

林俊泓, CFA

研究主管

ryan.lam@shacombank.com.hk

+852 2841 5283

劉卓男

財資研究主任

marco.lau@shacombank.com.hk+

852 2841 5450

2026年5月12日

典型干預主義

- 在**2022年**和**2024年**的干預行動中，當局刻意透過常規口頭警示，拉長兩輪實際入市之間的間隔，延伸整個干預行動的時長。在本輪行動中，財務省在首次出手僅僅數天後，便再度「手癢」扣動扳機。
- 不破不立，財務省顯然相信，連續而非分散的干預有助打破舊有標準。財政部無視交易員對潛在徵結的警告，僅治標不治本，無異於自毀長城。
- 風暴已在醞釀。高市政府的燃料補貼每月耗費約**4,000億日圓**，推出補充預算似乎只是時間問題。
- 除非財務省不再被視為民粹主義的執行者，否則外匯干預或許只是更大麻煩的前奏。

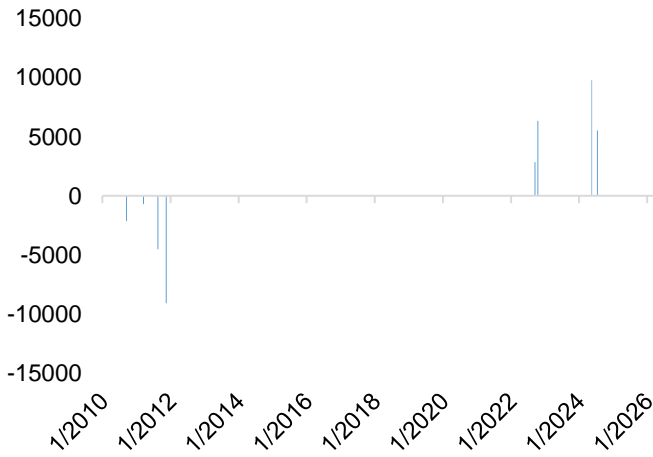
主題研究

我們彷彿置身完美劇本：海灣戰事似漸平息干戈，聯儲局的緊縮行動被扼殺於搖籃之中，人工智能巨擘的業績亦無懈可擊。然而，童話終非現實，並非人人皆能迎來涅槃—至少日本官員此刻頗為惱火。

最令他們憤憤不平的是，在一片歌舞昇平中，日圓貶值竟仍無法止住。財政干預派認為，或許有必要引導市場，使其走向合理方向。於是，日本財務省自**2024年7月**以來首次出手干預，在**4月30日**動用超過**5兆日圓**，令美元兌日圓匯率急挫約五個大位，跌至**155**中段。惟日圓空頭的肆意妄為徹底激怒當局，據報財務省在**5**

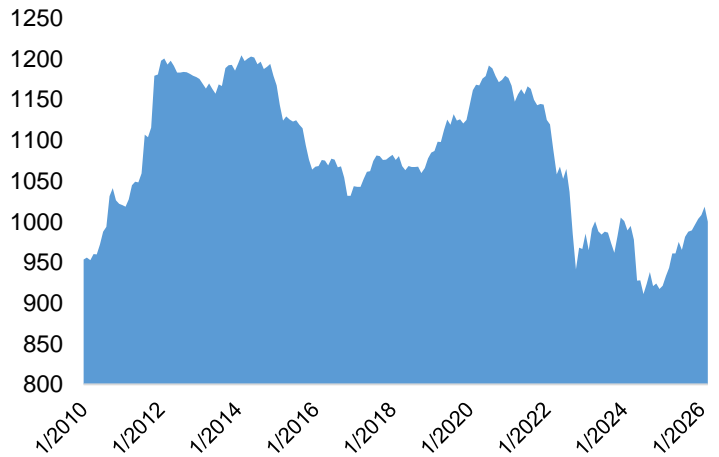
月6日再次動用約4.7兆日圓支持匯率，規模與數次歷史上最大的干預行動相若——2024年4月29日為5.9兆日圓，2022年10月21日為5.6兆日圓。

圖表 1: 日本財務省過往干預規模 (十億日圓)



資料來源：日本央行、上海商業銀行

圖表 2: 日本央行持有的外匯儲備 (十億美元)



資料來源：日本央行、上海商業銀行

干預時機本身讓人百思不得其解。在2022年和2024年的干預行動中，當局刻意透過常規口頭警示，拉長兩輪實際入市之間的時間，延伸整個干預行動的時長，達到避免過度耗盡可動用外匯儲備的目的。然而歷史並未簡單重演。在本輪行動中，財務省在首次出手僅僅數天後，便再度「手癢」扣動扳機。箇中緣由？湯瑪斯·華生的名言可為最佳註腳：「你若想成功，就應提高你的失誤率。」財務省顯然相信，連續而非分散的干預有助打破舊有標準。不破不立，但這真的奏效嗎？

