內容只供友邦內部使用，不得轉發或分發予公眾(包括零售投資者，現有或準客戶)。本文件並不構成任何投資建議，招攬或建議任何行動。

【摩根資產管理】當日本再通脹遇上政策正常化：日圓、收益率與股市吸引力

日圓走勢仍受多項變動因素左右。在宏觀層面，穩健內需、工資持續增長及企業成本轉嫁，推動日本明確轉入再通脹環境。這些因素亦令通脹週期變得更具持續性。政策組合亦日趨複雜：政府正加大以增長為導向的財政支持力度，包括具針對性的產業投資及建議減免消費稅。日本央行自2024年3月以來已多次加息，並繼續循序漸進地推動政策正常化。

日圓疲弱成日本股市推動力

- 近期日圓疲弱似乎越來越受到息差以外的因素推動，包括投機性持倉、資金回流有限，以及市場再度憂慮財政可持續性。儘管如此，支持性政策、結構性再通脹及日圓疲弱，已成為日本股市的重要推動力。日本企業盈利動力仍然強勁，而人工智能相關資本開支亦成為另一項催化因素。

步入再通脹時代

- 經歷數十年通縮後，穩健內需及連續多輪春鬥工資談判帶來的持續工資增長，推動日本步入再通脹階段。過去，日本企業往往自行吸收成本升幅，以維持市場份額。然而，隨著利潤率壓力日增，企業開始更積極地轉嫁成本。日本經濟產業省的價格談判促進月後續調查顯示，企業價格轉嫁率，較1年前上升3個百分點至52.4%，令再通脹週期進一步鞏固。
- 近期數據顯示，在收入狀況改善、消費者信心逐步回升、油價衝擊有望消退，以及政府擬削減消費稅等因素的支持下，日本經濟增長正高於潛在水平。短觀調查顯示企業信心持續上升，企業的憂慮已由需求疲弱，轉為利潤率能否跟上勞工及投入成本的升幅。企業的資本開支意向仍具韌性，並受到多項結構性因素支持，包括勞工短缺下的人工智能投資及半導體製造產能擴張。

支持性財政政策與貨幣政策正常化並行

- 高市早苗政府正透過更廣泛而積極的財政措施，以及針對供應鏈韌性及人工智能領域的產業投資，推行以增長為導向的政策。相關措施包括能源補貼、調高課稅門檻，以及最新宣佈將食品消費稅率由8%下調至1%，為期兩年。措施雖然有利家庭，但可能會造成稅收損失，加上日本公共債務高企，令投資者再次憂慮財政可持續性。這些憂慮可能令日圓受壓，並推高日本長期政府債券收益率。
- 隨着市場對工資增長及通脹持續性的信心增強，日本央行自2024年3月以來已六度加息。央行循序漸進的取態亦令市場間歇出現波動。
- 投資團隊認為，日本央行正面對兩難局面。若暫停加息，市場可能認為貨幣當局的行動落後於形勢；若採取更進取的加息步伐，即使有助減慢日圓貶值，卻可能大幅增加政府的利息成本。



外匯、資金流向與財政基本面

- 美元兌日圓匯率的走勢無法完全由美日10年期債券收益率差距解釋，顯示可能還有其他因素推動，包括投機性持倉、資金回流有限及財政憂慮。
- 根據芝加哥商品交易所的期權及期貨合約淨倉位數據，截至8月25日，日圓淨淡倉已再次累積至高位，上一次出現相若水平是在2024年年中。近期干預行動雖同樣令淡倉大幅減少，但目前的經濟環境與2024年時截然不同：現時美國經濟活動強勁，與2024年美國經濟增長受到衝擊時形成鮮明對比。目前套息交易背後的基本因素並無太大改變，套息交易很可能繼續令日圓受壓。
- 資金流動亦加劇日圓所面對的結構性壓力。即使經常賬盈餘創新高，日本收入中來自海外的比重卻不斷增加。日圓持續疲弱降低了企業將盈利匯回日本的意欲，並促使企業把資金再投資於海外，因而限制了額外的日圓需求。
- 國內資金持續外流亦是不利因素：家庭繼續透過少額投資免稅制度買入海外股票，保險公司亦繼續買入海外債券，同時下調外匯對沖比率，令日圓進一步受壓。不過，隨着日本債券收益率上升並最終趨於穩定，日本投資者或會逐步轉投國內市場。
- 財政憂慮亦反映在價格走勢上：自去年底以來，美元兌日圓與長期債券收益率差距已呈負相關性，日圓走弱與長期債券相對收益率上升同時出現。即使政府主張奉行「負責任的積極財政政策」，市場卻未見同樣樂觀，並繼續關注在缺乏可信財政整頓計劃的情況下，持續推行財政擴張所帶來的風險。因此，市場對財政可持續性及債務動態的憂慮，進一步加劇日圓弱勢。

