谨防空方借资本账户创纪录逆差攻击人民币

国家外汇局最新公布的国际收支数据显示,中国经济于2014年正式告别了“双顺差”时代,资本和金融项目(含净误差与遗漏,下同)录得960亿美元的逆差。其中,仅在四季度,资本和金融项目便出现912亿美元的逆差,创下历史纪录。2014年前三季度,资本和金融项目便出现了49亿美元的逆差,各方对全年资本和金融项目逆差已有所预期。但这一逆差在四季度急速扩大,仍然震惊了市场。

由于外汇局只公布了国际收支平衡表的初步数,我们尚难确知四季度资本和金融项目出现的创纪录逆差具体来自于哪一个子项。结合前三季度的数据看,最有可能出现在净误差与遗漏项下。前三季度的国际收支数据显示,如果不计入净误差与遗漏,资本和金融项目仍然存在687亿美元的顺差,同时净误差与遗漏项出现736亿美元的逆差,合并后出现逆差49亿美元。至于一些观点认为,资本和金融项目逆差是对外投资大幅增长所带动的,其实并没有数据支撑。恰恰相反,据国际收支平衡表初步数据,四季度直接投资出现610亿美元的顺差,全年顺差为1985亿美元。也就是说,2014年,国际收支口径下的直接投资仍然处于大幅净流入状态,与同期商务部监测到的资本净输出存在很大差异。相应的,四季度资本和金融账户的创纪录逆差也就无法归因于资本净输出,因外汇局与商务部的统计口径存在差异。

目前看来,在更为详细的数据发布之前,资本账户的创纪录逆差难以寻找到令人信服的解释。一般而言,正式报告将在初步数据发布后两个月左右出炉,2014年的中国国际收支报告预计将在今年4月发布,报告届时应当会对创纪录逆差加以详细解读。令我们关注的是这一逆差将对市场构成怎样的冲击?尤其在人民币即期汇率连续接近跌停的情况下。继前一个交易日收创两年新低后,人民币对美元即期汇率本周二继续走低,盘中最大跌幅达到1.96%,在7个交易日中第6次接近跌停。资本账户的创纪录逆差无疑为人民币空方做空人民币提供了勇气。

值得注意的是,决策层可能已经做好了应对资本流出与汇率大幅波动的准备。据外电报道称,中国央行已经做好政策储备,以应对各种对人民币汇率的冲击,避免出现热钱大规模流入流出和短期套利行为。这些储备措施包括扩大人民币对美元汇率日间波动区间,以及通过中间价引导人民币汇率适度贬值等。综合国际国内因素看,人民币对美元汇率上半年有可能出现阶段性贬值,一方面,中国经济增长率可能进一步回落,经济下行情况下人民币原本存在着较强的贬值压力;另一方面,美国与其他非美经济体在经济增长与货币政策方向上出现分化,将推动美元升值以及非美货币(欧元、日元、澳元、韩元及其他新兴市场货币)竞争性贬值。在这样的国际货币环境下,人民币对美元适度贬值将有助于缓解实际有效汇率被动大幅升值的压力,但要避免“适度”贬值被扩大化为一场对人民币汇率的投机性攻击。

近期连续接近跌停的走势,已显露出空方试探性攻击人民币的迹象。资本账户的创纪录逆差恰好可以为这种投机性攻击提供理由。此前市场不乏这样的观点,即中国近年来有3000亿美元的国际收支误差,可能反映了资本的隐秘外流,尤其是去年三季度,净误差与遗漏创下了630亿美元逆差的纪录。四季度的误差虽未公布,但从初步数据分析,有可能进一步扩大。货币当局要密切注意这样的市场预期,并及时加以澄清。此外,随着中国经济步入资本净输出的新常态,国际收支平衡表上出现经常项目顺差、资本项目逆差也将成为常态。决策者与市场都要主动适应“贸易顺差、资本流出”的新的国际收支平衡结构,将其视为一种正常的状态,而不必一惊一乍,动辄认为这是中国经济出现了什么问题。

