

多资产周报

日元升值与套息交易平仓压力

核心观点

日元升值与套息交易平仓压力。本周日元大幅走强，市场对日本央行9月加息预期概率升至99%，日元兑美元在160关口震荡。本轮日元升值核心驱动力是日本央行鹰派信号升级。鹰派委员打破0.25%的常规加息步长，释放超预期加息信号，行长植田和男未反驳市场高加息预期。自2025年初以来日本央行已三次加息，彻底打破市场对日本长期低利率的固有认知。叠加日本财政扩张与货币紧缩的政策背离、中东能源冲击推升全球通胀，日债期限溢价抬升，持续压缩日元套息交易收益，加速货币政策正常化进程。日元加息与升值引发全球资产重定价，日本长短债收益率涨幅远超美债，凸显加息预期的核心驱动作用。其通过三条路径影响全球市场：一是日元套息交易平仓，冲击亚太高流动性敏感资产，A股半导体、港股、韩股承压，但当前亚洲经济体抗风险能力大幅提升，无金融危机式脆弱性；二是日债大跌带动全球长债抛售，融资成本上行重塑资产定价，美债收益率走高将压制多数久期资产；三是套利资金切换令人民币面临微妙格局，短期利好离岸人民币流动性，中长期或压制人民币升势。后续市场走势核心看9月两大央行议息会议。日本央行若超预期加息，将触发第二轮套利平仓、压制全球风险偏好；美联储若按兵不动，日元升势或阶段性缓和。叠加9月债市季节性弱势、巨额期权到期与密集央行决议落地，全球市场波动率或将显著回升。

多资产图景：

整体收益方面，本周（8月29日至9月5日），权益方面，沪深300下跌1.33%，恒生指数上涨0.26%，标普500上涨0.09%；债券方面，中债10年下跌1.46BP，美债10年上涨5BP；汇率方面，美元指数下跌0.53%，离岸人民币升值0.36%；大宗商品方面，SHFE螺纹钢上涨0.29%，伦敦金现下跌3.23%，伦敦银现下跌4.88%，LME铜下跌1.13%，LME铝上涨2.19%，WTI原油上涨9.69%。

资产比价方面，本周金银比数值为66.07，较上周上升1.13；铜油比数值为157.1，较上周下降17.19；铜螺比数值为34.5，较上周下降0.16；金铜比数值为0.31，较上周下降0.01；股债性价比数值为4.18，较上周上升0.03；AH股溢价数值为123.1，较上周上升0.31。

库存方面，最新一周原油库存为44710万吨，较上周下降259万吨；螺纹钢库存为505万吨，较上周下降5万吨；阴极铜库存为63000吨，较上周下降9428吨；电解铝库存为74万吨，较上周下降3万吨。

资金行为方面，最新一周美元多头持仓28240张，较上周下降802张，空头持仓11215张，较上周上升855张；黄金ETF规模3382万盎司，较上周上升31万盎司。

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 010-88005483
shaoxingyu@guosen.com.cn
S0980523070001

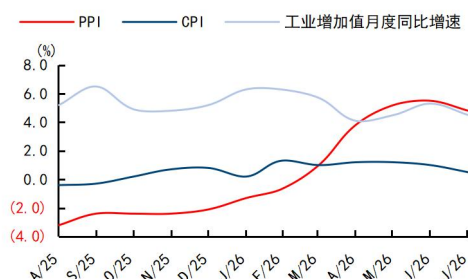
证券分析师：田地 0755-81982035
cntiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

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	-6.70
社零总额当月同比	0.60
出口当月同比	23.90
M2	7.70

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-煤炭价格持续上行》——2026-08-30
- 《宏观经济周报-政策集中落地，内需何时回暖？》——2026-08-30
- 《多资产周报-长端美债压力巨大》——2026-08-23
- 《宏观经济周报-财政释放发力信号》——2026-08-22
- 《多资产周报-资金零投放与债市新高》——2026-08-17

内容目录

周度观察：日元升值与套息交易平仓压力	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	8

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	7
图13: 黄金 ETF 规模变化	7

周度观察：日元升值与套息交易平仓压力

本周日元持续大幅走强，日本央行9月加息预期升至99%附近，日元兑美元在160关口附近波动，日本长债收益率集体创数十年新高：10年期国债突破3.01%、为1996年9月以来首次站上3%，30年期国债升至4.14%、为该期限1999年首发以来历史新高。

本轮日元升值的直接驱动是日本央行鹰派信号的强化。鹰派委员高田创打破0.25%步长惯性，明确表态下次加息幅度未必是0.25个百分点，暗示存在超预期加息可能；植田和男未反驳市场99%的加息概率定价。背后是日本货币政策正常化加速，日本央行自2025年初以来已连续加息三次，本轮则是市场对日债永远低利率信仰的集体瓦解。日本货币条件的正常化，意味着长期充当全球廉价融资来源的日元成本上行，套息交易的息差收益被系统性压缩。叠加日本财政扩张与货币紧缩的背离（下一财年预算支出创历史新高、央行却加速加息），以及中东能源供给冲击推升全球通胀预期，长端期限溢价系统性抬升，进一步挤压日元套息交易的收益空间。

