



▲日本今次貨幣政策收緊對日債影響相對有限，日圓和日股或面臨短期壓力。路透社

日本通脹預期抬升促成政策轉向，日央行決議取消YCC（收益曲線控制）政策及退出負利率。作為全球「便宜錢」的最後陣地，日本貨幣政策調整或通過收縮流動性供給和情緒傳導至全球。

結束負息 日本再無「便宜錢」

中金點睛 劉剛 李雨婕
中金公司研究員

通脹作為日央行貨幣政策的錨點，2024年1月日本消費物價指數（CPI）按年升2.2%，連續22個月超過2%；核心CPI升3.5%，連續14個月超過3%；加之2024年「春鬥」初步結果顯示，日本最大工會聯合會Rengo成員工會贏得5.28%的平均工資漲幅，為1991年以來最大，超出去年加薪幅度3.8%，漲幅強勁。工資上漲或推動「工資-物價」螺旋、形成需求拉動型通脹，通脹目標的預期實現支撐日央行調整貨幣政策。

2022年12月以來，日本央行已先後抬升並修改YCC為靈活上限。日央行於2022年12月將10年期國債利率區間調整至正負0.5%，2023年7月調整至正負1.0%，2023年10月又將1%的絕對上限改為參考上限，相當於YCC政策已經「名存實亡」，目前10年期國債利率處於0.7%左右，1%的參考上限不具有限制性。與此同時，自2023年以來，由於日債利率並未再度衝擊上限，國債淨購買規模逐漸減少。

退出負利率也已被市場充分預期。2023年9月以來，日本央行持續向市場傳遞退出負利率政策的可能性，市場目前已有充分預期，利率調整從今年1月起基本被反映至日債市場，年初至今日本各期限利率水平均抬升約0.2至0.3厘。此前市場預期1月調整負利率政策，但由於地震等因素影響，預期被推後至3至4月。

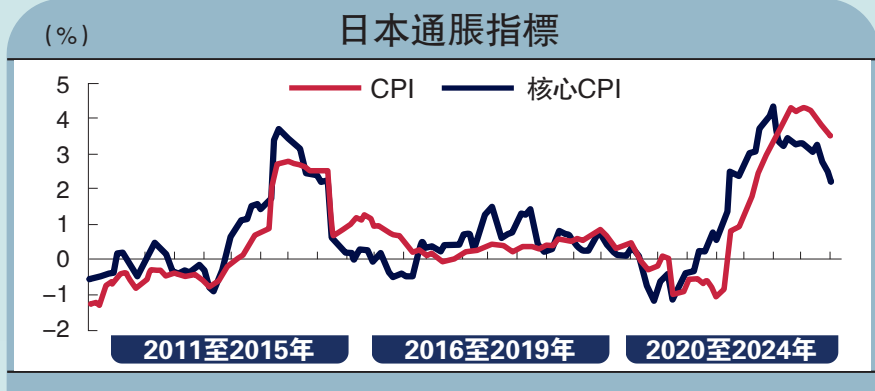
日股超買 短期承壓

日央行將基準利率上調至0至0.1厘，加息幅度有限。一方面，日本通脹動能有所放緩。截至2024年1月，日本CPI按年增幅已連續兩個月下跌，在高基數和能源價格低位影響下，日本通脹持續保持在2%以上存在較大壓力。另一方面，核心CPI放緩更快。截至2024年1月，日本核心CPI按年已經連續5個月下跌，由2023年8月4.3%高點跌至2024年1月3.5%，加之去年高基數為今年核心CPI帶來更大壓力。

日央行於2000年和2006至2007年兩輪加息，2022至2023年調整YCC上限，透過上述政策收緊及日本資產表現的歷史經驗，日本短債利率在加息周期小幅上行、長債利率受加息影響有限，但在YCC上限調整前通常走高、日股短期承壓、日圓短期升值但長期走勢取決於利率。

本輪貨幣政策收緊對日債影響相對有限，日圓日股或面臨短期壓力。

首先，利率調整從1月開始就已經基本被日債反映，年初至今日本各期限利率水平均抬升約0.2至0.3厘；YCC政策則早在去年10月就已經「名存實亡」，日債長債在去年10月YCC調整為靈活上限後，走勢與美債高度一致且1%參考上限已不具備限制性。



