

**【锐眼看市】**

日本央行所展开的政策举动其实都在为摆脱非常规货币政策而作着艰苦的努力,而且货币政策正常化的目标时下也并未完全实现,这种背景下,日本央行即便是在价格政策上迈出更大的步伐,也不是奔着推高日元的单一目标而去的。

日元贬值会否倒逼日本央行加快升息?

张锐

继去年深幅下蹲之后,今年以来日元继续疲弱不堪,虽然偶尔在外力的作用下出现了间歇性反弹甚至跳涨,但从兑美元汇率161.95这一38年来的最低位置爬出来难上加难;不仅如此,日元对欧元汇率也一度创下历史新高,同时还被英镑按在历史最低位置反复摩擦,日元由此成为发达经济体货币阵营中表现最差的主要货币。如果接下来没有强有力的提拉措施,日元很可能选择继续下挫,年内不排除刺破170的关键点位。

理论上说,央行干预外汇市场既可以运用常规货币政策,比如加息,也可以投放非传统货币政策工具,如QE(量化宽松);既可以运用数量货币政策进行对冲,如减少货币发行量,也可以启动价格政策予以纠正,如提高利率,而且相比数量政策工具,价格调控手段可能收到更快的效果,因此,一个简单的认知逻辑是,针对日元贬值,日本央行理应以加息,只是令许多人难以理解的是,时至今日日本央行对加息的表态依旧较为保守,也就更别谈有任何实质性动作。解开这一谜团,还需从引致日元贬值的缘由说起。

经济体量与经济增长速度往往是一国货币汇率竞争力的重要决定因素,本轮日元贬值首先与日本经济生态表现疲软直接相关。从经济体量看,最近两年日本GDP规模不断萎缩,去年被德国超过,滑落至全球排名第四,而按照国际货币基金组织(IMF)的预测,2025年印度将超越日本,届时日本经济总量将进一步跌落至全球第五;从经济增长速度看,按照日本政府每五年制定一个“经济财政再生计划”的时段观察,前五年日本经济年均增速只有0.2%,今年又进入一

个新的五年,不仅IMF预计今年日本GDP增速仅为0.9%,而且开局的第一季度日本经济便萎缩0.7%,按年率计算降幅达到2.9%,一年不到的时间出现两个季度(2023年第三季度日本GDP环比下降0.8%,年率降幅3.3%)的负增长,说明日本经济增长气势既谈不上强劲,也缺乏必要的韧性。

进一步分析一下经济增长的动能结构因素,便更清晰地看出日元较为脆弱的经济基础。策应宽松货币政策,日本政府持续实施着积极财政政策,继去年年末推出规模为17万亿日元的财政刺激计划后,2024财年日本内阁的财政支出总额超过112万亿日元,为历史第二大规模,政府公共投资力度显然没有减弱;另一方面,受益于日元贬值,日本对外出口已连续实现14个季度的增长,去年全年日本逆差规模大幅减少13万亿日元,至今年5月日本出口又连增6个月,其中5月份增幅更是高达13.5%,创出一年半以来的新高。

不过,相比公共投资与出口持续充当着日本经济的增长主力,私人投资与家庭消费则非常不尽如人意。数据显示,今年一季度日本企业资本支出较上一季度放缓近10个百分点,经季节性因素调整后的季度降幅为4.2%,其中企业设备投资在连续出现了三个季度的负增长之后,今年一季度再度出现了0.4个百分点的环比降幅。消费方面,今年一季度日本个人消费环比下降0.7%,不仅连续4个季度呈负增长,而且也是金融危机以来最长时间的负增长,而且之后的4月份消费支出依然环比增长1.2%,5月份消费者信心指数降至36.2且出现两年来最大降幅,同时6月家庭消费者信心指数也未见提振。从日本GDP构成看,个人消费约占近60%,私人投资占比约为16%,剩下

