# 美国政策逻辑下的美日联合干预

专题报告

- 2026 年 7 月 30 日至 31 日，美日官方罕见进行联合外汇干预。结合美日官方表态看，本次干预行动是日本为应对日元持续贬值压力而采取的系列举措中的一环，美国的介入则是出于对美国国家安全、金融市场稳定、美元走势方面的考虑。对比历史上的美日联合干预，本次美日联合干预主要呈现以下三点特征：第一，本次干预的背景是日本经济与对外经济金融关系中的结构性失衡。第二，美国在干预方式上作出创新，引入了“汇率检查+卖欧元”的工具组合，目标是最大程度减小对美国金融市场和资产价格的影响。第三，本次干预更具制度化特征。
- **本次外汇干预仍是美国为自身目标服务的政策实践。**表面看，本次联合干预的诉求由日本提出，但美国政府选择响应日方诉求，必然表明其同样符合美国当前阶段政策的内在逻辑。特朗普的“智囊”米兰将加征关税和汇率政策定位为让美国制造业再度繁荣的两个政策选项，因而本次干预可视为美国汇率政策工具落地的一次“最小阻力”尝试，或表明汇率工具被重新纳入美国战略政策工具箱。从两个维度看，本次外汇干预仍是美国为自身目标服务的政策实践。第一，美国出手的核心原因之一是防止日本为维稳汇率而被迫大举抛售美债。第二，防止日元无序贬值引发金融市场风险和竞争性贬值、防止美元指数被过度推升，是维护美国关税政策效果不被汇率贬值抵消的必要举措。继汇率干预后，美财政部宣布扩大国债回购规模，进一步凸显美债市场压力。从特里芬难题看，美债市场困局亦是美元霸权动荡带来的结果。
- 本轮日元贬值由结构性因素驱动，因此美日联合干预仅是“减速带”而非“转向器”。中期看，美日协调有望机制化，但深度多边汇率协调仍面临欧美信任、日本政策自主权、美联储独立性等多重阻力。但不可否认的是，在地缘政治格局重构、产业发展高度不平衡的当下，全球汇率体系或进入干预更频繁、博弈更复杂的新阶段。
- **风险提示：美国货币财政政策、地缘政治风险**

**谢亚轩** S1090511030010
xieyx@cmschina.com.cn
**刘亚欣** S1090516100001
liuyaxin@cmschina.com.cn

仅供内部参考，请勿外传！



## 一、 本次美日联合干预的特征

2026 年 7 月 30 日至 31 日，在日元汇率一度逼近 1 美元兑 164 日元水平之际，美日官方罕见进行联合外汇干预，日本当局在纽约时段大规模抛售美元、买入日元；美国方面则根据美财政部指令、通过纽约联储进行市场操作协同支撑日元。本次操作是两国自 2011 年东日本大地震后时隔 15 年再度联手干预日元汇率，也是历史上第五次美日联合干预。

**结合美日官方表态看，本次干预行动是日本为应对日元持续贬值压力而采取的系列举措中的一环，美国的介入则是出于对美国国家安全、金融市场稳定、美元走势方面的考虑。**8 月 3 日，日本财务大臣片山皋月在声明中称，此次联合干预依据 2025 年 9 月发表的日美财长联合声明，旨在应对近期日元汇率剧烈波动与混乱走势。日本将继续与美国保持密切沟通，如有必要“将毫不犹豫进一步采取协调干预措施”。在此之前，日本财务省已多次自行干预汇市。而针对本次干预，美国总统特朗普指出，美政府购买日元干预汇市是日本因日元持续贬值向美国寻求帮助的结果，侧面证明本次干预系应日方请求、由日本率先提出。不过，美财长贝森特亦对本次干预做出多种表态，出发点均以美国为本位，例如提出经济安全就是国家安全，日美同盟以此为基础；日元持续疲软可能破坏亚洲市场稳定、引发其他货币竞争性贬值；将竭尽全力支持日本，前提是对美国经济和美国纳税人有好处等。

对比历史上的美日联合干预，本次美日联合干预主要呈现以下三点特征：

**第一，本次干预的背景是日本经济与对外经济金融关系中的结构性失衡。**不同于 1998 年亚洲金融危机和 2011 年东日本大地震后避险资金冲击所带来的短时冲击，本轮日元贬值源于结构性因素。本轮日元贬值周期始于 2021 年，中途短暂缓和后，于 2025 年 4 月再度加速，背后是日本经济滞胀格局、日美利差与套息交易、国内财政与货币政策互为掣肘等结构性因素的共同作用。有鉴于此，这也解释了为什么市场人士普遍认为本次干预虽然短期效力显著，但并不太可能达成一劳永逸的成果。

