

放开个人境外投资 催化A股制度改善

朱蕾 周洪荣

5月6日,李克强总理主持国务院常务会议时提出要“建立个人投资者境外投资制度”。此前《浙江省温州市金融综合改革实验区实施方案》就曾提出“开展个人境外直接投资试点”,上海、天津和南京等地也相继酝酿个人境外直接投资方案,但政策层面的滞后依然是个人境外投资的主要障碍。2004年商务部和发改委发布的《关于境外投资开办企业核准事项的规定》和《境外投资项目核准暂行办法》均将境外投资主体仅限于法人和企业,2006年和2007年先后出台的《个人外汇管理办法》、《个人外汇管理办法实施细则》尽管对个人境外投资外汇管理作了相关规定,但个人境外投资者难以获得商务部门的批复因而无法办理外汇登记。

目前,我国实施的是“部分开放,有限流出”的个人境外投资政策,除QDII外,境内个人还可以通过所属公司或境内代理机构参与境外上市公司ESOP、设立特殊目的公司来实施反向并购和股权置换以及个人财产境外转移等方式来实现境外投资。截至2013年3月底,国内累计获批的QDII额度已达841.27亿美元。

有利于实现全球化资产配置

此次国务院提及建立个人投资者境外投资制度,是深化我国金融市场改革开放整体工作的一个重要环节,可以与推进人民币汇率市场化和资本项目可自

由兑换等重要改革相配合,同时也有助于提升我国外汇资产投资效率和国内投资者分享改革红利。对于全球家庭财富增长最快的国度——中国来说,个人境外投资的放开,也为居民日益增长的资产投资和配置需求提供了有效释放的渠道。

根据瑞士瑞信银行公布的《2012年全球财富状况报告》,中国拥有世界第三大的家庭财富总量,除了经济增长和投资渠道的匮乏是居民高储蓄率的主要因素外,较高的储蓄率是家庭财富增长的主要来源之一。2011年国家统计局的数据表明,中国的储蓄率高达51.8%,远高于美国、澳大利亚、日本、丹麦等国。投资渠道的匮乏是居民高储蓄率的主要原因之一,个人境外投资的放开则是拓展投资渠道的一种有效方式,国内居民将迎来更多的投资机会。同时,从资产配置角度出发,“不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里”,即通过资产配置来分散投资风险,居民资产在全球范围内进行配置,将能够有效地分散投资国内单一市场所带来的系统性风险。

催化国内资本市场制度改善

尽管目前市场上众多声音表示,个人投资者境外投资的放开对A股市场的影响将弊大于利。事实上,市场走势的强弱是投资者“用脚投票”的结果,而资本市场的长期发展绕不开基础制度建设。个人投资者境外投资制度的建立,将带来海外市场制度建设、投资行为习惯的内部传导,对国内资本市场的制度环境将产生深远的影响。

首先,个人投资者境外投资制度的构建将推动A股估值的合理化。与海外成熟股市相比,我国A股市场长期处于高估值状态,尤其中小板和创业板的市盈率高达30-40倍,这显著高于美股10-20倍的市盈率,在投资者“用脚投票”的选择下,受海外市场影响,A股将进行适当的估值修复,国内股票、债券等投资标的的定价也必将趋于公正透明,同时高溢价的发行机制也有望得以抑制。

其次,个人投资者境外投资制度的构建将促进A股上市公司投资回报的常态化。分红收益是上市公司对股东的投资回报,反映上市公司的投资价值,海外成熟市场的股利支付率均在50%左右,国内A股市场的股利支付率则长期徘徊在30%左右。对于投资者来说,现金股利是股票投资收益的重要组成部分,在这方面海外成熟市场的做法更为深得投资者之心,反过来也会对国内A股上市公司的股利制度产生积极的影响,推动上市公司股利分配政策的合理化。

另外,股利分配制度的完善也将引导投资者的长期投资行为,增强价值投资理念,从海外市场看,股利分配政策也是衡量上市公司是否具有投资价值的重要标尺之一。

需严防外汇管理系统性风险

构建个人境外投资制度,需要适时放松个人境外投资管制并完善相应的外汇管理政策,同时进一步健全跨境资金流动监测体系以加强防范资金异常流动带来的风险。具体来讲,个人境外投资应

