

《信報》專欄〈文人經略〉

日本央行擺正牌 托價托市無行歪

今日是冰火兩重天的日子。當本文見報，聯儲局議息結果已出爐，齋坐機會高，預料市場企喺度。反而上週末一個向銀行派錢的傳言，加上首相顧問日前一句「若想先發制人，最好4月郁手」，簡直將日本央行原隻落鑊往火上烤。近月每逢歐、日央行議息，市場總有大波動；看來今日中午前後無論結果如何、做與唔做，股、匯、債市隨時有大茶飯食（或被食）。

股語有云，執輸行頭慘過敗家；表一所見，在過去一星期，日本東證股價指數（TOPIX）升近百分之二，反映日股投資者已早著先鞭，行先食先。更重要的是，在指數十大贏家中，金融地產類股份竟佔一半，一洗1月底負利率出台時的頹風；另一半天下則由能源商品相關股佔去，連倉儲、航運甚至橡膠等週邊行業也上榜，擺明炒定等日本央行開彩。有趣的是，在十大輸家中，竟見服務業、服裝食品、零售銷售甚至空運等與民生息息相關的製造與服務業股份榜上有名，表示市場預期央行加碼放水不過繼續托起資產市場，未必托起實體經濟。

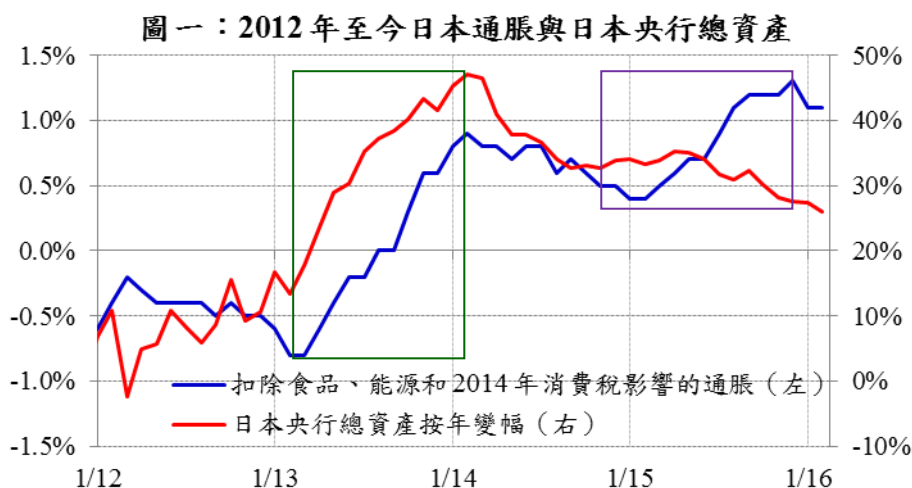
表一：上週東證股價指數表現最佳和最差十大股份（截至本週二）

表現最佳			表現最差		
分類指數	性質	變幅	分類指數	性質	變幅
房地產	地產	6.4%	紙漿及紙品	製造	1.5%
礦業	商品	5.9%	服務業	服務	1.3%
石油及煤製品	能源	5.3%	紡織品及服裝	製造	0.8%
保險	金融	5.1%	食品	製造	0.5%
非鐵金屬	商品	4.2%	建築	製造	0.4%
其他金融業	金融	4.1%	資訊及通訊	服務	0.3%
證券及商品期貨	金融	4.0%	電力及天然氣	能源	0.1%
銀行	金融	3.8%	其他產品	製造	-0.2%
倉儲及港口運輸	商品	3.7%	零售銷售	服務	-0.3%
橡膠製品	商品	3.2%	空運	服務	-1.1%

央行托市是否意味放水無用？那倒不是。日本央行與其他央行不同，它的使命（missions）只得兩個：達致價格穩定及確保金融市場穩定（to achieve price stability and ensure the stability of the financial system），照直講就是托價托市。因此，只要日本央行將物價和股市托得穩穩陣陣，實體經濟是壞是好、失業率是低是高，理論上可關人個關。

