

《信報》專欄〈文人經略〉

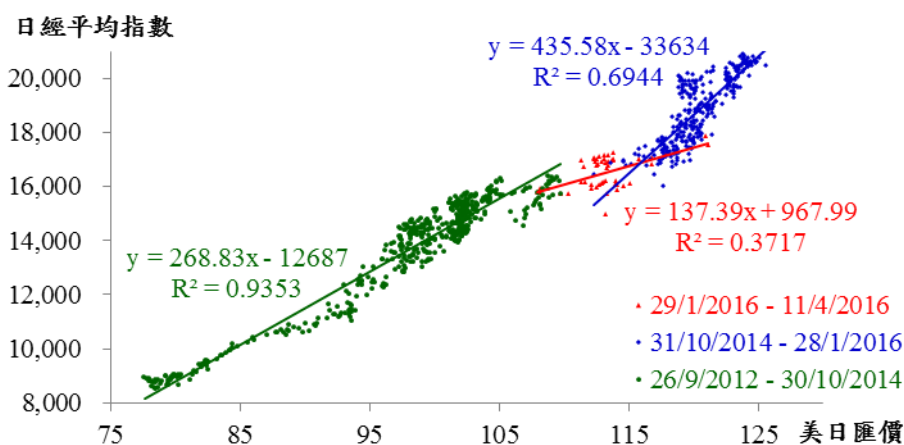
聯儲局背脊插刀 日央行放水白做

上週提到，聯儲局鷹、鴿兩派小鬥一回後並未發生《英雄內戰》，反而上演一幕《正義曙光》，握手言和。翌日（上週五），果見二當家杜德利公開維穩，表示3月議息會議的投票顯示強烈共識，而美匯過強的問題在最近幾週更得到紓緩。看來，在近半年的加息陰霾中，聯儲局確實想向市場傳遞曙光初現的訊號。不過，正所謂地球是圓的，此岸既現曙光，彼岸自近黃昏——說的正是日本央行。

自從今年1月29日實施負利率以來，日圓（股）不跌（升）反升（跌）廣受熱議，日本央行信不過，幾成市場共識。日本央行QQE主要是先印鈔、後買股買債，因此，要量度市場對其信任程度，其中一個方法是看圓匯與股、債的關係。既然安倍晉三和黑田東彥坐低不過短短三年，而股市短線一向有投票機之美譽，一於先由匯、股入手。

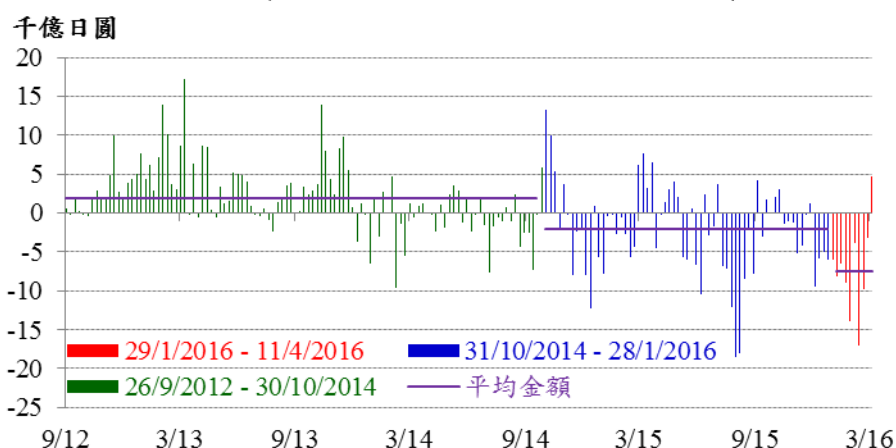
近年美日匯價升浪以2012年9月26日安倍晉三當選自民黨總裁為起點，圖一所見，由當時開始美日匯價表面上呈現緊密的正相關，反映印鈔買股托市確有成效。2014年10月31日日本央行加碼QQE後，匯、股關係更高，皆因當時日本央行大增直接買股火力，分別動用3萬億及900億日圓買入日股ETF及房地產信託，而日本政府退休基金更同時調整資產配置比例，將日本國債的比重由原來的60%大幅調低至35%，但日股比重卻由12%增至25%，直接推動日經平均指數於去年中一度抽至近21,000點的十五年高位。不過，實施負利率後，雖然匯、股走勢依然同向，但關係不及前兩段時期緊密，印鈔買股以托市的效果似乎開始啞火。

