

日圓續偏軟 日股隨時飆

投資者應多手準備

國際視野



Pierre Gave

GaveKal
亞洲區研究部主管

過去日本一直被視為投資者的墓地，事實上，日經指數在過去20年一直長期表現欠佳。大部分的基金經理若想跑贏大市（特別是涵括日本股票的MSCI亞洲指數），最容易的方法就是不投資日本市場。然而，正因為全部人都減持日經股票，只要出現稍為樂觀的消息，日本股票便會在短時間內暴漲。因此，近日日圓的發展就非常有意思。

對日本本地及國際的投資者而言，當前最大的問題是，究竟日圓回落及日股上揚是否已經成為新趨勢？事實上，自2月初日本央行宣布今年通脹目標定為1%，日圓對各主要兌換貨幣均錄得下跌（兌美元及韓圓均跌逾9%，兌歐元則跌8%），日圓偏軟下，日本股票，特別是出口行業就受惠。

央行會議僅增行業貸款

那近期日本資產價格回升是否只是「曇花一現」（head-fake）？還是深切轉變之始？打算從昨日（譯按：16日）日本央行的會議中獲得頭緒的投資者很可能感到失望。除了重申維持1%通脹目標外，日央行的公布不多，僅有擴大對高增長行業貸款規模，由2萬億增至5.5萬億日圓，2萬億日圓當中一半為美元貸款。

上述消息並不會令日圓走强。反而美國經濟數據穩定改善，加上日本企業的財政年度即將完結（日企絕

對希望日圓回落，從而令股票上揚），日圓似乎篤定會向下行。現階段而言，亦好難想像什麼因素會改變這個走勢。顯而易見，如16日日本央行想拖後腿也無補於事。日企的破產新聞及歐洲混亂的情況也不太可能會影響市場，除非真的出現重大且出人意料的變化（如法國也出事）——但多得歐洲央行的慷慨，這情況短期內仍不太可能發生。

現階段日圓難扭轉弱勢

事實上，要抓破頭皮去想什麼可扭轉日圓弱勢，唯一可能性是中國出於重商主義在外匯市場干預（以確保日本競爭力偏弱）。但是這仍然非常不可能，除非：（1）日圓遠遠弱於現水平；（2）就算干預也要待中國今年稍後順利完成政治換屆。因此，當日本貨幣基數已連續12個月以兩位數增長下（縱使增長已由2011年4月的25%按年同比增長，減速至2012年2月的12%增長），筆者認為現時很可能處於結構性「弱日圓」環境中（雖然筆者可能會看到在3月財政年度完結時，日圓回升，日經指數回落情況）。這意味投資者應藉着結構性買入日經指數股票及沽日圓，同時或要考慮以下交易：

（一）如果，正如筆者相信，日圓由現時開始便是結構性弱勢貨幣，在每次升市中，賣日圓買美元（或者加元，新加坡幣，人民幣或任何讀者想賣的貨幣）便很合理。不幸地，現時兌主要貨幣的相對強弱指數（RSI）已連續14日高於70水平，日圓短期內已經頗為超賣。但在任何調整時，筆者均會考慮這些交易。

日股暫超買 長線仍低估

（二）當日圓持續偏軟及當地貨幣基數持續擴張，日本出口及股市很可能繼續表現強勁。利用此觀點最容易賺錢的方法依然是買賣日經期貨（因這減低匯率風險）。但不幸地，正如前述，近期快速變化或意味市場已出現某程度超買……雖然在日股的長期圖表



日圓自2月起急跌



◀日本加銷售稅，大型零售商的利潤率可能因而遭受蠶食。圖為日本大型服裝連鎖店Uniqlo在東京銀座的分店。

（資料圖片）

上，按年變動仍然只是很小的升幅，而相對其他主要已發展市場，日本仍是被低估（按股價對帳面值或是股價對銷售而言）。

日債券料隨大市下跌 可沽空

（三）環球央行再次活躍，加上經濟恢復增長，將會引致環球債券息率回升。現階段而言，日本亦不能在環球債券大跌市中置身事外。從這一點來看，沽空孳息率少於1厘的10年期日本政府國債，現時仍是很好的風險回報建議。

（四）當然，要留意的是，如果長期利率開始上

升，便會有人提問日本會如何集資應付財政赤字（現時，日本從債市籌得資金多於其稅收）。基於大量本土人士持有日本國債，主權國的信用違約互換交易（CDS）並不是最佳方法去博日本出現信貸違約，事實上，更值得博的是買入會受加銷售稅影響的公司的CDS及/或者沽出公司的股票。（大型零售商會被銷售稅蠶食其利潤率，依靠公共開支為主要收入的公司，如電信、建築、鋼鐵等行業則會因政府開支難以維持而不利）

無論如何，資金確持續流入日本，在過去一段時間，投資日本變得十分刺激的事。