

〔投資研究報告〕

2025/12/24

日本升息，為何市場不怕？

目錄

- 一、日本升息的性質，決定了市場為何冷靜
- 二、carry trade 早已不是脆弱的「一鍵反轉」結構
- 三、日圓為何不升反貶？市場交易的是「相對路徑」
- 四、日圓角色的轉變，比利率本身更關鍵
- 五、把這次放回歷史中，為什麼「這次真的不一樣」
- 六、這個現象透露的真正總經訊號

一場理論上該引爆波動，卻異常冷靜的事件

2025/12/24 新光投顧

日本央行結束負利率、正式升息後，市場原本預期會看到熟悉的連鎖反應：
日圓轉強、套利資金撤退、風險資產震盪。

但結果卻完全不同。

日圓沒有急升，反而維持偏弱；carry trade 沒有出現恐慌式平倉；全球股市與信用市場也沒有因日本資金撤離而失序。

註：Carry trade (利差交易) 是一種跨貨幣的資金配置策略：投資人以低利率貨幣融資，轉投高收益資產，利潤來自利差與資產價格表現。當市場風險上升或匯率出現非線性變動時，避險成本快速上升，可能迫使資金回補融資貨幣，形成連鎖反應，對匯市與風險資產造成放大波動。

市場「反應遲鈍」嗎？非也，投資人已不再用過去那套公式理解日本與日圓。
市場的觀察重點，已從「政策動作」移轉為會不會出現「被迫行為」。

目錄

- 一、 日本升息的性質，決定了市場為何冷靜
- 二、 carry trade 早已不是脆弱的「一鍵反轉」結構
- 三、 日圓為何不升反貶？市場交易的是「相對路徑」
- 四、 日圓角色的轉變，比利率本身更關鍵
- 五、 把這次放回歷史中，為什麼「這次真的不一樣」
- 六、 這個現象透露的真正總經訊號

一、 日本升息的性質，決定了市場為何冷靜

要理解這次反應，必須先釐清一個問題：日本為什麼升息？

這次升息的核心目的，在於結束負利率這個長期被視為「異常」的政策狀態，讓貨幣政策回到相對正常的框架；它並非為了壓抑過熱需求，也不是對抗失控的通膨。

因此，即使升息後，日本短天期利率仍遠低於美國與多數高息市場。
對全球資金而言，日本依然是成本最低的融資來源之一。

市場之所以冷靜，正是因為這次升息沒有改變資金的約束條件：

- 資金沒有突然變貴
- 流動性沒有被抽走
- 槓桿部位沒有被迫調整

在沒有「必須立刻行動」的壓力下，市場自然不會恐慌。

二、carry trade 早已不是脆弱的「一鍵反轉」結構

外界反覆提到 carry trade，往往是因為對歷史的記憶太深。
但現今的套利交易，結構已與過去大不相同。

首先，套利配置高度分散。

資金不再集中於單一高息貨幣，而是跨幣別、跨資產配置，並搭配避險工具，
降低單一事件的衝擊。

其次，主導者已從高槓桿投機資金，轉為壽險、年金等長期機構投資人。

這類資金本就以穩定收益與風險控管為優先，不會因一次政策調整就全面退場。

更重要的是，carry trade 真正忌諱的，從來不是「利率上調」，而是匯率快速、非線性反轉。

只要日圓沒有急升，套利結構就有時間調整，市場不需要進入防禦狀態。

三、日圓為何不升反貶？市場交易的是「相對路徑」

日圓走勢的關鍵，不在於日本單點政策，而在於與其他主要經濟體的相對變化。

即使日本開始升息，市場普遍認為其後續步伐將相當緩慢，並高度依賴薪資與內需數據；相較之下，即便美國未來降息，其利率中樞仍可能長期高於日本。這代表利差結構並未被視為即將消失，而是仍將存在相當一段時間。

同時，日本國內資金的行為也提供了關鍵線索。

壽險、年金與銀行體系仍持續配置海外資產，升息幅度不足以吸引大規模資金回流。

當利差仍在、資金未回流，日圓自然缺乏持續走強的基礎。

四、日圓角色的轉變，比利率本身更關鍵

另一個深層轉變，在於日圓的市場角色。

在 1990 與 2000 年代，日圓常被視為避險貨幣；但近年的市場行為顯示，風險升高時，資金更傾向流向美元，而非日圓。

日圓在全球配置中的定位，逐漸轉為低成本融資工具。

在這種情況下，單一的政策正常化，並不足以立即讓日圓回到避險核心的位置。

五、把這次放回歷史中，為什麼「這次真的不一樣」

如果把 2025 年的情境，與過去三次日圓劇烈波動放在同一張邏輯框架中，差異會非常清楚。

時點	1998	2008	2020	2025
主要觸發	金融體系危機	全球去槓桿	疫情恐慌	政策正常化
是否被迫行為	是	是	短暫	否
日圓角色	避險貨幣	融資回補	短暫避險	融資貨幣
匯率反應	急升	急升	短升後回落	偏弱震盪
市場狀態	失序	失序	快速穩定	可控

過去三次，市場之所以劇烈反應，是因為**資金被迫回流、被迫平倉、被迫降槓桿**。

而這一次，所有關鍵條件都沒有同時成立。

六、這個現象透露的真正總經訊號

日本升息後的冷靜反應，反映了一個更大的轉變：

全球資金對「政策宣布」的敏感度正在下降，轉而聚焦於是否改變結構與行為。

市場關心的，不是央行說了什麼，而是投資人會不會「不得不做什麼」。

只要沒有觸發被迫行為，市場就會選擇觀望與吸收，而非恐慌。

結語 | 日圓故事的下一幕，不在升息本身

日本升息不是不重要，而是重要性被放在了正確的位置。

真正值得關注的，不是下一次會不會再升一碼，而是三個更關鍵的問題：

- 日本能否持續推升名目薪資
- 日美利差是否真的開始收斂
- 日本資金是否出現回流跡象

在這些變化出現之前，日圓仍將主要扮演融資貨幣的角色，carry trade 也更可能是緩慢調整，而非劇烈反轉。

對投資人而言，這是一個重要提醒：

市場已經進入一個「沒有被迫行為，就不會亂動」的新階段。

[點我加入新光證券官方 Line 帳號](#)，每週第一時間收到新光投顧免費總經、產經報告