



投資總監慧眼

梁啟棠, 國際財富管理 首席投資總監

日圓升值，全球資產重組

*The Path to a Strong Yen Era –
Bracing for the Unwinding of Near-Zero-Cost Trades*

11 September 2026



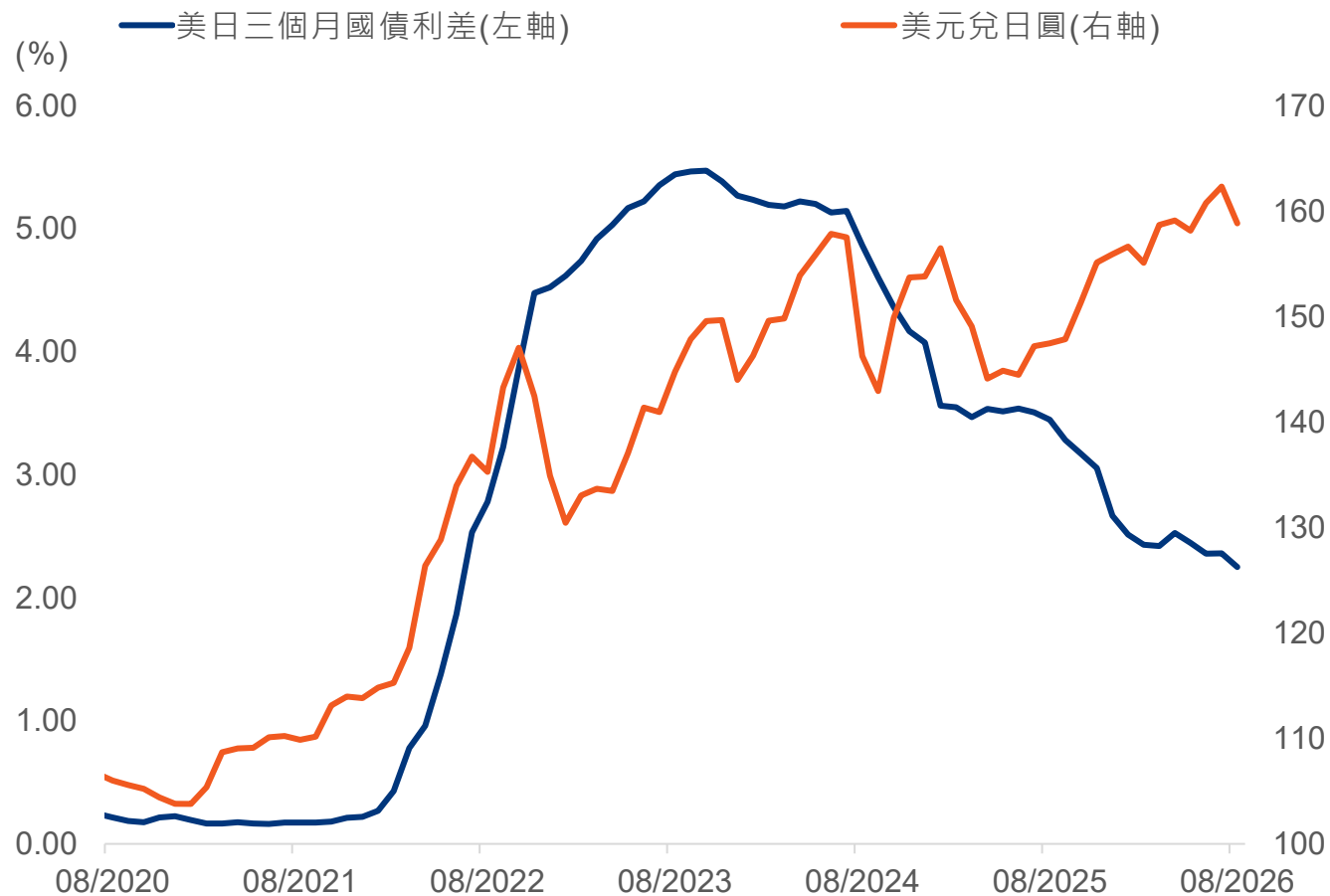
邁向強勢日圓的時代

投資摘要

- 美日利差縮小預示日圓走強。日本銀行透過讓利率正常化來抑制通脹並防止日圓持續貶值，此方法預期比政府直接干預外匯市場更具效果。
- 透過利用接近零成本的日圓融資購買海外資產的時代即將結束。最新數據顯示，日本拋售的美國國債中有97%集中在短天期債券。同時美國經濟數據疲軟可能加深市場對美日政策利率路徑分歧的預期。若利差進一步縮窄，或將對美國市場造成動盪。
- 任何因日圓走強引發的全球拋售，最初期的影響將是由全球流動性緊縮和負面情緒驅動的評價下修衝擊日本市場。然而，市場歷經初期的震盪之後，受惠強勢日圓與利率上升的特定產業將迎來布局良機：銀行與金融、公用事業、進口導向的零售/必需消費品、國內電信及服務業。

倘若日圓大幅升值？

匯率避險後的美日利差已降至最低水準



資料來源：Bloomberg · 凱基證券整理

強勢日圓將改變市場格局

接近零成本的日圓套利交易或將迎來終結

- **情境：**若美元兌日圓從156.3升值至135，將代表日圓兌美元相對升值15.8%。
- **催化劑：**日本銀行持續推動利率政策正常化，美日政策利差縮小；同時在美元走弱的總經環境下，日圓走強趨勢亦將進一步加強。
- **第一階段：**套利交易去槓桿和波動率上升，將對日本出口商以及全球流動性風險資產造成壓力。
- **第二階段：**日本的資金配置和領漲類股將輪動至日本國債、銀行股、進口導向的企業以及國內價值型股票。

日圓套利交易解析



美國傾向採取干預手段

若不透過干預手段，美國利率/孳息率將被迫上升以維持資本流動的穩定性



干預規模

