

多资产周报

日债巨浪冲击全球市场

核心观点

日债巨浪冲击全球市场。日本 40 年期国债收益率在 1 月 20 日突破 4% 的历史高位：（1）从原因上，日本财政货币政策变动是引发本轮日债抛售的直接诱因。高市早苗政府计划推出远超预期的补充预算，几乎成为“特拉斯”第二。同时，日本央行自 2024 年 3 月结束负利率以来，持续推进缩表计划并减少国债购买。（2）从影响上看，日本长期以来是全球最大的海外债主。当 40 年期日债利率回到 4% 以上，叠加日元套息交易的反转压力，产生了强烈的资金回流效应。随着日债利率大幅上行，经汇率对冲后的美债吸引力对日本投资者而言显著下降。日本寿险公司和养老金开始减少美债配置，甚至回流头寸以填补国内债市抛售带来的流动性缺口，从而诱发美债跟随波动，并进而冲击全球金融市场稳定。

（3）往后看，益率的急剧上升促使日本加大口头干预，但日本央行增加购买国债的可能性仍然很低。中期看，目前日元与利差背离，是因财政担忧盖过了加息预期。一旦日本政府出面稳定赤字预期，日元可能瞬间暴涨，引发比 2024 年 8 月更大规模的套息交易平仓，届时美债可能遭遇新一轮流动性踩踏。

多资产图景：

整体收益方面，本周（1 月 17 日至 1 月 24 日），权益方面，沪深 300 下跌 0.63%，恒生指数下跌 0.36%，标普 500 下跌 0.36%；债券方面，中债 10 年下跌 1.26BP，美债 10 年下跌 0BP；汇率方面，美元指数下跌 1.88%，离岸人民币升值 0.27%；大宗商品方面，SHFE 螺纹钢下跌 0.66%，伦敦金现上涨 7.27%，伦敦银现上涨 9.04%，LME 铜下跌 0.62%，LME 铝上涨 0.89%，WTI 原油上涨 2.75%。

资产比价方面，本周金银比数值为 49.97，较上周下降 0.83；铜油比数值为 211.57，较上周下降 7.14；铜螺比数值为 32.24，较上周上升 0.4；金铜比数值为 0.39，较上周上升 0.03；股债性价比数值为 3.82，较上周上升 0.06；AH 股溢价数值为 119.63，较上周下降 0.81。

库存方面，最新一周原油库存为 44684 万吨，较上周上升 44935 万吨；螺纹钢库存为 294 万吨，较上周上升 295 万吨；阴极铜库存为 145342 吨，较上周上升 213515 吨；电解铝库存为 66 万吨，较上周上升 2 万吨。

资金行为方面，最新一周美元多头持仓 16003 张，较上周下降 1926 张，空头持仓 22421 张，较上周上升 762 张；黄金 ETF 规模 3493 万盎司，较上周上升 3 万盎司。

风险提示：海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

经济研究 · 宏观周报

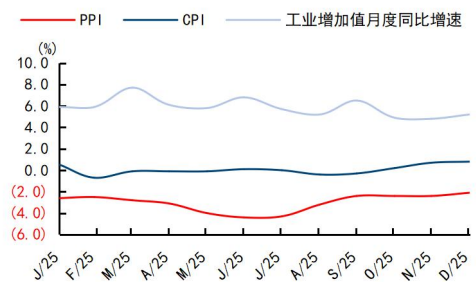
证券分析师：邵兴宇 **证券分析师：田地**
 010-88005483 0755-81982035
 shaoxingyu@guosen.com.cn cntiandi2@guosen.com.cn
 S0980523070001 S0980524090003

证券分析师：董德志
 021-60933158
 dongdz@guosen.com.cn
 S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-3.80
社零总额当月同比	0.90
出口当月同比	6.60
M2	8.50

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《多资产周报-如何看待期限利差冲高?》——2026-01-19
- 《宏观经济周报-全面降息是储备而非标配》——2026-01-17
- 《多资产周报-A 股与 H 股的两重天》——2026-01-11
- 《宏观经济周报-淡季不淡，经济迎暖冬》——2026-01-10
- 《多资产周报-人民币汇率破 7》——2025-12-28

内容目录

周度观察：日债巨浪冲击全球市场	4
多资产图景	4
1、整体收益率	4
2、资产比价	5
3、库存	6
4、资金行为	7
风险提示	9

图表目录

图 1: 大类资产整体（债券类为 BP，其余为%）	5
图 2: 伦敦现货黄金白银比价	5
图 3: LME 铜与 WTI 原油比价	5
图 4: 沪铜与螺纹钢比价	6
图 5: 伦敦现货黄金与 LME 铜比价	6
图 6: 沪深 300 与 10 年国债比价	6
图 7: A 股与 H 股比价	6
图 8: 美国原油库存	7
图 9: 电解铝库存	7
图 10: 上海阴极铜库存	7
图 11: 螺纹钢库存	7
图 12: 美元多空持仓	8
图 13: 黄金 ETF 规模变化	8

