

策略点评 20260616

日央行 1% 利率时代：起风了帆没动？

2026 年 06 月 16 日

■ 一、时隔三十年，政策利率重返 1% 意味着什么？

日本央行正式决定将基准利率上调 25 个基点至 1.0%，这标志着日本政策利率重返 1995 年以来的最高水平。同时，日央行宣布将于 2027 年后停止进一步缩减购债规模

此次加息的核心驱动力在于通胀的结构性黏性。日本核心 CPI 同比涨幅约 3%，食品价格是主要正向贡献因素，同时工资上涨向商品与服务价格的传导持续。当前日本实际利率显著低于“自然利率”。

本次调整是“为实现稳定增长而适当松油门，而非对经济踩刹车”。换言之，加息并不意味着收紧，而是从极度宽松向“略微宽松”的常态化回归。

■ 二、日央行如期加息，需要担心股、债、汇吗？

1、股市：为何市场未重演 2024 年 8 月的 Carry Trade Unwind？

1% 的政策利率并未引发系统性去杠杆。其核心逻辑在于：

一是，本次加息并非“黑天鹅”，预期已被充分定价。隔夜掉期定价显示，投资者已将本次会议加息的概率计入约 88%。此外，自 4 月下旬以来，日本当局已动用约 740 亿美元干预汇市以支撑日元，市场对政策收紧早有心理准备。

二是，决定套息交易是否崩塌的锚在美国，而非日本。2024 年 8 月全球股市震荡的导火索是美国非农数据超预期走弱触发“萨姆规则”，市场恐慌性押注美联储激进降息。而当前美国经济整体维持韧性，就业市场尚未发出明显裂缝信号，衰退预期处于低位。只要日美利差渐进式收窄就不会引发系统性的套息头寸爆仓。

2、汇率：25bp 难改弱势格局，160 关口或将反复博弈

仅凭 25 个基点的加息，难以改变日元的中期弱势格局。日美利差绝对悬殊是制约日元反弹的核心矛盾。日本政策利率升至 1% 后，其与美国联邦基金利率的差距依然较大，单次 25bp 的加息难以驱动跨境套利资金的大规模单边回流。日元大概率维持在 160 附近反复震荡。

短期内，日元走势的决定性锚点在于财务省在 160 红线处的干预意愿。市场需高度警惕“央行沟通”与“官方维稳”的潜在错位：若日央行后续前瞻指引释放任何审慎或偏鸽信号，极易诱发日元脉冲式投机贬值，从而倒逼财务省迅速启动非例行外汇干预以强力对冲。

支撑日元阶段性走强的逻辑，不在于加息本身，而在于“加息预期+财务省干预”的组合拳能否形成合力。在日美利差格局未根本扭转之前，日元趋势性升值的基础尚不存在。

3、债券：熊市陡峭化加剧，30 年期国债收益率站稳 4%

从今年以来，日本国债收益率曲线已呈现出明显的“熊市陡峭化”特征。10 年期和 30 年期收益率分别逼近 2.8% 和 4.2% 附近，这已成为悬在全球固收市场上的重大风险之一。短端受央行政策利率锚定，升幅相对可控，而长端主要受到日本央行持续缩减购债规模与财政扩张压力上升驱动，期限溢价加速释放，长端利率趋势性上行。

加息落地后，长端日债收益率难以回落，核心在于财政可持续性风险。日本朝野政党均以减免消费税为核心议题拉开选战，无论选举结果如何，未来国债发行压力“只增不减”。日本央行这一长期“终极买家”渐进退场的背景下，供需失衡的缺口将进一步拉大，30 年期国债收益率在 4% 上方站稳的概率显著上升。

证券分析师 陈梦

执业证书：S0600524090001

chenm@dwzq.com.cn

证券分析师 葛晓媛

执业证书：S0600525040003

gexy@dwzq.com.cn

相关研究

《港股有望补涨——港股周观点》

2026-06-16

《美股静候沃什“首秀”——美股周观点》

2026-06-16

■ 三、日债吸引力上升，海外长线资金开始大幅回流了吗？

日本 30 年期日债收益率突破 4%，对国内养老金、保险等长期资金而言，在不计汇率对冲成本的前提下，本币资产的锁定收益率已大幅提升。此前流向海外的日本长线资金，最大的“利差套利者”，例如日本保险公司、养老基金、银行等机构大规模配置海外高息资产的资金或撤回日本，重新配置日本债券。

