

# 日圓貶值到位了嗎？



蔡股觀經 易恒

中泰證券  
首席宏觀經濟學家

4月29日上午，美元兌日圓匯率短暫觸及160點位後驟然掉頭向下，30分鐘內回落至155附近的低點，此後在155至157的區間波動。雖然日本財務省當日上午未對是否進行匯率干預作出回應，但到下午，日本財務省副大臣神田真人表示，「對於是否進行外匯干預不予置評」。

那麼，日央行是否對日圓匯率進行了干預呢？答案是，無法排除這個可能性，尤其是財政省的表述中，針對投機盤對日本「黃金周」做出布局進行了側面的回應。但中長期來看，考慮到日圓貶值對提振通脹預期、吸引外資流入的邊際作用快速遞減，雖然日央行仍將保持寬鬆的貨幣政策，但對日圓進一步大幅貶值的容忍度也將降低。

回顧近年日央行對日圓匯率的幾次干預，其中不乏在匯率快速波動的期間不立刻做出回應，但「事後公布」的例子。比如2022年10月22至24日，日央行對匯率的干預。當日圓快速貶值和擊穿關鍵點位後，日央行往往會進行干預，阻斷日圓過快貶值的勢頭，過去三次干預分別發生在美元兌日圓143、150、152的位置。所以，這次日圓觸及160，不排除日央行再度「出手」。

此外，近期做空日圓的投機頭寸大量累積，可能對金融市場穩定性造成威脅，此前，日本財政省和央行也在投機氛圍較濃時選擇干預，打破單邊預期，幫助市場恢復「理性」。

從技術上看，干預可能短期奏效，但不改長期趨勢。如果央行干預匯市，則可能短期打斷貶值趨勢，尤其是如果干預時聚集在日圓空方的投機頭寸較多，那麼「平倉」的壓力可能帶動日圓匯率盤整。然而，干預並不能打破匯率的趨勢、改變匯率的基本面。

往前看，日圓匯率走勢取決於日本國內的貨幣政策取向，及海外、尤其是美國利率走勢。中長期，真實匯率由真實投資回報率決定。短期到中期，如果日央行仍然由於對前三十年的通縮經歷「心有餘悸」而維持極為鴿派的立場，那麼日圓總體可能維持較弱的走勢。

此外，如果美國降息預期進一步下

降，那麼，市場對日圓套利交易的熱情可能易漲難跌。然而，如果美國降息預期回升、或者日本貨幣政策立場發生邊際變化，則日圓匯率有支撐，鑒於日圓兌美元匯率2020年來已經近乎腰斬，日圓目前處於大幅低估水平。

中長期看，真實匯率水平由日本相對海外的真實投資回報率差而決定，所以，日本亟需加大結構性改革力度，進一步提升投資回報率以支撐日圓估值。

日圓貶值將提振本國通脹水平，但近期一些跡象表明，日圓貶值推升盈利的傳導機制不似此前順暢，或許意味着日圓貶值對通脹預期的邊際提振在減弱。2020年來，日圓貶值對本國通脹的提振作用較為明顯。日本通脹預期轉為通脹預期，是對企業現金流和表觀投資回報率改善最重要的宏觀變量。

## 難再支撐日股上漲

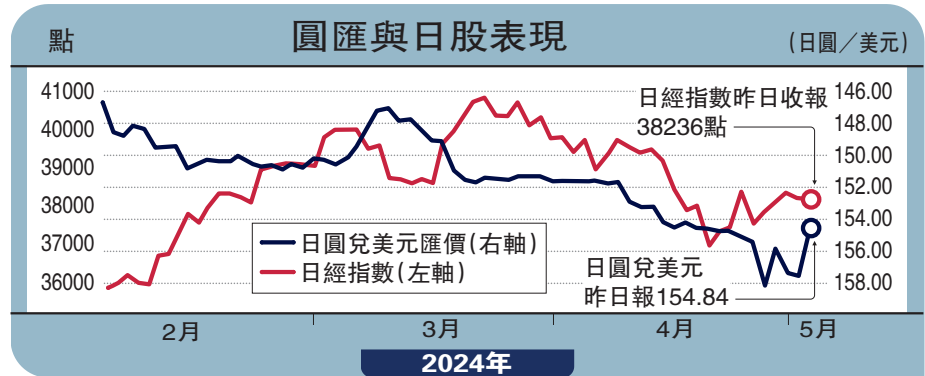
然而，我們觀察到，近期日圓加速貶值並不能進一步對應着資本流入，對股市的盈利預期和資金流入不再具有明顯的正向推動，4月日圓加速貶值後，日本股指不再像此前有積極的反應。這可能意味着，過快，甚至「失速」的貶值，反而可能邊際損害股市的流動性和投資熱情、尤其是對於海外投資者而言。眾所周知，股市的繁榮是居民和企業資產負債表修復、擴張，通脹預期上行的重要標註，所以，日本股市和匯率此前的反相關近期被打破，值得深思。

