



中國建設銀行(亞洲)投資辦公室研究通訊

2026 年第 13 期

【日本當局外匯干預支持日圓，惟中長期趨勢難改】

4 月 30 日，日本當局實施了約 5 萬億日元規模的外匯干預，美日匯率由 160.60 附近快速下降至 155.88 附近，日元實現了大約 3% 的升值，升值幅度明顯。4 月 30 日的外匯干預規模約在 5 萬億日元左右。該規模與近年來的外匯干預的規模基本一致。在 4 月 30 日至 5 月 6 日期間，日本當局進行了 4 次干預。值得關注的是，日本官方援引 IMF 規則將 4 月 30 日至 5 月 4 日期間的三次行動合併認定為“單次操作”，以保留後續干預空間。複盤近年日本當局的外匯干預，我們認為：（1）短期內或還會出現外匯干預；（2）日本當局的外匯儲備相對充足；（3）外匯干預能贏得時間，卻無法逆轉日圓貶值趨勢。今後日圓若重新發生貶值，則日本央行在 6 月會議中加息概率或有所加大。交易策略上，建議逢 160 賣出 USDJPY 或買入看跌期權，155-156 平倉，同時關注重要政策和事件窗口。

一、日本當局為何突然出手干預？

4 月 30 日，日本當局實施了約 5 萬億日元規模的外匯干預，帶動日圓實現了約 3% 的升值。以往日本當局的外匯干預大多是沒有鋪墊突然實施，但本次外匯干預日本當局給出了“預告”。短時間內財務省的兩名高管接連舉辦臨時記者會，實屬罕見，可見日本當局是對做空日圓投資者的“最後警告”。

日本當局在此時出手，主要出於以下三個原因：

（1）160 為重要的心理與政策關口。

美元/日圓上破 160 關口意味著與當局“最後警告”正面相撞，也會加大日本企業與投資者的不確定性，當局選擇干預，是“信號管理”和抑制單邊預期，避免“羊群效應”被放大。

（2）日本基本面壓力上行，油價及美日利差上升施壓日圓。



霍爾木茲海峽受阻與油價抬升的情景下，對於能源結構脆弱的日本而言，其進口成本上升、日圓基本面承壓。同時，美國方面，市場對美聯儲降息的定價也更難推進，市場當前“不加不降”的預期基本中性。美伊衝突以來，美日利差明顯上行，也是日圓貶值壓力的重要成因。

（3）匹配日本央行的貨幣政策與溝通。

日本央行在 4 月議息會議上鷹派“按兵不動”，維持 0.75% 不變，但 3 名委員支持加至 1%，市場將其解讀日本央行為 6 月加息鋪路。在“短期不加但傾向收緊”的溝通下，若任由日圓破位貶值，與日本央行的貨幣政策引導相衝突。

圖 1：美伊衝突以來，美日利差明顯上行



來源：彭博

二、四輪干預回顧及重點關注日本官方對干預的陳述方式

（一）日本當局從突襲干預演變為小幅加碼鞏固防線

第一輪：4 月 30 日——突襲式大規模干預

4 月 30 日，在美元/日圓觸及 160 後，日本當局迅速出手買入日圓，規模約 5.4 萬億日元（約合 345 億美元），將美元/日圓從 160.70 迅速打壓至 155，日內升幅一度接近 3%，被市場認為是近年來力度最強的一次單日干預。



第二輪：5月2日——假期小幅再次加碼維護

進入日本“黃金周”假期後，日圓由於市場拋壓的持續存在而反彈有限。5月2日，市場再次觀察到疑似日本官方的小規模干預跡象。市場推測單日動用約 40 至 50 億美元左右（合計約 0.7 萬億日圓級別的投入）。

第三輪：5月4日——進一步鞏固防線

在交易時段，日圓再次受到投機盤的衝擊，美元兌日圓再度測試 158 上方。官方再次擇機干預，使匯價回落至 155.5-156 區間內。

第四輪：5月6日——再度出手加固匯率防線

2026年5月6日，美元兌日圓最低觸及至 155，跌幅約-1.42%，累計波動達約-221 點，而美元指數同步走低約-0.52%至 97.9793 附近。同日，美元兌離岸人民幣也同步走弱至 6.8186，下跌-0.13%。日圓升值對亞洲貨幣形成了明顯的短期提振效應。