但目前触发系统性、大规模资本回流的窗口期仍未成熟：

一是，对冲成本下降的悖论：日央行逆势加息，日美短端利差趋于收窄。这导致日本跨境投资者购买外债的外汇对冲成本大幅下降。对冲成本的降幅跑赢了外债名义收益率的跌幅，导致“对冲后美债收益率”对日本机构仍具吸引力，客观上阻碍了资金大举撤回国内。

二是，存量海外资产仓位依然粘滞：日本主要寿险公司公布的 2025 财年财报显示，以美元计价的外币资产中美元占比仍居高不下，表明现阶段日本投资者尚未出现明显减少美元配置的趋势。

三是，散户“新 NISA”的结构性资本外流：新 NISA 制度为日本家庭部门提供了常态化的海外资产配置渠道。财务省国际证券交易数据显示，通过投资信托流向海外权益市场的散户资金依旧强劲，呈现出明显的结构性外流特征。

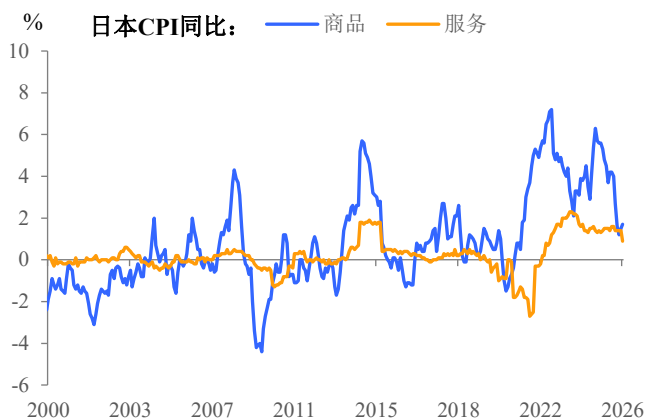
- 风险提示：全球地缘政治风险超预期；美国通胀超预期；日本通胀超预期等。

图1：日本货币政策正常化路径

时间	短端利率目标	长期利率
1999-02	零利率 (ZIR)	/
2000-08	低利率, 短期利率 (无担保隔夜拆借利率) 目标为在0.15%-0.25%	/
2001-03	量化宽松 (QE), 短期利率 (准备金账户余额) 目标在0%附近	/
2006-03	货币政策收紧, 短期利率 (无担保隔夜拆借利率) 目标从0%上调至0.5%	/
2008-10	货币政策初步宽松, 短期利率 (无担保隔夜拆借利率) 目标从0.5%逐步下调至0.1%	国债购买
2010-10	货币政策全面宽松 (CME), 短期利率 (无担保隔夜拆借利率) 目标设定为0-0.1%(实际为零)	国债购买
2013-04	量化质化宽松 (QQE), 短期利率 (基础货币) 目标设定为0-0.1%(实际为零)	大量国债购买, 承诺每年购买50万亿日元的公债
2016-09	负利率 (NIR), 短期利率 (1年期国债利率) 目标为 -0.1%	首次宣布收益率曲线控制 (YCC) 政策, 长期利率 (10年期国债利率) 目标0%, 允许波动范围+0.1%
2018-07	短期利率 (1年期国债利率) 目标为 -0.1%	将长期利率 (10年期国债利率) 的允许波动范围从±0.1%扩大至±0.2%
2021-03	短期利率 (1年期国债利率) 目标为 -0.1%	将长期利率 (10年期国债利率) 的允许波动范围从±0.2%放宽到±0.25%
2022-12	短期利率 (1年期国债利率) 目标为 -0.1%	将长期利率 (10年期国债利率) 的允许波动范围从±0.25%放宽到±0.5%
2023-07	短期利率 (1年期国债利率) 目标为 -0.1%	将长期利率+0.5%的“严格限制区间”改为“参考区间”, 10年期日债利率在一定程度上可以超出该区间
2023-10	短期利率 (1年期国债利率) 目标为 -0.1%	10年期国债收益率上限以1%作为“参考”, 允许长期利率一定程度上超过1%的上限, 提高收益率曲线控制政策灵活性
2024-03	短期利率 (1年期国债利率) 目标为 0-0.1%	废除收益率曲线控制 (YCC) 政策
2024-07	短期利率 (1年期国债利率) 目标为 0.25%	宣布相对审慎的削减购债计划, 每个季度减少月度购债规模4000亿日元
2025-01	短期利率 (1年期国债利率) 目标为 0.50%	/
2025-12	短期利率 (1年期国债利率) 目标为 0.75%	按既定国债减购计划执行, 2026年1—3月月度购债规模约2.9万亿日元。
2026-01	短期利率 (无担保隔夜拆借利率) 目标维持在0.75%左右	/
2026-03	短期利率 (无担保隔夜拆借利率) 目标维持在0.75%左右	/
2026-04	短期利率 (无担保隔夜拆借利率) 目标维持在0.75%左右	2026年4—6月, 月度国债购买规模约2.7万亿日元; 从该季度开始, 每个季度将“月度购债规模”下调约2000亿日元。
2026-06	短期利率 (无担保隔夜拆借利率) 目标上调至1.0%左右	2027年4月起暂停国债减购, 月度国债购买规模维持在约2万亿日元

