

# 锚的松动

## 日本央行9月加息与全球利率及资本流动的重塑

王子秋

报告日期：2026年9月19日

数据截至：2026年9月18日

### 核心结论

- 一次“鸽派加息”**。9月18日，日本央行以7比2将政策利率上调25bp至1.25%，为1995年以来最高。两张反对票和植田克制的措辞使日元不升反跌，一度跌至1美元兑158日元区间，日经225上涨约1.5%。
- 深远意义不在25bp**。日本正从向全球输出廉价资金和长期储蓄的一方，转变为与海外争夺本国储蓄的市场；与此同时，美、欧、日三大央行同步处于加息周期。
- 套息交易：风险从急性踩踏转向慢性收缩**。美日政策利率差仍为2.625个百分点、2年期利差约2.9个百分点，套息仍有利可图；尾部风险的来源已转向官方干预，以及“美联储转向降息+日本央行继续加息”的双向挤压。
- 美债：日本“边际买家”在退潮**。对冲汇率后，日本投资者持有美债的收益已低于同期限日债（10年期约低0.6个百分点，30年期约低1.3个百分点）；不对冲则面临美日官方共同推动的日元升值风险。这为美国长端收益率提供了独立于美联储的上行压力。
- 日本内部的政策拉锯**。偿债成本测算假设的3%长期利率已被触及，政府债务约为GDP的248%；首相任命的委员投反对票与美方敦促加息之间的拉锯，使日本央行每次会议都可能成为全球风险事件。

## 一、决议概要

9月18日，日本央行结束为期两天的政策会议，将无担保隔夜拆借利率目标从1.00%上调至1.25%，为1995年以来最高水平。投票结果为7比2，投反对票的Toichiro Asada与Ayano Sato两位委员被视为再通胀派，均由首相高市早苗于今年任命。

表 1 决议要点

| 项目   | 内容                               |
|------|----------------------------------|
| 政策利率 | 1.00% → 1.25% (1995 年以来最高)       |
| 投票   | 7 比 2 (Asada、Sato 主张维持不变)        |
| 加息节奏 | 距上次加息 (2026 年 6 月) 仅三个月，此前间隔为六个月 |
| 周期位置 | 2024 年 3 月退出负利率以来的第六次加息          |
| 通胀背景 | 8 月核心 CPI 同比 1.7% (7 月为 1.8%)    |
| 下次会议 | 10 月 29-30 日 (发布展望报告)            |

资料来源：日本央行；CNBC；Japan Times；Trading Economics

植田总裁的表态相当克制。他表示，下一步行动取决于物价走势，不排除任何可能；大幅或连续加息需以通胀风险显著上升或明显超标为前提；目前基础通胀尚未超过 2%，央行希望先发制人，将其控制住。他同时提示，需关注中东局势、AI 相关需求和汇率波动对经济与物价的影响。

在核心通胀反而放缓的背景下加息，说明这次行动更多着眼于稳定汇率、防范输入型通胀。路透调查的经济学家预计，政策利率将在 2027 年 3 月底升至 1.5%，2027 年二季度升至 1.75%。

## 二、市场反应：“鸽派加息”

这次加息被充分定价——彭博调查的 52 位经济学家全部预期加息，货币市场也已完全计入——因此市场交易的是“节奏”而非“方向”。两张反对票降低了后续加息加速的预期，市场走出了与常识相反的行情：

表 2 9月18日主要资产反应

| 资产         | 反应                               | 解读               |
|------------|----------------------------------|------------------|
| 美元兑日元      | 一度升至 158 区间 (日元约两周来最弱)           | 反对票降低加息节奏预期      |
| 美元兑日元 (当晚) | 日本当局“询价”后，日元短时升值逾 1 日元，回到 156 区间 | 官方干预意愿的信号        |
| 2 年期日债     | 回落至约 1.82%                       | 近端加息预期降温         |
| 10 年期日债    | 2.99% (小幅下行)                     | 跟随全球收益率回落        |
| 日经 225     | +1.4%-1.5%，约 6.5 万点              | 弱日元提振出口与 AI 半导体股 |
| 比特币        | 约 8.1 万美元，24 小时+5.8%             | 风险资产未见套息平仓信号     |

