



美日联合干预汇率，成效几何？

国际合作部|孙璐

2026年8月6日

摘要：

2026年7月31日（美国东部时间），日本财务省与美国财政部联合实施外汇市场干预，通过买入日元、支撑汇率的协同行动，应对日元持续贬值的压力。美日两国财政部长于8月3日同步官方证实了此次行动。这是两国自2011年东日本大地震以来时隔15年的首次联合干预，也是自1998年亚洲金融危机以来时隔28年首次以“买入日元”方向实施的协调行动。本轮干预的直接背景是日元汇率在7月下旬一度逼近1美元兑164日元，刷新1986年以来近40年最低纪录。本文认为，此次联合干预既是日本在“紧货币”与“宽财政”夹缝中寻求喘息的政策突围，更是美国为防止日本大规模抛售美债的主动防御。干预虽在短期内拉升日元，但联合干预的可持续性面临现实制约，双方干预能力均非无限，加之主权信用和财政可持续性的结构性矛盾并未化解，美元日元套息交易的底层驱动逻辑并未改变，汇市波动不过是深层约束的外在投射，趋势性逆转仍需财政纪律的重建与利差的实质性收窄。

关键词：汇率干预；美债；日元

正文：

一、联合干预的动因

1. 日本的困境——贬值压力与政策冲突

2026年以来，日元持续走弱，7月23日一度达163.86日元兑1美元，创39年以来最低。日元贬值推高进口价格，加剧输入性通胀，加重民生负担，也拖累了首相高市早苗的公众支持率。在此背景下，稳定汇率成为日本当局的现实选择。

然而，日本的困境远不止“货币太弱”。一方面，政策利率已升至1%，为1995年以来最高水平，加息对日元的提振有限，却推高了国债收益率，增加了财政利息支出。另一方面，高市早苗政府推行扩张性财政政策，大规模的融资需求进一步推高国债收益率，加剧市场对日本财政可持续性的担忧，反向施压日元。“紧货币”与“宽财政”

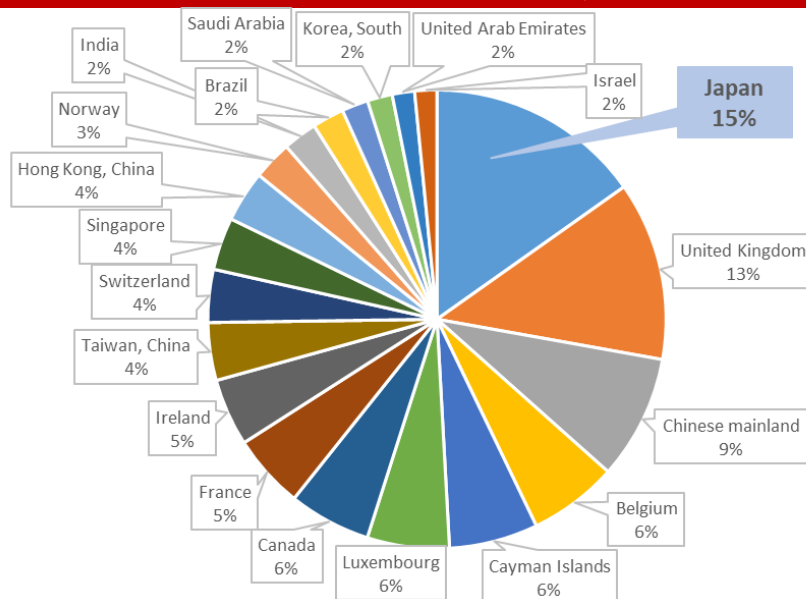
使日本陷入结构性困境，单靠利率已无法有效锚定汇率，外汇干预成为其现实选择。

2. 美国的考量——“稳日元”实为“护美债”

美国此次罕见出手，深层动机非“支援盟友”的表层叙事。其逻辑链条为：日元无序贬值→日本被迫单边大规模干预→抛售美债→美债收益率飙升→美国财政压力加剧→主权信用承压。

