

美日联合干预汇率影响及启示

证券研究报告 宏观研究报告 2026年9月2日

分析师：黄关伟

证书编号：S1080525090001

电话：0755-23838630

邮箱：huangguanwei@fcsc.com

本材料可能含有特权或未公开信息（含保密信息），任何
未经第一创业授权之阅读、使用、披露或转发均被禁止。

www.firstcapital.com.cn

目录 / CONTENTS

01 美日联合干预汇率事件

02 日元为何不断贬值

03 美日联合干预汇率的影响

04 对人民币走势启示

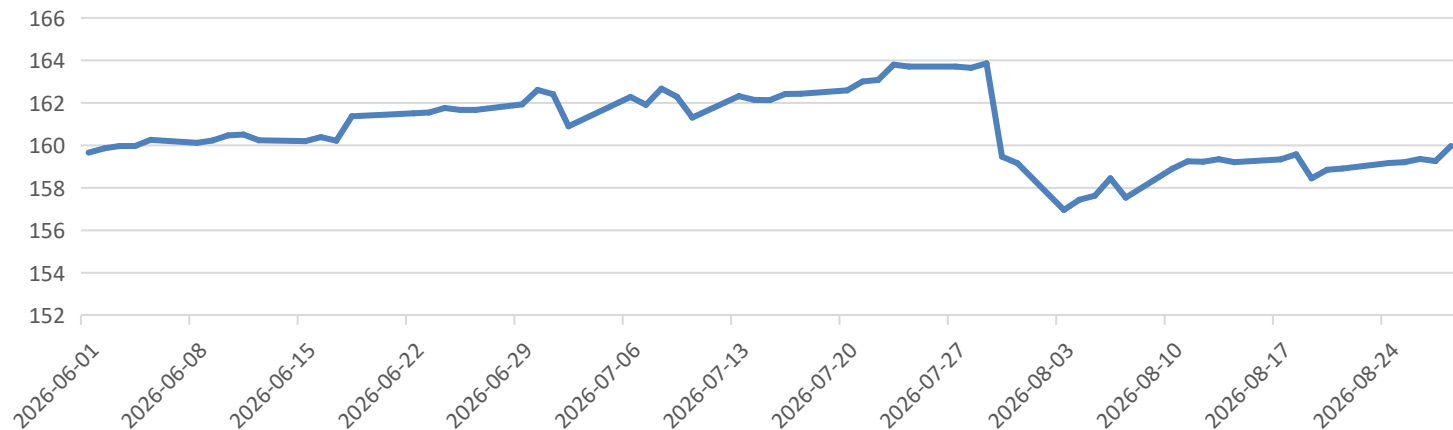
- 日元是全球融资货币，美日时隔15年再次联合干预外汇，释放出明显政策信号，全球金融市场对此保持关注。
- 日元汇率走势受到美日利差以及国际收支影响。虽然美日利差收窄，但利差空间仍足够满足套息交易需求。日银货币政策滞后，美日货币政策分化，是日元汇率疲弱的重要原因。
- 日本国际收支长期失衡。日本本土资源匮乏，货物与服务贸易逆差。本土投资机会少，企业与金融机构倾向于对外投资，资本净流出。日本对外投资规模虽然庞大，但收益留存海外再投资，未能回流本土。
- 美日联合干预外汇，短期造成日元升值，对全球金融市场资产配置造成影响，但中长期走势仍取决于美日货币政策以及日本国际收支基本面状况。
- 对于人民币而言，中美利差走阔但不阻人民币升值。人民币基本面与日元截然相反，我国出口增速强劲，国际收支稳健，在美元走弱的背景下，人民币仍处于升值通道。

风险提示：美日财政货币政策发生变化，地缘政治事件风险

事件：美日时隔15年再次联合干预汇率

- 8月3日，日本财务大臣片山皋月确认，美日两国联合干预外汇市场。这是美日时隔15年再次联合干预日元。本次美日联合干预外汇的背景是日元持续贬值，截止7月末，美元兑日元汇率为163，创下1986年以来新高。日本确认干预外汇市场后，日元一度升值，但8月末下降至160左右。短期内美日干预汇率效果明显，但能否改变汇率趋势，市场对此较为关注。

图1：美元兑日元汇率

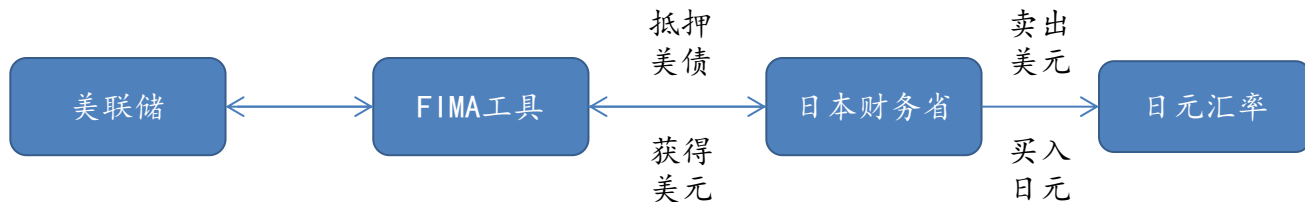


资料来源：Wind, 第一创业证券

本次美日联合干预汇率主要特点

- 本次美日联合干预汇率的方式：日本方面，直接抛售美元，买入日元；美国方面，则由纽约联储“卖出欧元，买入日元”。美国选择卖出欧元而非美元，主要是维护强势美元立场，避免直接抛售美元对美元指数造成影响。
- 美国通过FIMA回购工具向日本提供流动性支持。FIMA工具即外国和国际货币当局回购机制，外国央行可以通过该工具向美联储抵押美债获取美元融资。该工具本是疫情期间作为临时机制引入，后转为常设工具。通过FIMA回购，日本当局可不用抛售美债，即可获得美元流动性，干预日元汇率。

图2：美国通过FIMA工具向日本提供流动性



资料来源：Wind, 第一创业证券

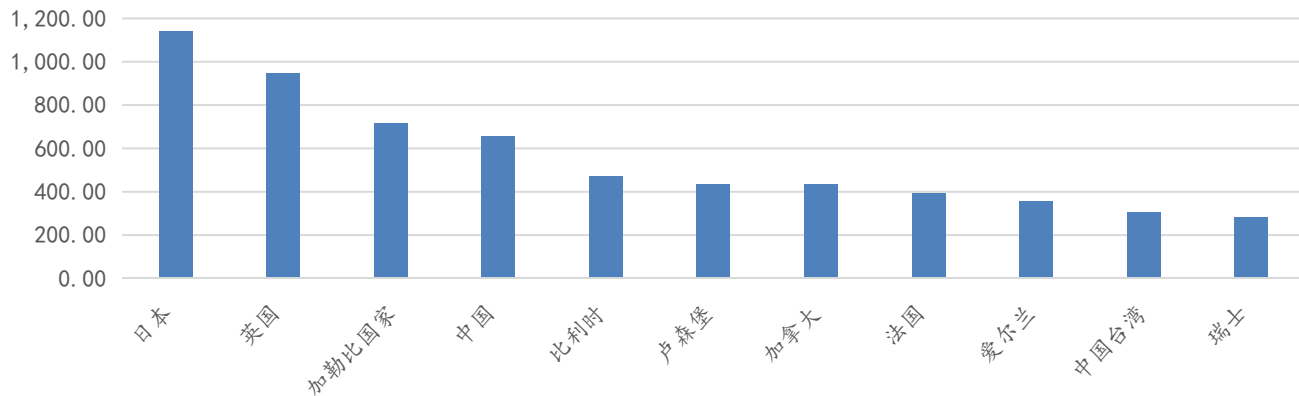
本次美日联合干预汇率主要特点

- 市场预计，7月30日当天日本干预规模为528亿美元，是日本历史上单日最大规模干预。7月30日~8月26日期间累计花费15.4万亿日元（约合964亿美元）干预汇市，创下单月干预规模历史纪录。另外，2026年4-5月日本干预规模732亿美元，今年迄今合计干预规模超1600亿美元。本次干预美国配合实质性参与，而非口头上的“汇率检查”，更具有信号意义。
- 后续来看，由于FIMA工具对于单一对手方有600亿美元的额度限制，目前数据显示，FIMA的平均余额为零，日本尚未动用该工具，但该工具额度对于日本干预规模而言较为有限。美国财政部长贝森特表示，美联储考虑扩大FIMA回购池规模是合理的，有意为日元干预提供更多弹药。

美国为何支持日本干预汇率？

- 美国为何支持日本干预汇率？特朗普总统表示，出手支撑日元汇率“有经济利益，也利好世界经济”。实际上美国主要动机是防止日本为支撑汇率抛售美债。日本是美国国债最大的外国持有人，若日元汇率无序贬值，日本干预汇率的压力增大，存在被迫抛售美债买入日元的可能性，届时美债利率将会飙升，对美国财政部融资形成压力。截止2026年5月，日本持有美国国债1143亿元，占外国持有美国国债余额13%。

