

# 人民币汇率双向波动将成常态

滕飞

2015年最初的几个月,人民币对美元汇率呈现先贬值后升值的震荡走势,年初至3月中旬最高贬值1.2%,但随后快速升值至年初水平6.2左右。在欧元加大量化宽松力度的推动下,人民币对欧元呈现单边升值势头,年初以来已升值9.1%。人民币对主要货币的汇率走势呈现分化和震荡,未来人民币汇率将何去何从?

## 人民币估值已趋相对平衡区间

2005年下半年启动人民币汇率改革,由此开启了人民币升值周期。笔者以贸易出口额同比增速与进口额同比增速的差额,作为反应当年汇率升值对进出口贸易影响的分析指标,这项指标可剔除上一年基数的影响。2005年进口增速与出口增速差额达到10.7%,为“入世”以来最高值,此后随着人民币汇率升值而逐步下降,至2008年金融危机时进口增速已低于出口,在2010年时差额达到-7.5%。其中,2012年和2014年属于升值较小的年份,2012年人民币升值0.9%,当年进出口贸易增速差额由负转正为3.5%;2014年人民币贬值2.5%,当年进出口贸易增速差额为5.4%,为2007年金融危机以来新高。由此可见,人民币汇率升值幅度与净出口有显著的负相关性,当人民币升值较快时,净出口增长放缓甚至负增长;当人民币贬值或平稳时,

净出口增速加快。2011-2014年,我国国际收支已基本平衡,贸易顺差占国内生产总值(GDP)比重低于4%,低于2010年中美战略与经济对话中提出的国际收支平衡标准4%,人民币估值已趋于相对平衡的区间。

在GDP三大拉动需求中,消费增长难以短期迅速见效,因此为了促进经济增长,净出口与投资成为此消彼长、互为补充的因素。在受金融危机影响最深的2009年,净出口对GDP贡献率为-37%,直接导致当年出台4万亿经济刺激计划,使当年资本形成总额对GDP贡献率高达87.6%,创历史新高。在经济新常态的2014年,既要进行经济结构调整,又要保证经济增长,虽然当年投资增速下滑近4个百分点,但是政府仍然保持定力,并没有出台大规模的经济刺激计划,并且有策略地让人民币贬值,有效推动出口,缓解经济增长压力。在经济增长、结构转型、前期刺激政策消化的三期叠加时期,以汇率贬值促进出口,使投资恢复正常增速,提振消费成为一种优化选择,以空间换时间,为经济结构调整赢得时间。

## 打破单边升值预期

自2005年启动汇率制度改革起,我国实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。在资本的自由流动、货币完全独立、汇率稳定的“不可能三角”中,我国首先保证货币政策的独立性,其次以部分资本管

制换取部分汇率浮动,即允许经常账户下资本自由流动,但对资本账户仍进行管制,但是在过去几年人民币升值的过程中,由于套利驱使,热钱往往会以贸易项下的名义进入中国,实质上部分绕开了资本管制。套利资本的进入会增大央行管理汇率的难度,在人民币单边升值的进程中,由于人民币需求增加会加快人民币升值的进程,对我国的出口贸易不利,因此央行需要对外汇市场进行一定干预。2014年初期人民币连跌4个月,创下1994年汇改之后最长的熊市,部分原因在于央行希望打破人民币单边升值预期,敲打押注人民币升值的套利热钱,但同时也为了提升出口竞争力,促进出口增长,是一石二鸟之计。

事实上,美国利用全球本位货币的霸主地位,每当面临国内经济增长乏力或严重财政赤字、较高通胀的内部矛盾时,往往通过逼迫竞争对手货币升值,以缓解内部矛盾,将压力传导给竞争对手,如1971年的“史密森协定”和1985年的“广场协议”。1985年签订广场协议后,三年时间内日元升值一倍,直接导致日元出口商品竞争力大幅下降,资本转向股市、楼市等领域,吹高股市和楼市泡沫,泡沫刺破后经济一蹶不振,出现了“失去的二十年”。而美国得以通过货币贬值提振出口,缓解国内经济压力。因此,我国不能重蹈日本覆辙,让人民币持续升值。

## 国际资本动荡下的人民币汇率走向

当前主要经济体货币政策严重分化,美国已退出第三轮量化宽松,由于经济向好有较大加息可能性;欧洲1月21日宣布,自3月份起开始新一轮的1万亿欧元量化宽松,每月购买600亿欧元,预计持续到2016年9月;日本央行已于2014年11月扩大量化宽松规模。