日元升值与加息预期升温，触发套息交易的再定价。全球债市同步抛售中，日本10年期与2年期国债上行幅度（15bp、23bp）远超美国（2年期仅5bp），反映加息预期是日本债市的核心驱动。日元升值通过三条路径向全球资产传导。其一，套息交易平仓冲击亚太风险资产：日元是传统套息融资货币，其升值迫使高杠杆套利头寸平仓，高估值科技、半导体、港股等对流动性敏感的资产首当其冲，韩股大跌、A股半导体承压；但与1997年亚洲金融危机不同，当前亚洲经济体已从资本净进口国转为净输出方，面临的不是资本外逃与货币崩盘的金融脆弱性，而是对美AI硬件热潮的需求脆弱性。其二，日债收益率飙升是全球长债抛售的一环，期限溢价抬升通过融资成本上升传导至全球资产定价锚，若美国10年期美债突破5%心理关口，或触发市场避险；美债作为全球风险资产定价锚，其上行同时压制黄金以外的久期资产。其三，人民币面临套利替代的微妙处境：若套利资金转向人民币，短期支撑离岸人民币流动性需求，但中长期削弱人民币升势，考验央行对这类交易的容忍度。

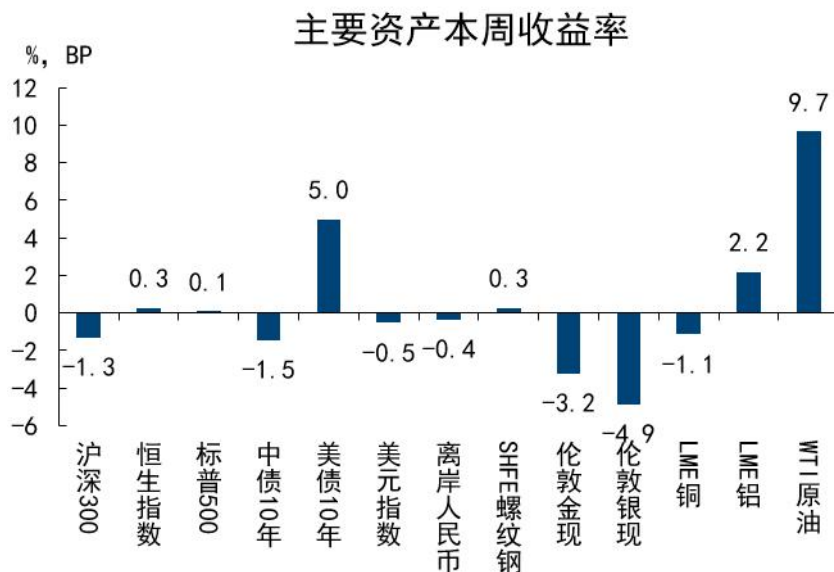
往后看，日元升值的持续性与烈度取决于两个9月议息窗口：9月17日至18日日本央行议息是否突破25bp、9月16日至18日美联储议息是否加息及幅度。若日央行加息超预期、突破25bp，可能引发套利资金快速平仓的第二波冲击，全球风险偏好将再度承压；若沃勒式鸽派信号延续、美联储按兵不动，美日利差收窄预期降温，日元升势或阶段性缓和。此外，9月历史上是全球债券表现最差的月份，叠加9月18日6.2万亿美元期权到期与各国央行议息密集落地，波动率或显著回归。

多资产图景

1、整体收益率

本周（8月29日至9月5日），权益方面，沪深300下跌1.33%，恒生指数上涨0.26%，标普500上涨0.09%；债券方面，中债10年下跌1.46BP，美债10年上涨5BP；汇率方面，美元指数下跌0.53%，离岸人民币升值0.36%；大宗商品方面，SHFE螺纹钢上涨0.29%，伦敦金现下跌3.23%，伦敦银现下跌4.88%，LME铜下跌1.13%，LME铝上涨2.19%，WTI原油上涨9.69%。

