



2026 年 08 月 10 日

美日联合干预日元汇率，市场影响几何？

——全球资产配置热点聚焦系列之三十五

相关研究

证券分析师

金倩婧 A0230513070004
jinjq@swsresearch.com
冯晓宇 A0230521080005
fengxy2@swsresearch.com
林遵东 A0230524100005
linzd@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

联系人

冯晓宇 A0230521080005
fengxy2@swsresearch.com

- 2026 年 7 月 31 日，美日两国时隔 15 年再次联合干预汇市买入日元，美元兑日元汇率从 163.99 的近 40 年高点快速回落至 157.4 附近。上一次美日联合干预日元是 2011 年日本大地震后共同抑制日元升值。在全球地缘政治冲突加剧、发达国家财政失衡、利率创下新高、汇率脆弱的环境下，美日联合干预未必能够系统性影响基本面，但或体现了当前宏观环境内在矛盾激化，趋势难以持续的重要拐点信号。本文从本轮日元贬值的原因、美国下场干预的原因和后续约束、后续日元走势对资本市场影响等方面展开讨论。
- 本轮日元的贬值周期自从 2022 年后开始启动，核心基本面线索是近几年油价高企，日本贸易账户和财政政策的双重恶化，同时日央行政策独立性较弱。本轮加速贬值的原因：1) 财政信任危机：高市早苗政府推出 370 万亿日元投资计划缺乏税源支撑，弱化财政整顿目标，市场要求日债风险溢价上升，日元和日债出现罕见的同步下跌。而自从 2025 年 10 月开始，美日汇率与美日利差开始背离，背后隐含了日本债务违约风险的上升；2) 中东冲突冲击：日本 94% 石油进口依赖中东地区，美伊冲突推高油价，贸易账户恶化进一步打压日元。3) 日央行收紧政策较为滞后：6 月日本央行加息至 1%（31 年新高）后，美国政策利率仍维持在 3.5-3.75%，目前美日政策利差仍高达约 275bp，套息交易利差空间虽收窄但远未消失。
- 为何 2026 年 7 月这次美国也下场干预？日本是美国国债第一大海外持有国，持仓约 1.14 万亿美元。如果日元持续贬值或导致日本被迫抛售美债换美元护盘，进而可能推高美债收益率，从而使得美国政府融资成本上升。目前美国 10Y 国债收益率年内已上涨约 47 个基点，美国 30 年期美债收益率处于近 20 年高位，这对于特朗普政府而言是重要约束。具体干预方式上，美国也采取了交易欧元日元货币对的创新操作。纽约联储通过高盛、摩根士丹利抛售欧元、买入日元，而非传统的抛美元买日元。这种“曲线救国”方式既托举了日元，又避免了直接抛售美债换美元的资金压力，同时配合美联储扩大 FIMA 回购便利额度，让日本能用美债抵押换美元而不直接抛售。后续干预行为是否会持续？从干预金额来看，日本外汇储备中，外币储备约为 1 万亿美元，今年 4 月末干预金额为 696 亿美元，也是近几年来干预规模最大的一次。随着干预代价增加，日本政府干预的能力也在下降。从法律层面的约束看，IMF 指引在“自由浮动”汇率制度下，6 个月内最多三次干预。这意味着年内日本干预窗口已经有限。
- 历史复盘来看，在日元基本面持续恶化过程中，日政府单方面干预市场均阶段性造成扰动，如果配合美国货币和经济预期拐点，中期信号意义较强，但通常难改长期趋势。在 2022 年 9 月、10 月，2024 年 4 月和 7 月，2026 年 4 月和 7 月均出现日银的干预动作。其中 2022 年 10 月干预前后，美联储鹰派预期放缓，日元同样迎来喘息。2024 年 7 月，日银借着美国经济衰退预期升温干预，同样获得较好的干预效果。2024 年 4 月和 2026 年 4 月在美国经济和货币政策平稳预期下，日元均不改贬值趋势。
- 展望未来，日元后续走势主要取决于油价中枢、美国货币政策走向与高市政府的政策掣肘，而 AI 产业趋势变化阶段性会通过投机仓位放大日元波动。情形 1：日元良性温和升值：美伊局势缓和→油价持续回落→美国通胀压力走低；美联储获得降息空间→美元走弱→日元走强；市场表现：日元有序温和升值，美元指数承压。美债收益率温和下行，新兴市场资金外流压力缓解。全球风险资产回暖，资金从美元资产向其他市场分散。套息交易有序、渐进式平仓，不构成系统性冲击。情形 2：日元恶性大幅升值：恶性升值核心不在于基本面重估，而是拥挤的投机性头寸逆转风险。触发可能来自美日利差的收窄，如日本超预期加息、或美国衰退预期升温；也可能来自波动率飙升，如科技股大跌使杠杆资金遭遇资产亏损与汇兑亏损双杀。另外，美日联合干预“矫枉过正”，资金对升值形成一致预期。市场表现：美债利率继续超预期上行，全球资产价格下跌；套息交易逆转，美元杠杆资金踩踏式平仓，全球风险资产普遍承压；美股科技股、日股、高外债新兴市场首当其冲。情形 3：日元继续贬值：如果中东冲突变为持久战，油价高位的时间拉长，那么日元基本面仍然脆弱。而日本国内方面，高市早苗的支持率或是其财政政策观察指标的抓手，在日本政府出现实质性掣肘前，日政府的宽松政策预期延续，日债的压力仍在。市场表现：日元持续贬值，也将意味着其对全球流动性的贡献为正，风险资产或相对受益，但同时也在积累着一定的脆弱风险。从概率上看，我们认为随着下半年中期选举窗口临近，美债利率多次被试探为特朗普政府的重要掣肘，日元汇率继续大幅贬值概率是边际下降的。如果后续油价上行压力缓解，全球风险资产将迎来较好的配置窗口。如果油价上行压力仍大，全球流动性面临收紧风险。
- 风险提示：中东冲突升级，油价上行风险加剧；日央行超预期加息；AI 信用风险爆发。