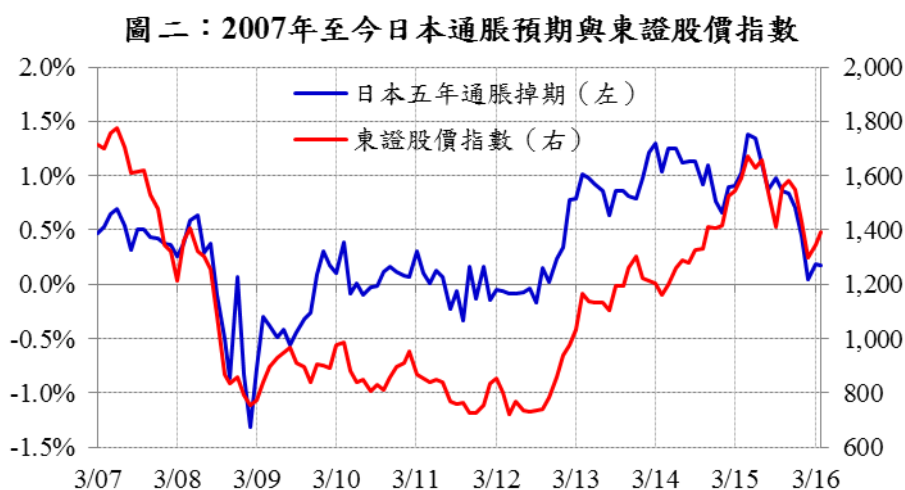
事實上，在這「使命」層面，日本央行是交到貨的。近年日本央行的總資產按年變幅與扣除食品、能源和2014年消費稅影響後全國通脹的相關性高達0.86，而且前者領先後者六個月。換言之，當日本央行開始在市場買貨，半年後就會見到通脹被「買起」。

圖一可見，在2013年3月黑田東彥上任前，日本央行放水買貨的步伐時快時慢，因此通縮未見起色；到了黑田上任後，日本央行開始大手掃貨，終於將物價顯著掃高，同時結束通縮（綠框）。2014年起掃貨威力減弱，導致通脹後勁不繼，一度掉頭跌穿0.5%，引發日本央行在同年10月加碼QQE，終將通脹托回1%之上的近年高位（紫框）。



既然交到貨，何解今年仍然要兵行險著加碼放水？2015年第二季日本股市大升，央行突然放軟手腳，導致通脹在第四季再度回落，固然是一個因素。再者，日股在去年第三季和今年第一季先後經歷兩輪大跌後，已不知不覺回到2014年中的水平，意味加碼QQE的托市威力全失，令日本央行的兩大使命可能同時落空。

更麻煩的是，圖二可見，原來股市走勢與當地市場對五年後的通脹預期走勢相若；其按年變幅與通脹預期的相關性高，達0.78，且領先四個月。換言之，日本央行托市就是托通脹預期，反之亦然；其兩大使命要不兩全其美，就是you jump I jump。



由此可見，要對抗通縮威脅，與其印鈔放水，倒不如直接入市買股。以直昇機派錢尚且不能保證收錢者不會將鈔票收入床下底，但央行搬錢掃貨卻可直接買高資產價格，營造通脹預期。今年首季日本央行大敗，敗於向銀行徵收負利率等於向銀行股開刀，強行製造金融市場不穩，通脹預期自然插水。

若然日本央行今趟痛定思痛，不再做無謂舉動，對銀行直接科水好、加碼入市掃貨也好，總之直接托高股市再算，至少可以贏回掌聲，奪回期望管理權。別忘記，托市是日本央行的「法定使命」之一呀！

聯儲局已經看股市做人，歐央行更於6月開始直接買企業債，日本央行何須猶豫？

何文俊
環球金融市場部