**第二，美国在干预方式上作出创新，引入了“汇率检查+卖欧元”的工具组合，目标是最大程度减小对美国金融市场和资产价格的影响。**此次干预中，日本延续了传统的“抛美元、买日元”模式，但美国采取了非常规路径：本次干预前，纽约联储连续两天进行“汇率检查”，向市场询价，释放出干预的预警信号，以最低成本实现预期管理。在实际行动时，美国动用财政部外汇稳定基金（ESF）中的欧元资产，通过“卖欧元、买日元”而非直接抛售美元现汇的方式进行干预，以尽量规避对美元资产的影响。

**第三，本次干预更具制度化特征。**根据日本官方声明，本次干预是在 2025 年 9 月《美日财长联合声明》的既定框架下实施的，彼时日美财政部长在声明中重申了“汇率的无序波动可能对经济和金融稳定产生不利影响”，或已为本次联合干预的落地做好机制铺垫。同时，美日官方均提到计划未来利用 FIMA 回购机制干预日元汇率，标志着美联储外国与国际货币当局回购便利（FIMA）工具或被正式纳入干预工具箱。依靠这一工具，外国货币当局持有者可将美债抵押给美联储以换取美元流动性而不必直接卖出国债，进而保护美债市场环境。此外，贝森特还公开喊话，呼吁美联储扩大 FIMA 额度，以支持其在未来外汇干预中的应用，意图为潜在的汇率干预作出更为完备的制度安排。

表 1：历史上五次美日联合汇率干预情况

| 干预事件 | 具体时间 | 干预方式、方向 | 核心背景 | 参与主体 |
|---|---|---|---|---|
| 广场协议多边联合干预 | 1985 年 9 月 22 日启动并持续数月 | 联合抛售美元，买入日元、德国马克等顺差国货币（推动美元有序贬值、日元升值） | 美元处于超级强势周期，美国出现巨额贸易逆差，制造业竞争力持续下滑 | 美、日、德、英、法五国（G5）财长与央行协同 |
| 日元升值阻击战 | 1995 年 7、8 月 | 联合抛售日元、买入美元（压制日元升值、推动美元回升） | 日元受避险资金推动升破 80 关口，重创日本出口产业；美日汽车贸易摩擦同步升级 | G7 协同（美日主导，德国、英国、瑞士等跟随） |
| 亚洲金融危机应急干预 | 1998 年 6 月 17 日 | 联合抛售美元、买入日元（托举日元、遏制贬值） | 亚洲金融危机全面蔓延，日元快速贬值至 146，存在触发亚洲第二轮货币危机的风险 | 美国财政部、日本财务省与日本央行双边协同 |
| 东日本大地震 G7 联合干预 | 2011 年 3 月 18 日 | G7 联合抛售日元、买入美元等货币（压制日元避险升值） | 东日本大地震后，市场预期日本企业与保险机构将大规模汇回海外资产，日元被动升值至 76 历史高位 | G7 成员国（美、日、欧元区、英、加等）央行与财政部门协同 |
| 本轮联合干预 | 2026 年 7 月 30-31 日 | 联合买入日元、抛售美元/欧元资产（托举日元、遏制贬值） | 日元贬值至 164 关口，创 40 年新低；输入性通胀压力加剧，日本财政与债市承压；日元无序贬值存在触发日本抛售美债的溢出风险 | 日本财务省/央行、美国财政部（动用外汇稳定基金 ESF） |

资料来源：招商证券整理

仅供内部参考，请勿外传！



## 二、 美国视角下的美日联合干预

**表面看，本次联合干预的诉求由日本提出，但美国历来在美日关系中处于强势地位，美国政府选择响应日方诉求，必然表明其同样符合美国当前阶段政策的内在逻辑。**“美国优先”是贯穿现任美国总统特朗普两届任期的施政总纲，其本质是将美国本土利益作为评判内政外交政策的核心标尺，以单边主义和现实主义为手段，目标是兑现其“让美国再次伟大”的政治承诺。因此，特朗普政府一直展现出鲜明的民粹主义与孤立主义倾向，主张减少对国际事务的投入，一切政策最终要服务于美国自身利益，而这种主张能在这一时代得以彰显，因其顺应了美国社会环境的快速变化，民众关注的议题愈加“务实”，对国内问题关注度上升。具体到汇率政策层面，特朗普也一直颇有“见地”，曾多次表态寻求弱美元，同时还希望维护美元的国际储备货币地位。这种汇率政策主张与“美国优先”取向高度一致，也与本次美日联合干预所能达成的效果总体契合。

