

林俊泓 , CFA
研究部主管
ryan.lam@shacombank.com.hk
+852 2841 5283

經濟月刊

2025 年 8 月 19 日

暗渡陳倉

- 銀行與保險公司對日本國債的吸收能力應約150兆日圓。反觀日本央行，在過去十年斷斷續續也買入國債，目前倉位已膨脹至500兆日圓。單單依靠金融機構，恐難讓日本央行安然從QQE試驗脫身。
- 與1998至1999年間日本資金局造成的動盪直接比較並不合適。日本央行沒有面對其負債結構的日曆重置。日本央行無論在今年或未來，都不急於賣出持有的日本國債。
- 我們同意，日本央行不傾向動用大量現金續購日本國債。但其審慎取態基於另一個原因：缺乏交易活動。這是國債市場功能失效的象徵。
- 即使日本央行選擇緩慢加息，交易員也會為了日本央行加快其不言而喻的退出計劃而加息。



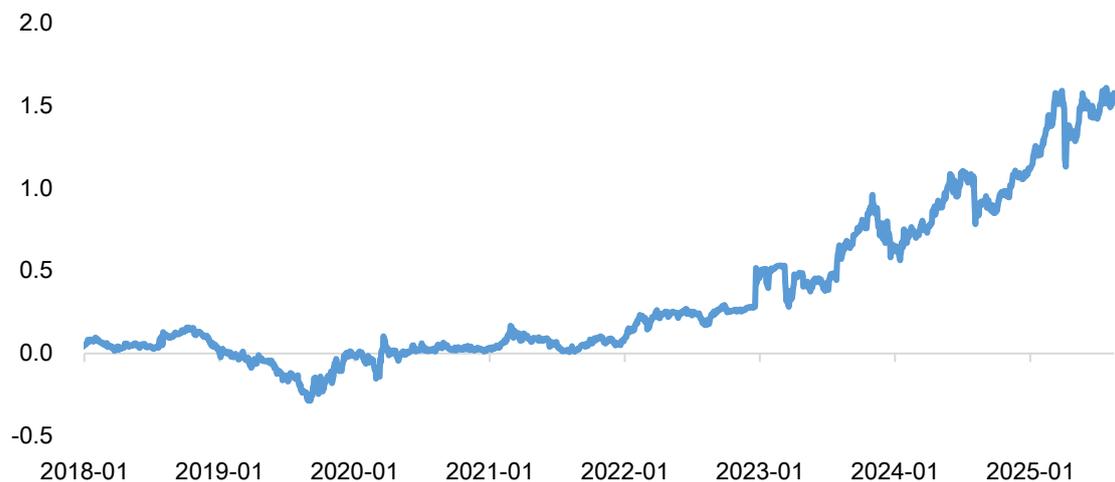
上海商業銀行
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

主題研究

特朗普一手策劃的貿易戰爭變得混亂無章，讓美國的盟友和敵人都感到困惑。誠然，不少底牌已被揭開，但很難說我們居住的世界現在是比「解放日」時更糟糕還是更好。無論如何，交易員總算得到喘息空間，並吞下「TACO」。那怕對生活成本危機的多番抱怨，山姆大叔總會讓投資者活得精彩。

能夠察覺危機，總算是重要的自救技能。故此，我們的天線又開始轉動起來。倘若市場真的忍夠了，我們認為最有可能出現在日本國債收益率曲線的長端。日本十年期國債債息確實重新測試並成功突破了 1.5% 的防線。當日本國債重新成為市場焦點時，往往是不祥之兆。

圖表 1: 日本10年期國債 (%)