的就是出口和政府投资。可以看出,在占比超七成的私人投资与消费难以强劲有为甚至是构成负向掣肘的前提下,接下来日本经济很难出现较大起色。

无疑,日本央行为提振日元可以选择提前加息,但由此对日本经济形成的负反馈可能更大。一方面,加息以及日元升值必减损日本出口竞争力,尤其是美国目前成为了日本的最大贸易出口市场,对日本出口的贡献超过了1/5,若因日元升值削弱了对美出口优势,乃至重演历史上“广场协议”的悲剧,对日本来说绝对是一件十分可怕的事情;另一方面,加息也会带来日本国债收益率的上升,进而显著推升日本政府的债务发行与偿付成本,按照日本财务省的测算,若收益率上升1%,2024—2026财年日本国债还本付息支出将分别增加1.5万亿、4.0万亿和7.2万亿日元,公共财政负担显著增升不说,势必对政府投资产生“挤出效应”;不仅如此,加息还会推动企业的融资成本上升,居民消费成本也会加大,供给端与需求端的生产与消费能量同时受到挤压。看得出,加息不仅削弱支撑经济增长的优势动能,还会令本就疲弱的劣势动能更为不堪,日本经济由此可能遭遇更大逆风。既如此,日本央行就不会为挽救日元汇率而投入更大的价格筹码,而是会选择等等与看一看。

历史上看,日元走软周期均与美联储收紧货币政策周期高度吻合,由此产生的日美息差也是日元贬值的外部关键因素。经过过去两年连续11次加息,美联储将利率推高至目前5.25%—5.50%的位置,虽然今年3月日本央行也将基准利率提至0%—0.1%,但日美货币之间仍有5个百分点的息差,而恰恰是这一息差的存在,使得日元成为了全球仅次于美元

与欧元的第三大套利货币。国际资本的通常玩法是,在日元处于十分廉价的窗口期大手笔借入日元,然后运用日元买进高息的欧美元资产,待后者价格升高后抛出兑现,接着又用获利资金买入日元资产如日本股票与房产,带动日元资产价格升至预期点位时,国际资本趁机卖出,借入日元资产与卖出日元资产的过程就是一个双重套利的过程,完成这一近乎闭环的动作,当然是需要十分充沛的日元流动性支持,而日本央行或许出于无奈又或许是基于故意地进行着增量流动性输送,日元贬值便从日本央行手中获得了十分强大的隐性背书。

可一旦日本央行升息,情势就会发生逆转,尤其是在遭遇美联债同时降息的背景下,逆转所引致的风险可能更大。由于日美货币息差的缩小,日元失去低成本融资优势,虽然相对于美元,日元仍比较便宜,但就使用价值而言,日元远不可与美元相提并论,这种情况下国际资本转而追逐美元,并押注美元资产,且同时抛售日元与日元资产,不仅日元在做空力量的作用下会进一步下跌,日本好不容易得来的股债牛市行情很可能就此终结,此时,不仅企业融资难度大幅提升,债券市场价格的剧烈波动也会对一级市场构成冲击,基本靠发行国债来解决财政赤字压力的日本政府也可能面临债务危机。显然,对于日本央行而言,冒着如此之大的不确定性风险,单方面为了提振日元而选择加息,实在是一件得不偿失的事情。

今年以来美联储不断推迟降息的时间表,甚至不降息的尾部概率也在上升,这种背景下,日本央行即便是在价格政策上迈出更大的步伐,也不是奔着推高日元的单一目标而去的。

即出于防范风险的需要,在美联债降息之前日本央行不会主动采取行动,其将提振日元的希望放在了美联债的降息政策预期之上,如果到时美联债降低利率,美元必然走弱,相应地日元也可能拐头向上,这种情景下投机资本就会卖出美元,转而做多日元,日元资产随之升值,日本金融市场也会继续平稳运行,此时即便自己不升息,日本央行也能“躺赢”。

当然,针对一泻千里的日元,日本央行并不是完全不着急,更不会在政策上无动于衷,就在今年5月份,日本央行就大手笔抛出美元同时买入了高达9.8万亿日元货币,这一“救市”规模刷新了2011年创下的9.1万亿日元的月度最高纪录,受到影响,5月底外汇储备降至1.23万亿美元,环比减少474亿美元。不仅如此,7月上旬日本央行再度入市干预,估计投入的外汇数量不会太少。另外,日本央行将从7月开始“缩表”,即将每月5.7万亿日元的购债规模减至5.1万亿日元,此举会减少日元流动性,但必须指出的是,上述动作都还没有脱离数量型货币政策范畴,同时也未触及到价格政策的任何内容。

其实,从去年年底最终取消YCC(收益率曲线控制)到今年3月终止“负利率”政策,再到后来压缩购买长期国债规模和停止对ETF的购买,以及即将展开的“缩表”,每一个政策动作作为抵抗日元下跌发挥了多多少少的作用,但回溯发现,日本央行所展开的政策举动其实都在为摆脱非常规货币政策而作着艰苦的努力,而且货币政策正常化的目标时下也并未完全实现,这种背景下,日本央行即便是在价格政策上迈出更大的步伐,也不是奔着推高日元的单一目标而去的。

