

**【銳眼看市】**

**從實際貿易結果看,今年以來幾乎所有亞洲國家的出口比往年都要艱難,背後其實就是日元持續貶值引起的各國貨幣競爭性貶值,且最終令出口效應遭遇對沖所致。**

# 內力驅動型日元貶值有更强外溢風險

張銳

日元不僅是今年以來亞洲國家表現最差的貨幣,也是全球發達經濟體中最为狼狽的主流貨幣。統計數據顯示,在前10個月大幅貶值15.01%的基礎上,進入11月後日元依旧未現扭轉頹勢的跡象。無論是看難以回調的美元利率所疊加出的不小壓力,還是看日本政府對本幣走勢表現出的基本態度,抑或是日本經濟基本面所能形成的支撐力度,日元的確還存在着繼續走弱的空間,以致高盛、美國銀行、瑞德銀行等不約而同地預測明年上半年日元將跌至155的水平。

迄今為止日元經歷的五次較為明顯的貶值均與美聯儲貨幣政策的調整保持着較為緊密的關聯。第一次貶值是1995年-1997年,當時美元基準利率從3.25%上調至6%;第二次貶值是2000年-2001年,當時聯邦基準利率從4.75%上調至6.5%;第三次貶值是2005年-2006年,當時美元基準利率從1%調高至5.25%;第四次貶值是2012年-2015年,當時正處美聯儲第六輪加息的前夜,而本輪日元貶值同樣發生於美元利率持續上揚週期之內。日元不同階段價值的变化基本体现出與美元共振的特性說明,在美元成為全球主導貨幣的時代,日元的貶值往往帶有被動性,包括本輪貶值也概莫能外,只是相對於以往的貶值而言,日本央行在本輪日元貶值中主動作為與故意放縱的痕跡更為明顯,最終日元下貶的幅度也就更大。

美聯儲已經將聯邦基準利率推升至5.25%-5.5%,今年以來雖已連續兩次暫停加息,但卻並沒有釋放出貨幣政策變軟的任何跡象,同時日本央行的政策基調也未明顯逆

轉。據日本央行的最新聲明,將繼續延續寬鬆的貨幣政策,也就是說除了維持-0.1%的貨幣利率外,日本央行未來還會進行買進債券的操作。匯率與利率呈正向運動關係,美元匯率因美聯儲的貨幣緊縮而上揚,日元匯率因日本央行的持續貨幣政策寬鬆而下行,兩者貨幣利率的走勢必然帶動彼此匯率利差的變寬,因此,按照傳統貨幣理論的解釋,日元的下挫是遭遇強勢美元的壓制,其實並非完全如此,很大程度上日元走弱是本國貨幣政策使然。

日本央行維持負利率已近七年,從二級市場購買債券(QQE)更是長達10年,之所以對寬鬆貨幣政策如此戀戀不舍,歸根結底是日行希望能夠藉此為國內經濟的復蘇輸血打氣,說得具體點就是,希望借助日元下跌勢頭創造一個出口明顯增長、物價適度上漲、企業利潤、就業和工資持續改善的良性循環,只是目前所有預期指標並不如人意或者帶有極大的不確定性。數據顯示,截至9月底日本GDP雖已實現了連續四個季度的正增長,但並不排除再度轉弱的可能,其中最能說明問題的事實是,最新10月份的日本製造業PMI(採購經理人指數)僅為48.7,連續5個月低於50榮枯線。雖然通貨膨脹已連續18個月超過政策目標值2%,但能否長期穩定在2%以上,料定日本央行也沒有十足的把握。在沒有看到關鍵指標持續走好並穩固下來的情形下,日行的貨幣政策很難發生轉向。

除了負利率與QQE利空日元外,日本央行所運作國債收益率曲線控制政策(YCC)也給日元下降製造了不小的推力。經過了去年與今年的兩次調整,YCC的彈性目前放寬至1%,雖然幅度提高了不少,而且日本央行明確了將1%的收益率上限作為

參考的最新政策指向,但其實允許日債自由上行的幅度並不大,故仍可保證日本央行無限量低成本購進國債,同時向市場投放充沛流動性。而對於日本央行來說,YCC也是不會隨便可以放棄的貨幣政策工具。數據顯示,目前日本國債規模已超過1000萬億日元,國債利率的抬升牽涉的不僅是融資成本劇增問題,更嚴重的可能危及日本國債的信用度,正是如此,我們看到,今年以來日本央行不斷地在市場上大手筆買入本國國債,此舉的目的就是壓低長端利率,但央行買入國債的規模越大,流入市場的貨幣就越多,日元下挫的空間也就越充分。