綜合來看，尤其是考慮到日圓貶值對提振通脹預期、吸引外資流入的邊際作用快速遞減，雖然日央行仍將保持寬鬆的貨幣政策，但認識到以上邊際變化以後，日本政府對日圓進一步大幅貶值的容忍度也將降低。雖然短期內，干預之外，日本央行未必很快改變其超寬鬆、且比市場預期更寬鬆的貨幣政策立場，但如果目前日圓匯率和股市動能同時走弱的邊際趨勢持續，日本央行和政策制定者或許會意識到，過快貶值不一定對提升通脹預期起到積極的作用。

鑒於「日圓貶值、股指攀升」的正循環出現斷裂的跡象，可能是日圓過快貶值「物極必反」的早期信號。由此，這也可能成為日央行重新思考貨幣政策立場和匯率策略的一個催化因素。此外，聯儲是否得以今年開啟降息周期、尤其是美國4至5月的通脹數據如何表現，也將是影響日圓匯率的重要因素。



近期日圓加速貶值並不能進一步對應着資本流入，對股市的盈利預期和資金流入不再具有明顯的正向推動作用。



# 市場憧憬美大選前減息



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席  
兼住宅部總裁

上周四美國公布首季GDP增長1.6%，遠低於市場預期。GDP升幅放緩，令人聯想到美國可能需要減息，有利全球資本市場。GDP遜預期的消息令市場大感意外，道指當日開市跌700點。但消息經過消化後，愈來愈多人認為美國經濟增長轉壞，並非壞消息而是好消息，美股指數紛紛從低位反彈，收市時收復不少失地。作為經濟增長動力的消費支出（PCE）按季增長2.5%，低於預期的3%；核心PCE按季增長3.7%，高於預期的3.4%，幾乎是前值2%的兩倍，成為一年來首次出現季度增長。

美國財長耶倫透露，不排除數據日後可能會向上修訂。經濟基本面與通脹繼續回落到正常水平，就業市場強勁，沒有證據表明工資壓力是通脹的源頭，

但聯儲局希望看到通脹持續下降的其他證據，又指房地產對通脹的貢獻將在今年減少。

數據公布之後，2年期國庫券利率升破5厘，各年期債息升至年內高位；有交易員預計，聯儲局12月減息的概率為100%。

筆者聯想到，美國經濟增長突然大幅放緩，會否是拜登連任的部署招數？今年11月5日是美國總統大選之日，拜登為求連任，就要使出千方百計，減息是否其中一招？早前經濟及通脹強勁，市場估計6月減息的機會化為烏有，令他透過減息爭取選票變得無計可施。而上周公布的今年首季GDP數據，會否「配合攻勢而來」？市場估計12月才減息，對於11月初已分出勝負的拜登而言全無作用。減息有助拜登選情最佳時機是今年8、9月，如果減息在6至9月出現，將有利拜登，同時亦有利於投資市場，甚至擴散至全球各地。縱使香港未必減息，但高息期應已走到盡頭，香港樓市亦會受惠。

►當前市場降息預期雖已經有所調整，但仍有明顯分歧，降息預期的波動仍可能引發資產價格的波動。



美聯儲2024年5月議會議維持利率不變，並宣布將於今年6月開始放緩縮表。筆者認為，鑒於美國通脹黏性的風險仍高，預計在6月會議前，市場降息預期「易冷難熱」。降息預期的波動仍可能引發資產價格的波動，二季度「緊縮交易」風格可能延續。

# 美通脹高企 降息言之尚早



政經透視 鍾正生

平安證券首席經濟學家

美聯儲維持聯邦基金利率為5.25至5.5厘目標區間，符合市場預期。縮表方面，美聯儲宣布將從6月1日起，將每月被動縮減600億美元國債放緩至每月250億美元；同時維持每月350億美元MBS（不動產抵押貸款證券）減持目標不變，並將超過該上限的本金支付重新投資於美國國債。這一決策在放緩縮表的時間和幅度上都略超出主流預期。

