远期售汇签约额达到的近800亿美元,至2016年全年月度平均额也维持在150亿美元以上。2017年美元指数持续下行后, 银行代客远期售汇签约额持续下降, 直至2017年4月52亿美元的最低值,之后在逆周期因子出台后,人民币汇率持续上升背景下,始终维持在50亿美元的规模水平。

自2017年9月开始, 银行代客远期售汇签约值快速上升至280亿美元的水平,直至2018年7月达到356亿美元,环比涨幅达550%。此后又迅速回落, 维持在50亿-100亿美元区间。此间银行代客远期售汇额持续回落,说明远期售汇额这一数据不支持人民币持续贬值。截至外汇局发布的最新数据, 银行代客售汇额持续维持在50亿美元以下, 印证了当前人民币汇率相对稳定的走势。

贬值压力无需过分担忧

除了微观因素外, 影响人民币汇率的宏观因素主要有央行的政策工具、中间价的定价机制、国际收支等方面。其中,央行的政策工具主要是通过央行作为外汇市场的参与者来影响人民币对美元的供需, 以达到调控人民币汇率价格的目的。央行作为外汇市场的参与者, 影响人民币对美元供需的工具主要包括外汇储备工具、离岸央票工具及外汇掉期工具。

就外汇储备工具而言, 央行可直接动用外汇储备在即期市场上买入人民币, 卖出美元,从而起到阻止人民币贬值的目的。

就离岸央票工具而言,从历史经验来看, 离岸市场资金价格大多数时候保持平稳,但在人民币快速贬值时期, 就会出现离岸市场资金价格快速上涨的情况。离岸市场的资金价格是调控离岸汇率的中介信号指标, 而新推出的离岸央票则能更加透明合理地调控好离岸资金价格。在5月份以来的人民币汇率贬值过程中, 央行确实加快了离岸央票的发行节奏和数量,丰富了收益率曲线,调控离岸资金价格,稳定离岸人民币汇率。

就外汇掉期而言, 央行通过在外汇市场上以人民币购入美元, 并在未来一段时间后卖出美元,在这段时间内,央行得到了美元头寸, 在不必动用外汇储备的条件下对外汇市场进行干预。在5月以来的人民币汇率走低过程中, 央行一方面通过发行离岸央票影响离岸资金价格, 另一方面通过远期外汇掉期业务操作,降低做空人民币汇率的收益预期, 通过成本和预期收益两端进行调控, 收到了良好效果。

可以看出, 无论是微观层面还是宏观视角,5月以来由离岸市场带动在岸市场人民币兑美元双边汇率波动, 并非客盘结售汇预期导致, 而主要是由以银行为主的机构投资者决定。因此,未来如果出现离岸市场带动离岸市场人民币汇率升值, 且客盘结售汇数据出现较大顺差,则人民币或不再存在贬值预期。如果外部不确定因素增加以及美联储降息不及市场预期, 人民币仍将存在一定的贬值压力, 但这种贬值压力也仅仅是由机构投资者交易性行为所致, 也就是并非外汇市场供求发生失衡。因此,这样的贬值压力确实无需过分担忧。

活水养清源 市场有效是关键

(上接A01版) 让投资者不需担心上市公司退市使其蒙受经济损失,退市处置过程中,受到权威部门的监督, 除了美国证券交易委员会和行业自律组织都将跟踪退市过程, 投资者有权通过诉讼寻求司法救济。投资者不需为打经济官司聘请专业律师而承担沉重的诉讼费用和律师佣金。

摩根士丹利华鑫证券投资银行部董事总经理高琳认为,美国上市人口通畅,主动退市后再上市较为便利, 且具备相对完善的投资者保护配套制度和司法救济机制, 来源于投资者的退市压力较小, 是上市公司选择市场化主动退市的重要原因。

“美国市场化程度较高,市场约束机制较为有效。”高琳表示,一方面,并购重组便利,市场主体具有较大的自主性。由于市场价格较为真实地反映了公司价值, 不存在所谓的“壳”溢价,因此在上市公司被合并后,相关方没有保留原公司上市地位的动机。另一方面,绩差公司股价长期低迷,长期维持上市地位的成本较高, 因此也愿意选择市场化主动退市。

新加坡管理大学法学院助理教授张巍表示,美股强制退市仅占少数,且交易所对自己制定的强制退市标准执行并不积极, 这里固然有交易所出于商业目的有意放水因素, 不过,强制退市会殃及池鱼也是美国监管机构投鼠忌器的重要原因。

“其实, 对于违反持续上市标准的公司,美国的交易所也并不急于强制其退市。”张巍表示,比方说Asia Pacific Wire & Cable这家公司股价达不到1美元下限200多天之后才被NYSE退市。2002年40家因股价跌破1美元而被NYSE退市的公司,在退市之前的平均违规天数高达59天。对于破产退市的执行同样有很大迟延, 譬如Ow n Corning在宣告破产之后依旧在NYSE交易长达两年方才被强制退市。

