# 人民币汇率异动根在汇率“双轨制”

近日在人民币汇率的涨跌之间到底发生了什么？人民币现在还不是完全自由兑换货币，境内和境外市场仍处于分割状态，这样两种汇率形成机制的差异必然会给留下更多的风险溢价和隐患。外贸企业结售汇净额下降以及银行代客结售汇出现逆差的主要原因，均是与人民币贬值预期相关。中国可以利用当前外汇市场供求趋于平衡的机会，增强人民币汇率弹性化，过渡几年之后人民币与美元汇率正式脱钩，实行有管理的独立浮动。

张茉楠

本月以来，人民币汇率似乎经历了一次“过山车”，在连续数日触及“跌停”之后终于一改颓势，连续冲高，并再创出汇改以来的新高。12月27日，中国外汇交易中心公布的数据显示，人民币对美元汇率中间价报6.3152，盘中汇价则达到1993年汇改以来的最高水平。在人民币汇率的涨跌之间到底发生了什么？人民币近期出现大幅异动的根源到底是什么？

## “双轨制”削弱了内地定价权

很大程度而言，人民币汇率定价主导权仍在内地即期市场，但由于人民币现在还不是完全自由兑换货币，境内和境外市场仍处于分割状态，这样两种汇率形成机制的差异必然会给留下更多的风险溢价和隐患。目前美元兑人民币无本金交割远期（NDF）的每日成交量在30亿美元~50亿美元左右，而在人民币NDF创始之初，其日成交量最高也不过3000万美元。境外人民币NDF交易的规模不断扩大，加上在岸人民币市场远期外汇交易不活跃，人民币NDF汇率在一定程度上成为人民币离岸市场汇率预期的风向标，也一定程度削弱了内地市场对人民币汇率定价主导权。

## 外汇市场供求格局出现变化

三季度之后，外汇市场供求格局出现了新变化。9月中下旬以来，境内外市场人民币汇率出现倒挂的现象。2005年7月人民币汇率形成机制改革，由于强劲的单边升值预期，在香港美元兑换人民币要比国内便宜。到了今年9月中下旬，这种状况突然逆转，香港市场上美元变得比境内贵，人民币反而更便宜。在9月底10月初欧债危机高潮之际，美元现汇一度比国内高出1500个点左右，无本金交割的远期外汇交易美元也由贴水转为升水，整体外汇市场出现了新变化：一是外贸企业的外汇净供给大幅萎缩。2011年9月外贸企业净卖出外汇1658亿人民币，10月份下降至202亿人民币，与9月相比减少了1456亿人民币；二是大型国有企业和境外金融机构在我国的分支机构由外汇的净供给方转换为净需求方。2011年9月净买入79亿人民币，与9月相比外汇需求净增加1266亿人民币；三是国内金融机构净买入增加。2011年9月净买入79亿人民币，10月净买入645亿人民币，与9月相比净买入增加566亿人民币，因此，并不能就此判断资金有大幅的外流。

外贸企业结售汇净额下降以及银行代客结售汇出现逆差的主要原因，均是与人民币贬值预期相关。国家外汇管理局数据显示，11月银行代客结售汇出现自2010年开始公布此数据以来的首次逆差，逆差额为8亿美元。事实上，银行客户的结售汇净额与人民币汇率的升值预期有较强的相关关系。2008年以来的月度数据显示，银行客户的结售汇净额与NDF市场的人民币汇率升值预期极度相关，人民币升值预期强烈时，出口企业愿意更多的结汇，进口企业延迟购汇，进出口企业的结售汇净额上升。一旦人民币升值预期逆转，出口企业结汇意愿显著下降，进口企业则是加快购汇，结售汇净额下降。