圖一：2012年9月26日至今圓匯與日股散點圖



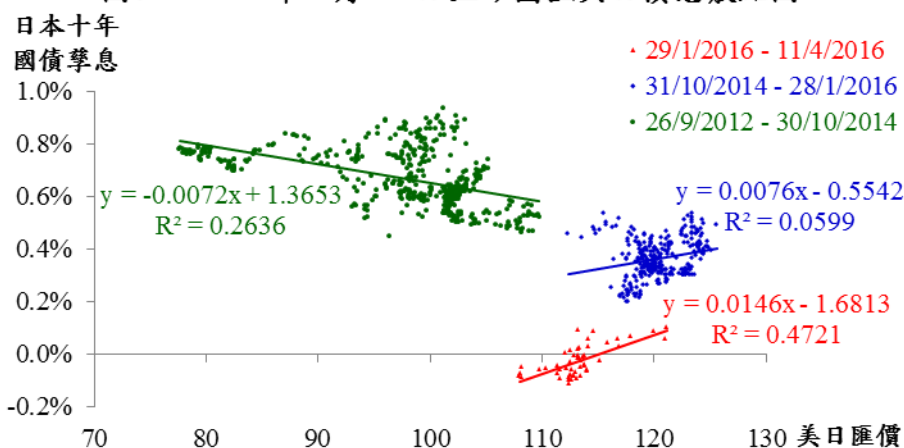
從外資流入日股減日資流入外股淨額看（圖二），情況也相當吻合。QQE 加碼前，資金對日股明顯看好，出現淨流入；加碼後，資金看法轉審慎，淨流入大減，但由於日本央行和政府退休基金加碼入市，塘水滾塘魚下日股仍然大升。實施負利率後，資金急劇流出，官方資金顯然未能填補缺口，日股終於在潮退後露出真面目，回到 QQE 加碼前的水平。

圖二：2012年9月26日至今外資流入減日資流出股市淨額



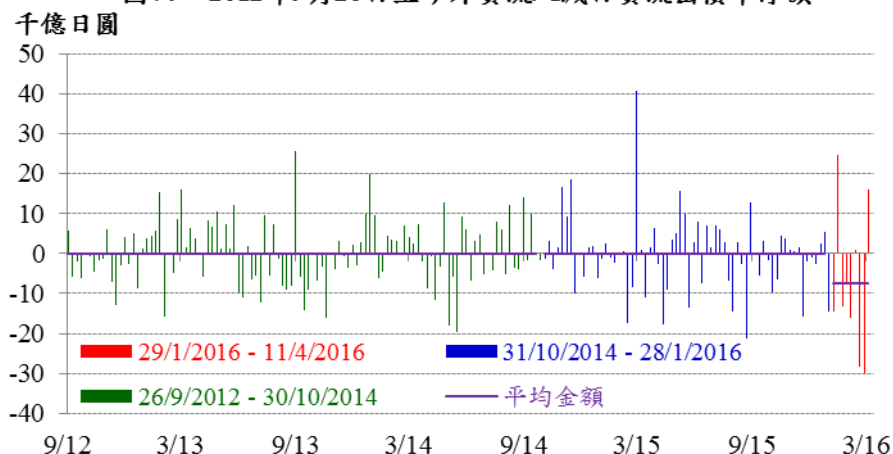
若然仍未清楚明白，可以看看近幾年的美日匯價與日本十年國債孳息關係。圖三所見，QQE 加碼前兩者關係雖非十分緊密，但總算反向；加碼後，兩者關係顯得鬆散，日本央行壓息的效果大大降低，怪不得要出奇招。可惜，負利率奇招一出，市場劣評如潮，美日匯價與日本債息竟然呈現正相關，而且關係較前兩段時間更為緊密，意味壓息與貶值有你無我，不能並存，日本央行搬石頭砸自己腳。

圖三：2012年9月26日至今圓匯與日債息散點圖



從外資流入日債減日資流入外債淨額看（圖四），情況更差，不論 QQE 加碼前或加碼後，均見流出幾乎完全抵銷流入，意味僅靠官方掃貨壓低債息。及至負利率一出，更見資金大舉淨流出，形同阿崩叫狗，愈叫愈走。市場有幾信日本央行，可見一斑。

圖四：2012年9月26日至今外資流入減日資流出債市淨額



嫌畫公仔仍未畫出腸嗎？不打緊。央行狂印鈔也好、負利率也好，最終目標還是要托通脹。因此，要知道市場是否相信央行政策有效，除了資產市場外，更可看通脹預期。圖五所見，日本的五年通脹預期在去年中隨美日匯價見頂後便反覆回落，在負利率推出後更由 0.5% 一度急跌至負數，出現「通縮預期」；近日在官方頻頻出口術下，亦僅輕微反彈至 0.2% 不到。圓匯尚且未回到 2013 年初安倍上台前起點，但通脹預期已經歸零；若然日圓進一步升值，通脹預期還可以怎樣？

圖五：2012年第四季至今圓匯與日本通脹預期



由此可見，市場認為日本央行信唔過，最早可能始於 2014 年 10 月 QQE 加碼後；今年初推出負利率不過是令信心危機浮上水面，觸發市場用腳投票。聯儲局偏偏在這個時候放鴿，將美元匯價和美日息差預期壓下去，美國對日本究竟是兩脇插刀，還是背後插一刀？

何文俊
環球金融市場部