資料來源：彭博、上海商業銀行

其比希臘更糟糕的財政困境，可能不只僅僅引起毫不歉意的聳肩。透過將銀行的利率風險限制在一級資本的 15% 以下，日本存款銀行估計最多可吸納總值 213 兆日圓的日本國債 (Samikawa and Kubota., 2024)。目前，他們已經持有 115 兆日圓的日本國債，意味著餘下的吸納空間約為 98 兆日圓。至於保險公司，考慮到其債券組合久期較長的特性，我們進一步將其貼現係數設定為 0.5。合總計算，銀行與保險公司對日本國債的吸收能力應約 150 兆日圓。反觀日本央行，在過去十年斷斷續續也買入國債，目前倉位已膨脹至 500 兆日圓。單單依靠金融機構，恐難讓日本央行安然從 QQE 試驗脫身。



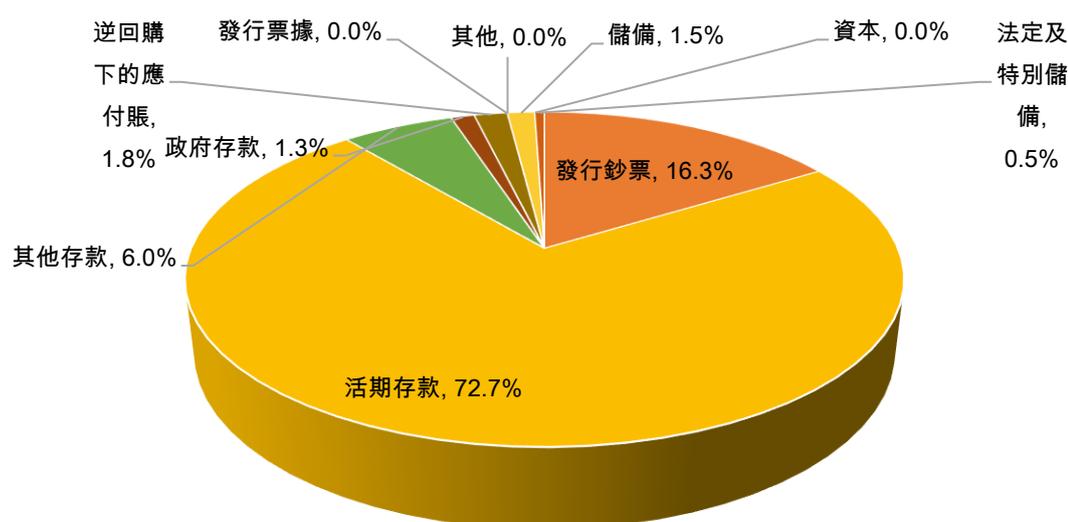
上海商業銀行
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

如斯，日本央行即陷入兩難局面。其統治性的存在，實為日本國債至今並未崩盤的主要原因。問題是，央行支援具持續性嗎？翻看史書，確實存在眾多令人不安的前例。長期追蹤的分析師，不可能錯過日本資金局(Trust Fund Bureau)帶來的震撼。在 1990 年代，肩負養老金和郵儲投資的日本資金局，在高峯期一度持有高達三成的日本國債。命途多舛，十年前委託給郵局的存款在九十年代末大量到期，並集體外逃。從日本國債市場撤退，驟然成為了資金局的首要任務。市場知悉這次地毯式的炸彈行動，十年期日本國債收益率在 1998 年底飆升超過 100 個基點。

也許聽起來有點的難以置信，但日本央行早已非「吳下阿蒙」。目前，日本央行沒有面對其負債結構的日曆重置。其負債結構主要由活期存款組成（見圖 2）。所見即所得：受大量無息存款保障，日本央行無論在今年或未來，都不急於賣出持有的日本國債。

圖表 2：日本銀行負債結構 (%)