周度观察：日债巨浪冲击全球市场

日本 40 年期国债收益率在 1 月 20 日录得单日超 25bps 的“6 σ ”冲击，突破 4% 的历史高位；与此同时，10 年期美债利率冲破 4.3%，引发全球股债汇市场“三杀”。本轮波动的核心逻辑在于“财政主导”下的信用溢价重估、地缘政治摩擦对资本流向的扭曲，以及日元套息交易反转的潜在威胁。

从原因上，日本财政货币政策变动是引发本轮日债抛售的直接诱因。高市早苗政府计划推出远超预期的补充预算，包括削减消费税、提供能源补贴等，预计每年增加约 5 万亿日元赤字。这种在债务占 GDP 比例已超 219% 背景下的财政扩张，直接引发了市场对日债主权信用的担忧，导致期限溢价快速飙升，几乎成为“特拉斯”第二。同时，日本央行自 2024 年 3 月结束负利率以来，持续推进缩表计划并减少国债购买。植田和男行长暗示中性利率在 1%-2.5% 之间，进一步强化了市场对 2026 年持续加息的预期。

从影响上看，日本长期以来是全球最大的海外债主。当 40 年期日债利率回到 4% 以上，叠加日元套息交易的反转压力，产生了强烈的资金回流效应。随着日债利率大幅上行，经汇率对冲后的美债吸引力对日本投资者而言显著下降。日本寿险公司和养老金开始减少美债配置，甚至回流头寸以填补国内债市抛售带来的流动性缺口，从而诱发美债跟随波动，并进而冲击全球金融市场稳定。

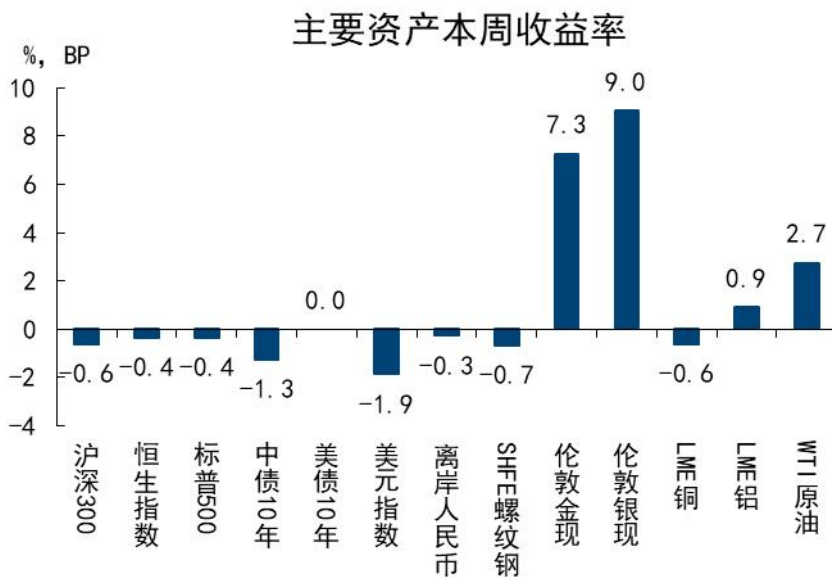
往后看，益率的急剧上升促使日本加大口头干预，但日本央行增加购买国债的可能性仍然很低。中期看，目前日元与利差背离，是因财政担忧盖过了加息预期。一旦日本政府出面稳定赤字预期，日元可能瞬间暴涨，引发比 2024 年 8 月更大规模的套息交易平仓，届时美债可能遭遇新一轮流动性踩踏。

多资产图景

1、整体收益率

本周（1 月 17 日至 1 月 24 日），权益方面，沪深 300 下跌 0.63%，恒生指数下跌 0.36%，标普 500 下跌 0.36%；债券方面，中债 10 年下跌 1.26BP，美债 10 年下跌 0BP；汇率方面，美元指数下跌 1.88%，离岸人民币升值 0.27%；大宗商品方面，SHFE 螺纹钢下跌 0.66%，伦敦金现上涨 7.27%，伦敦银现上涨 9.04%，LME 铜下跌 0.62%，LME 铝上涨 0.89%，WTI 原油上涨 2.75%。

图1: 大类资产整体 (债券类为BP, 其余为%)

