



▲上月底，日美聯手干預匯市後，日圓一度出現顯著升值。

經濟觀察家

7月31日，日美當局實施了罕見的聯合匯率干預，推動日圓短期快速升值。筆者認為，本輪罕見的聯合干預顯著增強了政策威懾，暗示日圓匯價在164左右為底線。

美撐日圓 料出於自身利益



經濟把脈

美日時隔28年再度聯合買入日圓，表明雙方對日圓過度貶值及其金融外溢風險已形成較強共識，聯合干預顯著提高了做空日圓的風險，可能短期托舉日圓。美日聯合匯率干預的先例寥寥無幾，上一次協調干預匯市還要追溯至2011年東日本大地震後，但當時G7聯合行動旨在賣出日圓、抑制日圓過快升值；若限定為聯合買入日圓、遏制日圓貶值，則上一次行動發生在1998年亞洲金融危機期間。

隨着日圓實際有效匯率降至1970年以來的最低水平，日本的對外購買力已降至半個多世紀以來低位。對於能源、食品和原材料高度依賴進口的日本而言，日圓貶值通過推高進口價格壓縮居民實際收入、侵蝕依賴內需的中小企業盈利。今年上半年，以本幣計的日本進口價格指數同比上漲14.4%；同期，企業倒閉數量同比增長6.6%，其中「物價高倒閉」的企業數量創有統計以來同期最高。儘管弱日圓有助於提升出口競爭力 and 海外利潤的日圓折算值，但對居民購買力和當地企業經營的負面影響日益突出。

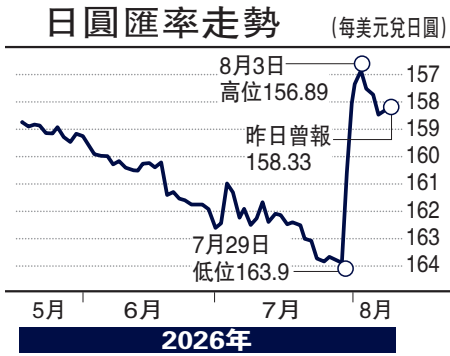
然而，日央行無法擺脫超寬鬆貨幣政策的「慣性」。左右為難中，日本財政部選擇干預匯率這一權宜之計，但並未逆轉日圓持續貶值的趨勢。隨着日本財政部干預的邊際效用和公信力邊際下降、日圓過度貶值的外溢風險持續上升，匯率干預由單邊行動升級為聯合協調。歷史經驗顯示，日央行單獨實施匯率干預只能改變短期市場供求，無法消除日央行落後於曲線、日本財政擴張以及結構性資本外流等貶值因素，且隨着使用愈加頻繁，邊際公信力快速下降。

避免日本沽美債托匯

在美債收益率上升和貿易失衡壓力加大的背景下，美國直接參與日圓干預有助於維護自身金融穩定和經貿利益。2026年1至6月，美國貨物貿易逆差約為5080億美元，同比擴大約26%。與此同時，7月底10年期美債收益率逼近4.7%，30年期美債收益率一度升至5.24%。

在此背景下，日圓過度貶值一方面會降低日本出口商品的美元價格，部分抵銷美國加徵關稅的效果，不利於美國推動貿易再平衡；另一方面可能促使日本投資者將資金從海外匯回國內，甚至迫使日本當局出售美債籌集干預所需美元，從而進一步壓低美債價格、推高美國融資成本。由此，當前支持日圓升值同時符合美國的貿易政策目標和債券市場利益。

沃什上任聯儲主席以來，長端美債收益率持續走高，當前美國直接參與聯合干預的重要考量之一，或是避免日本金融市場波動推高美債收益率。近日，沃什二度FOMC（聯儲議息會議）按兵不動且廢除前瞻指引，



推升美債風險溢價，長端美債利率明顯上行。

作為美債最大的海外持有國，日本投資者持有約1.14萬億美元美國國債（截至2026年5月），如果此後日本為穩定匯率拋售美債，會令美債走勢「雪上加霜」。因此，本輪美日聯合干預可能使用了FIMA（外國和國際貨幣當局）回購便利，允許日本以託管在紐約聯儲的美債為抵押獲得美元，正是為了降低匯率干預對美債市場的衝擊。