当遵循“适度放宽、分类管理、梯次推进、差异化管理、风险可控”的原则,沿着渐进、可控和均衡管理的路线,尽快出台《境内个人境外投资管理办法》及其配套实施细则,按照限额管理、备案与核准管理相结合,加强对短期资本流动监测和管理的思路来构建完善的个人境外投资管理体系。

一方面,发改委、商务部和外汇管理局等相关部门需要协同建立职责分明、运转有序 的联合监管机制,理顺各自的工作流程,让个人境外投资在有法可依的基础上更好地满足市场需求,与境内外金融机构一道构筑完善的个人境外投资的金融生态链条。例如,商务部可会同发改委、外汇管理局定期发布个人境外投资指引,外汇管理局可简化相应的审核、登记和汇兑业务流程,税务部门则制订适宜的税优规定,行业协会、咨询公司和境内金融机构积极提供信息服务和加强产品创新,为满足境内个人分散化投资需求和提升庞大的外汇储备使用效率创造良好的金融环境。

另一方面,监管部门也不能忽视人民币国际化进程中可能产生的短期流动性冲击和系统性风险。通过建立有效的个人境外投资监测体系(尤其是对短期资本流动),加强多部门之间的数据交换和协同管理,做好对异常个人对外投资交易记录的筛选和预警工作,完善现有的个人信用体系,防范和杜绝个人境外投资成为洗钱途径的可能。(作者单位:海通证券研究所政策研究部)



建立QDII2制度可促香港内地股市双赢

皮海洲

国务院常务会议决定建立个人投资者境外投资制度。此项改革尤其引人注目。

建立QDII2制度,也即是境内个人投资者直接投资境外市场的制度,有利于国内个人投资者直接开展个人境外投资。

建立QDII2制度是顺应时代发展的一项明智选择。实际上,早在2007年8月20日就准备启动的“港股直通车”就是QDII2制度的雏形。当时国家外汇管理局选定天津滨海新区作试点,允许我国境内个人以自有外汇或人民币购汇直接投资香港股市。虽然“港股直通车”最终流产,但管理层随后推出了QDII制度,以满足国内投资者投资香港市场以

及国外市场的需要。但QDII代替不了投资者直接投资境外市场的需要。因此,这次国务院常务会议提出建立个人投资者境外投资制度是水到渠成。

从资金的流向来看,建立QDII2制度对于A股市场来说应算是一个短期利空。毕竟QDII2制度是将国内市场的资金引向境外市场。不过,从长远发展来看,QDII2制度是有利于A股市场走向成熟的,而且也有利于促进香港股市与内地股市双赢。

对于QDII2制度的建立,香港股市无疑是最大的受益者。尤其是在QDII2制度建立的初期,境内投资者资金投资境外市场的最主要去向非香港股市莫属。毕竟从广义上讲,香港股市也是中国股市的一部分,香港交易所是国内投资者眼中的第三家交易所,香港与内地

是一家人。并且从世界范围来看,对于国内投资者来说,除了沪深股市最熟悉的也就是香港股市了。不仅两地的交易时间基本上可以对接,而且香港股市中的H股公司也都是来自于内地的公司,这些公司基本上也都是国内投资者所熟悉的,这是国内投资者作出投资决定的重要因素。还有一点是非常重要的,也即香港交易所与内地原本就有多方面的合作,特别是随着B股公司转H股的开启,这本身就将不少国内的投资者转变成了香港股市的投资者。随着QDII2制度的建立,B股转H股的进程将会进一步加快。可以说,QDII2制度的建立对于香港股市的做大做强是有积极推进作用的。

不仅如此,QDII2制度在积极支持香港市场发展的同时,对于A股市场的

健康发展也有推动作用。一方面是香港股市可以对国内的投资者起到培养作用,让直投香港股市的国内投资者逐步成熟起来。毕竟香港市场是一个相对成熟的市场,在这个市场的耳濡目染之下,国内的投资者也会走向成熟。而这些成熟的投资者也会反作用于A股市场,带动A股市场走向成熟。如带H股公司的A股发行,投资者在可以直投H股的情况下,显然不会用更高的价格来买进同一家公司新发行的A股,这将有利于A股市场新股发行走向成熟。另一方面大量国内投资者选择投资H股市场,这也更有利于H股的新股发行,在管理层积极支持境内企业H股上市的情况下,将会有更多的内地企业选择H股上市,这也更有利于减轻A股市场IPO“堰塞湖”的压力。