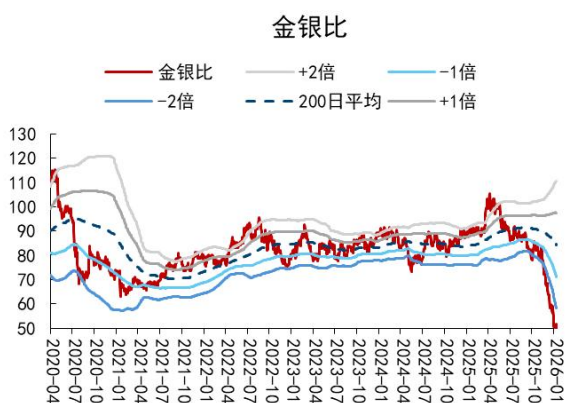


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2、资产比价

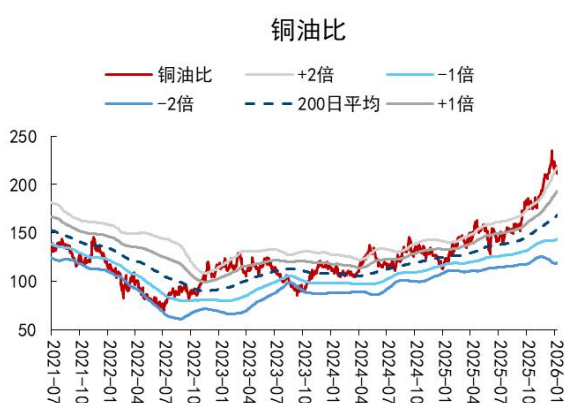
本周金银比数值为 49.97, 较上周下降 0.83; 铜油比数值为 211.57, 较上周下降 7.14; 铜螺比数值为 32.24, 较上周上升 0.4; 金铜比数值为 0.39, 较上周上升 0.03; 股债性价比数值为 3.82, 较上周上升 0.06; AH 股溢价数值为 119.63, 较上周下降 0.81。

图2: 伦敦现货黄金白银比价



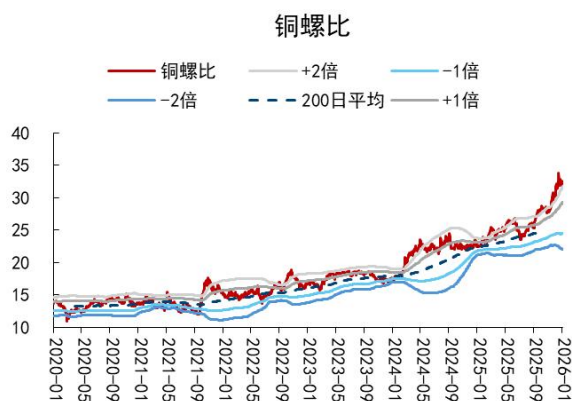
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: LME 铜与 WTI 原油比价



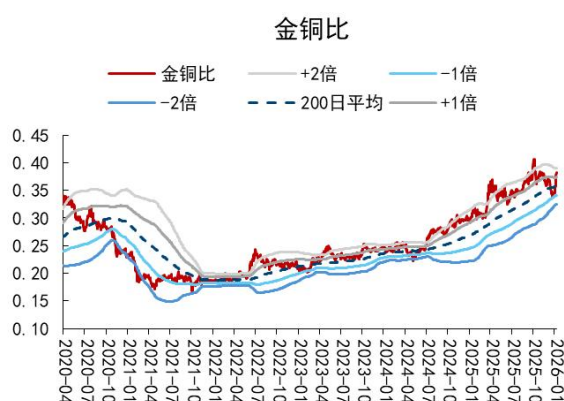
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 沪铜与螺纹钢比价



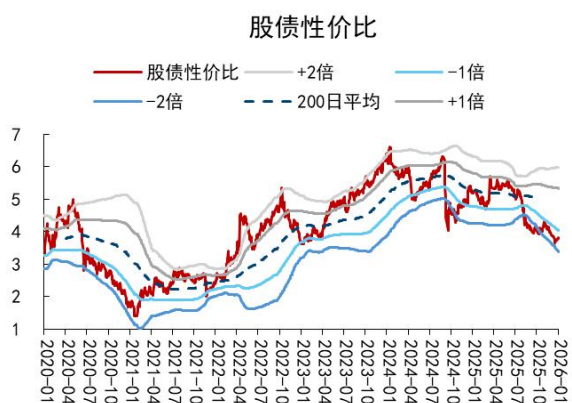
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 伦敦现货黄金与LME铜比价



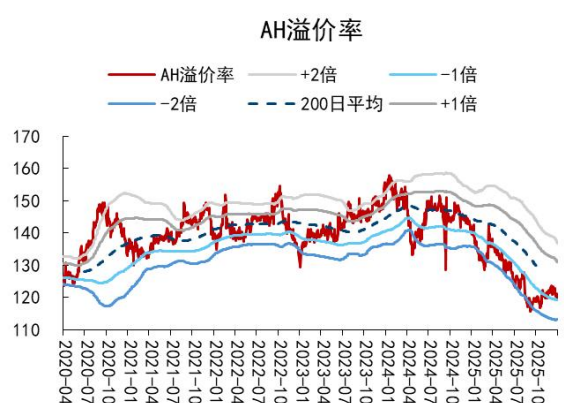
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 沪深300与10年国债比价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: A股与H股比价

