



日元的历史性破位（下篇）——政策博弈、两难困境与情景推演

国际合作部 | 赵红静

2026 年 9 月 7 日

摘要：

在上篇厘清日元定价逻辑范式转换与三重结构性枷锁的基础上，本篇进一步聚焦日本决策当局的调控空间、政策博弈边界与日元中长期走势。研究表明，日本央行已深陷“保汇率、稳财政、控通胀”的“不可能三角”困局：维持宽松则汇率贬值失控，加息收紧则引爆财政利息负担——在政府债务负担率超 230%、10 年期国债收益率突破 3% 的背景下，货币政策与财政可持续性形成尖锐对抗。与此同时，外汇干预效力持续衰减，2026 年 7 月底美日联合干预的本质是避免日本抛售美债冲击美国本土市场，属于防御性头寸置换而非趋势性逆转承诺。基于多重约束，本文构建了日元中长期走向的三种情景推演：基准情景下日元在 150~175 宽幅震荡；乐观情景下逐步向 130~140 良性靠拢；悲观情景下若财政纪律失控引发“特拉斯时刻”，日元或面临突破 170 以上的主权信用危机式崩盘。日元能否破局，取决于美日实际利差收窄、实际薪资改善、财政信誉重建与产业结构重塑的共同支撑。

关键词：日元贬值；不可能三角；政策博弈；情景推演

正文：

一、政策困局：“不可能三角”下的三重博弈与主权信用溢价

日本决策层当前正面临“保汇率、稳财政、控通胀”无法兼得的经典“不可能三角”困局。在这一约束下，政策诉求、央行掣肘与外部博弈交织纠缠，政策腾挪空间已逼近极限。

（一）两难的政治与经济痛点：内阁支持率危机与输入型通胀反噬

政治反噬与财政黑洞恶性循环。日元持续深度贬值已从过去的“出口利好”彻底演变为侵蚀内阁支持率的政治风险源。高市早苗内阁支持率呈现高开低走之势，自

2025 年 10 月上台之初的 60%~75% 高位，大幅滑落至 2026 年 7 月的 41%，不支持率首次反超。为平息选民对其“只顾防务升级与地缘立法、罔顾低收入家庭基本生存压力”的强烈批评与怨责，高市早苗内阁于 2026 年 8 月 5 日推出紧急政策，拟自 2027 年 4 月起将食品消费税率由 8% 下调至 1%（为期两年）。然而，该免税计划每年将直接造成约 5 万亿日元的财政缺口——而消费税收入本全用于社会保障，在缺乏其他替代税源的情况下，强行降税势必倒逼政府扩大债务融资，进而加剧日元贬值预期与通胀压力，形成“为抗通胀而减税—债务扩张—汇率贬值—通胀更烈”的恶性循环。

实体经济遭受输入型通胀与中小企业破产潮双重挤压。其一，日元的极端贬值加剧输入型通胀压力，严重侵蚀居民购买力与消费信心。作为典型的资源进口型经济体，日元贬值通过进口价格渠道，将汇率压力直接传导至终端消费价格与居民生活成本。2025 年，日本两人以上家庭的恩格尔系数升至 28.6%，创下 1981 年以来 45 年新高；同时，人均实际收入较上年减少 1.3%，连续第 4 年下滑。进入 2026 年，中东局势持续紧张推高国际原油价格，7 月以日元计价的进口物价指数同比上涨 29.1%，直接推动企业间物价指数同比飙升 7.2%，且已连续两个月维持 7% 以上涨幅。据日本央行统计，纳入监测的 23 类商品价格全部同比上涨，其中石油和煤炭制品价格涨幅达 17.5%，有色金属及信息通信设备价格更是分别飙升 40.6% 和 17.3%。物价全面走高抑制企业投资与居民消费意愿，拖累整体增长。其二，中小企业的生存空间遭到严重挤压，破产潮加速蔓延。日元持续贬值令进口原材料价格不断攀升，叠加人工成本与利率同步上行，企业综合成本压力持续累积。相比大型企业，中小企业议价能力弱，价格转嫁困难，利润空间被大幅压缩。据东京商工调查公司统计，2026 年上半年因日元贬值直接破产的企业达 45 家，同比增长 32.3%，创下自 2022 年有统计以来的同期最高记录。