## 跨境贸易结算和离岸市场提供了套利便利

更重要的是，人民币跨境贸易结算渠道的开通和离岸人民币市场的发展，为企业在两岸套利提供了便利，进一步放大了人民币汇率预期变化在岸外汇市场的影响。2008年人民币无本金交割远期（NDF）市场也曾经上演人民币贬值的一幕。当时国际金融市场流动性骤然紧张，国际资本回流欧美市场现象更加普遍，NDF市场上人民币贬值的幅度要远大于近期的人民币贬值幅度。当时银行代客结售汇净额也在下降，但是下降幅度要小于目前下降的幅度，为什么近期NDF市场人民币贬值预期较当时小得多，而银行代客结售汇净额下降幅度更加明显呢。笔者认为，其主要原因就是人民币跨境贸易结算和离岸人民币市场发展，提供了的套汇机会。2008年金融危机期间，人民币还没有跨境贸易结算，也没有离岸价格。即便海外NDF市场有了人民币贬值预期，由于缺少跨境资本流动渠道，对在岸人民币价格影响有限。而有了人民币贸易结算和离岸市场后，国际金融市场动荡引起的境外人民币需求的变化就会直接反映为离岸市场人民币价格的变化，而在岸人民币价格未必对此做出反应，这样，境内和境外市场仍处于分割状态，两种汇率形成机制的差异必然会给留下更多的风险溢价和隐患，这既给贸易商以套利机会，也给了海外投机力量以做空中国的机会。

## 应向人民币与美元脱钩过渡

眼下，外汇市场对人民币贬值的预期并未完全消除，但人民币汇率近几日却出现了大幅飙升，其背后也凸显了央行维护汇率基本稳定的坚定立场。人民币汇率稳定是一场大的博弈，而央行更应该做的是真正让人民币汇率“弹起来”。中国可以利用当前外汇市场供求趋于平衡的机会，增强人民币汇率弹性化，确立一套明确的、贯彻人民币汇率改革目标的人民币汇率浮动规则，在区间内人民币价值有市场供需决定，贬值压力大的时候就允许人民币贬值，同时将人民币与一篮子货币挂钩，提高人民币汇率弹性，并建立真正意义上的有管理浮动的汇率体制。此外，需要增加汇率对冲工具，使得金融机构和企业获得调整的空间。过渡几年之后人民币与美元汇率正式脱钩，实行有管理的独立浮动。

（作者系国家信息中心预测部副研究员）

焦点评论

# 企业去库存化已初见成效

陈伟

11月公布的工业企业经济效益表明，四季度以来经济形势的恶化迫使企业开展的主动去库存已经初见成效，这将有利于企业减轻资产负债表压力，但鉴于需求恢复的缓慢性，企业主动去库存结束也很可能被拖延，企业效益的改善也将会经历更长的时间。

企业迎来主动去库存时期。企业库存周期一般可分为4个阶段，即主动补库存、被动补库存、主动去库存、被动去库存，而划分4个阶段的重要参考指标是工业销售增速与库存增速变动方向是否一致，当两者增速是同上同下，则库存是主动调整；增速是反向变化，则库存是被动调整。

三季度以来，虽然工业增加值增速较快下滑，但企业库存同比增速却持续上行，这表明企业处于被动去库存阶段，但这种阶段不会持续太久，当企业资金链因此越崩越紧，产品价格也大幅度回落时，企业就不得不为保护资产负债表而开始主动的去库存。11月企业产成品同比增长22.8%，比上月减缓1.4个百分点，正表明企业已经进入主动去库存阶段，而该时期的到来虽然意味着企业效益即将进入最差的时期，如由于需求的疲软，9~11月企业主营业务收入仅增长21%，比上月放缓4个百分点，而企业利润9~11月单季度增速已从上季的28.7%回落至16.6%，但该时期同样也正在孕育着企业效益未来转好的有利条件，如由于中上游成本压力的减轻，前11个月规模以上工业企业每百元主营业务收入中的成本，比前10个月低0.12元，企业主营业务收入利润率也因此比前10个月高0.1个百分点，达到6.14%；企业主动去库存也使得库存压力减轻，资金面状况也会有所改善，11月企业应收账款同比增速从上月的20.7%回落至本月的19.7%，而这将有助于企业“断臂求存”渡过艰难的经济回落期。

企业主动去库存何时结束？有利于企业效益改善的因素何时能够占据主导则取决于企业主动去库存的时间，若主动去库存的时间较短，企业效益也将很快得到改善，但若时间拖得过长，企业效益改善的时机就会被推后。从上两轮企业去库存的情况来看，企业主动去库存时间并不长，如2004年12月企业去库存周期仅持续3个月，就迎来工业增加值增速的回升，企业也就渡过主动去库存而进入到企业效益逐渐改善的被动去库存阶段；2008年8月开始的企业去库存也仅持续了4月也就于当年12月结束，而我们认为这轮企业主动去库存的时间将会比较长。主要原因在于：需求是决定企业能否较快顺利主动去库存的关键，若下游需求恢复的较快，企业主动去库存的时间就会比较短，企业生产也将能较快恢复。而需求又可以分为两类，一类是刚性需求，即当中上游产品价格大幅度回落后，前期抑制的下游刚性需求会有所释放，另一类是外因驱动的引致需求，如当经济政策面较快改善的时候，引致需求就会较快启动。而我们从当前的经济形势来看，这两类需求都会弱于前两次。