美股退市后可自由选择去向

“美国多层次的场外交易市场为上市公司退市机制提供后续通道。”陈雳表示,美国上市公司退市后, 除了进入破产程序的公司以外,大多数上市公司可以转向场外交易市场进行挂牌。

由于美国多层次资本市场体系和投资者维权途径较为完善, 公司退市后可自主选择进入哪个市场或者完全退出市场, 实践中多数进入OTCBB市场(场外柜台交易系统),也有少部分进入Pink Sheets(粉单市场)。

其中,OTCBB是由全美证券商协会(NASD) 所管理的一个交易中介系统。与NASDAQ的不同之处在于,OTCBB没有挂牌条件和标准,不提供自动交易执行体系, 也不与证券发行机构发生关系。OTCBB的典型特征是零散、小规模、简易上市程序及较低费用,很少

有大的基金与机构投资者, 投资者以小基金与个人投资者为主。

粉单市场由私人设立的全美国行情局于1911年成立, 为未上市公司证券提供交易报价服务, 从上市要求、规模、交易情况看,与OTCBB类似。

可考虑为“劣质股”设置特别交易板块

王博认为, 美国退市如此高效主要是因为市场约束机制健全,“优质优价、劣质劣价”,市场作用发挥十分有效。中弘股份“面值退市”和越来越多低于面值的出现,表明A股市场已经开始走在正确的方向上, 但是由于我国投资者结构不均衡、市场约束机制不健全等多种原因局限,劣质企业本应被市场提前筛选,不至于等到投资者来试错,也不需等待其蜕变成“壳”再无端炒作。

因此,王博建议,监管层可考虑为符合一定标准的“劣质股”设置特别交易板块,通过提高投资者门槛、降低交易频次等方式,将资本市场有限的资源从“垃圾股”上挤出来,从而实现深化存量改革目标,使存量上市公司质量有较大提升。

“流水不腐,户枢不蠹”。境外成熟市场通过“大进大出”不断引入优质资源,同时动态出清劣质公司, 使上市公司质量始终保持较高水平,充分发挥了市场优胜劣汰、资源优化配置的作用,值得我国借鉴。

创新活力迸发 金融业加速开放好戏连台

(上接A01版) 中国人民银行党委书记、银保监会主席郭树清强调,特别欢迎那些拥有良好市场声誉和信用记录,在风险管控、信用评级、财富管理、专业保理、消费金融、养老保险、健康保险等方面具有特色和专长的外资机构进入中国,丰富市场主体、创新金融产品、激发市场活力。

中信建投银行业分析师杨荣表示,引进一些高水平外资金融机构,尤其是吸引更多经营稳健、具有特色的外国银行来华经营,可以一起推动中国银行业的高质量竞争,提高竞争效率 and 水平,进而推动整个中国银行业、中国金融业的高质量发展。

中国建设银行行长刘桂平认为,开放市场中的金融业要通过开放合作,各展所长,各补所需,实现互利共赢,共同发展。此外,要更加主动的创新意识。金融开放为金融创新创造了更多机会和条件,要勇于担当,主动作为,不断引入来自全球先进的创新要素和现代科技,培育开放创新的理念和模式,以此激发出源源不断的金融创新动力。

持续提升监管水平

在金融业对外开放过程中,要持续提升监管水平,守住不发生系统性风险的底线仍是金融工作的重中之重。开放并不意味着不监管,而是需要按照相关法律进行和内资机构一样的审慎监管。

刘桂平表示,在开放的市场环境下,金融业面临的风险更加复杂, 防控风险的要求更高,要全面提升主动管理风险的能力,不断强化底线思维,增强合规意识,筑牢风险控制的底板,确保不发生系统性金融风险。

郭树清指出,金融管理部门今后将更加注重专业性、审慎性、稳定性,建立和完善以资本、偿付能力、流动性、资产分类、公司治理、内部控制、市场声誉、合规记录、过往业绩等为主要内容的全面风险监管体系。同时,加强事中事后监管和行为监管,通过现场检查和非现场监管等手段揭示风险,发现问题,采取措施予以纠正。对于严重违法违规、不审慎经营的机构,将依法予以严惩直至市场退出。

与此同时, 要不断完善与开放水平相适应的监管方式和方法。银保监会副主席王兆星表示,在对外开放过程中,必须加强监管的制度建设。在减少机构准入数量限制的同时,进一步完善相关审慎性监管, 确保引入机构具有优秀的专业能力,良好的风控能力和充足的资本实力。

证监会有关负责人日前表示, 下一步,证监会将继续深化与境外监管机构的跨境监管与执法合作, 共同打击跨境违法违规行为。同时,证监会还将做好有关政策实施效果的动态评估工作,完善风险监控、预警和应对机制,加强审慎监管和风险防范,维护金融体系安全稳定,促进资本市场长期稳定健康发展。