

除了日圓貶值帶來的提振之外，日本經濟也有一些結構性亮點，包括去槓桿結束和公司治理改革等。



本輪日圓與日股劇烈波動的背後，是受到日圓套利交易「去槓桿」的衝擊。短期內，日本政府出手干預、阻斷負反饋循環的可能性正在上升。中長期來看，日本再通脹進程最終將伴隨着日圓升值，而日本名義增長和企業盈利是否能夠走出「弱日圓依賴」，是日本市場能否在波動中恢復，甚至繼續前行的關鍵。

日本央行低估了拆倉衝擊



持之以恆 易恆

華泰證券首席宏觀經濟學家

早在今年4月，日圓匯率就出現「築底」的早期跡象。而日本股市也在日圓匯率跌破160（美元兌日圓）後開始出現「貶值疲勞」的跡象——即日圓貶值不再趨勢性推升日股和通脹預期，反而引發市場對日本再通脹周期可持續性的擔憂。當月日圓快速貶值下日本股市明顯回撤，外資流出即是例證。日股與日圓相關性的變化，也可能令日本央行對日圓繼續貶值的忍耐力有所下降。由此，日央行4月和7月兩輪干預日圓匯率，阻止套利交易下日圓過快貶值。

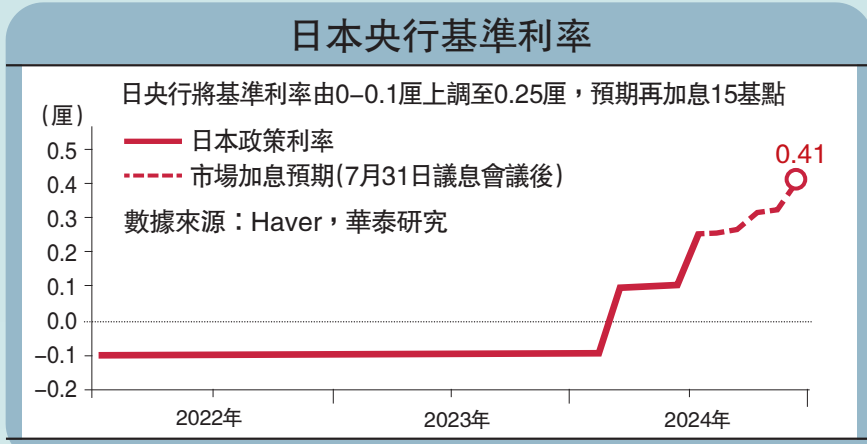
鷹派指引觸發去槓桿

6月份後，美國經濟出現明顯走弱跡象，日圓開始築底蓄勢，但套利交易仍有一定慣性。7月11日，日本財政部在美國發布6月CPI數據之際出手干預日圓匯率，將美元兌日圓匯率從近162的水平一舉拉回158-159水平。7月31日，日央行超预期加息並改變畫風、給出鷹派指引，引發做空日圓頭寸快速回撤，日圓明顯升值。

為何日央行加息僅15個基點就引發市場如此大的波動？筆者認為，日央行在時機選擇上面臨四個方面的不利因素，並形成共振：1）日央行加息幅度看似不大，卻是2012年來首次超预期鷹派，與此前滯後於預期的「貨幣政策正常化」節奏迥然不同；2）近期美日利差急速收窄，且推動因素不是日本基本面超预期、而是美國基本面走弱；3）全球製造業周期6月以來出現走弱跡象，亞洲國內需走弱；4）此前做空日圓（套利）的頭寸達到歷史高點，日央行轉向成為壓垮駱駝的「最後一根稻草」。

重要的不是加息15個基點，重要的是背後日央行根本立場的轉變。2012年以來，日本在「安倍經濟學」框架下實施了一系列推動再通脹的周期性措施和結構性改革，其中很重要的一個政策工具就是通過執行超寬鬆的貨幣政策，推動國內再通脹進程。2022年後，再通脹趨勢開始趨於穩定，日央行開始為退出YCC（收益率曲線控制）「預熱」，直到今年3月才正式退出。本次加息前，日本的真實利率仍在-2.4厘左右的歷史低點。總體而言，在最近一次加息前，日央行總體對通脹和資本市場持「呵護有加」的態度。但本次日央行加息明顯超出市場預期，且給出鷹派指引，引發市場對日央行立場實質性發生改變的擔憂。如此線性外推，對日圓的預期也發生動搖。

近期全球經濟動能走弱，而種種原因導致美國降息滯後。同時，美國大選不確定性上升，局部行業（如AI和硬件相關）此前很多「擁擠交易」開始逆轉——引發投資者去槓桿、去風險。雖然美國增長預期快速下行，但貨幣政策在9月前暫無超预期寬鬆的空間，市場進入「倒逼」政策寬鬆



