

►日本央行是日本債券市場的大玩家，所以想要華麗退場而不帶來系統性的金融風險，不是一件容易的事。



日本央行上周五（10月28日）宣布維持利率不變，意味着其將繼續維持收益率曲線控制政策（Yield Curve Control，YCC）。儘管伴隨着海外及日本通脹的上升，YCC政策的可持續性一直存在疑問，甚至有評論認為其已經「名存實亡」——日本10年期國債的二級市場交易量很低，甚至一度出現「零成交」。與此同時，20年國債收益率近期已經出現明顯上升，反映出市場開始認為日本貨幣政策接近拐點。

# 日本維持量寬 代價小於退出

微觀幣策

周浩

國泰君安國際首席經濟學家

從技術角度而言，日本央行真想退出YCC也不容易。日本央行持有超過70%的日本10年期國債，其資產負債表超過GDP（國內生產總值）的250%。換言之，日本央行是日本債券市場中唯一的大玩家，想要華麗退場而不帶來系統性的金融風險，不是一件容易的事。

觸發市場討論YCC的可能終結涉及以下兩個原因：

第一個原因是今年以來幾乎所有貨幣兌美元都出現了不同程度的貶值，而其中日圓的貶值幅度之大讓人瞠目結舌。美元兌日圓匯率在今年從平穩多年的115飆升至近日的150附近，貶值幅度接近四分之一。而這也引發了市場的好奇，日圓貶值會引發什麼問題，其終點究竟在何方？關於日圓貶值的直接原因，眾所周知，美國迫於高企的通貨膨脹仍在不斷加息，而日本在此刻依舊堅守的量化寬鬆，加速了兩國貨幣息差的走闊，日圓的吸引力持續下降也導致資本流向美元資產。

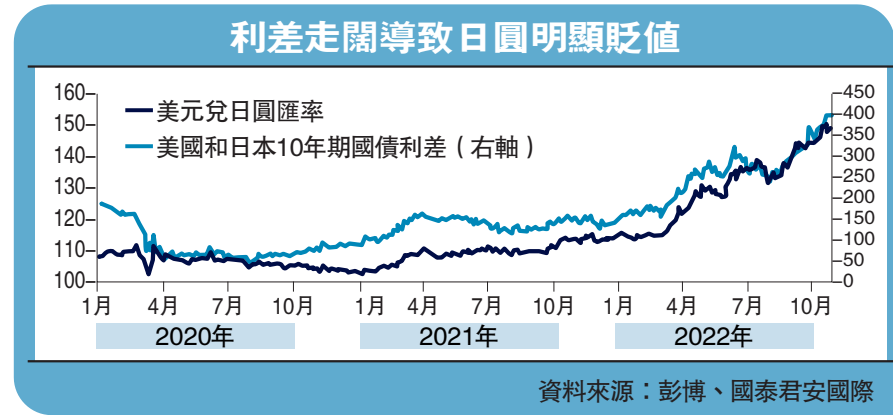
第二個原因是發達國家普遍出現的高通脹。今年以來，由俄烏衝突推高的能源價格疊加後疫情時代供應鏈緊張，聯手推高了消費品價格上升，除中國以外的主要經濟體均出現了不同程度的通貨膨脹，而各國央行也陸續收緊貨幣政策以期給火熱的通脹降溫。

即使在日本這樣一個常年低通脹甚至通縮的經濟體，通脹也開始成為了一個問題。主要通脹指標不斷攀升，核心通脹指標也超出了日本央行設定的2%目標。儘管日本央行在最新的預測中仍然認為2023年核心通脹率會回落至2%以下，但考慮到美聯儲和歐洲央行此前的「迷之自信」並導致最終錯估通脹走勢，日本央行能否成功管理通脹預期，也很難不被打上問號。

即便市場呼聲很高，日本央行仍然在全球央行緊縮的巨浪中，選擇了做一個孤獨的逆行者——長期維持負利率政策及YCC政策不變。

日本YCC是繼2013年日本央行提出將CPI（消費物價指數）年率控制在2%目標後，綜合考慮經濟活動、物價變化等因素，由現任央行行長黑田東彥提出的進一步量化質化的貨幣寬鬆政策（QQE），即帶有YCC的QQE。對於日本的YCC而言，當10年期的日本國債（Japanese government bond，JGB）利率觸及上限+0.1%（目前這個數字已經逐步升至0.25%）時，央行便開始介入市場。

YCC通過購買目標10年期國債，將該國債收益率壓低至0%的目標水平，使無風險收益率水平下降，進而引導信貸利率下行，刺激經濟增長，因此這也被稱為利率上限型管理政策。



