

祝振駒

博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011

開騰投資管理(香港)
有限公司董事總經理
特許財務分析師
曾經在不同國際投行研究部
擔任分析師及主管逾14年之久，
專長中小型股研究，
後轉職往對沖基金擔任基金經理，
2010年創立開騰。

BoJ的狼來了



7月29日中午日本央行(BoJ)宣布議息結果，量化寬鬆規模(每年買債目標為80萬億日圓)及息率維持不變(銀行存款儲備利息維持負0.1%)，唯一不同的只是將購買交易所基金(ETF)總額由每年3.3萬億日圓增加至6萬億，並將提供給日本公司的美元貸款額增長一倍至240億美元。

內容公布後，市場大失所望，在議息前一天已開始轉強的日圓加速升值(由兌美元低位105.63，4分鐘內升至高位102.71)。今年較早前的多次議息結果都發生類似現象，1月底宣布負利率政策後，日圓貶值了不足兩天便回升，之後政府官員多次在議息前吹風擴大寬鬆規模，結果都是雷聲大，雨點小，實際行動欠達，促使日圓過去半年走勢一浪高於一浪。

失去市場信用

今次議息前，日本首相安倍晉三在媒體放風，起初傳可能會採用直升機派銀方式(即央行永久性增加貨幣供應，透過買入永續債券及毋須償還，給予政府資金)，然後又傳將推出超過28萬億日圓的新刺激經濟方案。有分析家指出28萬億日圓可能只是貸款，且將會分布於數年時間。日本央行可施的手段已有限，因其資產負債表已大幅膨脹，且已持有國內37%以上的國庫債券(到2017年底估計將會高達一半)，令15年期以內的債券孳息率低於零。扁平的孳息曲線不斷侵蝕銀行的息差(短綫利息成本及長綫貸款利率)，造成銀行業困境。日本央行的買債行動亦削減國債市場流動性。假如日本央行加大買債規模，不出數年，全國的國債將會由央行自己所持有。所以買債對經濟及日圓的影響力將會愈來愈少。

另一方面，日本政府也沒有很大空間利用財政政策(Fiscal Policy)刺激經濟。日本已經是全球負債最高的發達國家(2014年負債

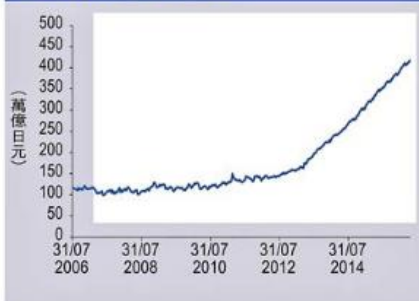
對GDP比高達238%)，實施量寬後需要多次增長消費稅來增加庫房收入，所以根本沒有增加政府開支或減稅的能力。市場已洞悉了日本政府的無能為力，所以日圓自今年初以來一直走強。而日本政府及央行每次放風刺激經濟，日圓頂多回落數天，之後又轉強。經過數度狼來了，市場肯定更難相信日本有效及有能力刺激經濟及通脹，所以中線而言，日圓繼續升值的勢頭應該會持續。

環球股市在脫歐之後反彈，某程度是因為市場預期美國聯儲局將會延遲加息以及全球央行必須加大量寬力度。日本央行加推量寬的落空，可能給予市場一個趁高位減持套利的藉口。

深港通與SDR

深港通啟動的時間屢有傳聞，有內地官員曾經披露在今年年底前必定會推出。筆者相信深港通一直延遲是由於人民幣匯率自去年8月起一直受壓，為了減慢內地資本流出，所以遲遲不啟動。筆者估計隨著今年10月人民幣正式被納入成為國際貨幣基金組織(IMF)特別提款權(SDR)一籃子貨幣之後，國際央行將會正式開始吸納人民幣及購買人民幣國債，人民幣貶值壓力將會得以舒緩，深港通有可能於同一時間內宣布啟動。從基金的角度看，深圳A股擁有頗多獨特，高增長及著名品牌的板塊，例如科技、新能源、白酒及家電等，部分龍頭企業有望成為香港基金的核心股份。

日本央行資產負債表



美元兌人民幣一年走勢



美元兌日圓一年走勢

