

日本退出負利率並不徹底



日本央行歷史性地退出了實行多年的負利率政策和YCC（收益率曲線控制）政策等超級寬鬆政策，但日圓反而大幅貶值，日股表現突出。聲明公布後，美元兌日圓在波動中從149附近再度貶值到150以上，基本回吐了3月以來的漲幅；日經225指數也在波動中重新翻紅，再度突破40000點；日本10年期國債收益率也回落到0.77%。

市場為何反應如此「不尋常」？筆者認為，這或與日央行提前的預期引導，以及此次政策調整較為溫和，並未徹底退出寬鬆政策等因素有關。

其一，日央行退出了「負利率」，但實際影響有限。日央行採取的是三層存款利率體系，負利率並非針對金融機構的所有準備金，僅針對政策利率賬戶內的資金，即金融機構過多的、存放在日央行中的資金。

從歷史數據來看，該部分資金比重相對較小。截至2月份，政策利率賬戶資金佔比僅5%左右。加之，市場此前已經預期日央行將退出「負利率」。因而，這一政策調整對金融機構以及實體經濟的影響相對較小。

其二，日央行並未完全退出寬鬆。日本央行強調，鑒於當前的經濟和通脹前景，預計寬鬆的金融條件將暫時維持，當需要放鬆政策時，將考慮各種工具。此外，日央行表示，如果長期利率快速上升，將作出靈活操作，如增加對國債的購買量和進行固定利率的國債購買操作等。

根據日本央行資產負債表顯示，截至2月，過去一年，日央行購買了14.3萬億日圓的國債，持有日債比例已經超過53%。

其三，YCC政策背後的隱形壓制仍在。2022年12月，日央行將10年期國債利率波動範圍從正負0.25%擴大至正負0.5%；2023年7月將波動範圍擴大到正負1.0%；2023年10月，日央行又進一步放鬆YCC政策，僅將長期收益率1%上限作為參考。

2023年10月的調整相當於實質上地放鬆YCC的限制，此後日本10年期國債利率短暫地逼近了1%。但後面又有所回落，2024年以來日本10年期國債利率基本在0.6%至0.8%的區間波動。

日央行雖然取消了長債利率的目標區間管控，但對於徹底退出寬鬆仍保持

謹慎，並且強調若長期利率快速上行將作出反應，日央行的隱形壓制仍未完全消除。

其四，日本央行停止購買ETF和J-REITS的影響微小。日央行宣布停止購買ETF和J-REITS，但從存量規模上看，ETF與J-REITS規模在日央行總資產的比重相對較小，截至2月，二者合計佔比不足5%。

從增量變化上來看，自2021年以來，日央行已幾乎不再增持這兩類資產。其中，2023年J-REITS資產淨流出8億日圓，ETF淨流入也僅為2100億日圓，並且自2023年10月起淨購買量為0。因而，儘管日央行宣布不再購買這兩類資產，但對市場的影響相對有限。加之，日央行也未表明未來將如何處置存量的ETF與J-REITS資產。

日圓日債短線仍弱

日本經濟和通脹前景有待觀察。一方面，雖然日本在2023年經濟增長相對強勁，但自2023年下半年以來，拉動日本經濟增長的主要是外需，這很大程度上是受美國的經濟韌性和日圓的持續貶值的影響。而實際上，內需在2023年下半年以來表現並不好，2023年第三季與第四季分別拖累經濟增長0.1和0.2個百分點。後續日本內需能否在加薪之下有所提振，還有待觀察。

另一方面，儘管今年「春鬥」薪資增長5.28%，但能否如央行預期的形成良好的「工資—通脹」螺旋還有待考察。因而，在經濟增長面臨一定風險，以及是否能持續和穩定實現2%通脹目標仍有待觀察的情況下，日央行在進一步收緊貨幣政策方面或保持謹慎。

考慮到美國經濟韌性仍偏強，美日經濟差距依然明顯；美日利差持續維持在3.5%以上的高位；加之，日央行貨幣政策仍在持續寬鬆，日圓或日債短期表現或仍弱，海外資金大幅調整的概率或相對有限。

若日央行進一步收緊，影響如何？一方面，一旦寬鬆政策進一步收緊，股價可能面臨調整壓力；另一方面，日本股債的調整，也會導致部分金融機構投資的虧損，增加金融機構的經營成本，甚至破產風險。

此外，日本是全球海外淨投資規模最大的經濟體，隨着日本貨幣政策的進一步調整，利率的上行，可能也會帶來資金的部分回流，將對日本海外投資資產產生一定擾動。例如，從日本海外投資分布來看，日本證券投資主要集中在美國，尤其是美國的長債。

樓市撤辣 買家加快入市



特区政府終於果斷行事，全面撤銷困擾樓市多年的辣招，並且取消壓力測試及提高按揭成數。今次特区政府沒有再分階段減辣，而是一刀切將以往的調控措施都解除，反映出穩定樓市的決心。如此大刀闊斧的舉措，當然有助於樓價回穩，同時亦會加快準買家的入市決定，近期成交明顯轉旺，已印證了這一點。

