

中國建設銀行(亞洲)首席投資策略官辦公室研究通訊

2026年第4期

【日圓資產走勢分析】

進入 2026 年以來，日圓資產走勢明顯分化，日圓和日債顯著承壓，日股持續走強，在日圓孳息率持續走高背景下，日股的搶眼表現顯得更非同尋常。而這背後最重要的因素，就是日本現任首相高市早苗上臺後帶來的“高市交易”，也即做多日股+做空日債+做空日元。

圖 1：10 年期日債收益率與日經指數表現



數據來源：彭博

一、利率上行週期加碼財政刺激，市場擔憂財政可持續性，日債承壓

早於 2025 年 12 月底就曾分析過，日債利率上行風險需要重視。在貨幣緊縮疊加財政擴張背景下，尤其是長端利率更容易攀升。同時，考慮到加息幅度相對有限，而財政不可持續壓力難以化解，日債利率曲線可能延續陡峭化。這一判斷在 2026 年 1 月已經開始被證實。

2026 年 1 月以來，日本長期國債繼續遭到拋售，導致收益率不斷上揚。日本長期利率指標的 10 年期日本國債收益率一度上升至 2.330%，為 1999 年 2 月以來的最高水平。日本 30 年期國債突破 3.8%，



持續創歷史新高；日本 40 年期國債的收益率上升至 4% ，這是該債券自 2007 年首次發行以來的最高水平，也是日本主權債券 30 多年來首次達到這一水平。

隨著日本加碼財政刺激，對財政可持續性的擔憂或推升日本長端國債的風險溢價，導致長端國債的流動性進一步惡化。

(1) 2025 年底，日本政府推出 21.3 萬億日元綜合經濟對策，預計占 2025 年 GDP 的 2.8% ，超過市場此前所預期的 17-20 萬億的區間，補充預算占 GDP 的比重將比 2024 財年提高 0.4 個百分點。

(2) 高市早苗計劃在 1 月 23 日解散眾議院，提前在 2 月 8 日提前選舉。旨在憑藉目前較高的內閣支持率，為執政黨爭取更多議席，以增強政策執行力，推進 21 萬億日元的經濟刺激計劃。

(3) 高市早苗承諾削減食品消費稅，可能給公共財政帶來壓力，市場擔憂日本的財政狀況進一步惡化，於是瘋狂拋售日債。

圖 2：30 年期日本國債收益率顯著攀升



數據來源：彭博

二、日股仍有上漲空間，任何短期波動都是買入機會

2025 年日經 225 指數上漲 26.2% ， 2026 年以來（截至 1 月 16 日）上漲 7.1% 。主要來自於三個方面的推動：

(1) 日本高通脹和經濟溫和復蘇。

自 2024 年下半年以來日本經濟溫和復蘇，實際 GDP 同比增速從 2024 年四季度的 0.6% 上升至 2025 年二季度的 2%。持續的高通脹環境以及就業環境的改善，拉動了“春鬥”薪資大幅上漲，使得消費成為經濟增長的主要貢獻項，支撐企業盈利預期改善。

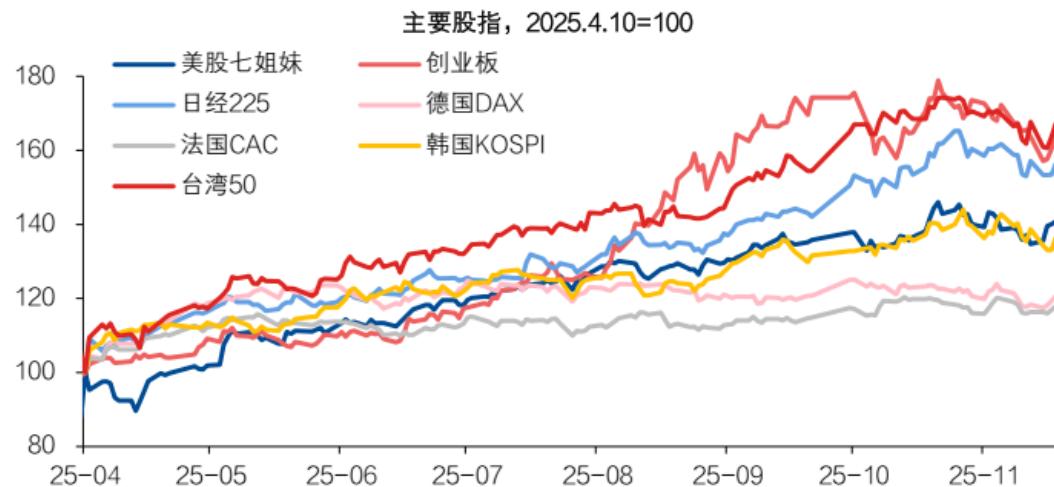
(2) 高市早苗政府的寬財政政策提升市場信心。

高市認為財政紀律固然重要，但財政的主要目的在於促進經濟增長，主張通過增發國債支持經濟，日本國會現已通過了 2025 財年補充預算案，旨在落實高市內閣提出的經濟刺激計劃。