(作者系中国市场营销学会理事、经济学教授)

**【锦心绣口】**

让水平高的基金经理管理更多份额,降低水平低下基金经理管理规模,甚至将其转岗辞退,这是基金行业优胜劣汰的应有之义。

推动基金经理优胜劣汰 全力提升基民获得感

熊锦秋

近日,多位业绩不佳的基金经理在公司内部转岗,还有部分绩差基金经理离职。笔者认为,基金经理优胜劣汰,是行业发展客观规律。

前几年基金发行火爆,大批新生代基金经理涌现,操作手法猛打猛冲,追热点、追赛道、抱团,但潮水退去才知道谁在裸泳,现在一盘点,有的基金经理在任职一两年时间内巨亏四五成,这种亏法,搁谁也难以接受。这些业绩惨淡的基金经理,有的卸任部分产品后只管理较小规模的基金,有的转任公司研究员等其它岗位,有的最终离职。

基金管理行业,并不是每个人都能胜任,纵然其智商极高。没有经过十年甚至几十年的市场捶打,没有过硬的心理素质,没有对投资标的内在

价值的深刻认识,没有坚守价值投资的初心,没有对基民的信义责任感,很难取得较好的投资业绩。基金经理业绩惨淡,基金公司总不能让其把基民的钱全部亏完才罢手,这对基金公司、对整个基金行业的声誉都将造成巨大负面效应。

基金公司及时评估基金经理投资业绩,调整基金经理管理规模,让水平高的基金经理管理更多份额,降低水平低下基金经理管理规模,甚至将其转岗辞退,这是基金行业优胜劣汰的应有之义。

当然,也有个别基金经理管理规模较小、业绩还不错,但也选择离职,个人为了寻找更广发展空间,在新的岗位施展抱负,也属人才优化配置。

目前公募基金总资产管理规模高达30万亿元,但其中货币型基金和债券型基金规模合计约20万亿元,

主动权益类基金占比偏低,这一程度说明基金份额投资者对公募基金管理人主动权益投资水平的信任度有待提升。对此笔者认为,公募基金行业以及基金经理都应深刻反思,及时回应市场关切,挽回市场信任。

一是基金经理人应谨记信义义务。股票高买低卖,有时或排除利益输送之嫌。《基金法》第9条规定基金管理人应当恪尽职守,履行诚实信用、谨慎勤勉的义务;在此基础上,一些专家认为公募基金管理人还应负有信义义务,信义义务包括忠实义务和勤勉义务,而上述第9条中的“诚实信用”或不足以完全概括忠实义务。诚实信用原则要求基金经理在履行职务时保持诚信,它构成了信义义务的最高限度要求。忠实义务则要求基金经理将自身利益置于投资人利益之下,忠实义务对基金经理的行为

要求更高,包括避免任何可能损害投资人利益的行为。

一些基金经理无视个股过高估值,花重金买进一些中听不中用的题材概念、赛道,如此操作将基金资产置于高风险之中,很有可能因为泡沫破裂而损害投资者利益,或有违忠实义务或信义义务。基金经理应以信义义务的更高标准来严格要求自己。

二是基金经理人应避免抱团投资。抱团投资问题的本质,或许还是基金经理人缺乏投研核心能力。一些基金经理人采取拿来主义,跟随其他管理人投资某只股票,赚了很牛,亏了大家一起亏。抱团以推高股价,但抱团也有风险,天下没有不散的宴席,基金经理人募集到的资金毕竟也有限,滚雪球滚不动了,股价就可能由此出现拐点,有些基金买在股价巅峰期,之后业绩

自然惨不忍睹。对此基金经理人应该高度自律,要坚持自主分析、自主投资,防止抱团诱发市场风险甚至金融风险。

三是基金管理费收取应与基民投资利益挂钩。此前主动权益类基金管理费有所降低,但基金管理费早涝保收模式基本未变。当然有个别基金产品管理费收取模式有所创新,比如规定当累计净值低于1.00元时,暂停收取管理费,这是一种进步。笔者认为,对此应大刀阔斧改革,全力提升基民获得感,基金管理费不再每日计提,而是在基民赎回基金或对基金进行清算时,再计算每个基民应付的管理费,如果该基金总体有投资利润,基金公司收取利润的一定比例作为管理费,否则就不提取管理费。

(作者系资本市场资深人士)