過去幾十年，財務省通過干預曾營造出數次日圓見底的假象。2022年和2024年的貨幣「伏擊」都未能阻止日圓重新貶值至干預前的水平。誠然，鐵羽而回本身並不足以否定一個理念。真正打擊信念的是天真。財政部無視交易員對潛在徵結的警告，僅治標不治本，這種做法無異於自毀長城。

很可能，持有日圓的投資者需要尋求下一支強心針。在我們看來，風暴已在醞釀。高市政府的燃料補貼每月耗費約4,000億日圓，推出補充預算似乎只是時間問題。通過另一加大財赤的預算案，很可能招來另一輪超長年期日債拋售潮，結果或與2025年11月同出一轍。



財務省對失效手段的依戀，並非出於思想上的惰性，而是突顯其忽略了財政揮霍這一根本癥結。歸根結底，除非財務省不再被視為民粹主義的執行者，否則外匯干預或許只是更大麻煩的前奏。日圓好倉仍然是一個惴惴不安的選擇。

**From Shanghai to Hong Kong,
Connecting the World**
傳承滬港 連繫國際

Incorporated in Hong Kong since 1950 - with reach in
New York, San Francisco, Los Angeles, London, Shanghai and Shenzhen.
1950年香港註冊成立，業務網絡遍及
紐約、三藩市、洛杉磯、倫敦、上海及深圳。

英國

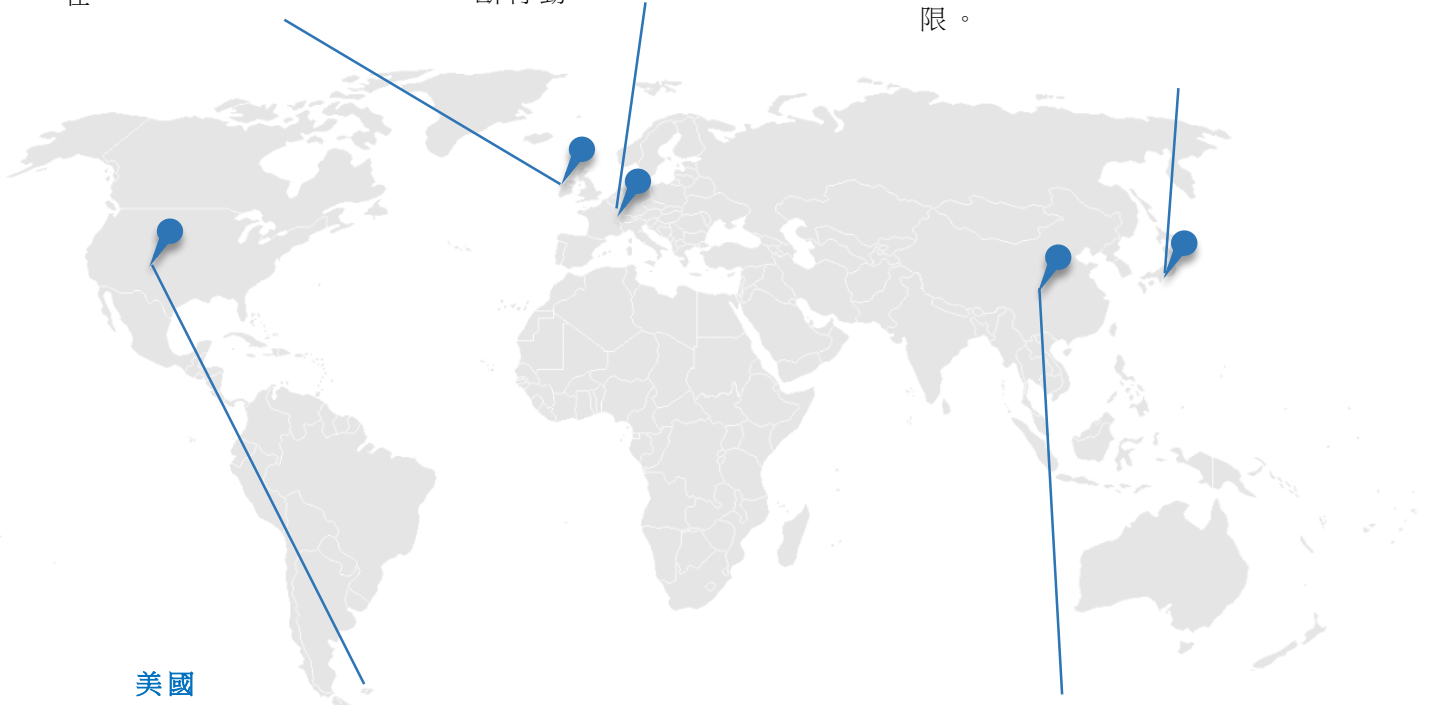
工黨在地方選舉中一如預期大敗，施紀賢暫未面臨即時下台壓力。英國國債市場反映，相關風險溢價依然存在。