股市利好因素與投資啟示

- 擴張性財政政策及仍然寬鬆的貨幣環境為日本股市提供支持。MSCI日本指數及東證指數分別上升22%及18%，表現優於大部分其他成熟市場。
- 日圓偏弱亦有利以出口為主的日本企業，而日圓與股市表現之間的相關性亦在近月增強。
- 基本面同樣強勁：在科技板塊的人工智能相關需求，以及金融及工業板塊的周期性需求帶動下，第二季盈利按年增長60%，盈利增長動力有望進一步延續。企業盈利平均優於預期27%；在已公布業績的公司中，74%的盈利超出分析師預期。這反映日本企業盈利普遍強勁，而市場預期仍未跟上這一輪基本面升勢。
- 其他長期支持因素仍然穩固。隨着企業管治改革持續推進，本財政年度截至目前已公布的股份回購規模大增至12.7萬億日圓，高於去年同期的10.9萬億日圓，今年有望再創新高。連同工資持續增長、內需改善及結構性再通脹，這些因素繼續為日本股市的短期及長期前景營造有利環境。

以上資料由摩根資產管理提供，2026年8月25日

閣下確認此資料擁有人為友邦保險（國際）有限公司（於百慕達註冊成立之有限公司) (以下簡稱「友邦香港」或「公司」)。閣下使用、複製或下載此資料，即表示閣下已同意及接受下述所有條款之約束：

- 這是一份友邦香港內部文件，不構成任何邀請或招攬購買 (或認購) 任何保險或金融產品，並只供友邦香港、其僱員、財務策劃顧問及友邦香港認可的銷售伙伴作內部培訓使用，不能傳播或分發予友邦香港以外的任何第三方包括任何公眾人士、客戶或準客戶，亦不得使用此資料作銷售或招募面談或說明或其他相類似之用途。
- 除非事先獲得友邦香港同意，否則任何人一律不可擅自將此資料再發放或使用於其他用途或目的。若未得到友邦香港獲授權人士事先書面同意，閣下不可修改、更改或變更此資料的部份或全部內容。
- 此資料是友邦香港經搜集內外資料製作而成，更新版本日期列印於資料上。此文件之數據及資料是經搜集內外資料編纂製作而成，友邦香港將盡力確保資料內容準確、完整及為最新的資訊，但不會就資料來源的準確性、完整性及適時性或因而引致的損失負上責任及作出任何保證或陳述。此資料或有由講者提供的內容，任何該內容僅代表講者/相關資料提供者之個人/相關公司觀點而並非友邦香港之觀點。在任何情況下，友邦香港不會就資料使用者負上任何責任。
- 在任何情況下，友邦香港不會就資料使用者負上任何責任。若閣下使用此資料之資料，即閣下同意賠償及承擔對友邦保險（國際）有限公司（於百慕達註冊成立之有限公司)及其母公司、分公司和子公司、董事、高級職員、營業員、僱員、合伙人及持牌人的任何索償或遭第三者追討因使用或違反使用此資料所造成損失或損害的責任。
- 請注意如閣下並無持有就有關提供證券意見之資格或牌照，閣下不能向客戶提供任何有關證券或投資意見。因此，此文件或在任何情況之下不應被視作為其專業知識或專業建議。本文件亦不應被視作要約或遊說、認購、買入或出售任何證券或集體投資計劃。如閣下需要查詢任何有關證券、投資及/或非營業代表專業知識之詢問時，閣下應尋求及向有關具該項專業資格之人士查詢。於此文件的內容是按着一般情況而言，只作一般參考，並未考慮到任何人士或團體的投資目標。請勿依賴作投資決定。投資涉及風險，投資表現及回報可升可跌，過往表現並非將來表現的指引或提示。
- 財務策劃顧問需持有卷五牌照方可進行投資相連壽險保單之銷售活動。於介紹任何投資相連壽險產品之前，財務策劃顧問必須跟客戶進行財務需要分析（FNA）及風險承擔能力問卷（RPQ），以確認客戶的投資需要、保費負擔能力及風險承擔能力。而在整個銷售過程中，財務策劃顧問亦不可向客戶提供任何投資建議。投資相連壽險保單只適合有人壽保障需要及投資需要的客戶購買。

[AIA - INTERNAL]