

强势美元对人民币汇率的影响

朱一峰 中央财经大学金融学院 副教授
张锦瑶 中央财经大学金融学院 研究生
吴松奇 中央财经大学金融学院 研究生

2020年新冠疫情引发了短暂的金融危机,使得美国在当年实行了激进的量化宽松政策。根据Wind的数据,2020年12月,美国的广义货币供应量(M2)同比增长了24.9%,达到了二战以来的最高水平,而利率水平仍然维持在历史低位。这种激进的量化宽松政策导致的直接结果就是美元资产价格的飞涨,老百姓手中的钱越来越不值钱。2022年6月,美国消费者价格指数(CPI)同比涨幅达到9.1%,也达到了40年来的最大值。为了压制通胀,美联储自2022年3月16日开始了本轮加息。

2023年11月1日,联邦公开市场委员会(FOMC)会议落幕,美联储如期按兵不动,但基准利率维持在5.25%-5.50%的22年来最高水平不变,最新发布的“点阵图”暗示美联储今年仍有可能加息一次,明年加息次数将进行下调,经济数据预测大幅上调。

自去年开启加息周期以来,美联储至今已加息11次,累计加息幅度达525个基点。总体看来,美联储的态度比预期还要强硬,仍然主要考虑控制通货膨胀,坚决致力于将通胀率恢复到2%的目标,降息的时间点比市场想象的要晚。

在美联储上调政策利率的过程中,货币政策的收紧引发了市场对美国经济衰退风险的担忧,美债长端收益率上行幅度不及短端,债券市场出现短期收益率和长期收益率曲线的倒挂,该现象往往被视为经济衰退的征兆。

自2022年7月6日以来,两年期美债收益率和十年期收益率曲线就开始持续倒挂,随着美联储加息预期不断加深,收益率曲线倒挂程度进一步加深。2023年7月3日,两年期美债收益率为4.94%,十年期为3.86%,二者利差达到108个基点,为42年来最深倒挂幅度。美债收益率倒挂的经济含义是商业银行面临负债成本与资产收益出现严重倒挂,商业银行融资投放越多,经营利润就被蚕食得越多,因此商业银行会考虑调整资产负债表,包括收紧信贷条件。目前,美国工商业贷款确实出现了增长放缓的迹象,但美国经济却意外坚韧,两者之间明显脱节。如果未来出现第二轮通胀,引发美联储新一轮加息,美债收益率曲线倒挂程度将再次加深。

今年8月1日,惠誉宣布将美国长期外币发行人违约评级从最高的AAA评级下调至



张力摄

AA+,理由是财政状况和治理不断恶化。根据美国财政部公布的国际资本流动报告(TIC),在美国被下调评级前,中国再度减持了美债,持仓规模降至2009年以来最低水平。中国8月末持有的美债规模减少了164亿美元,为连续第五个月减仓,总持仓规模从上月的8218亿美元降至8054亿美元。与此同时,8月,中国继续增持黄金。从2022年4月起,中国的美债持仓一直低于1万亿美元,截至2023年2月,中国连续七个月减持美债,尽管3月时一度增持美债,但随后再度连续五个月减持美债。中国持有美国国债余额下降是美债价格下行和减持美债共同作用的结果,减持部分美债是出于金融安全和收益性的综合考量,以到期不续的方式是减持美债的大趋势。

但美债高票息仍然吸引全球投资者。TIC数据显示,包括投资美国长、短期证券和银行流动在内,8月海外资金净流入1344亿美元,连续三个月净流入且流入规模均超过1300亿美元。美元加息使得美元资产收益率上升,也使得国际资本流向美国,让美元愈发强势。因此,人民币兑美元出现了贬值,9月11日,在岸和离岸美元对人民币汇率均超过了7.34,创下了自2010年以来的历史最高点。美元加息后,中美利差倒挂,投资者更倾向持有美元资产,资本由中国流向美国,因此美元需求走高,外汇市场出现抛售人民币购买美元的热潮,导致人民币汇率降低。