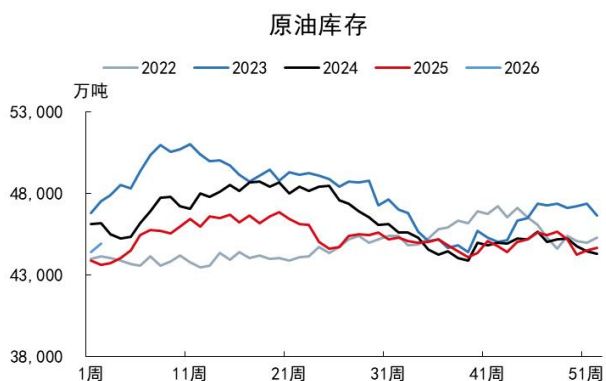


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

3、库存

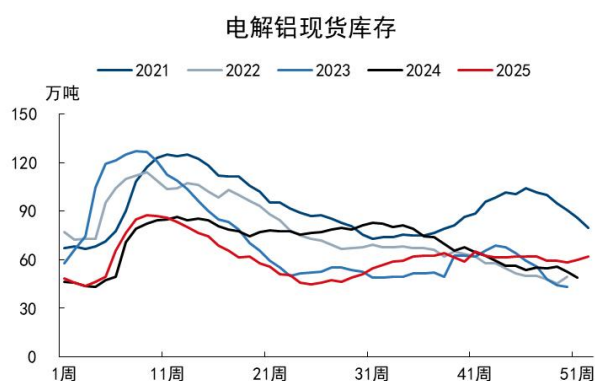
最新一周原油库存为 44684 万吨，较上周上升 44935 万吨；螺纹钢库存为 294 万吨，较上周上升 295 万吨；阴极铜库存为 145342 吨，较上周上升 213515 吨；电解铝库存为 66 万吨，较上周上升 2 万吨。

图8: 美国原油库存



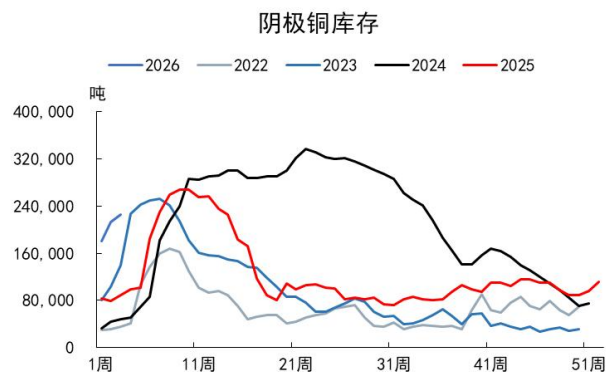
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 电解铝库存



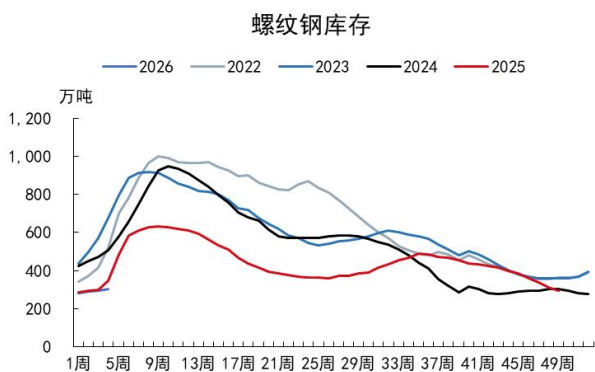
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 上海阴极铜库存



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 螺纹钢库存



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4、资金行为

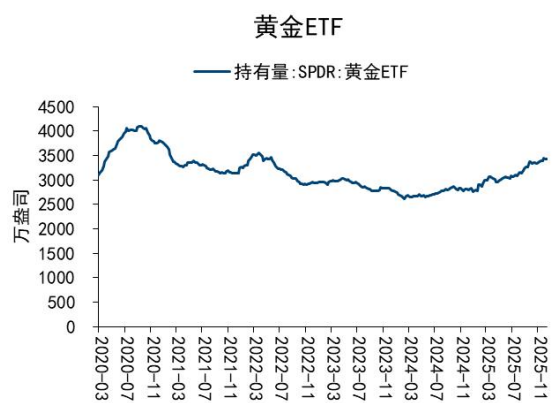
最新一周美元多头持仓 16003 张, 较上周下降 1926 张, 空头持仓 22421 张, 较上周上升 762 张; 黄金 ETF 规模 3493 万盎司, 较上周上升 3 万盎司。

图12: 美元多空持仓



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 黄金 ETF 规模变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032