歐盟

歐央行委員普遍同意保持觀望，強調有別於 2021-2022 年。若能源價格開始傳導至工資及通脹預期，央行隨時準備果斷行動。

日本

受美伊戰爭影響，日本央行上調未來兩年通脹預測。加息勢在必行，但未有明確時間表。財務省積極干預匯市，惟預期成效有限。



美國

受醫療及運輸業職位增長帶動，美國就業市場保持強勁。聯儲局中的鷹派官員雖對聲明中的寬鬆傾向有異議，但維持利率不變的決定仍能達成共識。汽油價格突破每加侖 4.5 美元後，能源價格對工資及通脹預期的潛在影響，將為左右未來利率走向的關鍵。

中國內地

中國 4 月集成電路及汽車出口高速增長，貿易順差持續擴張，支撐人民幣匯價。特朗普國事訪問將決定中美貿易的未來走向。

外匯展望

美元



增持
中性
減持

停火談判令避險溢價消退，以致四月份大部份時間美元都處於劣勢。不過，投資者對霍爾木茲海峽封鎖迅速結束的憧憬，似乎有點操之過急。目前，經由霍爾木茲海峽運輸的石油流量，還不到戰前水平的 5%。只要人工智能相關題材繼續火熱，美元下行空間便較有限。

歐羅



增持
中性
減持

歐元表現相對堅挺，但升幅明顯遜於其他風險敏感型貨幣。六月加息已非板上釘釘之事。貿易議題很可能成為特朗普的下一個關注重點，而歐盟及美墨加協定則位列清單之首。歐元或將面臨更廣泛的壓力。

英鎊



增持
中性
減持

英鎊似乎已擺脫工黨於地方選舉中慘敗所帶來的衝擊。歸根咎底，內閣大臣們未曾呼籲更換領導層，加上需求面數據向好，足以穩住局勢。不過，有意接替施紀賢的人選提出，可以將國防開支豁免於財政規則之外。財政困境恐將削弱英鎊的息差優勢。

人民幣



增持
中性
減持

人工智能發展一日千里，內地貿易順差有增無減，令美元兌離岸人民幣再下一城。熱錢開始轉為較積極的買盤，市場亦見股票相關的買入需求。人民幣看來蓄勢待發，有望進一步走高。

日圓



增持
中性
減持

日本政府視美元兌日圓匯率 160 為「防線」。若干預規模進一步擴大，通過投資回報將外匯儲備恢復至先前水平的計劃恐怕將難以為繼。

澳元



增持
中性
減持

澳洲儲備銀行上週一如預期加息 25 個基點，但行長布洛克暗示，當前政策已處於收縮區域。因此 | 加息週期可能暫停。再者，目前市場倉位正變得越來越擠擁，可能意味著未來澳元升勢將會放緩。

紐元



增持
中性
減持

儘管全球大宗商品升勢凌厲，但新西蘭四月份的乳製品價格仍較上月下跌 3.8%。紐元匯率預計將繼續區間震盪。

近期研究報告

大智若愚 	2026年4月30日
摩拳擦掌 	2026年4月29日
止息干戈 	2026年4月23日
浩劫降臨？ 	2026年4月15日
閉門造車 	2026年3月31日
風雲色變 	2026年3月25日
曠日持久 	2026年3月19日
獨樹一格 	2026年3月16日
特式悲劇 	2026年3月4日
方艾未興 	2026年2月26日
柿子挑軟 	2026年2月12日
否極泰來 	2026年2月3日
不動如山 	2026年1月29日
明目張膽 	2026年1月22日
2026年全球經濟及外匯形勢展望 	2026年1月13日
蒙福季節 	2025年12月11日
操千曲而後曉聲 	2025年10月30日
蕭規曹隨 	2025年10月6日
如雲變改 	2025年9月22日
順水推舟 	2025年9月18日
舊酒新瓶 	2025年9月9日
以儆效尤 	2025年9月2日
暗渡陳倉 	2025年8月19日
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

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況。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/深股通服務資訊，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。

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傭金或其他費用。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。

利益衝突披露

本行及其內的附屬公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有本檔所述全部或任何外匯、證券或投資的倉盤，亦可能會以其名義買賣全部或任何該等證券或投資項目，或擁有與相關內地ETF有關的財務權益；亦可能與相關內地ETF或相關內地ETF的管理公司有業務往來或其他關係。本行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。