

## 黑天鵝：日本央行逆轉貨幣政策

9 月 22 日及 10 月 21 日，日央行進行自 1998 年來首次入市干預日圓，但無助逆轉日圓跌勢。12 月 20 日，再宣布放寬孳息曲線目標，由 0.25% 上升至 0.5%。此舉成效立竿見影，日圓較最低水平反彈超過 13%。日央行連環出招除了保衛日圓，更深層風險是成為逆轉貨幣政策的序幕。

日本是量化寬鬆政策的鼻祖，財政上極度依賴發行國債。日本國債規模可以一直保持增長，除了長期持有大量美國國債(超過 1 萬億美元)背書外，維持負利率亦是功不可沒。超低利率孳生套息交易，外匯及債券市場充斥大量日圓及日債沽盤，長期貶值有利套息交易操作並支持金融機構盈利。另外，90 年代起因成本問題各大生產線持續轉移海外，日圓貶值有利海外巨額資產及國際會計賬戶中帶來匯兌收益，維持日本企業競爭力。

以上操作多年來順利帶動日本經濟，但任何財金政策都有極限。俄烏戰事爆發，通脹及國債利息負擔遞增，財政問題逐步惡化。同時美息持續上升，美國國債價值下降影響背書日本國債能力。嗜血的熱錢開始沽空日圓及國債。但久守必失，日央行最終決定把國債基準利率上限上調，此舉變相「加息」，吸引市場資金而非政府儲備購入日債，希望擊退匯債兩市的沽空資金，日圓明顯反彈，日債收益率由 0.5% 見頂回落。

通脹問題已危及日本貨幣政策及國債市場穩定，上調收益率上限只是權宜之計。不幸地日央行在能源及全球利率走勢中處於被動，如不能解決根本性困局，熱錢再次追擊日圓，沽空日本股債市場只是時間問題。外匯儲備再豐厚亦難以長期抵禦市場衝擊，堅持量化寬鬆政策的日央行也可能妥協。

簡單而言，逆轉貨幣政策雖然令經濟舒緩，但日圓大漲將引發日本股市下跌，收益率上升後日本債市亦將承壓，更重要是利率上升將引發囤積多年沽盤平倉，投資市場流動性頓時收緊將是環球市場的災難，預期程度不下於美國緊縮的影響。雖然日央行行長黑田東彥表示是次調整並非結束寬鬆貨幣政策，但注意日央行政策轉變前一貫不會與市場溝通，尤其今 4 月日央行換帥，投資者應造好「突襲」的準備。

共勉之。

以上資訊由東亞銀行首席投資策略師李振豪先生提供

\*\*\*\*\*

#### 重要聲明

本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據大眾可取得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

此文件中的一切資料只供一般參考用途，有關資料所表達的預測及意見並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。

以上文章只反映作者的觀點，並不代表東亞銀行立場，東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。