2024年第二季為9.79兆日圓；2024年第三季為5.53兆日圓；2026年7月30日至8月26日為15.40兆日圓。

協調訊號

日本與美國於2026年7月31日確認買入日圓進行聯合干預，促使日圓急速反彈。

政策方向一致性

日本銀行政策利率於2026年7月31日達到1.00%；更強勢的日圓需透過利率預期與資金流向來強化日圓趨勢。

為什麼日圓不能維持弱勢？

弱勢日圓將國內家庭的購買力轉移至賺取海外收入者

- 日本對進口燃料的依賴，使日圓匯率成為貿易條件的關鍵變數：日本2022年的石油需求有97%是依靠進口。
- 日本銀行指出，近期的弱勢日圓與原油價格上漲是推升進口與消費品價格的因素，對家庭實質收入造成壓力。
- 出口商雖可受惠於海外收入的匯兌盈利，但過去五年來日本一直是淨進口國(出口減去進口)。強勢日圓有助縮小貿易赤字。
- 由於當前消費、薪資動能與通脹預期的重要性，已超越過去「弱勢日圓有利出口商」的敘事，政策兩難的局面逐漸加劇。

傳導機制

弱勢日圓

進口成本上升

實質收入下降

消費疲軟 / 通脹風險上升

高市早苗表示將於必要時發行債券以支撐財政支出

較高的利率與孳息率將支持資金回流日本

- **取代基本財政盈餘目標：**高市早苗顯著降低「基本財政盈餘」目標的重要性，將財政重點轉向促進GDP成長，藉此降低整體的債務占GDP的比重。
- **2040年願景：**高市早苗的長期經濟藍圖旨在於2040年前，動員日本官方與民間聯合在17個戰略領域投資超過370兆日圓(約2.28兆美元)。而其最終目標是使日本的長期經濟成長率倍增。
- **聚焦高科技與半導體：**日本政府正將大量資金挹注於人工智慧(AI)、半導體、綠能、太空開發及機器人技術，以確保國家供應鏈及技術保持領先地位。
- **加快國防支出：**高市早苗加快了日本的國防建設支出規模，此加速推進計畫旨在2026年3月前將年度軍事支出提高至GDP的2%，這比前任政府的時程提前數年。
- **通脹緩解與減稅：**為減輕生活成本上升的壓力，高市早苗實施了大規模的補助預算以資助家庭的能源補貼，並積極調整免稅額門檻以及臨時性燃料減稅。

