

日元贬值遭反噬



中国市场学会理事
经济学教授

张锐

日元不仅是今年以来亚洲市场表现最差的货币,也是全球发达经济体中最为狼狽的主流货币。数据显示,在前10个月大幅贬值15.01%的基础上,进入11月后日元依旧未扭转颓势。

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。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。

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。追踪发现,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年之久,而之所以对宽松货币政策如此恋恋不舍,归根结底是日本央行希望能够借此为国内经济的复苏输血打气,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虽已实现连续四个季度的正增长,但并不排除可能再度转弱的可能,其中最能说明问题的现实是,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。另一方面,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,日本央行的货币政策很难发生转向。

除了负利率与QQE利空日元外,日本央行运作的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



李曦子摄

日元贬值虽然有利于改善出口,但也会提高进口产品价格,输入性通胀对日本企业构成的压力越来越大。

两次调整,YCC的弹性目前放宽至1%,看上去幅度提高了不少,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,国债利率的抬升率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,目的就是压低长期利率,但央行买入国债的规模越大,流入市场的货币就越多,日元下泻的空间也就越充分。

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,市场所能赢得的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,无形间对日元造成新的贬值压力。

另一方面,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,即日元利差交易规模越大,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,继续沽空日元的势力持续扩容与叠加。

必须承认,本轮日元贬值也的确创造出了不菲的出口红利。统计数据显示,今年前10个月中,日本对外出口仅有7月和8月两个月出现小幅回调,其余月份均保持放量增长态势,同时今年以来日本贸易逆差月月减少,同比月度平均降幅保持在50%以上。日元贬值带来的另一显著市场效果就是日本初次收入的增加。按照日本财务省公布的数据,截至2022年底,日本政府、企业和个人投资者拥有的海外净资产余额达到418.6285万亿日元,连续32年保持着全球最大净资产国的地位。根据财务省的说法,海外资产之所以增幅明显,主要得益于海外日本企业因日元贬值的计价带来收益的上升,这一收益在资本项目下就表现为海外资产的初次收入。

日元贬值带来海外资产增加所彰显出的实际意义是,因日元贬值而不断叠加的海外资产其实代表的是日本极其雄厚的国家金融家底,从资

产结构看,日本海外资产高达57%由权益投资、债券投资以及现金流动性很高的品种构成,只要国内需要,这些巨量海外资产随时可以进行变现和驰援。此外,海外资产“初次收入”实际扮演着平衡国际收支的重要角色,拿去年来说,日本经常账户顺差9.22万亿日元,其中初次收入顺差35.56万亿日元,看得出,如果没有初次收入的贡献,日本经常账户将显示为大幅逆差。

从国内来说,日元贬值对劳动力价格以及改善消费预期可能起到一定的牵引作用。作为刺激消费并令通胀回升的重要政策选项,日本首相岸田文雄提出要尽快将最低小时工资提高到1000日元以上。为此,日本厚生劳动省委员会也提出了今年将全国最低平均时薪提高到1002日元的目标。然而,强制企业加薪有违市场化原则,于是日本政府选择了通过货币贬值以给企业提薪构成压力的途径。根据厚生劳动省的数据,截至目前,日本全国加权平均后的最低时薪比去年增加了43日元,达到1004日元,政策目标显然已经完全实现,而且50元/小时的最低时薪创下了日本自1978年以来的最大涨幅。对于劳动者来说,名义工资的增加也是一种能够直接感受到的个人实惠,至少也由此可以多少增加消费的底气。

可不得不正视的是,日元贬值固然让日本政府看到了通胀上升的乐观图景,同时也的确逼出了国内工资上涨的喜人局面,但由于名义工资上涨速度始终赶不上通胀上升的幅度,日本民众实际工资水平今年以来呈现出的下降趋势一直未能逆转,其结果是必然对家庭消费支出构成刚性约束;另一方面,工资的上涨也必然抬升企业的运营成本,尤其是为了让工资上涨幅度超过物价上涨速度,企业更面临着继续上涨工资的压力,同时企业之间还存在着工资上涨的激烈竞争,在这种情况下,企业投资支出也势必受到压制。不仅如此,劳动力价格的上涨还可能引起“工资-价格”螺旋,导致通胀加速上升,进而反过来增加民众消费与企业投资成本。