4月30日、5月2日及5月4日的三次干預累計耗資估算超過 8.4 萬億日圓（約 540 億美元）。5月6日干預實施後，市場判斷日圓已接近短期內的“合理緩衝位”。

（二）重點關注日本官方對干預的陳述方式

這次組合干預的核心看點在於日本官方對干預的陳述方式。

日本政府援引 IMF 規定，將四次連續工作日的干預行動在官方上合併認定為一次“單次行動”。之所以採取這種操作，是因為 IMF 規定，維持“自由浮動匯率”地位的國家在六個月內進行干預的次數不得超過三次。

按此定位，日本在進入 11 月前實際上依然保留了再進行至多兩次的干預配額。這種“時間換空間”的方式為後續進一步支撐日圓的干預行動留出了政策空間。



三、複盤近年外匯干預的經驗借鑒

複盤近年日本當局的外匯干預，我們認為：（1）短期內或還會出現外匯干預；（2）日本當局的外匯儲備相對充足；（3）外匯干預能贏得時間，卻無法逆轉日元貶值趨勢。

（一）干預並非一次結束，留意再度干預可能性

雖然 4 月 30 日的外匯干預帶動日圓出現了明顯升值，但事實上在接下來的短短幾日，日本當局數次進場再次干預日圓匯率。結合日本當局對干預的陳述方式，正如前文所述，日本官方將四次連續工作日的干預行動在官方上合併認定為一次"單次行動"。之所以採取這種操作，是為了在進入 11 月前保留了再進行至多兩次的干預配額。因此，短期內日本當局仍舊存在再度干預的可能性。

2022 年至本次干預之前，日本當局共有四輪干預，其中有三輪（2022 年 10 月 21-24 日；2024 年 4 月 29 日-5 月 1 日；2024 年 7 月 11-12 日）的干預都是在數個交易內多次實施外匯干預。

（二）日本“彈藥”相對充足

本次日本當局的干預規模超過 8.4 萬億日圓，而過去每次的干預規模事實上也達到數萬億日圓的量級。過去數次外匯干預的規模，分別為 2.8 萬億日元（約 175 萬美元）至 9.8 萬億日元（約 600 萬美元）不等，基本在數萬億日元（150-600 萬美元）的規模。

截至 2025 年末，日本財務省數據顯示日本共有外儲 1.37 萬億美元（規模為世界第二）。參考過去外匯干預的規模及日本外儲的存量，日本的外儲足夠實施 20-90 次左右的外匯干預，“彈藥”充足。

圖 2：歷次日本當局的干預規模和日圓升值幅度

干預日期	干預規模	日元最大升值幅度
2022年9月22日	2.8万亿日元	3.80%
2022年10月21日、24日	6.4万亿日元	3.90%
2024年4月29日、5月1日	9.8万亿日元	3.50%
2024年7月11日、12日	5.5万亿日元	2.70%
2026年4月30日	約5万亿日元	2.90%

來源：中金策略



（三）外匯干預能贏得時間，卻無法逆轉日圓貶值方向

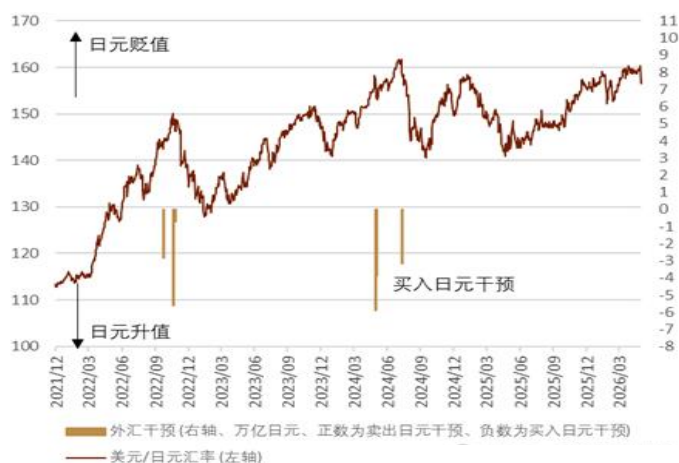
從政策層的表態和匯市表現來看，干預核心目標是將美元兌日圓維持於盡可能低於 160-162 的整體區間內，遏制過度投機行為。然而，干預是為時間而買入，而非根本性的趨勢轉變。受限於央行謹慎步伐、油價高企及地緣政治因素，這一勢頭無法僅靠干預迅速化解。

2022 年 9 月，2022 年 10 月，2024 年 4 月的外匯干預之後，日圓仍舊發生了貶值。這一時期的經驗證據表明，當宏觀敘事高度一致、利差優勢穩固時，干預更多體現為對波動的抑制和對節奏的管理，而非趨勢對抗工具。

