



►國際能源、糧食及大宗商品的進口價格上漲，進一步削減了日圓的對外購買力

4月28日，日圓兌美元匯率跌破131，日內跌幅達2%。日圓匯率大跌引發國際外匯市場一連串「巨震」，非美貨幣兌美元全線大跌。離岸人民幣兌美元跌破6.65關口，創下2020年11月以來的新低；歐元兌美元跌破1.05關口，為近五年以來的新低；英鎊兌美元跌破1.25關口，為2020年7月以來首次。美國州際交易所（ICE）美元指數一度升至103.71，刷新2017年1月以來新高。

日圓匯率遭「雙核」打擊

大學之道 清和

智本社社長

自美聯儲3月份加息以來，國際投行對貨幣政策的關注點主要集中在兩個方面：一是國際油價大漲削減美元的國際貨幣地位，對美聯儲加息構成的挑戰；二是美元升值對土耳其、阿根廷等新興國家的匯率及債務市場帶來威脅。但此輪日圓兌美元匯率大跌正在發出強烈的信號，警告我們的注意力不應該集中在美國和新興國家，而是美國之外的所有國家；美元面臨的國際原油的挑戰，同樣適用於非美元貨幣，後者的挑戰可能更為嚴重。

換言之，很少人意識到，美國之外的國家可能遭受「雙核」打擊：一是美聯儲的緊縮政策推動美元指數上漲對金融市場帶來威脅，尤其是負債率高且仍在堅持寬鬆政策的國家；二是國際原油價格上漲也對金融市場帶來威脅，尤其是能源、糧食及大宗商品自給率低的國家。對於仍堅持寬鬆政策且能源糧食自給率低的國家來說，「雙核」帶來的衝擊呈現相互增強效應，國內資本主動或被動地追逐美元的同時又追逐國際原油，更大規模地拋棄本幣，進而衝擊匯率、債務、證券、房地產及所有金融市場。

在過去的每一輪美元緊縮周期中，新興國家都會遭遇一定程度的金融動盪，但這一次不一樣。能源依賴度高與長期維持寬鬆政策的日本，以及正在陷入能源危機的歐洲，成為了可能遭遇「雙核」衝擊的危險經濟體。

日美貨幣政策相背離

本輪非美元匯率大跌的導火線指向日本央行。4月28日，日本央行表示，將維持基準利率維持在-0.1%不變，同時工作日以固定利率購買無限量的債券，以捍衛10年期日債收益率0.25%的目標上限。這意味着，日本央行執著於收益率曲線控制的寬鬆政策，將與美聯儲可能的加速緊縮政策進一步背離。市場聞風而動，日圓兌美元匯率迅速跌破131，創下了近二十年來的新低。

日本央行是最近二十年超級寬鬆的先行者和創造者。九十年代，日本經濟遭遇兩次金融危機衝擊，日本央行為了拯救經濟，將銀行隔夜拆借利率下調到零，率先進入零利率時代。2001年互聯網泡沫危機再次衝擊日本，日本商業銀行投資的股票資產規模大幅度縮水，資本充足率從2000年底的11.1%下降到2002年底的9.6%。日本央行為了拯救商業銀行，開啟量化寬鬆（QE），成為第一個大規模啟用量化寬鬆的央行。

2007年，日本央行嘗試退出量化寬鬆，但第二年又遭遇世界性金融危機。此後，全球主要央行開啟了超級寬鬆時代。日本央行又探索了雙寬鬆（QEE），採購日經股票指數ETF，還實施負利率（NIRP），日本率先進入負利率時代。從2009年到2011年期間，由於各主要央行都實施寬鬆政策，日圓兌美元匯率未貶值反而有所升值，價格維持在79-93之間。

2012年開始，安倍在其第二個任期內推行「安倍經濟學」，即通過貨幣寬鬆政策推動日圓貶值以促進其出口增長。安倍此舉旨在為日本政府的



財政融資，以緩解人口老齡化帶來巨額養老金支出的壓力。日本央行將貨幣政策目標指向收益率曲線控制以降低政府融資成本，這使得日本政府債務規模迅速增加，到2019年政府債務總額達1103.35萬億日圓，政府債務佔國內生產總值（GDP）比率達238%，為全球最高。同時，日圓兌美元匯率持續下跌，從2012年初的75持續貶值到如今的131，貶值幅度超過70%。

