



►近期日韓兩國在股市及貨幣的走勢出現分歧，折射出兩者在宏觀經濟政策和資金流動上的底層錯位。

半導體盛宴 日韓貨幣貶值揭風險

貨幣政策周期的錯位是影響匯率走勢的經典變量，但本輪東亞貨幣分化中，單純的雙邊利差框架解釋力明顯不足。市場普遍將非美貨幣貶值壓力歸因於美債收益率高企與美元流動性收緊，但這一理由無法完全解釋去年以來日圓的疲軟加劇，也難以匹配韓國的持續走弱。

市場正在出現顯著的「利差收窄+匯率貶值」悖論。為對抗輸入型通脹與匯率貶值壓力，日本央行已逐步退出超寬鬆貨幣政策框架，政策利率上行至1%；韓國央行也加息至2.75%的基準利率水平。自2025年6月起，美日、美韓長短端國債利差逐步步入下行通道，雙邊貨幣政策利差持續收斂。

日本消費意願低迷

按照經典匯率定價理論，利差收窄理應緩解日圓、韓圓的貶值壓力，推動本幣企穩修復。但現實市場走勢顯著背離傳統邏輯，兩大貨幣依舊維持弱勢下行態勢，充分印證本輪日韓貨幣走弱的核心驅動並非簡單的周期利差，而是更深層的結構性因素。

經歷了漫長的資產負債表衰退，日本的「弱日圓」早已非市場情緒或短期擾動引發的低估，而是日本這一經濟體的「合理定價」。日本經濟基本面的結構性走弱是日圓弱的核心，也是同樣匯率疲軟的情況下與韓國的重要區別。

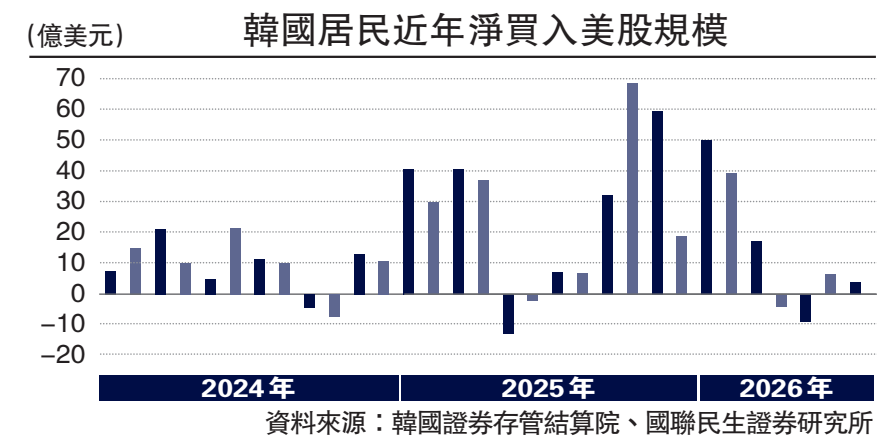
宏觀背景上，日本增長長期低迷、實際利率深度為負，日本資產的真實回報偏低。日本實際GDP增速僅約1%，經濟增長明顯低於中、韓兩國。儘管日本走出通縮區間、CPI同比在2022年二季度至2025年末期間一度回到2%至3%左右，2026年前五個月同樣高於1%，日央行也順勢加息，但實際利率仍位於負值區間，也是套息交易長期做空日圓的根基。

日本經濟的疲弱實際上是內外需結構共同影響的結果：內需層面，核心制約在於居民實際購買力萎縮與企業本土投資意願低迷。儘管名義薪資受「春斗」提振有所回升，但日圓貶值帶來的輸入性通脹持續侵蝕居民財富，導致實際薪資增速長期承壓，壓制了私人消費。同時，受困於少子老齡化，企業對本土設備更新及產能擴張信心不足，更傾向於海外資產配置。消費與投資的「雙內冷」格局，導致負實際利率的寬鬆環境難以有效轉化為內需增長動能。

外需層面，日本的貿易競爭力已經明顯流失。曾經的出口強國日本，近年貨物貿易順差已大幅減弱，其經常賬戶之所以仍保持較高順差，仰賴海外投資收益支撐。初次收入（投資收益）不光體現了日本對往外投資長期規模化的趨勢，同時也揭示了日本本身作為投資目的地的劣勢，其差額反映的恰恰是日本本土資產收益與日本海外配置收益之間的「鴻溝」。

綜合來看，低增長、負實際利率、貿易競爭力流失的組合，指向日圓在中長期面臨結構性的弱勢。因此，日本在貨幣政策上始終「畏手畏腳」，難以對日圓形成有效支撐。一方面，國內低迷的經濟基本面與高企