图3：外国持有美国国债余额（亿美元）

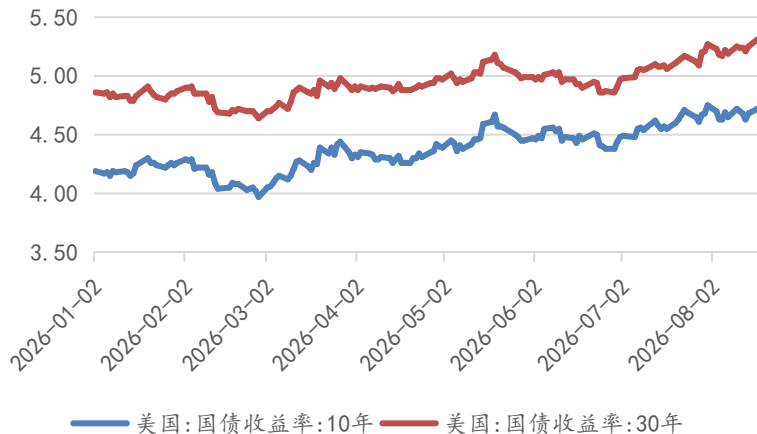


资料来源：Wind, 第一创业证券

美国为何支持日本干预汇率？

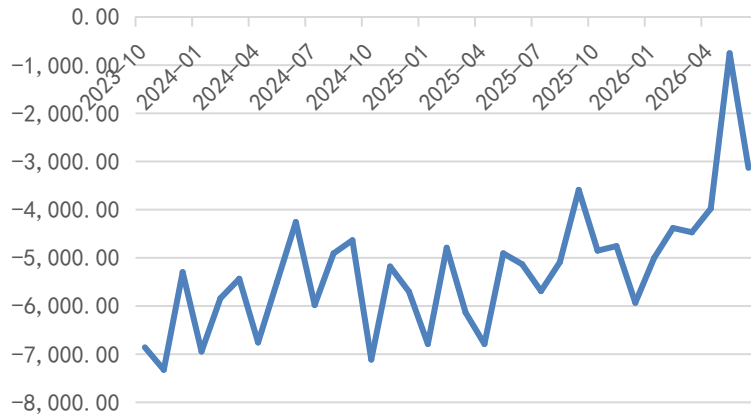
- 今年以来，受到美伊战争影响，原油价格推高通胀，美国10年国债突破4.7%，较年初上行50BP，而30年国债突破5.3%，创下2007年以来新高。在美债利率高企的背景下，美国财政部有动力联合日本维护汇率市场稳定，防止日本抛售美债进一步推高美债利率。
- 从贸易角度看，美国与日本是重要贸易伙伴，贸易逆差额常年位居前列，日元贬值将扩大日本商品价格优势，对缩小贸易逆差不利，抵消美国关税政策效果，因此支持日元回升与美国贸易政策诉求相符合。

图4：美国国债收益率（%）



资料来源：Wind, 第一创业证券

图5：美国对日本贸易逆差额（百万美元）

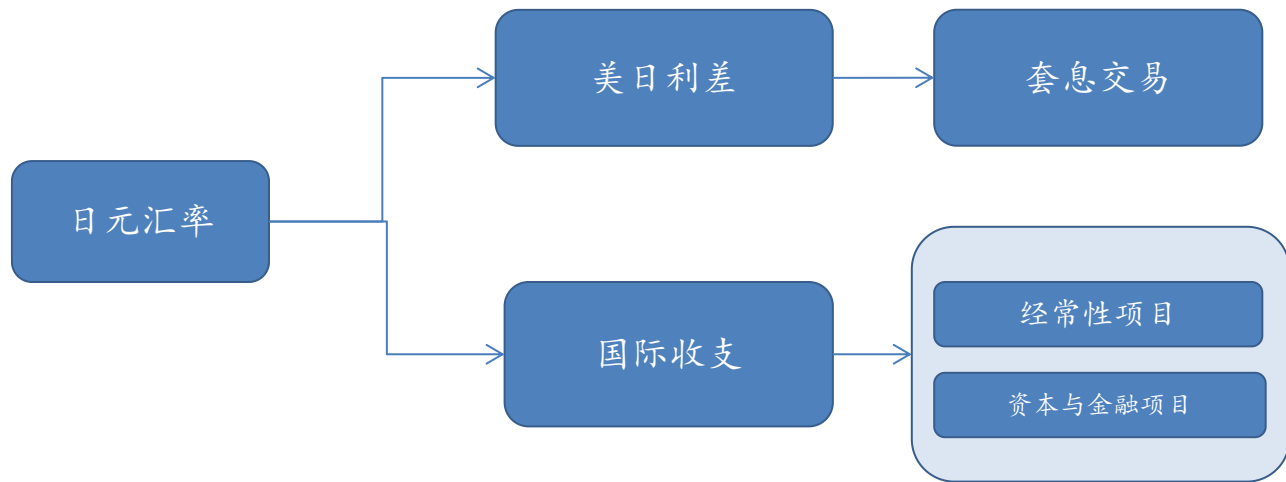


资料来源：Wind, 第一创业证券

为何日元不断贬值？

- 日元汇率走势受到美日利差以及国际收支共同影响。其中美日利差导致的套息交易对日元短期走势影响较大，国际收支情况则对日元汇率中长期走势产生重要影响。

图6：日元汇率影响因素

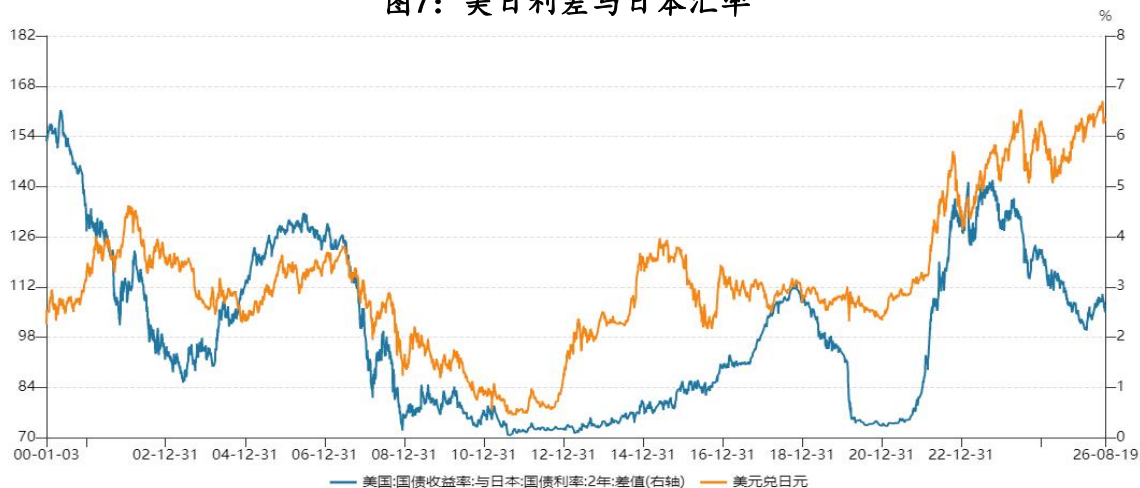


资料来源：Wind, 第一创业证券

美日两国货币政策差异影响日元走势

- 日元汇率走势总体上与美日利差呈现正相关，美日利差扩大，日元呈现贬值，美日利差缩小，日元则升值。日元作为全球融资货币，其套息交易规模庞大，投资者借入低利率日元，买入高利率美元资产，然后在外汇市场上对冲汇率变动，获取固定回报。
- 由于日本长期实施宽松货币政策，政策利率几乎接近于零，因此美日利差更多受到美联储货币政策影响，美联储货币政策变动对日元走势影响较大。