总之,资本账户的创纪录逆差将进一步加大人民币贬值压力,但要避免“适度”贬值被扩大化为投机性攻击,随着资本净输出时代的到来,“贸易逆差、资本流出”也将成为新常态,各方面都要主动适应这种结构性的变化。

(安邦咨询供稿)

焦点评论

新三板乌龙指交易应被撤销吗

缪因知

据《证券时报》4日报道,北京的全国中小企业股份转让系统(新三板)中曝出个股乌龙指事件。挂牌公司华恒生物的一名股东本打算将股份按照协议约定的1元钱每股转让给另一人,但由于按错键,导致协议转让变成了公开挂牌转让。而该股当时的市场价是21.6元。有三位外部投资者发现了这个异常的低价后,果断将这些股份买走。公司原股东发现异常后,提出向“捡漏”成功的投资者以4.85元回购,有的投资者同意了,净赚数倍;而还有的表示拒绝,只肯以市场价卖出。现在这些股份已被公司所在地的安徽长丰县法院冻结。

本案案情很简单,所需要讨论的只是此类交易是否可以由于出卖方的错误操作而撤销。在上世纪90年代,我国沪深证券交易所也出现过类似乌龙指案件,不过由于后来设立涨跌停板限制,“在市场上以严重偏离市场价的标准买到股票”这种情况极少发生。而新三板并不实行涨跌停板限制,故而从法律上讲,把股票卖白粉价还是卖白菜价,都是股东的自由。市场组织方并不干涉,就算工作人员当时发现这个报价诡异,也无权干涉。

那么,买卖价格自由是否就等于交易绝对应当有效呢?倒也不尽然,因为这的确不符合人们的正义观。捡漏的投资者自己承认对华恒生物公司本身一无所知,就是冲着超便宜的价格而去的,其潜台词恐怕也包括了“我猜这个股票标错价格了吧”。从道德上说,无疑他现在坚持要求别人按21.6元买回股票是乘人之危。

但我们需要考虑的因素不止这些。在商事交易中,各国公认有一套不同于日常民事交易的逻辑和规则。民事交易更重视当事人的真实想法,如果说错了写错了价格,往往是可以结合实际,将已经生效的撤销的,而商事交易更注重对外作出的表示,如果说表达错了、写错了,通常不能随意撤销。商事法律有一个核心价值叫“保护交易安全”。民事交易往往是个别的、零散的,而商事交易通常是连续的、频繁的。甲把股票低价错卖给了乙,乙不一定把股票捂在手里不动,而可能随手转卖给丙。要等到甲发现搞错了,股票都到丁手里了。这要撤销起来,就得大唱连环计了。或者乙本是借钱从甲那买的股票,等到甲要撤销交易时,乙也没钱返还了,都会产生很大的麻烦。随意地“实事求是”,反而会令商事主体一开始就不愿意来交易。因此,一般只要是按照特定规则展开的交易,是不能强行撤销的。

不过,与沪深等证券交易所相比,新三板也有一点不同之处,新三板挂牌公司多处于创业初期,不同公司平常交投时热时冷,转手率没有那么快。这一方面意味着交易发生后,短期内不会牵涉到多个交易者,另一方面则意味着由于总交易量小,个别错单对市场交易价的误导作用不容易被迅速消化。故而,防止此类错误交易的发生,不仅有利于公平,也有利于市场效率。但这个度如何把握,还需要结合具体案情来看,当事人的举证也至关重要。

现在案件还在司法程序中,本人不宜多加评论,但值得建议的是新三板可以和挂牌公司、投资客户等协商,通过自行约定的方式来明确未来情形下撤销交易的可行性。市场组织方如果有理由认为,错买者知道其并非协议买入的真正对象时,则可以斟酌情形,在一定时限内撤销交易。同时预先规定,指令输入错误者、交易撤销受益者应当付出固定数额或比例的补偿金给对方。毕竟,捡漏者的存在可以提醒各交易方加强内部控制、审慎行事,但对错卖方的惩罚也不必太重吧!