2022 年秋季，日本當局在美元兌日圓快速上行背景下，實施了多年未見的大規模單筆外匯操作。短期看，這次干預對短期匯率和波動率的影響非常直接：日圓快速升值，短期限隱含波動率明顯下降，市場情緒顯著降溫。但若將觀察窗口拉長至一至兩個月，匯率走勢重新與利差邏輯趨同。

2024 年，日本當局採取了多次分散式干預。單次操作的即時效果仍然存在，但影響持續時間更短，回吐速度更快。2024 年 7 月外匯干預後，日圓確實明顯升值，但背後原因並非日本當局的干預，而是全球宏觀基本面和政策環境的改變。當時，幾個重要事件同時發生：1) 美國非農數據走弱並觸發了“薩姆法則”，美國出現衰退擔憂；2) 日本央行實施加息；3) 全球股市、黃金價格大幅下跌等事件，避險情緒支持日圓。綜合來看，日圓能否實現升值，更多受外部事件影響，而非日本當局的外匯干預。

圖 3：外匯干預難以扭轉日圓貶值趨勢



來源：中金策略



三、對日圓的展望

(一) 短期日圓走勢受干預與市場力量的“拉鋸”影響

當前油價中樞抬升、美日利差的因素對美元/日圓形成中樞支持。美元/日圓更可能是“干預→快跌→緩步回升”的節奏，而非趨勢反轉。

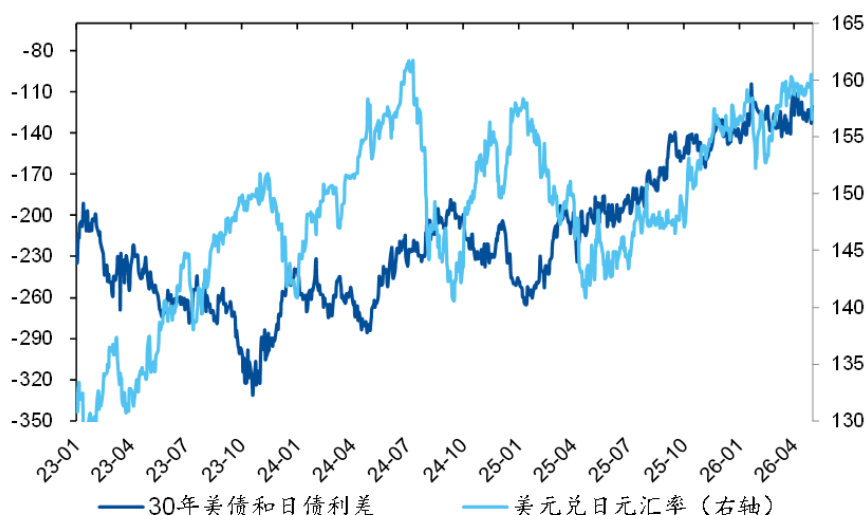
可以明確的是，美元/日圓的頂部更加清晰，160 上方隨時可能再度干預。

在以下的基準情景下：（1）油價高位但不再加速（油價是最核心的因素）；（2）美聯儲“更長久的觀望”；（3）日本當局在 160 附近繼續防守；（4）日本央行在 6 月前維持按兵不動但保持鷹派溝通。我們認為接下來概率較高的情景是美元/日圓在 155 - 160 高位區間震盪。

(二) 中長期日圓仍偏弱勢

在更長時間維度上看，匯率干預難以單獨改變由跨境利差與資本流動主導的中長期匯率趨勢。若利差與資本流動未發生實質變化，匯率中樞通常仍會回歸基本面方向。結合當前宏觀環境，美元兌日圓近期的高位運行並未明顯偏離跨境利差所隱含的中期均衡。157-158 為跨境利差暗含的美元/日圓中期均衡。

圖 4：日圓匯率未背離利差走勢



來源：彭博



(三) 關注日本央行貨幣政策對日圓匯率的影響

基於日本央行 4 月會議的內容，日本央行正在為 6 月加息做鋪墊。在 4 月的議息會議上，日本央行發生邊際鷹派轉變，日本央行內部支持加息的委員已從 1 月僅 1 位增長至本月的 3 位，顯示政策立場明顯趨於鷹派。三名委員主張加息，被市場視為未來政策收緊的重要信號。

因此，我們認為 6 月日本央行利率決議將成為重要的方向性信號。

市場定價暗示加息概率已達約 65%，預計日本央行大概率將在 6 月的貨幣政策會議中執行一次幅度在 15-25 個基點的加息操作，這會為日圓提供支撐。



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。

本檔所載數據乃根據中國建行投資研究部認為可靠的數據來源而編制,惟該等數據來源未經獨立核證。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數據、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數據、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數據、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,未必百分之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鉤。

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