

交銀金融

2024年8月號 第194期

環球金融市場部研究組

近期日圓匯率走勢探析

摘要

- 7月以來，日圓匯率顯著升值，成為今年以來對美元波動性最大的G10貨幣。
- 日圓匯率走強主要是受到日本當局大規模干預匯市、日本央行7月雙管齊下加息及縮減買債規模所觸發，以及鷹派表態引發市場對日本央行後續將持續加息的預判等因素的影響。
- 近期美國通脹及就業數據雙雙回落，市場憧憬美聯儲將大幅降息令美元受壓下跌，也為日圓匯率帶來支持。
- 美日利差收窄的預期升溫，令套息交易及日圓投機性空頭大規模平倉，不僅推動日圓匯率大幅攀升，也放大了日圓的波動性。
- 展望後市，隨著美聯儲即將開啟減息周期，預計美日利差將會進一步收窄，為日圓匯價帶來支持，美元兌日圓中線有望反覆下試135。

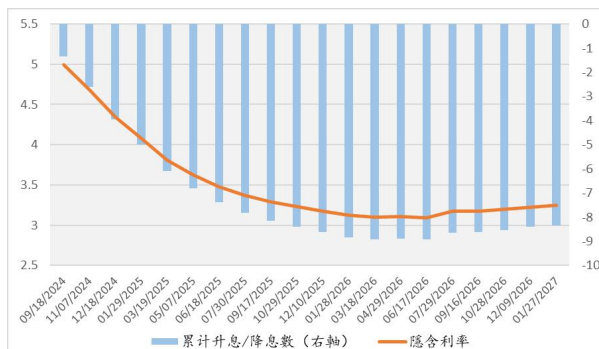
一、7月以來日圓匯率走勢

- 7月以來，日圓匯率經歷了連續的強勢上漲行情，成為對美元波動最大的G10貨幣：美元兌日圓匯率從近四十年的高位161.95狂瀉1777個點子至144.18（8月5日收市價），基本抹平今年以來的升幅。結合今年上半年日圓的急跌態勢，令日圓成為今年以來對美元匯價波動性最大的G10貨幣。
- 日圓本輪的強勢升值主要有以下兩個觸發因素：一是日本當局的貨幣政策由超寬鬆轉向正常化；二是美國就業數據迅速降溫並觸發指向衰退的「薩姆法則」，利率互換市場反映市場預期美聯儲9月降息50個基點的可能性，帶動美日利差加速縮窄的預期及避險情緒升溫，並引發套息交易大規模平倉及日圓空頭逆轉，支持日圓匯價持續走強。

圖 1-1：今年以來美元兌日圓匯率走勢



圖 1-2：市場當前對美國聯邦基金利率走勢的預測



數據來源：Bloomberg

二、7月以來日圓走勢強勁的原因

(一) 大量日圓套息交易及投機性空頭進行平倉

1990年代日本資產泡沫破滅之後，日本央行的貨幣政策基調開始偏向結構性的寬鬆，長期的低利率令日圓成為國際套息交易的最主要融資貨幣，並在數十年的單邊積累過程中給日圓匯率帶來了較大的系統性風險。

日本財務省進行了本年第三次外匯干預後，日本央行終在7月的貨幣政策會議上意外加息，會後央行行長植田和男更發表鷹派言論，加上美國經濟數據轉弱提升了市場對美聯儲9月降息的預期，美日利差迅速縮窄帶動全球日圓套利交易逆轉，日圓匯率出現一波強勁的上漲。

