



中国建设银行(亚洲)首席投资策略官办公室研究通讯

2026 年 第 4 期

【日圆资产走势分析】

进入 2026 年以来，日圆资产走势明显分化，日圆和日债显著承压，日股持续走强，在日圆孳息率持续走高背景下，日股的抢眼表现显得更非同寻常。而这背后最重要的因素，就是日本现任首相高市早苗上台后带来的“高市交易”，也即做多日股+做空日债+做空日元。

图 1：10 年期日债收益率与日经指数表现



数据来源：彭博

一、利率上行周期加码财政刺激，市场担忧财政可持续性，日债承压

早于 2025 年 12 月底就曾分析过，日债利率上行风险需要重视。在货币紧缩叠加财政扩张背景下，尤其是长端利率更容易攀升。同时，考虑到加息幅度相对有限，而财政不可持续压力难以化解，日债利率曲线可能延续陡峭化。这一判断在 2026 年 1 月已经开始被证实。

2026 年 1 月以来，日本长期国债继续遭到抛售，导致收益率不断上扬。日本长期利率指标的 10 年期日本国债收益率一度上升至 2.330%，为 1999 年 2 月以来的最高水平。日本 30 年期国债突破 3.8%，



持续创历史新高；日本 40 年期国债的收益率上升至 4%，这是该债券自 2007 年首次发行以来的最高水平，也是日本主权债券 30 多年来首次达到这一水平。

随着日本加码财政刺激，对财政可持续性的担忧或推升日本长端国债的风险溢价，导致长端国债的流动性进一步恶化。

(1) 2025 年底，日本政府推出 21.3 万亿日元综合经济对策，预计占 2025 年 GDP 的 2.8%，超过市场此前所预期的 17-20 万亿的区间，补充预算占 GDP 的比重将比 2024 财年提高 0.4 个百分点。

(2) 高市早苗计划在 1 月 23 日解散众议院，提前在 2 月 8 日提前选举。旨在凭借目前较高的内阁支持率，为执政党争取更多议席，以增强政策执行力，推进 21 万亿日元的经济刺激计划。

(3) 高市早苗承诺削减食品消费税，可能给公共财政带来压力，市场担忧日本的财政状况进一步恶化，于是疯狂抛售日债。

图 2：30 年期日本国债收益率显著攀升



数据来源：彭博

二、日股仍有上涨空间，任何短期波动都是买入机会

2025 年日经 225 指数上涨 26.2%，2026 年以来（截至 1 月 16 日）上涨 7.1%。主要来自于三个方面的推动：



(1) 日本高通胀和经济温和复苏。

自 2024 年下半年以来日本经济温和复苏，实际 GDP 同比增速从 2024 年四季度的 0.6% 上升至 2025 年二季度的 2%。持续的高通胀环境以及就业环境的改善，拉动了“春斗”薪资大幅上涨，使得消费成为经济增长的主要贡献项，支撑企业盈利预期改善。