的模式，而在此階段，風險資產價格往往大幅承壓。鑒於日本股市也同為2023年下半年來備受青睞的擁擠交易，「日圓劇烈升值+全球資金去風險」引發了日股本輪完美風暴。眼下日股下跌與日圓升值已經形成明顯的、互相加速的負反饋，日本政府干預市場、阻斷負反饋的必要性正在上升。

狹義套利交易的資產端主要是海外短期國債或者存款，即借入日圓買入海外的短期國債和存款，當套利交易反轉時，雖然短期國債市場通常不會受到太大衝擊，但可能拖累該國貨幣表現。投資者主要是為了獲取兩國之間的短端利差，例如日圓相關的Carry trade（套息交易）通常是借入日圓，投資於G10貨幣和墨西哥、巴西等國際貨幣的短期國債和存款。在套息交易反轉的過程中，這些國家的貨幣通常會遭遇一定的衝擊。例如本輪日圓套息交易反轉時，儘管美匯在7月11日以後整體貶值，但是墨西哥比索兌美元匯率也維持下跌趨勢。

資金成本增 大戶拋售資產平倉

廣義套息交易的資產端可以是股票、債券、黃金等大類資產，套息交易反轉也可能衝擊上述資產價格。鑒於此前日本長期位於零利率附近，資產「出海」的主要目的是獲取更高的收益，尤其是固定收益產品，其中有利率「溢價」（債券價格折價）的資產更多——比如非德國的歐洲國債（如法國），澳洲國債，美國MBS（按揭抵押債券）等。如果日圓套利交易「去槓桿」繼續進行，對全球部分國家的利率債、信用債市場也會帶來一定的衝擊。

目前日本投資者持有10.5萬億美元海外資產，套息交易可能主要影響體現為證券投資中的股票資產（2.1萬億美元）、債券資產（2.3萬億美元）。從股票資產來看，不排除部分投資者借日圓買入了納斯達克指數。例如2023年以來，日圓匯率與納斯達克指數相關性明顯轉正，且納斯達克指數和日圓匯率的拐點都出現在7月11日。從債券資產來看，雖然日本投資者持有美債絕對量最大，但從佔比來看，日本投資者在澳洲、荷蘭等國國債存量的佔比為10.9%、9.4%。

日圓升值是套息交易反轉的重要觸發因素，從美日利差以及日圓淨空頭的復盤看，套息交易反轉或仍未結束。從現在調整幅度看，與此前的套

利交易類似，日圓淨空頭的頭寸明顯下降、日股回撤較大，日圓經歷明顯的升值。考慮到日圓2022年來名義有效匯率（兌一攬子貨幣）貶值27%，實際有效匯率貶值28%，且此前累積的淨空頭頭寸為歷史高點，在不干預的情況下，難言「去槓桿」結束、或者日圓高估——估計如果政府不干預，這一負反饋還有一定的慣性，尤其是考慮到美國「衰退交易」也暫時沒有引發政策的回應。

在本輪日圓快速升值、日本市場大幅調整前，日本經濟仍處於再通脹通道中，且內需增長有加速的跡象。7月日本經濟動能有所修復，綜合PMI（採購經理人指數）顯著回升，從49.7反彈至52.6，其中服務業PMI明顯回升，從49.4回升至53.9；而製造業PMI回落0.9至49.1。一季度汽車產產拖累耐用消費，二季度以來持續修復；5月實際消費活動指數和信用卡消費環比均回升，6月消費者活動預期也小幅反彈。投資方面，領先指標住房新開工大幅反彈，指示日本實際住宅投資可能明顯改善；機械設備新訂單回升也指示二季度機械設備投資或邊際回升。

但如果日圓過快升值、日本股市過快下跌引發金融條件急劇收緊，再通脹勢頭也可能受到負面的影響。近年來日圓持續貶值對推高日本通脹起到重要作用，若日圓持續升值，將壓低進口價格指數，從而拖累國內消費價格，影響日本當前的再通脹趨勢。當前日圓大幅升值疊加股市下跌預計導致金融條件大幅收緊，滯後一至兩個季度拖累日本經濟的修復。從日央行與市場的溝通（希望並預測再通脹會繼續）和歷史操作而言，大幅收緊金融條件、壓低增長和通脹絕非其本意。同時，市場已經進入了脫離基本面的「技術性調整」階段，所以政府干預的必要性和可能性與日俱增。

