

宏观利率专题 · 2026 年 9 月 19 日

# 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

数据截至 2026 年 9 月 18 日



## 1.25%

日本央行政策利率，1995 年以来最高

## 四个核心结论



### 一次“鸽派加息”

7 比 2 加息 25bp 至 1.25%，日元却一度跌至 158 区间，日经 225 上涨约 1.5%



### 套息：慢性收缩，而非急性踩踏

政策利差仍有 2.6 个百分点；尾部风险来自官方干预与美联储可能的转向



### 美债的边际买家在退潮

对冲后美债收益已低于日债，美国长端多了一股独立于美联储的上行压力



### 日本的政策拉锯

偿债成本假设的 3% 已被触及，债务约为 GDP 的 248%，内部反对与美方施压并存



# 9月18日：日本央行做了什么

政策利率

## 1.25%

+25bp • 1995 年以来最高

- 投票结果：7 比 2
- 距 6 月加息仅三个月，此前间隔六个月
- 2024 年 3 月退出负利率以来第六次加息

## 植田总裁的表态



### 取决于数据

下一步取决于物价走势，不排除任何可能；大幅或连续加息需以通胀风险显著上升为前提



### 先发制人

基础通胀尚未超过 2%，希望在其超标之前采取行动



### 两张反对票

再通胀派委员 Asada、Sato（均由首相高市早苗任命）主张维持不变

8 月核心 CPI 1.7%（7 月 1.8%） • 路透调查：2027 年 3 月底 1.5%，二季度 1.75% • 下次会议 10 月 29–30 日



## “鸽派加息”：市场走出反常识行情

美元兑日元

**158 → 156**

日元一度创约两周新低，  
当晚“询价”后反弹逾 1  
日元

2 年期日债

**1.82%**

加息节奏预期降温，近端  
收益率回落