這些政策皆需資金支持

美國長天期國債是否正面臨拋售壓力？

數據尚未顯示美國長天期國債遭到拋售

- 截至2026年6月，日本投資人淨拋售了710億美元的美國政府債券。
- 其中幾乎全部(約690億美元)為短期國庫券(一年內到期)。
- 而長天期票據與債券的淨拋售額僅為30億美元。
- 該數據之所以重要，是因為市場普遍認為日本的拋售推升了長天期美國國債孳息利率。但事實上，97%的拋售集中在短期國庫券。
- 這與我們先前的觀點一致，即中短期美國國債可能比長天期債券面臨更大的下行風險。

美債30Y-5Y利差 – 熊市平坦化



美國資產拋售初期可能會將壓力傳導至日本

階段	對美國資本市場之影響	對日本資本市場之影響
1.初期衝擊	日圓融資槓桿平倉；高Beta資產面臨流動性驅動的拋售	日經指數中的出口導向企業與全球風險資產遭同步拋售；日本國債/外匯波動率上升
2.重新定價	若日本投資人需求疲軟，國債期限溢價與信用利差可能擴大	出口收益預期下修；與國內利率敏感型類股的走勢分化
3.重新配置	分散美元配置與增加防禦性部位	日本國債、銀行、保險公司及對進口導向的內需企業表現將相對較優

傳導機制：

美國風險資產虧損導致全球流動性收緊 → 槓桿投資組合降低曝險 → 日本股市將先承受流動性衝擊；然若後續政策方向維持可信度，日本國內資產將具相對價值。

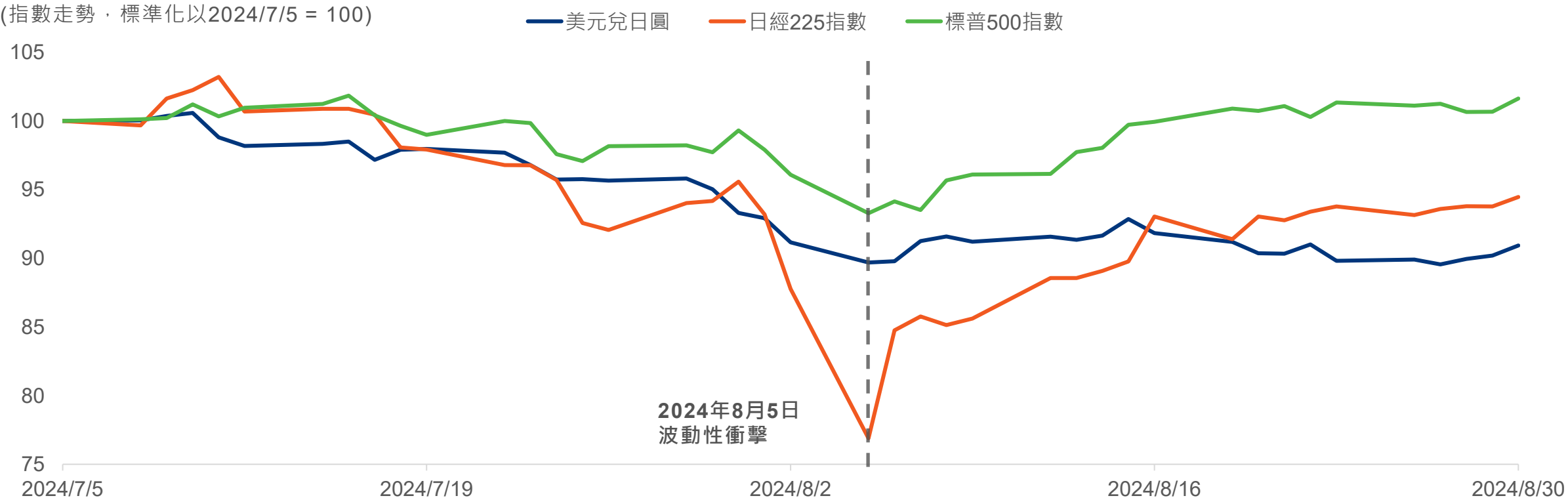
資料來源：凱基證券整理

似曾相識 – 2024年8月事件回顧

在確認贏家與輸家之前，國內市場將面臨初期衝擊

日圓波動造成的衝擊在產業表現分化之前，可能會先引發資產共同避險的階段

(指數走勢，標準化以2024/7/5 = 100)