經濟和政策描述部分，3月會議聲明的主要改動包括：1）在首段描述經濟時，維持「經濟增長保持較強速度、就業強勁且失業率保持低位、通脹在過去一年改善但維持高位」的表述，但新增了「近幾個月，通脹走向2%目標缺乏進展」。2）在描述通脹和就業的風險更加平衡時，新增了「過去一年」的時間限定。上述兩處改動，都與今年一季度美國通脹數據反彈的事實有關，但表述上相對隱晦，在承認近期通脹反彈的同時，也強調過去一年的進展和通脹改善的方向。3）新增了有關放緩縮表的表述。

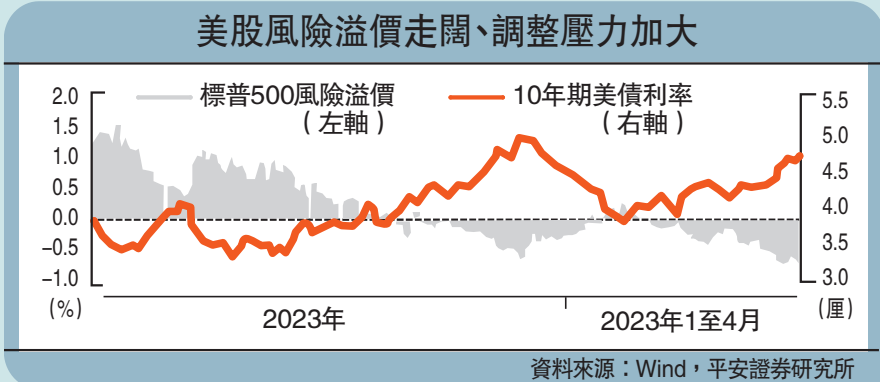
## 鮑威爾避談「再加息」

5月會議聲明後，市場暫時交易「寬鬆」但幅度有限：10年期美債收益率短暫下降3點子至4.62厘，但很快反彈2點子；標普500指數跌幅收窄、納斯達克指數由跌轉漲；美匯指數小幅下跌且跌幅很快收窄。

面對一季度通脹數據反彈，市場質疑年內會否還有降息，甚至會否重啟加息。整體來看，鮑威爾既沒有漠視通脹風險，但也沒有「過度反應」。一方面，他承認，取得降息所需信心的時間可能比此前預期的更長，但並沒有否認年內降息的可能性。另一方面，在面對「再加息」的討論時，其稱「不太可能」，強調政策主要關注保持利率的時間（而不是水平）。

會後的記者問答環節，具體看：1）關於「再加息」。第一個問題是當前利率水平是否達到「充分限制性」，實則試探美聯儲再加息的可能。鮑威爾第一次回答時只稱，目前利率已經是「限制性」，但沒有正面回答是否「充分」；後來在記者追問下，稱利率水平可能在一段時間後是充分限制性的。第二個問題直接詢問了再加息的可能性。鮑威爾稱「不太可能」；目前的主要問題是保持當前利率多長時間；他現在認為不會再加息，當然如果未來認為需要調整貨幣政策立場，也會這麼做。有記者問，這一次完全沒有關於加息的討論嗎？鮑威爾稱，政策主要還是聚焦於保持當前利率。

2）關於降息。鮑威爾在開場中稱，近期的數據還沒有給聯儲可以降息的「更大信心」，而且（取得更大信心）的時間可能比此前預期的更長。有記者問，今年會不會有降息？鮑威爾稱，自己不會這麼思考問題；一季度沒有看見通脹改善的進展，這



資料來源：Wind，平安證券研究所

意味着可能需要更長時間，但不知道具體需要多久。有記者問，今年不降息的概率是否上升？鮑威爾稱，沒辦法提供具體的概率；強調只有在取得「信心」的時候會降息。關於降息的具體條件，鮑威爾舉例稱，如果就業強勁且通脹更持久，美聯儲會推遲降息；但如果通脹回落、或者出現意外的就業冷卻，則可能降息。

3）關於通脹。有記者問目前通脹是不是最關鍵的數據？鮑威爾稱，未來幾個月通脹數據無疑是重要的，儘管美聯儲關注數據的整體。有記者問通脹的哪些部分是「暫時的」？關於通脹前景的判斷，鮑威爾稱，其預測仍是今年能夠下降，只不過對於這一預測的信心出現下降。關於工資增速，鮑威爾稱，目前工資增速仍高於疫情前，但也在改善；長期來看，如果工資增速高於生產力增速，會有通脹壓力。關於住房通脹，鮑威爾稱，住房通脹相對於市場租金的滯後性可能更強；有信心住房通脹會回落，只是沒有那麼有信心了。