必须明确的是,日元贬值虽然有利于改善出口,但也会提高进口产品价格,日本企业物价指数较去年同比大涨9.8%之后,今年以来的续涨步伐也从来没有停过,输入性通胀对日本企业构成的压力越来越大,正是如此,目前日本GDP增长主要由外需所贡献,而由个人消费、企业投资产生的内需力量贡献则持续为负。

中小城商行如何推进金融市场业务转型



王倩
同济大学 副教授 FRM

徐博
上海财经大学商学院研究生

金融市场业务是商业银行传统存、贷、汇业务以外的重要营收来源,主要与金融市场有关,其中包括同业业务、债券投资、投行业务和代客理财等。

商业银行金融市场业务是指商业银行运用常见的金融工具在资本市场上与其他同类型或者不同类型交易主体进行的交易行为,这些市场包括金融同业市场、资产管理市场、金融衍生品市场、投资银行市场、票据业务市场。

当前,国际金融市场上各类型的金融资产价格波动剧烈,中小城商行在应对存贷利差收窄的客观现实下,如何高质量推进金融市场业务转型,积极寻找发展策略成为重中之重。笔者认为,应从以下六个方面发力。

● 战略上以成立“资金营运中心”模式为方向

在强监管大环境下,商业银行专营部门异地经营独立持牌合规性显得越发重要。2018年至2022年出现国有银行、股份制、城商行资金营运中心扎堆成立的情况,从业务范围来看:货币市场业务、债券业务、外汇业务、贵金属业务、金融衍生品业务,对于银行可实现资金集约化运营,降低融资成本,强化风险控制水平,不断加强综

合金融服务能力,提升服务实体经济的质量、效率具有重要意义。

对于中小城商行来说,在战略上要以成立“资金营运中心”为目标,加大资源投入,构建“宏观+行业+策略”立体投研模式,以专业能力服务实体经济,要从自身定位的角度,正式告别净息差水平高的时代,要知道仅仅依靠买卖国债、地方政府债,政策性金融债获利的丰厚息时代已然一去不复返。

随着利率市场化改革不断推进,银行获取的利差越来越薄,利率波动风险越来越大,中小城商行要通过成立“资金营运中心”契机,进行资产配置结构转型,加强交易型金融市场业务建设,由传统存贷业务逐步向金融市场业务拓展,培育新的利润增长点。

● 战术上以创新“业务审批方式”为发力点

在风险管理方面,在信用违约进入常态化的局面下,中小城商行亟须业务审批模式转型,完善业务审批管理框架,构建适应自身业务发展的业务审批体系,确保金融市场业务稳健运营与高质量发展。

目前,金融市场业务投资审批主要有以下几种模式:一是由总行信贷审批委员会对金融市场业务部门上报的项目进行过会,在审批的环节上参照表内贷款的模式来逐笔审批,模式效率低下;二是由总行信贷审批委员会对全年会投主体给予主体额度,在金融市场业务部门发起投资时,由金融市场业务部门与风控部门共同审批具体投资额度;三是由总行授信管理部申报主体入库白名单,由金融市场业务部门报投资额度,投

资前由总行信贷审批委员会审批;四是由总行最高一级审批权力机构给入库白名单,投资时金融市场条线在白名单额度范围内自行决策投资。

头部银行在开展金融市场业务时,主要采用第二与第四种模式,内部审批流程效率高。在推动金融市场业务发展中,为更好的实现“前、中、后台”部门联动,如给予授信审批部、风险管理部一定的考核权重,对考核指标的挂钩上,通过“整体指标、利润指标、风险偏好、行业指引、区域限制”等维度共同来确定金融市场业务开展的方向,在后续的业务开展过程中真正做到各部门合力作战,既促进业务发展,又培养发展人才。