資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

市場變化帶來超額報酬機會：日本的潛在贏家

金融業與仰賴進口的企業

產業	為何能在強勢日圓/高利率環境中受惠	具代表性之上市企業
銀行與精選保險公司	放款淨利差(NIMs)/再投資孳息率擴大，且國內利率結構趨陡	三菱日聯金融集團(MUFG)、三井住友金融集團(SMFG)、瑞穗金融集團(Mizuho)、東京海上控股(Tokio Marine)
公用事業與城市燃氣	美元計價的燃料採購成本降低；費率轉嫁能力可能改善利潤前景	關西電力(Kansai Electric)、東京瓦斯(Tokyo Gas)、大阪瓦斯(Osaka Gas)
進口導向零售/必需消費品	較便宜的海外商品、食品原料及能源可緩解成本壓力	宜得利(Nitori)、永旺(Aeon)、Seven & I
國內電信及服務業	穩定的日圓營收及家庭實質收入前景改善	NTT、KDDI、軟銀(SoftBank Corp.)

資料來源：凱基證券整理

市場變化帶來負超額報酬機會：日本的潛在輸家

海外收益(出口商)、入境消費與日圓融資的評價支撐

產業	為何在強勢日圓環境中面臨逆風	具代表性之上市企業
汽車製造商與出口商	換算後的海外收益下降；價格競爭力可能面臨壓力	豐田(Toyota)、本田(Honda)、日產(Nissan)、馬自達(Mazda)
半導體設備/精密機械	海外營收佔比高、面臨匯兌損失，以及潛在的避險情緒導致評價下修	東京威力科創(Tokyo Electron)、愛德萬測試(Advantest)、發那科(Fanuc)、基恩斯(Keyence)
綜合商社/環球資源企業	與美元掛鈎的利潤和股息換算成日圓後減少	三菱商事(Mitsubishi Corp.)、三井物產(Mitsui & Co.)、伊藤忠商事(Itochu)
入境旅遊、百貨公司與休閒娛樂	對海外遊客而言日本消費變得更昂貴；非必需消費的敏感度增加	高島屋(Takashimaya)、三越伊勢丹(Isetan Mitsukoshi)、JR東海(JR Central)、東方樂園(Oriental Land)

資料來源：凱基證券整理

免責聲明和重要說明

香港：本文件是由凱基證券亞洲有限公司(「凱基」)編製。上文所載資料乃保密訊息，並不擬發佈予公眾人士或提供予置身或居住於任何法律上限制凱基或其關聯成員發放此等資料之地區的人士或實體使用。本文件及其任何資料不得以任何方式轉發予他人。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券、保險或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本文件所載的資料，不得在美國、或向美國人士(即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司)或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本文件內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以作為投資專業意見。所有投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應該該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據) 未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

香港市場以外的交易風險 在其他司法管轄區的市場或交易所進行的交易可能會讓你面臨額外的風險。此類市場受到的監管，與香港提供的投資者保護相比，這些監管可能會提供不同或減弱的投資者保護。你在此類市場或交易所進行交易之前，你應該詢問及了解與你的特定交易相關的任何規則，你可能需要承擔稅務影響、貨幣風險和額外交易成本。在香港以外地方收取或持有的投資者資產，是受到有關海外司法管轄區的適用法律及規例所監管的。這些法律及規例與《證券及期貨條例》(香港法第 571 章)及依該條例訂定的規則可能有所不同。因此，此等投資者資產可能不會享有賦予在香港收取或持有的投資者資產的相同保障。只有當你完全了解相關外國市場的性質以及你面臨的風險程度時，你才應考慮在香港市場以外進行交易。你應根據你的經驗、風險狀況和其他相關情況仔細考慮此類交易是否適合你，並在有疑問時尋求獨立的專業建議。你應確保熟悉並了解海外市場交易的相關規則，包括是否有任何有關持股限制的規則以及相關的任何披露義務。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及僱員可不時就上文所涉及的任何證券擁有權益。