目录

1. 日元“跌跌不休”的基本面线索是什么？	4
2. 本轮美国下场救市：救日元=救美债	6
3. 政府下场救市的信号意义更强	7
4. 后续日元走势情景分析以及资产价格影响	7

图表目录

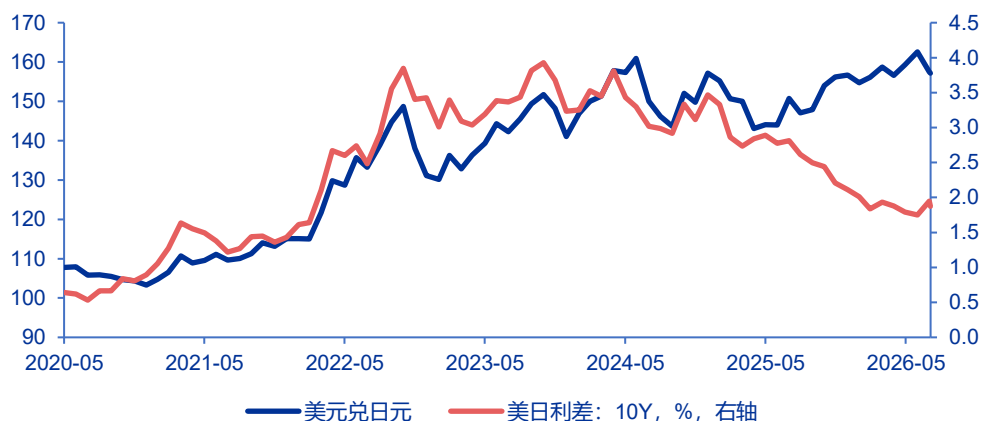
图 1：2025 年后，美日利差与美日汇率持续背离	4
图 2：日本的经常账户和油价的关系	5
图 3：日本核心通胀存在上行压力	5
图 4：日本薪资增速走出负区间，周期性继续上行	5
图 5：市场预计日央行在 9 月进行加息	5
图 6：目前市场预期美联储年内将加息一次	5
图 7：2022 年后，日本持有美债规模多次出现阶段性回落	6
图 8：日本在 2022 年和 2024 年均出现干预动作	7
图 9：日本外汇储备被持续消耗	7
图 10：当前日元兑美元的投机性净空头头寸接近 2024 年 7 月水平	8
图 11：2024 年日元 carry trade 逆转，放大全球风险资产的波动	8
 表 1：历史上美日联合干预的背景、效果、影响	 7