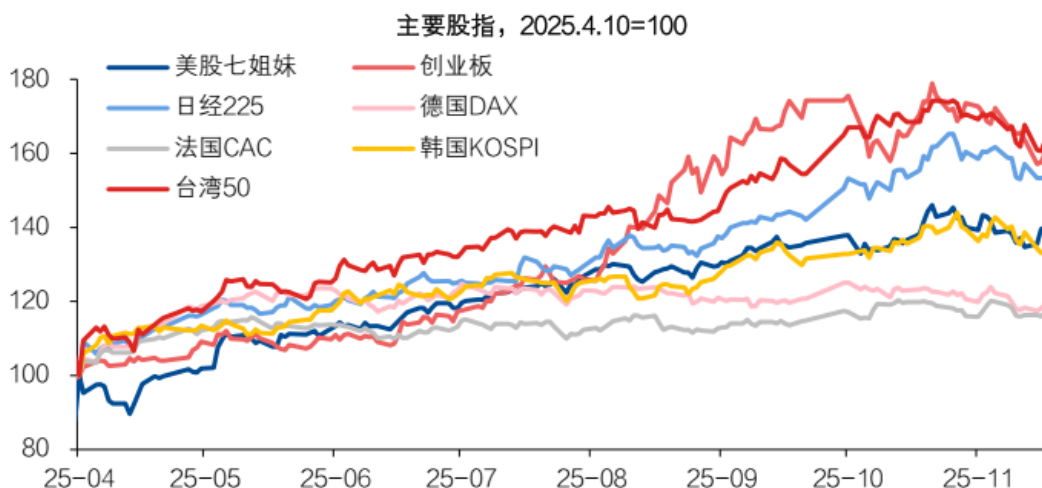
(2) 高市早苗政府的宽财政政策提升市场信心。

高市认为财政纪律固然重要，但财政的主要目的在于促进经济增长，主张通过增发国债支持经济，日本国会现已通过了 2025 财年补充预算案，旨在落实高市内阁提出的经济刺激计划。

(3) AI 产业链出口旺盛。

受益于全球人工智能浪潮，截至 2025 年 11 月，日本芯片设备销量连续 23 个月实现增长。2025 年日本 AI 概念股股价大幅上涨，仅爱德万测试、软银集团、Tokyo Electron 三家企业就大幅推高了日经平均指数。

图 3：日经 225 指数受 AI 行情映射明显



数据来源：兴业证券

对于 2026 年日本股市，认为仍有上涨空间，尤其是当前全球经济增长依靠财政与 AI 两大主线，而日股在两条线索下均有逻辑映射。而任何日股的短期波动都是买入机会。

一是随着通胀回落、居民实际收入水平上升，“通胀—工资”正循环推动日本名义经济增长，而日股表现与日本名义经济增长高度相关，消费板块有望迎来补涨。



二是全球 AI 仍然处在扩张阶段，半导体设备需求有望进一步释放。

三是日本政府的财政刺激和企业的资本支出有助提升企业盈利，利好人工智能、半导体、造船、航空航天、军工等板块。

四是日本企业治理改革，推动日股 ROE 提升，提振企业估值。

三、加息未能扭转日元贬值势头，触发时隔 15 年的跨国外汇联合行动

为何 2025 年日本央行加息后，日元持续贬值？日元的走势已无法简单用利差收窄的传统框架来解释，主要受以下因素影响。

(1) 实际利率仍为负值，日央行对未来利率路径指引模糊，金融环境仍保持宽松状态。

日央行 2025 年 12 月将基准利率上调至 0.75%，但对未来利率路径指引模糊，不及市场预期，加息落地反而成卖出日元的触发点。现阶段日本核心通胀率中枢在 3% 左右，扣除物价上涨因素后，实际利率仍然是负值。根据日央行估计，中性利率水平在 1%-2.5%，所以即使加息，当前日本金融环境仍然保持宽松状态。

(2) 对于财政可持续性的担忧，可能减缓央行加息节奏。

2025 年 12 月，日本接连公布了 2025 财年补充预算案和 2026 财年初始预算总额，涉及金额分别较 2024 财年补充预算案和 2025 财年预算总额增长 31.0%、6.3%，加剧了市场对财政可持续性的担忧。当前日本公共债务占 GDP 比重超 250%，但得益于低利率，国债利息负担并不太重，2024 年约占 GDP 的 1.7%，低于同期美国的 3.0%。但如果利率过快上行，可能急剧增加财政压力。假设政策利率从 0.5% 上升至 1%，虽然只增长了 0.5 个百分点，但举新债的利息负担却增长了一倍。日本长期利率上行加重日本财政负担。

(3) 资本流动方面，日元的融资货币属性并未改变。

套息交易属于典型的跨境资本流动，对利差预期高度敏感。当前美日之间仍有 2.75-3 个百分点的政策利差，从历史经验来看还是存在一定的套利空间，再加上由于美债走势陡峭化，市场预期未来中长期美债收益率依然存在上行空间，套息交易规模上升。



