



張文晶
經濟研究員
Tel: 28266192
anniecheung@bochk.com

別高估日本央行新招的成效

日本央行的貨幣政策框架作出重大改革，透過引入長期利率目標，希望藉此令孳息曲線更為陡峭。自今年 1 月底實施負利率以來，孳息曲線趨向平坦，對銀行的利潤造成衝擊。市場視日本央行的新招為利好因素，日本的瑞穗、三菱東京日聯以及三井住友這三家大型銀行的股價應聲上揚。可是，新的貨幣政策框架能否做到孳息曲線陡峭化也成疑問。

買債操作更為靈活

日本央行新的貨幣政策框架改以控制孳息曲線為重心，短期利率方面維持基準利率在 -0.1%；同時設定長期利率目標，將 10 年期國債孳息率維持在大約 0% 水平。儘管購買國債規模保持每年 80 萬億日元不變，但操作上有更大的彈性。

第一，取消了買債平均年期的目標。故此，日本央行在操作上對買賣不同年期的國債能更為靈活。

第二，日本央行的買債行動將持續至通脹升逾 2% 的水平。日本仍未走出通縮的泥沼，7 月份 CPI 同比下降 0.4%，為連續第五個月呈現萎縮，最新的通脹目標顯得遙遙無期。也就是說，日本央行的買債行動仿如 2012 年聯儲局的開放式 QE，在買債的時間上沒有設限。

負利率政策令孳息曲線趨向平坦

圖一的藍線是日本央行宣佈負利率前夕的孳息曲線，3 個月期與 30 年期的差距為 118 個基點。日本央行推行負利率，進一步推低日圓的借貸成本。與此同時，日本的實體經濟未見起色，企業的投資意欲不高，這鼓勵泛濫的資金用於投資金融資產。加上日本國債是傳統的避險資產，故受到投

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

資者熱烈的追捧。日本國債的價格上升，孳息率則下降。自實施負利率以來，整條孳息曲線往下移及變得更加平坦。紅線顯示 7 月 27 日的孳息曲線，3 個月期與 30 年期的差距已大為收窄至 55 個基點。而在 9 月議息前，投資者轉向拋售國債，尤其是 2 年期至 10 年期的情況更甚。綠線顯示的是 9 月議息前夕的孳息曲線，2 年期至 10 年期部分較紅線同段明顯陡峭。不過，綠線的 3 個月期與 30 年期的差距為 75 個基點，仍低於日本央行實施負利率前。

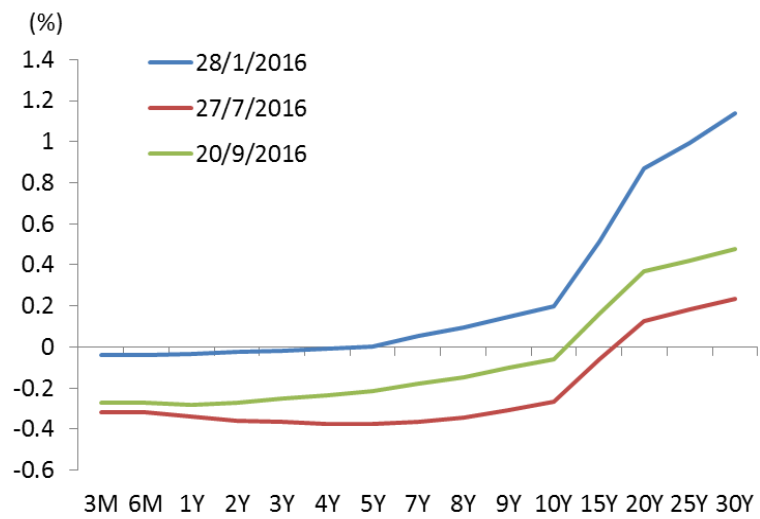
孳息曲線陡峭化或未能如願

孳息曲線陡峭化意味著一方面要壓低孳息曲線前端年期的息率，同時提高後端年期的息率。要達到這個效果，日本央行應該要買入短期國債，並沽售長期國債。在新的貨幣政策框架下，日本央行的買債操作是有更大的彈性。可是，日本央行能夠按計劃實行的空間其實不大。