原本人民币贬值有利于出口,但是受到发达国家目前实行的产业链转移和供应链分散策略的影响,中国对外贸易反而出现了下降的趋势。据海关统计,我国2023年前9个月出口

2.52万亿美元,下降了5.7%。再加上人民币贬值导致进口代价变大,美元的强势和我国部分产品出口受限对我国的进出口贸易影响巨大。

在人民币持续贬值的背景下,央行在离岸发行央票吸收人民币流动性,出台“组合拳”政策,中国经济基本面逐步好转。我们不能寄希望于美联储迅速改变加息政策,进入降息通道。为此,笔者提出如下建议:

第一,坚持常规金融政策,实行宽松的货币政策刺激经济发展。根据价格形势和经济发展的变化,适时适度地调整货币政策,保持合理的流动性,不宜释放过多流动性。根据实际情况精准施策,坚持常规金融政策,平衡好稳增长、防风险和控通胀之间的关系。

第二,提振市场信心,稳定人民币预期。首先,央行可以向市场传达对人民币汇率的态度,树立人民币坚挺的信心,提高人民币预期,防止“羊群效应”的发生。其次,应持续提升经

营主体对人民币双向波动的适应能力,遏制汇率大起大落,保持预期平稳。

第三,加强宏观审慎管理和监督。加强外汇市场风险监测,及时发现和处理异常交易行为,改善跨境资本流动管理,建立健全跨境资本流动监测、预警和响应机制。同时,继续加强对银行、企业和个人外汇管理,规范外汇业务,防止外汇套利和逃避。此外还应加强对对外债、对外投资等方面的管理,维护国家金融安全。

第四,继续坚持人民币国际化。根据国际清算系统(SWIFT)公布的2023年8月数据,人民币国际支付份额约为3.47%,是全球第五大支付货币。此外,人民币在全球外汇储备中位列第六。增加人民币的跨境结算功能,可以减少包括我国自身在内的多个国家美元的依赖,减少美元加息对我国经济金融稳定产生的负面影响。



(数据来源:Wind)

增强外资私募在沪投资信心

郭杰群 宁波(中国)供应链创新学院院长

近年来,受国内外宏观经济疲软、美国对华举措,以及地缘政治等多方因素影响,涉及在华业务的外资私募股权基金的数量与规模面临一定的挑战。

如何吸引、服务境外资金,特别是私募股权,为其在华发展壮大创造良好的生态环境,是上海市科创中心建立的重要议程。

鉴于上海是全国外资私募巨头首选地和聚集地,笔者以境外私募股权基金在上海的现状为切入点,通过调研细化和加深对在上海运营的境外私募股权基金现状及前景的理解,为助力上海打造科创中心建言献策。

笔者认为,要加强境外私募股权基金在上海科创中的介入度,必须增加投资者的信任和信心。具体可以从以下几方面来改善:

首先,加强制度建设,并维持监管制度的稳定性。虽然当前经济发展面临不少挑战,但是大多数私募股权投资人仍然认为,中国,特别是上海科创市场,具有巨大潜力。然而,资金

素来不喜好不确定的投资环境。因此,在加强投资监管制度建设的同时,应该维持制度实施的稳定性,并依法执行。部分投资人指出,相比严苛的政策,他们更担心政策频繁更迭,当政策更迭频发时,机构无法保持持续的投资策略。因此,透明和可预测的法律法规及执法一定有助于投资人增强投资信心。

监管部门应通过各种形式保持与投资人的沟通,可设立专门的或者一对一的政府联络协调员,有效地协调投资人的问题。充分调研,建立反馈机制,提供境外私募股权投资人提出关切问题、建议的渠道,并用以调整相关政策,简化复杂的监管要求,使得政府的要求对于境外投资人来说更加清晰易懂。要坚持市场可以解决的问题,不要通过行政手段。

