

買日股較沽日圓更易賺錢

國際
視野

Pierre Gave
GaveKal亞洲區
研究部主管

筆者現時的投資信念主要是，2013年股市的主要驅動力會由政府政策回歸到基本經濟因素。筆者從來沒有預期這是一條坦途，因為環球經濟繼續出現矛盾的信號。

上星期，已經看到數據顯示，美國的經濟增長輕微走軟（因為就業數據比市場預期疲弱，製造業和服務業的採購經理指數亦令人失望，但並不可怕）。但是，筆者仍然相信，「5月沽貨離場」（sell in May and go away）的傳統「炒股智慧」今年將難以應驗。只不過，經過6個月的強勁反彈後，股票市場出現短期回調，確是有可能的。

日股去年底已由政策驅動

現時需要確認實際的經濟增長，才能夠推高股市，而不是要央行使出更多「雜耍」。當然，這個信念的一大例外是日本。不像美國、中國，甚至歐洲，自去年11月開始，日本股市很明顯已經由基本經濟因素帶動，變成由政府決策驅動（日本的基本經濟因素仍然維持慘淡）。

現在從日本央行看到的，是將購買國債的規模增加一倍，將持有國債的平均年期由3年延長至7年（亦即購買更多長債），以及要在兩年內實現將通縮變成2%通脹的目標。這些措施確實大膽。事實上，股票投資者沒有從日本市場取得甜頭，已經差不多有20年了！

在日本令人意想不到地推出具侵略性的貨幣政策之下，很明顯，有兩項投機活動有可能獲利。第一，是沽空日圓。第二，是購買日本股票。

這兩種活動現時都已經有很多人參與，至少在大玩

家方面是如此。由去年11月起，日圓已經貶值了20%，日經225指數更大升了45%（以日圓計），很多投資者都相信，兩者無可避免會有些調整。但鑑於日本央行最近的行動，這種謹慎心態仍是言之過早。

日圓跌至100 或遇國際阻力

正所謂「瘦田無人耕，耕開有人爭」，加上日本央行行長黑田東彥的驚人氣魄，在短期內，日圓的確有可能繼續貶值，日本股市亦可能繼續上漲。但是，較長遠來說，我們相信，購買日本股票，可能會比沽空日圓要有利可圖得多。

這部分是因為基本經濟因素。日圓兌美元的匯價已經跌至合理甚至偏低的水平，若跌至低於1美元兌100日圓的水平，可能會遇上國際阻力。

相比之下，日經指數仍是世界上最廉宜的主要股票交易所指數。有別於美國的標準普爾指數、德國的DAX指數及英國的富時指數（FTSE），日經指數仍然比它在2007年的水平低30%（與1990年的歷史高位相比，還要低55%）。雖然不太明顯，但購買日股仍然比沽空日圓少人參與得多。

日經指數仍比07年低30%

事實上，購買日本股票（同時沽空日圓買美元或歐元，以作對沖）仍然是非常少數人的行為，甚至是逆勢投資者的行為。當然，這不是說我們的大型對沖基金客戶，它們當中很多已經大手購入日本股票，就像沽空日圓般進取。

但是，槓桿大玩家可能會忽略，當他們在貨幣市場稱霸時，他們持有的日本股票，相對於傳統的長揸投資者，卻只是冰山一角。印象中，這些真正的金錢玩家絕大多數仍然抱懷疑態度，沒有投入日本市場。

自1990年以來，長線投資者已經多次在東京股市損手。所以，對於僅僅使用「貨幣再膨脹」（Monetary Reflation）的手段是否可以解決日本經濟的根本問題，他們仍然極度懷疑。鑑於日本的人口結



筆者認為，在日本令人意想不到地推出具侵略性的貨幣政策之下，沽空日圓及購買日本股票兩項投機活動均有可能獲利。圖為日本央行行長黑田東彥。（路透）

構，其企業管治水平，以及它近期在創新方面的失敗，股票投資者的懷疑最終可能會證實是正確的。

但是，日經指數未來幾個月由貨幣政策驅動的强大升幅，將會迫使長揸的機構投資者開始購買日股，即使他們未必相信日本的復蘇故事。這個向上的勢頭，最終也會吸引到日本龐大的民間儲蓄存款，後者已經以現金方式存放了20年。

向上勢頭將吸引民間儲蓄投股市

極端的「貨幣再膨脹」可能會成功解決日本經濟的問題，也可能會失敗，但它很可能會推高資產價格。鑑於日本央行上周的驚人舉動，這個過程才剛剛開始。對於投資者來說，沽空日圓、購入日本股票可能會繼續在相當時間內非常有利可圖。