



张潇子骄

+852 2509 5317

hunter.zhang@gtjas.com.hk

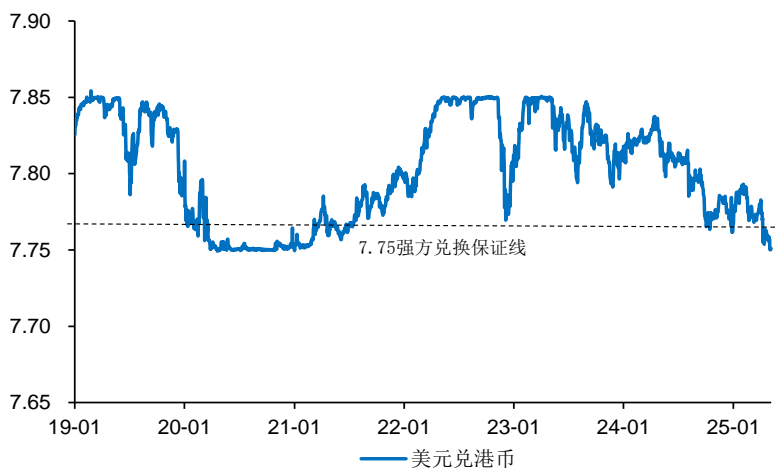
詹春立

+852 2509 7745

james.zhan@gtjas.com.hk

FICC 策略：亚洲货币升值下的美元困局

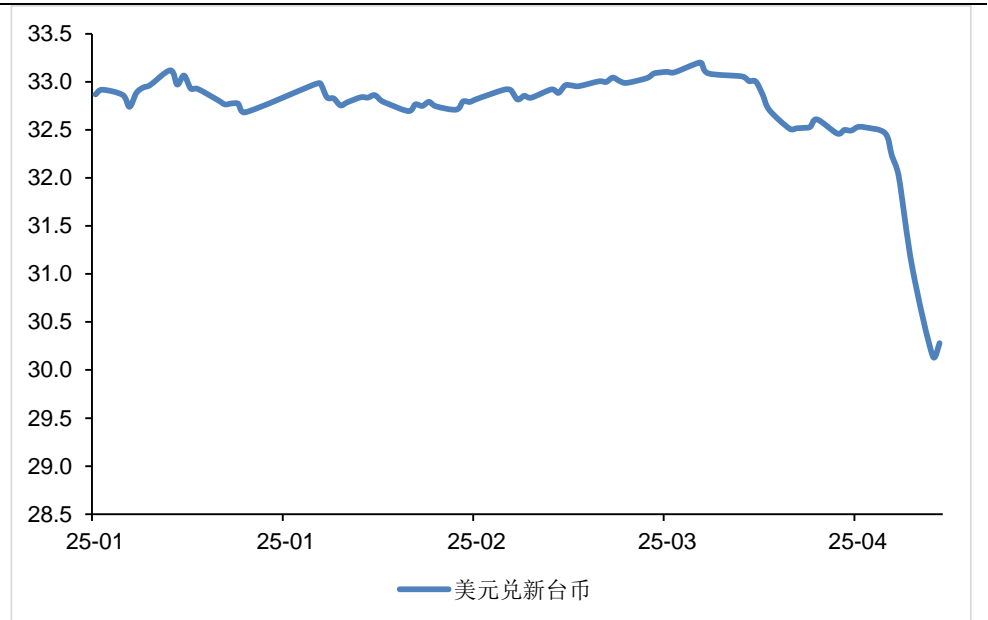
近期港币时隔五年再次触及强方保证



- 近期亚洲货币兑美元显著走强，反映出远超短期资本流动的深层变化。自4月2日关税战升级以来，美元指数跌幅近5%，市场避险偏好从传统黄金、欧元转向亚洲货币，凸显全球投资者正重估“美元单极”配置逻辑。这一转变源于两大驱动：关税谈判边际缓和削弱美元避险溢价，以及亚洲主权机构与出口商加速对冲美元敞口。以中国台湾为例，寿险业大量美元货币错配风险在美债收益率攀升与美元贬值双重冲击下接近突破行业资本金红线，被迫平仓美元并买入新台币，形成自我强化的升值螺旋。这表明全球资本正进行非美元中心化的区域资产再平衡，不过系统性货币错配风险需持续关注。
- 港元兑美元自2020年来首次触及7.75强方保证，金管局三度入市投放共1,166亿港元。与新台币因寿险对冲需求升值不同，港币走强主要源于资本市场结构性需求：一是资本市场“东升西落”格局下港股投资需求增加及中概股回归预期；二是IPO市场复苏叠加上市公司派息周期。更深层面看，本轮触及强方保证折射美元风险范式转变。过往市场主要担忧港币贬值压力危及联系汇率制度，需金管局动用美元储备捍卫；而当前美元主导地位弱化，港币升值压力下被动累积美元资产成为新的风险点。随着美元信用趋弱，预计港币触发强方保证频率或将提升，并持续推动港股资金面改善。
- 日元汇率动态主要取决于日美关税谈判进展。继特朗普政府提出“对等关税”后，日美已开启第二轮谈判，但美方拒绝全面豁免24%关税致使谈判周期延长。美元兑日元突破140后在5月有所反弹，4月走势主要反映关税风险引发的美元走弱预期，而4月25日日美财长会谈未涉及汇率框架使升值担忧缓解。日元与美元指数高度负相关表明其仍受美方因素主导。在日美谈判不确定性持续的背景下，预计日元将维持震荡走势。
