

2025年12月26日

投資熱搜報

日本

我獨自升息，日圓利率變化如何影響全球？



報告摘要

- BOJ升息1碼，政策利率創30年新高，市場反應溫和
- 日圓不升反貶，利差與財政疑慮主導匯率走勢
- 套利交易平倉風險可控，系統性危機機率低

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證。資料內容若有變更，將不另行通知。客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2025年12月26日

投資熱搜報

結論：BOJ本次升息是一次「受控的去槓桿」(Controlled Deleveraging)

植田和男已經先給市場打了預防針，與 2024 年 7 月底讓市場感到意外的突襲不同，市場已有充分準備，再加上 2024 年 8 月之所以引爆股災，有一大部分是因為美國就業報告中的失業率觸發了薩姆法則，引發投資人對美國景氣衰退的擔憂，因而導致各國股市的拋售賣壓驟然升高，顯然與目前的狀況大相逕庭，因此本次發生系統性風險的機率較低，然局部波動恐難難免。

日本央行(BOJ)決議升息1碼，政策利率上調至0.75%，為30年來最高

(1) 決策核心內容

- **政策利率：BOJ在 2025年12月18-19日的貨幣政策會議(MPM)上，做出了具歷史意義的決定：將政策利率由0.50%上調至0.75%，正式邁向利率正常化。**
- **投票結果：以9:0 全票通過，顯示委員會內部對於當前經濟復甦與通膨趨勢已凝聚共識。**
- **前瞻指引：刪除了關於海外經濟與物價不確定性極高的鴿派描述，改為強調實現通膨目標的可能性持續上升。**
- **實質利率評估：日本央行總裁植田和男強調即使升息，金融環境依然寬鬆。BOJ在聲明中強調，日本經濟已處於通膨狀態，即使政策利率上調至 0.75%，實質利率仍處於大幅負值區間；很難估算名義中性利率水準，但 0.75%的政策利率距離名義中性利率區間下限尚有一定距離，**暗示未來仍有升息空間，但植田和男並未明示或暗示具體升息的時間和節奏**。**

(2) 日本經濟與通膨已達升息條件

BOJ之所以敢於在 12 月行動，主要基於對宏觀經濟數據的樂觀評估。根據 BOJ 聲明與補充文件，其對經濟的看法已從 10 月份的謹慎轉向樂觀：

- **關稅衝擊有限：BOJ 認為關稅衝擊不若原先預期嚴重，以及寬鬆的金融條件繼續支持景氣，日本經濟可能保持溫和增長。**
- **薪資成長動能：BOJ 對 2026 年春季薪資談判 (Shunto) 抱持高度期待，認為企業轉嫁成本與調薪的行為已發生結構性改變，「薪資-物價」的良性循環正在運作。**

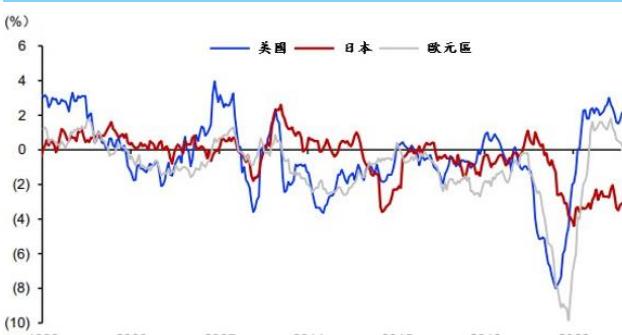
2025年12月26日

投資熱搜報

通膨黏性超預期：11月整體CPI年增率為2.9%，連續 44 個月高於2%目標。扣除食品與能源的「核心核心 CPI」亦達3.0%，顯示通膨壓力已廣泛滲透至服務類。BOJ調整了關於潛在通膨的表述，稱潛在通膨將繼續逐步上升，而上次會議中，BOJ認為潛在通膨將暫時停滯。值得注意的是，2 位鷹派委員，即審議委員高田 (Takata) 與 田村 (Tamura)認為潛在通膨將更早、甚至已經達到目標；後續可能主張更激進的升息路徑。