央行目前降息可能性不大

宣宇

日前,澳大利亚联储宣布降低基准利率25个基点至2.75%。此前,欧洲央行下调欧元区主导利率25个基点至历史新低0.5%,均创历史低点;印度央行下调基准利率25个基点至7.25%。此外,美国、日本仍在持续实行大规模量化宽松政策,我国外国包括新兴市场国家流动性进一步趋于宽松。

当前国内经济复苏动能持续偏弱,给政策放松和经济刺激提供了预期,但我们认为,今年货币政策仍将以稳为主,降息的可能性不大。

首先,从今年的预期目标来看,经济增长预期目标定为7.5%左右,低于去年实际增速,但《政府工作报告》指出,实现这个目标需要付出艰苦努力,这突出表达了政策将在经济增长与经济发展方式转变和调整结构之间的权衡取舍。7.5%的增长目标设定不仅顺应了经济规律,同时也是在引导不追求过高经济增长的(只要有足够吸收就业容量)更加注重增长质量和效率的务实增长理念。

2013年央行将M₂的增速目标定为13%,比去年实际增速回落0.8个百分点。截至3月末,M₂余额已超100万亿,同比增长15.7%,相对宽松的巨量货币对货币政策已形成一定制约;此外,外国流动性

充裕对我国输入型通胀压力仍较大。

货币政策调控的根本依据还是立足国内需要。当前经济复苏力度虽弱,但我们判断结构调整仍在优先位置。目前存量就业形势仍然较好。一季度城镇新增就业超过300万人,已达到今年预期目标(新增城镇就业900万)的三分之一,一季度农村外出务工劳动力同比增长1.7%。虽然今年大学生就业压力较往年有所增加(今年高校毕业生规模高达699万,是历年毕业生最多的一年),但解决大学生就业难(主要是新增就业)更多要着眼于经济结构转型升级,以解决结构性就业困难,更多要在于“微观放活”和打造经济升级版。为了配合财政政策、有利于经济结构转型升级和解决周期性矛盾,总体上“稳健”的货币政策将倾向于“适度偏紧”的状态。据我们测算,今年四季度将达到年内通胀高点,货币政策或将在三季度末有小幅紧缩可能。

其次,当前房地产调控仍处于关键时期,房地产投资投机性需求仍较大,房价对利率非常敏感,降低利率将强化房价上涨预期。另外,在资本市场低迷的情况下,决策层也尽量不会出现负利率加深居民财富损失。继续运用公开市场等数量化政策操作仍将是2013年货币政策的主要手段,降息的可能性不大。

(作者系财达证券宏观分析师)

交通部拟规定全部由政府投建的公路不收费



政府投资建公路,服务民众是正途。雁过拔毛揩油水,却让物流添梗阻。纳税修路又交费,中国百姓太辛苦。公路回归公益性,取缔收费起好步。

赵顺清/漫画
孙勇/诗

推进资本项目自由兑换 凸显改革勇气

项峥

人民币资本项目自由兑换,是我国人民币汇率市场化改革的重要组成部分。在已经实现资本项目可兑换的国家中,不乏因为操之过急或缺少危机控制手段而出现资本大幅流动并导致一国金融危机 的发生。因此,各国在推进资本项目自由兑换进程中,慎之又慎。但资本项目自由兑换是大国经济崛起的必然结果,虽然资本项目自由兑换可能会带来风险,但同时也可提升金融部门活力,吸引外国资本,提高储蓄向投资转化的效率。近日,国务院常务会议确定了改革清单,其中一项改革就是要在今年提出人民币资本项目可兑换的操作方案,进一步显示出中央继续深化改革的勇气。

对外经贸发展的必然

资本项目可兑换是我国对外经济贸易发展的必然结果。1996年12月,我国宣布接受《国际货币基金组织协定》的第八项条款,实现了人民币经常项目的自由兑换,并没有削弱我国商品在国际上的竞争力,反而扩大了我国国际贸易的规模,促进了我国加入世界贸易组织。随着我国与全球经济的日渐融合,资本项目可兑换的需求也增大。据统计,2011年,我国资本和金融项目交易规模达到2.58万亿美元,占国际收支总额的37.1%,较上世纪90年代中期上升了约10个百分点。不仅如此,我国连续多年国际收支顺差积累了规模庞大的外汇资产,使得我国不仅是利用外资的大国,更是资本输出大国。据国家外汇管理局国际投资头寸表统计显示,截至2011年年末,我国对外金融资产规模达4.74万亿美元,对外金融负债规模达2.91万亿美元,对外净资产1.83万亿美元,是仅次于日本的世界第二大对外净债权国。因此,实现资本项目的自由兑换,可以更好地带动“走出去”战略的实施,也可以促进我国利用外资效率的提升。