- 我们维持美元指数98-104区间判断，但长期看全球美元敞口的“延迟汇回”机制正受到挑战。过往新兴经济体将贸易顺差再投资美元资产，实质通过延迟换汇压制本币并维持美元循环，这建立在TINA逻辑与美国例外论基础上。然而，随着美国经济优势弱化及美元与美股相关性断裂，被压抑的汇率对冲需求快速释放，触发抛售美元的负反馈螺旋。同时主权基金与机构投资者正系统性降低美元储备占比，若这一趋势持续，美元或将遭遇基本面弱化与结构性抛压的双重冲击，定价权转移可能较市场预期更为剧烈。

亚洲货币兑美元近期大幅升值，反映出美元体系结构性矛盾与多种风险交织下的流动性变化。近期亚洲货币对美元的快速升值，例如新台币单日暴涨4%、港汇触及强方兑换保证，这些并非单纯短期资本流动驱动，而是美元“例外论”松动的结果。自4月2日关税战升级以来，美元指数累计下跌约5%，初期仅黄金、欧元等传统避险资产受益，而近期亚洲货币接棒走强，折射出全球投资者正重新评估“美元单极”配置逻辑：一方面，中美关税谈判边际缓和削弱美元避险溢价，市场开始定价“去美元化”的长期可能性；另一方面，亚洲主权机构与出口商加速对冲美元敞口，触发自我强化的货币升值螺旋。以中国台湾为例，其寿险业因长期依赖“新台币融资—美元资产投资”模式积累了大量美元货币错配风险，在美债收益率攀升与美元贬值双重冲击下，未对冲美元资产浮亏已逼近行业资本总额。为应对 Margin Call 压力，寿险巨头被迫平仓美元头寸并买入新台币对冲，导致美元抛售与新台币升值形成正反馈循环，甚至迫使货币当局干预汇市。更深层次看，我们认为亚洲货币升值潮意味着全球资本正在进行不完全以美元为中心的区域资产再平衡，当美元汇率持续低迷在一定程度上打破了高息状态下美元恒强的历史规律，投资者不得不重新审视新兴市场科技产业链与本地债券市场在资产配置中的战略对冲价值。不过这种切换仍然需要较长时日，短期而言，亚洲货币急速升值可能压缩出口竞争力，同时若金融体系内潜伏的货币错配问题显现，也可能将引发跨境流动性危机。