图7：美日利差与日本汇率



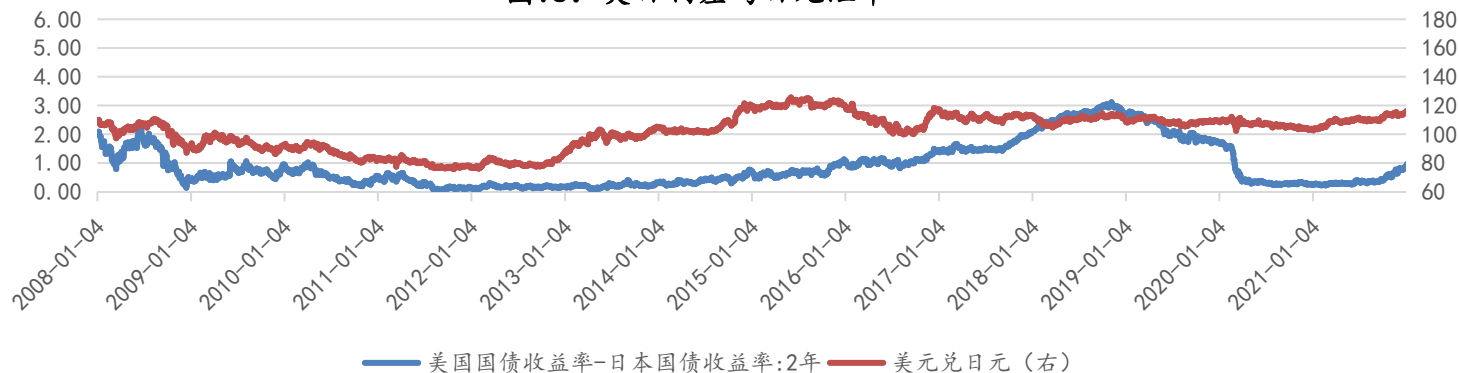
资料来源：Wind，第一创业证券

数据来源：Wind

历史上美日利差与日元汇率关系

- 2008-2012年，受到全球金融危机影响，美联储实施量化宽松货币政策，美国联邦基金利率从4%以上下降至0附近，导致美日利差几乎没有空间，套息交易无利可图，美元兑日元价格走低，日元呈现升值走势。
- 2013年后，美联储缩减购债规模，美债利率上升，而日本仍实行宽松货币政策，扩大买债规模。美日货币政策出现典型分化，至2014年末，美日2年国债利差扩大至70BP，套息交易放大，日元汇率贬值至120。
- 2015年后美联储重启加息，而日本实行负利率以及YCC货币政策，美日利差进一步扩大。此时套息交易已经达到极致，日元汇率转向震荡。但市场一旦遇到风险事件（如2016年英国脱欧，2019年贸易战），套息交易平仓，导致日元出现短时间的升值。

图:8: 美日利差与日元汇率

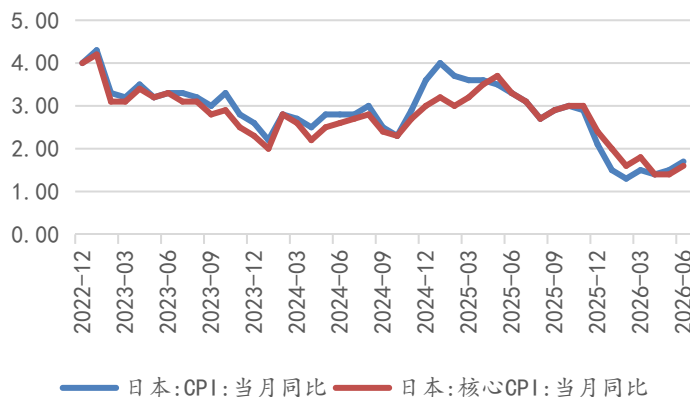


资料来源: Wind, 第一创业证券

历史上美日利差与日元汇率关系

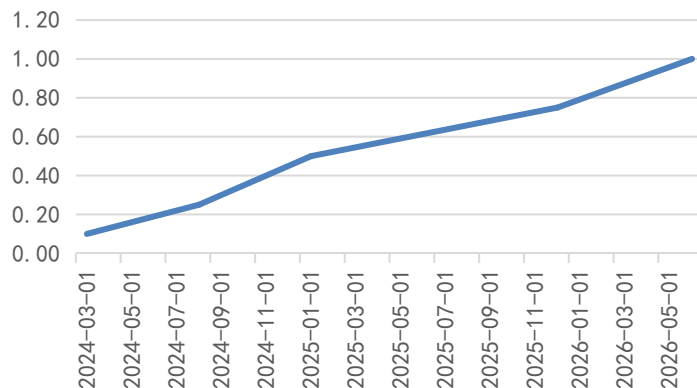
- 2022年后，受全球通胀上升影响，日本CPI回升至4%以上。2024年3月日本退出负利率与YCC，政策利率回升。但美联储货币紧缩力度更强，加息至5.25%-5.5%，美日利差迅速拉大。日元汇率从120贬值至160。日本央行虽然开始收紧货币政策，但进度明显较缓，远落后于美联储，无法阻挡日元贬值趋势。

图9：日本CPI与核心CPI同比（%）



资料来源：Wind，第一创业证券

图10：日本央行政策利率（%）

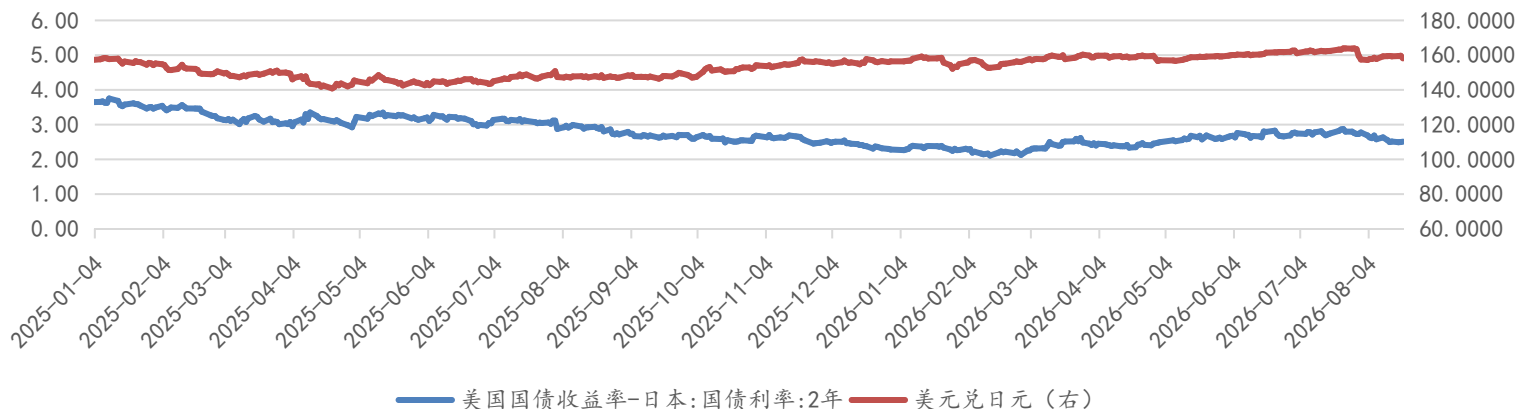


资料来源：Wind，第一创业证券

近一年美日利差收窄，但不阻碍日元贬值

- 2025年后日本货币政策继续朝正常化发展，多次连续加息至1%。而随着通胀见顶，美联储开始降息，美日利差再次收窄，然而日元汇率仍维持贬值走势，利差与汇率出现背离。
- 利差收窄，但绝对水平仍可观。日本利率虽然上升，但日元仍是全球发达国家中利率最低的货币，日元的融资货币地位尚未改变，套息交易仍有利可图。到2026年7月末，美联储政策利率3.50% - 3.75%、日银1.0%，短端仍有250 - 275bp利差；10Y美日债分别为4.75%、2.8%，长端约200bp利差。

图11：美日利差与日本汇率

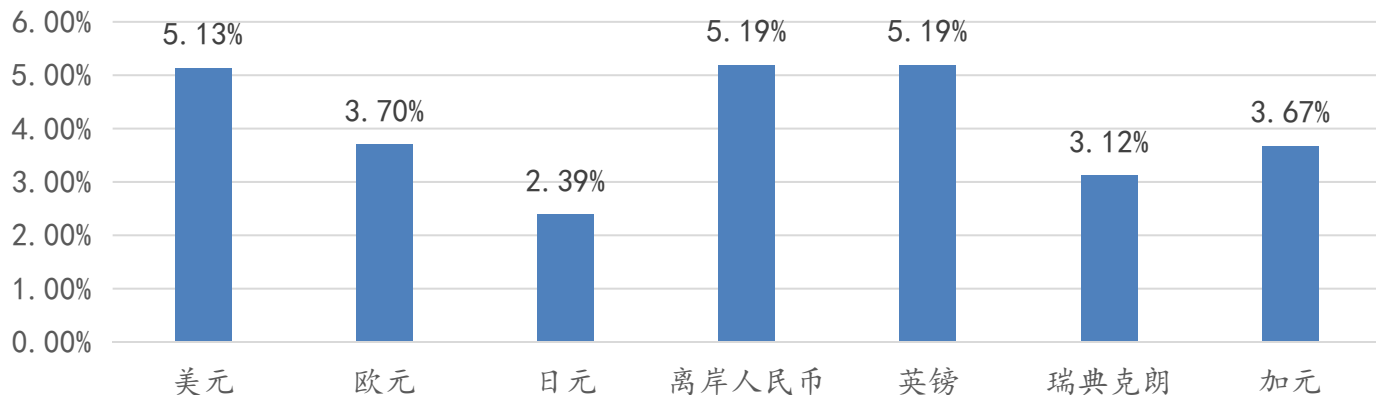


资料来源：Wind, 第一创业证券

股票牛市强化套息交易，驱动日元贬值

- 股票市场上，投资者低成本借入日元，然后兑换成美元，购买人工智能相关股票。由于人工智能带来股票牛市，套息交易投资者一方面在股票头寸上获得盈利，另一方面日元贬值，投资者可以归还更少的美元，双边盈利。过去一年借日元买美股成为最受欢迎的套息交易之一，套息交易反过来进一步推动日元贬值，形成正向循环。

