



〔投資研究報告〕

2026/4/14

日圓錯價未解

目錄

- 一、名目復甦
- 二、回流迷思
- 三、長債為錨
- 四、財政天花板
- 五、台股重排序
- 六、反轉三條件

貨幣正常化救不了日圓

2026/4/14 新光投顧

市場過去兩年對日圓的主流理解，大致建立在一條線性邏輯上：日本擺脫通縮、薪資恢復成長、日本銀行結束負利率並把政策利率拉高，日圓理應隨之升值。

這套敘事抓住了日本國內名目變數的改善，卻沒有抓住匯率真正的定價核心。二〇二六年三月，日本銀行仍將無擔保隔夜拆款利率維持在零點七五%；聯準會同月則把聯邦基金利率目標區間維持在三點五至三點七五%。同時，日本銀行一月展望明確表示，核心消費者物價在二〇二六年上半年很可能低於二%，但薪資與物價之間溫和互動的機制仍會延續。

這意味著，日本已經完成國內名目正常化的第一段，卻尚未完成跨境資本定價的正常化。本文的核心判斷是，日圓之所以沒有隨著日本升息而轉強，關鍵在於全球資本尚未失去把日圓當成低成本融資貨幣的理由；而日圓對台灣資產的影響，也必須放在這個跨境資本框架下才能看清。

目錄

- 一、 名目復甦
- 二、 回流迷思
- 三、 長債為錨
- 四、 財政天花板
- 五、 台股重排序
- 六、 反轉三條件

一、 名目復甦

若只看日本國內經濟，過去兩年的變化確實明顯。日本全國二〇二六年二月核心消費者物價年增一點六%，東京都區二〇二六年三月核心消費者物價年增一點七%；連合四月三日公布的二〇二六年春鬥第三回回答集計顯示，平均賃金方式加權平均加薪幅度為五點〇九%。這組數據足以證明，日本已脫離過去那個幾乎沒有工資成長、也沒有通膨黏性的環境。

日本銀行一月展望更指出，雖然核心通膨短期內可能低於二%，但隨著勞動市場偏緊與中長期通膨預期抬升，基礎通膨會在預測區間後半段回到與物價穩定目標大致一致的區間。

問題在於，這些變化的意義，是日本從極端異常回到低利率常態，而不是從低報酬貨幣躍升為高報酬貨幣。對匯率市場而言，這種正常化足以改變日本國內的景氣語言，卻不足以改寫全球資金的報酬排序。

二、回流迷思

市場普遍論述最常錯看的第二點，是把日本龐大的海外資產，直接理解成日後可能出現的大規模資金回流。

財務省資料顯示，截至二〇二四年底，日本對外淨資產為五三三點〇五兆日圓，其中中央銀行與政府以外部門的淨對外資產為五三〇兆日圓，而「其他金融機構」部門就高達四四五點五兆日圓。這代表日本對外資產的主體，本質上是保險、退休金、資產管理機構與企業長線配置，不是看見短端利差收斂一點就會立刻平倉匯回的交易型資金。

政府退休金投資基金第五期中期目標期間的政策資產配置，更直接說明了這一點：國內債券、外國債券、國內股票、外國股票的目標比重均為二五%。這種配置邏輯不是押注單一年度利差，而是管理長期風險與報酬。對日圓更合理的推演，應該從「錢會自己回家」，改為「新增海外配置可能放慢、海外部位的避險比率可能提高、再投資意願可能下降」。這三者都能支持日圓邊際走穩，卻與大規模資本回流是完全不同的量級。

三、長債為錨

日圓真正的定價錨，始終更接近美元利率曲線，並非日本短端利率本身。國際貨幣基金對日本二〇二五年第四條諮商任務的結論寫得很直接：美元兌日圓的明顯波動，主要由利差變化驅動，並且會被日圓套利部位的建立與平倉進一步放大。