眼下日本央行已從「最後貸款人」淪為了「最後的買家」。日本央行成為了日本政府最大的債權人，國債佔總資產的比重已上升到85%左右；成為了日本商業銀行和股票市場最大的股東，是約40%日本上市公司的前十大股東之一。

今年以來日圓接連「大崩潰」，創下至少五十年最長連跌，日圓兌美元匯率年內跌幅接近13%；僅在3月份相對於美元貶值幅度就達到了7.9%，成為十國集團（G10）貨幣中兌美元表現最差的貨幣。其中有兩大因素疊加：一為日本央行的貨幣政策與美聯儲加速背離；二為國際原油價格上漲削弱日圓。

日本央行堅持收益率曲線控制，日本10年期國債收益率只有0.1%-0.2%；而美聯儲採取緊縮操作後，美國10年期國債收益率從1月初的1.5%快速上升到目前的2.9%附近。在短短四個月內，美日的10年期國債收益率利差從140基點（BP）擴大到270個基點。美日的利差與日圓兌美元匯率走勢高度相關，是匯率市場重要指標。美日的利差迅速擴大，加劇資本外流，日圓加速貶值。

能源糧食多依賴進口

而「這次不一樣」的真正因素是世界能源危機。日本是一個能源極度匱乏的國家，其能源對外依賴度高達88%。七十年代兩次世界石油危機均衝擊了日本經濟，引發了通貨膨脹。然而，1979年石油危機引發的能源價格大漲，在1982年時任美聯儲主席保羅·沃爾克主導的強制美元所「馴服」。美聯儲高度緊縮，美元大幅度升值，石油及大宗商品價格迅速回落。在這場美元與石油的「價值大戰」中，日本乘上美元之舟成為了勝利的一方，而原本依賴於資源出口的墨西哥、巴西等拉丁美洲國家則成為了失敗者。

不過，這一次情況或許不同。俄烏衝突及歐美世界對俄羅斯的制裁，引發了世界能源危機。如今，戰爭依然在繼續，制裁解除遙遙無期。美聯儲今年3月啟動加息，計劃5月縮表，但國際原油價格「無動於衷」。截至4月29日，WTI美國原油價格依然維持在每桶105美元。假如戰爭及制裁持

續，美聯儲加速緊縮，但仍無法「馴服」能源價格，那麼全球貨幣市場都將面臨一次嚴峻的衝擊。這次當美元這艘諾亞方舟變成獨木舟時，日本、歐洲將直面來自國際能源價格的衝擊。資本市場一邊追逐美元，另一邊追逐石油，拋售更多的本幣。

原本美聯儲緊縮，日本央行寬鬆，日圓兌美元匯率持續下跌；再疊加石油價格上漲，日本需要兌換更多的美元來進口石油；而兌換更多美元，又加速日圓兌美元匯率持續下跌，進一步削減日圓的對外購買力；不得不拋售更多日圓，去追逐美元和石油……

地緣政局及能源危機又觸發了糧食危機。實際上，俄羅斯與烏克蘭政局爆發後一個月，小麥價格上漲了36%。世界銀行最新一期《大宗商品市場展望》報告預測，今年小麥價格將上漲40%以上，名義價格達到歷史最高水平。這對糧食自給率不足的国家來說，是一種巨大的威脅。日本的糧食自給率僅有37%，日本不得不支付更多的美元加大糧食進口以應對危機。

短期來說，進出口貿易與匯率相互影響，但長期來看，進出口貿易影響匯率走勢。從1981年到2010年，日本對外維持長期順差；美元兌日圓從1982年11月的277升值到了2011年11月的75。但是從2011年到2021年只有三年是順差，部分年份逆差較大。在這十年裏，日圓也走入下跌通道。如今，國際能源、糧食及大宗商品的進口價格上漲，將加大日本對外逆差，再進一步削減了日圓的對外購買力，更大幅度地衝擊日圓匯率。同時，進口價格上漲提高國內物價水平，物價上升又進一步惡化日圓匯率。