日本是美国国债最大的海外持有国，截至 2026 年 5 月持有约 1.143 万亿美元美债。若日本为干预汇率而大量抛售美债，将直接推高美国长期利率，加剧联邦政府的财政压力。此外，日元持续贬值可能触发大规模套息交易平仓，引发全球金融市场动荡。美国的逻辑因此清晰，主动介入汇市稳定日元，从而减少日本抛售美债的必要性。此外，美国参与干预也有贸易层面的考量。日元贬值使日本商品在美国市场的价格优势持续扩大，在一定程度上对冲了特朗普政府加征关税的效果。联合干预推动日元升值，可同步缓解美日贸易失衡压力。美国财长贝森特亦明确表示，推动日元回归合理区间符合美国缩小贸易逆差的政策诉求。

图 1 美国国债海外持有人结构（截至 2026 年 5 月，单位%）



数据来源：美国财政部，大公国际整理

3. 操作窗口的选择

此次干预在时点选择上颇具策略性：干预发生在美联储 7 月议息会议（7 月 29 日）之后、日本央行货币政策会议（7 月 31 日）之前，意图以最小代价放大汇率拉升效果。恰逢美国 6 月 PCE 环比下降 0.1%（2020 年以来首次），美元本身处于弱势，为干预提

供了有利环境。美国财政部此前已在半年度外汇报告中认定日元“被严重低估”，也为干预提供了政策依据。

二、联合干预的实施与即时效果

1. 联合干预的规模和策略分析

此次干预规模堪称历史之最。7月30日，日本入市后日元一度大涨3.3%，市场估算当日干预规模约8.45万亿日元（约528亿美元），极可能是日本史上单日最大规模干预。加上4月至5月的11.73万亿日元，日本2026年累计干预已达约18万亿日元（约1120亿美元），超越2024年创下的年度历史纪录。

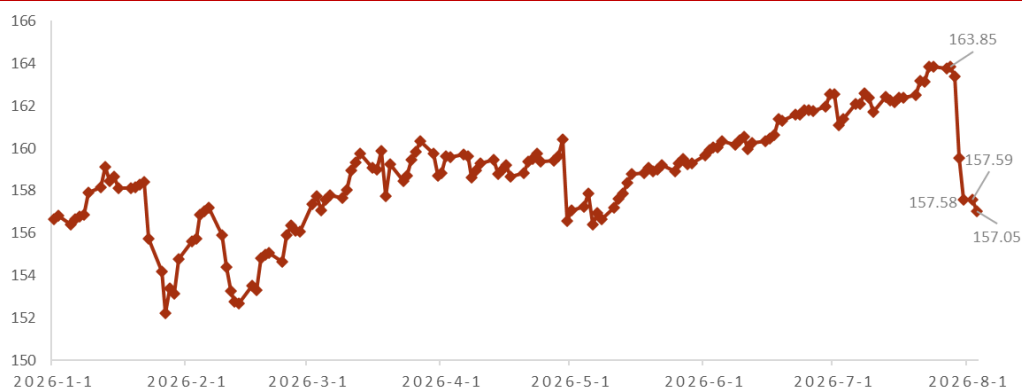
在操作策略上，美日路径迥异。日本沿用传统方式——直接抛售美元、买入日元。美国则更为精细，财政部指示纽约联储通过高盛与摩根士丹利等交易对手“卖出欧元、买入日元”，同时启用FIMA（外国和国际货币当局回购便利工具）回购工具提供流动性支持。

美国选择欧元通道而非直接抛售美元，并非技术使然，而是多重约束下的策略性选择。其一，维护“强势美元”政策立场——直接抛售美元将与美政府长期立场公开冲突。其二，规避G20“避免竞争性贬值”共识——以欧元为中介，实质上支撑日元，形式上避免“操纵汇率”指控。其三，利用外汇稳定基金既有资产结构——截至6月末该基金持有约130亿欧元资产，可直接动用。纽约梅隆银行高级策略师杰弗里·余指出，这一安排使美国“既达到了联合干预的战略目的，又在形式上避免了直接抛售美元所带来的政策冲突”。