國際清算銀行二〇二五年三年一次調查則顯示，全球外匯市場日均成交已達九點六兆美元，外匯換匯占全部成交四二%，日圓在全球外匯交易中的占比仍為一六點八%。

這兩組數據放在一起看，含義非常清楚：日圓之所以長期維持融資貨幣地位，不只因為利率低，也因為市場深度夠大、換匯工具夠成熟、部位管理成本夠低。只要美國長端殖利率、美元資產的實質報酬與避險成本沒有出現實質下修，日圓就很難脫離全球套利體系中的借貸貨幣角色。日本銀行的正常化可以減少日圓被使用的強度，卻還不足以推翻這個角色本身。

四、財政天花板

日圓弱勢之所以能夠被市場長時間接受，另一個經常被低估的理由，是日本終端利率天花板相當明確。

國際貨幣基金資料顯示，日本二〇二六年一般政府總債務預估為國內生產毛額的二二六點八%。財務省二〇二五年《日本公共財政事實表》則指出，社會保障支出、地方交付稅與國債費合計已約占一般會計總支出的四分之三。這種財政結構意味著，日本每往上多走一步利率，市場都會先評估其對國債利息支出與財政可持續性的影響，而不會單純把它視為匯率利多。

這也是為何日本銀行即使已把政策利率拉到零點七五%，市場依然不願意把日本的終端利率定價得太高。換言之，日圓空頭的底氣並不完全來自對日本景氣的悲觀，而是來自對日本財政承受能力的冷靜估算。只要這條財政約束仍在，日圓作為套利融資貨幣的地位就只會漸進鬆動，不會突然崩解。

五、台股重排序

日圓對台灣資產的影響，主要在排序。經濟部國際貿易署資料顯示，二〇二五年台日貿易總額為八四八點五一億美元，日本是台灣第四大貿易夥伴，也是重要技術來源國，雙方在電子資通訊與機械零件等產業往來密切；日本對台累計投資金額則達二七八點四二億美元。經濟部也明確指出，台灣是全球半導體最先進製程的研發與製造重心，日本則在材料與設備實力堅強，雙方供應鏈具有

高度互補性。這使得弱日圓對台股的第一層影響，往往是日本設備、材料與精密零件的採購成本相對改善，對先進製程、先進封裝、自動化升級與高階製造鏈偏正面。真正更容易承受壓力的，是工具機、部分傳統機械、汽車相關供應鏈與若干需要與日本同業直接比價的資本財產業。對台股經理人而言，日圓是一個會改變產業權重與相對評價的變數。弱日圓通常較有利於日股名目獲利與外資敘事的延續，但對台股的作用，往往要透過設備成本、相對報價權與區域資金流重新分配後才會顯現。

六、反轉三條件

就未來一段時間的基準情境而言，日圓最可能維持的是「趨勢偏弱、風險事件中急升」的雙面結構。

真正足以改變這個框架的，至少需要三個條件同時出現。

其一，美國長端殖利率與美元資產實質報酬持續下修，使套利交易的收益基礎明顯收斂。

其二，日本薪資成長從大企業春鬥擴散到更廣泛的服務業與內需部門，讓日本銀行可以在財政可承受範圍內繼續推高名目利率。

其三，全球風險資產進入去槓桿階段，迫使以日圓融資的部位集中平倉。

若三者只發生其一，日圓大多仍是反彈，不足以構成長期反轉。對台灣資產而言，這也意味著真正需要觀察的，是日圓背後所代表的全球宏觀情境。

若弱日圓對應的是強美元與套利延續，台股先面對的是資金流與估值壓力；若日圓轉強來自長端殖利率下行與去槓桿，台股則會先承受波動，再由設備鏈、先進製程鏈與高附加價值製造鏈率先修復。至於原物料與整體成本循環，主計總處最新資料已經給出明確答案：二〇二六年三月美元計價進口物價與出口物價年增率分別為八點五三%與一二點七〇%。台灣原物料帳單的第一驅動仍是美元，不是日圓；日圓改變的，是相對報價權與資產排序，而不是景氣方向本身。

[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