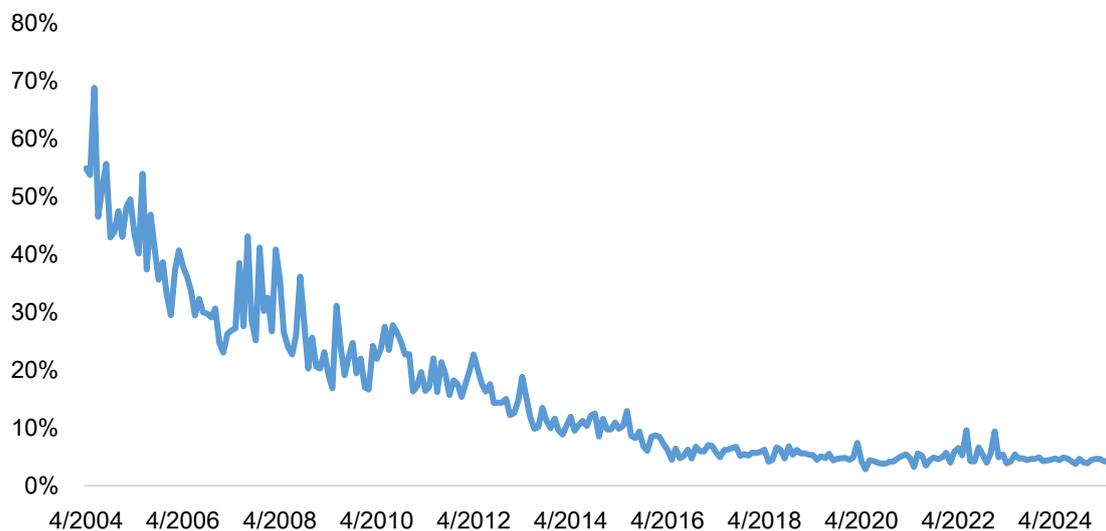


資料來源：日本央行、上海商業銀行

我們同意，日本央行不傾向動用大量現金續購日本國債。但其審慎取態基於另一個原因：缺乏交易活動。現時日本國債每月交易量少得可憐，僅佔未償還金額的幾個百分點。當決策者模糊了貨幣及財政政策的邊界，讓狼群守護羊群的利益，便要付出市場功能失效的代價（見圖 3）。當然，日本央行明白原則與姿態的分別。而原則必須付出代價，否則便稱不上原則。即使日本央行選擇緩慢加息，交易員也會為了日本央行加快其不言而喻的退出計劃而加

息。日圓長倉還是保留了制高點。

圖表 3：日本國債每月成交量（佔餘額百分比）



資料來源：CEIC、上海商業銀行



上海商業銀行
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

英國

得益於公共開支增多，6 月份的月度數據表現強勁。由於補充存貨已接近尾聲，且家庭需求未有回升跡象，因此未來仍有下行風險。

歐盟

特朗普與歐盟達成約 15% 關稅率的貿易協議，條件是歐盟採購 7,500 億美元的軍事設備和於當地投資 6,000 億美元。已宣布的關稅的直接成本約為 GDP 的 0.5%。

日本

個人消費將保持彈性。然而，我們應該關注出口在搶出口熱潮過後的潛在下降。



美國

經濟表現放緩，就業數字下修顯示關稅對中小企的負面衝擊逐步浮現。

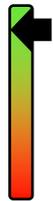
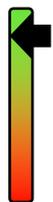
中國內地

