

# 日元套利交易牵动金融市场神经

□崔永

近期，日本央行宣布实施负利率政策，将超额存款准备金利率降到0以下，负利率政策宣布当日，美元指数上涨接近1%，日元对美元大幅度贬值2.88%，日经225指数大涨2.66%。遗憾的是，考虑到当前全球经济陷入流动性陷阱，货币政策基本失效，由于投资者预期日本央行和欧央行的政策利率降到负值之后，货币政策空间已经有限，这反而加剧投资者对全球经济所面临的通货紧缩和过度负债等问题进一步恶化的担忧。事实也证实这一点，在随后的10个交易日内，美元指数一度贬值达到4%，日元对美元报复性大幅升值最高幅度达到8.3%，日经225指数大幅波动，全球主要股指也纷纷再次下挫，原油等大宗商品价格也继续创新低，全球金融市场动荡的加剧使得日元等避险货币和黄金等避险资产开始受到投资者的追捧。

实际上，日本经济历史上已经出现过三次负利率情况，事实一再表明，日元套利交易行为的兴起和衰落与全球金融市场动荡密切相关。

## 历史上的日元套利交易行为

1995年至1997年的日元套利交易。自从1995年上半年，日本央行把政策利率降到1%以下甚至接近于零这一全球最低利率水平的时候，日元对美元于1995年4月19日升值到历史第二高点79.7。日本接近于零的利率政策，随即引发日元套利交易开始兴起，国际投资者纷纷借入日元，把资金投资于亚洲、拉美等新兴市场经济体，催生了新兴市场经济体的资产价格泡沫。然而，伴随着日元对美元贬值幅度的逐步加大，日元套利交易随即开始逐步平仓，获利了结，日元对美元贬值到1998年8月11日的近35年的最低点147.62之后，随即转为快速升值，这加剧了资金从新兴市场经济体的撤出。

1999年至2000年的日元套利交易。东南亚金融危机的迅速扩散使得很多日元套利交易资金也难以幸免，日本1990年股市和楼市泡沫破灭所带来的经济停滞和不良债权问题进一步恶化。为此，1999年2月起，日本央行将无担保隔夜拆借利率调至0.15%，同

年3月3日再次调至0.03%。这意味着在扣除货币经纪商佣金后，利率实际已降为零，日本央行开始实行零利率政策。

零利率政策的实施最终于1999年12月底扭转了日元的升值趋势。随着东南亚金融危机的缓解和美国经济的持续复苏，日元再次陷入贬值周期，日元套利交易再次兴起，大量日元套利交易资金开始涌向美国，从而催生了美国的科技股泡沫。纳斯达克指数由1999年10月18日的2632点快速涨到2000年3月10日的5132点，近半年时间纳斯达克指数涨了将近1倍，1999年美国股市涨幅之猛并不弱于中国A股1999年、2007年以及2015年上半年的火爆行情，但之后纳斯达克指数跌速之凶也超出预期。

2002年至2007年的日元套利交易。受到美国科技股泡沫破裂的冲击，2001年日本经济不但没有好转，反而明显恶化，于是日本央行于当年3月19日决定采取更加宽松的货币政策：一是维持商业银行在中央银行较高的经常账户余额水平。二是加大公开市场操作，由传统的购买短期国债转变为购买长期国债，甚至一度购买银行股权。三是承诺在核心CPI环比大于零之前，将一直实行数量宽松货币政策。但是直到2002年随着美国股市的企稳，尤其是随着中国等新兴市场经济体进入新一轮经济增长周期，日元套利交易才又一次兴起，日元对美元才由2002年1月开始进入新一轮贬值周期。

到了2005年，日本经济开始向好，GDP增速一度超过5%，核心CPI也开始转正，于是日本央行2006年3月9日宣布终止量化宽松货币政策，2006年7月16日又宣布结束零利率政策。日本的货币政策收紧行为随即导致大量日元套利交易大规模平仓获利了结，持续五年的日元贬值周期也随即宣告结束。