2. 联合干预的即时效果与副作用

从直接效果看，联合干预短期显著提振了日元。7月30日，受日本单边干预影响，日元上涨2.36%至159.54，7月31日，日本央行维持利率不变后，美元兑日元一度重返160上方，但伴随美日两国联合干预，美元兑日元汇率收盘于157.58。两国官方同步确认行动并表态“将毫不犹豫进一步干预”，对市场空头构成明确震慑，截至8月3日，日元在几个交易日内从163区间升值至157区间，一周内急升逾6日元。

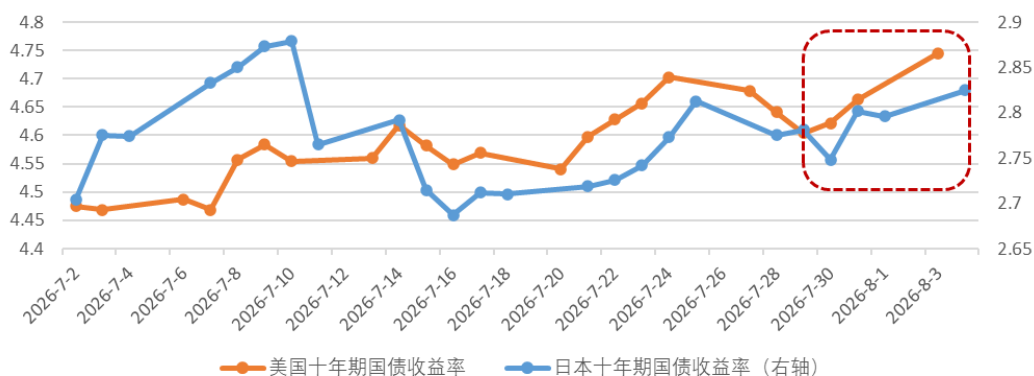
图2 美元兑日元汇率



数据来源：英为财经，大公国际整理

然而，联合干预的副作用在国债市场发酵。7月31日，干预消息传出后，市场预期日本需抛售美债筹措干预资金，10年期美债收益率收盘价上升近8.2个基点至4.745%。8月3日，日本官方证实干预消息，10年期日债收益率上升2.9个基点至2.825%。美国干预的初衷是防止日本抛售美债，但干预行为本身却引发了市场对美债被抛售的预期，反而推高了收益率。美日双方计划启用FIMA回购工具来缓解这一矛盾，用“抵押借款”替代“出售变现”¹，使日本得以在不触动美债市场的前提下获得干预所需的美元流动性。不过，600亿美元额度与日本单日528亿美元的干预规模相比仍显有限。美国财长贝森特已公开呼吁“未来几个月内扩大FIMA回购机制的规模”，但FIMA额度或运行规则的调整决定均需获得美联储联邦公开市场委员会（FOMC）批准，存在制度性制约。更深层地，无论日元暴跌触发日本抛售美债，还是日元急升诱发套息交易平仓，美债长端均面临被动卖出压力。