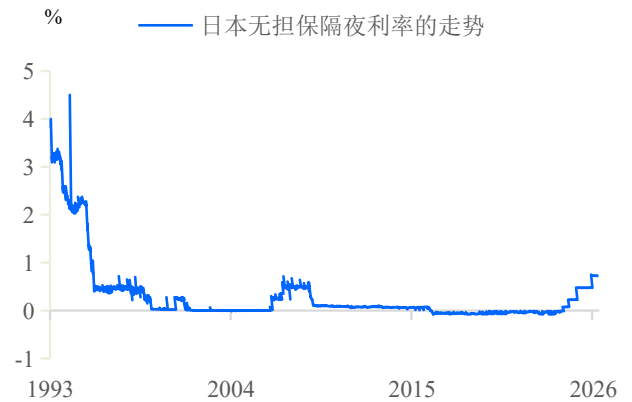
数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图2：日本通胀持续黏性



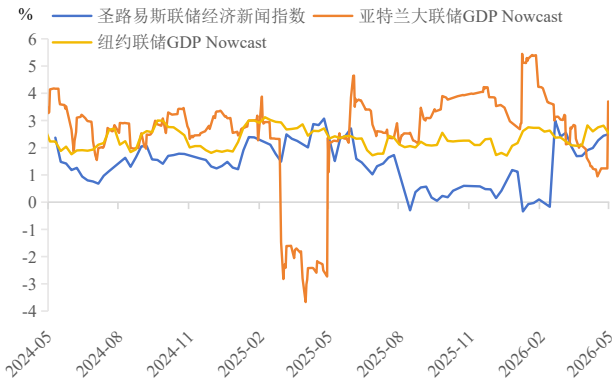
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3：日本政策利率上升至 1995 年以来高位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：地方联储上调美国经济增速预测



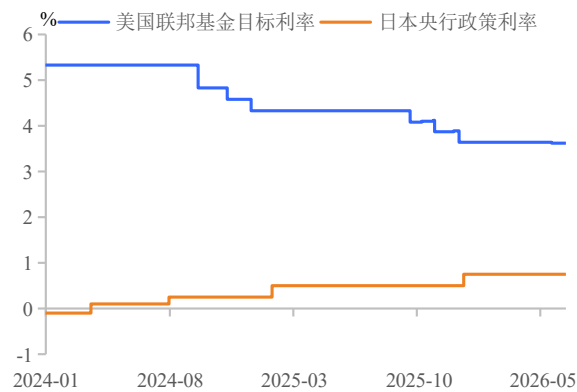
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图5：市场预期美国经济进一步增长



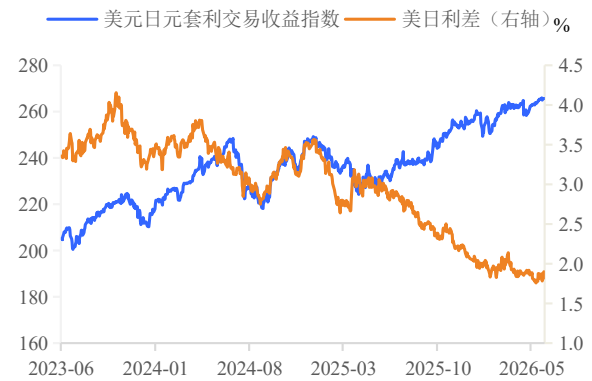
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6：美日货币政策周期错位，利率悬殊仍旧较大