随着2008年全球性金融危机的蔓延，2008年当年日本经济结束为期三年的正增长，物价也持续走低。日本央行不得不于2008年12月29日降息至0.1%；2009年12月1日，又决定将以0.1%的固定利率提供总金额达10万亿美元的3个月期贷款；2010年10月5日，日本央行将鼓励无担保的隔夜拆借利率保持在0.1%以下，重新推行零利率政策；2010年10月28日，创立总额为35万亿美元的基金，用于购入各类资产为市场提供流

动性。

然而，由于美联储从2008年12月17日开始实施零利率政策，日元的国际套利货币地位开始被美元所取代，所以从2008年10月份之后，日元对美元反而进一步加速升值，日元对美元汇率由2008年的100左右进一步升值到2011年10月的75左右，而且由于欧债危机的爆发，日元套利交易进一步平仓，这使得日元对美元75左右的汇率水平一直维持到2012年下半年。

2012年至2013年的日元套利交易。2012年安倍政府上台后，迫使日本央行于2013年1月22日宣布引入新的通胀目标和开放式资产购买计划。具体措施：一是引入“价格稳定目标”，日本央行将通胀目标设定为2%；二是引入“开放式资产购买措施”，即从2014年1月开始，不设置具体终止期限，每个月的资产购买量约在13万亿日元。

与此同时，欧央行2012年7月也开始实施零利率政策，欧债危机逐步得到缓解，日元套利交易才开始再一次兴起。日元对美元汇率也由2012年10月份75左右的水平逐步贬值到2013年5月份100以上的水平。伴随着美联储时任主席伯南克于2013年5月22日表示，可能会在未来几次会议中讨论放缓QE，这随即引发日元套利交易平仓，进而导致2013年新兴市场经济体的货币危机和股市大跌。其中，印尼雅加达综指下跌19.6%，泰国综指下跌17.7%，菲律宾马尼拉综指下跌16.3%，印度孟买SENSEX30指数下跌11%，新加坡海峡指数下跌10.3%，上证综指下跌10.3%。日元套利交易平仓的结果使得日元对美元汇率再次升值到95附近。

## 助推全球金融市场动荡

2013年3月，新任日本央行行长黑田东彦宣布将于当年4月提前实行“开放式资产购买措施”，把央行债券购买规模和货币基础扩大至现有水平的“两倍”，在“两年”时间内，实现“2%”的通货膨胀目标。这些雄心勃勃的货币政策宽松计划，使得日元对美元在由2013年下半年95左右的水平贬值到2014年上半年的100左右的水平。

2014年6月，欧央行开始实施负利率政策。当年的7月，美联储宣布将要结束量化宽松政策，美元随即大幅度升值，特别是随着

日本大规模量化宽松政策于2014年1月的实施，日元套利交易再次兴起，日元对美元再一次进入贬值周期。特别是2014年10月日本央行推出更大规模刺激计划，并开始负利率购买日本政府债券之后，日元套利交易进一步盛行。日元对美元加速贬值，日元对美元由2014年7月的100左右快速贬值到2015年1月的120左右，短短6个月之内贬值幅度高达20%，到2015年6月进一步贬值到125左右的水平。

这种日元套利交易行为直接导致持续多年的全球资产价格泡沫进一步膨胀，但随着日元贬值幅度的加大，日元对美元贬值预期开始逆转，从2015年6月开始，日元套利交易资金开始逐步平仓。2015年8月，随着美联储加息预期的升温以及当年8月11日人民币对美元一次性贬值，使得全球投资者的风险偏好进一步弱化，日元套利交易加速平仓，随即引发全球股市的暴跌以及新兴市场货币的快速贬值。2015年12月17日美联储加息预期兑现之后，日元套利交易进一步加速平仓，从而助推2016年开年以来的全球股市暴跌和外汇市场的进一步动荡。