事件：2026 年 7 月 31 日，美日两国时隔 15 年再次联合干预汇市买入日元，美元兑日元汇率从 163.99 的近 40 年高点快速回落至 157.4 附近。上一次美日联合干预日元是 2011 年日本大地震后共同抑制日元升值。在全球地缘政治冲突加剧、发达国家财政失衡、利率创下新高、汇率脆弱的环境下，美日联合干预未必能够系统性影响基本面，但或体现了当前宏观环境内在矛盾激化，趋势难以持续的重要拐点信号。本文从本轮日元贬值的原因、美国下场干预的原因和后续约束、后续日元走势对资本市场影响等方面展开讨论。

1. 日元“跌跌不休”的基本面线索是什么？

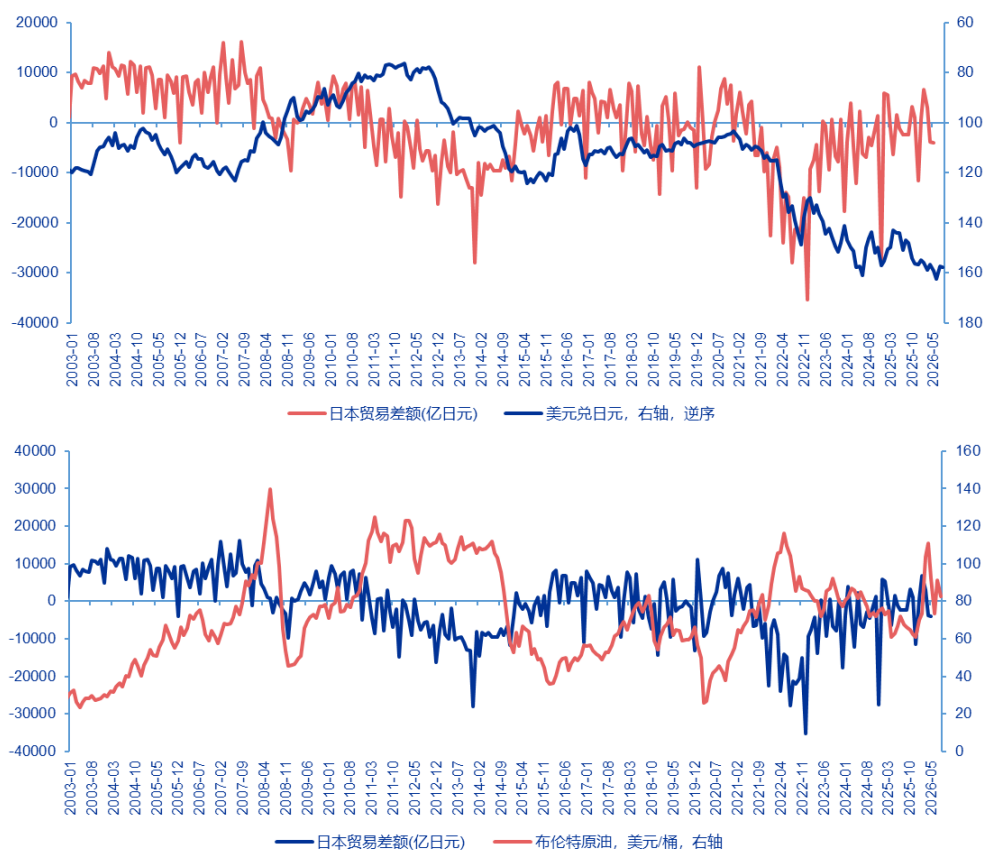
本轮日元的贬值周期自从 2022 年后开始启动，核心基本面线索是近几年油价高企，日本贸易账户和财政政策的双重恶化，同时日央行政策独立性较弱。本轮加速贬值的原因：1) **财政信任危机**：高市早苗政府推出 370 万亿日元投资计划缺乏税源支撑，弱化财政整顿目标，市场要求日债风险溢价上升，日元和日债出现罕见的同步下跌。而自从 2025 年 10 月开始，美日汇率与美日利差开始背离，背后隐含了日本债务违约风险的上升；2) **中东冲突冲击**：日本 94% 石油进口依赖中东地区，美伊冲突推高油价，贸易账户恶化进一步打压日元。3) **日央行收紧政策较为滞后**：6 月日本央行加息至 1%（31 年新高）后，美国政策利率仍维持在 3.5-3.75%，目前美日政策利差仍高达约 275bp，套息交易利差空间虽收窄但远未消失。