製造業投資和新貸款減少，以及零售業銷售數字不甚理想，都顯示反內卷的推動和財政刺激逐漸減弱所帶來的收縮影響。



上海商業銀行
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

外匯展望

美元 	增持 中性 減持		儘管通脹升溫的證據越見明顯，但美元在進入盛夏時仍處於下行趨勢。特朗普試圖欺壓聯儲局提供半厘減息，為達摩克利斯之劍。眼下，勞動市場數據的影響力比通脹更大，我們有鴿派傾向，因為關稅要開始在中小企業身上留下印記。
歐羅 	增持 中性 減持		歐洲大陸的經濟動力未見明顯好轉，但剩餘的減息預期難以完全消除。歐元組合仍將主要受美元牽引，哈塞特獲得提名的可能性或為歐羅帶來上行空間。
英鎊 	增持 中性 減持		英國央行對就業疲弱仍相對無動於衷。較強勁的薪資或強於預期的通脹皆可能強化英國央行鷹派的憂慮。英國財政大臣李韻晴可能會在秋季推出財政緊縮措施以平衡收支，從而減輕長端利率曲線的壓力。我們仍預期英鎊將會偏強。
人民幣 	增持 中性 減持		人民銀行似乎願意容忍更多的外匯波動。展望中、美息差收窄，中國出口商或將加速結匯。然而，獲利沽盤可能掩蓋了結匯訂單。
日圓 	增持 中性 減持		隨著日本首相石破茂排除辭職的可能性，引伸波動率穩步走低。但這為另一場動盪埋下伏筆，因為要求石破辭去首相職務的呼聲可能會越來越高。對於滯脹的恐懼將加強日圓作為滯脹對沖工具的吸引力。
澳元 	增持 中性 減持		澳洲的生產力在過去十年完全沒有進步。另一方面，由於政府寬減措施到期，通脹將轉向攀升。澳元或獲得鷹傾的澳洲央行支持，但上行空間卻受結構性經濟疲弱所限。
紐元 	增持 中性 減持		儘管速度並非驚人，但經濟放慢的跡象卻一點一滴正在累積。該國仍處於「得過且過」的環境，這可能導致 11 月進一步降息。



上海商業銀行

SHANGHAI COMMERCIAL BANK

近期研究報告

雪泥鴻爪 	2025年8月1日
寧靜致遠 	2025年7月31日
攻心為上 	2025年7月21日
作繭自縛 	2025年7月18日
以靜制動 	2025年6月19日
葉公好龍 	2025年6月12日
明鏡難懸 	2025年6月2日
其動也闕 	2025年5月26日
高曲和寡 	2025年5月15日
寧遲勿謬 	2025年5月8日
皇權長存 	2025年5月6日
愠而致戰 	2025年4月29日
草木皆兵 	2025年4月11日
兵連禍結 	2025年4月3日
以身入局 	2025年3月26日
如箭在弦 	2025年3月20日
人生正道是滄桑 	2025年3月14日
疾如風、徐如林 	2025年3月6日
牛刀小試 	2025年2月27日
金鼓雷鳴 	2025年2月20日
吹皺春池 	2025年2月13日
靜雨無聲 	2025年2月4日
活在當下 	2025年1月24日
燭火不息 	2025年1月15日
2025 全球經濟與外匯展望 	2025年1月8日
事以密成 	2024年12月19日
落子不悔 	2024年11月8日
蜻蜓點水 	2024年11月6日
暗渡陳倉 	2024年9月19日
其怪自敗 	2024年9月5日
兵貴神速 	2024年8月23日
定而後能手靜 	2024年8月15日
重整旗鼓 	2024年8月7日



上海商業銀行

SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

注意事項 - (投資附帶風險)

以下風險披露聲明不能披露所有涉及風險，亦不會考慮本行概不知情的情况。投資涉及風險，投資者可能須承受重大損失。證券、基金、債券、及其他金融工具之價格及收益或外匯匯率可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣投資產品未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往業績並不代表將來的表現，基於個別市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。本檔所述的產品未必適合所有客戶。投資決定是由客戶自行作出的，但客戶不應投資在投資產品，除非仲介人於銷售該產品時已向客戶解釋經考慮客戶的財務狀況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。客戶不應只跟據本檔作任何投資決定，而須自行評估本檔所載資料，並考慮該等投資是否適合客戶本身的特定財政狀況、投資經驗及投資目標。客戶如對此資料或有關銷售文件有任何疑問，應就有關投資的法律、法規、稅務、投資及財務可能產生的後果尋求獨立及專業的意見(包括本地及海外投資可能涉及的遺產稅及紅利預扣稅及其他稅務責任等)，以確保客戶明白該等投資的性質及風險，從而考慮該等投資是否為適合客戶的投資。

證券投資風險：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。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。客戶透過滬港通及深港通投資A股前，應確保已閱讀及充分瞭解本行滬股通/深港通服務資訊，包括有關詳情、交易細則、風險、收費、限制及注意事項。詳情請向本行職員查詢。