日元套利交易平仓使得日元对美元由2015年12月17日美联储加息当日的122升值到2016年1月20日的115附近，一个月的时间内，日元对美元升值幅度高达5.7%。为此，日本央行行长黑田东彦于2016年1月29日公开宣布实施负利率政策，希望通过日元贬值提高国内经济，拉高已逼近于零的核心消费者价格指数。遗憾的是，由于投资者预期日本央行货币政策空间已经很有限，这促使日元对美元经过短暂的两天贬值之后，进一步加速升值，2016年2月份的前10个交易日升值幅度就高达8.3%，日元对美元汇率一度达到110.98的高点。看来日元套利交易资金开始进一步加速平仓，由此所导致的币值期间波动幅度甚至超越1992年9月的英镑危机和1997年7月的泰铢危机，全球股票市场、大宗商品市场、债券市场的波动幅度也明显加大。

由于投资者预期全球央行货币政策空间已经有限，日本负利率政策的实施或对全球的金融市场带来新一轮的巨大冲击，加剧全球资产价格泡沫的破灭。对此，决策者和投资者应密切关注，日元走势和日元套利交易已经成为挑动全球金融市场的神经中枢。

## 能源结构调整任重道远

□厦门大学能源经济中心主任 林伯强

煤炭上一轮的繁荣周期自2003年开始，大致在2003—2012年的十年间需求稳步上升，产量从初期的15.5亿吨上升至39.45亿吨，年均增长10%。需求增长在2011年为9.8%，之后开始下降，2014年煤炭需求增长为-2.5%，2015年进一步下降到-4.0%。与此同步的是煤炭产能大规模过剩和煤炭价格大幅幅度下跌以及煤炭企业全面亏损。2011年以前的高煤炭需求增长和高煤炭价格引来的大规模煤炭投资，时至今日依然在释放新增产能，加剧了煤炭企业亏损程度。

经济增速放缓、环境治理力度的增加（如很多地区采取措施限制煤炭消费）、能源效率的提高都是抑制煤炭消费增加的主要原因。鉴于中国“富煤缺油少气”的资源禀赋，以煤为主的能源结构有其发展的合理性。在经济快速增长时期，快速增长的能源需求迫使煤炭利用大幅度增长，煤炭占能源消费总量的比例一度曾接近70%。随着中国经济增速放缓，能源需求也相对低速增长，能源市场供给相对宽松，能源增量可以用清洁能源来满足，具备了进行能源结构调整和“去煤化”的基本条件。

较低的能源需求增长将有益于能源结构调整。当能源需求增速快的时候，由于资源禀赋和满足能源需求的迫切性，中国没有选择，只能大量使用煤炭，而较低的能源需求可以比较从容地选择清洁能源来满足需求。从另一个角度而言，较低的能源需求增长还将迫使能源行业通过提高效率降低成本来盈利，改变能源行业发展模式。

《能源发展战略行动计划（2014—2020年）》提出发展清洁能源，到2020年左右天然气将占能源消费比重的10%以上。此外，目前可再生能源的替代已经具备很强的制造产业体系。核电、风电、光伏发电等清洁能源都实现了产业化、规模化，成本将进一步降低。连续几年中国的风电、太阳能增长居全球首位，2015年再次成为全球清洁能源的最大投资国，年投资额比上年增长了17%。

可以预见，在低碳发展和环境污染（雾霾）治理力度不断加大的背景下，中国能源结构将有一个“去煤”的过程，比较乐观的预期是煤炭消费在一次能源消费总量的比例将逐年下降，从现在到2030年期间平均以每年一个百分点的速度下降，即从2015年的64.5%下降到2030年50%左右。