外部多边博弈与贸易摩擦升温。日元持续的过度贬值已引发韩国等邻近经济体对亚洲可能陷入竞争性货币贬值的深度忧虑，进一步加剧了区域金融市场的汇率波动。与此同时，极端弱势的日元使日本出口商品在海外市场的外币标价显著低于竞争对手，这在客观上对冲甚至部分抵消了美国加征进口关税的政策效力，招致美方高层的持续施压与潜在的贸易争端风险。

（二）加息之困：超大规模债务枷锁下的货币政策失灵

面对通胀与汇率贬值，加息是最直接的价格工具，但日本庞大的政府债务存量构成了刚性枷锁。2025 年政府债务占 GDP 的比重已高达约 230%，2026 财年预算仍计划发行 29.6 万亿日元新增国债。如此庞大的债务存量，使得财政对长端利率波动极度

敏感。根据日本财务省测算，国债收益率若出现 1% 的平行整体上移，政府每年的债务偿还成本将激增 8.7~10 万亿日元。2026 财年预算中，债务还本付息支出已膨胀至创纪录的 31.2 万亿日元，首次突破 30 万亿日元大关。而截至 2026 年 9 月初，日本十年期国债收益率已升至 3.02%，创 1996 年 9 月以来新高，财政利息负担正加速膨胀。日本财务省预计，2027 财年债务偿还成本将因利率假设上调至 3.8% 而激增 17.1%，达 36.6 万亿日元，创近 20 年最大增幅。

高市早苗内阁推行的扩张性财政政策，将日本央行逼入进退失据的死角：若不加息，美日实际利差难以弥合，日元贬值失控并反噬通胀目标；若跟进加息，长期国债（JGB）收益率飙升将直接引爆财政利息支出负担，甚至诱发国债发行流标与金融市场信心硬着陆，使政府与央行间的债务货币化维持机制面临崩解风险。

这一两难困境投射至资产定价层面，正成为全球资本重估日元信用折价的核心定价锚。在输入型通胀与贬值压力下，日本央行被迫以更快步伐加息，但每一次加息都在抬升主权信用风险溢价，反而加剧市场对 JGB 与日元的一致做空。由此形成的“加息—财政状况恶化—主权信用折价—汇率进一步承压”的恶性循环，正使日本的主权信用安全边际急剧收窄，政策腾挪空间被推至极限。

（三）干预的边际效应衰减与盟友博弈：FIMA 工具背后的自保逻辑

在外汇干预层面，日本财务省面临日益严峻的效用衰减困境。自 2022 年以来，为应对日元持续走软，财务省已实施多轮大规模外汇干预，操作模式亦从“闪电突袭”逐步演变为常态化的预期引导工具。纵观历次行动，干预规模逐级攀升、触发阈值持续下移、多边协调程度不断加深，特征显著。然而，在基本面（如长期真实利差）未发生根本性扭转的背景下，依赖外汇储备“存量”进行单边美元抛售，难以对抗跨国资本流动的“流量”优势，干预的有效窗口被显著压缩。除 2022 年 10 月在美元指数走弱等外部因素加持下取得相对持久的干预效果外，后续行动的短期拉升效应愈发短暂。在美日利差持续高位的宏观格局下，干预终究难以扭转日元长期贬值的结构性趋势。

2026 年 7 月 23 日，美国财政部在半年度外汇报告中指出日元存在“严重低估”，并暗示支持日本央行进一步加息以锚定通胀预期并减少汇率过度波动。然而，仅一周后，日元汇率即触及 163.99 的 40 年新低。正是这一极端走势及其潜在的金融市场外溢风险，促成了 7 月 31 日美日两国自 1998 年亚洲金融危机以来首次联合买入日元的现货干预。干预后日元迅速走强，一度升至 155.23，此后数周在 157~159 区间震荡