10 年期日债

**2.99%**

随全球收益率小幅回落

日经 225

**+1.5%**

约 6.5 万点，弱日元与 AI  
半导体股提振

原因：加息已被完全定价（彭博调查的 52 位经济学家全部预期加息），两张反对票降低了后续加息节奏预期。比特币上涨 5.8%，未见套息平仓信号。



# 全球央行同步紧缩

欧洲央行

9月10日

**+25bp**

存款利率 2.50%

美联储

9月16日

**+25bp**

3.75%–4.00%

英国央行

9月17日

维持（6比3）

3.75%

日本央行

9月18日

**+25bp（7比2）**

1.25%

## 长端收益率创数十年新高

共同驱动：能源冲击，WTI 约 101 美元

德国 10 年期

**3.38%**

2011 年以来最高

英国 30 年期

**5.89%**

1998 年以来最高

日本 10 年期

**3.02%**

1996 年来首破 3%

日本 30 年期

**4.19%**

历史最高

美国 10 年期

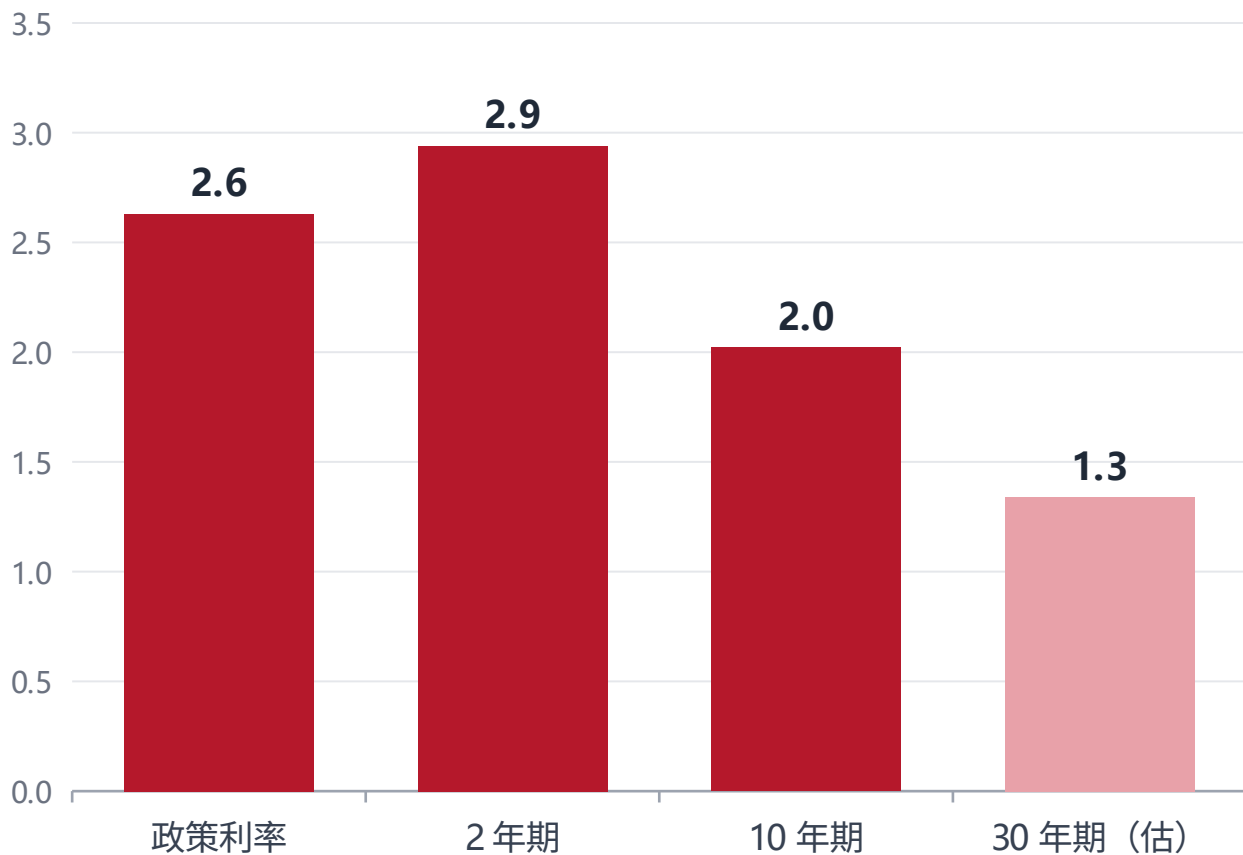
**5.01%**

接近 2007 年以来高位



# 套息交易：慢性收缩，而非急性踩踏

美日利差（个百分点）



## 为何没有重演 2024 年 8 月



### 定价充分、落地偏鸽

两张反对票降低了加息节奏预期



### 部分平仓已提前完成

9 月 3 日日元单日升值逾 2%，触及 155.28



### 资金不必离开日本

日债收益率处于数十年高位

套息规模：直接跨境银行借贷约 2,610 亿美元，含衍生品约 1 万亿美元（BIS）



# 尾部风险的来源：官方干预



## 官方底线

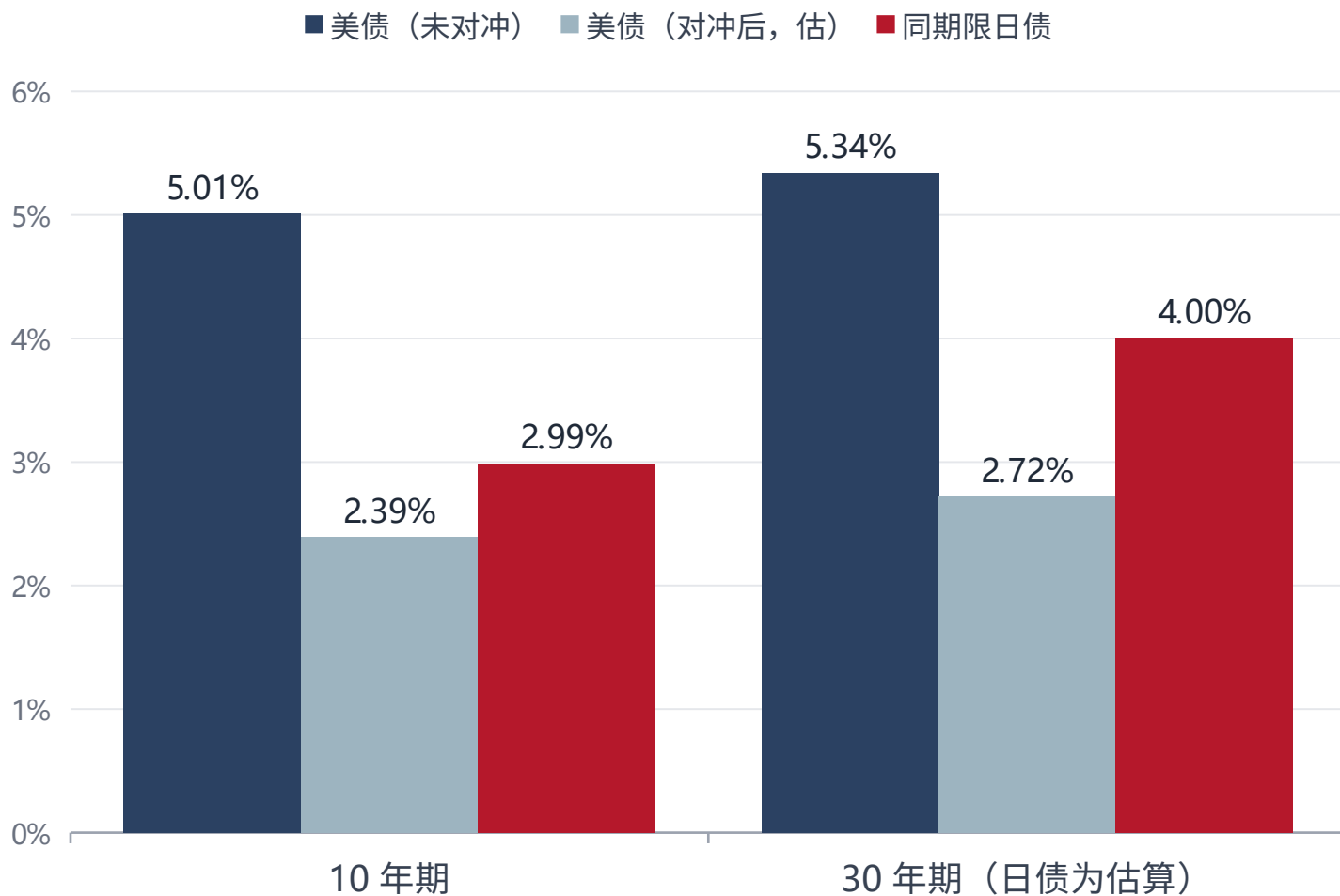
158–160 一带的干预风险使做空日元的风险收益不对称：息差有限，跳跃风险很大