但是，能源转型其实并不容易，转型速度很大程度上取决于今后的能源增长速度。中国的能源结构调整主要指煤炭的清洁替代。2015年中国的能源结构是：煤炭约占64.4%、石油占17.6%、天然气占6%、水电占8.5%、核电占1.4%、风电占1.6%、太阳能占0.5%，其他微小。考虑到中国的能源禀赋和能源安全，石油和水电占能源消费总量的比例将在相当长的时间内保持稳定。能源结构调整中真正将起变化的是煤炭的减少和比较清洁的天然气以及清洁能源的核电、风电、太阳能的增加。我们可以根据《能源发展战略行动计划（2014—2020年）》，把天然气、核电、风电和太阳能统称为清洁能源发展，这一部分目前大致为9.5%。简单地说，中国能源结构调整将是煤炭和清洁能源发展此消彼长的过程。

如果出现类似2015年的能源需求增长为负，减少煤炭比例比较容易，2015年煤炭占能源消费的比例的确降低了超过一个百分点，从2014年的近66%降为64.5%。但是，如果未来平均能源增长为零，那么大约10%的清洁能源发展可以替代平均每年1%的煤炭。如果平均能源增长速度为1%，那么就需要20%的清洁能源发展，才能替代掉1%的煤炭。所以说，煤炭替代事实上没有想象得那么简单。如果平均能源每年增长2%，20%的清洁能源发展只能使煤炭比例稳定，只是用清洁能源发展满足了能源消费增量。

如果今后中国再次出现能源需求超过3%的较大幅度增长，中国将不得不再增加煤炭消费。这种情况有没有可能发生？就美国的成熟发达经济的产业结构而言，上世纪90年代美国平均能源需求还有1.58%的增长。所以，预期的中国煤炭从2015年的64.5%下降到2030年50%左右应该是一个比较乐观的估计。

当然，这样来说明能源结构调整显然简化了。能源结构调整还取决于能源系统成本，就是煤炭和清洁能源发展此消彼长的过程导致的整体能源成本变化（相对成本变化），以及这种变化对经济发展的影响。由于目前“不正常”的能源价格和由于技术进步导致新能源的成本动态变化，使得估计系统成本变化及其影响非常困难。直观地看，煤炭大规模替代的成本应该会很大。

上面说了中国“去煤”的难度，客观而言，煤炭在相当长一段时间还将是中国最重要的能源产品。但是对于煤炭企业来说，如果产能过剩不尽快去掉，那么不断走弱的煤炭需求将长期抑制煤炭价格，而难堪的财务状况不仅不利于去产能（去产能也是一个很花钱的事情），还将不利于煤炭企业转型和发展。2015年中国经历了非常弱的能源需求增长，进入2016年也还没有迹象说明能源需求增速可以很快提高。能源市场还是买方市场，具体体现在库存大幅由买方转到卖方。例如，去年中国重点煤矿库存增加了38.2%，而重点电厂煤炭库存减少了22.3%，煤炭企业财务可能还将进一步恶化。

中国正在经历深刻的转型，未来是否将延续目前的弱势需求，取决于转型期的长短。中国依然处于城市化进程，基础设施建设任务依然繁重，中国要进入中高等收入国家，比较的不是北京和纽约这样的大城市，而是中小城市、乡镇、农村的基础设施，从这个意义上说，中国基础设施建设依然存在巨大空间。目前能源与GDP之间的比较大的背离虽然不能持续，能源需求还将回升。比如说，如果“十三五”需要保证GDP增长6.5%，能源需求或将可能回到年均2%，电力回到5%左右。因此，如果清洁能源发展不能保证20%的增长速度，煤炭替代的速度还将可能减缓。

# 摆脱宽松货币政策“依赖症”

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

央行在春节前最后一天发布了《2015年第四季度货币政策执行报告》，回答了“稳增长”警报未解、经济下行压力之下，央行缘何没有迎合市场预期而降准降息，以及未来货币政策是否转向等问题。

对于为何没有降准降息，央行在此次报告中以专栏的形式，随后以周小川行长接受媒体专访的形式坦承，在全球经济乏力，特别是包括中国在内的主要经济体复苏不及预期、结构性改革步履艰难的情况下，降准降息会引发资金外流和汇率贬值，降息还会加剧楼市、股市、互联网金融等资产泡沫。