(3) AI 產業鏈出口旺盛。

受益於全球人工智能浪潮，截至 2025 年 11 月，日本芯片設備銷量連續 23 個月實現增長。2025 年日本 AI 概念股股價大幅上漲，僅愛德萬測試、軟銀集團、Tokyo Electron 三家企業就大幅推高了日經平均指數。

圖 3：日經 225 指數受 AI 行情映射明顯



數據來源：興業證券

對於 2026 年日本股市，認為仍有上漲空間，尤其是當前全球經濟增長依靠財政與 AI 兩大主線，而日股在兩條線索下均有邏輯映射。而任何日股的短期波動都是買入機會。

一是隨著通脹回落、居民實際收入水平上升，“通脹—工資”正循環推動日本名義經濟增長，而日股表現與日本名義經濟增長高度相關，消費板塊有望迎來補漲。



二是全球 AI 仍然處在擴張階段，半導體設備需求有望進一步釋放。

三是日本政府的財政刺激和企業的資本支出有助提升企業盈利，利好人工智能、半導體、造船、航空航天、軍工等板塊。

四是日本企業治理改革，推動日股 ROE 提升，提振企業估值。

三、加息未能扭轉日圓貶值勢頭，觸發時隔 15 年的跨國外匯聯合行動

為何 2025 年日本央行加息後，日圓持續貶值？日圓的走勢已無法簡單用利差收窄的傳統框架來解釋，主要受以下因素影響。

（1）實際利率仍為負值，日央行對未來利率路徑指引模糊，金融環境仍保持寬鬆狀態。

日央行 2025 年 12 月將基準利率上調至 0.75%，但對未來利率路徑指引模糊，不及市場預期，加息落地反而成賣出日元的觸發點。現階段日本核心通脹率中樞在 3%左右，扣除物價上漲因素後，實際利率仍然是負值。根據日央行估計，中性利率水平在 1%-2.5%，所以即使加息，當前日本金融環境仍然保持寬鬆狀態。

（2）對於財政可持續性的擔憂，可能減緩央行加息節奏。

2025 年 12 月，日本接連公佈了 2025 財年補充預算案和 2026 財年初始預算總額，涉及金額分別較 2024 財年補充預算案和 2025 財年預算總額增長 31.0%、6.3%，加劇了市場對財政可持續性的擔憂。當前日本公共債務占 GDP 比重超 250%，但得益於低利率，國債利息負擔並不太重，2024 年約占 GDP 的 1.7%，低於同期美國的 3.0%。但如果利率過快上行，可能急劇增加財政壓力。假設政策利率從 0.5%上升至 1%，雖然只增長了 0.5 個百分點，但舉新債的利息負擔卻增長了一倍。日本長期利率上行加重日本財政負擔。

（3）資本流動方面，日圓的融資貨幣屬性並未改變。

套息交易屬典型的跨境資本流動，對利差預期高度敏感。當前美日之間仍有 2.75-3 個百分點的政策利差，從歷史經驗來看還是存在一定的套利空間，再加上由於美債走勢陡峭化，市場預期未來中長期美債收益率依然存在上行空間，套息交易規模上升。



圖 4：日本實際利率仍處於負值區間



數據來源：彭博

1月23日，最引人注目的是日圓單日1.7%的升值幅度，背後是15年未曾出現的跨國外匯聯合行動—美國“干預”USDJPY匯率。日本央行在1月23日的議息會議保持利率不變，符合市場預期。日本央行行長植田和男在新聞發佈會繼續保持對加息的謹慎觀望態度，日圓承壓，USDJPY一度逼近159.20。新聞發佈會結束之際，USDJPY出現異常的急速閃崩，日本財務省(MOF)貌似出手對匯率的正式干預，但這輪下跌僅止步157.5，幅度僅不到200pips，似乎達不到干預的水平(日本當局曾在2024年4月實施外匯干預，花費約1000億美元支撐日元，在1小時內將美元兌日元匯率從160快速拉升至155)，一些日資機構表示可能是MOF的匯率詢價引發了日本當地銀行的賣盤。隨後USDJPY很快反彈回158上方。然而午後，USDJPY開啟新一輪閃崩，據市場消息，美盤時段紐約聯儲對多家外資行進行了USDJPY的rate check(匯率詢價)，不僅導致USDJPY大跌250pips，更是帶動EUR、GBP、AUD等絕大多數非美貨幣大幅升值。