资料来源：Bloomberg；CNBC；Nikkei Asia；Trading Economics；BigGo Finance；CryptoTicker

### 三、背景：全球同步紧缩与长端重定价

表 3 本周全球主要央行决策

| 央行   | 日期       | 决定                      | 政策利率        |
|------|----------|-------------------------|-------------|
| 欧洲央行 | 9 月 10 日 | 加息 25bp（伊朗战争以来第二次）      | 存款利率 2.50%  |
| 美联储  | 9 月 16 日 | 加息 25bp（2023 年 7 月以来首次） | 3.75%-4.00% |
| 英国央行 | 9 月 17 日 | 维持不变（6 比 3，3 票主张加息）     | 3.75%       |
| 日本央行 | 9 月 18 日 | 加息 25bp（7 比 2）          | 1.25%       |

资料来源：各央行公告；Bloomberg；CNBC

共同的驱动因素是中东冲突带来的能源冲击：9 月 18 日 WTI 原油仍在每桶 101 美元左右。全球长端收益率随之重定价，多个市场创下数十年高点：

表 4 主要国债长端收益率的阶段高点

| 市场       | 水平                     | 意义              |
|----------|------------------------|-----------------|
| 德国 10 年期 | 约 3.38%（9 月 2 日）       | 2011 年以来最高      |
| 英国 10 年期 | 5.25%（9 月初）            | 2008 年以来最高      |
| 英国 30 年期 | 5.89%（9 月 1 日）         | 1998 年 5 月以来最高  |
| 日本 10 年期 | 3.00%-3.02%（9 月 1-2 日） | 1996 年以来首次突破 3% |
| 日本 30 年期 | 4.19%（9 月 1 日）         | 1999 年该品种推出以来最高 |
| 美国 10 年期 | 5.01%（9 月 18 日）        | 接近 2007 年以来高位   |

资料来源：CNBC；Bloomberg；Wolf Street；美国财政部

三十年来，日债一直处在全球利率体系的最底层，是全球固定收益的“锚”。当这个锚开始移动，全球长久期资产都需要重新定价——这是理解本次日本央行加息深远影响的起点。

### 四、影响一：套息交易——从急性踩踏到慢性收缩

#### 4.1 规模与前车之鉴

据大西洋理事会援引的国际清算银行（BIS）估算，日元套息交易的规模，仅直接跨境银行借贷就约 2,610 亿美元，计入表外衍生品和远期后约 1 万亿美元。2024 年 8 月，日本央行加息叠加美国就业数据疲弱，曾引发日经 225 单日暴跌逾 12%、标普 500 下跌约 3%。