如果日本政府能夠及時干預阻斷市場的「負反饋」機制，保持相對寬鬆的貨幣和財政政策，日本仍有可能持續溫和的再通脹趨勢。筆者認為，除了日圓貶值帶來的提振之外，日本經濟也有一些結構性亮點，包括去槓桿結束和公司治理改革等。例如，2023年東京證交所（TSE）推動一系列改革以提高企業ROE，促使企業增加股票回購，提高企業經營業績。同時，日本宏觀調控部門對再通脹持呵護態度，對本次日圓升值後的「蝴蝶效應」有一定的「糾錯」機制。

美衰退預期上升 提防股市劇震

中金點晴 劉剛 李雨婕

中金公司分析師

本周一以日股大跌12.4%與日圓繼續升值2%為代表，將上周五還大體停留在基本面的「衰退擔憂」交易帶入到另一個層面，如此跌幅已不是基本面能解釋的了。換言之，拋開基本面，市場下跌的本身已經成了一個問題。

為什麼會大跌？主要原因是日圓套息交易的逆轉，情緒踩踏的推波助瀾。所謂套息交易（Carry Trade）是指投資者借入低息的日圓資金，投到其他市場。日本央行近期加息15bp固然提高了融資成本，但因為市場預期充分且幅度不大，所以當天日經指數尾盤仍是收漲的。但等到上周五因為ISM和非農連續不及預期觸發美國衰退擔憂後，情形就出現了變化。

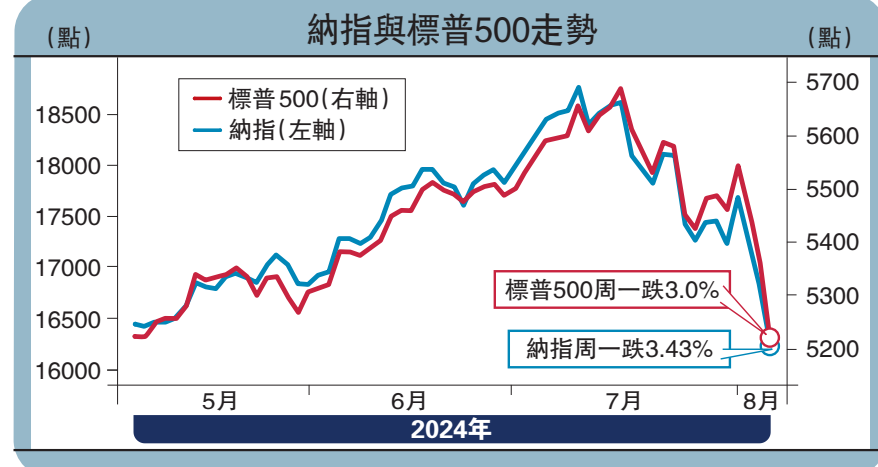
一方面，成本端抬升，促成了套息投資逆轉，體現為日圓匯率走強。另一方面，美股科技股波動與日圓升值，導致日股也大跌。投資者在面臨這種情形時，一般都是「先賣後買」，所以任何倉位和基本面的測算在資金踩踏面前都是蒼白無力的，這也是每次市場出現波動的典型「套路」。

如果說上周五的交易還停留在基本上，周一的日股與套息交易的劇烈波動，則促使市場進入到局部流動性衝擊的新階段。在這個階段，拋開基本面問題不談，市場下跌的本身就會成一個問題。如此大幅的下跌，應該大概率會觸發一些平倉甚至爆倉，背後是否有較大的槓桿，甚至傳導到其他金融機構的衍生品或風險敞口，進而觸發進一步平倉，我們目前還不得而知，但這些都會加大短期波動。

全球性的美元流動性衝擊，一般會體現為美元走強、高票利差走高。例如疫情期間，一度出現過美元走強、美國國債與黃金等避險資產都大跌的極端情形，就是因為風控觸發了現金流動性（美元）需求，除美元外所有資產都跌。目前這些情況都沒有看到，所以初步的結論還是停留在局部的流動性衝擊，例如2022年3月的硅谷銀行及瑞信爆雷事件。

日圓拆倉潮難言已完結

綜合來看，日本市場看空情緒已經得到了較大程度的宣洩。不過，外界還是很關心現時套息交易逆轉有多大規模呢？



銀行惜貸不利樓市復甦



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

新冠疫情過後，特區政府全力回復經濟活力，包括在今年2月28日全面撤銷「樓市辣招」，希望釋放購買力刺激經濟，而近期銀行放貸變得保守，與政府復興經濟的意願背馳。

今次銀行收緊借貸和過去有顯著分別，之前銀行收縮借貸的同時也會小心平衡，避免市場因銀根短缺而產生惡性循環，但近期的銀行借貸收縮得似乎過急，在商業借貸方面給公眾感覺是銀行大量要求補倉，令借款人被迫在市場上劈價求售。

