



中国建设银行(亚洲)投资办公室研究通讯

2026 年第 13 期

【日本当局外汇干预支持日圆，惟中长期趋势难改】

4 月 30 日，日本当局实施了约 5 万亿日元规模的外汇干预，美日汇率由 160.60 附近快速下降至 155.88 附近，日元实现了大约 3% 的升值，升值幅度明显。4 月 30 日的外汇干预规模约在 5 万亿日元左右。该规模与近年来的外汇干预的规模基本一致。在 4 月 30 日至 5 月 6 日期间，日本当局进行了 4 次干预。值得关注的是，日本官方援引 IMF 规则将 4 月 30 日至 5 月 4 日期间的三次行动合并认定为“单次操作”，以保留后续干预空间。复盘近年日本当局的外汇干预，我们认为：（1）短期内或还会出现外汇干预；（2）日本当局的外汇储备相对充足；（3）外汇干预能赢得时间，却无法逆转日圆贬值趋势。今后日圆若重新发生贬值，则日本央行在 6 月会议中加息概率或有所加大。交易策略上，建议逢 160 卖出 USDJPY 或买入看跌期权，155-156 平仓，同时关注重要政策和事件窗口。

一、日本当局为何突然出手干预？

4 月 30 日，日本当局实施了约 5 万亿日元规模的外汇干预，带动日圆实现了约 3% 的升值。以往日本当局的外汇干预大多是没有铺垫突然实施，但本次外汇干预日本当局给出了“预告”。短时间内财务省的两名高管接连举办临时记者会，实属罕见，可见日本当局是对做空日圆投资者的“最后警告”。

日本当局在此时出手，主要出于以下三个原因：

（1）160 为重要的心理与政策关口。

美元/日圆上破 160 关口意味着与当局“最后警告”正面相撞，也会加大日本企业与投资者的不确定性，当局选择干预，是“信号管理”和抑制单边预期，避免“羊群效应”被放大。

（2）日本基本面压力上行，油价及美日利差上升施压日圆。



霍尔木兹海峡受阻与油价抬升的情景下，对于能源结构脆弱的日本而言，其进口成本上升、日元基本面承压。同时，美国方面，市场对美联储降息的定价也更难推进，市场当前“不加不降”的预期基本中性。美伊冲突以来，美日利差明显上行，也是日元贬值压力的重要成因。

(3) 匹配日本央行的货币政策与沟通。

日本央行在 4 月议息会议上鹰派“按兵不动”，维持 0.75% 不变，但 3 名委员支持加至 1%，市场将其解读日本央行为 6 月加息铺路。在“短期不加但倾向收紧”的沟通下，若任由日元破位贬值，与日本央行的货币政策引导相冲突。

图 1：美伊冲突以来，美日利差明显上行



来源：彭博

二、四轮干预回顾及重点关注日本官方对干预的陈述方式

(一) 日本当局从突袭干预演变为小幅加码巩固防线

第一轮：4 月 30 日——突袭式大规模干预

4 月 30 日，在美元/日元触及 160 后，日本当局迅速出手买入日元，规模约 5.4 万亿日元（约合 345 亿美元），将美元/日元从 160.70 迅速打压至 155，日内升幅一度接近 3%，被认为是近年来力度最强的一次单日干预。



第二轮：5月2日——假期小幅再次加码维护

进入日本“黄金周”假期后，日元由于市场抛压的持续存在而反弹有限。5月2日，市场再次观察到疑似日本官方的小规模干预迹象。市场推测单日动用约40至50亿美元左右（合计约0.7万亿日元级别的投入）。

第三轮：5月4日——进一步巩固防线

在交易时段，日元再次受到投机盘的冲击，美元兑日元再度测试158上方。官方再次择机干预，使汇价回落至155.5-156区间内。

第四轮：5月6日——再度出手加固汇率防线

2026年5月6日，美元兑日元最低触及至155，跌幅约-1.42%，累计波动达约-221点，而美元指数同步走低约-0.52%至97.9793附近。同日，美元兑离岸人民币也同步走弱至6.8186，下跌-0.13%。日元升值对亚洲货币形成了明显的短期提振效应。