图 1：2025 年后，美日利差与美日汇率持续背离



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：日本的经常账户和油价的关系



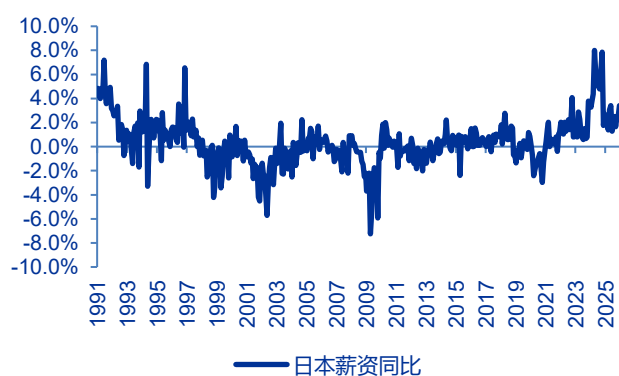
资料来源：同花顺，申万宏源研究

图 3：日本核心通胀存在上行压力



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：日本薪资增速走出负区间，周期性继续上行

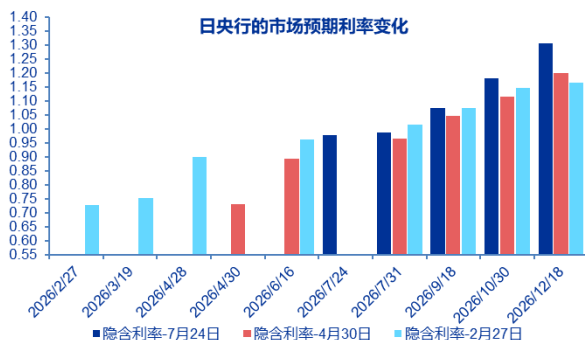


资料来源：Wind，申万宏源研究

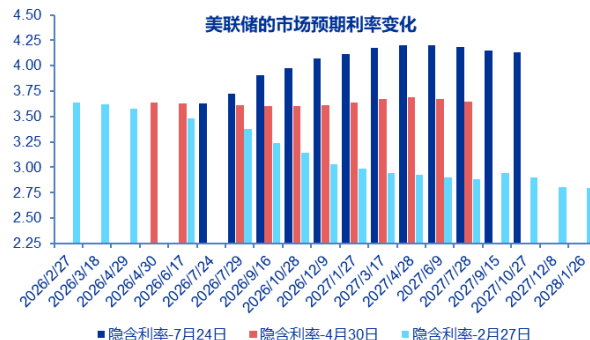
图 5：市场预计日央行年内加息一次

图 6：目前市场预期美联储年内将加息 1~2 次





资料来源：彭博，申万宏源研究

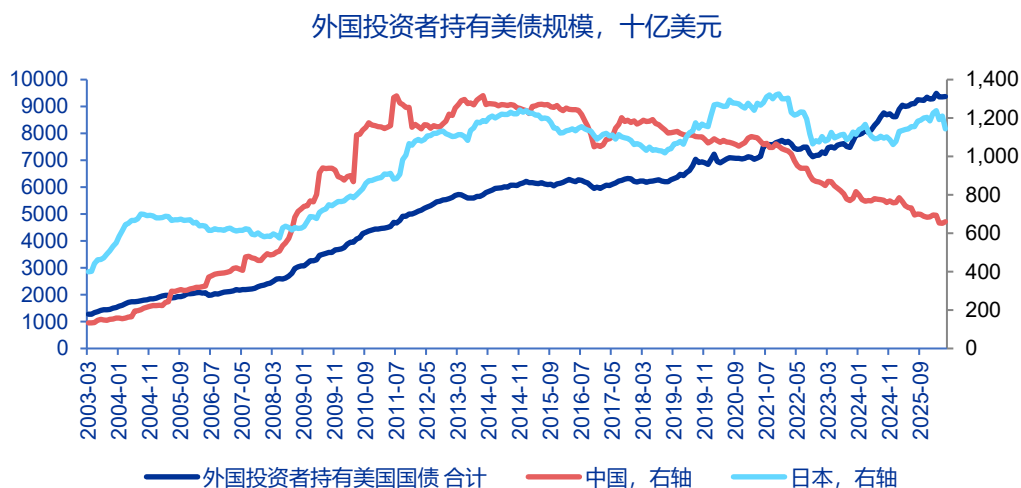


资料来源：彭博，申万宏源研究

2. 本轮美国下场救市：救日元=救美债

为何 2026 年 7 月这次美国也下场干预？ 日本是美国国债第一大海外持有国，持仓约 1.14 万亿美元。如果日元持续贬值或导致日本被迫抛售美债换美元护盘，可能进而推高美债收益率，从而使得美国政府融资成本上升。目前美国 10Y 国债收益率年内已上涨约 47 个基点，美国 30 年期美债收益率处于近 20 年高位，这对于特朗普政府而言是重要约束。**具体干预方式上，美国也采取了交易欧元日元货币对的创新操作。