正因為銀行的欠透明度和態度模糊，令投資者與買家不敢入市，包括上車按揭方面，明顯有保留。在缺乏彈性及負面訊息太多的背景下，很多居民甚至放棄入市念頭，市場購買力活力不繼，對市場是很大的傷害。

有很多二、三線的按揭板塊，銀行都已表態不作借貸，包括樓齡舊（超過50年）、村屋、不承認海外收入證明、

首先，顯性的套息交易規模很難準確獲得，更何況還有其他非顯性渠道。其次，即便我們以歷史記錄做一個參照，也難以完全假設套息交易逆轉到什麼程度才算出清，畢竟這與投資者情緒及交易的連鎖反應有很大關係。假設以在日本的外國銀行分部跨部門借貸規模近似的作為套息交易規模的觀察窗口，截至5月存量規模為10.7萬億日圓，假設回到2023年初6.1萬億日圓的低點，需要回落的規模為4.5萬億日圓，這與日經指數本周一成交的5.1萬億日圓基本相當。但這數據的缺陷也很明顯，統計不全且時間滯後。

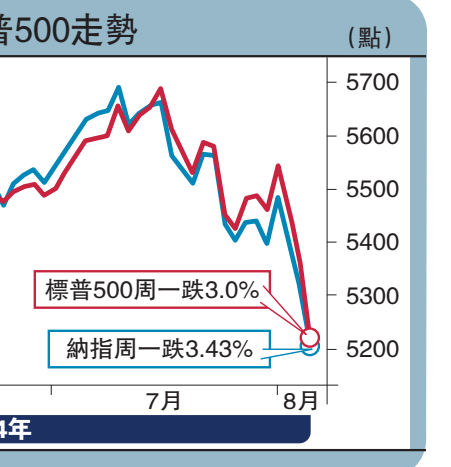
那麼，流動性導致的波動是如何企穩的呢？流動性衝擊一般都需要政策干預（口頭表態或實際支持），因為如果不干預可能會誘發更大的連鎖反應衝擊，而流動性衝擊畢竟不是資產負債表問題，所以政策干預一般都會管用，甚至會迅速收復前期失地。日本財務大臣鈴木俊一表示已在關注股市波動。此外日央行會否再度開啟ETF購買，以及美聯儲官員表態也都會成為變化契機。

相比之下，自然出清固然也可以實現目的，但恐慌情緒和倉位踩踏可能會誘發傳染風險。如何粗略判斷短期下行空間呢？既然已經不完全是基本面的問題，一個粗略的匡算方法就是用適用情緒交易的指標，比如關鍵支撐位如果不突破則可以在位置暫歇企稳，如果突破則都會帶來進一步的程序化和量化交易的放大，也就意味着需要尋找下一個支撐位。

美股也是類似，目前日經的周線支撐線在31000點左右，周一大跌後已經觸及。納指和標普500的下一個關鍵支撐位在16100點和5100點左右。

上述判斷的基礎依然是美國經濟衰退並非系統性的擔憂，這也是我們的一個基本假設。因此，市場波動更多停留在過於擁擠和獲利過多，並在「衰退擔憂」和上文中分析的流動性問題放大的階段。做出這一判斷的主要理由在於，私人部門資產負債表不存在明顯問題，而且融資成本對投資回報率的擠壓並不大，這意味着貨幣的寬鬆很容易重新刺激需求改善。

如果不是系統性的基本面與資產負債表槓桿問題，短期兜住了流動性衝擊的蔓延，則會帶來更好的反彈機會。反之，如果是系統性的基本面和資產負債表問題，那緊靠貨幣政策的寬鬆和流動性供給都無法解決，需要債務化解和財政資金的直接介入。



對大量的物業估價不足，對借貸申請採取冷對待，甚至不作表態，不少買家等到接近交易日仍未獲得答覆。

根據各大銀行的業績報告，近兩年的盈利可觀。例如滙豐香港區中期利潤，2023年和2024年都比2022年增加近一倍，全年利潤方面2023年連升兩年，比2021年增加39%；恒生銀行2023年和2024年的中期盈利亦保持了比過往幾年較高的增長水平，2023年的全年利潤按年增長58%；中銀香港2023年中期利潤按年增長35%，2023年全年利潤則按年增長26%；渣打香港區中期利潤2023年和2024年按年增長分別錄得166%和18%，全年利潤方面2023年錄得按年增長77%。

筆者認同銀行需要保護自身的利益和風險，但亦有社會責任為市場提供暢順的按揭服務。今年2月份，香港金管局總裁余偉文曾表示，「若果客戶仍按時還款且本身經營業務並未出現問題，不應調整貸款額度。」財政司司長陳茂波也在去年11月指出，「只要客戶能夠繼續供樓、還款付息，銀行在一般情況下都不應該追討。」希望銀行的做法與官員所說一致。