4月30日、5月2日及5月4日的三次干预累计耗资估算超过8.4万亿日元（约540亿美元）。5月6日干预实施后，市场判断日元已接近短期内的“合理缓冲位”。

(二) 重点关注日本官方对干预的陈述方式

这次组合干预的核心看点在于日本官方对干预的陈述方式。

日本政府援引IMF规定，将四次连续工作日的干预行动在官方上合并认定为一次“单次行动”。之所以采取这种操作，是因为IMF规定，维持“自由浮动汇率”地位的国家在六个月内进行干预的次数不得超过三次。

按此定位，日本在进入11月前实际上依然保留了再进行至多两次的干预配额。这种“时间换空间”的方式为后续进一步支撑日元的干预行动留出了政策空间。



三、复盘近年外汇干预的经验借鉴

复盘近年日本当局的外汇干预，我们认为：（1）短期内或还会出现外汇干预；（2）日本当局的外汇储备相对充足；（3）外汇干预能赢得时间，却无法逆转日元贬值趋势。

（一）干预并非一次结束，留意再度干预可能性

虽然 4 月 30 日的外汇干预带动日圆出现了明显升值，但事实上在接下来的短短几日，日本当局数次进场再次干预日圆汇率。结合日本当局对干预的陈述方式，正如前文所述，日本官方将四次连续工作日的干预行动在官方上合并认定为一次“单次行动”。之所以采取这种操作，是为了在进入 11 月前保留了再进行至多两次的干预配额。因此，短期内日本当局仍旧存在再度干预的可能性。

2022 年至本次干预之前，日本当局共有四轮干预，其中有三轮（2022 年 10 月 21-24 日；2024 年 4 月 29 日-5 月 1 日；2024 年 7 月 11-12 日）的干预都是在数个交易内多次实施外汇干预。

（二）日本“弹药”相对充足

本次日本当局的干预规模超过 8.4 万亿日圆，而过去每次的干预规模事实上也达到数万亿日圆的量级。过去数次外汇干预的规模，分别为 2.8 万亿日元（约 175 万美元）至 9.8 万亿日元（约 600 万美元）不等，基本在数万亿日元（150-600 万美元）的规模。

截至 2025 年末，日本财务省数据显示日本共有外储 1.37 万亿美元（规模为世界第二）。参考过去外汇干预的规模及日本外储的存量，日本的外储足够实施 20-90 次左右的外汇干预，“弹药”充足。

图 2：历次日本当局的干预规模和日圆升值幅度

干预日期	干预规模	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	约5万亿日元	2.90%

来源：中金策略



(三) 外汇干预能赢得时间，却无法逆转日元贬值方向

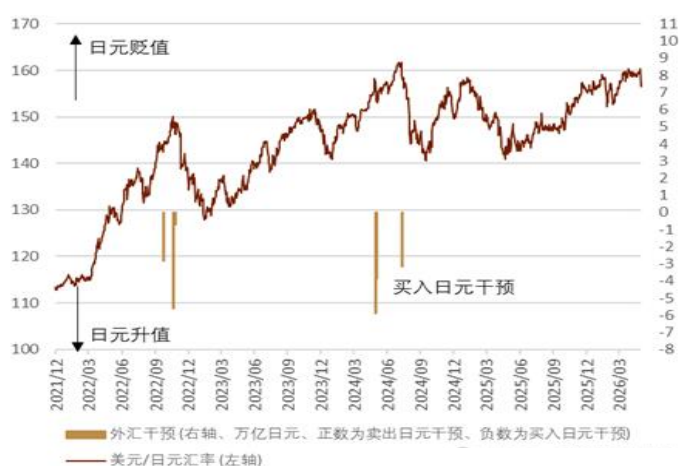
从政策层的表态和汇市表现来看，干预核心目标是将美元兑日元维持于尽可能低于 160-162 的整体区间内，遏制过度投机行为。然而，干预是为时间而买入，而非根本性的趋势转变。受限于央行谨慎步伐、油价高企及地缘政治因素，这一势头无法仅靠干预迅速化解。

2022 年 9 月，2022 年 10 月，2024 年 4 月的外汇干预之后，日元仍旧发生了贬值。这一时期的经验证据表明，当宏观叙事高度一致、利差优势稳固时，干预更多体现为对波动的抑制和对节奏的管理，而非趋势对抗工具。

2022 年秋季，日本当局在美元兑日元快速上行背景下，实施了多年未见的大规模单笔外汇操作。短期看，这次干预对短期汇率和波动率的影响非常直接：日元快速升值，短期限隐含波动率明显下降，市场情绪显著降温。但若将观察窗口拉长至一至两个月，汇率走势重新与利差逻辑趋同。