美元指數上升和國際能源價格上漲帶來的「雙核」衝擊適用於美國之外的任何國家。美元指數從2021年6月初的89持續上漲到今年4月底的103；僅4月份，就上漲了4.8%。而非美元貨幣兌美元迅速貶值：3月1日至4月29日，英鎊貶值6.5%，歐元貶值5.8%，丹麥克朗貶值5.9%，瑞士法郎貶值5.4%，挪威克朗貶值5.1%，新西蘭元貶值3.5%，澳洲元貶值1.3%，在岸人民幣貶值4.5%，韓國貶值4.8%，泰銖貶值4.4%，馬來西亞林吉特貶值3.5%，菲律賓比索貶值2.1%。

在經濟體中，包含以下因素更易遭致「雙核」攻擊：寬鬆政策、資產泡沫高、負債率高、能源對外依賴度高、糧食自給率低、出口大幅度下滑或逆差擴大。那些糧食、能源及資源自給率高，且金融泡沫偏低的國家，如澳洲、加拿大，則具有更寬的護城河。

政治局會議五大看點

斌眼觀市 朱斌

華福證券首席策略分析師

中央政治局4月29日召開會議，分析研究了當前經濟形勢和經濟工作。會議對二季度經濟走勢定調具有非常重要的意義。筆者認為，這次會議再次夯實政策底，不管是復工復產態勢、還是市場走勢，都呈現出「否極泰來」之勢，後市值得期待。

筆者基於會議通稿，總結出五大重要看點：

看點一：「疫情要防住，經濟要穩住，發展要安全」

「疫情要防住」宣示了「動態清零」這個疫情防控的總基調不會變。二季度，疫情防控依舊是經濟運行的最大主題。此次中央再次定調堅持動態清零，反映出國家抗擊疫情的決心。在堅持動態清零的原則下，通過分階段、有步驟地調整疫情防控措施，達到穩住經濟、安全發展的目的。由於奧密克戎變種的R0（基本傳染數）值在10左右，從「零號病人」傳播到千人級別只需要11天時間，因此必須對敏感人群保持高強度的核酸檢測。

筆者判斷，未來半年，疫情防控節奏預計會按照兩個階段進行。第一階段：未來兩個月。逐步復工復產，解除重要城市的封控，預計到6月中下旬，恢復生產生活的常態化。第二階段：7月份到二十大召開。用高頻率的核酸檢測、嚴密監控，保障經濟運行的正常進行；同時加大疫苗接種力度，提高接種比例，抓緊推進新冠特效藥上市。

看點二：力度加大穩經濟

一季度以來，財政政策暖風頻吹，體現了宏觀調控的政策「開門紅」情景，為全年經濟發展打好基礎。從本次中央政治局會議來看，下一階段政策工具仍會持續發力，加大調控力度，托底中國經濟。貨幣政策方面，隨着降準等總量政策的實施，結構性政策工具也會登上舞台，助力經濟穩增長同時防範輸入型通脹壓力；同時寬信用成為貨幣政策的基調，後續貨幣政策將更精準服務於實體經濟融資需求。

看點三：依然堅持「房住不炒」

相較此前「滿足購房者的合理住房需求」的表態來說，此次會議定調更加強硬、細緻，體現中央對房地產的調控決心和底線。同時，在政策制定方面的表述，由此前的「因城施策」改為「支持各地從當地實際出發完善房地產政策」，這是在不搞刺激的基調下，允許

各地對於原先的各項限制性政策進行鬆綁。

筆者認為，下一階段，各地政府會更多結合本土情況對政策進行調整，以維持行業穩定。資金監管方面，優化預售資金是必經之路。預計中央定調後，地方政策將逐步調整到保障房企正常運轉的方向上來，在建好「隔離牆」的基礎上，滿足房地產企業合理合法的資金需求，優先確保交樓，確保房地產市場的平穩運行。

看點四：穩步推進註冊制改革

會議強調，「要及時回應市場關切，穩步推進股票發行註冊制改革。」近期，中國證監會也發布了一系列相關制度建設，以吸引長期投資者。譬如4月26日，中證監發布關於加快推進《公募基金行業高質量發展的意見》，其中明確表示要處理好公募基金行業高增長與可持續的關係。