2008年金融危机以来，危机时期作为应急措施的货币大规模投放，尽管稳定住了经济下滑，但也掩盖了人口红利、外需空间逼仄对于破除旧式增长和产能过剩的紧迫性。

过去6年，由于房价持续上涨，楼市不仅充当了吸纳超发货币的“吸水海绵”，而且通过土地财政支持下的地方基建高增长、房地产开发投资端下的制造业投资和固定资产投资高增长，实现了较低资产负债率下的高增长。更重要的是，较低资产负债率下的高增长掩盖了传统增长模式和旧式产能“去化”的必要性、紧迫性。新一轮的上项目、加产能还使得“大而不倒”积重难返。

2008年以来的6年，我国货币增速依然

维持在每年16%左右，但同期GDP实际增速下降到8%，考虑CPI以后的GDP名义增速也仅有11%左右。由此，货币增速明显超过了经济和物价上涨的需要。

过去6年，由于房价持续上涨，楼市不仅充当了吸纳超发货币的“吸水海绵”，而且通过土地财政支持下的地方基建高增长、房地产开发投资端下的制造业投资和固定资产投资高增长，实现了较低资产负债率下的高增长。更重要的是，较低资产负债率下的高增长掩盖了传统增长模式和旧式产能“去化”的必要性、紧迫性。新一轮的上项目、加产能还使得“大而不倒”积重难返。

2015年以来，尽管楼市激励政策用足，下游销售端逆势回升，商品房销售面积同比增长6.5%，但上游指标（土地市场、开发投资和新开工）始终处于冰点，这其中既有库存高压的影响，更多是因为行业大周期已经逆转。在人口红利已过拐点、城镇化进入中速增长、存量住房足够用的情况下，楼市继续吸纳流动性的能力已经衰减。

由此，不仅产能过剩、杠杆过高的问题

全面暴露，而且基建投资的托底功能失去了资金来源。在此时，若继续实施“放水”宽松，除了给本已发烫的重点城市楼市火上浇油外，资金将在股市和互联网金融内“打转”，风险也将由楼市、制造业等实体经济蔓延至各领域金融市场。转向供给侧改革下的融资支持实乃经济金融形势倒逼，包括信贷损失要全面暴露和消化、跨市场监管合作、宏观审慎评估体系（MPA）构建等。

为了缓解货币政策全面转向供给侧后经济所面临的短期“阵痛”，让经济增长保持在合理区间，央行在报告中也着重提出了“做好供给侧改革中的总需求管理”。但是，此“需求管理”并非大水灌溉，而是通过简政放权、鼓励竞争来释放服务和消费领域的有效需求。事实上，面对2.7亿农业转移人口、1.5亿“留守人群”（二者合计规模达到目前城镇常住人口的55%）巨大的城镇化内需潜力，在农村集体土地制度、户籍制度、财税制度上的改革空间很大，而货币政策大有作为，如要素市场化、集体土地流转融资、政策性金融体系重构、普惠性金融的补缺等。

# 美联储持续加息概率小

□全国社会保障基金理事会 侯方玉

随着美联储于上一年启动2008年金融危机以来的首次加息，并被认为符合市场预期后，当前分析人士普遍认为，美联储已步入加息周期。有的研究机构甚至认为，美联储2016年将加息四次，时间点分别于3月份、6月份、9月份和12月份。通常，美联储加息的主要依据在两方面因素：一是失业率的持续下降并维持低位，当前美国失业率已处在历史较低位至5%附近；二是通货膨胀率尤其是核心通胀率上行的风险，2015年四季度通货膨胀率的主要指标核心CPI处在2%附近。

从历史规律角度看，在上述两条件满足情况下，美国将进入加息周期。虽然历史有相似之处，但本次情况可能会不一样。经过上年底的首次加息后，美国货币政策可能会进入一个较长时期的“观察期”。

