



日元的历史性破位（上篇）——定价逻辑演变与结构性枷锁

国际合作部 | 赵红静

2026 年 9 月 7 日

摘要：

2026 年 7 月，日元兑美元汇率跌破 163 关口、触及 163.99，创近四十年新低。反常的是，即便此前日本央行已将政策利率推升至 1.0%、日美利差有所收窄，日元仍未止住跌势，其实际有效汇率更跌至国际清算银行（BIS）有统计以来的历史低位。“利差收窄却延续贬值”的悖论，表明传统利差框架对日元走势的解释力正在显著减弱。本文系统梳理 1973 年以来日元汇率定价锚的四阶段迭代，指出日元汇率定价逻辑已从贸易收支主导、利差主导、超宽松政策主导的传统阶段，转向主权信用与政策组合协同定价的新范式。研究表明，日元汇率长期承压的本质在于三重结构性枷锁：制造业外移导致的海外投资收益结汇断层；低利率惯性与新版少额投资非课税制度（NISA）推动的全社会“去日元化”资产配置；以及数字与再保险双赤字带来的刚性资金外流。日元汇率定价已从短期周期波动转为深层结构性失血，破局的关键在于推动经济与产业结构的根本性重塑。

关键词：日元贬值；资本外流；主权信用

正文：

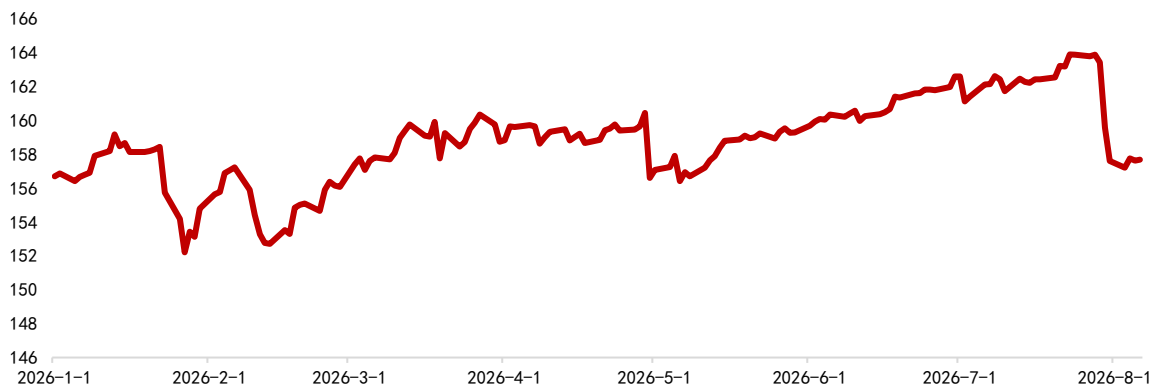
一、历史性破位：日元全面走软的现状与多维对比

（一）绝对汇率破位：跌破关键心理防御线

2026 年以来，日元走势呈现“阶梯式贬值—干预弱反弹—加速回落”的走势。尽管 4 月至 5 月日本当局曾大规模干预，但效果昙花一现，7 月日元汇率加速失守 163 整数关口，盘中最低触及 163.99，创下 1986 年 12 月以来近四十年新低。为遏制投机性抛盘，日本财务省于 7 月 30 日启动干预，美方次日罕见协同介入，构成美日 15 年来首次联合干预。尽管联合干预短期将日元汇价推升至 155 附近，但 8 月中旬日元再

