

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 7 月 20 日

月是故鄉明

- 日本財務大臣片山皋月試探市場風向，提出引導養老基金作為日本國債的定價者。
- 鑑於日本**30**年期國債孳息率已攀升至**3.8%**，片山的規劃大有可能在無損養老金受益人權益的前提下付諸實行。
- 若該基金將日本國債的配置比重提高**5**個百分點至**32%**，此等調倉動作將牽動**15**萬億日圓的買盤，相當於日本央行在黃金週連假期間干預規模（**11.7**萬億日圓）的**1.5**倍。直覺上，我們認為投資者略顯疑心過重。
- 由於日本央行加息週期已臨近尾聲，且不要忘記量化緊縮仍在推進，私人機構買入熱情恐難及高市預想般的強勁。
- 儘管歷史上資產再平衡引發的落實往往在官方公告發布前約一個季度便已悄然入市，但僅僅試圖拖延時間，對於遏制那些在逢高拋售的日圓操作者而言，收效甚微。

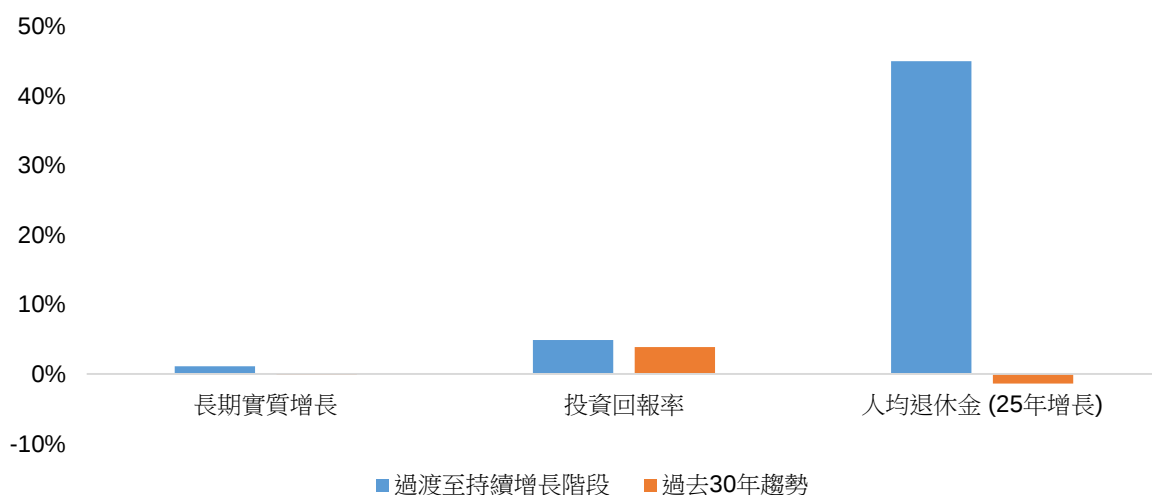
主題研究

翻看史書，日本每每在歷史轉折點上皆佔一席位。為人津津樂道的是，日本製造業始創了即時庫存管理與六標準差品質管控流程，在全球風靡一時。在貨幣政策上，日本央行亦為率先試探性推行量化寬鬆政策的先驅之一。近日，日本再獻新猷，財務大臣片山皋月試探市場風向，提出引導養老基金作為日本國債的定價者。

在不同層次上，片山此番言論意義非同小可。在日本，資本流動對匯率的影響力更甚於政治、通脹和利差。更甚的是，片山的觀點並非如外界時常詬病的那般隨興而為、朝令夕改。

厚生勞動省針對政府養老投資基金（GPIF）曾經提出多種情境推演。即使失落十年重現這類極度悲觀的劇本成真，政府養老投資基金的長期投資回報目標仍只設定在**3.9%**。倘採納國際貨幣基金組織**0.6%**的日本長期成長預測，則政府養老投資基金的投資目標可下調至**3.2%**（見圖表1）。鑑於日本**30**年期國債孳息率已攀升至**3.8%**，片山的規劃大有可能在無損養老金受益人權益的前提下付諸實行。故此，贏取政府養老投資基金管理層、養老金管理層及厚生勞動大臣三重支持的可能性，並非難如登天。