筆者認為，目前中央定調明確了要促進資本市場平穩運行，隨着一系列積極政策的聚集，A股市場投資價值明顯。目前市場整體估值已經降低至與歷史上大底部相仿的水平，市場累計回調的時間較長、幅度較大，估值處在相對低位，中長線已經具備價值，「穩增長」方向有相對收益。

看點五：核心板塊齊發力，上下並舉穩經濟

投資方面，一季度全國固定資產投資(不含農戶)10.5萬億元（人民幣，下同），同比增長9.3%。環比看，3月份固定資產投資(不含農戶)增長0.6%。筆者認為，基建是GDP「三駕馬車」裏相對受疫情衝擊最小的，且能促進經濟在較短時間內企穩，並有助於改善市場預期、激發市場主體的積極性，尤其在疫情的影響下，對今年經濟穩增長有着特殊意義。

消費方面，受持續的疫情影響，中國的服務業受傷最深，其中消費影響最大。一季度，社會消費品零售總額10.9萬億元，同比增長僅3.3%。筆者認為，當前促消費政策的適時發力，可對沖疫情影響，待疫情得到有效管控，政策效應將進一步顯現，消費板塊將進一步恢復。

物價方面，筆者認為，供需缺口、美元流動性、地緣衝突三大因素推升了全球通脹水平，也給中國帶來輸入型通脹壓力。

中國是一個經濟大國，經濟韌性較好，隨着內部政策暖風頻吹，在通脹抵禦方面有一定優勢。接下來，可持續關注地緣因素導致能源商品、糧食價格上漲的問題。

定按再「加息」影響甚微

樓按明曉 張穎曦

經絡按揭轉介營運總監

香港按揭證券有限公司（按揭公司）自2020年2月推出試驗性質的定息按揭計劃，並於2021年11月轉為恆常計劃，其後按照其資金成本、業務風險、市場情況等因素不時釐定定息年利率，並且每月公布。根據該行最新公布，5月份申請定息按揭計劃，10年期、15年期及20年期的年利率將調整至2.45厘、2.6厘及2.75厘，較4月份各年期的年利率，各上調0.25厘，已連續兩個月調升利率。

若以500萬元貸款額，年期為30年為例，並以最新5月定按計劃的利率計算，10年期、15年期及20年期的每月供款分別為1.9626萬、2.0017萬及2.0412萬元，較4月份的定按計劃，每月供款分別增加646元（3.4%）、649元（3.4%）及651元（3.3%）。此外，對比現時普遍新造H按計劃為H+1.3%，並以4月27日一個月銀行同業拆息（HIBOR）為0.21厘計算，實際利率為1.51厘，每月供款為1.728萬元，5月份的10年、15年及20年定按計劃的每月供款分別比H按計劃增加2346元（13.6%）、2737元（15.8%）及

3132元（18.1%）。

筆者認為，是次按證公司連續兩月上調定按計劃的年利率，相信是因應美國已啟動加息周期，在資金成本壓力增加的情況下，而作出相應調整。3月份平均12個月銀行同業拆息（HIBOR）按月抽升47點子至1.4厘，創二十一個月新高。

市場預期美國聯儲局於本周議息會議有機會再加息半厘，若加息持續，屆時香港資金有機會外流，而令香港拆息繼續上升，因此按揭公司須定時適當調整定按計劃的年利率。事實上，參考美國定息按揭利率亦因應市場轉變而每周作出調整，近日美國30年按揭貸款利率更升至5.2厘創十二年新高，按揭公司是次上調定按計劃的年利率屬正常舉動。

根據金管局住宅按揭統計調查顯示，2月份定按計劃選用比例為0.1%，H按計劃選用比例則為97.3%，顯示定按計劃仍非市場主流，因此是次按揭公司上調定按計劃的年利率，相對對市場並未有太大影響。雖然定按計劃上調年利率，短期吸引力會有所減少，但定按計劃可鎖定指定年期的息率，置業人士可減低利率波動的風險，而且計劃毋須借款人符合加息壓力測試，只需要達到供款與入息比率不超過50%的要求，入市門檻相對降低，因此仍適合部分人士選用。



按證公司連加息，兩周相繼上調，是調而因定