

日本市場動盪反映日本央行政策邁向正常化，而非財政壓力。該國的基本面依然穩健，不單擁有大量境外資產、赤字受控，更一直維持財政紀律。市場變化主要是源於日本孳息率不再受壓引發的技術性資金流。在此環境下，我們相信市場將過多的短倉平倉，有利日圓升值。同時，長期日本政府債券（日本國債）亦提供了吸引的收益及存續期配置機會。

政策正常化，而非財政危機。 日本市場甚少受到政治噪音所影響。過去數十年，該國都與穩定畫上等號，其制度穩健完善、政策容易預測，而且政局波動有限。因此，近期市場對日本首相高市早苗言論的反應顯得格外不尋常。高市早苗對財政政策發表的意見帶有風格獨特，多次觸發日圓匯價波動及長期日本國債價格上落，導致部分報章質疑日本的財政健康。

這些憂慮往往集中於日本債務佔國內生產總值比率偏高的問題，但這只反映了一部分的情況。如果考慮日本宏觀基本面及結構性優勢的更廣泛背景，所得結論將更為全面。我們認為，日本的基本狀況依然穩定。

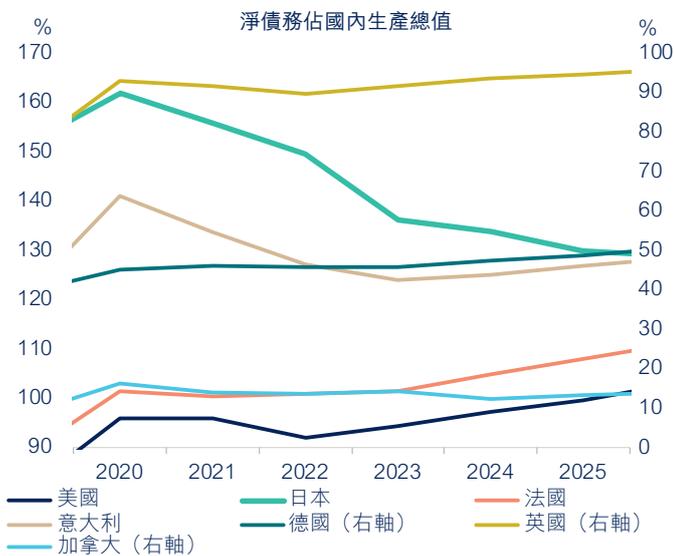


圖 1
資料來源：國際貨幣基金組織、彭博（截至 2025 年 12 月）。

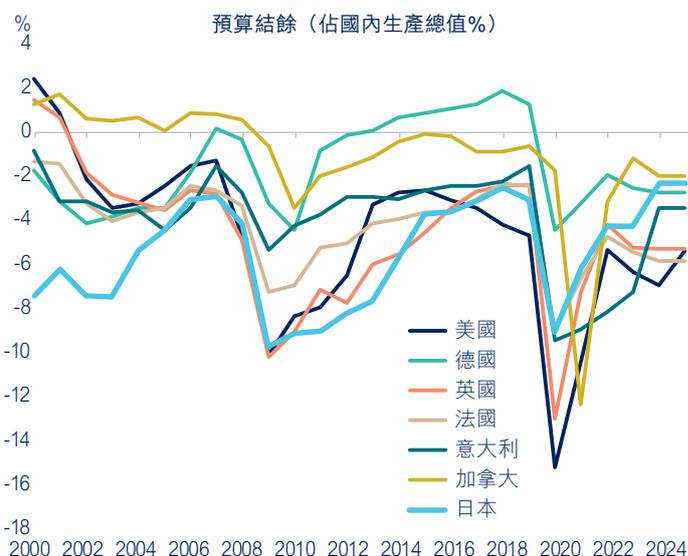


圖 2
註：基於最新的年度數據，美國僅有 2025 年的數據。資料來源：彭博（2025 年 12 月）。

日本是全球最大的淨國際投資者之一，其海外資產所帶來的收入已經成為經濟的重要緩衝。另一個經常被忽略的重點是，近年日本的淨債務狀況有所改善，尤其是相對於其他主要發達經濟體（圖 1）。儘管總債務數字看似龐大，但日本累積了大量海外資產，其回報高於政府就長期、低息國內債務所支付的利息。

財政赤字可控並持續改善。 日本確實錄得基本赤字，不過規模依然可控。當前預測顯示，於 2026 財年至 2028 財年，日本的基本赤字相當於國內生產總值的 2% 至 3%，其後將逐步改善。若與七國集團¹ 比較，相關數字並不會令人憂慮，甚至相對理想（圖 2）。日本的財政發展走向充滿挑戰，惟遠未達到不穩定的水平，政府亦持續表明財政紀律仍屬優先目標。

新領導層上場，並非財政放任的訊號。 日本提前舉行大選，無論誰是贏家，市場都預期政府推出新的財政措施。各政黨已經開始討論消費稅減免及針對性刺激方案。我們認為，自由民主黨取得超級大多數席位，意味著相關措施可更順暢地落實。高市早苗的