我们预计从10月开始，本轮企业主动去库存将会持续更长的时间，可能会持续到明年二季度才会出现转机，因为届时一方面各类中上游产品价格的进一步回落，以及政府自明年初实施的多项结构性减税措施都有利于降低企业成本压力，刺激市场刚性需求更大程度的恢复；另一方面，企业在经历了两个季度后的主动去库存之后，企业的合意库存水平将会降落到比较低的水平，企业资金面也会更加宽裕，而此时经济的下滑也会迫使政府出台更有力度的稳增长措施，从而提振市场的增长信心，这些因素都有利于激发企业需求，促成主动去库存周期的结束。

（作者单位：民族证券）

# 政府回购经适房如何保证公平交易

周俊生

在日前召开的北京市住房保障工作总结大会上，北京市住建委相关负责人表示，北京近期将出台政策，拟建立经济适用房封闭运行机制，规定今后新购买的经适房将不得上市交易，如果业主确要出售，只能由政府回购。

在各地大规模地兴建保障房的背景下，北京市将要出台的这条政策具有一定的现实针对性。自各地推出经适房以后，由于在分配上存在的漏洞，出现了一些不符合条件的人购得经适房的情况，一些住房并不困难的人以相对低廉的价格购得经适房后并不需要入住，只待其可以上市以后将其抛出牟利，这不仅使经适房的功能出现了扭曲，而且也造成了社会利益分配的不公。因此，北京市准备将经适房纳入封闭运行机制，与可以自由交易的商品房区隔开来，禁止其上市交易，有利于堵塞骗购经适房所产生的漏洞。

但是，政府所推出的政策往往只能做到“一刀切”，解决了一个方面的问题，却随之而产生了另一个方面的问题。因为，即使确实存在骗购行为，但大多数购买经适房的业主毕竟是符合条件的，而随着时间的推移，比如其家庭成员收入的增加，他们自然也会产生改善居住条件的强烈愿望，出售原先拥有的经适房，筹款购买自己中意的商品房，便是一种理性的选择。然而，当他们需要出售经适房的时候，却无法通过市场交易保证自己权益的最大化，而是只能将房屋出售给政府，但是，一个可以想见的现实是，政府不可能与经适房业主通过讨价还价的博弈机制来确定价格，而只能是由政府制定一个“一口价”，业主除了接受这个价格以外，没有其他途径可以选择。

当然，经适房的产权不同于商品房，政府在经适房的建造过程中投入了土地，并且在税收等方面向经适房购买者作出了倾斜，因此，经适房业主享受到了一部分公共资源，其对经适房的产权是一种不完全权利，这也说得过去。但是，在这个过程中，政府对经适房投入的主要是土地，看起来，政府似乎牺牲了部分本来可以通过竞拍得到的土地收益，但是，这部分土地收益对于政府来说，本身是值得怀疑的。土地属于全民所有，政府只是一个管理者，但在目前的房地产市场中，政府已经成为一个土地所有者，通过对土地的运作又成为房地产市场中最大的得益者，这种畸形模式的一个直接结果便是使商品房价格出现了大幅上升。正是这种土地制度使大量中低收入者无法通过市场解决居住问题，只能购买产权不完整、居住条件也相对较差的经适房。因此，政府回购经适房，其实是要将原来补贴在经适房上的土地收益重新拿回来。在这个由政府“一口价”主导的经适房回购过程中，政府可以凭借其刚性的行政权力稳操胜券，而业主的权益却受到了损害，他们的正当要求无法得到满足。