## 最需警惕的组合

美国增长失速迫使美联储降息，同时日本央行继续加息——2024 年 8 月式挤压



## 对冲后，美债已不如日债



# \$1.2 万亿

日本持有的美国国债，海外最大持有者  
(占 12.8%)

# -4.1%

美元兑日元从 163.73 跌至约 157，按日元计的汇兑损失约等于两年的 10 年期利差



# 边际买家退潮的迹象



## 寿险资金

对冲比例上升，海外资产规模开始下降（BIS，2026 年 3 月）



## 海外持仓

7 月海外持有美债降至 9.25 万亿美元，九个月新低



## FIMA 回购

日本财务省将以美债抵押换取美元，而非直接抛售



## 联合干预

部分意在防止日元与日债抛售前溢至美债

## 对美国收益率曲线的含义

### 短端

由美联储主导：加息周 2s10s 从 33bp 收窄至 25bp

### 长端

日债之锚方向反转，多了一股独立于美联储的上行力量



## 外溢效应：股市、亚洲汇率与黄金



### 长久期资产

10 年期美债站在 5% 附近，抬高成长股与 AI 资产的折现率上限



### 日本股市

日经约 6.5 万点受益于弱日元；日元一旦走强，出口股首当其冲



### 亚洲汇率

日元走弱可能引发竞争性贬值；韩国已入市买入韩元



### 黄金

约 4,350 美元：主权债避险属性削弱，黄金对冲地位上升



# 日本的财政账本与政策拉锯

**3%**

2026 财年偿债成本假设的长期利率，已被触及

**248%**

政府债务占 GDP 比例

**4.19%**

30 年期日债收益率纪录（9 月 1 日）



## 国内的拉力

首相高市早苗任命的两位委员  
投票反对加息



## 外部的推力

美国财长贝森特在 G20 敦促  
采取果断措施



**日本央行的每次会议，都可能成为全球性风险事件**



# 三种情景

## 基准情景

### 有序重定价

#### 触发条件

日本央行约每季度加息一次（2027年中约 1.75%）；美联储年内再加息一次

#### 市场含义

期限溢价温和抬升；日元在官方防守下宽幅震荡；长久期资产估值受压制

## 风险情景

### 日本加速紧缩

#### 触发条件

日元再度急贬或通胀超预期，迫使连续加息（野村极端情形：连续三次会议加息）

#### 市场含义

日元快速升值，套息平仓加速；出口股与美国长端承压

## 尾部情景

### 利差双向挤压

#### 触发条件

美国增长失速，美联储转向降息，同时日本央行继续加息

#### 市场含义

2024 年 8 月式踩踏；风险资产急跌；日元大涨；波动率飙升



# 关注清单

## 关键日程

10 月 16 日

美国 TIC 数据（8 月）：日本持仓变化

10 月 27–28 日

FOMC：市场计入约 55% 加息概率

10 月 29–30 日

日本央行展望报告：加息节奏

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%**

衡量日本资金回流的强度



**美国 30 年期拍卖（约 5.3%）**

间接投标比例是海外需求的代理指标

# 资料来源与免责声明

- 日本央行、美联储、欧洲央行、英国央行政策公告（2026 年 9 月）
- Bloomberg ; CNBC ; Reuters ; Nikkei Asia ; Japan Times ; Trading Economics （2026 年 8–9 月）
- 美国外交关系委员会；大西洋理事会；BIS 数据（经 The Market Cap ）；美国国会研究服务处
- 美国财政部收益率曲线与 TIC 数据；日本财务省干预数据

本材料仅供研究与讨论，不构成投资建议。对冲收益等数据为粗略估算；市场数据可能修订。

姊妹材料：《已被定价的加息》——美联储 9 月加息与美债市场