其次，按照市場預期，本輪加息幅度到今年年底僅為0.35厘，小幅加息難以逆轉較大的利差（當前美日政策利率利差為5.35厘），直到美聯儲減息。筆者預計與長端美債類似，美元在美聯儲減息之前趨弱，但在減息1至2次後，隨着基本面改善而逐步企穩抬升。

再次，日股超買，短期承壓，當前日經225指數動態市盈率估值抬升至20倍，較年初擴張11%，貢獻了約七成指數漲幅。同時海外主動型資金也加速流出，都可能結合政策調整給市場一定壓力。但中長期日股維持標配，目前全球資金對日股的低配依然有上行空間，後續基本面轉好和結構性改革預期或仍可提供進一步支撐。

若日央行收緊貨幣政策，則意味着全球便宜錢的再度減少。日圓是主要套息貨幣，在長期低利率和國內高儲蓄的環境下，投資者通過低息融資後投向外國，一定程度上等於利用日本低息環境給全球提供流動性。國際清算銀行（BIS）2022年調查顯示，日圓計價的外匯交易規模約佔全球約16.7%，僅次於美元和歐元，如果日圓套息交易逆轉（賣出資產並換回日圓），將會導致部分資產拋售和流動性收緊。

規模方面，如果將日本的外國銀行對外借貸規模作為套息交易的近似，截至2024年1月，這一頭寸約為11.5萬億日圓，低於金融危機前水平（2007年為23萬億日圓）。但由於日央行本輪即便加息也可能是小幅操作，筆者無法假設套息交易全部逆轉。

日央行停止擴表也會使得全球金融流動性短期承壓，當前主要國家央行除中日外均處於緊縮周期，美日歐英四大央行持有證券規模由2022年初接近20萬億美元，下降至2024年初的不足17萬億美元。此外，由於美聯儲繼續縮表，並且隔夜逆回購已經降至低位，也造成美國自身的金融流動性拐點，因此日央行停止擴表也會增加這一壓力，直到美聯儲縮表降速。

套息逆轉 美債上行

美債短期或有上行壓力，一方面來自於國內仍有黏性的通脹數據，以及收緊的金融流動性，另一方面若日央行收緊貨幣政策，基於日圓低息融資的套息交易可能會部分逆轉，這其中美債可能是規模最大的資產之一。根據美國財政部統計，截至2023年12月末，日本投資者持有的美國國債規模為1.1萬億美元，仍可能低估了部分賬戶在境外但通過日本融資投向美債

的海外投資者。根據日本財政部統計，日本投資者2023年以來累計淨買入23.3萬億日圓的海外債券。日圓波動造成的對沖成本增加可能壓制購買意願、短期給美債帶來上行壓力。

但筆者認為這種「折返跑」不改變減息前回落的大方向，這是由於：

其一，歷史影響有限。檢視歷次日央行收緊貨幣政策的經驗，僅首次提升YCC上限25個基點導致美債利率跳升10個基點，第二次提升YCC上限與改為靈活上限後，美債利率並未出現顯著跳升，因此後續取消YCC政策對美債影響有限。如果簡單參考歷史經驗，即便退出負利率引發類似首次提升YCC上限波動，但因為加息幅度較小，對美債短期跳升的壓力也可能在10個基點左右。

其二，扣除匯率對沖成本後，美日利差依然為負（自2022年4月起轉負，當前為-1.9%），但對未來利率回落的資本利得預期推動過去一段時間日本投資者買入美債，因此小幅融資成本增加有短期影響，但或不改變大局。

其三，美國通脹大方向回落、年內開啟減息周期，筆者測算美國CPI和核心CPI年中均將回落至3%附近，因此減息前「折返跑」都是做多的契機，方向比時點更重要。

那麼，日本貨幣政策轉向對全球其他資產有何影響？筆者認為，主要通過收縮流動性供給及情緒傳導渠道影響全球資產。

收縮流動性供給有限。如上文討論，短期日圓波動和融資成本增加或影響日本投資者的購買意願，進而影響全球流動性供給。但在當前環境下，收縮幅度也可能有限。當前近似將在日本的外國銀行對外借貸規模等價套息交易規模，該規模接近2007年峰值時期的一半。另一方面，預期套息交易全部逆轉並不切實際，對於日本資產方（如保險或養老金）大量賣出海外資產也取決於對資金成本和資產波動的承受程度。