下行，截至8月底已再度跌破160.0关口，几乎回吐联合干预以来的全部涨幅。

这一罕见的联合行动，折射出美国财政部维护自身金融市场稳定的自保逻辑。其一，平抑美债市场“美元回旋镖风险”。日本作为美债最大持有国（约1.14万亿美元），若为捍卫日元而不得不在公开市场大规模抛售中长端美国国债，将在30年期美债收益率已高企于5.23%的敏感时期产生严重冲击，直接推高美国的住房抵押贷款和企业债务融资成本。其二，非对称现货操作。美国并未选择直接在公开市场上抛售美元资产，而是动用自身持有的欧元资产换购日元。此举在做多日元的同时不增加美债市场的吸收压力，避免了干预政策对美债长端利率的恶性刺激。其三，FIMA回购便利预期管理。美国财长贝森特积极主张，并与日本财务省达成共识，高调宣示在未来的日元保卫战中将运用美联储于2020年设立的“外国和国际货币当局回购便利”（FIMA Repo Facility）。该工具允许日本央行将所持巨额美国国债作为抵押物，向美联储借入美元现金，用于即期买入日元，从而将日本庞大但缺乏即期流动性的美债储备转化为潜在的干预“弹药”，且无需承担公开市场抛售美债的摩擦成本。然而，目前FIMA工具单次借入上限仅为600亿美元，相较于日本此前历次干预规模，额度相对有限；同时，动用该工具需支付高于市场水平的回购借贷利息，本质上是一种“以抵押借贷换取时间”的防御性操作。

表1 近年日元主要外汇干预事件及其成效特征对比

干预时间窗口	触发汇率 (USD/JPY)	资金规模 (万亿日元)	协调模式	成效持续 时间/特征
2022年9~10月	151.90	6.35	单方干预	超过1年
2024年4~5月初	160.00	9.79	单方干预	约2个月
2024年6~7月	161.76	5.53	单方干预	触发套息交易踩踏平仓 (叠加央行加息)
2026年4~5月	160.72	11.73	美方口头配合	不足1个月
2026年7月底~8月	163.99	日本累计15.40	日美联合干预	8月底几乎回吐全部涨幅

数据来源：大公国际根据公开信息整理

注：成效持续时间以汇率重新跌破干预前水平为准。

二、情景推演：日元汇率的拐点信号与中长期三种路径

（一）日元汇率趋势性逆转的核心条件

日元能否彻底走出单边贬值泥淖，取决于以下关键变量的同步共振：

从外部条件看，关键在于美日实际利差是否呈现确定性收窄。仅靠名义利率的上移远远不够，须同时满足两大前提：一是美联储因国内经济降温、劳动市场走弱而进入明确且连续的温和降息通道；二是日本央行稳步将政策利率上调至与高位盘整的核



心 CPI 相匹配的水平，推动日债长端实际收益率逐步摆脱深度负值状态。唯有两者叠加，美日实际利差才能形成趋势性压缩。

从内部条件看，关键在于薪资传导的顺畅与否以及财政信誉的重建。2026 年日本“春斗”取得的 5.01% 的名义薪资涨幅能否顺利传导至服务业及中小企业，使实际工资增速实现连续正增长，推动内需消费实质性复苏，从而为日本央行后续将利率提升提供稳健的实体支撑——将在很大程度上决定“通胀-薪资”正循环能否真正确立。同时，高市早苗内阁财政纪律可信度的恢复亦至关重要。即高市早苗内阁在推行消费税减免与防务支出扩张的过程中，能否交出一条既能维持潜在 GDP 合理增长、又能避免债务/GDP 比率失控的财政整饬路径，将直接影响市场对日元长期价值的信心。

从结构条件看，关键在于能否通过产业政策切实扭转制造业外移与数字主权丧失的趋势；能否通过制度激励使巨额海外留存收益有效回流国内。若高市早苗内阁对重点高端技术产业（国防、航天、核聚变、先进医药等）的强力补贴与税收优惠切实落地，激励跨国企业将海外积攒的巨额外汇利润兑换为日元回流本土建厂，日元即期市场才能获得可持续的买盘支撑。此外，若国内企业在数字化转型中能凭借自身技术提升，逐步降低对美国云基础设施及服务的支付依赖，由此产生的资本流出压力才能从根本上得到缓解。