2025年中以來，伴隨全球AI與半導體超級周期的深化，東亞市場走出了一波鮮明的結構性行情，但日韓兩國貨幣走勢卻異常疲弱。筆者認為，這種「同質的科技牛市，異質的貨幣環境」，實質上折射出中日韓在宏觀經濟政策和資金流動上的底層錯位。



政府債務約束大幅收緊加息空間，過快收緊貨幣極易壓制本就脆弱的內需、加劇債務償債壓力；另一方面，海外貿易壁壘、中東地緣衝突等突發性風險事件接連上演，持續放大外部增長不確定性。

多重約束疊加之下，日本央行加息路徑只能維持小幅度、慢節奏的謹慎收緊基調，而難以進行「大刀闊斧」的改革。因此儘管美日利差持續收窄，但日本加息的節奏始終不及市場預期，日圓跌跌宕宕，難以逆轉貶值趨勢。日央行加息的不及預期也為套息交易形成了天然土壤，反過來加劇日圓貶值的負向循環。若基本面不改善，加息與利差收窄對扭轉日圓弱勢的作用或相對有限。外部偏強美元和空頭擁擠則進一步放大了這一循環。

韓國金融資本外流

對於和日圓處境相似的韓圓，其所講述的則是另一個故事。2025年韓國經常賬戶順差錄得約1230億美元，創下歷史新高；受益於半導體行業景氣周期帶動，韓國出口持續放量、屢創新高，一季度實際GDP增速升至3.8%，經濟表現顯著優於日本，從底層基本面對日圓形成明確分野。但即便坐擁貿易順差與可觀的經濟增速，韓圓匯率卻未獲得有效提振，這一背離現象表明，驅動韓國匯率定價的核心變量已發生明顯切換。

首先，韓國經常項目順差帶來的外匯並未全部回流境內。韓國頭部企業如三星電子、SK海力士等，業務和分支機構遍布全球，結算更多採用美元計價。企業部分外銷營收可以留存於海外離岸賬戶，主要用於境外擴產投資、設備資本支出等，並沒有完全匯入韓國本土市場的急迫性。從韓國外幣存款來看，2024年以來再度穩步上升，2025年末，企業外幣存款已達到1000億美元。

雖然韓國經常賬戶依舊維持高額順差，但順差對應的美元資金並未轉化為實實在在的韓國購匯需求，這直接弱化了傳統貿易順差拉動本幣升值的匯率傳導邏輯。

其次，更本質的變化在於韓圓的影響因素正在從貿易支撐轉向資本流動。韓國央行的研究顯示，把匯率波動拆為「商品衝擊」（順差疊加升值）與「金融衝擊」（資本外流、順差疊加貶值），發現2000年以來美元兌韓圓實際匯率波動約80%由金融衝擊驅動、商品衝擊僅約19%。金融衝擊中，2015年以來「資本外流型」金融衝擊（導致韓國貶值）頻率從21%上升至35%，而「資本流入型」金融衝擊（導致韓國升值）的頻率則下降至19%。

韓國國內居民與企業主動增持美

元資產導致的資金外流正成為韓國貶值的重要動力。自2024年初以來截至2026年7月10日，韓國居民累計淨買入美股金額達532億美元。2025年，韓國KOSPI指數回報達76%，遠高於標普500指數，但即便韓股大幅跑贏美股，韓國居民2025年內累計淨配置美股金額仍然較2024年擴大200%以上。

透過經常賬戶和金融賬戶的對比能夠看出明顯的資金外流證據：2025年韓國經常賬戶順差1231億美元，其中約877億美元經證券投資渠道淨流出，實現資金的「重新出海」，直接投資淨流出僅約250億美元；2026年一季度，韓國經常賬戶順差金額744億美元，大部分被證券投資淨流出674億美元規模沖掉。

最後，境外資本持續流出同樣是拖累韓國走弱的重要推手。2026年受益於半導體板塊強勢行情，韓國股市大幅走高，與之形成反差的是外資持續撤離，年初以來（至7月），外國投資者離開韓國市場超過1000億美元，但此番大規模減持不能簡單等同於外資看空韓國市場。隨著股價持續上行，韓股在全球資管機構投資組合裏的配置佔比被動抬升，觸及風控紅線。外資拋售行為兼具雙重目的：一方面落袋為安，兌現此前積累的高額收益；另一方面調整持倉結構，緩解國別與行業持倉過度集中的風險，完成資產組合再平衡。