图1: 大类资产整体（债券类为BP，其余为%）

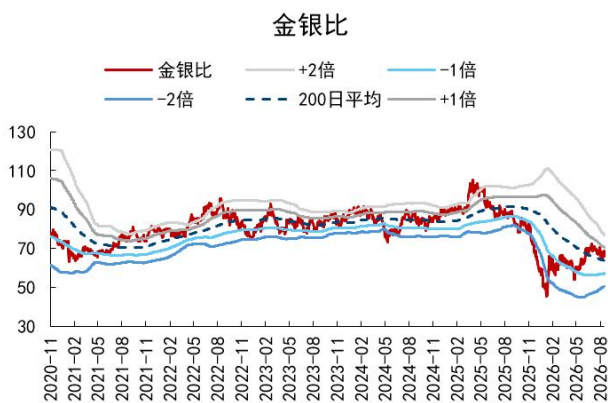


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2、资产比价

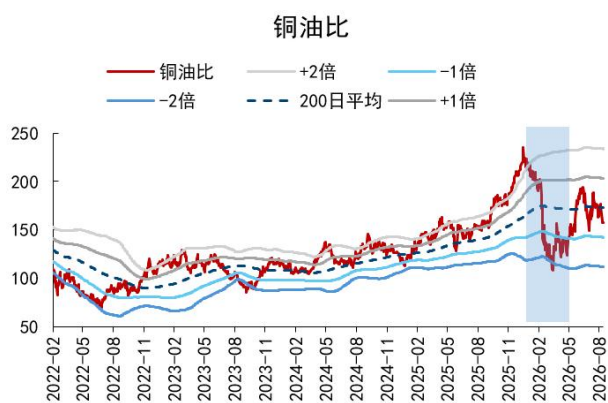
本周金银比数值为 66.07, 较上周上升 1.13; 铜油比数值为 157.1, 较上周下降 17.19; 铜螺比数值为 34.5, 较上周下降 0.16; 金铜比数值为 0.31, 较上周下降 0.01; 股债性价比数值为 4.18, 较上周上升 0.03; AH 股溢价数值为 123.1, 较上周上升 0.31。

图2: 伦敦现货黄金白银比价



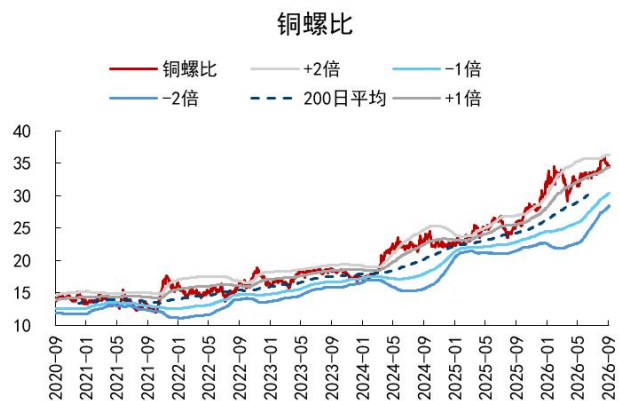
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: LME 铜与 WTI 原油比价



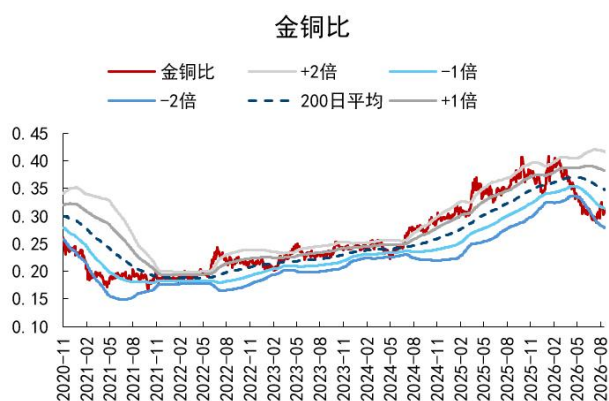
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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



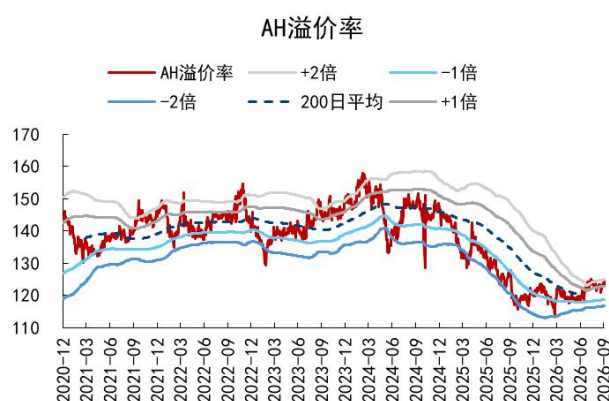
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