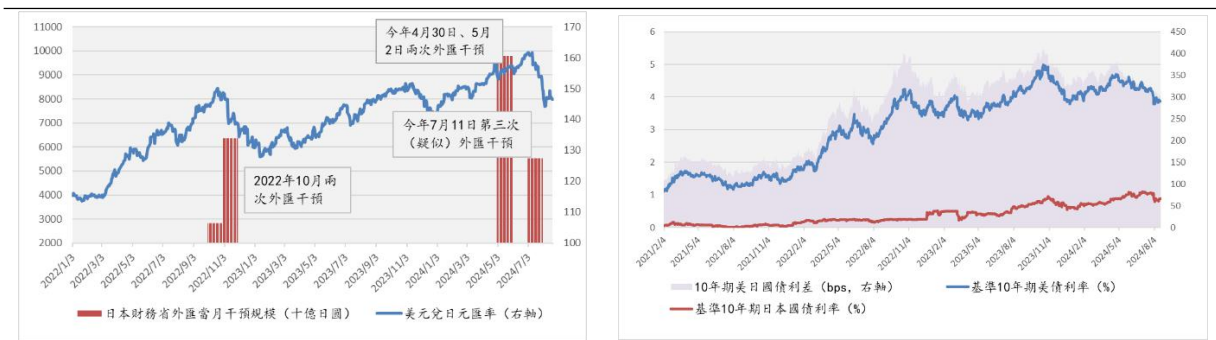
✚ 美國公布6月弱於預期的CPI數據後，日本財務省進行第三次外匯干預，並觸發了日圓走勢的轉向，成為日圓匯率本輪由弱轉強的分水嶺。今年上半年，受制於美國經濟韌性較強的影響，市場不斷糾正去年末起對美聯儲降息過份激進的預期，帶動美元走強，其他非美貨幣普遍受壓。其中日圓為跌幅最大的G10貨幣，上半年兌美元累計貶值了12.3%。日圓的急劇貶值令能源、食品等進口商品價格飆升，日本民眾生活成本顯著上升，實質工資指數同比連續26個月處於負值區間，顯示出名義薪酬仍然落後於物價水平的漲幅。財務省主管外匯市場的最高官員神田真人在6月28日出面發言稱，匯率的過分波動會對國民經濟生產造成負面影響，已經做好了在必要時作24小時全天候干預外匯市場的準備。

- ✦ 根據日本財務省的數據顯示，自2024年4-7月中進行的干預規模達15.32萬億日圓，其中在6月28日至7月29日期間進行的外匯干預規模達到5.5萬億日圓左右。除了在4月30日及5月2日分別進行了兩次外匯干預操作外，7月11日弱於預期的美國6月CPI數據發布後，美元兌日圓匯率從161上方在一個小時內急跌414個點子至157附近（市場估計是日本央行當時拋出了大量美元賣盤，進行了一次外匯干預），成為7月日圓匯價由跌轉漲的分水嶺，此後在市場逐步加強對美聯儲9月降息及日本央行7月底加息的預期，美元兌日圓匯率經歷了連續一個月的劇烈下行，從7月11日161.79日圓的高位跌2,009個點子或12.4%至8月5日141.70日圓低位。
- ✦ **7月末至八月初日圓匯率的急升，主要由於日本央行超市場預期加息及行長植田和男在記者會上的鷹派言論引發了市場對日本央行未來大幅加息的預期。**日本央行於7月31日中午公布7月議息結果，意外將短期基準利率（無抵押隔夜貸款利率）從0%-0.1%區間提升15個基點至0.25%左右，並宣布在之後的每個季度將有序縮減每月購買日本國債規模約4000億日圓，到2026年第一季度後每月購買日本國債規模從當前的5.7萬億日圓降至約2.9萬億日圓，最終會將日本央行的國債持倉餘額降低7%-8%左右。
- ✦ 日本央行行長植田和男在記者會上表現鷹派，強調0.5%的短期利率水平也並非是央行加息的最終上限。儘管市場充斥著對日本經濟增長的質疑，植田和男仍然對通脹及增長前景表示樂觀，多次稱日本的個人消費相當穩健。他還指出物價增長將在2025年下半年達到2%的目標，而鑒於當前外匯波動正對本土通脹產生前所未有的影響，加上實際利率仍然處於極低水平，日本央行有必要推進縮減購債計劃，且他不會將0.5%作為特定的利率上限，暗示本輪加息周期的最高利率水平可能會高於0.5%。植田和男在記者會上的鷹派言論提升了市場對日本央行今明兩年加息幅度的預期，其引發對美日利差迅速縮窄的預期，令7月31日至8月5日間套息交易的大逆轉，成為日圓匯率急速走強的直接原因。
- ✦ 日本央行在最新的7月預測中對日本經濟增長前景相當樂觀，指出由於本土薪資-物價的良性循環將逐步穩固，加上海外經濟體持續增長，日本的經濟增速將保持在其潛在增長水平之上。物價方面，日本央行稱雖然進口商品價格增長的拉動作用在逐步減退，但考慮到薪資增長在各個地區及行業都是廣泛與深入的，隨著未來政府的能源補貼政策到期以及薪資-物價的良性循環進一步鞏固，日本通脹壓力將被提高。因此，日本央行在7月的議息會議上調高2025年CPI同比增長預測0.2個百分點至2.1%。