日本央行自 2013 年 4 月開始實施 QQE，買債方面非常進取。日本央行已經變成國債市場的最大投資者，手持的規模已佔整體的 38%。除非日本政府大大增加發債的規模，否則日本央行在市場上吸納更多各年期的國債的難度越來越大。目前，日本 10 年期國債孳息率約 -0.05%，略低於日本央行設定的大約 0% 的目標，其買債操作應該是沽售 10 年期國債。而現時日本央行手持的國債組合中，以 10 年期為主，佔比為 36%，沽售的操作應該問題不大。而 10 年期以下共佔 38%，10 年期以上及其他(包括浮息及通脹指數國債)則共佔 26%。日本央行作為國債市場上最大的投資者，其短中期國債的比例遠超過長期國債，說明日後日本央行要真正實行“買短沽長”是不容易的。

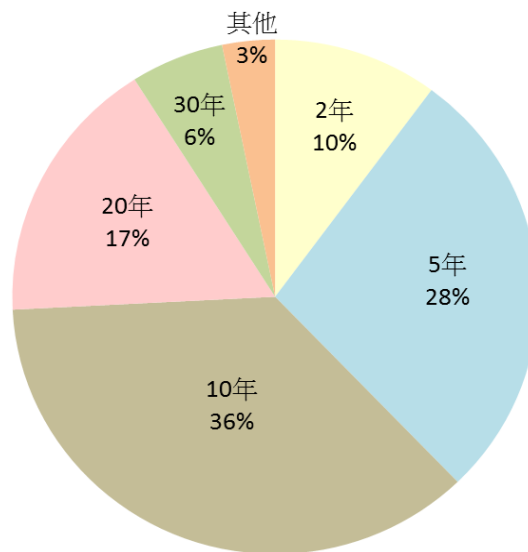
其實，要做到孳息曲線陡峭化，最有效的方法是提高基準利率水平。但日本央行表示，未來有需要時，可進一步下調利率。也許孳息曲線陡峭化只是難以實現的願景。

圖一：孳息曲線比較



資料來源：彭博，中銀香港經濟研究

圖二：日本央行的國債組合(截至 2016 年 9 月 9 日)



資料來源：日本央行，中銀香港經濟研究

近期報告

- | | | | |
|-----|---|---------|-------|
| 1. | 中國究竟有沒有銀行危機的風險？ | 戴道華 | 09.23 |
| 2. | 深港通會重演滬港通行情嗎？ | 蘇傑 | 09.21 |
| 3. | 未來數月一手住宅銷情料將保持活躍 | 蔡永雄 | 09.20 |
| 4. | 如何看待中國的影子銀行問題及其風險 | 戴道華 | 09.19 |
| 5. | 未來可能改變金融市場的金融科技 | 劉逸飛 | 09.15 |
| 6. | 重振全球貿易和投資 出路在哪裡？ | 柳洪 | 09.13 |
| 7. | 「沙盒」(Supervisory Sandbox)是中銀香港在金融科技領域的突破機遇？ | 關振球 | 09.09 |
| 8. | 匯率貶值壓力下資產負債調整 | 戴道華 | 09.09 |
| 9. | 歐央行負利率和量化寬鬆政策略有成效 | 蔡永雄 | 09.08 |
| 10. | RQFII額度管理模式改革便利境外投資者 | 花鋒 | 09.06 |
| 11. | 人民幣外匯交易排名升至全球第八位香港穩居最大的人民幣外匯交易中心 | 應堅 | 09.02 |
| 12. | 首只人民幣SDR債券今日正式面世 | 應堅 | 08.31 |
| 13. | API應用將顛覆銀行業的商業模式 | 張文晶 | 08.30 |
| 14. | 聯儲局只會在貨幣寬鬆的路上愈行愈遠 | 卓亮 | 08.29 |
| 15. | Jackson Hole年會能否給出加息的確切信息？ | 鄂志寰、蔡永雄 | 08.26 |
| 16. | 中國投資增長減速的得與失 | 戴道華 | 08.22 |
| 17. | 香港財資中心機遇下，銀行業發展大有空間 | 劉逸飛 | 08.17 |
| 18. | 深港通提升兩地市場互聯互通並為香港國際金融中心注入新動力 | 鄂志寰、蘇傑 | 08.17 |
| 19. | 匯率貶值下人民幣國際化重新上路 | 戴道華 | 08.17 |
| 20. | 二季度香港經濟勝預期 | 蔡永雄 | 08.12 |