基金投資風險：基金價格有時可能會非常波動。基金價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣基金未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的基金銷售檔，以瞭解基金更多資料，包括但不限於風險因素。客戶須謹慎考慮該基金是否適合客戶自身的財務狀況、投資經驗及目標。有關基金之詳情，請參閱基金說明書。基金之認購須受現行監管規定及本行條款及細則所約束。本行分銷產品發行人/基金管理公司的基金，而有關基金是產品發行人/基金管理公司而非本行的產品。對於本行與客戶之間因銷售過程或處理有關交易而產生的合資格爭議(定義見金融糾紛調解計劃的金融糾紛調解的中心職權範圍)，本行將與客戶進行金融糾紛調解計劃程式；然而，對於有關產品的合約條款的任何爭議應由產品發行人/基金管理公司與客戶直接解決。



上海商業銀行
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

債券投資風險：債券投資並非銀行存款，且帶有風險，亦可能導致本金的損失。客戶應注意，投資於以非本土貨幣結算的債券將受匯率波動的影響，可能導致本金出現虧損。除非其保證已列明於有關之章程中，否則一般投資並未獲得本行的任何保證或擔保。債券價格有時可能會非常波動。債券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣債券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，本行並不保證債券存有二手市場，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的債券銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。

人民幣現時不可自由兌換，其每日之兌換金額均受中國內地及香港之監管機構所限。將境外人民幣(CNH)兌換為境內人民幣(CNY)是一項貨幣管理程式，須遵守由中國政府實施的外匯管制政策及限制。概無保證人民幣不會在某個時間貶值。人民幣產品受匯率波動而產生獲利機會及虧損風險。客戶如將涉及的人民幣資金兌換為港幣或其他外幣，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。外幣投資受匯率波動影響，可能帶來虧損風險。客戶應注意投資海外投資產品時的貨幣風險及如將外幣兌換為港幣或其他外幣時，可能因外幣匯率變動而蒙受虧損。投資產品的回報以該產品基本貨幣計算。如客戶的本土貨幣與投資產品的基本貨幣或參考貨幣不同，匯率變動或會減低客戶的投資得益或擴大客戶的投資損失。

本檔由上海商業銀行有限公司刊發及完全擁有。本檔所表達的預測及意見只為一般的市場評論，並不構成投資意見或保證回報。上海商業銀行有限公司及其聯繫公司及/或其高級職員、董事、代理人及僱員可以其名義買賣，可能有持倉於所有或任何於本檔中提及的外匯、證券或投資項目。上海商業銀行有限公司可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得佣金或其他費用。客戶進行任何交易前，應先考慮有關經濟利益及風險，並顧及法律、法規、信貸、稅務及財務等事宜，以決定是否適合作出投資。本檔所載之資料及任何意見，並不代表上海商業銀行有限公司以主理人或代理人身份邀請或提請任何人士購買或沽售任何外匯、證券、基金、期貨、期權或其他金融工具、或提供任何投資意見或服務。

雖然本檔所提供之資料，均來自本銀行認為可靠的資料來源，但本銀行不能亦不會保證或承諾此等資料俱為平確、有效、可靠、及時或完整。上海商業銀行有限公司並不保證此等資料適合在某一特定用途，或對此負上任何謹慎責任；亦不會對任何人因使用本檔所提供之資料，或此等資料的失確或遺漏而引致的直接或間接損失負上任何民事侵權行為責任、合約責任或其他責任。所有資料如有變更，並不會作出預先通知。本檔內部份或任何內容可視為前瞻性陳述，當中涉及

風險及不穩定因素，客戶須注意，實際結果可能因多種因素、風險或經濟狀況而與前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。未經上海商業銀行有限公司預先作出明確的書面同意前，本檔不得以任何方式複印、分發、披露(全部或任何部分)或出版作任何用途。上海商業銀行有限公司對由於使用及/或依賴上述資料或內容而引起的任何損失概不負責。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。本文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。



上海商業銀行
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想