

日元升值的矛盾現象

李永權

投資縱橫談

3月11日，日本福島大地震，引至海嘯吞噬大片日本土地及核電廠爆炸洩漏幅射。幅射影響幅員之廣，連遠在福島之南的一些東京居民和外國人也避難暫離東京。如此巨大災難，日本經濟中短期定必受到重創。日本央行在3月14日宣布注資15萬億日元進入市場、15日再注資8萬億日元、16日5萬億日元、17日6萬億日元，四天下來共注資34萬億日元。在如此大量的注資下，日元不跌反升，而且升勢急、幅度大，在3月16日美國紐約市場，更創76.25日元兌1美元戰後以來新高。

日元強勁升勢，大出市場所料，打擊投資者智慧。回顧美國聯儲局應對金融海嘯的襲擊，大量注資美國金融市場。美元在大量供應下，匯價節節下滑，符合供求關係理論。這幾年來，發生在日元匯價的現象卻不時脫離常理，令人費解。有人說，日本人的國民質素高，日本機構及日本人目睹國家遭受重大自然災難和經濟困難時，會紛紛把海外資金匯回日本救市。於是，造成日元匯價上升。不過這說法在上星期被日本財務部反駁，日本官方否認近日日元匯價急升是資金回流的結果，還表示事實剛好相反，一些日本機構投資者認為目前應是買入外國債券（讓資金外流）而非投資日元資產。日本財務部說近日日元匯價大幅上升是投機活動造成。

另一市場說法是，國際市場內的日元套利交易拆倉，令大量日元回流日本，做成日元匯價大升。問題是為甚麼套利者選擇在這時候拆倉？套利活動是銀行慣用的財技。方法之一，在同一貨幣市場借短錢放長錢，在穩定的利率情況和正常的孳息曲線下，短錢利率低、長錢利率高，借短放長便可套取升息。方法之二，當某一貨幣的利率較其他貨幣低很多，並且該貨幣流通量大及匯價較穩定時，則借入該貨幣並把它兌換成其他較高息的流通貨幣套利。

日本央行在 2001 年 3 月推出首輪量化寬鬆貨幣政策後至 2006 年 3 月完結，在這五年期間，日本央行維持零息隔夜利率。由於日元是繼美元和歐元後的國際貨幣，國際銀行和投資基金視日元為最佳的套利對象。它們借入大量短期日元，在現貨市場及貨幣掉期市場兌換到其他較高息的貨幣作套利活動。當日元短期利率上升或者當日元匯價上升，套利者可能蒙受損失，套利拆倉盤便會出現。當套利者把外幣兌換回日元特別是當然日元被一窩蜂兌換時，日元匯價便急促上升。這說法有很強的理據，但是拆倉盤究竟有多大量？相信日本央行官員也回答不來。為甚麼呢？日元的流通和日元衍生工具市場不單在日本市場出現，也出現在在美國和歐洲。在歐、美、亞三大洲市場的日元活動情況，要清楚掌握有如天方夜談。

日本央行研究員在 2007 年作過較為仔細的探討，發覺日元套利活動不單是國際銀行的自家坐盤活動，也是它們予對沖基金的融資活動。日本研究員從美

資銀行在日本設立的分行的資產負債表與美資銀行總行的資產負債表的相應變化中發現，美資銀行在日分行從日本貨幣市場借入短期日元（一般是隔夜錢），有些還發行武士債券（外國發債體在日本發行的日元債券）籌集資金。它們把借入的日元在日本兌換成美元借給總行，然後總行把美元借予對沖基金投資到不同的市場和資產上。

這兩年來，國際金融市場出現這麼的現象：當國際金融市場動盪或者國際政治氣候惡化，日元和美元變成「資金避難所」，大量國際資金流向日元和美元，造成二者的匯價上升。事實上美國國庫債券是資金暫時避難的適當場所，但日本國債主要由日本機構持有，不應是一個好的資金避難所。市場傳聞，當國際金融市場波動影響日本本土經濟時，在商言商，日本機構調回資金自救自然不過，因為國內銀行收縮信貸，日本企業在本土難借到錢。但以上星期為例，日本央行大量注資，怎麼樣也說不通回流的資金是那末的衝動？何況日本人難道不明白搶高日元匯價對日本的出口會做成打擊？！

本文前面說及國際對沖基金向美資銀行借入資金作炒賣和投資之用。當投資市場市況轉惡，對沖基金沽貨還錢予銀行，銀行收回貸款後便把美元在現貨市場和貨幣掉期市場兌換回日元。日元一下子成為搶手貨幣，促使幣值急速上升。

日本經濟依賴出口，而近半的出口金額以日元結算。那些入口日本貨的各地商人見日元匯價上升，唯恐損害利潤，便跟著買現貨日元或作日元掉期安排，

日元在實際用家的需求下被搶高。

炒家從來借勢行事。上述的套利拆倉活動和國際貿易實質需求給予國際炒家可乘之機，在日元火上加油，令日元升勢加劇。

當環球股市大跌，日元和美元匯價便上升，是今時今日的市場現象。而這也正好讓投資者把日元匯價上升作審視環球股市前景的一個指標。日元自過去大半年，反覆上升，近日更借日本國內自然災難創出戰後新高。這現象極有可能顯示今年環球股市未如一般投資者想像一般樂觀。

這兩年多以來，環球三大經濟大國和地區先後遭受大沉重的經濟打擊，先有美國，繼有歐元區，現有日本。餘下來只有中國和印度等經濟新興國家依然站穩，可是它們正受到高通脹及一些社會事件困擾。經濟大國受重創，除推出自救措施外，必會在明在暗拖拉其他國家下水，甚至借辭挑起國際事端從中漁利。它們的貨幣政策便是殺人不見血的冷武器。「量化寬鬆」正是其中之一。

今時今日，天災不停人禍不絕，分散於不同類別的資產，應是最恰當的投資策略。

二零一一年三月十九日