目前來看,在美聯儲兩次暫停加息動作的影響下,美債收益率出現收斂,但10年期日債與美債利率“剪刀差”依然超過了3.5個百分點,而日元又歷來是國際市場非常活躍的套利交易貨幣,其與美元的利差拉得越大,市場所能贏得套利交易空間就越大,日本國內許多投機資本於是紛紛大舉借入日元兌換成美元投資美債,套取兩者之間的利差收益,由此導致美元需求旺盛,無形間對日元造成新的貶值壓力;與日本投資機構主要追逐日美國債收益率利差不同,歐美投資機構更看中日元利差交易持續泛濫所帶來的日元兌美元大幅貶值套利收益。鑒於日元利差交易規模一直以來與日元兌美元貶值幅度呈現較高的正相關性,即日利差交易規模越大,日元兌美元的貶值壓力就越高,在眾多歐美投資機構的眼中,日元利差交易規模擴大所帶來的日元貶值收益率,遠遠超過日美國債收益率利差,於是我們看到,今年以來國際市場上參與日元利差交易的資金規模持續放大,并

且日本央行非常明顯的貨幣寬鬆政策信號也令眾多日元利差交易者有恃無恐,市場上繼續沽空日元的勢力持續扩容與疊加。

理論上說,如果日元貶值由外部因素所主導,日本央行在客觀上會更警惕,實際干預意願也會更強,一旦達到了匯率變動的臨界值,日本央行就會馬上出手,但若內部力量主導了日元貶值,為追求自身政策目標的最大值,日本央行反而會在客觀上表現出更大的容忍度,在這種情況下,日本央行針對本幣下降的干預臨界值往往也會變得越來越模糊。遠的不論,去年下半年日本央行先後在日元貶至145的心理點位時三次大手筆賣出美元并買進日元,但今年6月份以後日元同樣多次觸碰145心理关口甚至下沉到152的新低時,日本央行並未像市場猜測的那樣及時出手干預,更多的則是口頭示警。日本央行與去年相比更能“沉得住氣”的背後是自身對日元貶值更多的期待甚至是刻意的放縱,由此也說明以往日本央行的“干預線”並不具有參考價值。只是特別值得注意的是,在並不確定何時才會受到干預的背景之下,日本貶值的預期勢必會變得更加強烈,最終積累與對外溢出的風險也就更大。

從貨幣政策的運行趨勢看,只要日本央行的寬鬆態度不改變,日元貶值的邏輯將不會消失,同時市場力量沽空日元的方向也就會不轉變,日元在中長期仍存下跌的可能,但問題的關鍵是,貨幣持續貶值的覆轍之下日本央行能否堅守如初,一旦利率被迫改弦易轍,結果可能會對大規模的日元利差交易造成重創,進而引發全球金融動蕩。對此,我們必須強調,得益於可自由兌換以及本身所具有的高流動性特征,日元歷來是國際投資

市場上的避險貨幣,如果因日元利差交易導致日元的避險地位動搖,進而形成的市場拋售殺傷力可能會格外慘烈。同樣,若日本通脹持續超過控制目標并最终倒逼YCC進一步放寬,甚至發生轉向,緊隨其後的必然是日債收益率飆升,由此一方面造成日本央行和其他金融機構的巨額虧損,另一方面導致日本債券支付成本急升,在這種情況下,日本政府具有足夠的還本付息能力還好說,否則日本主權信用在遭遇破壞的同時,全球日本國債的持有人也很可能成為被殃及的池魚。

從區域貨幣與貿易競爭的結果看,今年以來在日元貶值的同時,亞洲主要國家貨幣均出現了較大幅度的下行。雖然很難說二者之間存在共振關係,即日元的貶值會引起亞洲國家貨幣價格的同向變動,但值得注意的是,日元畢竟是國際貨幣基金組織特別提款權籃子中的重要貨幣之一,在他國貨幣匯率並不完全盯住美元的情況下,日元價格的變化也多少會關聯出其他主流貨幣價格的升降。而且日本是亞洲市場主要的出口國家,出口產品也與亞洲許多經濟體存在着重疊與趨同關係,在日元持續貶值的影響下,即便是亞洲國家為減輕本幣壓力也不敢貿然跟隨美元調整貨幣政策,更不會輕易進入外匯市場進行干預,否則就會讓自身出口陷入極其不利的競爭地位,貨幣政策的獨立性由此受到壓制或者擠出。而從實際貿易結果看,今年幾乎所有亞洲國家的出口比往年都要艱難,背後其實就是日元持續貶值引起的各國貨幣競爭性貶值,且最終令出口效應遭遇對沖所致。