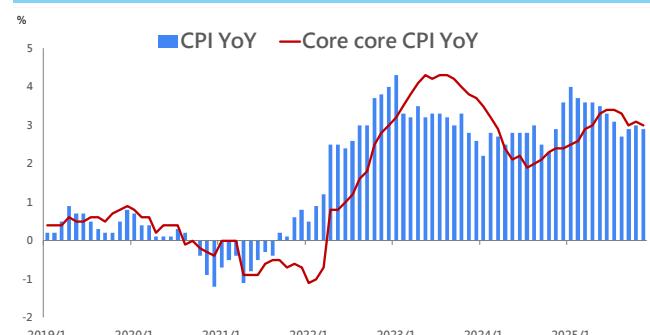
偏弱的日圓匯率：儘管BOJ官方堅持貨幣政策不以匯率為目標，但「日圓疲軟」無疑是本次升息的關鍵因素之一。包括進口通膨壓力：日圓長期維持在 150以上的弱勢區間，導致能源與原物料進口成本居高不下，直接推升了國內物價，影響家庭實質購買力。政治壓力緩解：雖然首相高市早苗傾向寬鬆，但過度貶值的日圓引發民怨。BOJ透過升息展示捍衛貨幣價值的立場，有助於緩解政府面臨的生活成本上升壓力。

日本的實質利率水準偏低



資料來源: CEIC · 永豐投顧整理，製表時間:2025.12.22

日本通膨3%，超出2%目標已久



資料來源: Bloomberg · 永豐投顧整理，製表時間:2025.12.22

為何升息後日圓不升反貶？

這也是本次會議後投資人最為困惑的現象。理論上，日本升息而美國降息縮小美日利差，應該利多日圓。然而，決策公佈後，USD/JPY 反而從 155 價位貶至 157.78，出乎投資人意料。

以下可能是日圓不升反貶的核心原因：

(1)「利多出盡」與缺乏鷹派驚喜 (Sell the Fact)

由於總裁植田和男12/1的鷹派發言，已經讓市場在會議前100%定價了此次25bps的升息。對於外匯交易員而言，升息本身已無懸念。市場原本期待植田總裁能釋出更鷹派的訊號（如上調中性利率預估或暗示短期內繼續升息），然而植田和男的談話卻讓市場失望，因而記者會內容被解讀為「偏鴿」：

2025年12月26日

投資熱搜報

- 植田拒絕縮小中性利率的預估範圍（目前為 1.0%-2.5%）。
- 他強調目前利率仍低於中性利率下限，但強調將依數據行事，未給出明確的時間表，市場大多預期下一次升息可能要等到2026下半年，且2026升息幅度只有1~2碼。
- 植田和男模稜兩可的態度讓期待鷹派轉向的投機資金感到失望，進而獲利了結日圓多頭部位。

(2) 美日利差的絕對優勢猶存

即便日銀升息至 0.75%，與美國聯準會的政策利率FFR 3.50%-3.75% 的利率水準相比，兩者利差依然高達 300bps左右。

- 對於全球投資者而言，借入日圓（低成本）投資美元或其他高報酬資產（高收益）的利差交易（Carry Trade）仍然有利可圖。
- 只要美日利差未顯著收斂，日本國內機構投資人（壽險、退休基金）仍傾向將資金配置於海外高收益債券，造成結構性的日圓賣壓不易消除。

(3) 對高市早苗擴張財政的擔憂

市場對於新任首相高市早苗的「積極財政政策」仍心存警惕。

- 財政赤字隱憂：據估計FY2026 預算案規模可能超過120兆日圓。對於債務佔 GDP比率已超過200%的日本，擴張性財政政策可能引發市場對財政可持續性的擔憂。根據 IMF 數據，2024年日本政府債務佔 GDP 比重高達 236.6%，居全球主要經濟體之冠。日本國債殖利率每上升 1 個百分點，年度利息支出將增加 2 兆日圓。2025 年日本債務利息已達 16.5 兆日圓 (佔GDP 1.7%)，殖利率持續攀升恐吞噬未來財政空間。
- 信用風險溢價：當公債殖利率上升是由於對財政惡化的擔憂（而非經濟強勁）時，往往會伴隨著貨幣貶值。這解釋了為何 JGB 10年期殖利率由1.958%突破2%關卡至2.025%(1999年以來首次突破2%)，12/22更進一步走升至2.097%，30年期由3.33%攀升至3.45%，且日圓同步走貶。