¹ 七國集團是一個政府間論壇，成員包括加拿大、法國、德國、意大利、日本、英國及美國，同時歐盟為集團的非正式成員。

不少言論提到針對性及臨時性刺激措施，她亦清楚表明發言將會維持財政紀律的承諾。

日本國債的波動源於技術因素，而非財政憂慮。海外投資者持有的超長期日本國債比例相對較小，但交易量卻佔了相當大的比重。當日本央行減少購買長期日本國債時，這種不對稱現象放大了價格波動。市場一直習慣將日本央行視為日本政府債券的最大買家，不過我們必須認清，未來這種情況不應且不再是常態。日本央行正持續縮減買債規模，逐步退出近二十年來的孳息率曲線控制政策，這標誌着該行有效壓抑長期孳息率的時代正式結束。因此，隨着市場透過價格發現機制建立更具彈性的均衡期間，波動將難以避免。

日本國債孳息率及日圓偏離長期平均值。10年期日本國債孳息率升破 2%，日圓匯價低於 5 年及 10 年平均值（分別為 138 及 124）。我們相信，持有日圓及日本國債仍能帶來吸引的機遇，原因包括：



圖 3
資料來源：彭博（截至 2026 年 1 月 20 日）。

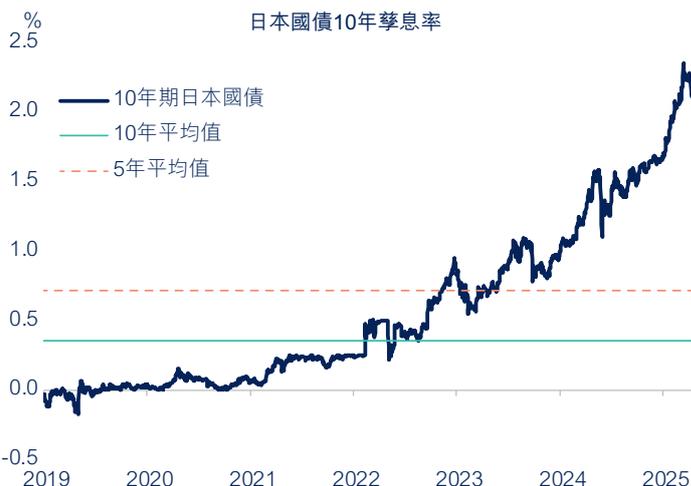


圖 4
彭博（截至 2026 年 1 月 20 日）。

日圓：

- 政策制定者密切關注日圓疲弱，原因是其對國內通脹產生影響。過往經驗顯示，當局願意出手干預，為日圓提供支持，以避免貨幣過度貶值。
- 息差交易倉位處於偏高水平：對沖基金繼續沽空日圓，而過去一年的實質資金流由中性轉為看好，市場存在逆轉潛力。
- 在全球趨向避險的環境下（例如中東地緣政治局勢升溫），預期日圓將可受惠於避險需求。

日本國債：

- 孳息率上升，為以收益為目標的策略提供吸引的收入機會。
- 隨着價格發現機制改善，長期日本國債將成為部署存續期配置的有效工具。
- 鑑於財政預測穩定及赤字預測可控，我們認為長期債券為追求收益的投資者提供更均衡及具吸引力的選擇。

近期日本市場動盪，反映市場正在適應一個不再由日本央行提供流動性保證的新時代，多於該國財政脆弱。過去數十年，超低息的日圓融資，而且孳息率受壓，現在全球投資者需要重新適應新的環境：日本已不再是全球零成本資本的支柱。

資料來源：首源投資（截至 2026 年 2 月 20 日）

免責聲明

本資料所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首源集團認為可靠的來源，而且在發表本資料時為準確的資料，首源集團並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。在法律允許的範圍內，首源集團、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本資料而直接或間接引致的損失承擔任何責任。本資料所載資料僅供參考，並不構成投資意見及 / 或建議，且不應作為任何投資決定的基礎。本資料所述部分基金未獲授權在若干司法管轄區向公眾人士要約 / 發售。

投資價值及收益可跌亦可升，閣下也許未能取回投資本金。過往表現未必可作日後業績的標準。投資者欲知有關詳情，請參閱基金銷售文件，包括風險因素。本資料對具體證券的提述（如有）僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本資料提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

本資料僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本資料所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並不一定為首源集團的觀點，並可隨時予以修訂。本資料並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本資料內容，及 / 或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首源集團預先同意，不得複製或傳閱本資料的全部或部分資料。本資料只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及 / 或收取。

於香港，此資料由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。首源集團、首源投資、首域盈信資產管理、信衛資產管理、RQI Investors 及 Igneo Infrastructure Partners 是首源投資（香港）有限公司的商业名稱。於新加坡，此資料則由首源投資（新加坡）發行（公司註冊號碼：196900420D）。此廣告或資料並未經新加坡金融管理局審閱。首源集團（註冊編號 53507290B）、首源投資（註冊編號 53236800B）、首域盈信資產管理（註冊編號 53314080C）、信衛資產管理（註冊編號 53310114W）、RQI Investors（註冊編號 53472532E）及 Igneo Infrastructure Partners（註冊編號 53447928J）是首源投資（新加坡）的商业名稱。首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）是首源集團投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。首源集團在不同司法管轄區內有多間公司。

在法律允許的範圍內，MUFG 及其附屬公司對本資料包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 及其任何附屬公司均不保證本資料中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料中提及的任何投資並不是對 MUFG 或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。

© First Sentier Group