筆者從事地產行業多年的經驗所得，敢於在風高浪急時「人棄我取」，在市場始終只佔少數；其餘大部分人都抱着「寧買當頭起」的心理。當樓價有跡象回升，買家就不會再有太多猶豫、快速入市。當然，選擇現在入市，心理上也好過一點，起碼入市後不會出現賬面身家即時縮水。

筆者相信撤銷辣招之後，原本被三項辣招阻撓的客源，將會陸續重新投入市場，令成交驟增。例如買家印花稅（BSD）取消後，就令外地人來香港買樓變得更划算，不用額外多付一成或以

上的稅款；而很多外地買家不想名字曝光，會用有限公司購置物業，變相亦可慳一成有多的稅款。至於取消新住宅印花稅（NRSD）後，想多買一個物業收租或是預留給子女的人，就毋須在現有物業「拆名」出來，或是借親人的名來購置。最後則是額外印花稅（SSD），取消後亦會帶動有意換樓的買家盡早考慮換樓，平賣平買。

炒家面對風險未減

沒有了SSD後，有些人可能會擔心樓市再出現炒風，但其實炒賣活動在什麼產品中都會有，不是房地產的獨有現象。大家要認清一點，就是世上沒有零風險賺取回報的炒家。

炒家們願意「真金白銀」地去承受風險，能夠賺錢固然是時勢所造就出來，但也是他眼光和膽識所帶來的回報。在樓市下行的時候，炒家要承受的風險，比其他置業者都來得大。筆者在過去數十年，已見證過不少炒家，因為樓市滑落，結果連沒頂。

任何投資產品都是有風險的，所以筆者認為，任何準備入市的買家及投資者，總要量力而為，也要有心理準備面對市況的突變。



樓市強心針 廖偉強

內地金融業高質量發展及高水平對外開放，香港作為國際金融中心，應有自己的使命與擔當。



國家主席習近平表示：「要以制度型開放為重點推進金融高水平對外開放」。此舉為加強內地支持香港國際金融中心建設指明了方向，也清晰地勾畫了未來香港與內地金融合作模式，圍繞高質量發展新理念、新要求，金融業發展正在進行戰略調整。內地在構建中國特色現代金融體系的同时，加快制度型開放，提高金融資源配置效率，增強國際競爭力 and 影響力，香港國際金融中心在其中應有自己的使命與擔當。

內地金融開放 香港充滿機遇



內地金融業高質量發展及高水平對外開放，對香港國際金融中心建設產生直接影響，主要體現在以下幾個方面：

其一，構建便利實體經濟的跨境政策框架，將為香港金融業帶來重大業務機會。內地提升跨境金融服務能力，以更好服務實體經濟為依歸，根據市場主體真實需求，加快調整跨境政策體系，一是促進本外幣政策協同及一致，如推進本外幣結算便利化，出台本外幣一體化跨境融資、跨境資金池政策，合併QFII（合資格境外機構投資者）和RQFII（人民幣合資格境外機構投資者）政策，形成制度型開放政策集成，提升了香港金融機構服務跨境客戶能力；二是降低資本市場准入門檻，提供投資交易便利，滿足境外機構增持人民幣資產的需求，這些措施會吸引全球資金流入香港、機構進駐香港，以香港為平台進入內地市場，為香港金融業帶來連鎖金融服務。

互聯互通縱深發展

其二，推動金融市場互聯互通向縱深發展，有助於提升香港國際金融中心地位。互聯互通是金融業制度型開放最典型的體現，為新興市場國家推進資本市場與國際接軌提供了範本，也是內地支持香港國際金融中心建設的強有力的抓手。通過內地與香港金融基礎設施連接，兩地投資者可按照所在地監管制度、交易方式跨境買賣另一個市場的金融產品。由於符合本地投資習慣，並省去跨境手續，該模式受到普遍歡迎。而跨境資金採取的閉環管理，實現了風險可控，便利於將互聯互通試點擴展至更多領域。儘管倫敦等地亦與內地開展互聯互通項目，但香港作為互聯互通境外主著陸場可長期維持，形成香港國際金融中心的一大特點。

其三，穩慎扎實推進人民幣國際化，會充分利用香港離岸人民幣業務樞紐。回顧香港人民幣清算行設立20年、人民幣國際化啟航15年歷程，香港一直擔當人民幣國際使用試驗平台，較好地完成了各項試點工作，積累了抵禦全球風險的經驗及能力。未來香港的作用將會更加突出，一是堅

持市場驅動和企業自主選擇，利用香港匯聚境外人民幣使用主體的優勢，激發人民幣創新動能，推動人民幣在境外用起來，形成人民幣國際化生態圈；二是加快完善金融基建，增強香港清算行功能，不斷向周邊地區及「一帶一路」沿線輻射，鞏固全球人民幣業務網絡效應；三是發揮香港超級聯繫人作用，在促進中國與各國貨幣合作中發揮作用，形成新型互利本幣結算機制，提升人民幣貨幣功能，積極參與國際金融治理。

推進人幣回購業務

今年1月人民銀行在國務院新聞發布會上宣布了一系列增強兩地金融合作、支持香港國際金融中心建設的舉措，包括「三聯通、三便利」六項措施，涵蓋投資、徵信、理財、置業和數字金融等多個領域。六項措施大體上可分為三組：