图12：经纪商保证金融资利率



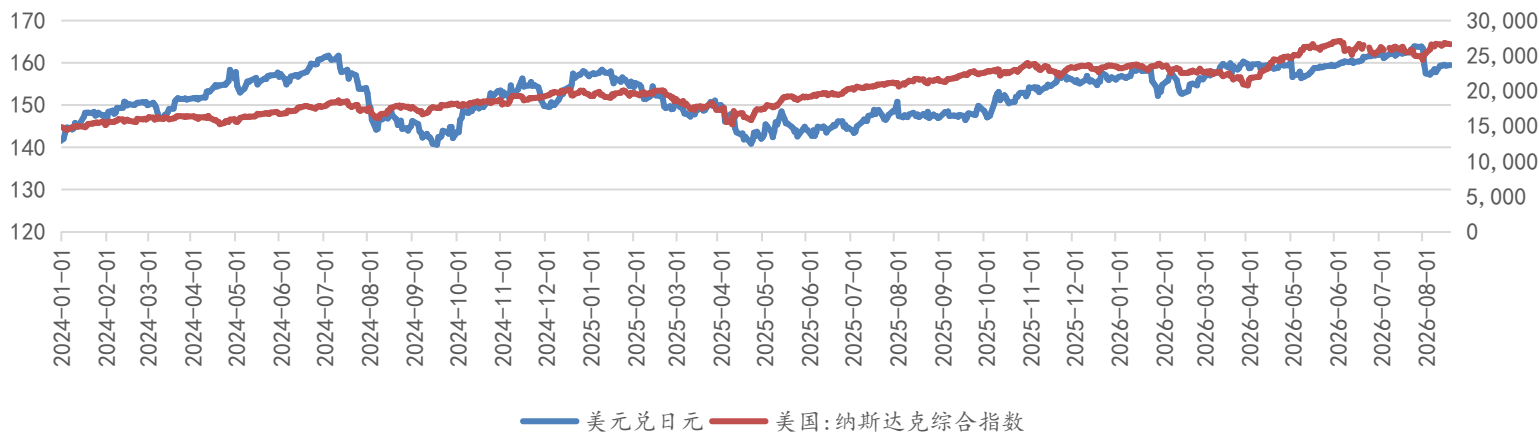
注：某经纪商主流货币融资1000单位的融资利率，如融资1000美元的融资利率为5.13%。截至2026年8月18日

资料来源：Wind, 第一创业证券

股票牛市强化套息交易，驱动日元贬值

- 美国纳斯达克指数走势与日元走势存在较强的相关性。当纳斯达克指数走强，日元往往贬值，当纳斯达克走弱，日元通常升值。本轮日元贬值始于2025年三季度，2026年6月贬值幅度加大，反映近两年来两轮AI科技股票牛市相对应，从中也可以看出股票市场套息交易可能是日元贬值的重要推手。

图13：日元汇率与纳斯达克指数

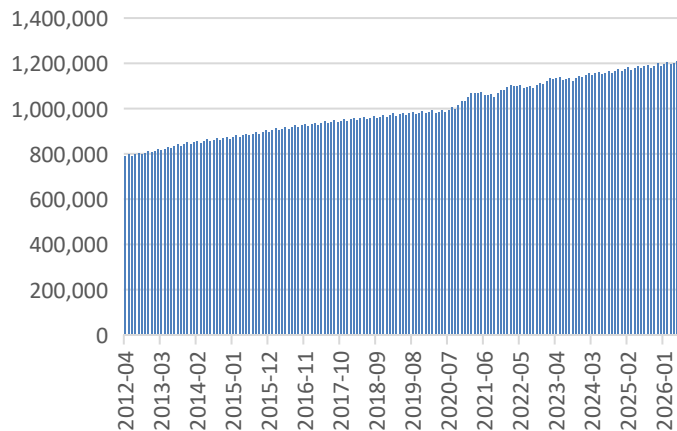


资料来源：Wind, 第一创业证券

日本财政扩张，货币政策收紧受制约

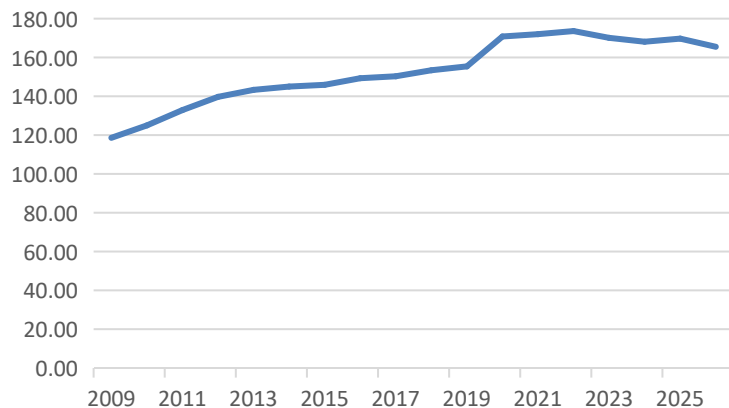
- 日本政府债务规模庞大，截至2026年6月末，日本国债未偿还余额高达1298万亿。2025年末日本政府债务率为165.50%，在主要经济体中处于首位。受到庞大的债务规模制约，日本货币政策加息成本较高。提升利率导致日本政府利息负担加重，进一步加大了债务压力。因此日本货币政策只能采取缓慢加息节奏，当前日本政府政策利率仍显著低于通胀水平，实际利率仍较低。

图14：日本国债未偿还余额（十亿日元）



资料来源：Wind, 第一创业证券

图15：日本政府债务率（%）

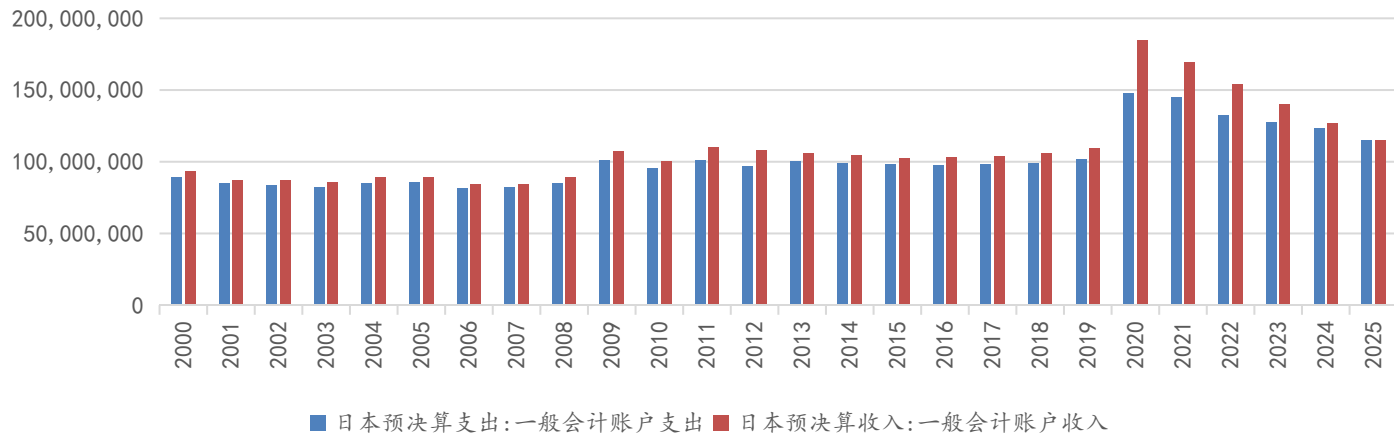


资料来源：Wind, 第一创业证券

日本财政扩张，货币政策收紧受制约

- 日本高市早苗政府上台后，推行扩张型的财政政策。根据日本财务省公布，高市早苗内阁提出的2026财年（2026年4月至2027年3月）预算规模达122.3万亿日元，远超2025财年的115.2万亿日元。为弥补财政收支缺口，高市内阁拟扩大发行国债。
- 日本在高通胀的背景下扩大财政支出，或导致日本政府债务负担加剧，市场对日本政府债务的可持续性担忧，国债风险溢价上升，投资者抛售日债与日元，日本国债利率回升的同时，日元走向贬值。