亞幣跟貶值 削弱美關稅效力

防範日圓過度貶值引發亞洲貨幣競爭性貶值，可能也是美國參與聯合干預的重要考量。日圓過度貶值會增強日本出口產品的價格優勢，迫使韓國及其他亞洲出口經濟體面臨更大的匯率調整壓力，進而增加區域貨幣競相貶值的風險。這不僅可能破壞亞洲匯率穩定，也會削弱美國關稅和產業政策的實際效果。

此外，美國財長貝森特長期信奉匯率調節順差的效用，一直以來強調日圓「顯著低估」，且上任以來多次和日本財政部和央行溝通，對推升日圓表現出較為明確的政策傾向。貝森特領導索羅斯基金內部投資組合期間，曾在2012至2013年順應「安倍經濟學」和日本央行寬鬆政策參與做空日圓。當前日圓貶值已經明顯超出其所認可的合理區間，貝森特不僅將日圓描述為「顯著低估」，表示美國不排除再次參與聯合干預，還主張擴大FIMA回購便利，幫助日本在不出售美債的情況下獲得美元資金。

雖然日美聯合行動的公信力和能力大於日本當局單邊干預，但這一方法可能仍是治標不治本。然而，如果日本當局跟隨市場定價，更快速上調利率，並將實際利率大幅抬升至中性的水平（短端或需要上行至2厘左右）、樹立其公信力，那麼日圓套利交易逆轉或將更可持續。聯合干預寄望於將套利資金「震出」原有的交易慣性。

過去數輪干預後持續增持美元資產的包括日本本土退休金賬戶、金融機構和居民，反映日圓貶值背後仍有真實利差和結構性資本外流的支撐。日本真實利率自2022年以來持續為負，推動近年來日本金融機構和居民對海外資產的配置意願明顯增強，例如2025年日本國內投資者持有的全球外國投信餘額相比2023年增長了49%；同時，近年來美元高利率仍對GPIF（日本政府養老投資基金）實現

名義工資增長+1.9%的回報承諾大有幫助，但近期日本政府提出鼓勵GPIF增配本土金融資產，或在中長期推動退休金賬戶資產回流本土。

由此，如果日本短端實際利率不能顯著上升，僅靠匯率干預難以真正消除日圓貶值慣性。積極的一面是，日本1年期國債收益率已經開始上行，市場正在計入更多加息預期，若日央行能夠「順勢而上」，日圓可能進入更良性的升值通道。

美日聯合干預日圓，提醒市場日圓、包括亞洲貨幣整體大幅低估。筆者認為，如果日圓中期趨勢逆轉，或加速助推亞洲貨幣與金融資產修復，其中銀行業尤為受益。若本輪日圓升值並非一次性干預，而是由日央行貨幣政策正常化、日美利差收窄推動，市場可能進一步下調亞洲貨幣的貶值風險溢價，而匯率預期改善將提高外資持有本幣資產的美元回報，從而推動亞洲資產估值修復。其中，銀行板塊受益於收益率曲線陡峭化及資本回流將明顯走強。由於貨幣環境長期寬鬆，2012至2021年間，日本銀行股大幅跑輸TOPIX指數，直至貨幣政策轉向正常化後才快速反轉，2023年以來相對TOPIX上漲了約70%。

美日聯合干預將在短期內顯著強化日圓，同時歷史經驗顯示日圓匯率干預對美債的外溢效應相對有限。美國財政部通過外匯穩定基金賣出歐元、買入日圓，不會直接增加美債供給；日本財政部則可能通過變現外匯儲備中的美債籌集美元。若假設7月30至31日約955億美元的干預資金全部來自出售美債，參照植田和男2012年的研究，並分別按照市場規模線性調整和平方根法則估算，對10年期美債收益率的毛衝擊約為10至34基點，中值約22基點；同理，4月底至5月初約740億美元干預對應的毛衝擊約為9至26基點，中值約17基點。

不過，上述結果更接近上限估算，實際衝擊可能因日本使用美元存款、回購融資或FIMA便利而明顯減弱。2022年以來六次干預的事件研究也未顯示美債收益率在干預後穩定上升：干預前20個交易日收益率累計上升的中位數約為30基點，干預後20個交易日反而回落約9基點；10個交易日窗口內，干預後收益率上升約7基點，但樣本差異較大。