市場認為，本次干預行為相當罕見。

第一，美國財政部的匯率詢價通常被視作直接干預匯市的前兆，紐約聯儲干預動用的是日本財務省的外匯儲備，紐約聯儲rate check代表美國財政部的意志，需要美國財長貝森特(甚至需要特朗普)簽署確認，因而已經上升到跨國聯合干預行動的層級。



第二，日本財務省對日圓匯率干預已經習以為常，但是跨國聯合干預行動，自 1985 年以來只有 6 次，要麼是涉及多幣種的更廣泛協作（如廣場協議、盧浮宮協議），要麼是針對重大衝擊（亞洲金融危機、歐元不穩定、日本大地震）。但是，本次聯合行動卻發生在沒有重大衝擊也不涉及更廣泛幣種協作的背景下，屬相當罕見的行為。

第三，更不尋常的是，與前兩次聯合行動相比，本次非美貨幣走勢相關性提高了很多，美元幾乎是被全方面圍剿削弱。這或意味著，特朗普政府可能希望通過對日圓、韓元等表現太弱的貨幣定點干預，借機削弱美元。

圖 5：自 1985 年以來的跨國聯合干預行動

Date	Currency	Participating Countries/Regions	Background
22/09/85	Sell USD / Buy JPY	Japan, USA, UK, France, West Germany (at that time)	Plaza Accord
22/02/87	Buy USD / Sell JPY	Japan, USA, UK, France, West Germany (at that time), Italy, Canada	Louvre Accord
07/07/95	Buy USD / Sell JPY	Japan, USA	Sharp USD depreciation
17/06/98	Sell USD / Buy JPY	Japan, USA	Asian Currency Crisis
22/09/00	Sell USD / Buy EUR	Japan, USA, Eurozone, UK, Canada	Euro instability
18/03/11	Buy USD / Sell JPY	Japan, USA, Eurozone, UK, Canada	Great East Japan Earthquake

數據來源：公開資料，野村證券

展望未來，日圓在上半年內可能處於窄幅震盪的狀態，下半年或有反彈可能性。

- (1) 本次美日聯合行動，短期內料將大幅削弱日圓空頭力量，但若無新一輪干預，日圓自身也缺乏升值動能，可能在 153-157 震盪。
- (2) 上半年日本經濟基本面不確定性較高、加息節奏緩慢，限制日圓升值。

由於日本經濟基本面還不夠穩固以及市場對財政可持續性擔憂，日央行可能在 6 月份才會迎來下一次加息。若在此之前財政刺激未能有效提振日本經濟，日圓還是會延續緩慢貶值的趨勢。如果日本國會在 3 月底前審議通過了 2026 財年的財政預算，可能在短期內強化日圓貶值壓力。



(3) 下半年美日利差進一步收窄，日圓或有反彈可能性。

根據當前期貨市場定價，美聯儲、日央行概率均在 6 月調整政策利率，屆時美日利差或進一步收窄，日圓將進入升值區間。但升值空間或有限，需要根據日本經濟恢復和通脹的走勢判斷。

如果今後美日匯率突破 160，日本當局有較大可能性會實施外匯干預。

重要事項及免責聲明

本檔經由中國建設銀行(亞洲)有限公司（「中國建行投資研究部」）刊發，檔的內容未經任何香港的金融監管機構審閱(包括香港證券及期貨事務監察委員會),僅供參考之用。本檔並不構成、亦無意作為、也不應被詮釋為專業意見，或要約或建議投資於本檔內所述之任何產品、服務、外匯、商品、證券或其他投資產品。

本檔所載資料乃根據中國建行投資研究部認為可靠的資料來源而編制，惟該等資料來源未經獨立核證。本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資意見或保證回報。該等預測及意見為中國建行投資研究部或撰寫本檔的（一位或多位）分析員於本檔刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。本檔並未就其中所載任何資料、預測或意見的公平性、準確性、時限性、完整性或正確性，以及任何該等預測或意見所依據的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾，任何情況下，中國建設銀行(亞洲)有限公司概不就使用或依賴本檔所載任何該等資料、預測或意見直接或間接引致的任何損失承擔任何責任及義務。投資者須自行評估本檔所載資料、預測及／或意見的相關性、準確性及充足性，並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。