图 4：日本实际利率仍处于负值区间



数据来源：彭博

1 月 23 日，最引人注目的是日元单日 1.7% 的升值幅度，背后是 15 年未曾出现的跨国外汇联合行动——美国“干预”USDJPY 汇率。日本央行在 1 月 23 日的议息会议保持利率不变，符合市场预期。日本央行行长植田和男在新闻发布会继续保持对加息的谨慎观望态度，日元承压，USDJPY 一度逼近 159.20。新闻发布会结束之际，USDJPY 出现异常的急速闪崩，日本财务省（MOF）貌似出手对汇率的正式干预，但这轮下跌仅止步 157.5，幅度仅不到 200pips，似乎达不到干预的水平（日本当局曾在 2024 年 4 月实施外汇干预，花费约 1000 亿美元支撑日元，在 1 小时内将美元兑日元汇率从 160 快速拉升至 155），一些日资机构表示可能是 MOF 的汇率询价引发了日本当地银行的卖盘。随后 USDJPY 很快反弹回 158 上方。然而午后，USDJPY 开启新一轮闪崩，据市场消息，美盘时段纽约联储对多家外资行进行了 USDJPY 的 rate check（汇率询价），不仅导致 USDJPY 大跌 250pips，更是带动 EUR、GBP、AUD 等绝大多数非美货币大幅升值。

市场认为，本次干预行为相当罕见。

第一，美国财政部的汇率询价通常被视作直接干预汇市的前兆，纽约联储干预动用的是日本财务省的外汇储备，纽约联储 rate check 代表美国财政部的意志，需要美国财长贝森特（甚至需要特朗普）签署确认，因而已经上升到跨国联合干预行动的层级。



第二，日本财务省对日元汇率干预已经习以为常，但是跨国联合干预行动，自 1985 年也以来只有 6 次，要么是涉及多币种的更广泛协作（如广场协议、卢浮宫协议），要么是针对重大冲击（亚洲金融危机、欧元不稳定、日本大地震）。但是，本次联合行动却发生在没有重大冲击也不涉及更广泛币种协作的背景下，属于相当罕见的行为。

第三，更不寻常的是，与前两次联合行动相比，本次非美货币走势相关性提高了很多，美元几乎是被全方面围剿削弱。这或意味着，特朗普政府可能希望通过对日元、韩元等表现太弱的货币定点干预，借机削弱美元。

图 5：自 1985 年以来的跨国联合干预行动

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

数据来源：公开资料，野村证券

展望未来，日元在上半年内可能处于窄幅震荡的状态，下半年或有反弹可能性。

(1) 本次美日联合行动，短期内料将大幅削弱日元空头力量，但若无新一轮干预，日元自身也缺乏升值动能，可能在 153-157 震荡。

(2) 上半年日本经济基本面不确定性较高、加息节奏缓慢，限制日元升值。

由于日本经济基本面还不够稳固以及市场对财政可持续性担忧，日央行可能在 6 月份才会迎来下一次加息。若在此之前财政刺激未能有效提振日本经济，日元还是会延续缓慢贬值的趋势。如果日本国会在 3 月底前审议通过了 2026 财年的财政预算，可能在短期内强化日元贬值压力。



(3) 下半年美日利差进一步收窄，日元或有反弹可能性。

根据当前期货市场定价，美联储、日央行大概率均在 6 月调整政策利率，届时美日利差或进一步收窄，日元将进入升值区间。但升值空间或有限，需要根据日本经济恢复和通胀的走势判断。

如果今后美日汇率突破 160，日本当局有较大可能性会实施外汇干预。



重要事项及免责声明

本档经由中国建设银行(亚洲)有限公司(「中国建行投资研究部」)刊发,档的内容未经任何香港的金融监管机构审阅(包括香港证券及期货事务监察委员会),仅供参考之用。本档并不构成、亦无意作为、也不应被诠释为专业意见,或要约或建议投资于本档内所述之任何产品、服务、外汇、商品、证券或其他投资产品。

本档所载资料乃根据中国建行投资研究部认为可靠的资料来源而编制,惟该等资料来源未经独立核证。本档表达的预测及意见只作为一般的市场评论,并不构成投资意见或保证回报。该等预测及意见为中国建行投资研究部或撰写本档的(一位或多位)分析员于本档刊发时的意见,可作修改而毋须另行通知。本档并未就其中所载任何资料、预测或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性,以及任何该等预测或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺,任何情况下,中国建设银行(亚洲)有限公司概不就使用或依赖本档所载任何该等资料、预测或意见直接或间接引致的任何损失承担任何责任及义务。投资者须自行评估本档所载资料、预测及/或意见的相关性、准确性及充足性,并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。