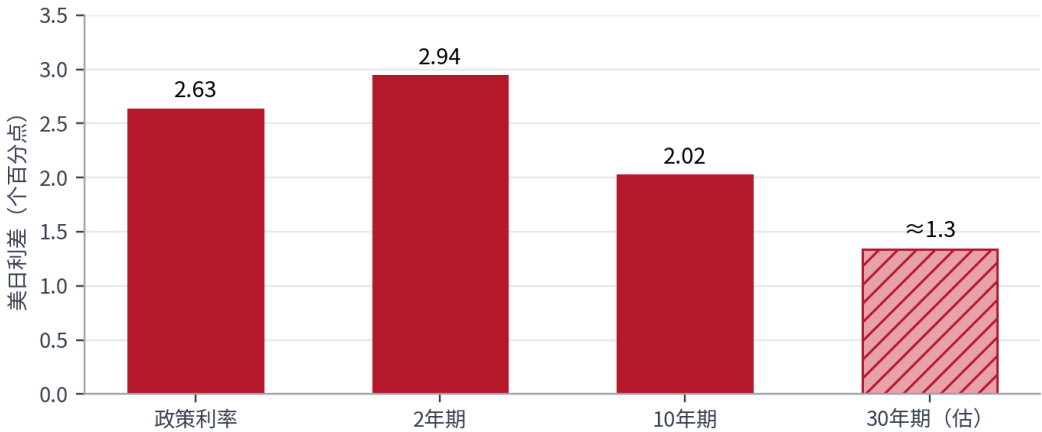
#### 4.2 这次为何没有重演

- **定价充分、落地偏鸽**：加息已被完全计入，两张反对票降低了后续节奏预期。
- **部分平仓已提前完成**：9 月 3 日，植田和审议委员高田的鹰派言论引发一轮套息平仓，日元单日升值逾 2%，一度触及 155.28。
- **资金不必离开日本**：日债收益率处于数十年高位，资金在本国即可获得回报，平仓过程可能更平稳。

4.3 套息仍有利可图，但结构在变

美联储和日本央行同周各加息 25bp 后，美日政策利率差仍为 2.625 个百分点（3.875% - 1.25%）；2 年期美债收益率 4.76%，对比约 1.82% 的 2 年期日债，利差约 2.9 个百分点。但长端利差明显收窄——10 年期约 2.0 个百分点，30 年期约 1.3 个百分点（估算）。这种“短端宽、长端窄”的结构意味着：做空日元的息差收入仍在，但日本长期资金投向海外的吸引力在下降。

图 1 美日利差：短端仍宽，长端收窄



资料来源：美国财政部；Trading Economics；作者计算（30 年期日债收益率按约 4%估算）

4.4 尾部风险的来源变了：官方干预

表 5 日元与干预时间线

| 时间          | 事件                                     |
|-------------|----------------------------------------|
| 7月下旬        | 日元跌至 1 美元兑 163.73 日元，约 40 年来最弱         |
| 7月31日       | 美日联合干预：美国动用欧元储备买入日元，为 1998 年以来首次出手支撑日元 |
| 7月30日–8月26日 | 日本干预总额 15.4 万亿日元（约 982 亿美元），创月度纪录      |
| 9月3日        | 套息平仓潮，日元单日升值逾 2%，触及 155.28             |
| 9月18日       | 加息后日元跌至 158 区间；当晚日本当局“询价”，日元反弹逾 1 日元   |

资料来源：Yahoo Finance/Euronews；美国外交关系委员会（CFR）；日本财务省数据（经 BigGo Finance）；CNBC

美国财政部的直接参与，相当于在 158-160 一带为日元设了一道“官方底线”。做空日元的风险收益因此变得不对称：息差收益有限，而干预带来的跳跃风险很大。

4.5 最需警惕的组合

真正可能触发无序平仓的，是美国增长失速迫使美联储转向降息、而日本央行继续加息的组合——利差从两端同时收窄，这正是 2024 年 8 月的配方。目前美联储仍处于加息周期，这一组合暂不成立，但它是套息交易最大的尾部风险。

## 五、影响二：美债与全球期限溢价

### 5.1 日本是美债最大的海外持有者

截至 2025 年 12 月，日本持有约 1.2 万亿美元美国国债，约占外国持有量的 12.8%，是最大的海外持有者。决定日本机构是否继续增持美债的，是对冲汇率后的相对收益。

