

**【銳眼看市】**

从实际贸易结果看,今年以来几乎所有亚洲国家的出口比往年都要艰难,背后其实就是日元持续贬值引起的各国货币竞争性贬值,且最终令出口效应遭遇对冲所致。

内力驱动型日元贬值有更强外溢风险

张锐

日元不仅是今年以来亚洲国家表现最差的货币,也是全球发达经济体中最为狼狽的主流货币。统计数据顯示,在前10月大幅贬值15.01%的基础上,进入11月后日元依旧未现扭转颓势的迹象。无论是看难以回调的美元利率所叠加出的不小压力,还是看日本政府对本土走势表现出的基本态度,抑或是日本经济基本面所可能形成的支撑力度,日元的确定还存在着继续走弱的空间,以致高盛、美国银行、瑞德银行等不约而同地预测明年上半年日元将跌至155的水平。

迄今为止日元经历的五次较为明显的贬值均与美联储货币政策的调整保持着较为紧密的关联。第一次贬值是1995年-1997年,当时美元基准利率从3.25%上调至6%;第二次贬值是2000年-2001年,当时联邦基准利率从4.75%上调至6.5%;第三次贬值是2005年-2006年,当时美元基准利率从1%调高至5.25%;第四次贬值是2012年-2015年,当时正处美联储第六轮加息的前夜,而本轮日元贬值同样发生于美元利率持续上扬周期之内。日元不同阶段价值的变化基本体现出与美元共振的特性说明,在美元成为全球主导货币的时代,日元的贬值往往带有被动性,包括本轮贬值也概莫能外,只是相对于以往的贬值而言,日本央行在本轮日元贬值中主动作为与故意放纵的痕迹更为明显,最终日元下贬的幅度也就更大。

美联储已经将联邦基准利率推升至5.25%-5.5%,今年以来虽已连续两次暂停加息,但却并没有释放出货币政策变软的任何迹象,同时日本央行的政策基调也未明显逆

转。据日本央行的最新声明,将继续延续宽松的货币政策,也就是说除了维持-0.1%的货币利率外,日本央行未来还会进行买进债券的操作。汇率与利率呈正向运动关系,美元汇率因美联储的货币紧缩而上扬,日元汇率因日本央行的持续货币政策宽松而下行,两者货币利率的走阔必然带动彼此汇率利率的变宽,因此,按照传统货币理论的解释,日元的下挫是遭遇强势美元的压制,其实并非完全如此,很大程度上日元走弱是本国货币政策使然。

日本央行维持负利率已近七年,从二级市场购买债券(QQE)更是长达10年,之所以对宽松货币政策如此恋恋不舍,归根结底是日行希望能够藉此为国内经济的复苏输血打气,说得具体点就是,希望借助日元下跌势头创造一个出口明显增长、物价适度上涨、企业利润、就业和工资持续改善的良性循环,只是目前所有预期指标并不如人意或者带有极大的不确定性。数据显示,截至9月底日本GDP虽已实现了连续四个季度的正增长,但并不排除再度转弱的可能,其中最能说明问题的因素是,最新10月份的日本制造业PMI(采购经理人指数)仅为48.7,连续5个月低于50荣枯线。虽然通货膨胀已连续18个月超过政策目标值2%,但能否长期稳定在2%以上,料定日本央行也没有十足的把握。在没有看到关键指标持续走好并稳固下来的情形下,日行的货币政策很难发生转向。

除了负利率与QQE利空日元外,日本央行所运作国债收益率曲线控制政策(YCC)也给日元下降制造了不小的推力。经过了去年与今年的两次调整,YCC的弹性目前放宽至1%,虽然幅度提高了不少,而且日本央行明确了将1%的收益率上限作为

参考的最新政策指向,但其实允许日债自由上行的幅度并不大,故仍可保证日本央行无限量低成本购进国债,同时向市场投放充沛流动性。而对于日本央行来说,YCC也是不会随便可以放弃的货币政策工具。数据显示,目前日本国债规模已超过1000万亿日元,国债利率的抬升牵涉的不仅仅是融资成本剧增问题,更严重的可能危及日本国债的信用度,正是如此,我们看到,今年以来日本央行不断地在市场上大手笔买入本国国债,此举的目的就是压低长端利率,但央行买入国债的规模越大,流入市场的货币就越多,日元下贬的空间也就越充分。