** 纽约联储通过高盛、摩根士丹利抛售欧元、买入日元，而非传统的抛美元买日元。这种“曲线救国”方式既托举了日元，又避免了直接抛售美债换美元的资金压力，同时配合美联储扩大 FIMA 回购便利额度，让日本能用美债抵押换美元而不直接抛售。**后续干预行为是否会持续？** 从干预金额来看，日本外汇储备中，外币储备约为 1 万亿美元，今年 4 月末、5 月初干预金额约为 696 亿美元，也是近几年来干预规模最大的一次。随着干预代价增加，日本政府干预的能力也在下降。从法律层面的约束看，IMF 指引在“自由浮动”汇率制度下，6 个月内最多三次干预。这意味着年内日本干预窗口已经有限。

图 7：2022 年后，日本持有美债规模多次出现阶段性回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 1：历史上，美日联合干预的背景、效果、影响

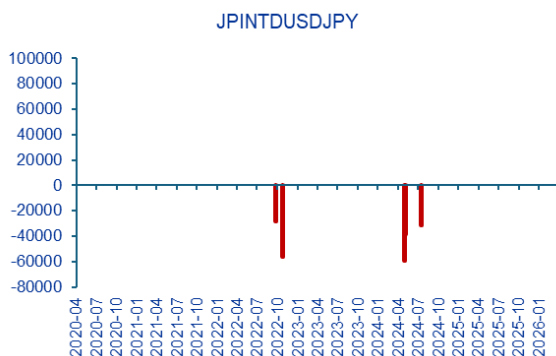
时间	方向	背景	中长期结局
1985.9 广场协议	卖美元买日元 (G5)	美国施压解决贸易逆差	日本被迫宽松→股市楼市泡沫→1990 年破裂
1995.7 七夕干预	卖日元买美元	阪神地震后日元升至 79.75 历史高位	日美利差扩大催生套息交易，为 1998 年危机构筑土壤
1998.6 亚洲金融危机	卖美元买日元	日元套利交易泛滥，贬值失控	真正反转需等到 8 月俄罗斯违约+LTCM 崩盘引发套息平仓
2011.3 东日本大地震	卖日元买美元 (G7)	灾难日元交易，日元升至 76.51 历史新高	欧债危机避险情绪再起，日元重回升值通道