第一是規則銜接機制對接的舉措，這裏包括：1）推動內地債券成為國際市場普遍接納的擔保品；2）支持境外機構投資者開展內地銀行間債券市場債券回購業務，目標是以優質人民幣債券為紐帶連接在岸和離岸兩個人民幣市場，激活人民幣資產的抵押功能，推進人民幣回購業務，完善人民幣國際使用市場機制。

隨着人民幣國際化深入進行，香港離岸人民幣市場不斷成長，但相比歐美貨幣成熟離岸市場仍存在短板，市場深度不足。例如，近年來香港人民幣利率波動大、流動性管理難問題一直沒有得到很好解決，除了離岸人民幣資金池規模較小外，市場機制不健全、不成熟也是一個重要原因。去年以來離岸人民幣融資業務反彈，對資金需求明顯增強，更有必要以創新思維推進離岸人民幣市場建設。

發展離岸人民幣回購業務，關鍵是要有充足的擔保品，特別是要有評級較高的人民幣債券或票據。近年來人行在香港啟動離岸人民幣央票發行並形成規模，但整體市場規模較小，發展回購業務缺乏擔保品。若能打通兩個市場，一方面允許境外投資者在境內參加回購交易，在需要時隨時可從境內獲得流動性；另一方面允許境外投資者以境內債券為抵押在境外開展回購交易，促進境外人民幣循環使用，從而形成掉期與回購互為補充、更加健全的離岸人民幣市場。

此次人行與金管局的決定，以金管局內人民幣流動資金安排為試點，接納內地國債和政策性金融債作為合資格擔保品，債券通投資者可通過向金管局抵押北向通持倉的合資格債券，便可使用人民幣流動性安排。金管局表示，將進一步拓展境內債券的抵押功能，盤活境外投資者的持倉，推動境內債券成為國際市場常用抵押品。人行則進一步支持境外機構投資者，開展內地銀行間債券市場債券回購業務，提升國際投資者參與內地債券市場的深度和廣度，鞏固香港連結境內和境外市場的獨特角色。

第二是開放市場擴大業務的舉

措，這裏包括：1）正式落地實施跨境理財通優化措施；2）進一步深化數字人民幣在香港的跨境試點等兩項措施，在已推出的金融市場互聯互通項目及跨境金融科技合作基礎上，提供更多便利，擴展業務範圍，促進兩地居民跨境理財及消費活動，升級制度型開放的效果。

跨境理財通方面，2021年跨境理財通推出，豐富了金融市場互聯互通的內涵。去年大灣區三地居民參與跨境理財通的個人投資者數量、跨境資金匯劃金額及產品投資餘額增幅均有所加快，顯示了一定的市場發展前景。今次三地同步出台新修訂的跨境理財通實施細則，除了調整投資者准入條件、投資者額度、合格產品範圍、參與機構種類等有助於擴大業務規模的舉措外，也進行了一些機制完善及優化，如規範銷售機構及合作機構跨境宣傳銷售行為，探索區內金融機構跨境展業新模式。

數字人民幣方面，香港積極參與數字人民幣跨境使用試點。人行與金管局簽署合作備忘錄，開展跨境數字人民幣技術測試及持續業務驗證，允許內地居民赴香港旅遊時使用數字人民幣在香港商戶進行消費，支持香港居民以銀行賬戶及其他手段充值數字人民幣，實現數字人民幣系統與「轉數快」互聯互通。在此基礎上，人行與金管局宣布擴大數字人民幣在香港試點，支持更多機構的參與，進一步便利香港居民開通和使用數字人民幣錢包。

加強跨境徵信合作

第三是打通堵點釋放活力方面，推出的舉措包括：1）便利港澳居民在大灣區內地城市購房將資金匯入；2）開展跨境徵信合作等兩項措施，主要是根據大灣區內個人及企業跨境金融服務需求，針對目前存在的政策痛點難點，打通資金及信息「任督兩脈」，突破業務發展瓶頸，形成制度性開放優勢。

跨境購房資金匯入方面，港澳居民到大灣區內地城市發展，產生較強的購房置業需求。儘管監管機構及房地產主管部門認可該跨境金融服務，但一直沒有出台相關政策指引，業務開展過程客觀存在堵點，如一手房首付款匯入、二手房交易結算缺乏政策依據而無法辦理。此次人行和外管局出臺便利化措施，明確銀行辦理港澳居民在大灣區九個城市購買一手房及二手房有關人民幣和外匯匯款及結算的流程和要求。

跨境徵信合作方面，隨着大灣區建設加快進行，企業跨境融資需求愈來愈大，兩地銀行希望通過更便捷的徵信資料跨境流動，形成高效的業務聯動機制及優質客戶跨境服務體系。此次人行與金管局宣布，擴大深港跨境徵信合作試點範圍，便利深港企業跨境融資，並會簽署諒解備忘錄，搭建跨境徵信互通政策框架，以深圳和香港互通為起點，落實試點工作，未來將逐步擴大試點範圍。