面对各国分化的货币政策,人民币汇率面临更复杂的选择。过去发达经济体之间汇率保持相对稳定,人民币主要钉住美元汇率即可,但是在全球汇率政

策分野、发达经济体之间汇率大幅波动的今天,人民币需要更好地在不同汇率之间做好平衡。2014年末比年初,人民币对美元贬值2.5%,但对欧元升值10.5%,对日元升值11.4%、对英镑升值3.6%,除对美元略有贬值外,对其他主要货币均明显升值,成为世界第二强货币。在2015年,美国经济复苏加快以及加息预期将驱使美元继续保持强劲势头,欧元、日元在量化宽松的政策下难以看到走强的迹象,欧盟和日本央行维持货币贬值。

国内经济基本面与货币政策共同影响汇率的走势,在中国经济基本面企稳、进出口稳定增长的情况下,2015年人民币对其他货币汇率波动更多取决于他国的货币政策,例如,随着美国经济强劲复苏,人民币对美元将出现一定幅度贬值,随着欧洲量化宽松扩大、欧元区经济不明朗,人民币对欧元继续升值的可能性较大。虽然周小川行长已于去年4月份宣布央行将逐步“退出常态化干预人民币汇率”,但在中央经济工作会议上明确要求“巩固出口市场份额”、“一带一路”要“有个良好开局”的情况下,央行仍有影响汇率走势的必要性。正如上文所分析,人民币升值降低净出口增速,当前中美贸易顺差在中国总顺差中占比已逐步下降,并且随着美国经济企稳、中国经济转型,人民币升值的政治压力已减小。

央行于5月11日起降息,是在消费者物价指数(CPI)持续低迷形势下,避免实际利率上升的选择,也使我国利率水平与发达国家市场保持同步。市场对降息的预期已经消化吸收,降息后人民币汇率相对平稳。在利率汇率市场化改革进程中,未来人民币在一定的区间内双向波动或将成为常态。这既有利于打破对人民币的单边套利预期,相对稳定的汇率也有利于推进人民币的国际化进程。

(作者单位:中国光大银行总行)

# 学位房价怎一个涨字了得

李宇嘉

近期,大城市学区房价价格飞涨并不断创出令人咋舌的天价,让教育部计划在今年推行的划片就近入学政策(“大学区”政策)还未完全落地,就可能陷入失败的境地。近年来,旨在净化教育环境的改革措施有效推进,过去“批条子”、“单位共建”、“地下指标市场”等学位分派的不公平现象大为减少,特长生和推优生也少了。由此,学位房形成的所谓“地段生”成为最重要的学位分派标准。而且,“拼爹”和拼关系的“学区房”的教育和竞争理念下,所有家长对于学位房的追逐热情空前高涨。

但是,以是否拥有产权住房作为单一分派标准,造成学位房价格一路飙升,目前北上广深等地学位房的均价都在4万元左右。最优片区的学位房,即便房龄在20年左右,周边环境嘈杂和拥挤,根本谈不上宜居,其价格也可达到7-10万之间,甚至超过了豪宅的价格。今年以来,北京甚至出现了一平米30万元的“宇宙学位房”,优质学位显然已经成了富人的金钱游戏,普通家庭或者只有看的份,或者咬牙买了以后便一夜赤贫;而且,靠房子分派学位的政策,使得跨区择校现象突出,优质教育片区的中小学“难求一张课桌”,教育质量差的区域则“被脚投票”。

为保护9年制义务教育的公益性、公平性和普及性,促进区域间教育水平均衡发展,教育部在2014年底发布了《关于做好2015年城市义务教育招生入学工作的通知》,要求今年重大城市100%的小学实施划片就近入学。这就是所谓的从“学位”到“大学区”的政策,即一个学区内会有多个不同的小学或中学,按照户籍、住房情况、学籍、居住年限、工作地、社保缴纳等条件,对申请人进行打分,最后根据得分高低来进行学位分派或抽签。

通过“多校划片”形成的大学区,其最大的好处是,一方面给了申请人选择同一片区内其他学校的机会,另一方面就是通过学校集团化、强弱校对口帮扶,促进片区内教育质量均衡发展,降低传统学区房的价格;此外,以户籍、住所、工作地等指标为基准来打分,可有效规避跨区择校现象。但是,学区之间、同一学区内的学校之间,在教育质量上的差距由来已久,即便按学区入学,大家追逐好学区、好学校的动机没有变。除了户籍这一硬性指标之外,住房成为评判能否就近入学的最可行的关键指标。

因此,表面上看,就近入学率上升了,教育部公布的数据显示,19个重点大城市公办小学2014年就入学比例达到了97.9%,但这是技术层面操作的结果。原来择校现在变成了择学区,不仅学位房价没有回落,学区内的房价“洼地”开始被填平,整个区域的房价普遍上涨。另外,由于学区政策调整与原来的地段生政策有冲突,反对和抗议浪潮此起彼伏。因此,大学区政策下,好学位申请数必然大于招生数,电脑摇号是不得已的分配方式。