图16: 日本预决算收支（百万日元）

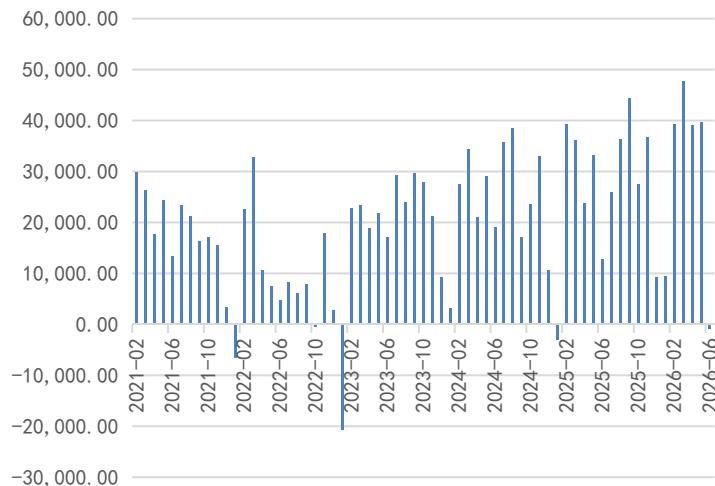


资料来源: Wind, 第一创业证券

日本经常账户货物服务贸易常年逆差

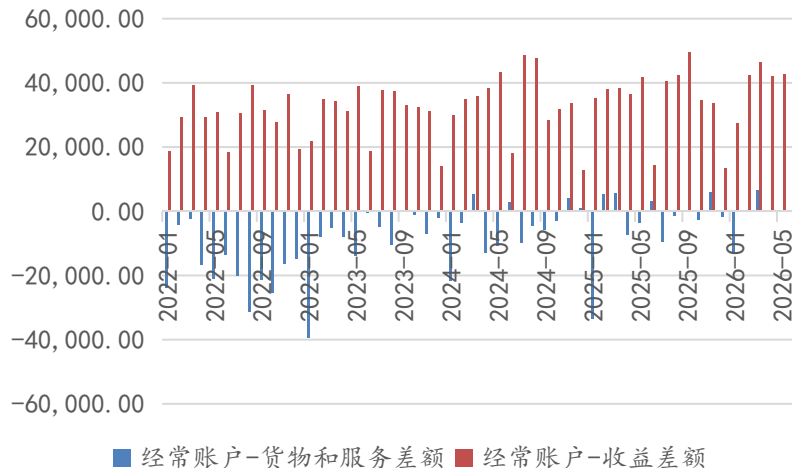
- 从日本国际收支情况来看，经常账户货物服务贸易常年保持逆差。日本经常账户差额为正，但是绝大部分来源于收益顺差，即日本对外投资获得的收益。收益顺差并不意味着资金会回流至日本国内，反而日本的企业倾向于将投资收益留存海外再投资，并没有形成日元买盘。而货物服务贸易账户，呈现资金净流出。由于日本本土资源匮乏，对海外资源商品依赖较高，因此进口需求较大，造成贸易逆差。

图17：日本经常账户差额（亿日元）



资料来源：Wind，第一创业证券

图18：货物服务与收益差额（亿日元）

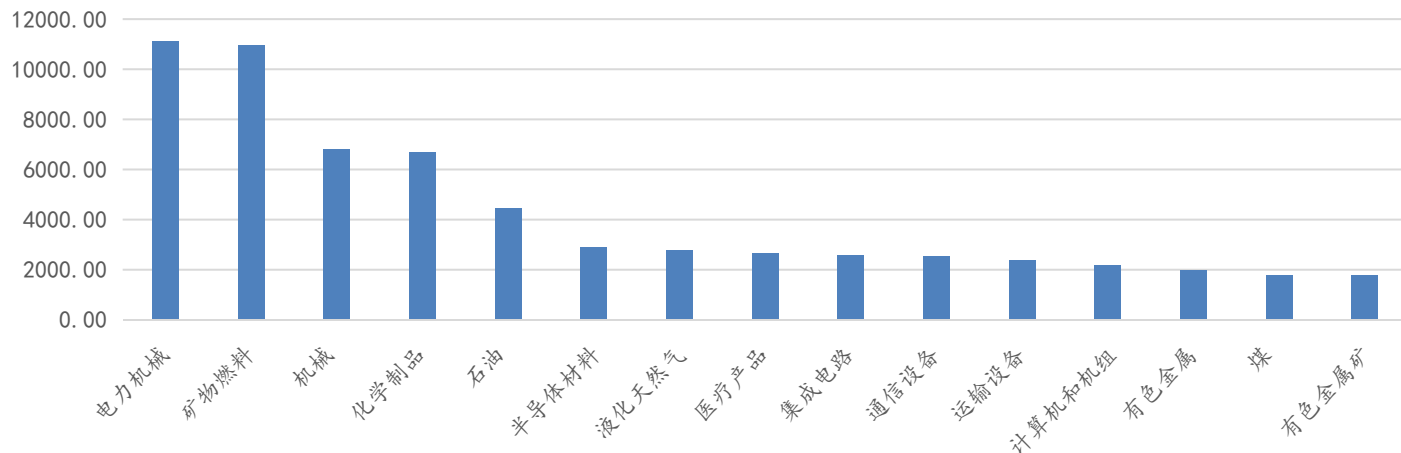


资料来源：Wind，第一创业证券

大宗商品价格上涨加大日本贸易逆差

- 2026年以来，大宗商品价格上涨对日本贸易账户形成压力。日本进口产品中，石油天然气等能源产品、化工原材料、有色金属矿物、半导体材料等位居前列。受到中东战争影响，原油价格大幅上涨，而日本原油全部依赖进口，进口成本上升明显，化工制品成本也随之上升。人工智能带动有色金属、半导体材料等产品价格上涨，也对日本电子行业进口成本造成影响。

图19：2026年上半年日本进口商品金额（亿日元）



资料来源：Wind, 第一创业证券

原油价格与日元汇率关系

- 从日元汇率与原油价格相关性来看，原油价格上涨通常对应日元贬值。一方面，原油价格上涨导致欧美发达国家通胀上升，货币政策收紧，日元加速流出本土，导致日元贬值。另一方面，原油价格上涨加剧贸易逆差，提高国内居民生活成本，也有利于日元贬值。

图20：原油价格与日元汇率

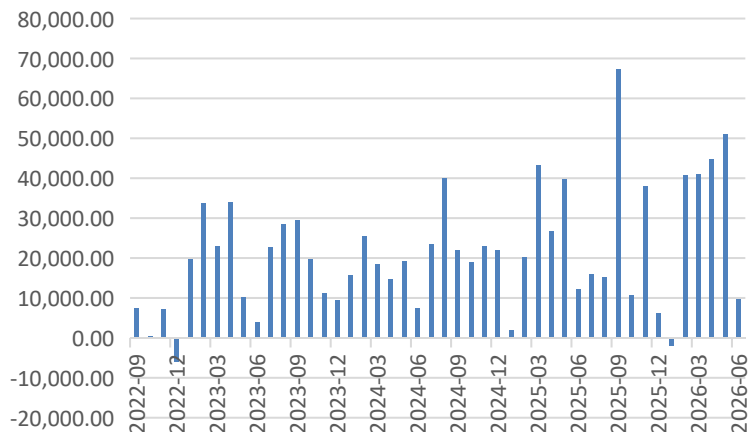


资料来源: Wind, 第一创业证券

日本金融账户长期资本外流

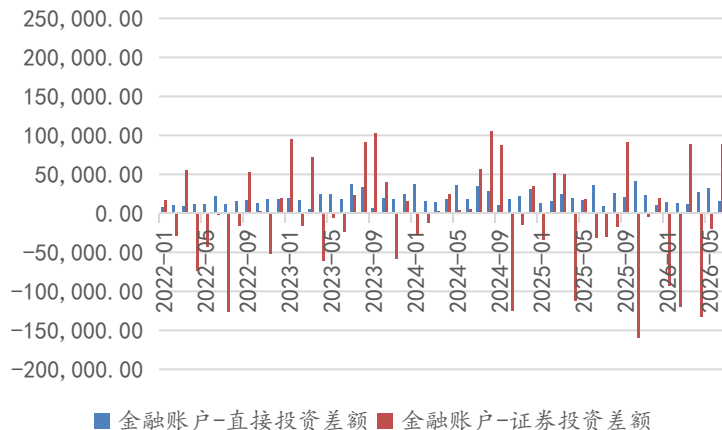
- 从金融账户来看，日本金融账户常年保持资本净流出。其中直接投资账户资金流出较为稳定，证券投资账户受资本市场影响，资本流出情况存在波动。由于日本本土投资机会较少，企业向海外扩张，对外产业投资规模较大，2025年直接投资差额达到25万亿日元。同时，日本企业将海外投资利润留存海外再投资，并未回流本土，2025年收益再投资差额达到11万亿日元。企业对外直接投资是日本金融账户长期净流出的主要原因。