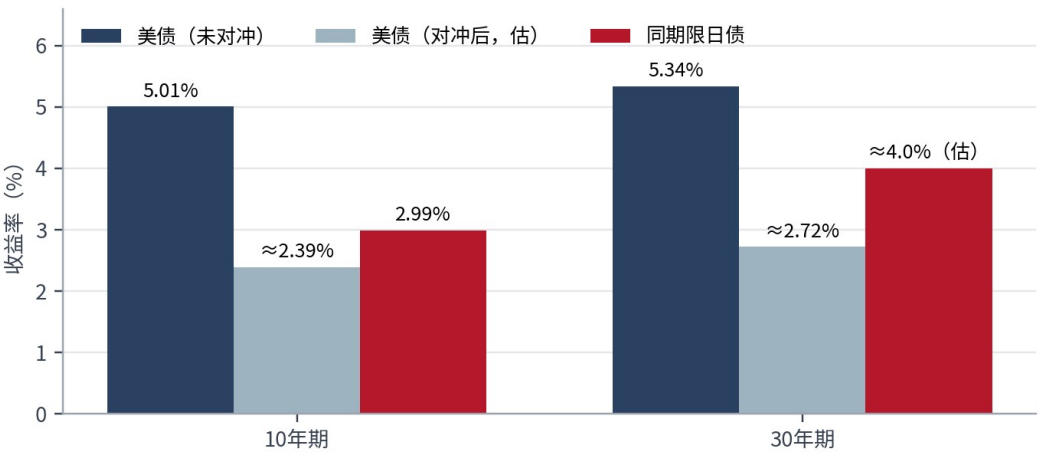
### 5.2 对冲后，美债已不如日债

表 6 对冲后收益比较 (2026 年 9 月 18 日)

| 期限    | 美债收益率 | 对冲后 (估) | 同期限日债     | 日债相对优势     |
|-------|-------|---------|-----------|------------|
| 10 年期 | 5.01% | ≈2.39%  | 2.99%     | ≈+0.6 个百分点 |
| 30 年期 | 5.34% | ≈2.72%  | ≈4.0% (估) | ≈+1.3 个百分点 |

注：对冲成本按美日政策利率差 2.625 个百分点粗估，未计交叉货币基差及期限差异；30 年期日债按约 4%保守估算（9 月 1 日纪录为 4.19%）。资料来源：美国财政部；Trading Economics；作者计算

图 2 美债（未对冲/对冲后）与同期限日债收益率



资料来源：美国财政部；Trading Economics；作者计算

不对冲同样不划算。10 年期美债较日债多出约 2 个百分点，但日元从 7 月下旬的 163.73 升至目前的 157 左右，按日元计约 4.1%的汇兑损失，已吃掉约两年的利差收益。而美日两国政府都在明确推动日元走强，汇率风险明显偏向不利方向。

### 5.3 已经出现的迹象

- **寿险资金回流：**BIS 在 2026 年 3 月的报告中指出，日本寿险公司的汇率对冲比例上升，但海外资产的绝对规模已开始下降。
- **海外持仓回落：**7 月海外投资者持有的美国国债降至 9.25 万亿美元，为九个月来最低。
- **官方避免抛售美债：**日本财务省表示今后将使用美联储的 FIMA 回购工具，以所持美债换取短期美元，而不必在干预时直接抛售。
- **政策层面的担忧：**分析人士认为，美日联合干预体现了两国防止日元和日债抛售前溢、进一步推高美债收益率的决心。

5.4 对美国收益率曲线的含义

美国曲线正在出现“分层定价”：短端由美联储主导——加息周 2s10s 从 33bp 收窄至 25bp，呈典型熊平；长端则多了一股独立于美联储的上行力量。有策略师将日本 10 年期收益率突破 3% 视为一次体制性转变：日债曾是全球固定收益的锚，如今方向已经反转。即便美联储停止加息，美国 30 年期收益率也未必随之明显回落。

六、影响三：资产价格与亚洲汇率

- **长久期资产估值天花板降低**：10 年期美债站在 5% 附近，成长股和 AI 相关资产的折现率上限随之抬高。
- **日本股市对日元高度敏感**：日经 225 站上 6.5 万点，很大程度受益于弱日元和 AI 半导体行情；一旦干预或加息加速推动日元走强，出口股首当其冲。
- **亚洲汇率以日元为锚**：美国财长贝森特曾警告，日元进一步走弱可能拖累其他亚洲货币、引发竞争性贬值；韩国也曾入市买入韩元。日元企稳对亚洲汇率整体偏正面。
- **黄金地位上升**：9 月 18 日现货黄金反弹至约 4,350 美元。在主权债避险属性受财政与通胀风险削弱的背景下，黄金作为对冲资产的地位在上升。

七、影响四：日本财政可持续性政策拉锯

日本财务省在测算 2026 财年偿债成本时假设长期利率为 3%，而 10 年期日债已经触及这一水平；政府债务约为 GDP 的 248%，高市政府还在推进大规模支出和减税计划。