投资者关注资金的流动性,对于跨境资金而言尤其如此。要扩大开放,政府需要降低投资者退出投资时资金可转换的困难,在合规合法的前提下,为投资者提供换汇便利,增强投资者信心。

其次,坚持金融对外开放,加强与海外沟通。私募股权投资人关注退出渠道,退出渠道的丰富性增加了投资人项目的流动性,增强了投资人的投资信心。监管部门应该加强与海外所对应的监管机构进行沟通的力度,发声并以

实际行动支持特定行业在海外上市。

当前,流入上海科创的中东地区资金在增加。在引入中东资金同时,应该考虑加大技术的输出与反哺,比如,积极推广针对中东投资者感兴趣的领域,如再生能源等,提供关于上海科创生态系统的培训,实现双方交流的良好循环。

第三,加强监管部门大数据技术的应用,强化数据分析功能。在尽调中,我们发现监管部门对私募股权在上海投资的相关数据管理不集中,存在多部门各施其职,相互孤立的情况。这对于及时把握市场中投资人的状态、分析发展趋势带来了不必要的困难。当前企业纷纷在部署数字化转型,对私募股权行业进行监管的政府部门也应该实施类似技术,这样才能使得监管保持敏捷性,适应市场趋势,提供更好的服务。

第四,设立投资激励等举措,优化监管流程。当前,在海外私募股权基金对华投资存在疑虑之时,政府可以提供一些激励举措。比如,在科创项目投资上给予一定的资金配比、减税、投资承诺,以减轻其投资风险;降低进入中国市场的投资壁垒,鼓励一些规模较小但是专业化程度较高的特色私募股权基金的进入;与境外私募股权基金进行合作,设立政府支持的股权基金,对于境外私募基金参与的科创项目进行投资;同时在行政要求上进行统一规划,

简化法规,真正实现“只跑一次腿”的便捷手续,提升监管对投资流程要求的透明度,确立清晰明了的尽职调查程序,使得投资人面临更易实施的注册投资流程。此外,建立透明的争端解决机制,明确争端解决途径,可有效减低境外投资人的疑虑。

第五,加强专业化创业园区、孵化基地的设立,鼓励产业集群聚集。科创团队所处的物理环境是科创团队成功的一个重要基础。政府可以通过投资创业园区等基础设施,吸引并聚集全球人才,举办各类行业交流会、宣讲会,通过各种方式加大国内与海外的合作和交流,深入了解境外投资人的需求和关注点,广泛宣传在上海进行科创投资的机会,多渠道展示境外私募股权投资人的成功案例,并促进创业生态环境的建设。企业的发展并不是孤立行为,需要上下游企业的支撑,建立产业集群,有助于降低企业发展成本,促进企业与上下游的合作,丰富案例拓展,提升科创团队的成功概率,增强对境外投资人的吸引力。

如果上述建议可以得到一定的关注,随着营商环境的不断改善,金融业持续开放,以及中国经济在后疫情时代展示出强大韧性,我们相信未来外资私募在沪投资信心会进一步增强,对上海科创中心的建设还会带来更多的贡献。

企业创新不能脱离商业模式本质

陈放 财经评论员

如果有一个企业创立至今从未盈利,2016年至2022年期间累计亏损149.6亿美元,资产负债率119.34%,净资产为负,相信大多数有基本商业常识的人都不会进行投资。但是当这个商业模式被包装上共享经济、SAAS服务、社交空间、智慧办公生态圈等华丽的关键词再伴随顶级风投机构加持时,又会有许多人被蒙蔽双眼,忽略了其商业本质。

WeWork正是这样一个商业上的“奇迹”。在巅峰时期一级市场给出的估值报价是470亿美元,即使在2021年“失血”上市后,市值也一度高达94亿美元。而在今年8月,WeWork在Q2业绩中称,严重怀疑公司能否持续经营,当前公司面临持续亏损和办公空间会员不断取消租约的处境。近日,外媒传出WeWork将申请破产的消息,截至11月2日,WeWork股价持续下跌至1.1美元,市值不足6500万美元,距其上市首日市值跌幅达99%。