今年上半年，由於日圓匯率持續走軟，日本進口成本提升，輸入型通脹愈演愈烈，特別是能源價格的飛漲為居民生活帶來較大負擔，日本實質薪酬同比漲幅在今年5月前曾連續26個月錄得負數，雖然今年6月實質薪酬同比重回正增長，但是該月的實質消費延續同比下跌，顯示出多月名義薪酬漲幅後仍不及物價的增長速度，日本居民的消費意願及購買力被嚴重削弱。由於在大規模外匯干預無法從根本上改變日圓套利交易慣性的情況下，故採取加息的方式來支持日圓匯率，從而消解阻礙內需的不利因素變成有必要性。另一方面，目前日本的名義政策利率遠低於通脹水平，為日本央行後續加息行動提供操作的空間。即使日本央行將名義政策利率由現時的0.25%逐步提高至1%的中性水平，實質政策利率將繼續處於負值區間。因此，即使日本央行以1%的中性利率為目標推進貨幣政策正常化，日本整體金融環境仍然會相當寬鬆，對經濟增長的負面影響有限。

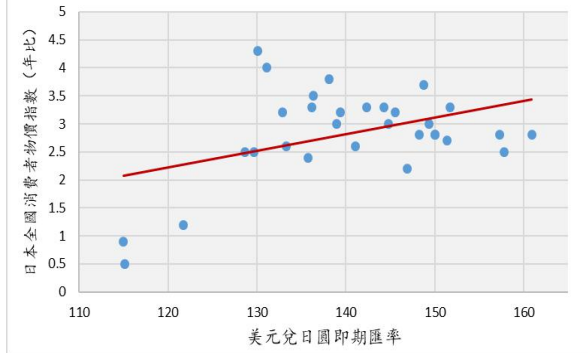
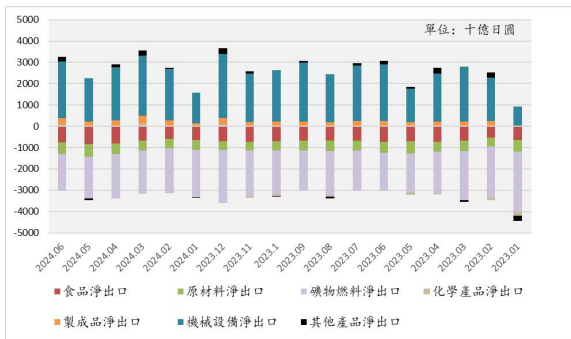
7月初，全球套息交易及日圓投機性空頭自歷史高位後大幅平倉，推升了日圓匯率，也放大了日圓走勢的波動性。自7月以來，日圓匯率走勢呈現大逆轉，影響因素主要包括：一是日本財務省的外匯干預及日本央行在7月底議息會議的言論較為鷹派；二是美國就業及通脹數據雙雙走軟，令市場對美聯儲本年降息力度的預期迅速升溫，憧憬美日利差迅速縮窄下推動日圓套息交易及投機性空頭大幅平倉。截止8月13日CFTC芝加哥商品交易所日圓非商業期貨倉量由空轉多，並增加至2.3萬份，是自2020年底以來的最高紀錄，顯示本輪日圓空頭平倉的力量在過去一個月已經基本釋放完畢，美元兌日圓匯率自7月11日以來一路急挫2,006個點子至8月5日的141.70後有所回調，目前處於145日圓附近。

圖 2-1：日本財務省疑似干預觸發本輪日圓匯率由跌轉漲 圖 2-2：今年以來美日利差有所收窄，但仍然維持高位



數據來源：Bloomberg

圖 2-3：日本國際貿易以食品、能源及原材料淨進口為主 圖 2-4：日圓貶值導致日本輸入型通脹愈演愈烈



數據來源：Bloomberg

圖 2-5：名義薪酬滯後物價漲幅，實質工資層連續兩年下跌

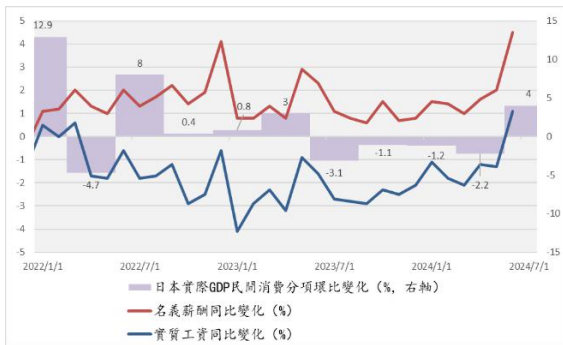
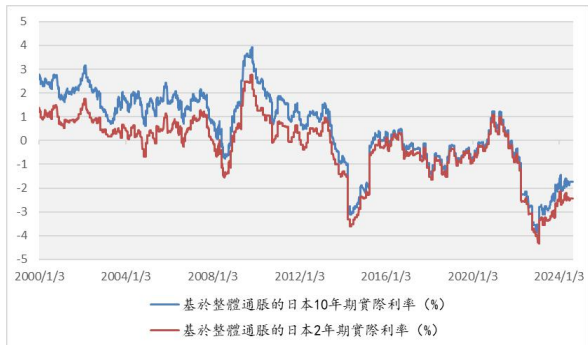