图-1：以新台币为代表的亚洲货币出现大幅上涨

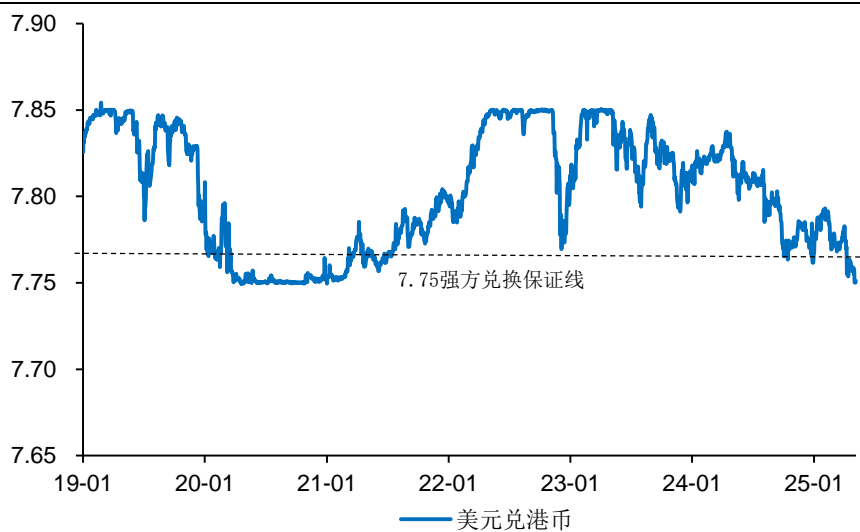


资料来源：Bloomberg，国泰君安国际。

港币时隔五年再次触及强方保证，资金面宽松有望继续推动港股走强。近期美元兑港元汇率触及强方保证的7.75，是自2020年以来的首次。香港金管局5月已经三次入市，向市场投入总计1,166亿港元。相较于新台币因寿险巨头被迫平仓美元头寸而升值，近期港币的走强，最直接原因是受资本市场的资金需求推动。一方面，港币本轮触及强方兑换，是与股票投资相关的资金需求增加。股市的“东升西落”，以及未来更多的

中概股回归，推动了港股资金面的需求。另一方面，港股 IPO 的复苏以及未来两三个月港股公司的派息分红，也是推动港币需求的原因。此外，本轮港币触及强方保证，也折射出了美元风险和汇率范式的变化。在以往的美元体系主导下，市场更担心港币的贬值以及金管局是否能维持弱方保证。即港币贬值压力可能导致与美元脱钩，引发货币危机。这种情况下，金管局需要动用美元储备来捍卫联系汇率制度。然而，随着美元主导地位的变化，在港币重新触及强方保证时，我们需要重新思考另一个维度的风险。即为防止港币升值而被动累积的大量美元资产。我们认为，随着美元信用的走弱，港币未来多次触发强方保证的可能性也在增加。

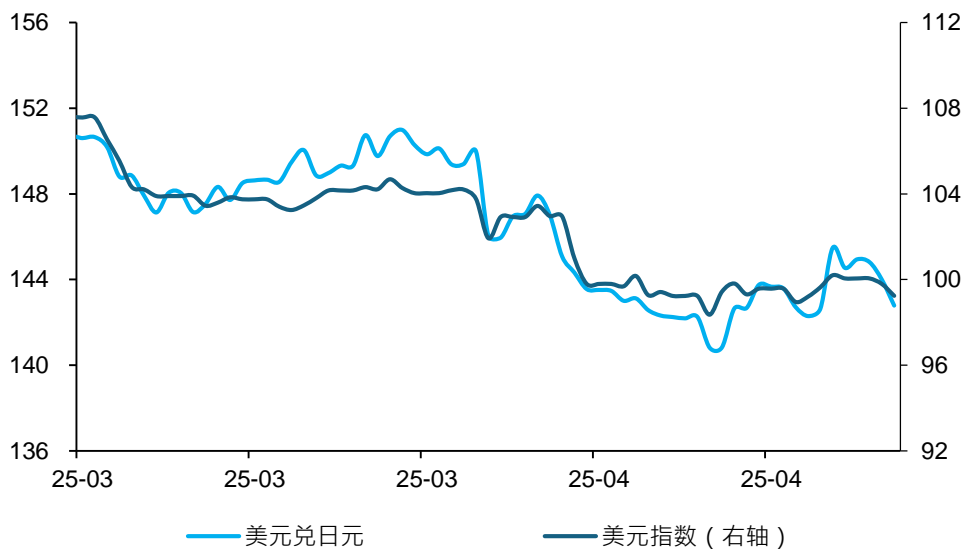
图-2: 近期港币时隔五年再次触及强方保证



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际。

日元汇率的走势，更依赖于日美双方谈判的走向。在特朗普政府宣布“对等关税”后，日本是较早与美国谈判的国家之一。5月份，日美已开始了第二次的关税谈判。从近日的消息来看，美国拒绝全面豁免日本 24% 关税，而日美的谈判可能会持续更长时间。美元兑日元汇率自 4 月份以来走低突破 140 大关，进入 5 月份以后有所反弹。我们认为 4 月份市场逻辑的传导是关税风险引发的弱美元和强日元，而 4 月 25 日日美财长的对话中未提及汇率框架的交流，因此市场对日元大幅升值的担忧减弱。我们看到，日元汇率向上走势和美元指数下行走势高度相关，可以说，日元仍然是受美国一侧信息主导的货币。日本当前面临两难的境地。特朗普政府的目的在于减少贸易赤字，迫使日本要么接受关税，要么接受日元升值。无论日本接受哪一个条件，都会给日本经济带来巨大的风险。市场可能认为日本进行汇率交涉的概率在上升。但如果日本全盘接受汇率协议，同样也会给美国带来风险，即美元过度贬值也会进一步降低美元信用。我们认为，日美谈判的不确定性仍在，日元在接下来的时间可能维持震荡的走势。