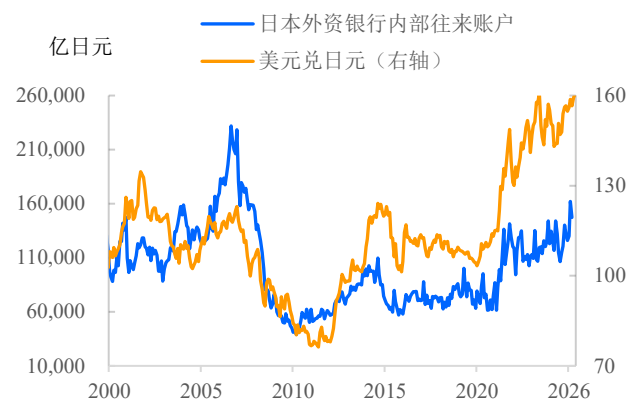
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：套息交易的吸引力与盈利空间仍存



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：日本外资银行内部往来账户规模回落



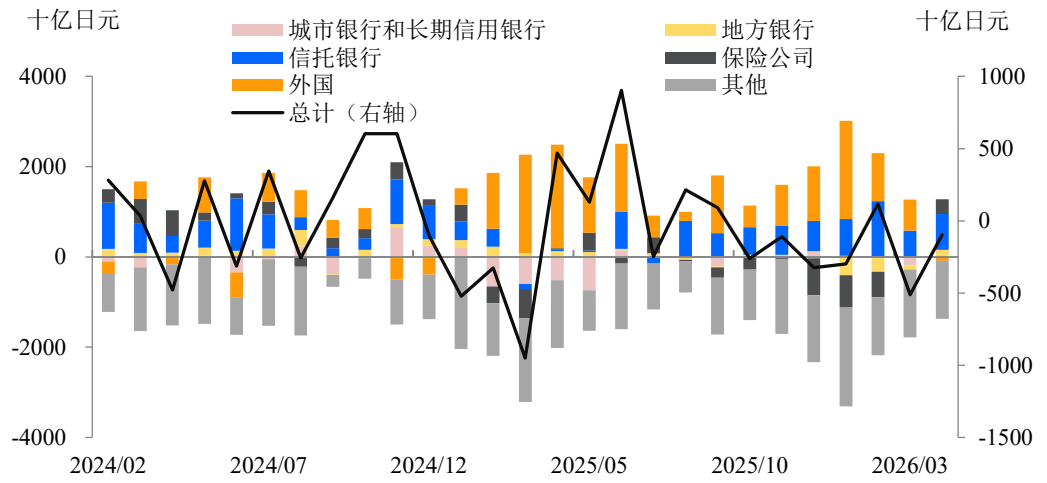
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：日元空头持仓数量增加，但规模还不极端



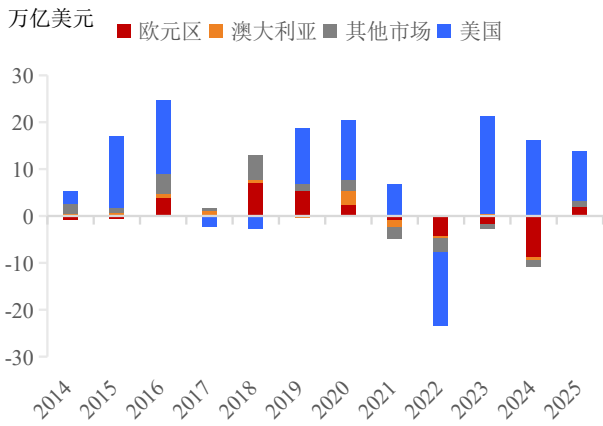
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：日本超长期国债净流入额



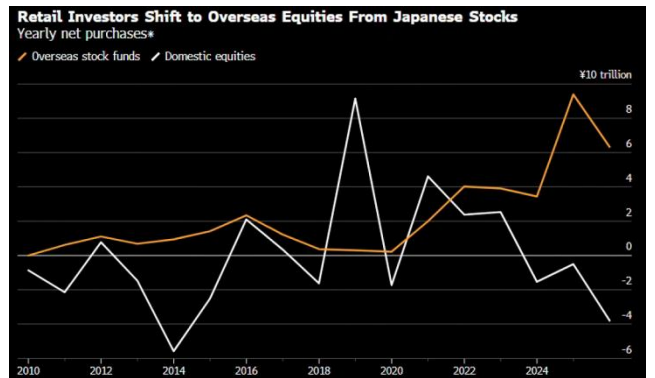
数据来源：Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

图11：日本投资者仍旧大幅配置美元资产



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图12：散户投资者对海外资产的需求依然旺盛



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>