圖 2-6：低名義利率加上通脹提升，日本實際利率仍處負值區間



數據來源：Bloomberg

圖 2-7：日圓套息交易及投機空頭達到高位後大幅平倉

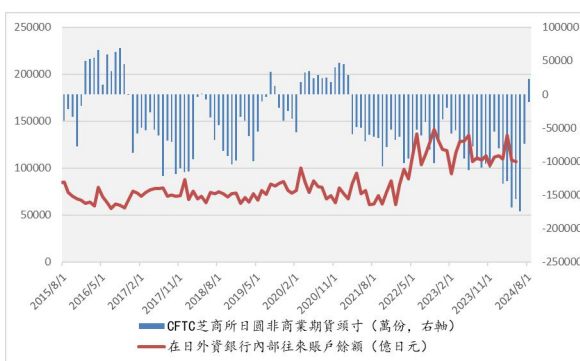


圖 2-8：當前市場預判至明年7月 BOJ 只會加息 1 次



數據來源：Bloomberg

(二) 美日利差預期加速縮窄，市場擔憂美國經濟陷入衰退，避

險資金帶動日圓需求

- ✦ 美聯儲降息預期的提升推動市場估計美日利差將加速縮窄，對日圓匯率形成支持。在食品、能源及核心產品大幅下降的推動下，美國通脹自去年下半年以來持續放緩。美國今年6月的整體CPI同比升幅放緩至3%，核心CPI同比升幅亦降至3.4%，同時受美聯儲關注的消費者支出物價指數（PCE）同比升幅也降至2.5%的水平，核心PCE物價指數亦降至2.6%，接近了美聯儲2%的目標水平，令市場對美聯儲將於今年9月減息的預期不斷升溫導致美元匯率受壓。
- ✦ 隨後，美聯儲在8月的議息會議上放鴿，聲明中將「繼續高度關注通脹風險」的表述調整為「關注雙重使命（即通脹穩定在2%及達至充分就業）所面臨的雙向風險」；並對就業市場的描述由「保持強勁」改為「放緩」，並承認失業率有所上升。同時，主席鮑威爾表示，如果數據像美聯儲預期那樣發展，那麼最快可能在9月減息，相關言論加強了市場對美聯儲將在9月降息的預期，帶動美匯指數進一步走弱，使得日圓上漲。
- ✦ 美國就業市場數據弱於預期加劇衰退風險，市場一度陷入恐慌情緒。美國公布的7月非農就業及製造業數據疲弱。美國7月新增非農就業人數僅為11.4萬人，遠低於預期的17.5萬人，6月的數據也從初值的20.6萬人大幅下修至17.9萬人；同時，失業率升至2021年10月以來的最高4.3%，顯示美國整體就業市場表現疲弱。與此同時，美國7月的ISM製造業指數已連續第四個月下降，並位於萎縮區域，引發了市場對美國或陷入經濟衰退的擔憂。
- ✦ 同時，著名的經濟衰退指標「薩姆規則」也暗示美國經濟可能硬著陸。當前失業率的3個月移動均值已超過過去12個月的最低點的0.5個百分點，觸發了「薩姆規則」，或預示著經濟衰退已經開始。從1949年3月至今，「薩姆規則」一共被觸發了12次（不含本月觸發），其中11次均顯示美國經濟出現衰退，準確率高達91.67%。由於「薩姆規則」對經濟衰退的預測準確度高，市場對本次觸發的情況反應極大，加劇市場對美國經濟陷入衰退的憂慮。

另外，由於市場對美聯儲將於9月減息的預期不斷升溫，令10年期與2年期美債收益率曲線的倒掛程度明顯改善，差值於8月7日收窄至1.9個基點，為2022年7月以來最小。縱觀歷史數據，當收益率曲線倒掛結束後不久，即2年期美債收益率再次低於10年期美債收益率，經濟將步入衰退。鑒於「薩姆規則」被觸發及2年期與10年美債利差在市場預期美聯儲加快降息下有望轉正，令市場對美國經濟衰退的憂慮持續升溫，避險情緒上升，投資者紛紛將資金轉至包括日圓在內的避險貨幣，帶動日圓需求。