(作者系中國市場學會理事、經濟學教授)

**【錦心綉口】**

**對於何為“符合國家重大戰略方向”應明確,這個標準不宜過低。**

# 確保再融資高效使用 推動市場形成良性循環

熊錦秋

前期證監會明確再融資監管的总体要求,11月8日滬深交易所就優化再融資監管安排的具体執行情況答記者問,主要思路是對上市公司再融資節奏、融資規模等作出適度收緊安排。筆者認為,這有利於維護資本市場穩定。

此次再融資從嚴的具体舉措,包括嚴格限制破發、破淨情形上市公司再融資,從嚴把關連續虧損企業融資間隔期、從嚴把關前次募資資金使用、嚴格把關再融資主要投向主業等。同時也兼顧保障上市公司合理融資需求和支持實體經濟發展的需要,比如符合國家重大戰略方向的再融資不適用本次再融資監管安排,採用簡易程序的再融資不適用破發、破淨、經營業績持續虧損相關

監管要求等。

上市公司過度、頻繁、大筆融資,是A股市場一個積弊,需要積極施治;雖然再融資主要應該由市場機制來自我調節,但在市場機制還不十分健全的情況下,適當予以政策規範,也是很有必要的。假若一家上市公司隔不久就向市場融資幾十上百億元,且融資使用效率還不能有效保證,無論哪個資本市場都難承受。

此次優化再融資監管安排,屬於有保有壓,該保的要保,比如符合國家重大戰略方向的被納入例外情形,此類融資可助推科技攻堅、提升民生福祉、謀求更大社會價值,這個政策或對科創板等一些上市公司比較友好。當然,為便於市場理解和證券交易所審核操作,筆者認為,對於何為“符合國家重大戰略方向”應明確,這個標準不宜過低。

再融資該壓也要壓,包括壓縮融資規模、直接限制再融資等,比如對破發破淨上市公司限制再融資。一些公司高價發行、上市後破發,或無再融資資格,這有利於遏制高價圈錢趨向;而若上市公司破淨,此時若以高於淨資產的價格再融資,市場投資者難有響應,而若以低於淨資產的價格再融資,對老股東的利益又可能形成侵害,監管順勢而為限制其再融資也算合情合理。

對於房地產上市公司而言,按此前證監會提出的監管要求,其再融資不受破發、破淨和虧損限制,這有利於緩解一些房地產上市公司資金鏈緊張困局,有利於為房地產轉型謀求資金支持,並贏得轉型時間。

確保再融資的使用效率,理應置於其重要位置。除了要引導投資主業、避免用於財務性投資等之外,

對於上市公司再融資使用效率也要加強追蹤、評估。此次監管要求再融資審核中將對前次募資資金是否基本使用完畢,前次募資資金項目是否達到預期效益等予以重點關注,這是非常正確的。筆者認為,應建立系統規範的再融資使用效率的評估機制,可結合上市公司再融資前後主營業務收入、淨利潤等財務指標的變化,來設定科學評判指標;證券交易所應參考上市公司此前募資使用效率評估結果之後,再分析該次再融資的合理性與必要性。

再融資應更多引導上市公司發行公司債。融資可分為內源融資與外源融資、間接融資與直接融資、債券融資與股票融資等,美國經濟學家梅耶早就提出啄食順序理論,當公司要為自己的新項目進行融資時,將優先考慮使用內部的盈餘,其次是採用

債券融資,最後才考慮股權融資。成熟市場上市公司再融資一般都遵循啄食理論,公司內部融資比率較高,而在外部融資過程中,債券是主要的融資手段,股權再融資將攤薄每股收益,老股東一般對此不大支持。

目前A股上市公司再融資並不遵循啄食順序理論,更傾向於股權融資,債券還本付息,應引導上市公司通過債券融資,這將使其明白資金的寶貴,由此更加珍惜使用資金。

總之,要統籌好一二級市場平衡,就必須規範上市公司再融資,能不融資的盡量不要再融資。要防止再融資成為養懶漢制度,導致部分上市公司不思進取、坐吃山空。要高度確保上市公司再融資使用效率,引導市場資源流向優質上市公司,推動市場形成良性循環。