複雜產品「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。投資者應就複雜產品審慎行事。投資者可能會損失全部投資金額或會蒙受大於投資金額的損失（如適用）。就發行人提供未經香港的證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應該該要約審慎行事。就被形容為已獲證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介，及證監會認可不等如對該產品作出推介或認可，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。如獲提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。一些複雜產品僅供專業投資者買賣。在作出任何投資決定前投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點和風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

債券不等同於定期存款，不受香港存款保障計劃保障。債券持有人會承受各種不同風險，包括但不限於：(i)信用風險：債券的利息及本金是由發行人支付。倘發行人違約，債券持有人可能無法收回利息及本金。債券持有人須承擔發行人的信用風險。信用評級機構給予的信用評級並非對發行人信用可靠程度的保證；(ii)流動性風險：一些債券的二手市場可能不活躍，到期前賣出時可能需要時間；(iii)利率風險：當利率上升時，定息債券的價格一般會下跌。你如希望在到期前將債券出售，所收取款項可能會低於閣下購買時所支付的價格。除非你完全明白並願意承擔與之相關的風險，否則不應投資於債券。

投資涉及風險，證券及基金單位價格可升可跌，過往表現不代表將來。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及之風險因素)之全文)。基金的投資須承受正常市場波動及基金所投資之相關資產固有的其他風險。由於政治、金融、經濟、社會及/或法律條件的變動並不在基金經理的控制範圍內，儘管基金經理已作出努力，但亦不能保證一定能夠達致有關基金既定之投資目標。因此，閣下可能不能收回投資於有關基金之原有投資金額，甚至有可能損失大部分或所有最初投資。此外，有關基金之任何過往表現，不應被視為該基金的未來表現之指引。並不保證可取回本金或獲支付任何回報。某些基金只可以作為一項中長線投資。基金所作出的某特定投資有可能因市場深度或需求不足或因市場干擾而未能及時及/或以合理的價格輕易進行平倉或抵銷。基金所作出的投資可能變得欠缺流通性或流通性欠佳，尤其是在市場動盪或經濟存在不確定性的時期，因此，基金所作出的投資的流通性會影響基金滿足閣下之贖回申請的能力。基金的投資可能集中於專門行業、投資工具或特定國家等。該等基金的價值可能較為反覆波動。同樣地，投資於專門行業或特定國家的基金可能須承受有關個別行業或國家的集中風險。投資於股票的基金須承受一般股票投資之市場風險。股票的市場價格可升亦可跌。影響股票價格的因素有許多，包括但不限於本地及全球市場的投資情緒的變化、政治環境、經濟情況、商業及社會狀況以及與發行人有關的特定因素。就非主動式管理的基金(即指數基金)而言，基於基金固有的投資性質，基金經理並沒有酌情權就市場之轉變作出調整。就此，指數基金或會因在全球與其所投資之指數有關之市場板塊下跌而受到影響。指數基金須承受追蹤誤差風險，即其表現不一定準確追蹤該指數的風險。概不能保證在任何時間均可準確或完全複製所投資之指數的表現。

新加坡：This document is provided for general information and circulation only, and is not an offer or a solicitation to deal in any securities or to enter into any legal relations, nor an advice or a recommendation with respect to any financial products mentioned herein. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any recipient hereof. You should ensure that you understand the risk(s) involved and should independently evaluate particular investments and consult an independent financial adviser before making any investment decisions. All information and opinions contained herein is based on certain assumptions, information and conditions available as at the date of this document and may be subject to change at any time without notice. 免責聲明：本文內容僅做為一般資訊散佈用途，不構成任何證券投資的要約或招攬、成立任何法律關係、也不表示針對所提到的金融商品提供建議或推介。它並沒有考慮您的特定投資目標、財務狀況及個人需求。在做出任何投資決定前，您應確保您已瞭解所涉風險，並應獨立評估及諮詢專業投資顧問。此處提供的所有資訊及意見是依據本文作成日期所獲得的特定假設、資料及條件為基礎，因此可能在未經通知的情況下隨時變更。