**特朗普的“智囊”米兰将加征关税和汇率政策定位为让美国制造业再度繁荣的两个政策选项。**早在特朗普第二任期上任前夕，前白宫经济顾问委员会主席斯蒂芬·米兰发布重磅报告《重塑全球贸易体系用户指南》，该报告给特朗普的政策主张提供有力背书和理论支持。报告的核心观点指出，美国面临“特里芬难题”，由于美元的储备货币地位以及海外对储备资产的需求缺乏弹性，美元持续被高估，从而阻碍国际贸易的平衡发展，这是美国经济失衡的根源。在此背景下，米兰提出，加征关税和汇率政策是推动美国制造业再度繁荣的两个政策选项。

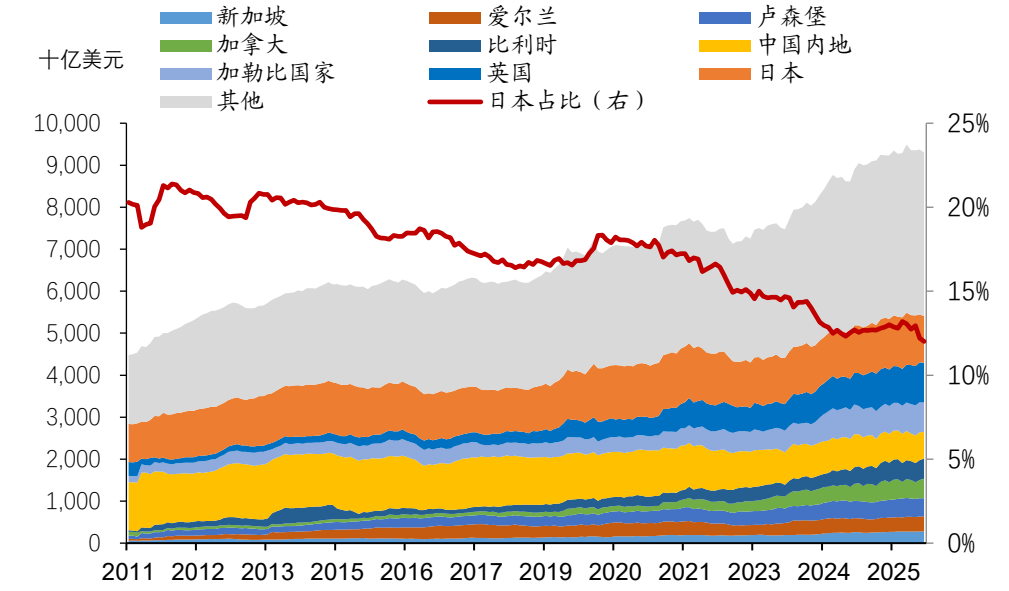
**本次干预可视为美国汇率政策工具落地的一次“最小阻力”尝试，或表明汇率工具被重新纳入美国战略政策工具箱。**以对等关税的广泛实施为例，米兰的政策建议已被证明具备从构想进入落地的现实基础。针对汇率政策，米兰曾提出，历史上多边汇率协议一直是改变美元价值的主要手段，如 1985 年的《广场协议》、1987 年的《卢浮宫协议》。但他也同意回到现实，当前很难期望欧洲或中国会主动让本国货币升值。事实上，自 1998 年亚洲金融危机以来，美国对汇率主要采取口头干预和规则约束的间接管理模式，依托美财政部的《主要贸易伙伴宏观经济与外汇政策报告》中对于“汇率操纵国”的评估框架来约束他国。种种情况表明，汇率政策的操作难度大、影响范围广。本次美日联合干预肇始于日元难以遏制的贬值压力，为美国尝试应用米兰曾设想的汇率工具提供了适当的机会，也可能成为潜在更广泛的汇率协调的参考范例。从本次干预的特征可见，美国政府确实在通过工具创新等方式来促使外汇干预符合美国的最大利益。