圖表1：政府養老投資基金於不同情境之目標報酬率



資料來源：厚生勞動省、上海商業銀行

只是，量入為出，未必盡如人意。換個角度審視，政府養老投資基金目前管理資產總額達300萬億日圓。若該基金將日本國債的配置比重提高5個百分點至32%，此等調倉動作將牽動15萬億日圓的買盤，相當於日本央行在黃金週連假期間干預規模（11.7萬億日圓）的1.5倍。直覺上，我們認為投資者略顯疑心過重。正因如此，此等規模的買盤或使投資者徒添不安，激發市場對高市經濟學的憂慮。私營部門的反應更添一層變數。我們推測，由於日本央行加息週期已臨近尾聲，且不要忘記量化緊縮仍在推進，私人機構買入熱情恐難及2025財政年度的強勁勢頭。

時而，市場在優點和榮耀的競賽。到底，亞歷山大·漢密爾頓（Alexander Hamilton）是如何將飽受戰爭催殘的美元轉化為一種有效的流通貨幣？他首先透過徵收關稅，開闢了穩定的財政收入來源。此外他還設立了聯邦償債基金以清償戰爭債務。美國立國的故事正好說明了穩健財政與良好信譽所蘊含的強大力量。政府養老投資基金（日本政府退休金投資基金）的資產重新配置，只有作為一項可信的財政重組方案的組成部分，才能發揮其應有的效力。儘管歷史上資產再平衡引發的落實往往在官方公告發布前約一個季度便已悄然入市，但僅僅試圖拖延時間，對於遏制那些在逢高拋售的日圓操作者而言，收效甚微。

英國

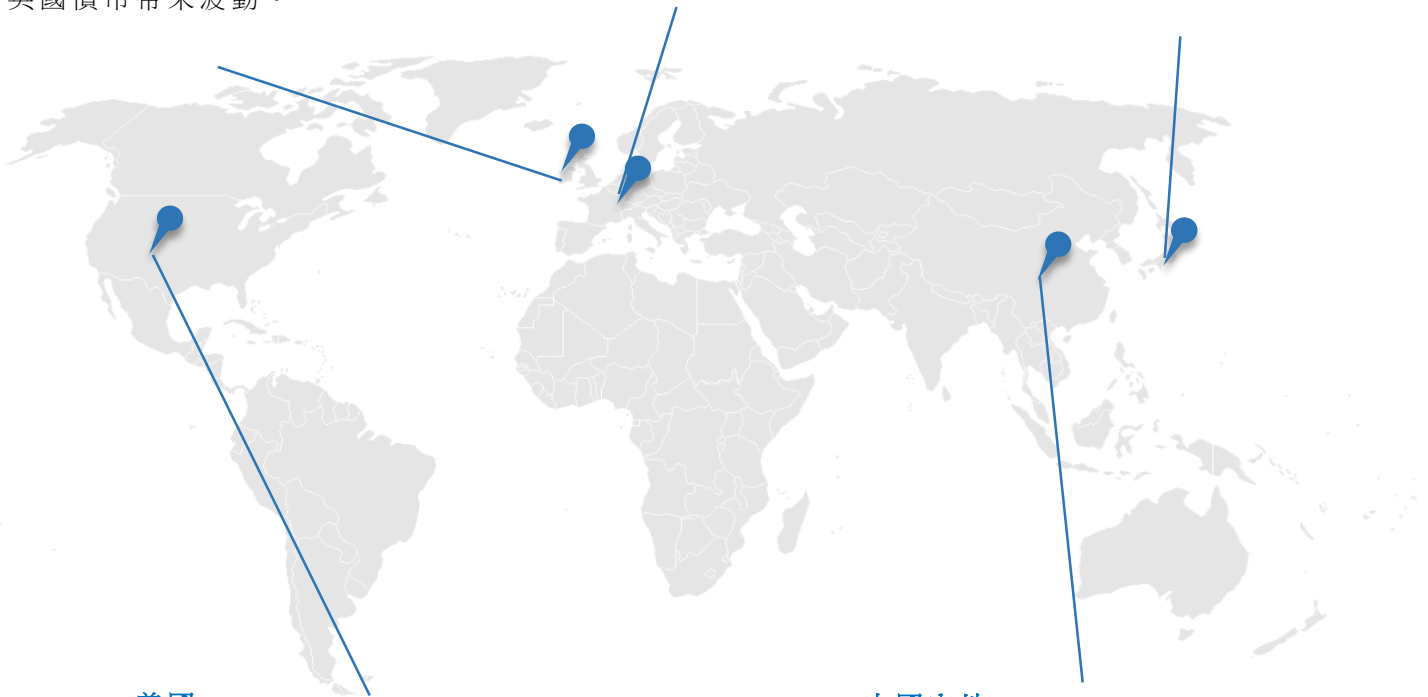
經濟增長較慢、就業市場疲弱，英國央行加息壓力不大。市場更關注貝安德的財相人選及具體財政政策，任何缺乏資金支持的新增支出，恐再為英國債市帶來波動。