與此同時，美國多個科技公司於第二季度業績不及預期的情況下，相關公司還表示將進一步增加支出以投資高風險的AI領域，令美國資本市場雪上加霜。其中「四巨頭」（亞馬遜、微軟、Google 母公司 Alphabet、Facebook 母公司 Meta）的財報顯示，今年上半年資本支出已高達1,060億美元，如此高風險的投資讓投資者質疑能否實現回報，令市場恐慌情緒攀升，避險情緒進一步發酵。美國信用利差在短短的一個月時間內從0.89%急速升至1.11%，VIX 恐慌指數也從12.03急速升至38.57的高位水平。而恐慌情緒也傳導至二級市場，美國納斯達克指數和標普500指數在8月首三個交易日分別下跌8.2%和6.2%，而同期美元兌日圓亦合共下跌5.8%至8月5日的收市價144.18。其後隨著日本央行修正其鷹派立場，以及美國7月服務業PMI和7月零售銷售增長等重點經濟數據好於預期影響，市場恐慌情緒消散，美元兌日圓曾反彈至8月15日的收市價149.28。

圖 2-9：通脹持續降溫，帶動美元反覆下跌

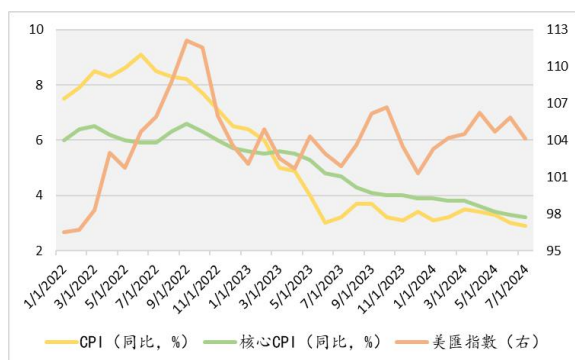
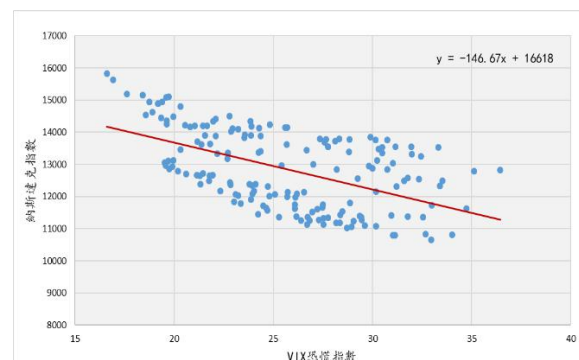
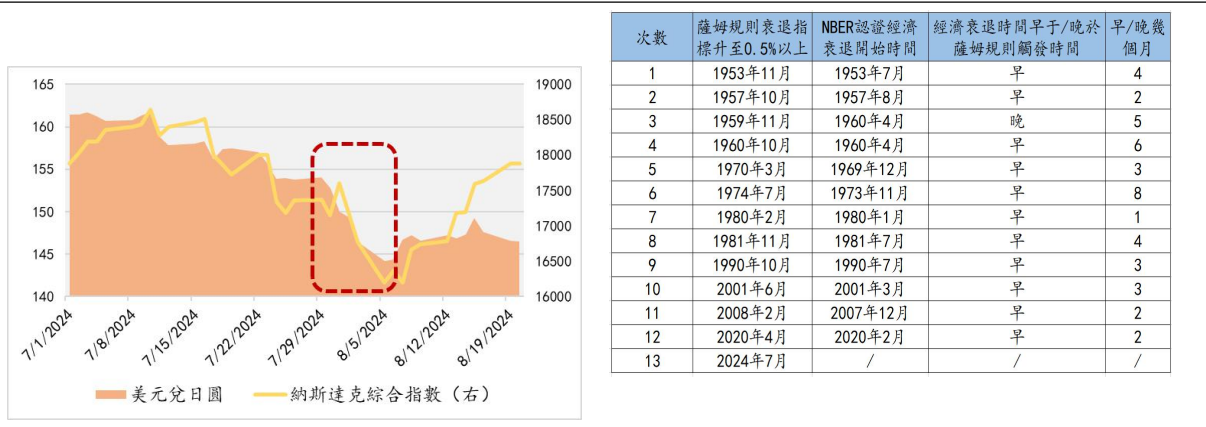