度逼近 160 关口，干预涨幅被迅速侵蚀，凸显出单纯依赖外汇干预难以扭转汇率的基本面趋势。

图 1 2026 年以来美元兑日元汇率

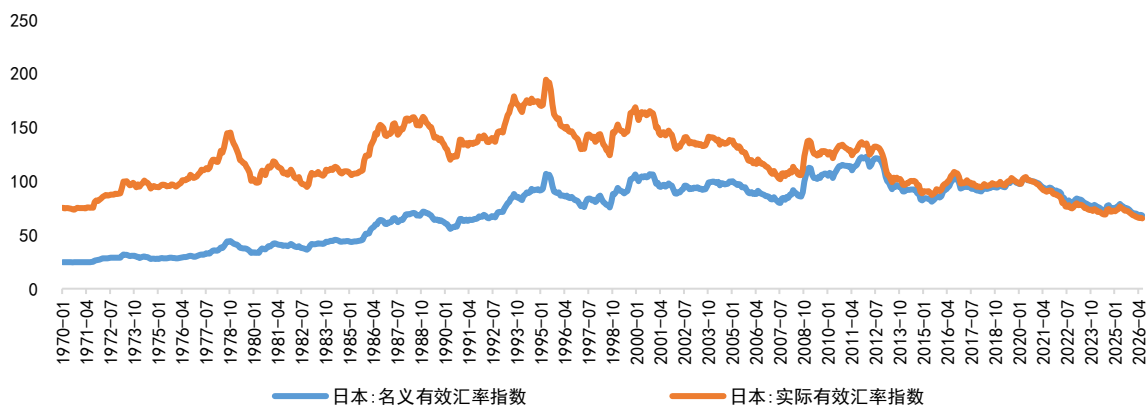


数据来源：英为财经、大公国际整理

(二) 相对汇率疲软：基于实际有效汇率的剖析

本轮日元贬值并非针对美元的单一币种失衡，而是多边、全方位的汇率重心下移。国际清算银行（BIS）数据显示，2026 年 6 月日本广义实际有效汇率（REER）指数下滑至 65.30（2020 年=100），较 125.97 的长期中位数大幅收缩约 48.2%，创下有统计以来的历史极值；同期名义有效汇率（NEER）指数亦刷新年内新低。日元对欧元、英镑及亚洲主要经济体货币均呈现同步走弱，显著推高了能源与关键中间品的进口成本。这表明，日元的实际购买力正经历系统性、内生性的结构性折价，其经贸易加权与通胀调整后的真实水平已跌至历史极值。

图 2 日本名义有效汇率与实际有效汇率指数（2020 年=100）



数据来源：国际清算银行（BIS）、大公国际整理



（三）历史周期对比：从“避险资产”演变为“结构性承压”

纵观过去三十年间日本外汇市场的四次典型波动周期，其驱动机制呈现出鲜明的阶段性特征，而本轮周期则在底层逻辑上发生了根本性异化。1998 年亚洲金融危机期间，日元贬值主要源于国内银行业不良资产堆积所引发的系统性信用外溢冲击；2011 年“3·11”大地震后，保险理赔与离岸避险资金迅速回流本土，反而驱动日元非理性升值，进而强化了其“避险资产”的属性；2012~2015 年安倍经济学时期，日本央行主动实施量化与质化宽松（QQE），旨在通过压低本币摆脱通缩陷阱，属于典型的“主动型政策贬值”。然而，2022 年以来本轮周期却截然不同：尽管“春斗”薪资谈判达成 5.01% 的高增长、央行亦将政策利率上调至 31 年来新高（1.0%），但日元依旧破位下行。其核心矛盾已演变为货币紧缩与财政扩张之间的深度政策错配，叠加经常账户的结构性失衡，使得避险情绪与政策引导对日元的驱动作用相对弱化，而结构性因素逐步上升为主导力量，这标志着日元已进入结构性承压的新阶段。

表 1 日本外汇市场代表性危机/冲击事件对比

历史周期	汇率	政策/干预模式	底层逻辑与本质特征
亚洲金融危机（1998 年）	贬至 147 左右	美日联合干预（美方出资 8.33 亿美元）	金融危机驱动： 银行坏账与资本恐慌性外流，属于流动性与系统性信用危机
东日本大地震（2011 年）	升至 76~80	G7 联合干预（美方参与 10 亿美元）	避险属性驱动： 灾后理赔预期触发离岸资本集中回流本土，推升本币
“安倍经济学”（2012~2015 年）	从 80 阶梯式贬值	央行大规模 QQE 与负利率政策	主动政策驱动： 主动引导汇率贬值以刺激出口、终结通缩，属于供给侧政策产物
当前周期（2022 年至今）	跌破 163.99 近 40 年新低	美日近 15 年首次联合干预	被动结构性失血： “紧货币+宽财政”政策错配，产业空心化与资本外流压倒名义利差