BOJ升息後，日圓不升反貶



資料來源: Bloomberg，永豐投顧整理，製表時間:2025.12.22

日本政府債務占GDP高達236%



資料來源: IMF、Bloomberg，永豐投顧整理，製表時間:2025.12.22

投資聲明:本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證。資料內容若有變更，將不另行通知。客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。

2025年12月26日

投資熱搜報

日圓套利交易 (Carry Trade) 平倉風險評估

自2024年7月31日BOJ升息導致carry trade平倉並引爆全球股災的事件大家還記憶猶新，因此日本升息，Carry Trade的動向一直是市場焦點。本次升息後，是否會重演平倉潮，再度引爆股災？

(1) 此次背景與去年不同

日圓套利交易的核心機制是「借低利日圓，買高息外幣資產」。其獲利取決於兩點：巨大的利差、以及日圓匯率的穩定(或貶值)。

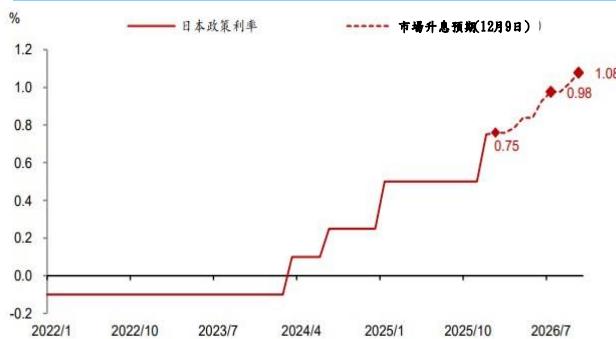
- **槓桿資金 (Leveraged Funds)：**根據花旗 (Citi) 的部位數據分析，對沖基金等投機性資金的日圓空頭部位在過去幾個月已大幅清倉，目前的市場部位相對中性。這意味著由投機盤引發的「閃崩式平倉」風險較低。
- **真實資金 (Real Money)：**日本國內投資人持有的海外資產屬於長期配置，除非美日利差縮小到1%-1.5%以內，否則這類資金不會輕易回流。

(2) 潛在風險點

儘管短期風險可控，但以下情境可能觸發新一輪的平倉潮，必須留意：

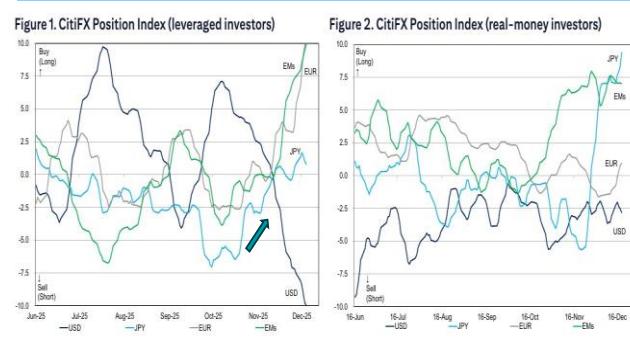
- **日圓急劇升值：**若日本財務省在160水準進行大規模干預，導致日圓短時間內急升，將迫使套利部位停損。
- **新興市場壓力：**部分新興市場企業持有大量未避險的日圓貸款，若日圓持續升值，這些企業貸款成本上升，可能引發局部的信用風險。

BOJ未來升息路徑預估



資料來源: Bloomberg, 永豐投顧整理, 製表時間:2025.12.22

投機性日圓空頭部位已大幅減少



資料來源: Citi, 永豐投顧整理, 製表時間:2025.12.22