圖 2-10：隨著 VIX 恐慌指數的上升，納斯達克指數下跌



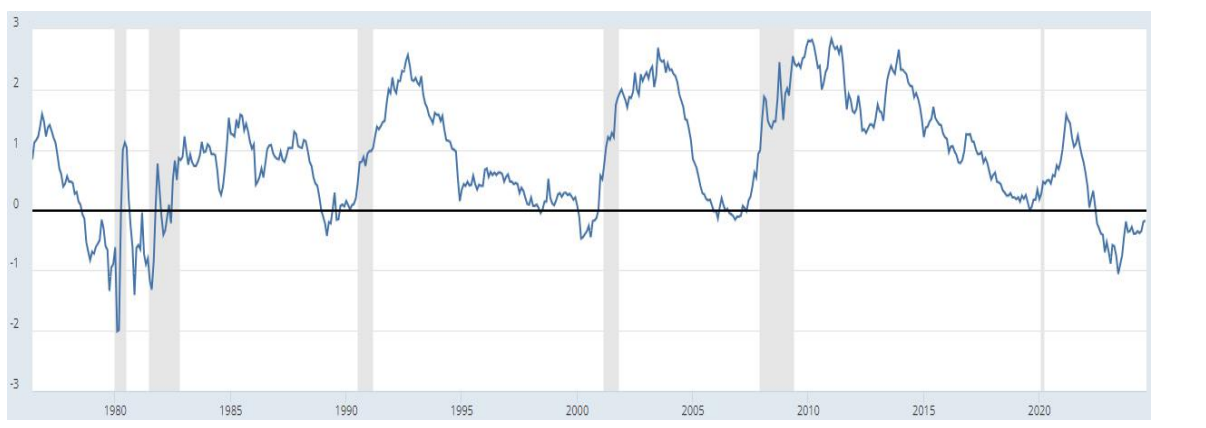
數據來源：Bloomberg

圖 2-11：納斯達克指數下跌，加快資金從美元流入日圓 圖 2-12：「薩姆規則」印證經濟已陷入衰退成功率近 92%



數據來源：Bloomberg

圖 2-13：基於歷史數據，當美國 10 年期與 2 年期收益率倒掛結束後經濟將陷入衰退（單位：百分比）



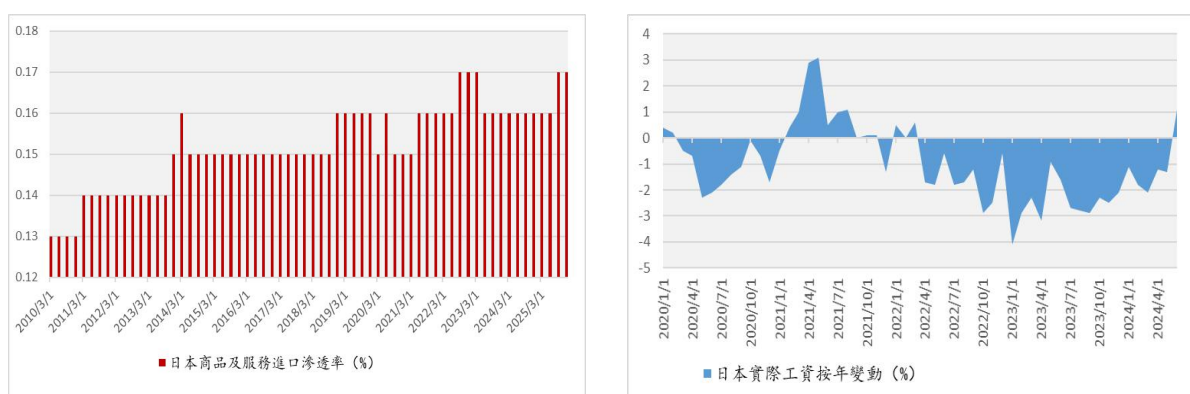
數據來源：聖路易斯聯儲銀行（註：灰色部分代表衰退）

三、日圓走強對日本經濟的影響

日圓升值將對日本壓抑出口商品需求，製造業有機會加速萎縮。出口行業，尤其是汽車、電子產品和機械設備製造，長期作為日本經濟的支柱。根據國際協力銀行的數據，近年日本製造業的海外收入占比顯著增長，從 2001 財年的 27.9% 躍升至 2023 財年的 39.1%。日圓的強勢使得日本產品在國際市場上的價格相對上漲，削弱了出口競爭力，壓縮了企業的利潤空間。2024 年 7 月日本製造業 PMI 指數已陷入 49.1 的收縮區間，日圓進一步走強可能加速製造業的萎縮。