全球資產面臨的主要尾部風險是日圓套息交易集中平倉，並由此觸發跨市場去槓桿。日圓長期作為低成本融資貨幣，投資者借入日圓後通常配置美國科技股、信用債、新興市場貨幣和其他高收益資產；日圓突然升值會提高償還日圓負債的成本，迫使投資者賣出風險資產並買回日圓。2024年7月，日圓套息交易部分平倉曾放大全球股市下跌。假若本輪聯合干預與日央行加息疊加，引發套息交易大規模反轉，可能對高估值科技股、槓桿策略等形成較大壓力。

（作者為華泰證券首席宏觀經濟學家）

港擁優勢打造高增值航運樞紐



行業觀察

香港正就首個五年規劃展開諮詢。對航運業而言，這不應被視為一次例行性的政策整理，而是一個重新檢視香港國際航運中心定位的契機。問題其實很直接：未來五年，香港要發展的，究竟是一個主要以傳統港口功能來定義的航運中心，還是一個以高增值海事服務為核心的現代國際航運中心？

過去談香港航運，社會較容易聚焦於港口、貨櫃吞吐量、航線網絡和物流效率。這些當然重要，也一直是香港航運發展的基礎之一。但在今天的環境下，仍用這些傳統指標來理解香港國際航運中心的內涵，未免過於狹窄，也容易忽略香港真正最具競爭力的部分。

香港的優勢，從來不只在於「有港口」。更準確地說，香港真正有條件做強的，是圍繞航運產業所形成的一整套高增值服務，包括金融、保險、風險管理、法律、仲裁、貿易及其他專業服務。香港若想進一步鞏固和提升國際航運中心地位，關鍵未必在於與其他港口城市比拼吞吐量或成本，而是在全球航運產業鏈中佔據更高價值、也更難替代的位置。

這正是首個五年規劃特別值得重視之處。五年規劃不是簡單把現有工作羅列出來，而是要為未來資源投放、制度建設和產業升級定下方向。如果方向定得準確，香港航運業未來的發展空間，不會局限於傳統港口功能，反而有機會向更高層次延伸。

在筆者看來，香港至少有幾方面現實基礎，足以支撐這樣的定位提升。

首先是制度和法律環境。香港實行普通法，擁有成熟的商業法律體系和國際化的爭議解決機制。航運交易本身高度國際化，涉及租船、融資、買賣、保險、擔保、索賠及爭議處理等複雜安排。市場觀點包括：規則是否清晰、合同是否可預期、爭議能否得到可靠解決。香港在這些方面，一直具備扎實基礎。

其次是香港的國際金融中心地位。航運本身是高度資本密集的行業，從船舶融資、航運租賃到綠色轉型，都離不開金融支持。香港若把自己定位於國際航運中心的資金配置平台，發展思路便會完全不同。香港在銀行、資本市場、基金和專業顧問服務方面都具備成熟條件，完全有能力在海事金融方面承擔更重要角色。

再者是保險和風險管理。航運天然伴隨複雜風險，既包括事故、貨損、責任和營運風險，也包括市場波動、合規要求和地緣政治帶來的不確定性。一個成熟的國際航運中心，不可能只處理貨物流和資金流，而不處理風險。海事保險、再保險、保賠、理賠及相關風險管理服務，本身就是現代航運中

心的重要組成部分，也是高附加值所在。

此外，香港在海事法律、仲裁、調解和爭議解決服務方面的優勢，也應在未來五年得到更清晰的確認和提升。業內都明白，國際航運中心不只是船多貨多，更要有能力處理複雜交易和複雜糾紛。香港的真正價值，不僅在於服務本地航運業務，更在於可以服務內地企業「走出去」過程中，對國際化法律和爭議解決服務的需要。

未來發展五點建議

基於以上分析，筆者認為香港首個五年規劃在航運部分應更聚焦高價值方向。

第一是海事金融。當前全球航運業面臨減碳壓力和船隊更新需要，背後對應的是龐大融資需求。香港若能把金融優勢與航運需求更有效對接，不僅有助於提升國際航運中心的含金量，也能為香港金融業帶來新的增長空間。

第二是海事保險與風險管理。香港可更有針對性地吸引相關機構集聚，完善專業人才和配套服務，逐步提升其作為區域海事風險管理中心的角色。隨着全球航運環境愈趨複雜，這類服務的戰略價值只會不斷上升。