资料来源：申万宏源研究

3. 政府下场救市的信号意义更强

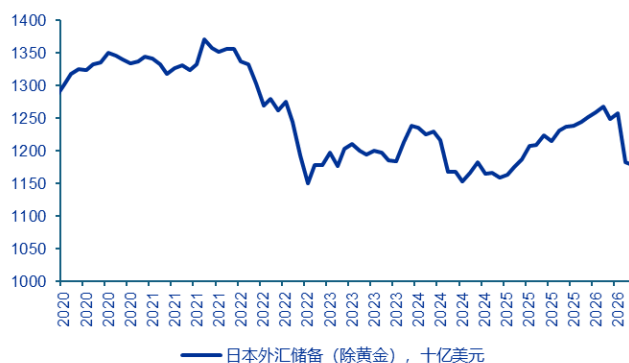
历史复盘来看，在日元基本面持续恶化过程中，日政府单方面干预市场均阶段性造成扰动，如果配合美国货币和经济预期拐点，中期信号意义较强，但通常难改长期趋势。在 2022 年 9 月、10 月，2024 年 4 月和 7 月，2026 年 4 月和 7 月均出现日银的干预动作。其中 2022 年 10 月干预前后，美联储鹰派预期放缓，日元同样迎来喘息。2024 年 7 月，日银借着美国经济衰退预期升温干预，同样获得较好的干预效果。2024 年 4 月和 2026 年 4 月在美国经济和货币政策平稳预期下，日元均不改贬值趋势。

图 8：日本在 2022 年和 2024 年均出现干预动作



资料来源：彭博，申万宏源研究

图 9：日本外汇储备被持续消耗



资料来源：彭博，申万宏源研究

4. 后续日元走势情景分析以及资产价格影响

展望未来，日元后续走势主要取决于油价中枢、美国货币政策走向、高市政府的政策掣肘，而 AI 产业趋势变化阶段性会通过投机仓位放大日元波动。

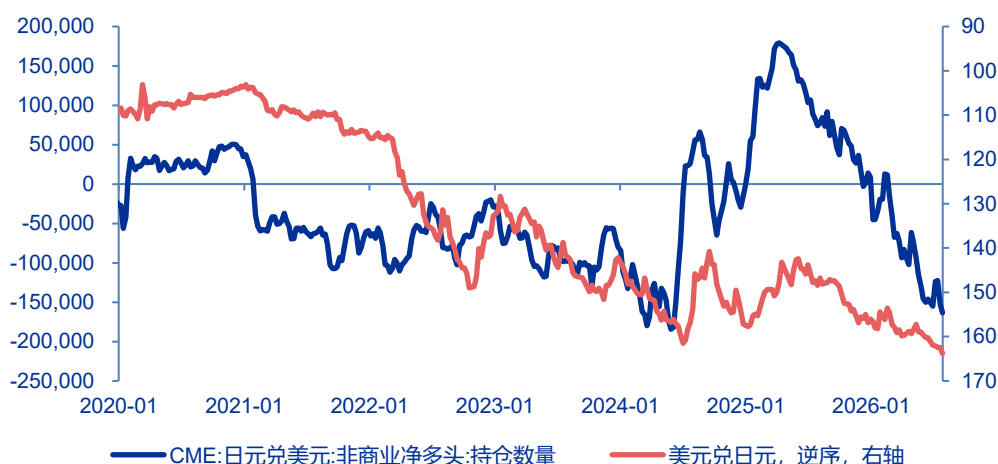
情形 1：日元良性温和升值：美伊局势缓和→油价持续回落→美国通胀压力走低；美联储获得降息空间→美元走弱→日元走强；**市场表现：**日元有序温和升值，美元指数承压。美债收益率温和下行，新兴市场资金外流压力缓解。全球风险资产回暖，资金从美元资产向其他市场分散。套息交易有序、渐进式平仓，不构成系统性冲击。