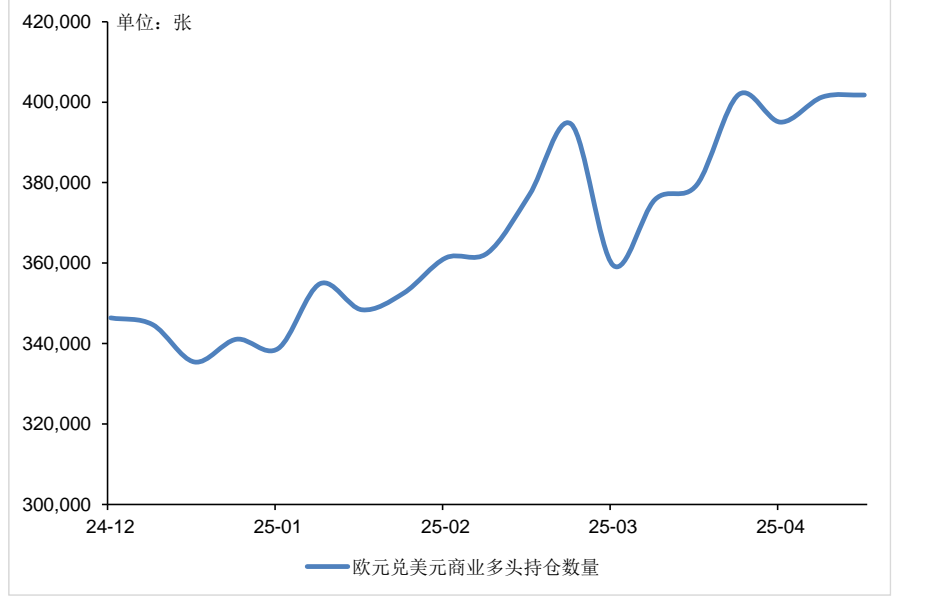
图-3: 4月以来日元走势和美元指数走势高度拟合



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际。

我们仍然维持美元指数 98-104 的预测，但长期而言，我们认为全球美元敞口的“延迟汇回”机制正面临挑战。在以往，新兴经济体通过贸易顺差积累美元并再投资于美股/美债的循环，本质上是将美元流动性转化为长期美元资产，同时将美元相对本币贬值的汇率风险敞口视为可忽略的“尾部风险”。因此事实上，新兴经济体通过“延迟将美元换回本币”，人为压制本币汇率并维持美元流动性循环。但这种模式的核心假设建立在“TINA (There Is No Alternative) 逻辑”与美国例外论的双重基石上：当美元与美股形成“资产升值+本币升值”的情景时，持有未对冲美元头寸反而能双向增厚收益，机构自然缺乏动力进行完全对冲。然而，一旦美国经济相对优势弱化，且美元与美股的正向相关性断裂，此前被压抑的汇率对冲需求将快速释放——当 TINA 叙事逆转，所有基于“延迟汇回”而累积的美元多头头寸将被迫同步平仓，形成“抛售美元→本币升值→未对冲敞口亏损加剧→更大规模抛售”的负反馈螺旋。其实，这种机制性抛压并非源于主动看空美元，而是机构为修复资产负债表被迫进行的防御性操作。此外，在市场交易结构上，我们看到美元指数在不同交易时间有所割裂，这凸显出目前美元交易预期的分化。美资交易员可能仍然对中美关税缓和推动美元回流抱有希望，因此在美盘时段美元指数韧性，而亚洲资金已在定价“去美元化”的长周期趋势，亚盘时段新兴货币买盘上升。外汇市场以主权基金与养老、保险资金为代表的长线资金正系统性降低美元在储备组合中的占比，例如欧元商业头寸配置的增加已经持续较长时间，这显示配置再平衡已从议题探讨演化为实际操作。虽然市场存在观点认为，“海湖庄园协议”可能存在支持其他货币升值从而压低美元的做法，但若多方抛售美元这一趋势持续，美元可能将面临“基本面弱化”与“结构抛压”的双重冲击，其定价权转移可能比市场当前认知的更剧烈、更陡峭。

图-4: 长钱持续流入, 欧元商业多头头寸持续上升



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际。

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5%至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5%至-15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准:香港恒生指数/纳斯达克综合指数

评级区间:6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5%至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司("国泰君安")对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员,交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠,但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测,而政治和经济状况具有不可预测性和可变性,因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险,如有需要,投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区之内之人士或实体发布或供其使用,如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2025 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有,不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话:(852) 2509-9118 传真:(852) 2509-7793

网址:www.gtjai.com