本档所述的投资可能并不适合所有投资者,且并未考虑各收件人的特定投资目标或经验、财政状况或其他需要。因此,本档并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐,亦不会就此承担任何责任。投资者须基于本身的投资目标、财政状况及特定需要而作出投资决定,并应有需要的情况下咨询独立专业顾问。投资者不应依赖本档作为专业意见之用。

投资涉及风险,投资者应注意投资的价值可升亦可跌,过往的表现不一定可以预示日后的表现。本档并非亦无意总览本片所述投资牵涉的任何或所有风险。投资者作出任何投资决定前,应细阅及了解有关该等投资的所有发售档,以及其中所载的风险披露声明及风险警告。

货币汇率受多种因素影响,包括国家及国际金融及经济条件、政治及自然事件的发生。有时正常市场力量会受中央银行或其他体系所干扰。有时汇率及有关的价目会骤升或骤跌。某些政府可能会在很少或没有警告的情况下加设外汇管制或其他货币政策。该等政策可能对某货币的可兑换性有重大影响。人民币现时并不可自由兑换,并受外汇管制和限制(可能随时受到非提前通知的变化)。您应事先考虑并了解人民币资金流动性对您造成的影响。如果您将人民币转换为其他货币,人民币汇率的波动可能会令您承受损失。在岸人民币和离岸人民币乃按照不同法规下运作,在不同的独立市场和流动资金池以不同的汇率进行交易,它们的汇率变动可能会明显地不同。

债券。买卖债券涉及流通及利率风险,未必百分百能够保证赚取利润,反而可能招致损失。如果债券发行机构出现信贷或失责事件,客户有该机构未能如期向客户缴付利息或本金的风险。投资于新兴市场债券涉及特别考虑及较高风险,例如较大的价格波动、较不完善的监管及法律架构、经济、社会及政治的不稳定等。

证券买卖。买卖证券很可能会招致损失而不是一定获利。

证券孖展买卖。倘若客户在本行保持一个孖展账户,透过存入抵押品融资作交易的损失风险是重大的。客户遭受的损失可能会大于客户存于本行作为抵押品的现金及任何其他资产。市场状况可能令客户不可能行使或有指令,例如「止蚀」或「止限」指令。客户可能收到短期通知,须存入额外孖展或利息付款。倘若所须的孖展或利息付款未能在指定时间内作出,客户的证券抵押品可被清算而毋须客户同意。此外,客户对在客户账户中产生的任何不足的款项及对客户账户收取的利息,仍须承担法律责任。客户因此应慎重考虑因应客户本身的财政状况及投资目标,有关财务安排是否适合。

虚拟资产。一般而言,虚拟资产价格极为波动,没有内在价值,也没有任何政府、银行或实物担保,而且涉及一系列不同的风险。虚拟资产属高风险产品,不是每个人都适合参与投资。投资者应小心考虑自己的风险承受能力,以及是否了解虚拟资产的特性及风险。若未能完全理解虚拟资产或未能承受潜在亏损,便不应投资于这些资产。

编制本档的研究分析员证实,在本档表达的意见准确反映彼(彼等)研究分析员的个人意见,而彼(彼等)的薪酬的任何部分过往不曾、现在及将来亦不会与本档所载的特定推荐或意见直接或间接挂钩。

透过任何途径或以任何方式再次派发或改编本档或其中任何部分,均在严禁之列。本档无意向派发本档即触犯法例或规例的司法权区或国家的任何人士或实体派发,亦无意供该等人士或实体使用。在事前未得中国建设银行(亚洲)有限公司以书面方式表示批准的情况下,不得以任何方式或以任何途径(包括电子、机械、复印、录影或其他形式)复制或传送本档各部分或将本档各部分储存于可予检索的系统。

中国建设银行(亚洲)股份有限公司为一间受香港金融管理局规管之持牌银行,及证券及期货条例下的注册机构(中央编号:AAC155),从事第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)的受规管活动。本文件的数据并不构成买卖任何虚拟资产的建议或要约,也不构成任何预测未来可能发生的任何虚拟资产的价格变动。本文件由中国建设银行(亚洲)股份有限公司发行,并未经证监会或香港任何其他监管机构审阅。本文并非独立投资研究报告。