**从两个维度看，本次外汇干预仍是美国为自身目标服务的政策实践。**第一，美国出手的核心原因之一是防止日本为维稳汇率而被迫大举抛售美债。截至 2026 年 6 月，日本持有 1.1 万亿美元美国国债，是美国最大的海外债权人。在美国长端利率承压背景下，若日本为干预而抛售美债，势必进一步推升美债收益率、抬高美国政府融资成本、压缩美股和其他风险资产估值。美国下场干预有助于切断上述负向传导链条。第二，防止日元无序贬值引发金融市场风险和竞争性贬值、防止美元指数被过度推升，是维护美国关税政策效果不被汇率贬值抵消的必要举措。2025 年 4 月至本次联合干预前，日元累计贬值 8.2%，显著抵消美国加征关税的影响。当前美国商品期货交易委员会（CFTC）数据显示日元单边做空情绪已达到历史极值，而同地区、同为制造国的货币间存在一定相关性。2026 年美国贸易加权指数中，日本、欧元区、中国的贸易权重分别为 5.2%、21%、10.9%，若三主要货币兑美元均显著贬值，对美元有效汇率的推升作用将极为显著。

仅供内部参考，请勿外传！

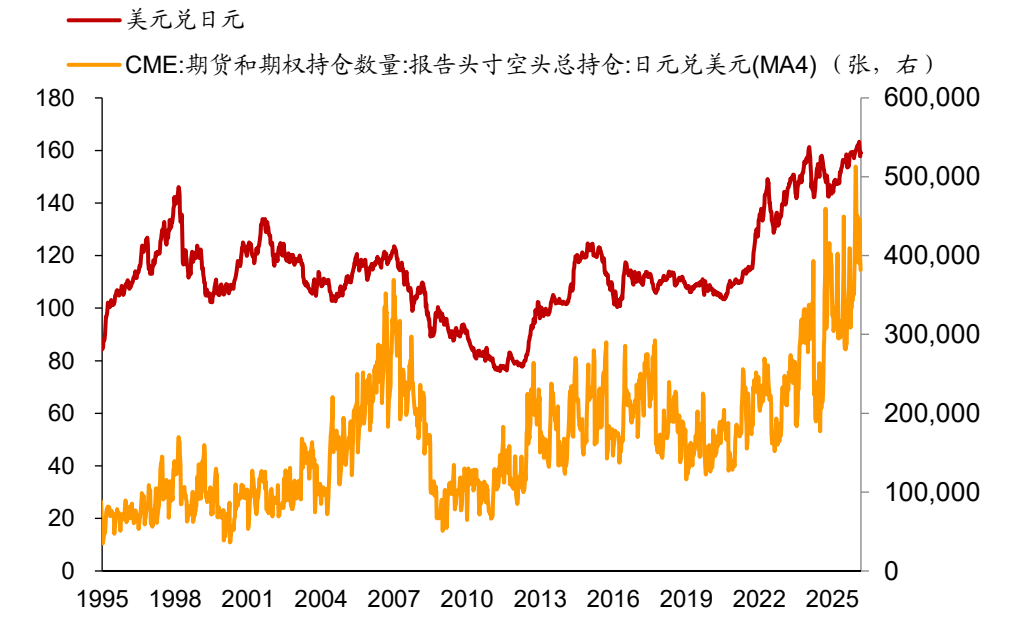


图 1：外国投资者持有美国国债金额（十亿美元）及日本持有占比（%）




数据来源：WIND，招商证券

图 2：日元期货期权空头头寸创历史新高




数据来源：WIND，招商证券

**继汇率干预后，美财政部宣布扩大国债回购规模，进一步凸显美债市场压力。**8 月以来，美国国债利率上行压力居高不下，8 月 17 日， 30 年期美债收益率一度冲高至 5.3% 附近，创 2007 年 4 月以来新高，10 年期同步上行，长债流动性急剧恶化。美东时间 8 月 19 日，美国财政部紧急宣布将长久期国债的回购操作单次规模由 20 亿美元提升至 40 亿美元，目的是为长久期国债提供流动性支持。在美债收益率冲高背景下，美国财政部的举措侧面表明其已无法容忍融资成本的继续上行。

**从特里芬难题看，美债市场困局是美元霸权动荡带来的结果。**米兰在报告中坦率指出了特朗普政策目标的内在矛盾和美国自身脆弱性：美国面临着“特里芬难题”，即美国作为储备资产供给国必须持续出现经常账户赤字和财政赤字，这是其“出口”美债作为储备资产的必然结果。储备货币国地位给美国带来三大影响，

仅供内部参考，请勿外传！



一是降低美国政府借贷成本，二是推高美元汇率，三是使美国能够借助金融力量推行其外交与安全政策，但赤字会逐渐导致公共债务和外债的不可持续积累，最终动摇其货币安全与储备货币地位。当前美国国债市场的危机似乎正是这种预言的现实兑现。美国积极参与日元汇率干预的本质目标在于维护美元霸权。但“特里芬难题”表明，减少贸易逆差与维护美元国际货币地位之间本就存在内在的矛盾。风起于青萍之末，自特朗普广泛征收对等关税、以此为武器对全球宣告“美国优先”主张开始，美元资产的政治风险就已逐渐显现，去美元化、储备资产多元化是国际金融市场持续热议的话题。2025 年 6 月，外国投资者持有美国国债占比达到 25.1%的近年高点，此后 2026 年 6 月已降至 23.7%，侧面反映美元霸权对于美债市场的牵制。