数据来源：大公国际根据公开信息整理

二、历史纵深：日元汇率决定因素的四阶段演变

日元汇率的定价锚并非一成不变，其逻辑在半个世纪中经历了四次范式转换，“美日利差决定论”仅是特定时期的阶段性产物。

（一）第一阶段：实体经济与贸易收支主导期（1973~1990 年代初）

在布雷顿森林体系瓦解、日元转为浮动汇率制，直至日本资产泡沫破灭前夕，日元汇率的定价逻辑主要由实体经济的竞争力与贸易收支状况所主导。彼时，日本作为全球“贸易立国”的典范，凭借汽车、精密半导体、消费电子及重型机械等领域的显著技术代差，积累了规模庞大且持续增长的双边及多边贸易顺差，成为日元长期走强的核心基本面。同时，日本制造业企业长期奉行强烈的“结汇偏好”，出口所得外汇

几乎全部兑换为日元并回流本土，这一持续的内生性本币需求，进一步夯实了日元在长周期内保持相对强势的坚实基础。即便 1985 年《广场协议》人为推升日元名义汇率，也并未脱离该阶段实体经济驱动的基本框架。

（二）第二阶段：低息环境下的套息与利差主导（1990 年代末～2012 年）

随着日本资产泡沫破裂、实体经济陷入长期通缩，日本央行于 1990 年代末开启零利率，并于 2001 年率先引入量化宽松（QE），日元定价逻辑由此从传统的“贸易收支主导”转向“跨境资本流与套利利差主导”。在此阶段，极低的日元融资成本使其成为全球最具流动性的套息交易融资本币。全球对冲基金及多策略机构通过“借入廉价日元—兑换为外币—投资高息资产”的链条持续套利，美日利差因而成为日元汇率最直接、最有效的定价锚。在常规市场环境下，套息交易资本的单向滚动给日元带来持久的资本项下流出压力；然而，由于日本积累了庞大的对外净资产与经常账户顺差，一旦全球爆发黑天鹅事件、系统性金融危机（如 1998 年亚洲金融危机、2008 年雷曼事件）或日本本土遭遇重大自然灾害（如 2011 年“3·11”大地震），国际投机资本为规避风险而迅速平仓去杠杆，叠加海外投资收益及资本的避险性回流，往往触发日元急剧升值。这一独特机制，正是日元在此阶段被视作全球避险货币的深层逻辑所在。

（三）第三阶段：超常规宽松与实体/资本双外流（2013～2021 年）

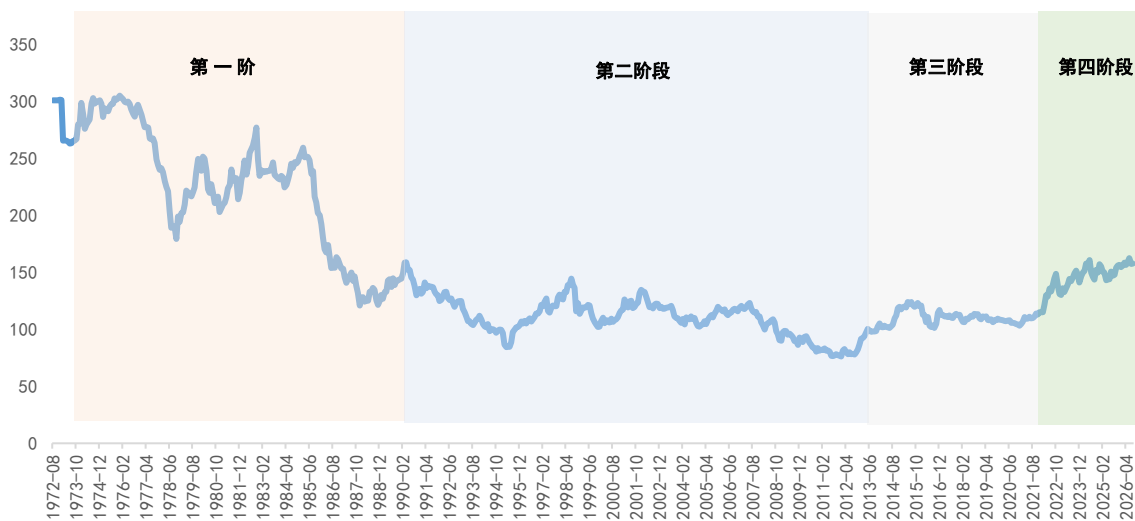
自 2013 年安倍经济学启动，日本央行推行了史无前例的超常规货币政策，即量化与质化宽松（QQE），并于 2016 年进一步引入负利率及收益率曲线控制（YCC）框架，由此彻底改写了日元的汇率运行规律。该框架将 10 年期日本国债收益率锚定于接近 0% 的极低水平，人为切断了长端名义利差对本国货币的自发调节通道，使日元名义汇率进入长期单边贬值轨道。政策初期，日元贬值显著改善了出口型跨国企业的合并报表折算利润，并助推东京股市持续走牛。

