



您的位置：首页 - 2003科研成果

## 撬动B股化解人民币升值压力（尹中立）

文章作者：尹中立

当前，人民币的确存在升值压力。从政府采取的对策看，主要是不断地从市场上买进美元，抛出人民币。该方法只能在有限的范围内使用，如果使用不当，会带来较大的副作用。时下，我国的货币政策的操作已经陷入了两难境地：一方面要不断买进外汇，投放基础货币，使通货膨胀的压力越来越大；另一方面，人民币利率必须跟着美元利率走，如果人民币的利率高于美元利率就会引发更多的外汇流入，使人民币的升值预期更为强烈。而目前，美国的利率已经降到了40年来的新低，已经趋近于零的水平，这使我国的利率操作空间越来越小。这种局面很容易使货币投放失控，导致恶性通货膨胀或泡沫经济。还有没有其他的对策呢？笔者认为，可以通过激活B股市场，用资本市场的手段来缓解外汇市场的压力，这同时还可以打破当前证券市场信心严重不足的局面。

我们知道，造成人民币升值的市场因素主要是境外的一些游资，境内居民、机构的外汇及外汇资产同样是构成人民币升值压力的重要因素。国际货币基金组织估计，2002年底，中国民间的外汇资产为4360亿美元，比官方的外汇储备2860亿美元的数字还要大。如果这4000多亿美元的资产都想换成人民币资产，国家的金融安全就会受到严重的威胁。国家要买进这4000多亿美元的外汇的话，需要向市场投放30000多亿的基础货币，2002年我国全年投放的基础货币总量是18000亿人民币，而我们现在要买进4000亿美元就要多投放30000多亿人民币。这会使国家正常的金融运行格局被打破，甚至有可能导致严重的通货膨胀。今年上半年，民间外汇资产换成人民币的趋势在加强，有的美元定期存款没有到期就提前解付，换成了人民币。上述假设已经是一个不容回避的现实问题。因此，如何提高居民持有外汇资产的意愿已经成为迫切需要解决的问题。经验表明，只要激活B股市场，境内居民手持外汇的意愿就会增强。从理论上说，现在的B股市场的市盈率相当于A股市场的一半，只要B股市场与A股市场享有相同的政策环境，B股市场平均价格可以上涨一倍。对于手持外汇的居民来说，巨大的增值预期完全可以化解人民币升值的风险，使外汇的吸引力增加。同时，境内的外资公司完全可以通过B股市场来筹集外汇资金，而不再需要从境外汇进美元资本。从而大大缓解人民币的升值压力。

该如何激活B股市场呢？

措施之一：向境内机构投资者开放B股二级市场。从投资者的构成看，在2001年2月份以前，B股市场的开户总数在13万左右，以境外投资者为主（占总数的60%左右）。2001年2月B股对境内个人投资者开放后，B股的开户人数上升到50万户左右，其中境外开户数只增加了15000户，截止2002年底，我国境内B股开户数量占B股投资者总数的82%，境外的机构投资者只占总数的1.5%，境外券商托管的股票市值只占B股总流通市值的7%左右，使境内的个人投资者成为B股市场的主要参与者。因为B股的二级市场只对境内个人投资者开放，而没有对境内的机构投资者开放。这样使得目前的B股市场成为只有散户投资者而缺乏机构投资者的市场。从资本市场的发展趋势看，机构投资者应该占有越来越大的比重，而目前的B股市场却由过去的以境外机构投资者为主的市场演变为只有境内散户投资者的市场。这是非常不正常的，它将导致B股市场的衰落。

从法理上讲，境内的机构投资者应该享有和境内个人投资者完全一样的权利，既然一般散户投资者可以购买B股，机构投资者也应该可以购买B股。B股市场之所以不允许境内机构投资者介入的原因就是担心外汇的流失。而现在的情况已经发生了改变，外汇由短缺变为过剩，B股市场向境内机构投资者全面开放的条件已经成熟。