目前来看,在美联储两次暂停加息动作的影响下,美债收益率出现收敛,但10年期日债与美债利率“剪刀差”依然超过了3.5个百分点,而日元又历来是国际市场非常活跃的套利交易货币,其与美元的利差拉得越大,市场所能赢得套利交易空间就越大,日本国内许多投机资本于是纷纷大举借入日元兑换成美元投资美债,套取两者之间的利差收益,由此导致美元需求旺盛,无形中对日元造成新的贬值压力;与日本投资机构主要追逐日美国债收益率利差不同,欧美投资机构更看中日元利差交易持续泛滥所带来的日元兑美元大幅贬值套利收益。鉴于日元利差交易规模一直以来与日元兑美元贬值幅度呈现较高的正相关性,即日利差交易规模越大,日元兑美元的贬值压力就越高,在众多欧美投资机构的眼中,日元利差交易规模扩大所带来的日元贬值收益率,远远超过日美国债收益率利差,于是我们看到,今年以来国际市场上参与日元利差交易的资金规模持续放大,并

且日本央行非常明显的货币宽松政策信号也令众多日元利差交易者有恃无恐,市场上继续沽空日元的势力持续扩容与叠加。

理论上说,如果日元贬值由外部因素所主导,日本央行在主观上会更为警觉,实际干预意愿也会更强,一旦达到了汇率变动的临界值,日本央行就会马上出手,但若内部力量主导了日元贬值,为追求自身政策目标的最大值,日本央行反而会在主观上表现出更大的容忍度,在这种情况下,日本央行针对本土下降的干预临界值往往也会变得越来越模糊。远的不论,去年下半年日本央行先后在日元贬值至145的心理点位时三次大手笔卖出美元并买进日元,但今年6月份以后日元同样多次触碰145心理关口甚至下沉到152的新低时,日本央行并未像市场猜想的那样及时出手干预,更多的则是口头示警。日本央行与去年相比更能“沉得住气”的背后是自身对日元贬值更多的期待甚至是刻意的放纵,由此也说明以往日本央行的“干预线”并不具有参考价值。只是特别值得注意的是,在并不确定何时才会受到干预的背景下,日本贬值的预期势必会变得更加强烈,最终积累与对外溢出的风险也就更大。

从货币政策的运行趋势看,只要日本央行的宽松态度不改变,日元贬值的逻辑将不会消失,同时市场力量沽空日元的方向也就不会转变,日元在中长期仍存下跌的可能,但问题的关键是,货币持续贬值的覆压之下日本央行能否坚守如初,一旦利率被迫改弦易辙,结果可能会对大规模的日元利差交易造成重创,进而引发全球金融动荡。对此,我们必须强调,得益于可自由兑换以及本身所具有的高流动性特征,日元历来是国际投资

市场上的避险货币,如果因日元利差交易导致日元的避险地位动摇,进而形成的市场抛售杀伤力可能会格外惨烈。同样,若日本通胀持续超过控制目标并最终倒逼YCC进一步放松区间甚至发生转向,紧随其后的必然是日债收益率飙升,由此一方面造成日本央行和其他金融机构的巨额亏损,另一方面导致日本债券支付成本急升,在这种情况下,日本政府具有足够的还本付息能力还好说,否则日本主权信用在遭遇破坏的同时,全球日本国债的持有人也很可能成为被殃及的池鱼。

从区域货币与贸易竞争的结果看,今年以来在日元贬值的同时,亚洲主要国家货币均出现了较大幅度的下行。虽然很难说二者之间存在共振关系,即日元的贬值会引起亚洲国家货币价格的同向变动,但值得注意的是,日元毕竟是国际货币基金组织特别提款权篮子中的重要货币之一,在他国货币汇率并不完全盯住美元的情况下,日元价格的变化也多少会关联出其他主流货币价格的升降。而且日本是亚洲市场主要的出口国家,出口产品也与亚洲许多经济体存在着重叠与趋同关系,在日元持续贬值的影响下,即便是亚洲国家为减轻本土压力也不敢贸然跟随美元调整货币政策,更不会轻易进入外汇市场进行干预,否则就会让自身出口陷入极其不利的竞争地位,货币政策的独立性由此受到压制或者挤出。而从实际贸易结果看,今年几乎所有亚洲国家的出口比往年都要艰难,背后其实就是日元持续贬值引起的各国货币竞争性贬值,且最终令出口效应遭遇对冲所致。