回顧過去，YCC的提出確實起到了其應有的提振經濟作用，日本的出口有了顯著的改善。但不能否認的是，任何強有力的政策隨着時代的發展都會變成時代的禁錮。而當下日本央行獨樹一幟的政策態度是否應該堅持下去，以及會造成什麼樣的後果已經開始被市場所質疑。

## 日央行棄守 亞洲恐首被波及

對於全球利率市場而言，日本央行一旦退出YCC，其帶來的短期市場震盪將不可避免。眾所周知，日圓以其極低的利率已然成為世界金融市場的壓艙石。一旦日本最終退出低利率，那麼全球整體的無風險利率水平也將出現明顯抬升，對於全球利率體系而言，YCC幾乎可以被認為是最後一根「救命稻草」，一旦YCC退出歷史舞台，那麼全球利率水平在短期將很可能像「斷了線的風箏」一樣大幅抬升。

在極端情形下，日本YCC的結束很有可能會成為全球利率重新螺旋上升的發動機。我們也幾乎可以肯定，日圓利率的上升將會在第一時間傳導至世界各大金融市場。而作為亞洲最主要的經濟體之一，亞洲新興國家市場的金融市場將會明顯感受到第一波的壓力。

從日本國內的狀況來看，YCC在某種程度的「名存實亡」導致了市場一直有YCC即將終結的預期。首先，由於利率「畸低」，日本國債市場已經呈現出成交枯竭的窘態。由於利率太低，絕大多數機構都不願意購買日本國債，有媒體報道稱日本10年期國債近期幾乎處於零成交。但與此同時，由於YCC主要的控制目標是10年期國債利率，市場將主要的押注方向轉至更長期限（如20年國債），這也導致了市場出現了明顯的蹺蹺板效應——即10年期國債利率雖然基本尚能維持平穩，但更長期限利率已經在走高，這也意味着國債市場的定價因為央行和投資者之間的分歧而出現了明顯的分化，而這樣的分化大概率是無法維持太久的。換句話說，YCC政策已經部分失效或者已經難以完成其應有的使命。

與此同時，如果日本央行和財務省希望保持匯率的穩定，就需要將更多的希望寄託在美聯儲不會更快加息上，這意味着在外匯市場中日本的政策制定者除了干預之外，不會有更好的辦法來避免日本匯率在某個時點上再度崩場。而日圓的大幅度貶值也會

帶來嚴重的輸入型通脹，這又會在根本上威脅寬鬆貨幣政策。從這個角度而言，YCC的存在增加了管理匯率和通脹的難度。

但即使日本央行考慮退出YCC，其技術上也會存在相當大的難度。首先，日本央行如果考慮漸進式的抬升國債利率上限的方式來逐步退出，那麼部分投資者將很快拋出手中的債券——因為一旦開始調整，也就意味着利率的上行才剛剛開始。而換個角度來看，如果日本央行直接宣布全面放棄YCC，那麼其對全球金融市場帶來的衝擊可能將是快速且巨大的，考慮到英國減稅方案帶來的市場衝擊，日本央行任何一次大膽嘗試都可能引爆一個個火藥桶。

## 以財政政策舒緩通脹影響

更進一步來看，想要退出寬鬆貨幣政策，日本央行通常有兩個選擇：（1）出售其持有的政府債券，減少超額準備金，恢復私人銀行的資金需求；（2）提高超額準備金率（即支付給私人銀行超額準備的利率），而這是市場利率的下限。

第一種方案其實是有相當大風險的，因為央行出售所持政府債券會導致政府債券市場大幅下跌，考慮到日本央行巨大的持倉規模，想要順利拋出其實並不容易。所以日本央行大概率會選擇第二種方案，即提高超額準備金利率。但提高超額存款準備金利率也意味着在收取接近零利率票息的同時，日本央行需要支付巨額的利息，而這樣的一個「負現金流」其實意味着央行在某個時點上可能面臨着「技術性破產」。儘管「央行破產」只在理論中存在，但大規模的實際支出則意味着日本央行可能最終尋求財務省的幫助，而這可能意味着財政政策的再度擴張。而就在上周五日本央行宣布維持YCC政策的同時，日本政府決定追加29.1萬億日圓的經濟刺激計劃，以舒緩通脹帶來的對經濟的壓力。