然而，该政策的长期延续也催生出深层结构性扭曲：在实体经济层面，日元长期贬值促使跨国企业加速将生产基地及配套供应链永久性迁往海外，不仅埋下实体产业“空心化”隐患，也显著削弱了本币贬值对本土出口量的传统拉动效应。在资金与制度层面，本土资产收益率长期低迷，倒逼以政府养老投资基金（GPIF）为代表的机构投资者及居民部门加速跨境资产配置，客观上形成了境内资金持续“出海追逐收益”的制度性外流惯性。上述实体端与资金端的双重失衡，最终为下阶段日元的系统性破位埋下了难以逆转的失血性隐患。

（四）第四阶段：利差框架脱锚与主权信用综合定价（2022 年至今）

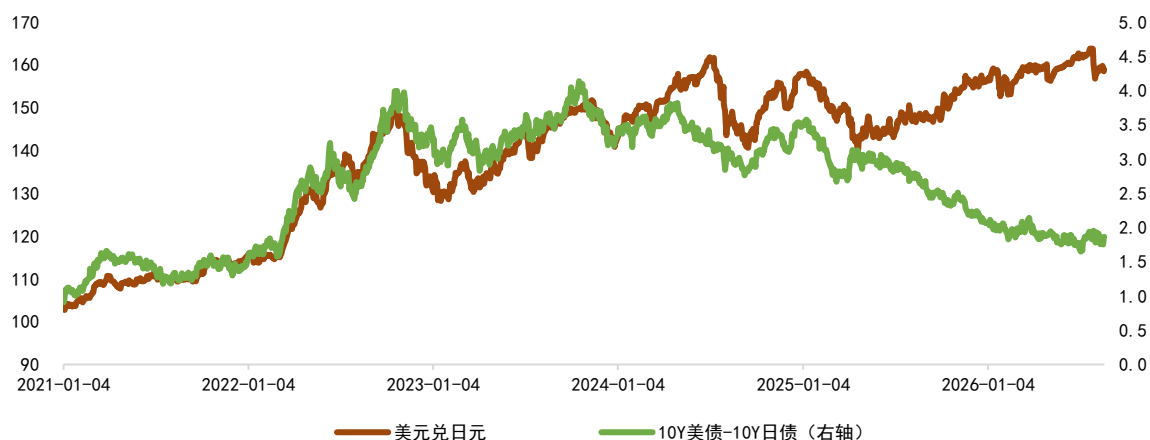
2022 至 2024 年，受全球供应链重塑与地缘冲突升级影响，西方主要经济体遭遇历史性高通胀，美联储随之启动数十年间最激进的加息周期。日本央行因前期坚持超宽松货币政策，导致美日利差急剧走阔，日元名义汇率接连失守关键历史关口。然而，即便日本央行于 2024 年宣布退出负利率，并逐步推进利率正常化、将政策利率推升至 31 年来新高的 1.0%，外汇市场却依然呈现“加息也跌、利差收窄也跌”的悖论式走势，传统分析框架明显失效。根本原因在于市场进入政策组合与主权信用定价新阶段，高市早苗内阁“紧货币+宽财政”的政策错配，催化出日元汇率与日本国债价格同步下跌的罕见行情：投资者一方面因财政赤字恶化风险而抛售日债，另一方面押注央行在财政付息压力之下无力充分加息以捍卫日元信用，从而同时做空日元。这一双重抛售格局，正是市场对日元进行系统性重定价的明确信号。资本市场将日元汇率视为对日本财政可持续性、货币政策独立性与可信度及实体经济深层结构失血的综合“信任投票”，传统利差模型已难以完全解释当前的贬值幅度。