(作者系中国市场学会理事、经济学教授)

**【锦心绣口】**

对于何为“符合国家重大战略方向”应明确,这个标准不宜过低。

确保再融资高效使用 推动市场形成良性循环

熊锦秋

前期证监会明确再融资监管的总体要求,11月8日沪深交易所就优化再融资监管安排的具体执行情况答记者问,主要思路是对上市公司再融资节奏、融资规模等作出适度收紧安排。笔者认为,这有利于维护资本市场稳定。

此次再融资从严的具体举措,包括严格限制破发、破净情形上市公司再融资,从严把控连续亏损企业融资间隔期、从严把关前次募集资金使用、严格把关再融资主要投向主业等。同时也兼顾保障上市公司合理融资需求和支持实体经济发展的需要,比如符合国家重大战略方向的再融资不适用本次再融资监管安排,采用简易程序的再融资不适用破发、破净、经营业绩持续亏损相关

监管要求等。

上市公司过度、频繁、大笔融资,是A股市场一个积弊,需要积极施治;虽然再融资主要应该由市场机制来自我调节,但在市场机制还不十分健全的情况下,适当予以政策规范,也是很有必要的。假若一家上市公司隔不久就向市场融资几十上百亿元,且融资使用效率还不能有效保证,无论哪个资本市场都难承受。

此次优化再融资监管安排,属于有保有压,该保的要保,比如符合国家重大战略方向的被纳入例外情形,此类融资可助推科技攻坚、提升民生福祉、谋求更大社会价值,这个政策或对科创板等一些上市公司比较友好。当然,为便于市场理解和证券交易所审核操作,笔者认为,对于何为“符合国家重大战略方向”应明确,这个标准不宜过低。

再融资该压也要压,包括压缩融资规模、直接限制再融资等,比如对破发破净上市公司限制再融资。一些公司高价发行、上市后破发,或无再融资资格,这有利于遏制高价圈钱趋向;而若上市公司破净,此时若以高于净资产的价格再融资,市场投资者难有响应,而若以低于净资产的价格再融资,对老股东的利益又可能形成侵害,监管顺势而为限制其再融资也算合情合理。

对于房地产上市公司而言,按此前证监会提出的监管要求,其再融资不受破发、破净和亏损限制,这有利于缓解一些房地产上市公司资金链紧张困局,有利于为房地产转型谋求资金支持,并赢得转型时间。

确保再融资的使用效率,理应置于极其重要位置。除了要引导投资主业、避免用于财务性投资等之外,

对于上市公司再融资使用效率也要加强追踪、评估。此次监管要求再融资审核中将前次募集资金是否基本使用完毕,前次募集资金项目是否达到预期效益等予以重点关注,这是非常正确的。笔者认为,应建立系统规范的再融资使用效率的评估机制,可结合上市公司再融资前后主营业务收入、净利润等财务指标的变化,来设定科学评判指标;证券交易所参考上市公司此前募资使用效率评估结果之后,再分析该次再融资的合理性及必要性。

再融资应更多引导上市公司发行公司债。融资可分为内源融资与外源融资、间接融资与直接融资、债券融资与股票融资等,美国经济学家梅耶早就提出啄食顺序理论,当公司要为自己的新项目进行融资时,将优先考虑使用内部的盈余,其次是采用

债券融资,最后才考虑股权融资。成熟市场上上市公司再融资一般都遵循啄食理论,公司内部融资比率较高,而在外部融资过程中,债券是主要的融资手段,股权再融资将摊薄每股收益,老股东一般对此不大支持。

目前A股上市公司再融资并不遵循啄食顺序理论,更倾向于股权融资,债券需还本付息,应引导上市公司通过债券融资,这将让其明白资金的宝贵,由此更加珍惜使用资金。

总之,要统筹好一二级市场平衡,就必须规范上市公司再融资,能不融资的尽量不要再融资。要防止再融资成为养懒汉制度,导致部分上市公司不思进取、坐吃山空。要高度确保上市公司再融资使用效率,引导市场资源流向优质上市公司,推动市场形成良性循环。