**外国与国际货币当局回购便利（FIMA）工具是为应对上述困境的一种实践，但实际效果存疑。**米兰提出，为避免美国利率上升等不良后果，发行并推动外国投资者持有世纪债券等更长期的国债有助于压低利率，而外国投资者承担的利率风险可以通过美联储以充足的工具在更高利率风险面前提供流动性来缓解。由此来看，贝森特当前呼吁加大 FIMA 的规模和应用这一举动同样有迹可循。但是，多重因素亦使类似政策的效果存疑，例如，当前大部分美元储备集中在中东和亚洲国家，且美国国债中相当大的一部分由私营部门投资者持有，并不具备获取相应流动性工具的条件。归根结底，当美国不能继续提供稳定、规则明确的法治环境，美元霸权赖以存续的信用基石就已开始松动，外国投资者的配置选择可能纳入包括地缘政治风险在内的多重考量，而不仅仅是利率风险本身。其结果必然是边际上减配美债。

图 3：FIMA（外国和国际货币当局回购便利）运行机制




数据来源：美联储，招商证券

仅供内部参考，请勿外传！



## 三、 美日联合干预的效果与展望

**在本轮由结构性因素推动的日元贬值中，联合干预主要扮演“减速带”而非“转向器”的角色。**7 月 31 日，美元兑日元汇率升至 157.5，较 7 月 29 日升值 3.8%,干预的短期威慑效果已兑现，但此后日元很快再度贬至 159 上方。干预效果的消退并不意外，历史经验充分表明，单次联合干预改变的是节奏和预期，但难以扭转由基本面因素决定的趋势。

**五个方面的约束使得干预难以轻易取信于金融市场：**第一，外汇市场颇具深度，干预对于日本外汇储备的消耗较大。第二，虽然 FIMA 工具可通过抵押美债获取美元，但这本质是借贷而非自有资金，且有期限、成本和规模约束。第三，美日汇率干预没有明确的目标与预期管理，达成深度汇率协调的条件也尚不成熟。第四，IMF 在《汇率安排与汇兑限制年报》中对于货币“自由浮动”的标准为 6 个月内干预不超过 3 次、日元若要保有自由浮动货币声誉，其干预次数受限。第五，日本滞胀格局、增长疲弱、日本政府财政扩张诉求、日元贬值加剧通胀压力等因素彼此制约，造成日本缺乏吸引资本流入和推动日元升值的根本动力。因此，暂时性干预过后，日元未来走势的关键仍在于日央行加息节奏是否加快、日本政府财政扩张能否保持克制、FIMA 扩容以及美日是否达成更多汇率协议、全球通胀压力是否缓释等经济和政策因素。

**中期维度看，鉴于美日联合干预符合美日双方的利益，美日再度合作仍然可期。**2025 年 9 月的财长联合声明已搭建初步框架，本次联合干预后，相关协调机制可能进一步制度化，如建立常规化沟通机制、商定触发标准等。并且，在美国政府推动下，FIMA 工具的常态化运用有望继续完善，降低联合干预的副作用，提升政策可持续性。

当前美日的汇率协调局限于双边，若按米兰的政策构想，欧元区和中国等参与的多边汇率协调是实现政策目标更为有效的方案。但目前来看，达成具备广度深度的汇率协调仍面临多重阻力：第一，欧洲对于本次美国“卖欧买日”的操作颇为不满，欧美央行间的合作关系与信任受到冲击。第二，对日本而言，此次干预是一把双刃剑，美方介入加剧质疑日本汇率自主权、货币政策独立性的外部压力，且可能给日本在未来的双边经贸谈判中带来劣势。第三，美财长贝森特公开呼吁美联储扩大 FIMA 工具，已经触及美联储独立性的边界，最终成果仍有待验证。综上，发达国家要形成持续性、框架性、目标明确的汇率协调，尚需更深层次、更广泛的跨国合作与利益交换。但不可否认的是，在地缘政治格局重构、产业发展高度不平衡的当下，全球汇率体系可能进入一个干预更加频繁、博弈更加复杂的新阶段。



仅供内部参考，请勿外传！



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中， A 股市场以沪深 300 指数为基准；中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超基准指数 20%以上
增持：预期公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。