(作者为中央财经大学法学院副教授)

国企世袭制情况普遍 打江山传儿孙想法根深蒂固

国企传承重血缘,优化治理遇挑战。
竞争机制成摆设,裙带关系是靠山。
寻租故事伤国脉,公地悲剧招民怨。
寄语共和国长子,产权改革要攻关。

紫蝶/图
孙勇/诗

房地产洗牌加速 行业集中度提升三大路径

李宇嘉

根据世联行的统计,在楼市上半场的“黄金时代”,我国房地产开发企业数量从1997年的21286家增长至2013年91444家,年复合增长率达9.54%。这其中,绝大部分是新入行者或从实业转过来,看中的是房地产超越实业领域的收益率,而在江浙一些地市,甚至出现了全民房地产的现象,这绝非一个行业或市场正常理性发展所具有的现象。

在步入新常态后,房地产不仅将告别过去动辄30%左右的量价涨幅,过去10多年狂飙突进过程中累积的价格泡沫需要消化,房企数目过多的问题也应要到纠正,不适应市场的房企将退出,行业集中度提升。2014年是楼市新常态“元年”,结合这一年来的行业整合情况,笔者认为,未来行业集中度提升将有三条路径。

佳兆业危机以“接盘”的方式平稳落地,小业主的权益得到了保障、金融机构资产有惊无险、地方政府的压力缓解、龙头房企的市场占有率提升。在佳兆业事件中,“接盘”无疑是解决危机的最佳选择。此次危机折射出,在经济增长和楼市运行步入“新常态”后,过去依靠经营政商关系以获得超额利润的时代一去不复返了,那些完全依赖官员“照顾”而获得超额市场机会的房企将不得不退出市场,这是行业集中度提升的第一个路径。

有统计称,自2000年以来,半数以上落马省部级高官涉及房地产。2014年以来,根据中央巡视组反馈情况以及各地整改通报,在2013年以来被巡视的21个省份中,20个省份发现了房地产腐败,占比高达95%,落马官员基本都与房地产有关系。类似佳兆业这样的房企还有很多,随着整顿吏治和肃清非市场化成分的推进以及所形成的强大威慑,依靠政商关系“裸泳”的房企会浮出水面,退出市场也就成为必然趋势。此次佳兆业退出市场,以国内龙头房企——融创中国和华侨城“接盘”的方式完成,有利于龙头房企愈大愈强,行业集中度的此种提升是健康的。

现在有一种论调,认为改善性需求接棒刚性需求,将助推楼市迎来第二波发展的“弱黄金周期”或“强白银周期”。相比发达国家,我国城镇居民居住质量较差,30%的房子是在上世纪80年代、90年代,甚至是“短缺经济”时代建造的,不符合当代人居要求;20%的房子缺乏基本生活设施(如独立的卫生间、独立的厨房、自来水、下水管道、阳台等)。改善空间巨大不假,但在楼市下半场,居民对于住房的需求不再是“有房住”,而是“住好房”。问题是,对于绝大部分开发商来说,他们对于房地产供应的理解,已经完全陷入“储备土地→复制图纸→快速开发”的高周转、供给主导模式中不能自拔。对于何谓“住好房”,如何满足居民差异化的、个性化的需求,不仅没有概念,而且在思想认识上也没有准备。2014年,我国楼市销售下滑7.6%,这是在退出行政干预、房贷松绑、各地救市不断等“托市”背景下取得的不易成绩,如无这些政策干预,下滑幅度会更大。在这背后,投资需求退场、无效供应、保障房空置与住房需求嗷嗷待哺并存,这已经表明,未来开发商要生存,必须要建设“好房子”。