图21：日本金融账户差额（亿日元）



资料来源：Wind, 第一创业证券

图22：日本金融账户差额（亿日元）

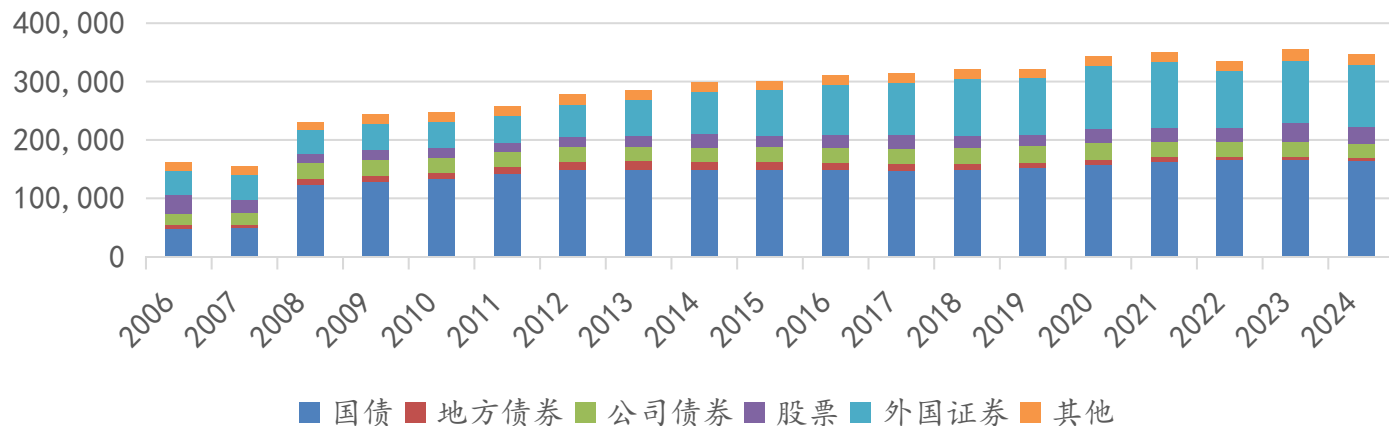


资料来源：Wind, 第一创业证券

日本国内投资机会少，居民与金融机构对外投资

- 日本国内利率较低，金融机构投资国内固定收益产品收益有限，因此大量资金投向外国证券。以日本寿险公司资金运用情况为例，外国证券投资占有价证券投资的30%，其中绝大部分是债券。当前日本与欧美国家利差虽然收窄，但利差仍十分可观，叠加日元贬值幅度，投资外国债券收益明显。日本实施个人储蓄账户制度，给予一定期限以及额度内投资免税优惠，鼓励居民进行长期投资，居民对外国证券投资规模也较大。金融机构以及居民海外证券投资也导致金融账户资本外流。

图23：日本寿险公司有价证券投资规模（十亿日元）

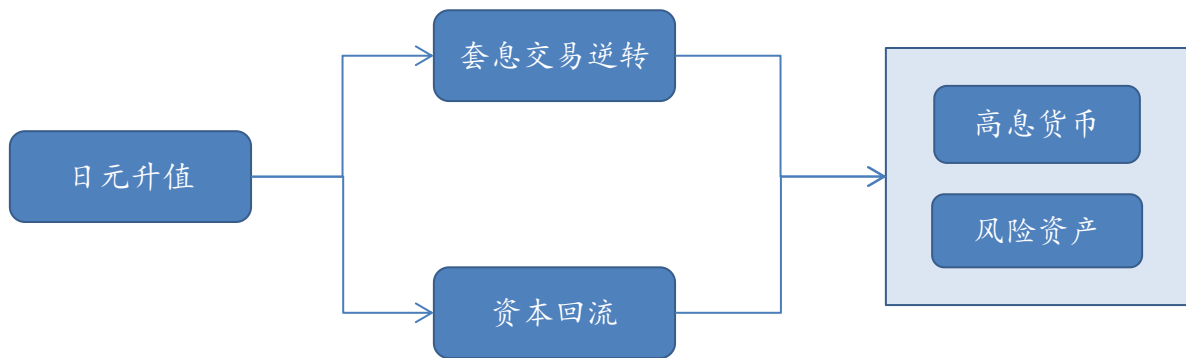


资料来源：Wind, 第一创业证券

日元升值对资产配置影响路径

- 套息交易逆转。日元作为全球融资货币，日元若走向升值通道，将对全球风险资产造成影响。升值幅度加大，偿还日元成本上升，套息交易失效。投资者被迫抛售美债、美股等风险资产，买回日元还款。高息货币将会下跌，科技股首当其冲。
- 日本资本回流。日本金融机构如养老金、保险公司、基金公司等，大量资金投向海外市场获取高收益。若日元升值，海外投资或面临亏损，金融机构将资金撤回日本国内，对日本本土资产形成利好，但对海外资产不利。

图24：日元升值影响路径

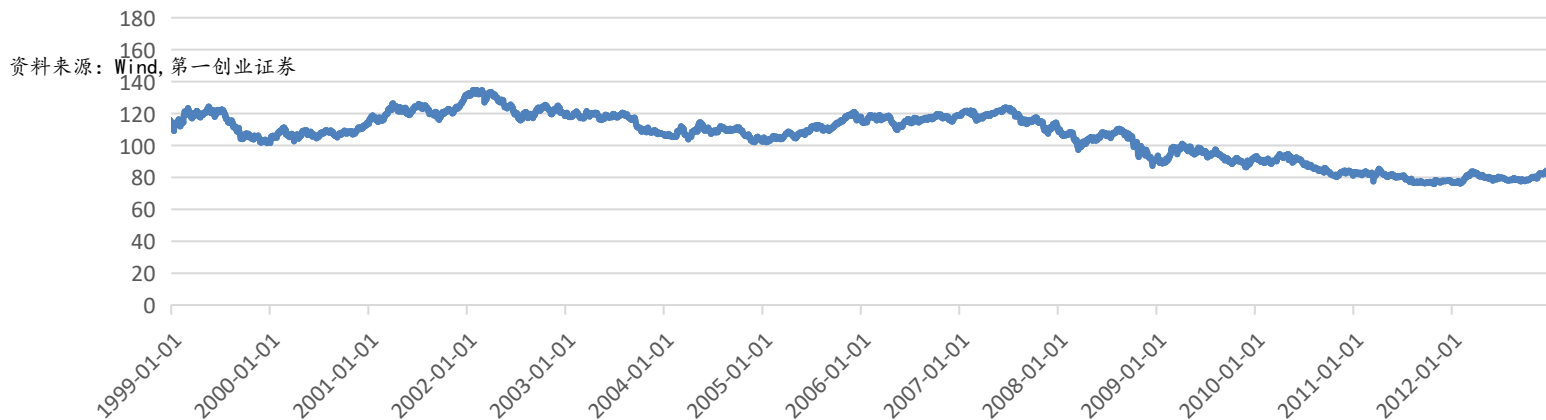


资料来源：Wind, 第一创业证券

历史上美日干预汇率效果有限

- 日本干预汇率并不罕见。2022年-2025年，日本多次单方面买入日元，但规模有限，对日元贬值趋势也没有造成明显影响。本轮美日联合干预外汇，美方直接参与，释放出的政策信号明显。
- 1998年亚洲金融危机期间，美日联合买入日元，卖出美元。短期日元急升值，但两个月后重新回落至干预前。2011年，G7联合干预日元升值，卖出日元，买入美元，但下半年日元重回升值，直至2012年日本开启QQE才逆转走势。