货币政策则夹在两股力量之间：一边是首相任命的委员投票反对加息，另一边是美国财长贝森特在 G20 会议上敦促植田采取果断的市场与货币措施。这种拉锯本身就是日元和日债波动率的来源，也意味着日本央行的每一次会议都可能成为全球性的风险事件。

八、情景分析

表 7 三种情景

| 情景        | 触发条件                                               | 市场含义                                 |
|-----------|----------------------------------------------------|--------------------------------------|
| 基准：有序重定价  | 日本央行约每季度加息一次（2027 年中至约 1.75%）；美联储年内再加息一次           | 全球期限溢价温和抬升；日元在官方防守下宽幅震荡；长久期资产估值承压    |
| 风险：日本加速紧缩 | 日元再度急贬或通胀超预期，迫使日本央行连续加息（野村曾提出 9-12 月连续三次会议加息的极端情形） | 日元快速升值，套息平仓加速；日股出口板块承压；日资回流加快，美国长端承压 |
| 尾部：利差双向挤压 | 美国增长失速，美联储转向降息，同时日本央行继续加息                          | 2024 年 8 月式的套息踩踏；风险资产急跌；日元大幅升值；波动率飙升 |

## 九、关注清单

表 8 关键日程

| 日期           | 事件             | 关注点                   |
|--------------|----------------|-----------------------|
| 10 月 16 日    | 美国 TIC 数据（8 月） | 日本持有美债规模的变化           |
| 10 月 27-28 日 | FOMC           | 市场计入约 55%的加息概率；美日利差变化 |
| 10 月 29-30 日 | 日本央行（展望报告）     | 加息节奏指引；通胀预测是否上调       |
| 11 月 5 日     | 英国央行           | 已有三名委员主张加息            |
| 12 月 8-9 日   | FOMC（含点阵图）     | 12 月 9 日前加息概率约 90%    |

### 价格信号

- **美元兑日元 158-160：**官方干预区间。
- **30 年期日债能否站稳 4%上方：**衡量日本长期资金回流的强度。
- **美国 30 年期收益率 5.3%附近的拍卖需求：**间接投标人比例是海外需求的代理指标。

### 资料来源

1. CNBC：日本央行加息及市场反应报道（2026 年 9 月 18 日）；美日联合干预报道（2026 年 8 月 3-4 日）；全球债市报道（2026 年 9 月 2-3 日）。
2. Bloomberg：日本央行分歧投票与日元报道（2026 年 9 月 18 日）；套息平仓报道（2026 年 9 月 4 日）；海外持有美债数据报道（2026 年 9 月 16 日）。
3. Reuters（经 Investing.com 转载）：植田新闻发布会发言摘录（2026 年 9 月 18 日）；路透经济学家调查。
4. Japan Times；Nikkei Asia；News On Japan；Babypips：日本央行决议与市场反应（2026 年 9 月 18 日）。
5. Trading Economics：日本 10 年期国债收益率与日元评论（2026 年 9 月）。
6. 美国外交关系委员会（CFR），Brad Setser：美国为何干预支撑日元（2026 年 8 月 4 日）。
7. Al Jazeera；Axios：美日联合干预（2026 年 8 月 3 日）。
8. BigGo Finance：日本当局“询价”及干预规模（2026 年 9 月 19 日）。
9. Wolf Street；Seeking Alpha：日债收益率与日本财政（2026 年 9 月 2-3 日）。
10. The Market Cap（Substack）：BIS 关于日元套息规模及寿险资金回流的数据（2026 年 8 月）。
11. 美国国会研究服务处（CRS）：外国持有联邦债务（2026 年）；美国财政部 TIC 数据。
12. 欧洲央行、英国央行政策公告及相关报道（2026 年 9 月 10 日、17 日）。
13. 美国财政部：Daily Treasury Par Yield Curve Rates（2026 年 9 月 18 日）。

#### 免责声明

本报告基于公开数据与作者计算，仅供研究与讨论之用，不构成任何投资建议。文中对冲收益等数据为基于公开数据的粗略估算；市场数据可能存在修订，历史表现不代表未来结果。