从目前各大城市操作来看,出于地段生的压力,并非全部学位都拿出来摇号,加上过去学位分派中暗箱操作多,老百姓也质疑摇号的公平性。最后的结果就是,很多地方仅拿少数几个片区

做大学区政策的试验,学区内学校质量差异很小,导致大学区政策最初的设想流产,学位房重归教育资源分配的主导地位。

某种程度说,学区房(学位房)价格,是衡量一地推进义务教育均衡的重要指标——价格越高,义务教育均衡程度越低。目前的政策仅以行政限制(如择校)去“堵”,而所谓盘活存量教育资源(集团化、强帮弱)也是软绵绵的,效果并不显著。本质上,问题出在教育投入的前瞻性规划和区域间的投入失衡。首先,大城市和特大城市流入的人口更多,如北京、上海和广州过去10年内年均新增人口在60万以上,北京2014年幼升小学位申请的15万人中非户籍人口就有6万,再考虑到2007年金猪宝宝、2008年奥运宝宝等因素,新生儿一直维持在年均20-30万之间的规模,基础教育投入要早作规划。

但是,1993年提出的本世纪前教育财政性投入占国内生产总值的比重达到4%,尽管到2012年才达到,但十几年的欠账一直没有补上。过去,优质教育资源先入为主地布局在城市的老城区,亏欠的主要是农村和新区的教育投入,这不仅造成新区的城市居民追逐老城区的教育资源,农村地区的学生也开始向城市流动,优质学位越来越紧张。

另外,目前教育经费的预算、拨款、执行,还是以行政为主导,层层下拨很难做到经费真正用到刀刃上,锦上添花的多,雪中送炭的少,盖大楼等形象工程也不奇怪。而且,老城区作为教育强区,绝大部分行政和国有企事业单位人员的小孩都在这里接受教育,这些区域获得的教育拨款、赞助更多,学校老师的福利也多,好的老师也倾向于在这些区域就业,区域间教育不平衡的问题越来越突出。

越大的城市,公共资源愈加紧缺,而愈紧缺的公共资源就愈倾向于凭票供应,这在过去计划经济的物资短缺时期普遍存在。当今,户籍成为能否享有城市公共服务资源的第一道门槛,而对于优质教育资源这类相当稀缺的公共资源,仅有户籍门槛是不够的,是否拥有覆盖范围内的产权住房,就成为能否享有学位的“票证”。若仍旧没有加大有效的教育投入,区域间教育均衡实现不了的话,房子仍旧是分派学位的不二标准,“3·30”新政后,投资者和改善性住房需求抬高了学区房价格,正是看明白了这一规律。

彻底解决学位房热或学区房热的问题,首先要实现市级财政统筹所有义务教育的办学标准,各片区教育资源供给标准和投入要完全一致;然后,政府仅履行办学标准要求要求的财政拨款职责,不干涉教育管理和如何办学;最后,教育管理要由各学区教育委员会负责,委员会成员由教育官员、人大代表、学校领导、教师代表、家长代表、社会人士代表共同组成,主要负责教育拨款预算、监督财政拨款和投入效果评价。未来,大城市人口将继续增加,外来人口“本地化”对于教育的需求与日俱增,单独二胎政策也是教育需求的新增部分。无论是教育投入早作规划,还是教育资源均等化,都已经到了刻不容缓的地步。否则,不管是学位房,还是学区房,其价格还会上涨,且没有最高,只有更高。

(作者单位:深圳市房地产研究中心)

# 用红利弥补养老金亏空比划拨国资更靠谱

莫开伟

据报道,近日,2015年全国社会保险基金预算显示,剔除财政补贴后,2015年养老金保险“亏空”将超过3000亿元。为填补养老金缺口,缓解财政补贴压力,划转国有资产充实社保基金工作已进入实施阶段。

这是事关全体民众福祉的大事,既要千万慎之又慎,不出任何纰漏,又不能再久延不决,让“救命钱”出现支付危机。

笔者认为,用划转国资弥补养老金亏空只是一个次优方案,最好方案应是直接用国企红利弥补养老金亏空。

一方面,划转国资弥补养老金亏空,有可能导致国企经营势力日渐式微和不负责任经营行为,最终使弥补养老金亏空办法成为“无源之水”。因为随着未来二三十年我国老年人口高峰到来,养老金亏空呈逐年上升趋势,若按每年亏损几亿元计算,10年、20年、30年之后,需要划转的国资则分别可达几万亿元直到数十万亿元。而据财政部资料,2013年底,我国国有企业总资产达104.1万亿元,但剔除负债67.1万亿元,净资产仅37万亿元。如此看来,二三十年之后,有三分之一以上国企资产属全国社保基金理事会的,且这种可能性很大。因为,从2012年至2014年3年养老金收入支出情况可预测未来养老金支出大致状况,2012年保险费收入