未来,我国消费需求将告别模仿式、排浪式,迎来差异化、定制式。在住房领域,“85后”和“90后”将替代“70后”和“80后~85前”,成为住房市场需求的主力军。马佳佳一句“90后不买房”尽管言过其实,但惊出万科一身冷汗,背后折射出未来住房消费将完全不同于过去,小米的“You+公寓”之所以被热捧就在于此,未来住房领域将完美地诠释差异化和定制式消费时代的全貌。

改善性需求接棒首次购房需求,尽管具有国际规律,但改善性需求的最大特征就在于差异性和个性化。到底是改善面积,还是改善人居环境,或改善公共服务配套,不同的改善性需求差别也非常大。而改善公共服务配套,又有改善教育配套、改善交通配套、改善医疗配套等区别。2014年以来,龙头房企之所以积极拥抱互联网,就在于互联网最接地气,能够消除信息不对称,能告诉开发商老百姓喜欢什么样的房子。

但是,2014年楼市调整程度并没有媒体宣传的那么差,12.1亿平方米的销售面积依然为历史第二好成绩。目前,在楼市渐显回暖趋势的情况下,很多开发商将2015年的销售目标增幅制定为20%~30%。看来,很多数开发商还没有认识到楼市需求的这种趋势性变化。因此,在库存高压、尊重市场规律、政府去地产依赖的大背景下,不能适应市场需求,依旧坚守供给主导模式的开发商将会被市场淘汰而退出市场,这是行业集中度提升的第二条路经。

2014年前三季度,我国上市房企净资产收益率(ROE)为6.94%,较上年同期下滑1.67个百分点,降幅接近20%。预计2014年,上市房企ROE较2013年也将下滑20%左右,超过2/3的上市房企ROE将在平均水平以下。这意味着,目前房地产行业整体盈利能力在快速下降,行业资本收益率已经接近实业资本收益率。未来,若想获得超额收益,需要超一流的开发和管理能力,这必然归属于少数龙头企业。

在这种背景下,房地产整体投资规模将开始收缩,盈利能力低、抗风险弱的房企将会出现破产,并最终退出市场。同时,在政府投资领域,将会大量引入PPP的模式,意味着社会资本投资收益率在未来有上升的趋势。因此,预计2005年以来实业投资进入房地产投资的趋势将可能会逆转,大量的房地产企业开始回归实业投资。从国家统计局披露的2014年房地产行业到位资金情况看,产业资本已经开始撤出房地产,这是行业集中度提升的第三条路经。

2013年,我国十大标杆房企销售额占全国市场销售额的10.78%。也就是说,国内这10家规模最大的房企仅占一成商品房市场。即便是房企龙头万科去年销售额刷新行业纪录,达到1709亿元,市场占有率也仅为2.1%。而从国外成熟市场来看,美国房地产市场前五名开发商(TOP5)市场占有率从1989年的7.13%提高至2004年的14.95%,到2006年迅速上升至22.51%。因此,我国房地产已经进入集中度快速提高的时代,这一过程中,尽管会有佳兆业式的阵痛,但阵痛过后将是行业新生的到来。

(作者单位:深圳市房地产研究中心)

P2P发展空间巨大 规范运营是生命线

项峥

从P2P网络贷款概念引入到目前,我国P2P网络贷款规模已成长为全球首位,这并非偶然。我国拥有发展P2P平台的肥沃土壤,金融压抑、网络应用普及、网络购物潮流等现实条件,均将给予P2P平台广阔发展空间。正因为如此,社会资本投资P2P平台的热情依然高涨,预期今年我国P2P平台数量或将达到创纪录的4000余家,未来市场潜力巨大。

