

日圓匯價持續貶值，日本央行雖出手干預，但弱勢未改。



今年4月以來，日圓兌每美元匯率不斷創34年新低。4月29日與5月2日，市場懷疑日本官方兩度出手撐市，規模合計3.5萬億日圓（約220億美元）。本文通過復盤2022年的三次日圓干預操作，揭示其中的匯率貶值細節。

日央行干預圓匯 效果遜預期

集思廣益 管濤
中銀證券 全球首席經濟學家

日圓匯率自1973年4月開始自由浮動，但日本政府長期熱衷於直接入場干預日圓匯率，直到2004年3月才結束長達15個月的干預日圓升值，基本退出了外匯常態干預。此後，日本政府對日圓波動以口頭干預為主，偶爾也直接下場。如2010年9月15日、2011年3月18日和2011年8至10月，日本曾單獨或與其他西方國家聯合干預日圓升值。

上次干預日圓貶值是2022年日圓滑向145和150兌每美元時，日本官方分別於當年9月22日（美聯儲宣布連續第三次加息0.75厘次日）、10月21日和10月24日（美聯儲宣布連續第四次加息0.75厘前夕）入市，干預規模合計91880億日圓（約619億美元）。

入市干預匯率貶值需要消耗外匯儲備。根據日本財務省公布的數據，日本外匯儲備由證券資產和外匯存款構成，後者包括存在境外央行和國際清算銀行、總部設在日本的銀行、總部不設在日本的銀行，以及總部不設在日本但位於日本的銀行的存款。

須指出的是，日本是由財務省持有外匯儲備並負責匯率政策，但財務省委託日本央行經營管理外匯儲備並實施匯率調控。故日本外匯干預名義上是日本央行在具體操作，其背後是接受財務省指令並使用特別國債資金賬戶實施干預，外匯儲備不論增減都不影響央行資產負債表。

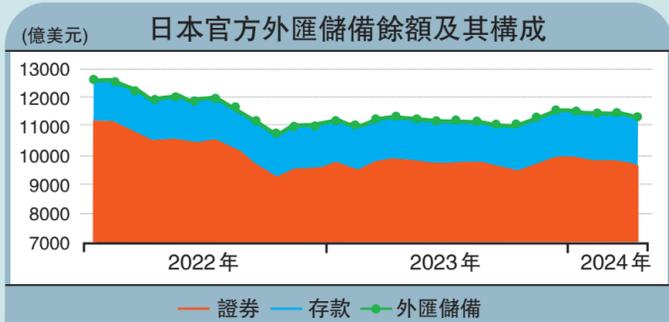
有觀點認為，外匯存款的流動性強於證券資產，所以日本央行大概率會先動用銀行存款來實施干預。截至2024年3月底，日本外匯儲備中外匯存款餘額為1550億美元，佔外匯儲備的13.5%。這是市場臆想中的、日本央行干預日圓貶值的第一道能力邊界。然而，事實並非如此。

以2022年為例，當年9、10月日本外匯儲備分別減少515億和430億美元，合計減少945億美元，遠大於同期實際干預規模。二者缺口主要反映了當時美聯儲緊縮預期下，全球金融動盪引發的負估值效應。進一步分析當時日本外匯儲備變動的結構：9月份，證券資產減少515億美元，外匯存款未變；10月，證券資產減少439億美元，外匯存款增加9億美元。可見，日本央行是直接出售證券資產獲得干預所需的外匯資金，而不是動用外匯存款。

減持美債不會左右聯儲幣策

其背後可能的邏輯是，動用外匯存款會驚動相關銀行、特別是外國央行，這有違外匯干預突然性和隱蔽性的要求，也有失市場公平。據日本財務省統計，截至2024年3月底，日本外匯儲備中存在國外央行和國際清算銀行的存款為1546億美元，佔外匯存款總額99.73%，另有3.93億美元存在總部在日本的銀行，佔到0.25%。

更為關鍵的是，證券資產流動性未必不如外匯存款。一方面，日本外匯儲備中的證券資產絕大部分為美國



國債，而各個期限的美債市場都是全球流動性最好、變現能力最強的市場；另一方面，日本外匯儲備中的存款不一定都是活期，而可能是定期抑或做了結構性存款和委外經營的安排，其流動性難以保障。

4月底的干預操作沿用了上述操作模式。數據顯示，4月日本外匯儲備餘額減少142億美元，其中，證券資產減少169億美元，外匯存款增加72億美元。鑒於4月美聯儲緊縮預期重估，全球再度股債匯「三殺」，日本外匯儲備餘額的下降應該包含匯率及證券資產價格變動產生的負估值效應。由此，日本央行4月29日的實際干預規模有可能遠小於市場猜測。但也不排除當月計提了外匯儲備投資收益，被用於外匯干預。

4月底，美國財長耶倫被問及「日本干預日圓可能性」時表示，干預是不得已而為之，只出現在過度波動中，而且他們會提前磋商。這被市場解讀為，美國財政部婉拒了與日本聯合干預的請求。但從2022年相關數據看，這一猜測缺乏確鑿的證據。