第三是海事法律、仲裁、調解和爭議解決服務。香港在這方面已有基礎，但關鍵在於如何進一步與大灣區發展、與內地航運和貿易企業國際化需求結合起來。如果能夠形成更強聯動，這不僅是法律服務的發展，更是香港國際航運中心整體功能升級的一部分。

第四是大宗商品與貿易生態圈建設。航運從來不是孤立存在，其背後連接的是能源、貿易、倉儲、融資、保險、結算和法律服務等一整套體系。香港若能在這些環節之間形成更強協同，國際航運中心的內涵便會更完整，競爭力也會更穩固。

第五是綠色航運、數字化和創新應用。未來國際航運中心之間的競爭，不再只是傳統規模競爭，更是規則、技術、融資和專業服務能力的競爭。香港未必需要在所有硬件層面與其他港口城市直接比較，但完全可以在綠色航運融資、轉型配套、數字貿易規則及專業服務支持方面爭取領先。

說到底，香港首個五年規劃的真正價值，是讓香港重新界定自己在國家發展和全球航運格局中的角色。國家正在加快建設航運強國，並持續推進高水平對外開放；香港若能在此過程中更清楚地把自己定位為連接內地與國際市場的高端航運服務平台，既可更好融入國家發展大局同時服務國家所需，也可為香港經濟培育更具持續性的增長動力。

（作者為海問律師事務所香港辦公室合夥人、國際航運公會中國辦事處首席代表、特首政策組專家組成員、海運港口發展局成員）

經濟穩步復甦 港樓料延續升軌



樓市新態

踏入8月份，本港一手「戰雲密布」，新界及九龍區新盤更是「遍地開花」。綜合發展商及市場消息，預料本月或有多逾2000伙新盤魚貫登場，包括東九龍、西南九龍及古洞北等多個矚目紅盤蓄勢待發，相信市場購置力繼續釋放，8月份一手成交量有望重上千宗。

眼見一手市場交投熾熱，發展商亦順勢採取「貨如輪轉」策略補充貨源，冀保持新盤「熱度」並帶動市場氣氛。美聯物業房地產數據及研究中心綜合地政總署資料，7月份共有4個項目新申請預售樓花同意書，涉及1446伙，較6月的304伙大幅反彈逾3.7倍，創下5個月新高。若總結今年首7個月，新申請預售單位更高達6684伙，按年激增約1.1倍，創出4年同期新高。

一手市場的強勁爆發力，精準切中兩地產業轉型的新機遇。隨着特區政府積極落實「南金融、北創科」藍圖，北部都會區已由概念規劃步入收花期，尤其是上述古洞北焦點新盤相繼登場，更是北都發展紅利轉化為住宅實質承接力的最佳例證。

發展商敢於加快開盤節奏，關鍵在於本港宏觀經濟與財富底蘊賦予的強大支撐。近期部分市場人士再翻炒部分悲觀論調，但若回歸客觀數據，不難發現其偏頗，客觀數據永遠勝於主觀雄

辯。例如早前特區政府公布，本港上半年經濟增長達5.1%，零售亦連續14個月擴張。實體經濟的強勁，有力地反擊各類負面看法。

資金充裕 總存款超20萬億

支撐樓市走高，更有龐大的資金底蘊與人才的磁吸力。早前筆者專欄亦有提及，金融管理局數據顯示，本港總存款額已歷史性突破20萬億元大關，比1997年回歸時激增逾6.5倍。

此外，香港不僅在《2026年世界競爭力年報》躍升全球第二，更超越瑞士登頂「全球最大財富管理中心」等，深厚的「水源」與頂尖人才匯聚，正為樓市注入源源不絕的優質「新血」。

大額資金的動向往往最為「誠實」。近期豪宅與工商舖大額成交接踵而至，包括銅鑼灣亨利集團中心全幢商廈以8.92億元易手；豪宅斥資3億元購入豪宅新盤應天的2伙巨宅等，顯現「聰明錢」正加速布局頂級資產，配合本地銀行對按揭業務態度積極，現金回贈有「不緊反鬆」之勢，金融體系的實質支持無疑為樓市注入強心針。

總括而言，各項數據已奏響一手爆發的先聲。在發展商「貨如輪轉」的連鎖效應下，配合「南金融北創科」的轉型紅利，加上香港作為國際金融及財富中心的地位相當牢固，本港樓市重拾升軌指日可待。

（作者為美聯集團行政總裁暨美聯物業執行董事）