

黑天鹅：日本央行逆转货币政策

9 月 22 日及 10 月 21 日，日央行进行自 1998 年来首次入市干预日圆，但无助逆转日圆跌势。12 月 20 日，再宣布放宽孳息曲线目标，由 0.25% 上升至 0.5%。此举成效立竿见影，日圆较最低水平反弹超过 13%。日央行连环出招除了保卫日圆，更深层风险是成为逆转货币政策的序幕。

日本是量化宽松政策的鼻祖，财政上极度依赖发行国债。日本国债规模可以一直保持增长，除了长期持有大量美国国债(超过 1 万亿美元)背书外，维持负利率亦是功不可没。超低利率孳生套息交易，外汇及债券市场充斥大量日圆及日债沽盘，长期贬值有利套息交易操作并支持金融机构盈利。另外，90 年代起因成本问题各大生产线持续转移海外，日圆贬值有利海外巨额资产及国际会计账户中带来汇兑收益，维持日本企业竞争力。

以上操作多年来顺利带动日本经济，但任何财金政策都有极限。俄乌战事爆发，通胀及国债利息负担递增，财政问题逐步恶化。同时美息持续上升，美国国债价值下降影响背书日本国债能力。嗜血的游资开始沽空日圆及国债。但久守必失，日央行最终决定把国债基准利率上限上调，此举变相「加息」，吸引市场资金而非政府储备购入日债，希望击退汇债两市的沽空资金，日圆明显反弹，日债收益率由 0.5% 见顶回落。

通胀问题已危及日本货币政策及国债市场稳定，上调收益率上限只是权宜之计。不幸地日央行在能源及全球利率走势中处于被动，如不能解决根本性困局，游资再次追击日圆，沽空日本股债市场只是时间问题。外汇储备再丰厚亦难以长期抵御市场冲击，坚持量化宽松政策的日央行也可能妥协。

简单而言，逆转货币政策虽然令经济舒缓，但日圆大涨将引发日本股市下跌，收益率上升后日本债市亦将承压，更重要是利率上升将引发囤积多年沽盘平仓，投资市场流动性顿时收紧将是环球市场的灾难，预期程度不下于美国紧缩的影响。虽然日央行行长黑田东彦表示是次调整并非结束宽松货币政策，但注意日央行政策转变前一贯不会与市场沟通，尤其今 4 月日央行换帅，投资者应造好「突袭」的准备。

共勉之。

以上信息由东亚银行首席投资策略师李振豪先生提供

重要声明

本文件由东亚银行有限公司（「东亚银行」）编制，仅供客户参考之用。其内容是根据大众可取得并有理由相信为可靠资料制作而成，惟该等数据源未经独立核证。

此文件中的一切资料只供一般参考用途，有关资料所表达的预测及意见并不构成任何投资的要约或有关要约的招揽、建议、投资意见或保证回报。本文件所表达的信息、预测及意见以截至发布之日期为依据，可予修改而毋须另行通知。有关数据未经香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局或任何香港监管机构审核。

以上文章只反映作者的观点，并不代表东亚银行立场，东亚银行对本文件内有关资料的准确性及完整性或任何所述的回报并不作出任何代表或保证、陈述或暗示及对有关资料所引致的任何问题及/或损失（不论属侵权或合约或其他方面）概不负责。投资涉及风险，投资产品之价格可升亦可跌，甚至变成毫无价值。投资产品之过往业绩并不代表将来表现。阁下在作出任何投资决定前，应详细阅读及了解有关投资产品之销售文件及风险披露声明，并应谨慎考虑阁下的财务情况，投资经验及目标。

投资决定是由阁下自行作出的，但阁下不应投资任何产品，除非中介人于销售该产品时已向阁下解释经考虑阁下的财务情况、投资经验及目标后，该产品是适合阁下的。

本文件是东亚银行的财产，受适用的相关知识产权法保护。未经东亚银行事先书面同意，本文件内的数据之任何部分不允许以任何方式（包括电子、印刷或者现在已知或以后开发的其他媒介）进行复制、传输、出售、散布、出版、广播、传阅、修改、传播或商业开发。