外資流入 人民幣持穩

綜上來看，即便韓國憑藉半導體產業實現高貿易順差與亮眼經濟增長，但本應支撐韓國走強的傳統基本面邏輯已持續失效。本土企業留存海外美元、境內主體主動配置外幣資產、老齡化推升儲蓄外流量加外資被動調倉減持，多重資本端負面力量持續壓制韓圓，資本流動因素已然取代貿易差額，成為主導韓圓匯率走勢的核心驅動。

日韓資本賬戶開放，貨幣政策與匯率被捆在一起，日本負實際利率經套息使日圓持續承壓，韓國加息護匯也未能有效遏制資金外流；中國資本賬戶尚未完全開放，人民銀行得以在不犧牲匯率的前提下自主寬鬆。順差結匯回流疊加外資流入托住人民幣，政策方能更加從容。

此外，與日本實際利率深度為負的格局不同，中國物價溫和運行，實際利率保持正值區間，人民幣資產的實際回報具備基本保障，這構成了匯率韌性的重要支撐。最終體現在貨幣政策層面，日韓被動、中國主動，這份主動正來自對資本流動的管理。

（作者為國聯民生證券研究所首席宏觀分析師）

企業主動求變 應對新舊動能轉換期

2026年已過一半，雖然外部環境複雜多變，但內地總體經濟發展平穩。一方面多項數據顯示，生產端新動能挑起大樑，外需韌性超出預期，但另一方面，新舊動能分化特徵明顯，有企業訂單排到後年，有的卻在生死邊緣掙扎。如此差異，因我們正處在內地第四次新舊動能轉換的「供強需弱」發展周期，但舊的不去、新的不來，在這個換擋期中，企業就要找到屬於自身的新藍海。

先說說一些令人鼓舞的數據，發改委國家信息中心早前披露，今年上半年消費延續向好態勢，線下商圈人流熱度按年增長5.7%，線下消費支付金額亦年增2.7%，其中電子商品需求高，按年增長9.5%；文旅相關的交通、餐飲相關消費熱度也持續高漲，分別有6.1%和4.9%增幅。

產業方面，高技術領域投資熱度持續攀升，上半年人工智能、人形機器人等前沿領域的資本投資金額按年飆升近1.2倍，算力等領域的數字基礎設施項目中標金額按年增長23%。上半年的工業運行也趨穩，工業園區生產熱度指數較上年同期上升3.9%，初創企業經營活力增1%，技術創新型企業經營活力更有3.1%升幅。戰略性新興產業的相關專利授權量年增15.6%，其中單軍6月便錄得30.3%增幅。另外，與人工智能相關的專利授權量上半年亦增34.8%。

可以說，這些數據反映了內地經濟高質量發展的創新引擎動力不斷發力，經濟韌性持續增強，發展動能也在加快轉換，但我們卻不能因此而掉以輕心。當下，內地正處在第四次新舊動能轉換的一個全新發展周期。

回顧過去，第一次換擋是80年代鄉鎮企業的異軍突起；第二次就是90年代的中國製造業騰飛蓬勃；第三次則是2001年加入世界貿易組織（WTO）後，中國的大門徹底打開，成為了世界工廠，造就了長達20多年的繁榮經濟，高速增長。而現在我們身處的第四次換擋期，就是從高速增長轉換到高質量發展。

但這一次的換擋，難度無疑比過去三次都大，因為舊動能正在熄火，新動能還在培育成長，中間就出現青黃不接的陣痛期。而在陣痛期間的諸多挑戰中，影響最深遠的當屬「供強需弱」這四個字。

其一，我們的出生人口絕對值正在下降，去年全國新出生人口792萬

人，比2024年減少了160萬人，出生人口的減少，意味着未來一段長時間消費群體的減少。

其二，經過數十年發展，我們的城鎮化率已達到了67%，換句話說，城鎮化率的放緩將會是必然出現的事實，城鎮化所釋放出的消費潛力空間將逐漸收窄。出生率的下跌與城鎮化增長時代的落幕，就會引爆「供強需弱」矛盾，在這矛盾中，離場的企業恐怕不少，我們更需要做好在陣痛期中打持久戰的準備，要具備未來思維，及時謀劃布局。

發掘與公司資源匹配新賽道

不過，新舊動能轉換雖帶來嚴峻挑戰，但挑戰和機會並存，換擋期恰恰就是轉型升級的最佳窗口期，方法不複雜，就是跳出行業紅海，從藍海中尋找和公司資源匹配的新業務，就像機器上加上一組新齒輪，那就是能夠帶動其他舊齒輪一起運轉的新動能，轉着轉着新舊交替就完成了，就這樣進入新藍海。