图 3 1972~2026 年美元兑日元汇率



数据来源：英为财经、大公国际整理

图 4 美日国债利差与美日汇率



数据来源：Wind、大公国际整理

三、根源剖析：压制日元的三大深层结构性枷锁

日元的历史性破位并非“一日之寒”，其深层根源在于长期积累的三层结构性病灶，在近年来高通胀与极端美日利差环境下被集中激活与放大。

（一）实体贸易链裂变：经常账户从“出口结汇”转为“利润离岸留存”

日本由“贸易立国”向“投资立国”的结构转型，阻断了实体贸易对本币汇率的自发修复机制。

一方面，货物贸易从顺差主力转为持续逆差。过去，经常账户顺差主要依赖货物贸易盈余；然而，受制造业外迁加速、出口基数萎缩，以及全球供应链重构下日本传统优势产业（如汽车、电子）竞争力相对下滑等多重因素叠加影响，货物贸易项已连续五个财年录得赤字，2025 财年赤字规模约达 1.71 万亿日元（日本财务省，2026 年 4 月 22 日）。能源进口依赖进一步固化了这一赤字的刚性约束。日本一次能源自给率极低，地缘政治冲突引发的国际油价剧烈波动直接传导为贸易条件的系统性恶化。例如，2026 年 6 月，受中东地缘政治危机特别是霍尔木兹海峡通航受阻影响，进口原油价格大幅飙升，日本单月进口额同比剧增 25.4%至 11.34 万亿日元，贸易逆差恶化至 4,069 亿日元。为确保能源供应链安全，日本企业大幅调整采购路线，从美国进口的原油金额同比暴增 907.4%，进口量飙升 460%，高昂的运输与替代成本对经常账户造成巨大资金消耗。

另一方面，经常账户顺差的支撑力量已从货物贸易切换至海外投资收益（初次收

入)，但海外利润呈现大规模“离岸留存”特征。在“贸易立国”时代，出口企业获得外汇收入后须兑换为日元以支付国内薪资及再投资，形成持续的日元买盘。而随着日本制造业持续外移、国内长期面临少子老龄化与潜在增长率低迷，叠加税制上缺乏引导利润回流的有效激励，企业倾向于将海外利润留存境外，用于再投资、供应链并购或离岸采购。日本财务省数据显示，2025 年日本海外子公司作为内部留存积累的再投资收益达 11.2 万亿日元，约占直接投资收益的四成。这导致日元汇率失去了来自实体贸易流量的关键支撑，加剧了汇率对利率及外部预期的高度依赖。

（二）资金与制度锁链：超宽松惯性与机制化“去日元化”

少子老龄化趋势与产业空心化的加剧，共同压低了国内资本回报率与潜在经济增长率，削弱了境内资产对内生储蓄的吸引力。庞大的国民储蓄难以在国内形成有效投资闭环，转而通过对外证券投资和直接投资的形式持续流出。这一底层驱动力，在日本数十年超宽松货币环境的催化下，被制度性地固化为资产配置层面的“去日元化”。

其一，套息交易的机制性激励长期固化。日元政策利率持续偏低，与美元等主流货币之间的息差短期内难以弥合，从根本上为全球资本与日本本土储蓄构筑了结构性套利空间。低成本日元持续向高收益外币资产单向流动，使日元汇率在结构层面承受难以消解的贬值势能。