美国失业率较大幅度下降，既有经济增长带动就业的贡献，但也要归因于人口结构的变化。新增劳动人口数量减少，就业压力减缓。美国二战后兴起的“婴儿潮”延至1964年左右，之后人口出生率快速下降。相应地，导致劳动人口增量在2000年初达到顶峰后开始减少。每年劳动人口新增数量已从顶峰的230万人以上，逐渐减少至近年的不足50万人。预期随后的年份，劳动人口增量呈负增长。劳动人口增量规模的下降，使得就业人员在社会上寻找工作相对变得容易，带动失业率下行。

美国通货膨胀率的主要指标通常以剔除食品与能源分项后的核心消费者物价指数（CPI），目前该指标逐渐上升至2%附近，处在美联储盯住的目标区间。在过去的一个季度中，从分项核心CPI的构成因素变动看，娱乐、教育通讯类的物价上涨幅度较小；信息技术与个人电子设备应用等分项物价指数反而持续下降；医疗保障类CPI同比上涨达3%附近；住宅类CPI同比上涨2%左右。在美国CPI的构成当中，医疗保障类权重为7%，住宅类权重为42%。核心CPI上涨的主要推手来自医疗保障和住宅类CPI的较快上升。

医疗保障价格上涨主要为患者保障与平价医疗法案（PPACA）所致。美国医疗保障制度改革的争议由来已久，争论的焦点是在覆盖人群和成本负担等问题上。奥巴马坚持认为，应该扩大医保覆盖人群，超出的成

本中政府应该承担主要部分。而共和党反对，认为政府承担大量的医疗保障支出，会导致医疗服务等资源错配，效率低下，是浪费纳税人的钱。PPACA的争议恰逢美国金融危机时期，市场对经济增长前景预期悲观，扩大医疗保障的覆盖人群，增加政府预算支出，有利于刺激需求，提振市场对美国经济的信心。此法案最终于2010年3月获得美国国会通过。“婴儿潮”时期出生的、在这时期恰好达到退休年龄的人数共约7700万人。根据PPACA内容，退休后将获得新增的医疗保障补助。全社会对医疗保障需求也相应明显增加，带动医疗行业与服务的价格上涨。这一因素对通货膨胀的影响是结构性的一次性效应，不具备全面物价持续上涨的压力。

住宅类物价的上涨主要受益于极宽松货币政策所致。为了应对金融危机，美联储自2008年以来将联邦基金利率持续维持在零区间并实施了三轮QE，低利率环境和宽松的流动性扭转了市场对房地产行业的悲观预期，对住宅需求不断上升，带动价格上涨。根据CoreLogic房价指数数据显示，至2015年底，美国房价比2009年上涨30%以上，房屋租金价格相应提高，推动住宅类的CPI上涨。但房地产

市场对利率的变动较敏感，预期美联储此次加息后，将会一定程度抑制住宅与租金价格的上升空间。

尽管医疗保障、住宅类行业景气度上升，但难以掩盖美国工业企业的回升力度仍较疲乏。从国民经济核算角度看，美国经济增长的拉动力主要是服务业，但从历史规律和动态角度分析，要实现经济的持续回升，仍需要工业企业持续好转为基础。2012年，在杰克逊霍尔的全球央行行长会议上，对美国货币政策具有重要影响的经济学家伍德福德就提出，要充分关注产出缺口的变动。若实际的产出缺口与潜在的产出缺口为负，货币政策的变动需要审慎。美国的工业部门产能利用率指标这一高频数据显示，美国工业部门产能利用率仍有较大差距，结合企业家投资信心角度综合判断，美国工业部门产能利用率还有下行压力，从侧面反映出了美国的实际产出并未明显高于潜在产出缺口，意味着美国经济全面回升并带来全面物价上涨压力可能性小。美联储持续加息的基础并不牢固。