- ✦ **日圓升值亦不利於服務業出口。**旅遊業在疫情後成為日本經濟增長的關鍵驅動力，2023年占GDP的7.1%，但日圓升值可能會抑制外國遊客的訪日意願，同時刺激日本居民的海外旅遊需求，總體上對旅遊相關服務業不利。日本央行研究曾指出，2010-2019年間日圓每升值10%會拖累服務出口下跌4.8%。
- ✦ **日圓升值將進一步緩解通脹壓力，提振消費情緒。**根據經濟合作及發展組織(OECD)的數據，日本商品及服務的進口滲透率由2010年時的約13%上升至現時約16%。進口滲透率上升導致日圓波動對消費價格的傳導效應有所放大。近年來日圓貶值和國際能源價格上漲導致日本出現典型的輸入型通脹，削弱了居民的購買力，當地實質工資自2022年4月起更連跌26個月。因此，日圓升值可緩解日本的通脹壓力，消費者和企業將從較低的進口成本中受益。穩定物價水平將有助於扭轉實質工資的跌勢，提振國內消費。

圖 3-1：進口滲透率上升，進口價格上漲對消費價格傳導作用放大 圖 3-2：日本實際工資指數連續 26 個月同比下降



數據來源：Bloomberg

四、日圓走強對市場的影響

- ✦ **日圓走強通常對日本股市產生負面影響。**本幣升值降低出口企業競爭力，投資者預期日本出口企業盈利前景下降，拖累整體股市估值。另外，日本是全球最大債權國，海外投資收益對企業盈利有重大影響。日本經濟產業省調查反映日本企業的境外子公司於2022財年的盈利為19.6萬億日圓，日圓升值將減少企業海外盈利的換算價值。歷史資料亦顯示日圓匯率與日經225指數呈現顯著的負相關性。

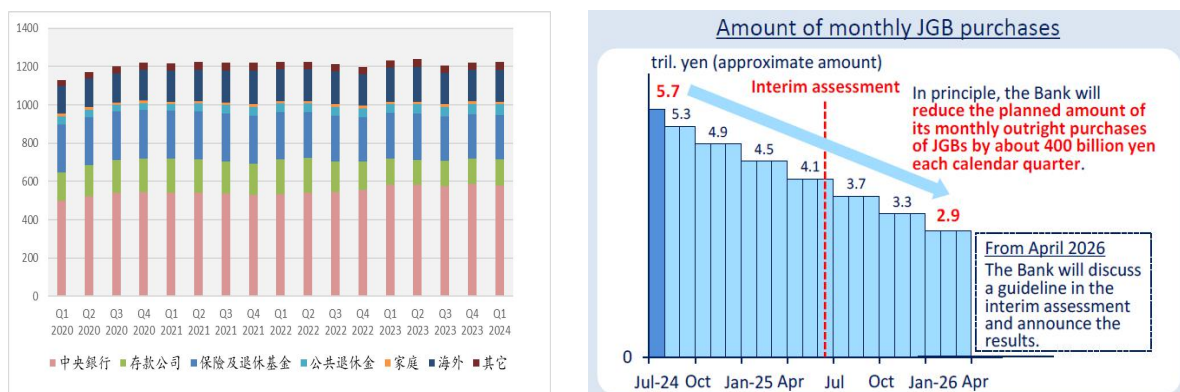
- ✦ **避險情緒有助壓低日本債券收益率。**伴隨美國經濟數據疲軟和市場憂慮美國經濟步入衰退的可能性，以及美國市場風險有上升跡象，其中美股恐慌指標VIX指數自今年7月起明顯上升。近期日圓走強可能反映全球避險情緒上升，加上日圓套息交易的平倉將促使資金回流日本，增加對包括日本政府債券（JGB）在內的安全資產需求，壓低日本債券收益率，企業借貸成本有望因此下降。