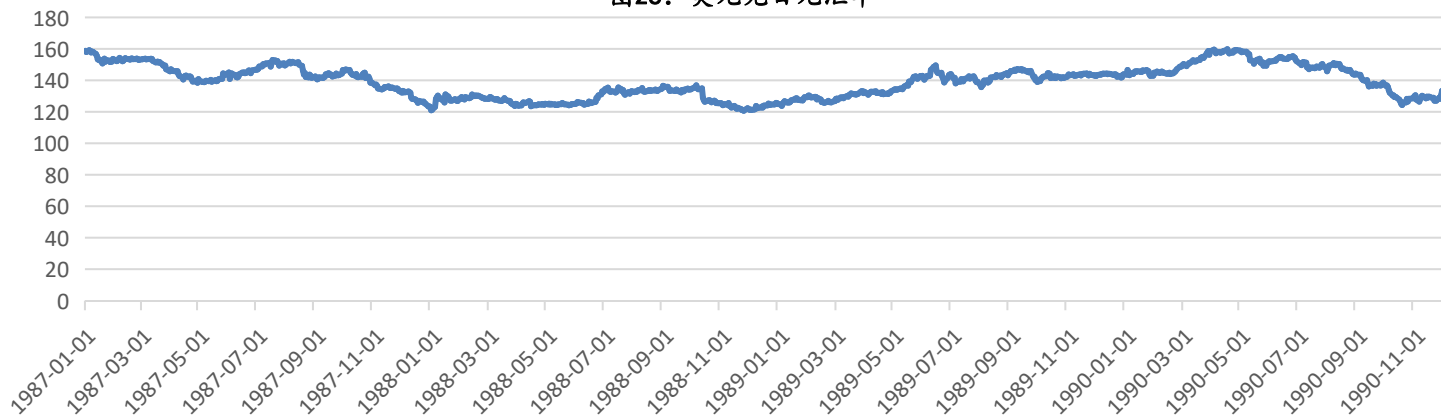
图25：美元兑日元汇率



历史上美日干预汇率效果有限

- 本次美日联合干预汇率明显区别于1985年“广场协议”。1985年“广场协议”涉及美、日、德、英、法等多个发达国家，同步抛售美元买入日元，同时配合一系列的宏观政策（货币、财政、产业等）。本次美日联合干预外汇是单次性双边合作，并没有签署新的协议，也没有设定汇率区间，同时也没有相关的产业政策配合。
- 当前日本产业优势逐步被中国等国家替代，国际收支失衡，国内增长水平低，实际利率长期深陷负区间，日元容易贬值的中长期趋势尚未停止。因此美日外汇干预只能短期影响汇率走势，中长期仍取决于经济增长与货币政策等基本面情况。

图26：美元兑日元汇率

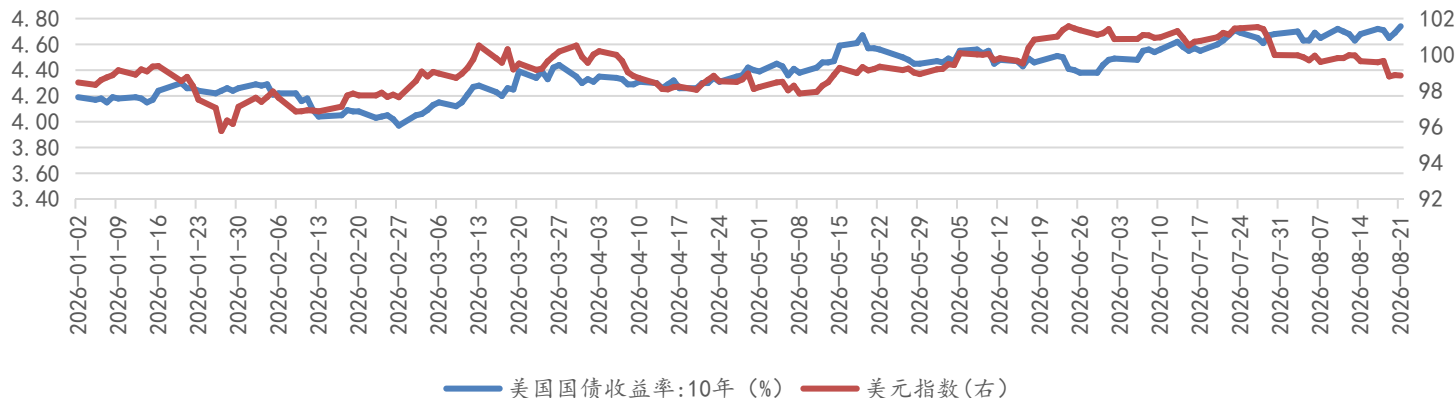


资料来源：Wind，第一创业证券

美日货币政策分化，日元仍处于贬值通道

- 7月31日美日干预外汇市场后，日元短期升值，但很快回落。当前日本与美债利差仍足够丰厚，套息交易仍处于赚钱区间。8月份美债利率上升，美元指数下跌，更多与美国债务水平与通胀风险有关，并非套息交易平仓影响。
- 从中期来看，日元能否回归升值通道取决于美联储和日银的货币政策。美联储年内加息概率仍较高，而日本加息节奏缓慢，货币政策仍存在分化可能，日元维持贬值可能性仍高。

图27：美国国债收益率与美元指数

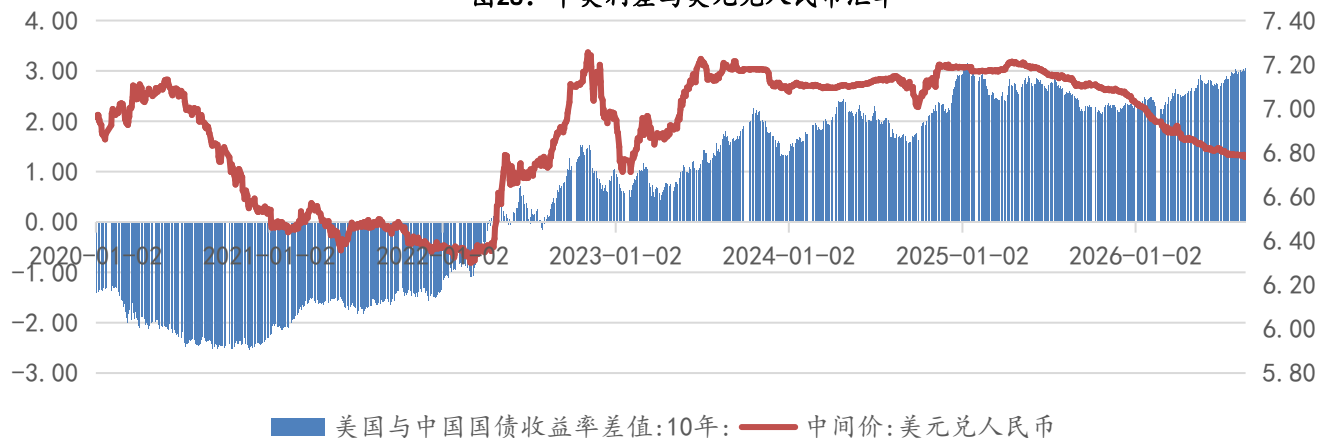


资料来源：Wind，第一创业证券

对人民币走势启示

- 日元贬值的同时，我国人民币保持升值，走出完全不同路径。从货币政策来看，央行继续实施适度宽松的货币政策，十年国债利率持续向下，中美利差走阔，但并没影响到人民币的升值趋势。日美利差收窄而日元贬值，中美利差走阔而人民币升值。我国的汇率制度与日本存在区别。我国实行外汇管制制度，资本和金融项目尚未完全开放，制约了利差驱动的跨境资本流动能力，对我国汇率稳定起到重要作用。

图28：中美利差与美元兑人民币汇率

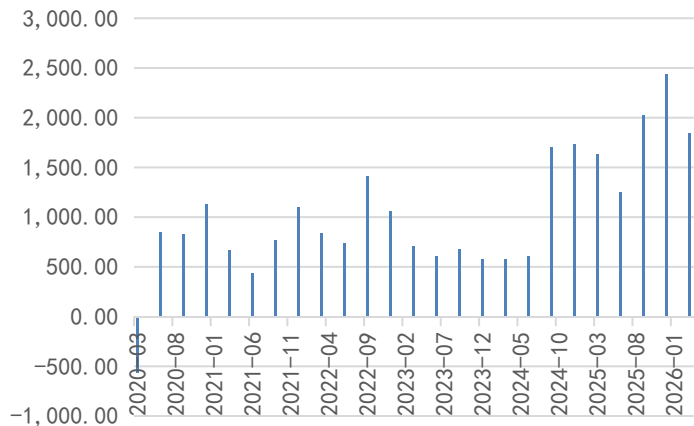


资料来源：Wind, 第一创业证券

我国国际收支平衡奠定稳定基本面

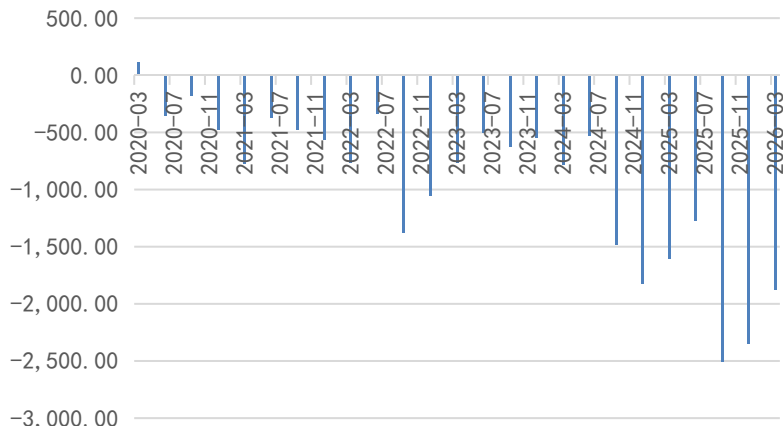
- 从国际收支角度看，我国经常账户顺差规模较大，2025年录得顺差7350亿美元，创历史新高。资本和金融账户保持逆差，主要是我国对外股权投资增加，企业走出去开拓国际市场，通过“港股通”，QDII等渠道对外证券投资规模增加。经常账户形成的资本流入转化为金融账户的对外投资。2025年资本和金融账户差额录得-7735亿美元，国际收支基本平衡，人民币基本面稳健。