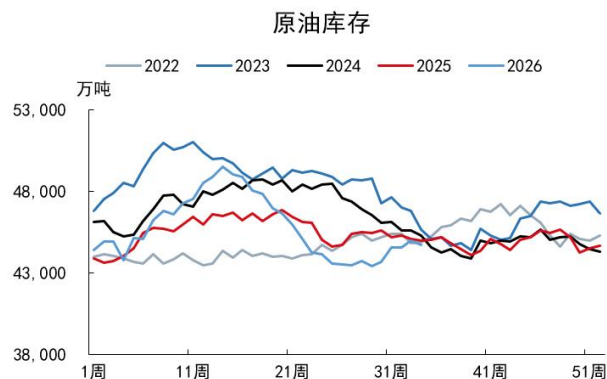


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

3、库存

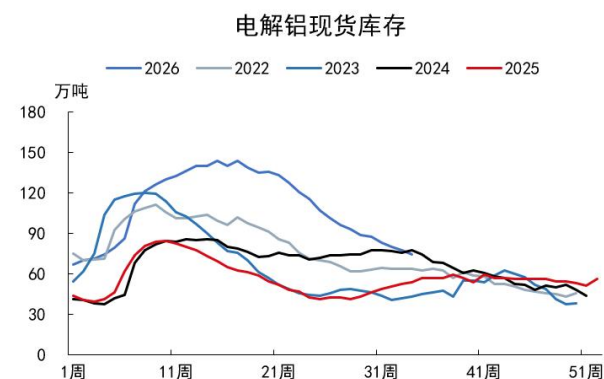
最新一周原油库存为 44710 万吨，较上周下降 259 万吨；螺纹钢库存为 505 万吨，较上周下降 5 万吨；阴极铜库存为 63000 吨，较上周下降 9428 吨；电解铝库存为 74 万吨，较上周下降 3 万吨。

图8: 美国原油库存



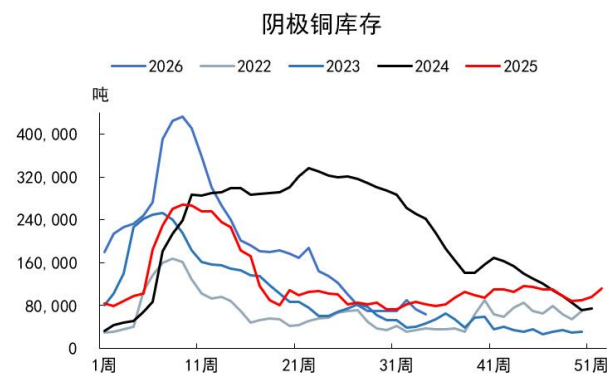
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 电解铝库存



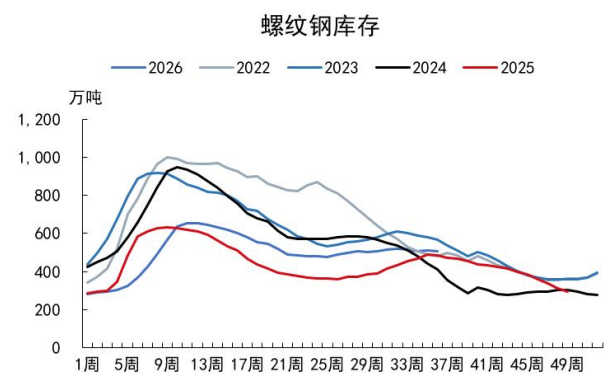
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

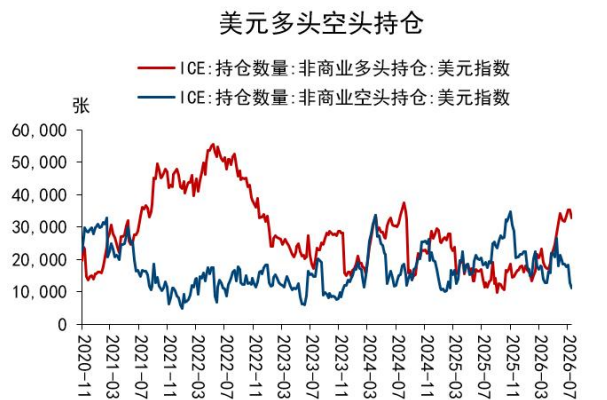


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4、资金行为

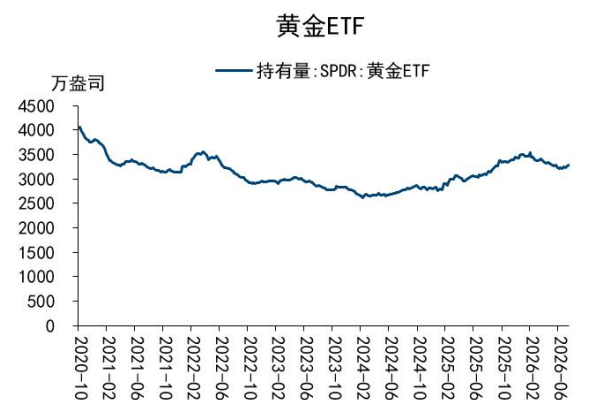
最新一周美元多头持仓 28240 张，较上周下降 802 张，空头持仓 11215 张，较上周上升 855 张；黄金 ETF 规模 3382 万盎司，较上周上升 31 万盎司。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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