以近期歐洲極端熱浪為例子，國際能源署數據顯示，歐洲家庭空調滲透率僅約20%，德、法等西歐國家更不足15%，對家電企業而言是相當有潛力的藍海市場，但是歐洲的建築保護法規嚴苛，歷史街區嚴禁外牆打孔，建築設計未預留空調管道，租戶無權改動房屋結構，而且持證安裝工人稀缺，裝一台空調的費用甚至高於售價，還要排隊等好些日子，再加上環保及高昂電費，這些限制使得家電企業有心而無力。

然而，我們的國產空調企業透過靈活變通和創新能力，順利破解了這一難題。TCL空調一款帶滾輪的移動空調，機身輕便，無需打孔接管，推至窗邊插電即可製冷；美的專攻歐洲的免安裝分體式空調，能適應不同窗戶的支架，徒手即可快速裝好，還有其他環保低能耗產品，統統在這一波歐洲熱浪中乘上了藍海的涼風。

上述例子可以看到，企業沒有在法規的高牆上死磕，而是在最熟悉的領域把產品優化。在新舊動能轉換的周期中，主動選擇求變，正是克服陣痛的關鍵。再者，令人鼓舞的是7月13日國務院正式批覆《擴大消費「十五五」規劃》，設立了「十五五」時期消費領域發展的目標，不僅為未來五年擴大消費提供總思路和路線圖，還選就6大方向部署擴大消費的28條重點任務舉措，這些具有很強針對性和破題性的措施，將有效打破「供強需弱」格局，讓大眾能消費、敢消費、願消費。

（作者為天九企服董事長兼CEO）

樓市尋寶 鎖定兩大值博地區

近期中央政府公布上季經濟數據，雖然這份成績表未盡人意，但反而有可能促使更多提振政策出台。其中，人行減息及下調存款準備金率的機會甚高。屆時，澎湃的資金流動性與政策紅利，勢必對本港樓市產生強勁「溢出」效應，為兩地資產市場以致樓市注入更強盛的支撐動力。

事實上，香港作為國際金融中心的「硬實力」依然難以撼動，對全球資金與人才的吸引力更是有增無減。近期本港接連榮膺多項世界級榮譽，如《2026年世界競爭力年報》全球第2，以及在《全球超高淨值人士報告》中，高踞以城市計富豪密度全球第二。更具里程碑意義的是，香港歷史性首次超越瑞士，登頂「全球最大財富管理中心」寶座。

在這些耀眼光環背後，是實打實的資金流入。金管局數據顯示，本港存款總額已首度突破20萬億元大關。這股資金「氾濫」效應，正在租務市場掀起巨浪。隨著傳統租務旺季降臨，美聯「租金走勢圖」平均呎租已連續六個月破頂，實用呎租首度突破40元關口，報約40.01元，創22個月以來最大單月升幅。

租金攀升「轉租為買」趨增

租金節節攀升，加上樓價顯現築底信號，誘發大量「轉租為買」的剛需購買力，特別是近年源源不絕來港的內地專才與高才，他們具備較高收入與較強供款能力，正成為樓市的「中流砥柱」，也為發展商添上推盤「底氣」，預期本月一手成交量可望重上約1000宗水平。

面對政策風口與人才紅利，用家及投資者應如何鎖定最具「值博率」的地

區？筆者建議採取「雙軌並行」的策略。首先，鎖定「高才專才喜愛區」與「新晉明星社區」。這類地區包括鄰近大學的學房區，以及美聯精心劃分的「十大新社區」，包括黃竹坑、康城、將軍澳南、啟德、南昌、大埔白石角、大圍、紅磡等。這些地區擁有強勁的租金防禦力及升值空間，堪稱樓市中的「增長型實力股」。

其次，吸納交通便捷及生活配套齊全的傳統「大型藍籌屋苑」，如嘉湖山莊、美孚新邨、沙田第一城及太古城等。這類物業在市場上流通率高、長期不愁租客，租價亦較「硬淨」，只要整體樓市延續升勢，絕對是「進可攻、退可守」、有望實現「財息兼收」之穩健選擇。

歷史無數次證明，能夠成功穿越無數經濟及樓市周期的，永遠是經得起時間考驗的「實力派」。儘管外圍地緣政治與息口走勢短期仍有考驗，但在國家政策降準減息的憧憬下，本港樓市的堅實底子將在健康整固後，重新展現穩步上揚的大趨勢。

（作者為美聯集團行政總裁暨美聯物業執行董事）



▲嘉湖山莊等藍籌屋苑在市場上流通率高，長期不愁租客。