2024 年，日本当局采取了多次分散式干预。单次操作的即时效果仍然存在，但影响持续时间更短，回吐速度更快。2024 年 7 月外汇干预后，日元确实明显升值，但背后原因并非日本当局的干预，而是全球宏观基本面和政策环境的改变。当时，几个重要事件同时发生：1) 美国非农数据走弱并触发了“萨姆法则”，美国出现衰退担忧；2) 日本央行实施加息；3) 全球股市、黄金价格大幅下跌等事件，避险情绪支持日元。综合来看，日元能否实现升值，更多受外部事件影响，而非日本当局的外汇干预。

图 3：外汇干预难以扭转日元贬值趋势



来源：中金策略



三、对日圆的展望

(一) 短期日圆走势受干预与市场力量的“拉锯”影响

当前油价中枢抬升、美日利差的因素对美元/日圆形成中枢支持。美元/日圆更可能是“干预→快跌→缓步回升”的节奏，而非趋势反转。

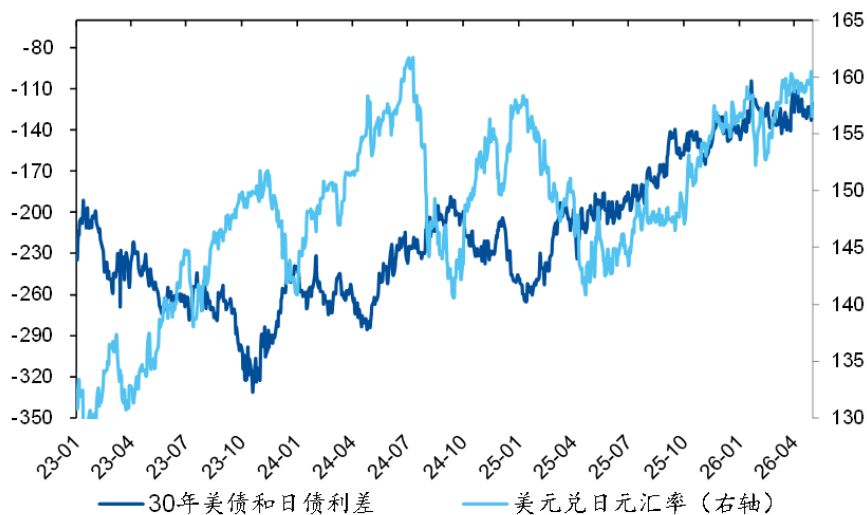
可以明确的是，美元/日圆的顶部更加清晰，160 上方随时可能再度干预。

在以下的基准情景下：（1）油价高位但不再加速（油价是最核心的因素）；（2）美联储“更长久的观望”；（3）日本当局在 160 附近继续防守；（4）日本央行在 6 月前维持按兵不动但保持鹰派沟通。**我们认为接下来概率较高的情景是美元/日圆在 155-160 高位区间震荡。**

(二) 中长期日圆仍偏弱势

在更长时间维度上看，汇率干预难以单独改变由跨境利差与资本流动主导的中长期汇率趋势。若利差与资本流动未发生实质变化，汇率中枢通常仍会回归基本面方向。结合当前宏观环境，美元兑日圆近期的高位运行并未明显偏离跨境利差所隐含的中期均衡。157-158 为跨境利差暗含的美元/日圆中期均衡。

图 4：日圆汇率未背离利差走势



来源：彭博



(三) 关注日本央行货币政策对日圆汇率的影响

基于日本央行 4 月会议的内容，日本央行正在为 6 月加息做铺垫。在 4 月的议息会议上，日本央行发生边际鹰派转变，日本央行内部支持加息的委员已从 1 月仅 1 位增长至本月的 3 位，显示政策立场明显趋于鹰派。三名委员主张加息，被市场视为未来政策收紧的重要信号。

因此，我们认为 6 月日本央行利率决议将成为重要的方向性信号。

市场定价暗示加息概率已达约 65%，预计日本央行大概率将在 6 月的货币政策会议中执行一次幅度在 15-25 个基点的加息操作，这会为日圆提供支撑。



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。

本档所载数据乃根据中国建行投资研究部认为可靠的数据来源而编制,惟该等数据来源未经独立核证。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数据、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数据、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数据、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。