主要原因在於干預日圓貶值的月份確實對應着日本投資者減持美債。美國財政部披露的國際資本流動報告（TIC）顯示，2022年9月，日資持有美債餘額減少796億美元。其中，淨賣出美債339億美元，負估值效應457億美元；10月，日資持有美債餘額減少520億美元，其中淨賣出美債373億美元，負估值效應147億美元。兩個月內，日資累計淨賣出美債712億美元，超出同期日本外匯干預規模近百億美元，這與兩個可能性有關：一是日本投資者還包括了私人投資者，同期後者也拋售了美債；二是日本央行行為干預日圓貶值，多拋美債、預留頭寸。

市場之所以關心海外干預本幣貶值對美債收益率的影響，是因為理論上這將會通過「溢出一回溢」效應對美聯儲貨幣政策形成反制。5月1日美聯儲議息會議聲明也明確表示，在評估合適的貨幣政策立場時，將繼續監控未來的經濟數據，包括勞動力市場指標、通脹壓力和通脹預期指標、金融和國際形勢發展的數據等。1998年底美聯儲連續三次預防性減息，就是為應對亞洲金融危機衝擊；2015年和2016年將加息延遲到年底，也是基於海外金融市場動盪的考慮。

不過，前述影響即便有也只是邊際上的，不足以改變美聯儲貨幣政策路徑。根據TIC數據，2014年至2022年，外國官方投資者持續拋售美債。尤其是2022年，在美聯儲激進緊縮的

背景下，當年外資官方淨減持美債1822億美元。但這沒有阻止2023年美聯儲進一步緊縮，儘管緊縮力度和節奏較上年有所放緩。

事實上，2022年全年，官方外資減持美債，私人外資加倉美債，外資淨買入美債7166億美元，規模僅次於2008年的7724億美元。2023年9月至2024年2月美聯儲暫停加息期間，官方外資累計淨買入美債381億美元，低於2023年3月至8月美聯儲三次加息期間累計淨買入456億美元的規模。

此外，日本央行的外匯干預不局限於在岸市場。2022年10月21日，日本外匯干預規模約375億美元，遠超過當日東京市場即期外匯成交量89億美元，顯示這次干預應該是在境內外市場同時進行，且主場在離岸。2024年4月29日恰逢東京外匯市場因為昭和日閉市，當日外匯干預顯然只能在離岸完成。5月2日，市場猜測干預規模約220億美元，與當日東京市場即期外匯成交量228億美元過於接近，這表明要麼是市場高估了日本央行的干預規模，要麼就是日本央行同時在境內外市場實施了干預。

市場料日本下月加息

日前，美國前財長薩默斯直言日本這次干預難以取得預期效果。這並非無稽之談。2022年9月22日在145日圓兌每美元的位置阻擊後，未能阻止日圓匯率於10月份跌破150；10月21日和24日在150位置阻擊後，日圓止跌回升，年底一度升破130日圓兌每美元。但這與其說是日本外匯干預的成功，還不如說是2022年底市場對美聯儲緊縮預期緩解，美匯指數衝高回落的結果。

當年美匯指數早在9月底見頂回落，全年美匯指數漲幅從最多近20%收斂至7.8%，日圓匯率的反彈遠落後於其他主要貨幣。而且，2023年日圓匯率進一步走弱，成為美匯指數中六個權重貨幣中唯一一個對美元貶值的貨幣，進入2024年以來又一度跌超10%。

短期來看，日美利差仍是主導日圓匯率走勢的主要影響因素。3月19日，日本退出負利率時代，但基準利率依然為零，遠不及其他主要經濟體4%至5%的水平。這或可解釋為何日本外匯干預迄今遠不如市場預期的激進。5月8日，日本央行行長最新表態，針對匯率波動可能需要採取貨幣政策應對。這刺激了市場對於6月份日本加息的預期。至於會不會有加息，以及加息對日圓的影響如何，且拭目以待。

越南製造業續擴張 拉動經濟增長

微觀經濟 周浩
國泰君安國際 首席經濟學家

雖然外部環境依舊頗具挑戰，但是在政府政策的有力調控下，4月份越南經濟延續了第一季的強勢表現，甚至有加速上行的趨勢。

4月份越南工業生產保持上行趨勢。國內工業生產指數（IIP）按年大增6.3%，高於3月份的4.8%。在2022年第四季急劇下降之後，IIP增長率一直在持續高速回升，這意味着工業生產已經成為2024年GDP增長的重要驅動力。

進一步來看，製造業是工業增長的主要貢獻行業，佔工業總增長的5.5個百分點。其增長也高於行業整體水平。4月製造業生產按年增速飆升至7%，拉動2024年首4個月增速達到6.3%，同期行業整體增速約為6.0%。