15027亿元,支出13948亿元,收支相减余额为1079亿元;2013年剔除财政补贴后,“亏空”仅为959亿元,2014年“亏空”3024.87亿元。若养老金亏空局势得不到遏制,则国企总资产会有大幅下降之虞。如果加上中途因经营不善亏损而破产,国企总资产会更加缩小。一旦形成这种结局,会对国有企业经营积极性造成很大影响。

另一方面,用国企红利补充养老金亏空,既不会损害国企经营元气,也会形成对国企经营有效约束,使养老社保机构获得取之不尽、用之不竭的滚滚财源。因为随着国企经营势力不断扩大,加之对国企管控手段提高,国企经营行为会更加规范,经营盈利能力会进一步增强,会更加有能力为社保基金提供资金补充。而且按照目前养老金亏空金额与国有企业盈利相比,国有企业有足够能力承担起弥补养老金亏空的重任。据财政部资料,2014年由于经济总体形势下滑,国有企业经营虽受到一定影响,但国有企业实现利润总额24765.4亿元,同比实现3.4%的增长。而且,国有企业经营利润除了扩大再生产和科技改造、必要基础设施投入之外,大部分用于弥补养老金亏空或补充养老金,不仅可大大提高中国养老金势力,减轻财政负担,更会提高全民养老保障水平,使国企红利能真正取之于民,用之于民。

## 养老保险亏空将超过3000亿元



养老保险有亏空,最新数据敲警钟。社保基金谋收益,保值增值境况困。国有资本可划转,权益投资善行动。应对社会老龄化,绸缪越早越从容。

王铎/漫画 孙勇/诗

# 公司更名迎合“风口上的猪”不可取

蒋光祥

上周末公布即将改名“凹凸凸”(互联网金融“P2P”谐音)的多伦股份,周一开盘便在一片吐槽声中淡定涨停,引发一些人感叹资本“达则笑骂,好处尽享”的势利。

上市公司有没有改名的权利?当然有。随着重组成功或者主营业务的变化,更名更是正常的企业行为;上市公司有没有追逐市场热点,创新转型的权利?当然也有。一定程度上看,上市公司根据产业升级的方向,来调整企业投资决策,体现的是我国企业整体管理决策水准的提升。况且上市公司爱改名,即便在国外成熟市场也屡见不鲜。过往一个多世纪,从铁路股、采矿股,再到生物股、网络股,许多欧美国家的上市公司改弦更张也是不

亦乐乎。

但是,依据现有公开资料来判断,“凹凸凸”这种“一无正式业务、二无人员配备、三无可行性论证,甚至连经营范围变更都尚未获得工商部门审批,只处于设想之中”的转型之下的更名,只是一种在市场对热门概念追捧的大背景下的蓄意迎合。回顾过往,不乏一些股价较低或者主营业务不佳的公司管理层希望通过字面上的更名变化,使公司迅速跻身热门行业上市公司队伍。经验表明,其短期成功的可能性很大,有研究同时证明了上市公司改名后短时间内投资累计超额收益率的存在,并且主营业务与新名称无关的公司,更名后的涨幅更大,后者颇具黑色幽默。结合以散户为主的A股投资者构成,散户对股票买卖缺乏基本面的研究,看懂上市

公司实际经营状况只占少数,这幽默并不令人意外,更令人无奈。

稍作思考的投资者应当不难发现,仅仅一个受投资者追捧的公司名称去争当“风口上的猪”,并不足以改变上市公司的经营状况和盈利能力,对于此类型的上市公司,其长期发展前景,只有三个字——“天知道”。湘鄂情—中科云网—\*ST云网,这一路径便是一例活生生的实证。类似路径下,有人得利,如高位减持套现的大股东,更多人受损,如在高位接盘,指望挣一把就撤的散户投资者。

监管层目前对上市公司更名尚无明确规定,只需经上市公司董事会等法定程序,并到工商局缴纳一定的登记费用变更登记。这平添了不少公司用概念炒作来替代主营业务变更的冲动。显然,概念炒作的难度要比资产重组低上许多,

付出的成本和精力也不可相提并论。可以预见,在巨大的赚钱效应面前,市场并未能及时充分消化所有信息,“凹凸凸”类上市公司更名行为今后亦将难免。

不久前热播的韩剧《匹诺曹》给我们带来了个新名词——匹诺曹症候群:只要一说谎就会打嗝,直到说出真相打嗝才会停止。显然,从促进资本市场的长期健康发展角度计,应当施加信息披露等监管外力,让类似或有说谎行为的上市公司打嗝不止,让投资者容易辨别,直到其说出真相或遭到应有的处罚。对此类“匹诺曹”上市公司,信息披露除强化完整性、及时性、准确性之外,应当要求其对未来规划的相关性和合理性做出说明,同时有必要重点监控其更名行情前后,是否存在内幕交易及市场操纵等违法行为。

## 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 pp118@126.com。