其二，家庭部门储蓄流出的机制化。新版 NISA（小额投资非课税制度）全面实施后，在国内低利率与海外高回报的利差驱动下，日本居民部门借助免税激励加速跨境多元化资产配置；而日元的持续贬值进一步强化了海外资产的汇兑收益预期，形成正反馈循环，使资金外流趋于机制化。截至 2025 年底，NISA 账户总数约达 2,826 万个，当年购买额超 18 万亿日元，持续的民间购汇抛压由此成为日元汇率的结构性拖累。

其三，长线公共与商业基金的配置分化效应。GPIF 作为全球最大养老基金之一，资产配置长期锚定国内外股债各 25% 的基准。2025 财年，日本股市上涨推高国内股票市值，而日元持续贬值则使外国资产市值大幅膨胀。为回归配置基准，GPIF 实施了规模空前的再平衡：增持国内债券 14.75 万亿日元，减持海外股票 4.20 万亿日元、国内股票 10.69 万亿日元。然而，与之形成对冲的是，其他同质化的人寿保险公司及地方农林金融机构因负债端刚性利差压力，持续出海配置外国高息证券，形成结构性购汇抛压。公共部门的再平衡买盘与民间部门的制度性外流相互拉锯，使长期机构资金在汇率层面的净效应更趋复杂，日元贬值势能并未因 GPIF 的回流操作而得到有效缓解。

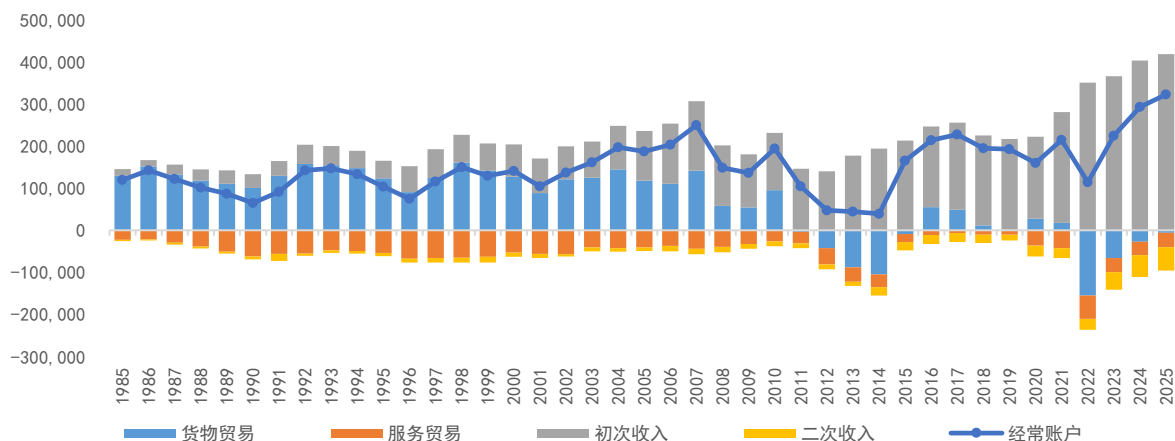
（三）服务贸易双赤字：数字主权缺位与再保险跨境输出

除了实体货物与资本配置外流，服务贸易项下的结构性赤字正成为日元长期的“失血点”。

一是数字贸易结构性赤字常态化。2024 年日本数字贸易赤字达 6.46 万亿日元，主要由三大类支柱构成：以微软 Azure、亚马逊 AWS 为代表的云计算基础设施及服务器服务；以谷歌、Meta 为核心的跨境数字媒体广告投放及咨询费；以及以微软 Windows 和苹果 iOS 为代表的操作系统授权费。随着全球迈入生成式 AI 与“AI 智能体”时代，日本因缺乏具备国际竞争力的自主大模型与 IT 基础设施，企业在数字化转型的过程中不得不依赖美国科技巨头的高价服务，数字化投入实质上转化为对美服务进口。数字资本的持续外流，在资本流动层面对日元汇率构成了结构性的下行压力。