（二）2026~2030 年中长期三种汇率情景推演

根据上述拐点变量的演化路径，本文对日元汇率在 2026~2030 年间的中长期走势，构建出以下三种代表性推演情景。

【基准情景】控制性整固

情景设定：国家战略投资未能取得革命性的技术突破，少子化引发的国内消费萎缩与劳动力短缺大趋势难以逆转，日本实际经济增速在减税效应消退后重返低迷状态。数字化服务与再保险服务领域的赤字依旧庞大，跨国公司继续实行“利润海外留存”策略。但日本央行和财务省展现出较好的政策协调度，通过扩大与美方的 FIMA 回购协议机制、以及引导 GPIF 在东京市场进行季末资产再平衡操作，在 165 关口上方构筑了由主权信用长期支撑的汇率底线。日本政策利率在 2026 年底提升至 1.25%~1.5% 后终止加息进程，避免了债务利息支出的实质性崩塌。

汇率表现：在此情景下，日元既缺乏趋势性升值的基本面驱动，也因政策托底而难以发生单边崩盘。美元兑日元在 2026 至 2030 年间呈现出极高频宽幅双向震荡格局，汇率运行中枢在 150~175 之间长期盘整。

【乐观情景】良性逆转

情景设定：政府的 17 项战略领域重点投资（包括半导体供应链自主化、量子计算、核聚变等）产生强劲的供给侧效应，推动日本潜在经济增长率显著抬升。跨国企业受高增长前景吸引，开始将海外子公司积累的留存收益大规模结汇回流，并增加国内资本开支。同时，日本央行保持货币独立性，以稳健步伐推进加息，至 2027 年将政策利率稳定在 1.5% 以上；美联储为应对经济软着陆逐步将政策利率降至 3% 以下。经济改善带动财政赤字率收窄，财政信用修复，主权信用风险溢价随之逐步消散。

汇率表现：日元有望阶段性重拾避险属性支撑，同时在增长预期改善的驱动下获得投机性买盘追逐，开启渐进式升值——至 2027 年底有望触及 135~140 区间，至 2028~2030 年进一步升至 130~135。即便在此情景下，汇率中枢仍显著高于历史均值，折射出日本结构性竞争力下降的长期影响难以完全逆转。

【悲观情景】主权信用危机

情景设定：政府过度扩张的财政政策走向极端，将日本宏观政策引向毁灭性的“特拉斯时刻”。生活成本持续攀升，内阁支持率一路走低，在民意压力下，当局罔顾已处高位的政府债务负担率，强行推进缺乏替代财源的大规模减税。日本财务省被迫大幅增发国债填补缺口，长端国债遭遇无节制抛售压力，10 年期国债利率失控冲高至 3.8% 以上。日本央行在维系债务可持续性压力下被迫推迟加息，甚至重返无限量购债的宽松旧路。全球资本开始系统性撤离日本主权资产与日元，彼时即便美联储敞开 FIMA 回购工具，亦无法阻断资本逃逸。

汇率表现：日元遭遇崩溃式贬值。美元兑日元名义汇率在 2027 年加速突破 170~175 关口，至 2028~2030 年滑向 200 以上的恶性信用危机深渊。这是当前市场定价尚未充分计入的尾部风险，但其概率正在非对称性上升。

三、结语：1986 vs 2026——同一汇率关口，截然不同的日本

1986 年，日本正值制造业竞争力登顶、经常账户收支持续顺差，日元正处于长期升值通道之中。

四十年后，同一汇率水平重现，背后所折射的宏观基本面已截然不同：老龄少子化不可逆转、制造业空心化、服务贸易双赤字固化、政府债务占 GDP 比重超 230%。同一汇率区间，见证的是日本从全球制造业引擎到老龄化重债国的深刻变迁。

日元的历史性破位，绝非单纯由美日利差走阔驱动的周期性资产波动，而是长期人口收缩、产业外迁、数字主权缺位与巨额债务沉疴交织共振下的必然出清。汇率不



过是表象，深层则是国家经济生态与主权信用的系统性重构。这一趋势的扭转，无法单凭货币政策的有限腾挪与汇市干预的间歇性托底——政策干预只能延缓波动，无法逆转趋势。真正的破局之道，在于供给侧竞争力的再造、全要素生产率的实质性提升，以及产业比较优势的深度重塑。这是一场以超十年为周期的结构性长跑，而日本的时间窗口，正在债务与老龄化的双重约束下加速收窄。

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。