图29：中国经常账户差额（亿美元）



资料来源：Wind, 第一创业证券

图30：中国资本和金融账户差额（亿美元）

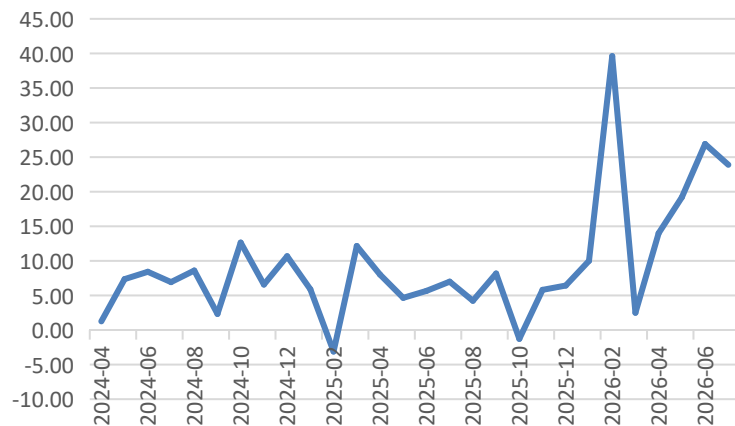


资料来源：Wind, 第一创业证券

新质生产力驱动出口创新高

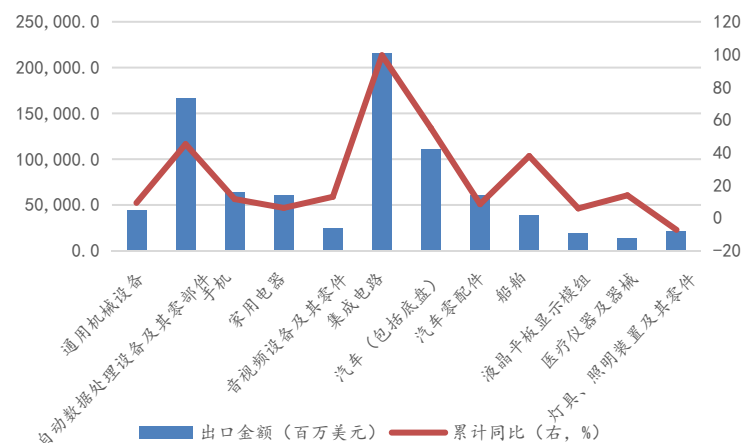
- 1-7月我国出口商品金额同比录得23.9%，处于高位。出口是今年拉动经济增长的主要引擎。我国出口商品附加值不断提升，机电产品占出口金额的60%以上，出口产品国际竞争力较强。集成电路成为我国出口金额最高的细分品类，1-7月累计出口金额达到2160亿美元，占出口金额8.6%，增速达到99.5%，显著拉动我国出口增长。AI基础设施投资带来电子硬件需求爆发式增长，是本轮出口景气度持续处于高位的主要原因。

图31：中国出口金额当月同比（%）



资料来源：Wind, 第一创业证券

图32：1-7月机电产品出口金额及同比

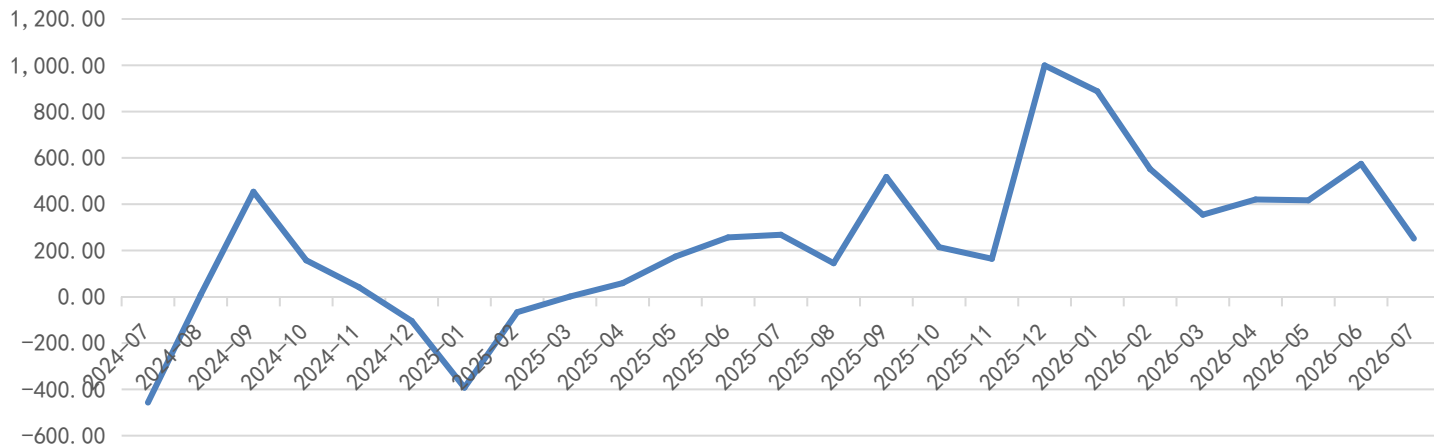


资料来源：Wind, 第一创业证券

2026年上半年集中结汇高峰，人民币加快升值

- 2026年1-7月银行代客结售汇顺差达到3457亿美元，去年同期仅为298亿美元。2023-2025年期间，由于美元存款利率较高，大量出口外汇留存在境外获得较高利息。而2025年下半年开始，随着美元存款利率下降，美元较人民币贬值侵蚀利差，大量积压的美元集中结汇，因此今年外汇供给大幅增加，人民币加快升值。

图33：银行代客结售汇顺差（亿美元）

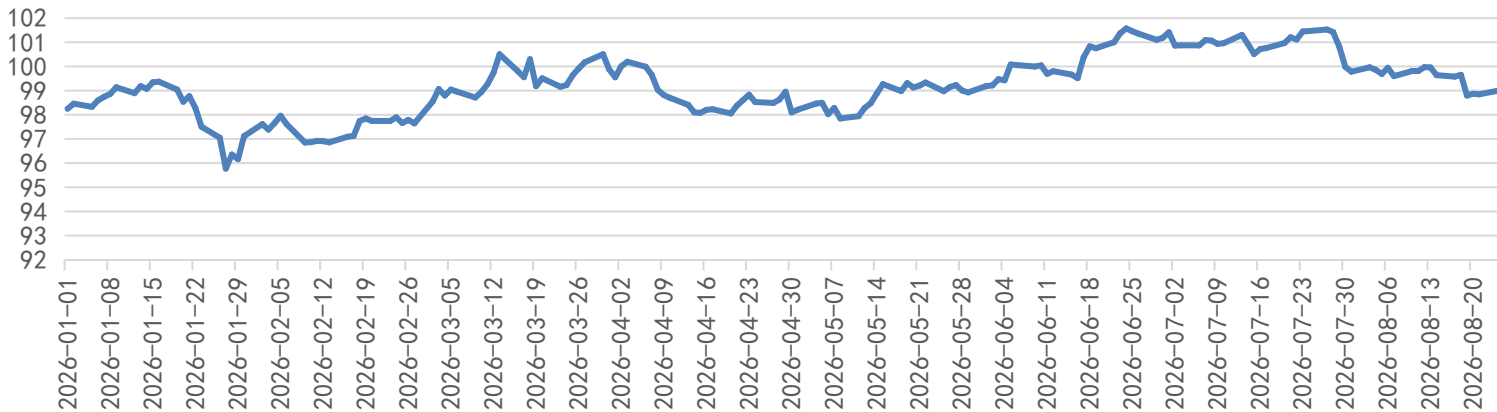


资料来源：Wind, 第一创业证券

美债回购引发美元贬值，人民币汇率进一步升值

- 近期美债收益率持续创新高，美国债务负担加剧。美国财政部为降低融资成本，主动回购美债。财政部长贝森特8月19日宣布：将10—30年期国债的流动性支持回购规模从每次20亿美元至少翻倍至40亿美元。美债利率大幅上升影响美国财政的可持续性。市场担忧美国财政部会为了拯救美国政府债务而弱化美元地位（美日联合干预外汇市场就是最好的例子），因此美元指数走弱。而人民币由于强劲的出口以及稳健债务水平，仍处于升值趋势。8月下旬人民币汇率突破6.72。

图34：美元指数走势



资料来源：Wind, 第一创业证券

感谢关注，欢迎交流！

本材料可能含有特权或未公开信息（含保密信息），任何
未经第一创业授权之阅读、使用、披露或转发均被禁止。

www.firstcapital.com.cn

重要声明

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

重要声明

投资评级

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140