**【口舌之勇】**

随着科技的进步,生活水平的提高和人们知识视野的扩大,越来越多的人将目光从当下转向未来,这就为未来学的发展与繁荣提供了土壤。

“未来已来”与走向繁荣的未来学

孙勇

当下,只要是打开手机或电脑,各种预测未来的文章或视频就会扑面而来,尤其是以ChatGPT和Sora为代表的AI(人工智能)技术的突飞猛进,更是激发了人们对于未来人类工作与生活方式的丰富想象。最近一年来,一些善于展望未来的高手(要么是专家,要么是网络达人),围绕ChatGPT和Sora这两大关键词,制作出很多描绘未来的爆款文章或视频,让读者或观众脑洞大开。

除了最火爆的AI领域,经济、政治、教育等领域的预测文章或视频也有很高的热度。亿万中国人从来没有像今天这样,以如此高的热情去关心未来,包括社会的未来、国家的未来和世界的未来。这一现象,可视为未来学在中国走向繁荣的征兆。

未来学,是研究人类社会未来的

一门综合性科学。它以事物的未来发展动态为研究对象,从科技和社会的发展动态去探讨选择、控制甚至改变或创造未来的途径。未来学由德国社会学家弗勒希特海姆于1943年在美国首创。到今天,未来学已经发展成为以信息论、系统论、控制论等研究方法为基础,覆盖六大未来研究领域(社会、经济、科学、技术、军事、全球)的综合性学科。

按照对未来发展前景的看法划分,未来学的主要流派有“悲观派”和“乐观派”两种。前者对科学技术和经济社会的发展前景感到悲观,并提出消极的对策;后者则完全相反,在对未来前景的看法和相应对策两方面都持乐观态度。

未来学的经典著作,有约翰·奈斯比特的《大趋势》、托夫勒的《第三次浪潮》以及尼古拉·费奥多罗夫的《数字化生存》等。其中,美国未来学家约翰·奈斯比

特撰写的《大趋势》最有名,该书首次出版于1982年,之后多次再版,迄今在全球的发行量已超过1400万册。在《大趋势》中,约翰·奈斯比特从十个方面论述了美国社会发展的趋势,包括从工业社会走向信息社会、从强迫性技术向高技术向高情感相平衡的转变、从机构帮助到自助、从等级制结构到网络状结构、从非此即彼到多种选择等。这十大预测,都已经被一一印证。这也证明未来学是一门有价值的学科,并非胡乱猜测的预言妄语。

1975年,中国从西方引进未来学。1979年,中国未来研究会在北京成立,并出版了会刊《未来与发展》。40多年来,中国学者出版了不少未来学专著,成果可观,但尚未出现与《大趋势》和《第三次浪潮》相媲美的力作。

电脑和智能手机的普及,改变了知识传播的途径,也开启了学术通俗化的进程。具体到未来学,人们接触

并了解它,既可以通过读一本厚重的纸质书去实现,也可以通过上网或看手机去达成。随着科技的进步、生活水平的提高和人们知识视野的扩大,越来越多的目光从当下转向未来,这就为未来学的发展与繁荣提供了土壤。不知从何时起,“未来已来”成为在公众场合演说的时尚语或口头禅。在这种时代氛围和公众语境下,AI写作会否取代人类写作、无人驾驶会否取代人类驾驶、大学教育将怎样演变、全职爸爸的浪潮会否兴起、联合国将发生怎样的改变、人类能否实现移民火星计划等等和未来有关的话题,正在越来越多地占据人们的注意力版图。这是好事,有利于培养人们的长远思考能力和忧患意识。

当然,也要看到,电脑和手机上那些预测未来的文章或视频,泥沙俱下,鱼目混珠,其中不乏蹭热点、造流量的劣质作品,对此,公众还需提升

逻辑思维能力,擦亮眼睛,别犯迷糊,以免中了伪未来学的圈套。

最后,不妨探讨一个有意思的话题:券商对来年经济的预测,算不算未来学?我个人认为,广义的未来学,不妨将它收纳进去。未来学又称“未来预测学”,对于预测的时间长度,并没有做出严格的规定。那么,从现在算起,1年以上、10年以上、100年以上,都应该属于未来的范畴,相关预测成果,都可以归入未来学的领域。有心人不妨找几篇券商预测来年经济的研究报告读一读,其中都运用了信息论、系统论、控制论的研究方法,完全符合未来学的底层逻辑。由此可见,广大股民早就开始和未来学打交道了。只不过,大部分券商的预测报告水平不咋地,经常被事实打脸,所以呢,这些作者羞于给他们的预测报告贴上未来学的标签。

(作者系证券时报记者)