稍微總結一下，我們會發現，在某種程度上堅持YCC可能是日本央行的被迫選擇，即使通脹可能已經失控，但被迫放棄或者調整YCC的風險和難度也一樣容易帶來新的失控。從這個角度而言，短期的市場平靜將孕育着中期的市場風險。同時，通脹的治理將更加長期化，通脹中樞的抬升也會是一個難以避免的問題，這也意味着整體利率將在較長時間內保持在一個較高的位置上。

# 押注聯儲轉鴿為時尚早

政經透視

鍾正生

平安證券首席經濟學家

美國三季度GDP（國內生產總值）數據強勁，但並不意味着經濟景氣度明顯回暖。

一方面，GDP增長結構並不健康。三季度美國GDP環比讀數的回升主要源於淨出口及政府支出的拉動增強，期內僅商品和服務淨出口對於實際GDP環比折年率的拉動就達到2.8個百分點。但與此同時，服務消費的拉動明顯走弱，商品消費、私人投資分項的拉動更是連續兩個季度為負，表明驅動美國經濟長期增長的力量正在回落。

另一方面，GDP數據具有一定滯後性，而高頻數據指向美國經濟景氣趨弱。例如，最新公布的10月美國Markit製造業PMI（採購經理人指數）已降至榮枯線以下，房地產市場開工、銷售持續走弱，消費者信心指數位於歷史低位等，均是美國經濟下行的信號。

與此同時，近期美債收益率曲線更加平坦化，尤其10年期（10Y）與3個月期（3M）美債利率倒掛，反映出市場對經濟的預期更為悲觀。在今年4月初的短暫倒掛後，7月上旬以來，10年期與2年期（2Y）美債收益率再次陷入倒掛，且倒掛程度最深超過50基點。10月18日以及10月25日以後，10年期與3個月期美債利差亦出現倒掛，為2020年新冠疫情後首次。美債收益率曲線進一步平坦化，反映出市場加息預期升溫的同時，對於經濟前景更加悲觀。

值得注意的是，與4月和7月相比，目前美債收益率曲線的形態特點與背景發生了變化，對衰退的指示意義可能進一步加強：

一是，與10Y-2Y國債利差相比，10Y-3M國債利差對於衰退的預測能力更強。4月初10年與2年期美債收益率倒掛時，與3個月美債收益率並未倒掛。而近期隨着美聯儲加息進程深入，預測能力更強的10Y-3M利差已開始倒掛。

二是，當前長端美債利率受QE（量寬）的壓制更弱。美聯儲資產購買對長端美債收益率具有直接影響，但對於短端利率影響較小。9月開始美聯儲已進入加速縮表階段，美聯儲購債行為對長端收益率的壓制已然減弱，此時美債收益率曲線所反映的信息更加「真實」。

三是，非美央行寬鬆對長端美債利率的壓制減弱。貨幣政策的溢出效應表明，其他主要經濟體央行的寬鬆政策會

通過資金回流渠道壓低長端美債收益率，產生與QE類似的效果。而今年7月以來，主要非美地區央行緊縮提速：歐央行開啟加息周期並結束資產購買計劃（APP）；英國央行加快加息節奏，且將於11月開始縮表；日本央行雖然維持收益率曲線控制（YCC），但事實上已經縮表。繼而，非美貨幣寬鬆對長端美債利率的反向溢出效應減弱。

但歷史經驗顯示，從美債收益率曲線的倒掛，到美國經濟陷入衰退，其間隔較長且不穩定：平均時長16個月，最長可達24個月。因此，目前難以從美債收益率曲線的形態，準確判斷美國經濟衰退的具體時點及衰退深度。

## 通脹預計維持高企

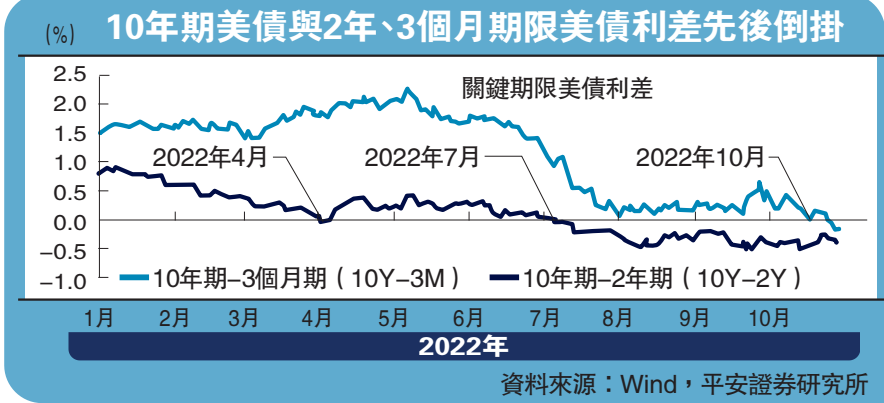
即使美國經濟走勢不如GDP數據般強勁，且衰退預期正在升溫，但當前押注美聯儲政策轉向仍或為時尚早。