相比實際的流動性衝擊，在當前估值和情緒計入較充分情況下，情緒傳導可能是更重要渠道。例如，日央行於2016年1月意外推出負利率政策，大超預期，儘管只是對新增超額準備金部分實施-0.1%利率，但從市場反應來看，不僅沒有達到預期寬鬆利好風險資產效果，反而意外加深了市場對負利率損害銀行體系的恐慌，引起銀行板塊大規模拋售，恐慌進一步蔓延並給全球資產帶來震動，也主要通過情緒傳導途徑。

穩增長見效 消費服務業復甦

金融熱話 李奇霖
紅塔證券研究所所長
首席經濟學家

今年1至2月中國經濟數據給市場交出一份滿意答卷。穩增長政策效果在投資端和生產端得到充分體現。在高基數下，社會零售消費和服務消費增速仍保持在相對高位。不過，房屋成交低迷，房屋建築進度偏慢，地產領域仍存隱憂。在投資和生產率先發力的情況下，擴大內需是後續經濟增長的重點之一。

固投加快 製造業景氣度回升

年初經濟數據有以下幾個特點：

第一，在發展新質生產力的號召，以及強勁出口的帶動下，年初投資端和生產端率先發力。固定資產投資增速為4.2%，比2023年全年加快1.2個百分點。其中製造業投資按年增長9.4%，較去年末提高2.9個百分點。製造業投資的韌性主要來源於政策鼓勵下各金融機構的資金支持。比如1至2月企業中長期貸款高增長，預計其中大部分信貸都投向製造業企業。

工業增加值增速7%，較去年12月提高0.2個百分點。主要受益於強勁出口和公共設施業的帶動。製造業增加值、電力燃氣及水的生產和供應業增加值分別按年增長7.7%、7.9%。此外，高技術產業的生產水平也較高，增速達到7.5%。

第二，基建投資增速略低於去年12月。基建投資狹義口徑下增長6.3%，2023年12月是6.8%；廣義口徑下增長9%，前值是10.7%。增速較去年末稍低，可能是部分地區受到化債影響，項目資金到位速度放緩，以及雨雪等極端天氣干擾實物工作量的形成。由年初至3月15日，萬得口徑下12個重點化債省份城投資淨融資合計-572.14億元（人民幣，下同），地方專項債淨融資合計-273.29億元。

不過，後續來看廣義財政將為基建投資提供更多助力，一方面是此前已落地的增發國債及PSL（抵押補充貸款）會繼續發揮保駕護航的作用，另一方面是新一年的專項債和超長期特別國債的落地會為基建提供更多增量資金。

第三，消費增速在高基數背景下繼續處在高位。社會零售按年增5.5%。消費需求的分化還是比較明顯。服務消費好於商品消費，餐飲收入按年增長12.5%，服務零售額按年增長12.3%，均高於商品零售4.6%的增速。

商品消費中，一是受節日帶動，飲食、娛樂消費增多。糧油食品類、飲料類、煙酒類分別按年增長9.0%、6.9%、13.7%，體育娛樂用品增長11.3%。二是受促銷政策帶動，部分可選消費表現尚可，汽車、通訊器材、家用電器和音像器材類分別增長8.7%、16.2%、5.7%。三是地產系消費仍是拖累，建築及裝潢材料類同比增加2.1%，低於總增速。

第四，消費品行業的生產和投資保持較快增長。受節日帶動，飲食、娛樂消費需求增加，相關行業生產和投資增速也提高。農副食品加工業、食品製造業、紡織業的投資增速分別為13.6%、22.5%、15%。食品製造業、酒飲料和精製茶製造業、紡織業的工業增加值增速分別為7.3%、8.1%、6.6%。

第五，裝備製造業的生產和投資保持較快增長。裝備製造業的發展，主要得益於政策對於製造業轉型升級的支持、海外製造業景氣度回升帶動的補庫需求，以及產品本身較強的競爭力。

通用設備製造業、專用設備製造業、汽車製造業、鐵路船舶航空航天和其他運輸設備製造業、電氣機械及器材製造業、計算機通信和其他電子設備製造業的投資增速分別是11.3%、12%、7%、25%、24.1%、14.8%。