製造業採購經理指數（PMI）也表明工業生產正在加速恢復。越南4月製造業PMI錄得50.3，2024年以來除3月略低於50榮枯線以外，整體維持在擴張區間中。新訂單是製造業PMI回升的主要拉動因素，在3月小幅回落後，4月新訂單穩步回升，擴張速度創2022年8月以來的最高水平。往前看，新訂單流入反映的是企業未來盈利前景的改善，這也有望對經濟復甦形成持續的支撐。

伴隨工業生產的恢復，越南社會零售和消費服務總額同步改善，4月按年增長8.5%。據越南統計局的報告，2024年4月社會消費品零售總額和消費服務收入約達522.1萬億越盾，按年增長9%。今年首4個月，全國社會消費品零售總額和消費服務收入約達2062.3萬億越盾，按年上升8.5%。

旅遊復甦 外商投資破紀錄

另一方面，在新簽證政策的推動之下，國際旅遊業實現成功轉型。2024年4月，越南接待國際遊客近160萬人次，按年增長58.2%。累計今年首4個月，國際遊客到訪量達620萬人次，按年增長68.3%，比2019年新冠疫情爆發前多3.9%。

除國際旅遊業煥發新活力外，外商直接投資大規模流入越南，進一步推動

越南產業鏈深度融入國際生產和貿易鏈。尤其在近年全球主要製造國與消費國關係緊張的背景下，越南進出口活動更加活躍。

截至今年4月底的數據顯示，流入越南的外商承諾直接投資總額約92.7億美元，比2023年同期增長約4.5%。

值得注意的是，2023年越南共吸引外商承諾直接投資366億美元，其中已支付約232億美元，均創下經濟開放史上的最高紀錄。2024年已支付資本也非常可觀，達到63億美元，按年增長7.4%。

外商直接投資和製造業的持續復甦推動進出口增速維持高位。4月出口規模達309億美元，按年增長10.6%；進口規模303億美元，按年上升19.9%。今年首4個月出口1152億美元，按年增長15%；進口1083億美元，按年上升15.4%。

整體而言，進口的快速增長表明，越南與主要出口市場間的自由貿易協定（FTA），尤其是歐盟—越南自由貿易協定（EVFTA）可能已經開始生效，未來幾個月越南進出口高增的趨勢有望持續，從中長期時間看，對越南這樣的出口導向型經濟體而言無疑是非常積極的信號。

上月通脹4.4% 維持目標區間

值得一提的是，在政府的有效干預下，越南的通脹和匯率壓力並不顯著。2024年4月越南通脹率錄得4.4%，今年首4個月的平均通脹率約3.9%，接近2024年政府目標上限4%至4.5%。

通脹壓力源於食品及食品原料價格（今年首4個月為3.7%）、住房和建築材料價格（5.5%）、藥品和醫療服務價格（8.5%）及教育和培訓價格（8.8%）的大幅上漲。

綜上所述，越南經濟4月份延續第一季的強勢表現，在外部需求帶動對外貿易持續改善的同時，國內經濟多點開花，尤其是以製造業為核心的工業生產表現亮眼，IIP增速進一步提升。

往前看，在政府強而有力的政策干預，以及外商直接投資和製造業PMI新訂單分項持續擴張的加持之下，越南的經濟有望長期以製造業為核心實現高速增长。



私樓供應增 減價促銷陸續來

樓語縱橫 楊永健
世紀21 Q動力 總經理

今明兩年私樓供應進入高峰期，撒辣成為樓市「及時雨」。按差餉物業估價署的估算，今年私人住宅落成量為22267伙，明年供應更加驚人，高達25531伙。隨着特區政府適時撒辣，截至今年上半年，推盤量大幅增加的同時，銷售亦極速上升。

儘管近月市場氣氛較為反覆，上月新盤銷售亦放緩，但整體而言發展商推盤意欲積極，大型新盤一個接一個推售。今年上半年至今，共有約16個新盤項目推出，涉及單位達1.18萬伙。由於尚有多個新盤陸續排隊登場，估計上半年總推售樓盤可達20個，涉及推盤量1.3萬伙水平。比對去年全年共推出35

新盤，總推盤量1.42萬伙，今年上半年的推盤量已接近去年全年。

雖然發展商積極推盤，但定價維持克制，不少樓盤均以「震撼低價」推出，個別定價較區內二手市價還要低。低價吸客作招徠下，按目前估算，儘管今年上半年總推盤量持續高於銷售數字，但當中的差幅已較去年顯著收窄。

發展商求量多於求價

當然相信大家亦理解，過去數年新盤推盤量持續高於銷售量，令整體貨尾持續增加。目前新盤貨尾維持2.3萬伙以上，發展商需要積極去庫存，預計新盤定價亦會傾向「重量多於求價」。

與此同時，近日有發展商減價促銷貨尾盤，個別減幅高達兩至三成，發展商全力去庫存，增加折扣、減價促銷等優惠勢必持續，相信會吸引更多買家趁低吸納。



發展商今年積極推盤，但定價克制，不少新盤以低價推出吸客。