我国P2P平台客户基础坚实。P2P平台稳健运行,需要从资金供求两个方面得到强力支撑。从资金需求方看,金融压抑使得我国绝大多数草根阶层融资需求得不到满足。传统金融机构经营成本较高,小额分散融资需求并不符合其成本收益对经营的约束。从资金供应方看,我国居民投资理财渠道不仅总体狭窄,而且还有准入门槛,草根阶层小额资金投资渠道大多被限制在低收益银行存款领域,潜在投资需求巨大。支付宝在短短时间内迅速做大到5000多亿规模,主要还是迎合了我国居民巨大的小额资金投资需求。金融压抑的一个客观结果,就是低收入人群低补贴中高收入人群。P2P平台是实现普惠金融的重要途径,有利于扭转这种畸形利益分配关系,因而有巨大的发展潜力。截至2014年12月末,我国个人存款规模达到50.78万亿元,若按照二八定律来测算草根阶层存款规模,大约存在10万亿元的投资需求。同时,我国实有个体工商户超过4800万户,假定平均每个个体工商户有2万元融资需求,那么全国融资规模可达9600亿元,即使只有1/4的个体工商户有融资需求,全国融资规模也能达到2400亿元。正因为我国草根阶层金融服务潜力巨大,推动P2P平台业务规模迅速扩张。据“网贷之家”监测统计,过去一年,我国P2P平台累计实现网络贷款规模超过2500亿元,投资与借款人数成倍增长。

而网络经济规模扩大将为P2P平台注入持久动力。截至2014年12月末,我国网民规模已经达到6.49亿人,人均每天上网时间约3.7小时。2014年,我国互联网广告市场规模超过1500亿元,同比增长56.5%;网上零售额达2.8万亿元,同比增长49.7%;社会零售品消费市场“电商化”比重首次超过10%。目前,我国网上经济活动日益活跃,网上经济交易信息数据呈现出海量增长,这不仅推动互联网征信市场发展,而且还为P2P平台运用大数据技术分析借款人信息奠定坚实基础。网络交易活动所产生的资金缺口可以通过P2P平台得到弥补。更重要的是,当经济活动从线下逐步向线上转移,势必将引发传统金融变革,激发互联网金融发展热情。

目前我国P2P平台的问题还不少。由于我国互联网征信市场尚在开发,社会信用体系建设还不完善,线上审核借款人信用信息几乎没有可能,线下认证大大增加了平台经营成本,导致借款利率上升,加剧信用风险。同时,行业门槛准入较低,为不法分子利用P2P平台大肆进行非法集资和非法金融业务创造便捷机会,造成恶劣社会影响。还有,我国多数P2P平台客户漫天撒网,没有进行市场细分,也未通过特定社交网络形成固定客户群体,也显著增加平台信用风险暴露。此外,P2P信息极为不透明,不仅借款人信息不透明,而且平台自身信息发布也不透明,易侵犯金融消费权益,也为后续维权、债务纠纷、资产保全等带来诸多困难。最重要的是,资金流向缺乏监管,不少P2P平台慢慢从信息中介变为信用中介,对融资提供担保或承诺,触犯了国家法律法规。

互联网金融是新生事物,几乎没有成熟监管经验可供复制,各国金融管理当局也在观察与摸索,我国也不例外。综合各方面情况分析,P2P平台将有望纳入规范运营轨道,这对当前P2P平台破除无序竞争实现稳健经营将是重大利好。同时,部分地区为加强行业自律,推动成立P2P协会,也将有助于行业健康运营。外部监管只是提供P2P平台公平有序的竞争环境,平台自身发展需要加快构建成熟商业模式。就目前经营环境,P2P平台需要加强与电商合作,为从事网络销售的个体经营户提供融资支持,也同时降低自身信用审核成本。P2P平台也需要得到传统金融力量的参与。从根本上说,信用审核是P2P平台的核心竞争力。在这方面,传统金融机构有长期业务积淀,也培养出一支成熟队伍,P2P要健康成长无疑需要借助这些传统金融机构的优势。

联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电邮至ppll18@126.com。