图3 十年期国债收益率（%）



数据来源：英为财经，大公国际整理

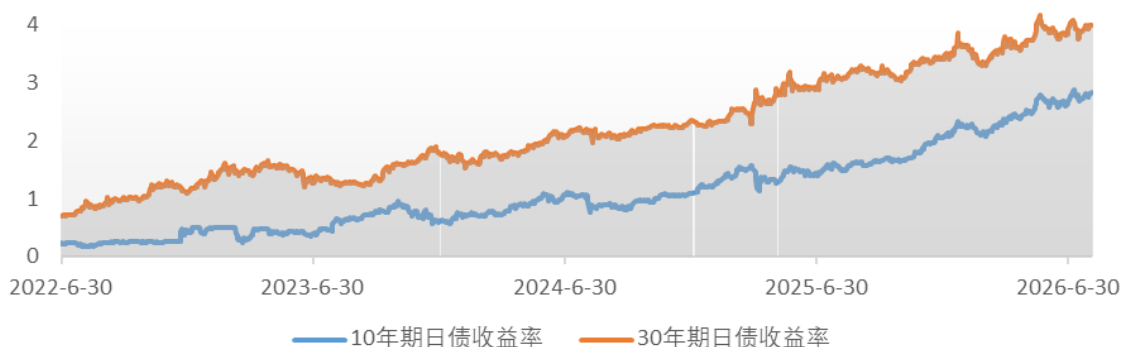
¹美联储外国与国际货币当局回购工具（FIMA 回购工具）允许符合资质的境外央行与货币当局，通过临时质押美国国债获取短期美元资金。

三、主权信用与国债市场的结构性约束

前文提到，干预的初衷是防止日本抛售美债，但干预行为本身却引发了市场对美债被抛售的预期，反而推高了收益率。该现象的出现并非偶然——它根植于美日两国更深层的结构性矛盾，即主权信用状况与国债市场的脆弱性。当市场对一个国家的财政可持续性产生质疑时，收益率上行与主权信用恶化互为因果、自我强化，任何外部干预都难以在不触及这些结构性因素的前提下持久生效。

日本方面，10年期国债收益率已从2022年初的约0.2%升至2026年8月初的2.8%以上；30年期升破4%。财政扩张、通胀黏性与央行缩减购债共同推高了期限溢价。2026财年预算达122.3万亿日元，370万亿日元的长期投资计划却始终未明确资金来源。日本政府总债务占GDP比重高达234.9%，收益率上升意味着利息支出激增，直接冲击财政可持续性。

图4 十年期和三十年期日本国债收益率（%）



数据来源：英为财经，大公国际整理

美国方面，近年来主权信用等级连遭下调，美债CDS市场显示其信用水平已跌至投资级最低层级，市场正在为美元资产信用重新定价。10年期美债收益率一度突破4.745%，30年期一度突破5.27%，均创年内或近年新高。美国财政赤字恶化→国债供给增加→收益率上行→利息支出增加→赤字进一步恶化→主权信用承压，形成自我强化的闭环。日本抛售美债的威胁恰好击中了这一闭环中最脆弱的环节。

综合上述分析，可以将美日两国间汇市、债市与主权信用的复杂关系概括为：日元贬值→日本干预（消耗外储、抛售美债预期）→美债收益率上升→美国财政承压、信用受损→美国被迫参与干预→干预本身推高美债收益率→日债收益率同步上行→日本财政承压、信用受损→日元贬值压力不减。这一闭环揭示了干预只能在短期内打

破循环，却无法根除驱动循环的结构性因素，汇市波动不过是债市压力和主权信用担忧的外在投射。

四、展望——短期效应仍存，结构性矛盾难解

短期来看，联合干预的威慑效应依然存在。两国官方明确表态“将毫不犹豫进一步实施联合干预”，贝森特更直言“不会犹豫参与进一步的联合干预”，对市场空头构成明确威慑，日元贬值压力有望阶段性缓解。中长期看，干预的可持续性面临现实制约。美国外汇稳定基金中可直接动用的欧元资产有限，长期大规模干预可能面临国会拨款约束；日本 2026 年累计干预已达约 18 万亿日元，外储持续消耗同样构成硬约束，干预火力并非无限；导致日元贬值的结构性因素并未因一次干预而消除，美日利差仍高达 200 个基点左右，套息交易底层驱动力未变；美国主权信用重定价与日本财政可持续性挑战是长期趋势，它们将持续影响全球资产配置格局。综合来看，联合干预可在战术层面为日元提供阶段性支撑，但汇率趋势的逆转最终依赖于美日利差的实质性收窄、美日财政纪律的重建以及全球主权信用环境的改善，这些结构性矛盾均非单次干预所能完成。



报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。