歐盟

六月份通脹放緩速度勝於預期，惟歐洲央行成員在靜默期前發言趨於審慎中立，整體缺乏新訊息。

日本

央行鷹派委員田村直樹建議數月加息一次，惟未獲廣泛認同。另兩名由高市早苗提名的委員強調，工資與內需帶動的通脹趨勢尚未確立。



美國

六月份通脹數據讓市場鬆一口氣，惟單月數據未足以說服聯儲局通脹壓力已放緩，委員洛根仍明言希望加息。事實上，人工智能已成雙刃劍，其驅動的通脹引起聯儲局內廣泛關注。中間派委員、紐約聯儲行長威廉斯明言，若人工智能驅動的需求持續，聯儲局將無法坐視不理。

中國內地

K 型經濟持續困擾內地市場。繁榮僅限出口及 AI 相關產業，增長未帶來廣泛就業。

外匯展望

美元



增持

中性

減持



油價再度偏強，高企的油價將為鷹派提供更多理據。股市波動加劇，可望在美元回落時提供支撐。然而，就業及通脹出爐偏軟的數據後，市場不願大幅上調利率預期，美元上行空間亦將受限。

歐羅



增持

中性

減持



油價飆升勢將打擊歐洲經濟復甦。然而歐元表現異常堅挺，或受惠於仍處加息週期。鑑於通脹未見意外、央行亦無重大舉措，市場焦點或落在低波動格局。

英鎊



增持

中性

減持



唐寧街十號新主人將面臨執政聯盟施壓，要求其擺脫施紀賢／李韻晴時代的漸進主義路線。貝安德上台能否簡化監管、釋放私營部門的現金儲備，將是關鍵所在。在塵埃落定之前，投資者只會為了進行套息交易而持有英鎊，而非堅定看好前景。

人民幣



增持

中性

減持



出口暢旺令經常帳盈餘持續強勁，惟正值股息派發季節，加上市場對新一輪對外投資監管措施的憂慮，短期內或削弱市場情緒。

日圓



增持

中性

減持



高市早苗的民粹預算案，加上市場認為日本央行再度落後於形勢，令日圓重新成為焦點。外匯干預雖能爭取時間，卻無法解決日圓疲弱的根本原因。目前看來，這種市場共識難以被動搖。

澳元



增持

中性

減持



澳元在經歷一輪凌厲升勢後暫處橫行格局。儘管如此，高息貨幣在夏季淡靜市況下，相對能抵禦強美元帶來的壓力。

紐元



增持

中性

減持



新西蘭央行近期釋出鷹派訊號，就業增長亦已重返正數。紐元在加息後的升勢，似乎比多數人預期的更具持續性。

近期研究報告

浩瀚無垠 	2026 年 7 月 2 日
諱莫如深 	2026 年 6 月 18 日
風雨如磐 	2026 年 6 月 11 日
出師未捷 	2026 年 6 月 1 日
懲前毖後 	2026 年 5 月 20 日
典型干預主義 	2026 年 5 月 12 日
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

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，基於個別市場情况，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，基於市場情况，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，基於市場情况，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準確、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。