五、我們對日本加息路徑及日圓匯價的後市預估

- ✦ **日本央行在市場波動後立場明顯轉鴿。**7月意外加息引發市場波動後，日本央行迅速修正立場。8月7日，央行副行長內田真一明確表示不會在市場不穩定時加息，強調貨幣政策調整需更加謹慎，日本仍需寬鬆政策，不存在利率行動落後的風險。內田的講話旨在避免市場對日本貨幣政策正常化的過度反應，強調未來的加息時機將慎重考慮，令市場對日本的加息預期降溫。現時市場已不再預期日本今年再次加息，低於7月議息會議後預計至少加息15個基點的預期。
- ✦ **央行縮減購債規模已具緊縮效應。**由於日本央行已開始從現時每月約6萬億日圓的購債規模，將按每季縮減4000億日圓的速度來縮減購債規模，預期央行的日本政府國債持有量將在未來兩年間減少約7%-8%。央行縮減購債規模將導致日本債券市場的總需求減少，中期將帶動債券收益率上升。現時日本央行主要持有10年期和20年期的政府國債，受縮減購債的影響或會較為明顯。彭博數據顯示市場預期10年期的日本國債孳息將今年底上升至1.10%，明年底再升至1.35%。
- ✦ **日圓匯率低谷反彈給予央行觀望的空間。**此前日本央行迫切加息的主因在於日圓匯率在套利行為主導下快速貶值，加劇日本的進口性通脹壓力，導致日本財務省需要入市干預。現時市場預期美國將加快降息的背景下，美元走勢已變得疲弱，我們認為日本央行無需急於加息以緩解日圓的貶值壓力。根據日本央行6月的短觀調查，日本企業平均預期美元兌日圓將在今年下半年維持在144.59水平，與現時日圓匯率相近，我們相信日本央行對美元兌日圓維持在140-150區間較為合適。另外，進口性通脹壓抑居民消費的情況亦有改善跡象，日本消費者信心指數從今年5月新低的36.2已回升兩個月至36.8，而實質工資在春季薪資談判後於6月份同比上升1.1%，終止26個月的負增長。因此我們認為日本央行有空間延緩加息步伐，以消化市場對美聯儲加快降息的影響。

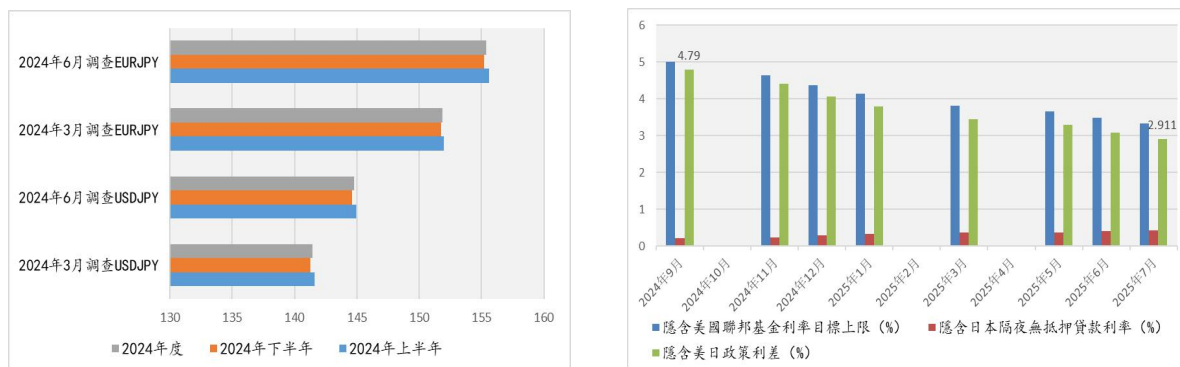
- ✦ **我們認為日本央行今年內將不會再加息。** 鑒於現時的日圓匯率已接近企業的預期，且央行在市場波動後對貨幣政策調整持謹慎態度，日本央行緊迫性加息的需要已不再復見，加上日本央行或需觀察美國於今年第四季加快啟動降息的影響。我們預計日本今年內不會再次加息。下一次加息時點將視乎通脹走勢，最快或要待至 2025 年初才有機會再次加息。
- ✦ **我們預期日圓匯率將重拾升軌。** 隨著日本央行在市場波動後已迅速修正其鷹派立場，以及美國衰退風險在好於預期的 7 月服務業 PMI 和零售銷售數據公布後降溫，日圓匯率已隨著套息交易平倉勢頭緩和及日圓空頭回補倉位下回軟。展望未來，我們認為日圓匯價在市場預期美日利差將加速收窄下將在中期出現反彈。市場預期美聯儲的政策利率將在 2025 年 7 月時降低至 3.25%-3.5% 區間，預示美日利差將在未來一年收窄約 200 個基點。由於預期日圓套利交易的利潤空間將大幅減少，我們相信投資者將逐步軌平日圓套利交易，資金將從美國回流日本，支持中期的日圓需求。我們預計美元兌日圓中線有望反覆下試 135。

圖 5-1：日本央行國債持倉佔比接近存量半數 圖 5-2：日本央行計劃至 2026 年 Q1 時每月購債規模縮減近五成



數據來源：Bloomberg, Bank of Japan

圖 5-3：短觀調查中企業預期美元兌日圓匯率落在 140-150 範圍 圖 5-4：市場預計美日利差在一年內縮窄約 200 個基點



數據來源：Bloomberg, Bank of Japan

【 免責聲明 】

本文件所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本文件所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本文件並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何聲明。投資者不應只根據本文件而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本文件並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本文件只供一般參考用途，本文件（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售文件，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

本文件內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。