经适房业主与政府共同拥有对经适房的产权，这是一个客观事实，但是，经适房业主所拥有的产权应该与政府是平等的，而不是一方必须无条件地听命于另一方。由于政府并不是一个合格的市场交易者，它更多地习惯于以行政手段来确定价格，因此，由政府回购经适房很难保证交易的公平公正，并不是一个好的办法。经适房的出路还是应该回到市场，业主出售经适房的价格应该通过市场博弈来确定。就目前来说，业主大规模出售经适房的高潮还未出现，但这在将来是一个无法回避的问题，因此，从目前开始，政府就应细化对经适房的管理，比如，按照业主和政府各自对经适房的投入，对经适房的产权明晰化，这样，在经适房出售以后，业主和政府可以按照各自所拥有的权重进行利益分配。这样做，也可以让政府省去了在回购经适房后必须投入的管理，并且保证经适房在流转过程中物尽其用。

## 投资者教育漫画专栏

老年人要慎入股市

老人炒股很冒险，身体不如青壮年。
情绪绷紧为股票，血压升高因K线。
与其常去营业部，不如多练太极拳。
钱财本是身外物，健康至上享晚年。

任山葳/漫画
孙勇/诗

**老年人炒股须知：**1.千万不要把老本全部压在股市。可参考“四分之一理论”,即老年人全部积蓄中，可拿1/4生活，1/4养老，1/4投资不动产，1/4买股票。2.有四种心理特征的老人不适宜炒股，分别是情绪型、偏执型、依赖型和完美型。

■舆情时评 First Response

# 乳业巨头集体提价 消费者未必买账

夏天

蒙牛的“致癌门”远未善后，国内乳业市场风波又起。一则国内乳业巨头联手提价的消息占据了各大网站和纸媒的重要位置：从2012年1月1日起，市场上销售的液态奶将陆续集体提价。有记者已从北京众多超市卖场证实，收到伊利、蒙牛、三元等品牌书面或口头提价通知，提价的理由不外乎成本上升云云。

风口浪尖这当口，国内乳业巨头们颇有默契、急吼吼地行联手提价之举，真让消费者大跌眼镜。巨头们此举，乍一看是慌不择路的昏招，细细思量却似乎是一招“双杀”妙手。一方面，巨头们忧虑砸了招牌货卖不动，引发业绩下滑，未雨绸缪先作应对，好歹锁定部分利润；另一方面，也是意在其表现壮士断腕狠抓质量不惜成本，打出了一张“悲情牌”：“亲，我错了，整改还不行吗？可是抓质量成本高，地主家也没余粮啊……亲，多担待点。”

看似天衣无缝的完美营销计划，消费者能买账吗？

未必。在国内现实的市场环境下，“便宜没好货”的规律通常情况下是成立的，但价格高可以视为品质高的必要条件，却绝非充分条件。“钱多、人傻”已成了一类商家对中国所谓高端消费市场的经典概括，宰你没商量的案例近年来被曝得不少。再回头来看国内乳业巨头此次联手提价事件，时点敏感又信披暧昧，大有可疑之处，难以服众。有乳业专家就表示，原料成本上涨的理由是说不过去的，全国原料奶的平均收购价格没有太大变化。酸奶产品的原料糖价格比五六月份略降；而包装方面，利乐砖的价格今年也降得比较多。

更何况今时今日，戏法人人会变。在各种医疗广告、纳米科技等等“伪科学”的概念炒作轮番轰炸下，消费者的神经早就修炼得异常强大，从单纯成长为世故，从轻信被逼成多疑。据中国上市公司舆情中心监测显示，微博上正热议国内乳业巨头联手提价事件。对于提价之举，网友几乎是一边倒地口诛笔伐：“快倒闭吧，还提什么价呢”、“不是有致癌物吗，不提价估计都没人买了”、“蒙牛，即使你不涨价，我也不会买你了”……同时也有网友提出疑问：“集体提价，是不是涉嫌价格操纵？反垄断法跑到哪里去了？”

其实从几年前的三聚氰胺事件以来，国内乳业巨头们似乎一直在道歉，一直在公众的视野里弯着腰，姿式标准但诚意欠奉，以至在错误的泥沼里愈陷愈深。

尽管如此，国内善良的消费者也还是一而再地给过他们机会，单看看近年来国内乳业品牌仍在各大卖场占据显要位置便是佐证。但恶劣事件层出不穷，消费者的信心也降至冰点，看着香港关口一桶桶、一箱箱往国内背进口婴儿奶粉的“奶爸”们，国内的乳业巨头们扪心自问，不觉得不安吗？

（作者系中国上市公司舆情中心观察员）