措施之二：发行B股基金。发行B股基金不仅可以活跃B股市场，而且可以将居民手中的外汇集中起来投资，减轻外汇市场的压力。我国A股市场已经有1500亿元的基金规模，而B股基金还没有一家。我们每年把巨额的外汇投资于美国的债券，为何不把其中的一部分投资于国内的B股市场及香港的股票市场？

从投资价值的角度分析，我国的B股市场比A股市场要好。我们以2003年9月10日的收盘价和2002年年报业绩计算，剔除亏损股，两市B股的加权平均市盈率为17.4倍，平均市净率1.5倍。对于同时有B股和A股的上市公司来说，A股的价格一般是B股的2倍以上。因此，以目前的汇率比价，B股比A股具有投资价值。

措施之三：启动B股发行政程序，吸引蓝筹股公司到B股市场去融资。启动B股的融资功能本身就可以给市场传递一个积极的信号，它表明政府对B股市场的重视。B股市场已经有三年多的时间没有发行新股了，现在应该是重新启动B股市场的时候了。另外，让大盘蓝筹公司进入B股市场，可以提高B股市场的流通性和稳定性。目前的B股市场规模很小，两个B股市场的上市公司只有111家，总流通股只有164亿元，流通市值一直在1000亿元人民币左右。因此，在向境内机构投资者开放的同时，应该采取配套的市场扩容措施，使该市场的供求保持一个动态的均衡。

这里的一个非常关键的问题是如何给B股市场的发展定位。B股市场的本来定位是为国内的公司吸引境外的外汇资金的特殊场所，这是我国改革开放初期外汇短缺条件下的产物。B股市场和H股市场一样，在为我国经济建设筹集外汇资金方面功不可没，但目前的经济环境已经发生了很大的变化，我国由外汇短缺国家变为外汇充裕的国家，外汇短期已经变为历史。因此，B股市场的“招商引资”的历史使命已基本结束。在新的历史条件下，我们必须给B股市场重新定位，否则，B股市场就没有存在的价值。事实上，1996年之后，B股市场发行新股就越来越少，2000年以后，竟没有一只股票发行，B股事实上已几成“死市”，失去了融资能力。特别是1997年国内企业大量到我国香港市场上市后，H股、红筹股等境外上市外资股已成为通过证券市场筹集外资的主力，B股市场最初“吸引外资”的重要性和不可替代性大大下降。因此，B股市场作为吸引外资的一种过渡形式，已基本完成了历史使命，没有继续存在的必要。我认为，在新的历史条件下，B股市场应该定位在“为境内的外汇资金创造投资渠道，为境内的公司提供外汇资本”。中国是一个大国，一个大国的经济的持续增长必然伴随着本币的不断

升值的压力。因此，在资本账户逐渐开放，而资本项目可兑换还不能实现的情况下，人民币升值的压力将是长期存在的，由此导致的外汇过剩也将是长期存在的。我们应该为这些外汇创造更多、更好的投资渠道，而不只是简单地投资于美国或其他国家的债券市场。这是一个非常重要的研究课题。

当然，有人会说，在目前的固定汇率制度下，激活B股市场会不会有危险？笔者认为，这是没有必要的。从B股市场的发展历程看，在目前的价格水平和市场环境下，境外投资机构对我国的B股市场并没有太大的兴趣。事实上，现在的B股市场已经成为境内投资者为主的市场。再者，资本市场的开放是一个不可避免的趋势，QFII已经在A股市场成为现实。因此，笔者建议在大规模开放国内资本市场之前，可以将B股市场作为资本市场开放的实验场。

从影响B股市场发展的制度因素分析，外汇管理政策方面的作用最大。外汇一直是我国稀缺的经济资源，使得我国外汇管理政策一直奉行严禁外汇资金违法流出的政策，但对流入的资金则不严格追究。现在的情况已经发生了改变，外汇由短缺变为相对过剩，应该及时调整外汇管理政策，由限制外汇流出调整为限制外汇流入。鼓励居民和企业使用外汇，包括鼓励它们投资以外汇标价的资产（如B股市场）。

文章出处：《中国证券报》2003年10月9日

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所