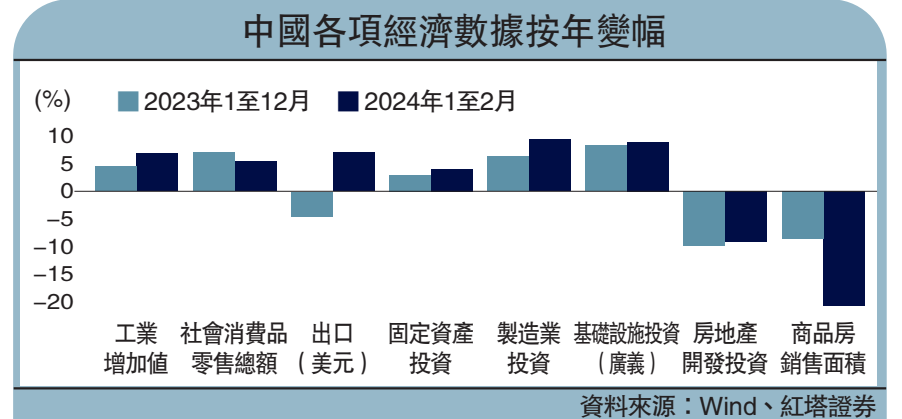
樓市築底 房企新增投資低迷

第六，地產處還在磨底區間，房企仍面臨較大壓力。房屋銷售的數據繼續處在低位。新建商品房銷售面積按年下降20.5%，新建商品房銷售額按年下降29.3%，房企降價促銷特徵突出。

居民購房意願弱，一方面是因為加槓桿意願不足，另一方面是因為房價下跌趨勢尚未企穩，剛需和改善性購房者繼續觀望。

房企新增投資低迷。1至2月房地產開發投資完成額為1.18萬億元，按年減少9%。其中，新開工面積僅0.94億平米，創下2005年以來新低，與去年相比也下滑29.7%；竣工面積為1.04億平米，按年減少20.2%。後續開工端的壓力會進一步傳導至竣工端。

往後來看，積極因素在累積，市場預期有望繼續改善。一是積極的廣義財政政策力度（專項債、超長期特別國債、三大工程）有待顯現。二是新一輪加碼政策效果會逐步顯現，包括大規模設備更新、消費品以舊換新、進一步放鬆房屋限購限售等。三是發達經濟體的補庫周期和製造業周期對中國出口的提振效果有望增加。



適時推置業資助貸款 助力上車

樓市新態 汪敦敬
祥益地產總裁

特區政府及時撤辣，市場成交立即倍增。更加重要的是，市面上的歡樂氣氛增加不少，不是因為人人買樓，而是撤辣是特區政府一個表態，香港進一步走出低谷。

當然香港經濟未來仍有很多考驗，特區政府甚至多次提醒樓市辣招隨時可以復用，本人亦同意這個表態，但特區政府有必要吸取樓市辣招十多年的經驗，為辣招等管制措施作出修正甚至重新定位，在設計上做好準備。

筆者認為，良好的樓市應是高流通性。市場高流通有很多好處，除了對經濟好之外，更重要的是財富分配更均勻。高流通的市場發揮得好，是可以令到市場自我調節，所以辣招重出不應該再減低高流通量，而政策多向弱勢群體傾斜，令他們有優先權去參與市場交易。

吸收過去的經驗，辣招減少流通量的成效，的確成功化解到環流的量化貨幣，當然亦能打壓炒家，但對於抑制樓價上漲，不但沒有成效，甚至因流通量減低，而令到樓價更易上升，因為辣招

令到入市成本增加，除阻止買家入市外，亦影響用家換貨，二手放盤量最嚴重時曾較辣招前減少六成以上，於是沒有減少的剛需只有由最高購買力的人去買到，這就是過去十年發生的事。

提振年輕人信心

筆者相信，未來特區政府要再出手調節市場，不需要如以前般針對量化貨幣，而應該確保高流通量。當然樓市還有很多重要的因素，例如一定要保證年輕人置業機會，所以筆者提倡重新推出「置業資助貸款計劃」。這種保證在當前是特別必要的，因為香港年輕人要比上一輩面臨更大的時代考驗，就是要面對黑白難分的輿論環境。在此情形之下，筆者覺得在制度上要給予年輕人一個置業「保證」，令其相信特區政府的確在照顧他們。

「置業資助貸款計劃」自2004年取消後，多年來再沒有推出。曾經有官員認為九成按揭保險計劃可以達到同樣效果，但是十多年下來，大家可以看到是絕對不可以取代。筆者認為，特區政府未來在資助房屋的設計上一定要好好照顧年輕人，何況在撤辣之後，放盤量大增加，當下市場是十多年來最有條件做到置業資助貸款，機不可失。