我国具备资本项目自由兑换条件

理论上分析,一国实现资本项目自由兑换需要具备一定的条件:

一是宏观经济稳定。由于资本项目可兑换后,跨境资本流动的速度和规模有可能会大幅提高,且对经济政策与信息的反应将更加灵敏,稳定性明显下降,容易对国内经济形成较强的冲击。比如亚洲金融危机中的泰国,因为资本流出引发了金融危机。因此,稳定的宏观经济可以减少资本流动的冲击,提高资本流动的稳定 性。

二是金融体系规范运行。规范运行的金融市场是资本项目可兑换的必然前提。不难发现,流动性强的跨境资本主要投向国内的金融市场工具。为实现更好地利用外国资本的目的,一国金融市场的资金配置效率是高效的。同时,金融监管部门应该已经积累并具备了丰富的调控经验与手段。

三是国际收支规模足可抵御异常跨境资本流动的冲击。考虑到资本项目的自由可兑换隐藏了异常资本流动的可能性,因为一国国际收支规模足可积累一定的外汇储备规模,不会存在短期外

汇短缺的情况,可以正常维持国际贸易的收支。

目前看,我国已经初步具备了资本项目自由兑换的前提条件。从宏观经济层面分析,我国宏观经济增速总体较快且相对稳定,即使是2013年第一季度我国GDP增长7.7%,低于市场预期,但在全球也是较高的经济增速。从金融市场层面分析,我国金融市场规模快速扩张,四大国有商业银行资产规模和盈利能力在全球大银行排名中名列前茅。我国债务市场规模也发展很快,特别是银行间市场债券规模可以媲美成熟市场经济国家的债券市场。在股票市场,我国已经成功完成了股权分置改革。我国“一行三会”的金融监管体制,虽然还存在这样或那样的问题,但经过近年的金融宏观调控,已经积累了相对丰富的经验,并在全球率先实施了宏观审慎管理措施。从外汇储备规模看,截至2012年末,我国外汇储备规模为3.31万亿美元。近年来,我国与主要国家签订了货币互换协议,具备了一定的国际收支应急处置能力。此前,央行调统司曾经提出过人民币资本账户开放的路线图,即短期内(1至3年)放松有真实交易背景的直接投资管理制;中期内(3至5年)放松有真实贸易背景的商业信贷管制;长期内(5至10年)依次审慎开放不动产、股票及债券交易,逐步以价格型管理替代数量型管制。从这一设想的时间安排看,一定程度反映出中央银行对资本项目自由兑换可能引发宏观金融风险隐患的担忧。

需要的是决策层改革勇气

众所周知,与自然科学严格遵循条件进行精确实验不同,社会科学很难通过实验来进行验证。在资本项目可兑换上尤为如此。如果完全按照自然科学的要求考察每一项必备条件,我国当前完全实施资本项目可兑换或多或少还存在些问题。我国房价过高,资本项目可兑换可能引发跨境资本大量流入房地产领域,进一步推升房价。我国地方政府债务风险增加,银行信贷资产质量下降,宏观经济下行压力增大有可能会引发金融市场动荡。当前我国人民币汇率连续升值,资本流入压力急剧增加。诸如此类问题,都有可能引发资本项目自由兑换进程中的危机。但如果因噎废食,裹足不前,那什么时候才能等到所谓“合适”的时间窗口?更何况资本项目自由兑换与人民币汇率国际化和汇率市场化并不完全对等,我国经济规模庞大,足以应付各种挑战。因此,推进资本项目可兑换,真正需要的是决策层改革的勇气。

与此同时,还要“胆大心细”。目前看,推进资本项目可兑换,需要借助一定的载体。近期,央行三部委公布《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》以及实施意见,大致固定了资本项目可兑换的范围,即将以QFII和RQFII的形式出现。同时,国务院常务会议决定要建立个人投资者境外投资制度,也反映出“藏汇于民”和鼓励个人对外投资的政策导向。此外,还要提高跨境资本流动分析监测能力,在政策放宽的同时,要通过深入分析监测来敏锐发现异常资本流动的痕迹和苗头性变化。而这可能是外汇管理部门最需要转变和提升的基本能力之一。

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。