抛开其大肆宣传的共享经济、互联网科技的外衣,WeWork的本质还是“二房东”,主营业务一直都是办公室租赁,从房东那里租来各种办公楼进行改造,再出租给企业和个人。WeWork主要面向初创公司的办公人群,通过租金和会员费等形式收取费用。这样的模式属于重资产业态,他们需要先租下房东的房子,因此手中的现金流必须充足。再通过向企业或个人短期租赁来赚取差价。但由于短期需要长期拉新,也产生了大量成本,抗风险能力极低。

WeWork的商业模式并不具备互联网模式中关键的双边效应,用户不会因为公司有更多的办公室地址而去购买更多的服务,公司也没办法凭借更多的用户在和房东的谈判中争取更好的价格。其商业模式还是要靠单位租金乘以面积乘以出租率减去租金和运营成本来赚取合理的差价,所以其商业本质在于如何通过精细化运营来尽可能平衡好运营成本和单位租金,以及尽可能建立一定的品牌和口碑来保持较高的出租率。而在WeWork的故事中似乎看不见其对“二房东”商业模式本质的尊重,而是一味追求互联网式的烧钱扩张,上市时员工高达12500人,而从出租率数据来看,70%出头的出租率甚至比不过一般的商业地产运营商,所以连年亏损似乎是定局。

WeWork创始至今累计融资超过200亿美元,仅软银一家就投资超过100亿美元,也正是这笔投资,让软银创始人孙正义“晚节不保”,越来越多的人开始质疑孙正义投中“阿里巴巴”是否只是运气使然。

在WeWork创始人诺伊曼把共享经济的故事越讲越大,四处融资时,孙正义正在筹集史上规模最大的私募基金——软银愿景基金。在科技领域,孙正义可能是资历最老的“投资大师”。在2000年,他成功押宝阿里巴巴,用2000万美元换来了阿里26%的股份,到2014年阿里上市,这笔投资的价值接近750亿美元,造就了软银和孙正义近30年的传奇。孙正义的投资风格以简单粗暴著称,他常常靠直觉作判断,而不经常算细账。其实早在2014年,软银就曾考虑过投资WeWork。当时诺伊曼和孙正义有过接触,但孙正义的下属在研究之后,认为WeWork的本质仍是一家“二房东”,而不是科技公司,估值太高。2016年,原本已经到退休年纪的孙正义,从沙特那里获得了一笔600亿美元的资金承诺,让孙正义再次把目光投向了同样具有“雄心壮志”的诺伊曼。

按照诺伊曼的故事愿景,他计划用5年时间,让WeWork成长为全球最大的公司。届时WeWork的租客数量将从42万增长至1400万,这个数字大约相当于美国互联网从业人数的三倍。算上房地产开发和物业服务,诺伊曼预测2023年WeWork的收入将达到3580亿美元,远超包括苹果在内的硅谷科技巨头。这样一份夸张的增长计划,并没有吓到孙正义。相反,他认可了诺伊曼“做增长”的思路。他在诺伊曼五年计划的基础上,进一步为WeWork规划了一份十年增长计划。孙正义认为,到2028年,WeWork应该拥有超过1亿名租客,主营业务收入实现5000亿美元。

而这笔投资最后的结局是孙正义与诺伊曼反目成仇,孙正义认为是后者领导无力导致WeWork惨案,将诺伊曼以10亿美元的退休金为代价赶出了管理层。而诺伊曼也毫不客气,于2020年5月把软银告上法庭,指责软银没有执行向他和WeWork其他早期投资方购买价值30亿美元股票的协议。但无论两人的斗法以何种方式收场,都改变不了WeWork最终走向破产的结局。

正如查理·芒格所说的,财富管理行业让大量聪明人变得“疯狂”。无论是股票投资还是风险投资,巨大的诱惑亦或是疯狂的野心都容易让人丧失“常识”,时刻保持理智、尊重商业规律,才是投资界永恒的圣杯。