(作者系資本市場資深研究人士)

**【念念有余】**

**內部大量關聯交易的存在,會影響家庭的穩定性和獨立性。**

# 處理家庭財務問題不容易

余勝良

香港明星梅艷芳已經去世很多年了,我們還能看到她媽媽在爭奪遺產。有不少明星因父母不善持家,被逼早出道賺錢養家,父母成為他們的吸血鬼,與他們相處不睦;極端情形下,一些明星甚至被迫登報聲明與父母斷絕關係。

除了父母,兄弟姐妹也可能成為明星的情感桎梏。前不久去世的某女明星,就被傳出和姐妹在經濟上鬧出矛盾,有报道称該女明星養活了她的某個親姐姐,每個月給她不少錢供她住豪宅。

明星故事傳播比較廣,豪門也有類似案例。前不久,香港某富婆被前夫分戶,這位女士在離婚後還僱前夫哥哥當自己司機,為其一家提供住宅,基本上成為這家人的提款機,但

最終仍遭遇不幸。

現代社會里的人基本上是以家庭為單位參與社會活動。不少家庭類似於公司,在公司內部很多花銷都是亂賬,大家賺錢一起花。現在,小家庭是主流,基本上是由父母和未成年子女組成,在這些成員之間,不存在借貸關係,也沒有付出和收穫相對等的說法,基本上是父母的單方面付出。祖父母等長輩的財務不在这个家庭核算。在以前大家庭時代,只要沒分家,一家三四代生活在一起,賺錢者要上繳給家長,由家長來統一支配花銷。

在家庭外部,財務往來需要一一記清楚。比如花出去金錢,就要有商品或者勞務買回來;付出勞務,就要有金錢到手。如果親戚朋友向某家借了錢,某家就會記下來,即使過了多年後,朋友也需將錢要回來。某

家向外人借錢買房子,一筆一筆會記得很清楚,通常資金大多來自親戚朋友,這些都需要慢慢來還。

不同公司之間的財務關係需要清晰處理,邊界不能模糊。有些上市公司經常發生關聯交易,發生大股東占款等行為,這說明公司的邊界不夠清晰,很可能會發生不公允的事情。其實,家庭也是如此,內部大量關聯交易的存在,會影響家庭的穩定性和獨立性。

文章開頭所舉的案列,就為家庭內部如何處理關聯交易提供了經驗教訓。

梅艷芳並沒有將財富遺傳給母親,而委託給自己信任的朋友管理,其母只能從這個朋友手中領取固定的贍養費。梅艷芳活著時,其母親就索取無度,她知道其母親不會善待財產,就採取了這種遺產處理方式。

我們很難開口向素不相識者尋求幫助,包括借錢。我們求助的對象,通常是周圍親近的人,關係越近值錢越多。

在家庭成員內部,子女無不花多少錢,都不記在父母的賬簿上。這就是親密關係的體現。當子女成家立業、另立門戶後,這種親密關係還存在慣性。

父母在子女婚配方面願意付出大量資金,有些家庭條件好的還會給子女購房買車。子女生了孩子後,父母也願意帶子女托養孫子輩,如果不方便住在一起,他們願意在扶助下一代上做一些經濟補償。

兄弟姐妹在一個不算賬的家庭里長大,如果家庭成員中有人遇到困難,其他親人會盡力幫助,除了金錢方面,也會提供勞動上的幫助。家庭關係越親近,在財務往來上就越頻

繁,家庭成員之間可能會有許多不計報酬的付出。

我在深圳遇到這樣一位房東,他找弟弟幫忙安裝電器,還要付給弟弟酬勞。這種情況讓我一度困惑,後來想一下,可能是他的經濟狀況遠好於弟弟,希望通過這種方式給弟弟一些幫助。

血緣關係越近,財務上就越為模糊。兄弟姐妹和父母之間,存在很多互相扶持幫助的行為,有互相照顧的義務,一旦有人發達,或者有人極端落魄,那麼家庭成員就要調整關係,有人習慣了家庭成員內部的行為方式,希望回到過去,大家賺錢大家花,姐姐嫁出去還元節制接濟弟弟也是這個原因。這往往會引爆矛盾,有些人心寒之後,寧可將財富給與沒有血緣關係的外人。

(作者系證券時報記者)