首先，相比GDP，美聯儲更加重視就業和物價兩大「目標」。目前美國就業市場仍然強勁（9月失業率3.5%），遏制通脹仍是首要任務（9月核心PCE同比升溫5.1%）。

其次，儘管當前美國經濟距離衰退更近一步，但在衰退真正兌現前，需求收縮對於通脹的遏制效果並不明顯。從歷史經驗來看，通脹的大幅回落往往發生在衰退開始後，這在上世紀七八十年代表現得尤為明顯。

最後，未來幾個月的通脹形勢仍有不確定性。1）臨近冬季全球能源需求上升，而OPEC+（油組及其盟友）開始減產，全球能源供需格局仍面臨考驗。儘管近期歐洲天然氣庫存接近極限、價格出現回落，但這更多反映出其儲氣能力有限，並不意味着能源風險完全解除。2）美國房地產價格環比雖然開始回落，但同比增速仍處於高位，而房租增速通常又滯後房價增速一至兩年。考慮到房租在美國核心CPI中的佔比較高，短時間內美國核心通脹壓力很難明顯改善。3）當前美國員工工資同比、環比仍保持較快增速，10月密歇根大學消費者1年通脹預期反彈至5.1%的較高位位置，亦表明「工資—通脹」螺旋風險猶存。

因此筆者認為，11月2日即將召開的美聯儲議息會議，大概率加息75基點；而對於後續的加息路徑，尤其是12月的加息幅度，美聯儲或難明示一定會放緩加息，更可能保持一定程度的模糊，為政策的調整留有餘地。對於投資者而言，短期仍需警惕市場的波動，即衰退交易與緊縮交易之間的博弈。



# 樓價吸引 聰明錢入市撈底

樓語縱橫

楊永健

世紀21，Q動力總經理

股市時刻都可能風雲變色，近日美股開展反彈行情，過去半個月無論道指、納指、標指均表現不俗。總括而言，上月道指已從低位反彈逾4000點（截至上周五），升幅逾一成並重返兩個多月前的水平。美股反彈的同時，港股持續疲弱，上月底更出現小型「股災」，恒指單日急跌1030點，創出近13年來單日最大跌幅。美股、港股各走極端，市場未來又會有何變化？

今次股災實屬預料之外，惟本港股市早已步入「熊市」，恒生指數自去年5月開始持續疲弱，其間跌幅一浪高於一浪，按去年5月29151點高位計，跌至最新約14700點水平，累計跌幅接近一半，加上加息周期未完結，市場憂慮環球經濟或會陷入衰退，港股持續疲弱是預計之內的事，跌市早已經來臨。

那麼接下來投資者最關心的問題是，現在是時候入市撈底嗎？股市中不少公司的股價已跌至近年新低，個別高息股的息率亦已達至相當吸引的水平。同樣在樓市，不少大型屋苑的呎價已跌至近3、4年低位，如太古城呎價跌至1.5萬元以下的水平，嘉湖山莊呎價更跌至8000至9000元的低位，沙田第一

城入場費低於400萬元。無論股市、樓市均已跌至吸引水平，自然會有買家趁低吸納。

當然，有人會認為現在是「恐懼的開始」，把手頭上的單位售出，將手上的股票放售，但同時亦有人會認為「股災」是入市的好時機，正如股神巴菲特所言，「當別人恐懼的時候我貪婪，當別人貪婪的時候，我戒慎恐懼」（When other fear I greed, the greedy when I fear），當市場出現恐慌性拋售，往往成為部分人趁低吸納的好時機。

## 吸引人才 帶來置業需求

展望後市，新一份施政報告積極「搶企業、搶人才」，推出多項措施培養及留住本地人才，亦會引進更多海外人才來港發展，取消「優才」來港配額，並推出高端人才通行證計劃，合資格外來人才在成為香港永久性居民後可申請退還港置業已繳付額外的印花稅。換言之，合資格人才在來港七年後，便可申請退還已繳付的買家印花稅及額外新住宅印花稅。

上述政策推出勢必吸引已來港或計劃來港的人才在港置業，對後市亦有一定支持作用。此外，新盤市場經過短暫整固後，近日發展商推盤轉趨積極，相信本月新盤市場勢必回升，市場可望逐步回暖。