本檔所述的投資可能並不適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦，亦不會就此承擔任何責任。投資者須基於本身的投資目標、財政狀況及特定需要而作出投資決定，並應有需要的情況下諮詢獨立專業顧問。投資者不應依賴本檔作為專業意見之用。

投資涉及風險，投資者應注意投資的價值可升亦可跌，過往的表現不一定可以預示日後的表現。本檔並非亦無意總覽本片所述投資牽涉的任何或所有風險。投資者作出任何投資決定前，應細閱及瞭解有關該等投資的所有發售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

貨幣匯率受多種因素影響，包括國家及國際金融及經濟條件、政治及自然事件的發生。有時正常市場力量會受中央銀行或其他體系所干擾。有時匯率及有關的價目會驟升或驟跌。某些政府可能會在很少或沒有警告的情況下加設外匯管制或其他貨幣政策。該等政策可能對某貨幣的可兌換性有重大影響。人民幣現時並不可自由兌換，並受外匯管制和限制(可能隨時受到非提前通知的變化)。您應事先考慮並瞭解人民幣資金流動性對您造成的影響。如果您將人民幣轉換為其他貨幣，人民幣匯率的波動可能會令您承受損失。在岸人民幣和離岸人民幣乃按照不同法規下運作,在不同的獨立市場和流動資金池以不同的匯率進行交易，它們的匯率變動可能會明顯地不同。

債券。買賣債券涉及流通及利率風險，未必百分百能夠保證賺取利潤，反而可能招致損失。如果債券發行機構出現信貸或失責事件，客戶有該機構未能如期向客戶繳付利息或本金的風險。投資於新興市場債券涉及特別考慮及較高風險，例如較大的價格波動、較不完善的監管及法律架構、經濟、社會及政治的不穩定等。

證券買賣。買賣證券很可能會招致損失而不是一定獲利。

證券孖展買賣。倘若客戶在本行保持一個孖展賬戶，透過存入抵押品融資作交易的損失風險是重大的。客戶遭受的損失可能會大於客戶存于本行作為抵押品的現金及任何其他資產。市場狀況可能令客戶不可能行使或有指令，例如「止蝕」或「止限」指令。客戶可能收到短期通知，須存入額外孖展或利息付款。倘若所須的孖展或利息付款未能在指定時間內作出，客戶的證券抵押品可被清算而毋須客戶同意。此外，客戶對在客戶賬戶中產生的任何不足的款項及對客戶賬戶收取的利息，仍須承擔法律責任。客戶因此應慎重考慮因應客戶本身的財政狀況及投資目標，有關財務安排是否適合。

虛擬資產。一般而言，虛擬資產價格極為波動，沒有內在價值，也沒有任何政府、銀行或實物擔保，而且涉及一系列不同的風險。虛擬資產屬高風險產品，不是每個人都適合參與投資。投資者應小心考慮自己的風險承受能力，以及是否瞭解虛擬資產的特性及風險。若未能完全理解虛擬資產或未能承受潛在虧損，便不應投資於這些資產。

編制本檔的研究分析員證實，在本檔表達的意見準確反映彼（彼等）研究分析員的個人意見，而彼（彼等）的薪酬的任何部分過往不曾、現在及將來亦不會與本檔所載的特定推薦或意見直接或間接掛鈎。

透過任何途徑或以任何方式再次派發或改編本檔或其中任何部分，均在嚴禁之列。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。在事前未得中國建設銀行(亞洲)有限公司以書面方式表示批准的情況下，不得以任何方式或以任何途徑（包括電子、機械、複印、錄影或其他形式）複製或傳送本檔各部分或將本檔各部分儲存於可予檢索的系統。

中國建設銀行（亞洲）股份有限公司為一間受香港金融管理局規管之持牌銀行，及證券及期貨條例下的註冊機構（中央編號：AAC155），從事第一類（證券交易）及第四類（就證券提供意見）的受規管活動。本文件的數據並不構成買賣任何虛擬資產的建議或要約，也不構成任何預測未來可能發生的任何虛擬資產的價格變動。本文件由中國建設銀行（亞洲）股份有限公司發行，並未經證監會或香港任何其他監管機構審閱。本文並非獨立投資研究報告。

©中國建設銀行(亞洲)有限公司