(作者系资本市场资深人士)

处理家庭财务问题不容易

余胜良

香港明星梅艳芳已经去世很多年了,我们还能看到她妈妈在争夺遗产。有不少明星因父母不善持家,被逼早出道赚钱养家,父母成为他们的吸血鬼,与他们相处不睦;极端情形下,一些明星甚至被迫登报声明与父母断绝关系。

除了父母,兄弟姐妹也可能成为明星的情感桎梏。前不久去世的某女明星,就被传出和姐妹在经济上闹出矛盾,有报道称该女明星养活了她的某个亲姐姐,每个月给她不少钱供她住豪宅。

明星故事传播比较广,豪门也有类似案例。前不久,香港某富婆被前夫分尸,这位女士在离婚后还雇佣前夫哥哥当自己司机,为其一家提供住宅,基本上成为这家人的提款机,但

最终仍遭遇不幸。

现代社会里的人基本上是以家庭为单位参与社会活动。不少家庭类似于公司,在公司内部很多花销都是乱账,大家赚钱一起花。现在,小家庭是主流,基本上是由父母和未成年子女组成,在这些成员之间,不存在借贷关系,也没有付出和收获相对等的说法,基本上是父母的单方面付出。祖父母等长辈的财务不在这个家庭核算。在以前大家庭时代,只要没分家,一家三四代生活在一起,赚钱者要上缴给家长,由家长来统一支配花销。

在家庭外部,财务往来需要一一记清楚。比如花出去金钱,就要有商品或者劳务买回来;付出劳务,就要有金钱到手。如果亲戚朋友向某家借了钱,某家就会记下来,即使过了多年后,朋友也需将钱要还回来。某

家向外人借钱买房子,一笔一笔会记得很清楚,通常资金大多来自亲戚朋友,这些都需要慢慢来还。

不同公司之间的财务关系需要清晰处理,边界不能模糊。有些上市公司经常发生关联交易,发生大股东占款等行为,这说明公司的边界不够清晰,很可能会发生不公允的事情。其实,家庭也是如此,内部大量关联交易的存在,会影响家庭的稳定性和独立性。

文章开头所列举的案例,就为家庭内部如何处理关联交易提供了经验教训。

梅艳芳并没有将财富传递给母亲,而委托给自己信任的朋友管理,其母只能从这个朋友手中领取固定的赡养费。梅艳芳活着时,其母亲就索取无度,她知道其母亲不会善待财产,就采取了这种遗产处理方式。

我们很难开口向素不相识者寻求帮助,包括借钱。我们求助的对象,通常是周围亲近的人,关系越近借钱越多。

在家庭成员内部,子女无论花多少钱,都不记在父母的账簿上。这就是亲密关系的体现。当子女成家立业、另立门户后,这种亲密关系还存在惯性。

父母在子女婚配方面愿意付出大量资金,有些家庭条件好的还会给子女购房买车。子女生了孩子后,父母也愿意帮子女抚养孙子辈,如果不方便住在一起,他们愿意在扶助下一代上做一些经济补偿。

兄弟姐妹在一个不算账的家庭里长大,如果家庭成员中有人遇到困难,其他亲人会尽力帮助,除了金钱方面,也会提供劳动上的帮助。家庭关系越亲近,在财务往来上就越频繁,

家庭成员之间可能会有很多不计报酬的付出。

我在深圳遇到这样一位房东,他找弟弟帮忙安装电器,还要付给弟弟酬劳。这种情况让我一度困惑,后来想一下,可能是他的经济状况远好于弟弟,希望通过这种方式给弟弟一些帮助。

血缘关系越近,财务上就越为模糊。兄弟姐妹和父母之间,存在很多互相扶持帮助的行为,有互相照顾的义务,一旦有人发达,或者有人极端落魄,那么家庭成员就要调整关系,有人习惯了家庭成员内部的行为方式,希望回到过去,大家赚钱大家花,姐姐嫁出去还无节制接济弟弟也是这个原因。这往往会引爆矛盾,有些人心寒之后,宁可财富给与没有血缘关系的外人。

(作者系证券时报记者)

**【念念有余】**

内部大量关联交易的存在,会影响家庭的稳定性和独立性。