4）關於滯脹。有記者問，目前「滯脹」是不是風險？鮑威爾稱，美曾經在「滯脹」附近，當時失業率超過10%、通脹率也很高；目前失業率在4%以下，通脹也沒那麼高，他不知道這種擔心從何而來；目前美國經濟狀況仍是健康的。

5）關於縮表與降息的關係。有記者問，放緩縮表是否意味着可以推遲降息？鮑威爾連忙澄清「不是」，稱應該將放緩縮表的舉動獨立來看，此舉唯一的目的是確保後續的縮表進程能夠順利。

6）其他。有記者試探地問今年大選會否對貨幣政策產生影響。鮑威爾明確表示不會，並解釋稱，聯儲光考慮經濟因素就已經很難了；只做認為正確的事情；已經歷了四次大選，可以回溯美聯儲詳細的會議紀錄，都沒有提及大選。有記者問如何理解不同國家貨幣政策的分化？鮑威爾稱，美國與其他多數國家的不同在於，經濟增長十分強勁，所以可以在降息上更有耐心；新興市場由於更完善的政策體系，其所受衝擊並不明顯。

## 年內料僅降息一次

本次會議聲明和鮑威爾的講話可能令市場感受偏「鴿」。在面對一季度通脹連續三個月超預期反彈的事實：一方面，本次聲明僅稱「通脹走向2%目標缺乏進展」，對於通脹反彈的描述有些過於溫和；另一方面，鮑威爾講話時弱化了「再加息」的擔憂，在消除「最差情形」後，市場可能重拾關於降息的憧憬。此外，本次會議宣布放緩縮表，客觀上是呵護流

動性的操作，也可能助長市場的鴿派感受。

但筆者認為，在6月會議前，美國通脹黏性的風險仍高，市場降息預期「易冷難熱」。

首先，展望通脹走勢，預計二季度仍會保持較高水平，因能源、住房、非住宅核心服務價格都可能偏高；其次，經濟和就業方面，儘管近期數據顯示美國經濟出現一些降溫信號，但就業數據仍然穩健，未來一至兩個月經濟和就業市場大幅降溫的概率較低。最後，放緩縮表（QT）對降息（預期）的影響偏於中性。目前，美聯儲已經明確放緩QT的決策不改變貨幣政策立場，旨在弱化這一決策的政策信號。所以，放緩QT對市場情緒的影響可能亦將有限。筆者認為，市場對於降息的判斷更加取決於通脹和就業表現，而非放緩QT決策本身。如果放緩QT時，經濟和通脹數據不支持聯儲很快降息，那麼放緩QT後，市場可能認為降息的必要性進一步下降，令降息預期推遲。

筆者預計，基準情形下，美聯儲年內僅降息一次，首次降息可能在二季度；預計美聯儲在6月會議中，經濟預測和點陣圖可能暗示年內降息幅度由三次減少至一次左右。

對於市場而言，當前市場降息預期雖已經有所調整，但仍有明顯分歧，降息預期的波動仍可能引發資產價格的波動。據CME數據，在美聯儲5月會議後，市場預計年內不降息、降息一次和降息兩次（及以上）的概率分別為15.8%、42.7%和41.5%。在此背景下，美債方面，預計二季度10年期美債利率波動中樞處於4.6厘的較高水平。觀察到，CME利率期貨市場對年內的降息次數（加權平均）預期每減少一次，對應10年期美債利率上升20點子左右。這意味着，如果市場降息預期繼續下降至零，10年期美債利率上限可能拓寬至接近5厘。

美股方面，二季度波動和調整風險仍偏高。過去一年，當10年期美債利率超過4.3厘時，標普500指數的風險溢價水平高於0.5個百分點，美股調整壓力客觀上升。所以，如果降息預期低於3月會議引導的年內三次左右，那麼美債利率對於美股的衝擊仍可能體現。

美元方面，預計美匯指數仍將偏強。儘管近期日本政府干預可能令日圓有所升值、加大美匯指數波動，但150以上的日圓匯率水平仍處於絕對「弱勢」；正如鮑威爾所述，美國經濟較強與通脹黏性，賦予美聯儲不急於降息的底氣，這也將支撐美匯指數維持較高水平。