二是再保险服务赤字的急剧膨胀。伴随老龄化及金融资产配置结构变迁，日本再保险赤字持续扩大。为满足老龄化社会对高收益资产的需求，日本金融机构大量发行外币计价寿险及理财产品。为对冲投资敞口与资本充足率风险，寿险公司向海外再保险机构的付费急剧攀升。2024 年，日本保险及养老服务赤字达 3.26 万亿日元，创历史新高，其中大部分由再保险费用构成。据日本寿险协会数据，2024 财年寿险巨头海外再保险保费总额飙升至 10.9 万亿日元，约为五年前的三倍。由于再保险头寸多流向百慕大等离岸再保险中心，资本大量外流，且此类交易受日本金融厅直接监管的难度较大，汇率剧烈波动时存在引发交易对手违约及流动性错配的风险。

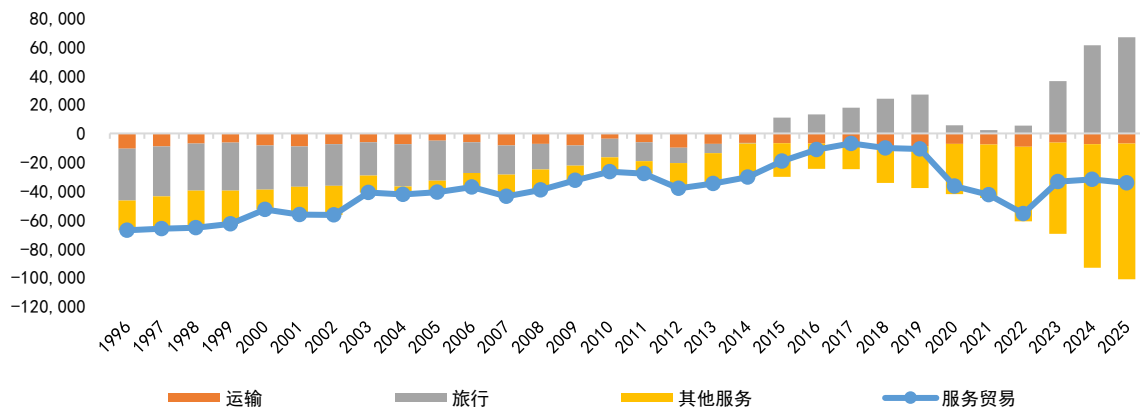
图 5 日本经常账户收支（亿日元）



数据来源：Wind、大公国际整理

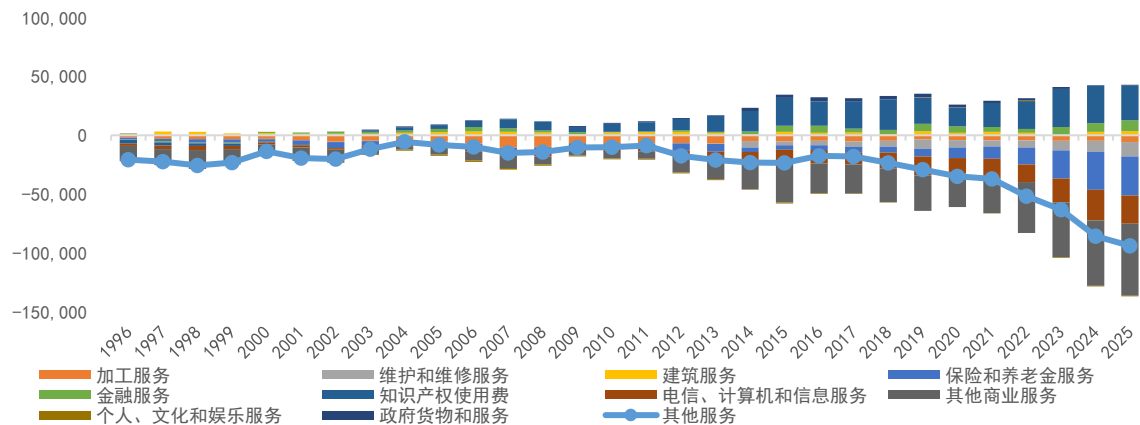


图 6 日本经常账户服务贸易收支（亿日元）



数据来源：Wind、大公国际整理

图 7 日本经常账户服务贸易项下其他服务收支（亿日元）



数据来源：Wind、大公国际整理



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。