● 构建完善的防控风险、识别风险的风险管理体系

中小城商行的风险控制部门需要建立一个完整、完善的风险管理流程、体系、架构。

一是通过制定一系列严密有效的风险控制制度,建立和完善对风险的事前防范、事中控制、事后稽查和监察的管理机制;二是通过对国内外宏观经济走势及各项宏观经济政策的分析来把握市场走势和选取投资品种,坚持各项投资决策必须建立在研究成果的基础上;三是建立流动性风险管理机制,在投资运作过程中,投资管理人对持仓债券组合的流动性进行监控,还要观察客户申购、赎回行为,对资产的流动性进行研究和监控,使未来现金流尽可能地均匀分布,同时在资产配置中增加剩余期限短、流动性好的资产的比例;四是建立操作风险管理机制,在投资管理运作过程中,通过对投资业务实行分级授权管

理,并明确授权人、被授权人及被授权人超越授权时的处理办法,防止出现因管理人对经济形势的判断有误、获取的信息不全等因素影响理财业务计划的收益水平。

● 建立以“固收策略”为主资产配置框架

在违约频发的债券市场环境,加大国债、地方政府债的配置力度有利于防范信用风险。而且国债、地方政府债免征增值税和企业所得税,在当前“资产荒”的市场背景下,考虑免税因素及市场因素,加大国债、地方政府债投资力度是适宜的投资选择。

一是运用“短久期+高票息”策略,从长远来看,高收益的债券会逐步消失,在估值相对稳定的基础上,可以运用“短久期+高票息”策略进行短期资产配置获取收益;二是关注“产业类”城投策略,目前对于政策反映来看,产业类城投发展是利好,在后期配置上,可按流动性、期限、收益水平等三个因素,来搭建产业类框架进行资产配置;三是关注金融控股公司债券,该债券介于城投债与产业债之间,尤其是比较好的地方金融控股公司,他们实际上还是带有一些城投属性,因为它们的主控人基本都是地方政府、国资等。选择的思路主要看地区、政府的管理治理能力以及地方的金融资源。

● 建立以“信用分析”为主投资研究体系

中小城商行应打造“集约型、交易型、科创型、智慧型”信用研究模式,可通过共用研究人员来达到效益的最大化。通过将研究内容向全行各分支机构按周推送信息,统计全行经营区域债券发行情况,并通过各债券申报系统统计通报当地

业务的开展状态,便于全区各分支机构充分掌握机构所在区域的投行动态,及时开展市场营销。建立以“债券管理、资金管理、市场资讯、信息披露和风险管理”五大功能为核心,同时集合“知识库、新规、市场解读”等N种附加价值为一体的“5+N”金融信息服务平台。

● 建立现代商业银行业务的“资产负债”管理

要重视资产负债管理,要在资金成本上实现科学定价。目前,中小城商行对资金转移定价主要有三种模式:一是参照全行吸收储蓄存款的综合成本以不变的固定价格进行负债的转移定价,比较粗暴;二是以自身发行一年期期限的同业存单价格进行转移定价,是根据市场利率变化而动态调整的转移定价,相对市场化;三是参照SHI-BOR或类似利率基准价格进行转移定价。转移定价方面,头部城商行多根据市场动态定价,高度重视FTP系统建设,实现成本与收益的匹配管理。

在息差收窄的客观条件下,交易性投资收益是中小城商行获得超额收益的重要来源。中小城商行需打造适合自己业务发展的涵盖宏观研究、信用评价、量化对冲等新型投研体系,通过大类资产配置、风险对冲、量化套利等手段实现长期正向收益。

从长期来看,投资收益高低主要取决于机构的投研能力,投研能力将成为中小城商行金融市场业务核心竞争力。要建立健全的内培、外培联合培养机制,提升培训的精度与准度,培养专业化的交易人才和投研人才。