情形 2：日元恶性大幅升值：恶性升值核心不在于基本面重估，而是拥挤的投机性头寸逆转风险。触发可能来自美日利差的收窄，如日本超预期加息、或美国衰退预期升温；也可能来自波动率飙升，如科技股大跌使杠杆资金遭遇资产亏损与汇兑亏损双杀。另外，美日联合干预“矫枉过正”，资金对升值形成一致预期。**市场表现：**美债利率继续超预期上行，全球资产价格下跌；套息交易逆转，美元杠杆资金踩踏式平仓，全球风险资产普遍承压：美股科技股、日股、高外债新兴市场首当其冲。

情形 3：日元继续贬值：如果中东冲突变为持久战，油价高位的时间拉长，那么日元基本面仍然脆弱。而日本国内方面，高市早苗的支持率或是其财政政策观察指标的抓手，在日本政府出现实质性掣肘前，日政府的宽松政策预期延续，日债的压力仍在。**市场表现：**日元持续贬值，也将意味着其对全球流动性的贡献为正，风险资产或相对受益，但同时也在积累着一定的脆弱风险。

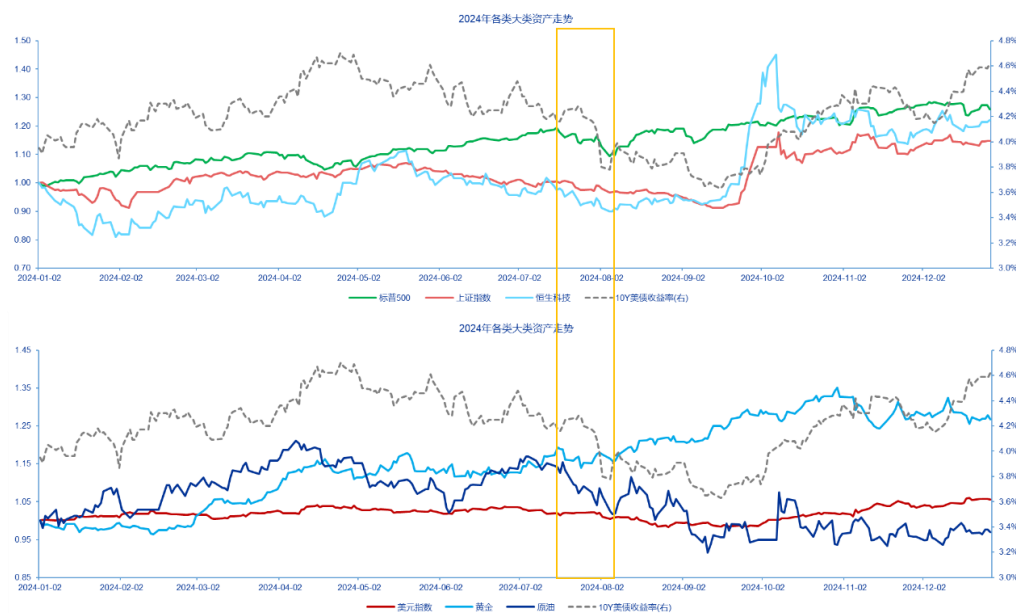
从概率上看，我们认为随着下半年中期选举窗口临近，美债利率多次被市场试探，已成为特朗普政府的重要掣肘，日元汇率中期继续贬值概率是边际下降的。如果后续油价上行压力缓解，全球风险资产将迎来较好的配置窗口。如果油价上行压力仍大，全球流动性面临收紧风险。

图 10：当前日元兑美元的投机性净空头头寸接近 2024 年 7 月水平



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：2024 年日元 carry trade 逆转，放大全球风险资产的波动



风险提示：中东冲突升级，油价上行风险加剧；日央行超预期加息；AI 信用风险爆发。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。