

核心观点

作者

东方金诚 研究发展部

执行总监 冯琳

分析师 徐嘉琦

时间

2026年4月20日

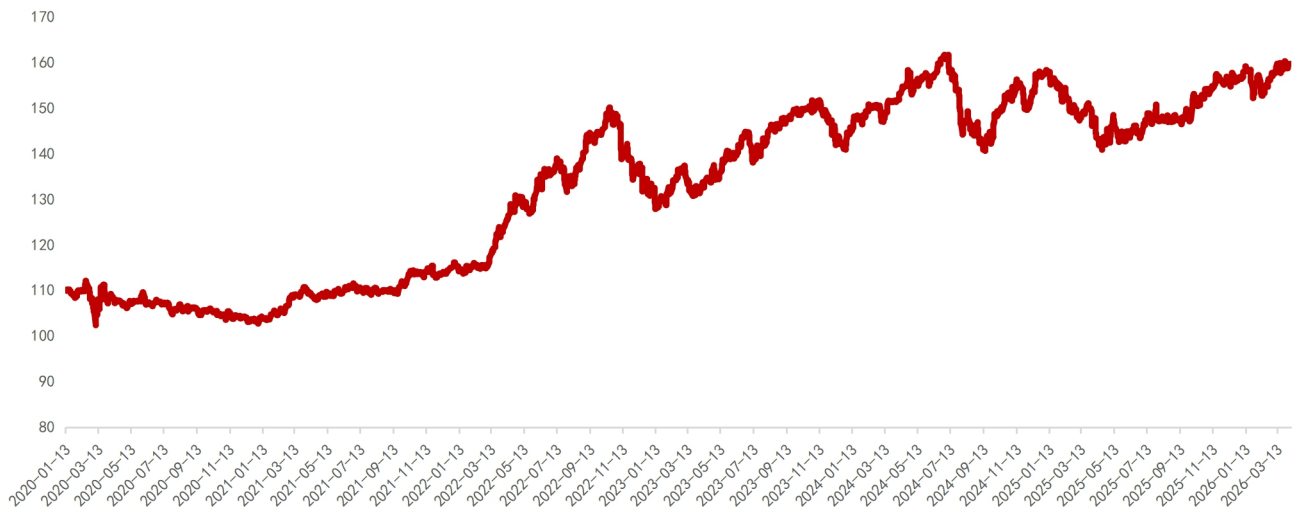
- 近年日元持续贬值是多重因素叠加的结果。首先，直接原因是尽管日本央行已开启加息周期，但政策利率仍远低于美国联邦基金利率，长期处于高位的美日利差驱动全球资本进行日元套息交易，给日元带来持续的贬值压力。其次，近年日本宏观政策呈现“紧货币”与“宽财政”错配的特征，央行被迫加息抑制通胀的同时，政府仍在推行大规模扩张性财政政策，引发市场对日本债务和财政风险的担忧并计入日元汇率定价。再次，日本经济长期面临潜在增长率下行的结构性困境，令市场预计日本央行本轮加息周期终点利率将远低于其他主要发达经济体。这种基本面决定的利差刚性预期，是日元持续贬值的重要内在根源。最后，近年来日本贸易逆差常态化，经常项目顺差主要来自海外资产收益。由于日本国内缺乏高回报率的投资机会，这部分收益多数滞留海外再投资，无法转化为实际现金回流并支撑日元汇率。
- 日元贬值会加剧日本输入型通胀压力，侵蚀中小企业利润空间和居民购买力，进而从供需两侧抑制经济增长。而大型跨国企业因海外营收占比较高、汇兑收益增加，资产负债表获得改善，一定程度上支撑了日经指数的盈利表现。此外，日元贬值会推升加息预期，带动日本国债收益率上行，加剧“债务-利率”的负反馈循环。
- 展望未来，日元汇率走势将主要取决于美日货币政策的演变节奏、日本国内政策平衡与外部冲击应对，以及政府干预的意愿和效果。总体而言，在全球避险情绪与能源危机交织的宏观环境下，日元汇率大概率将在弱势区间维持较高波动。



关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

2022年3月美联储启动激进加息，美日利差迅速走阔，日元进入贬值通道。尽管2024年起日本央行开启货币政策正常化进程，2024-2025年期间多次上调政策利率，但日元汇率走势并未反转。2025年末，美元兑日元汇率升至1美元兑157日元，这意味着日元较2024年初累计贬值了11.2%，较2022年初累计贬值幅度达到35.9%。2026年以来，日元继续承压，特别是在2月底美伊冲突爆发后，日元并未因其传统认知上的“避险属性”而升值，反而跟随风险资产下跌，至4月初已逼近1美元兑160日元的关键心理关口。

图表1 美元兑日元汇率



数据来源：Wind，东方金诚

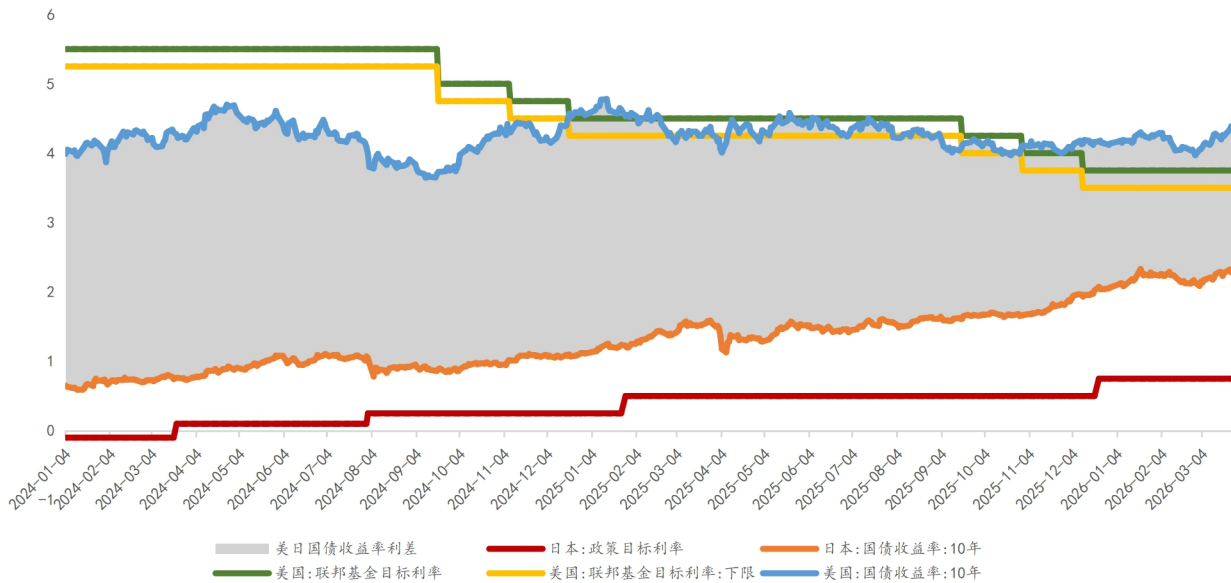
一、近年日元持续贬值的原因

(一) 日元持续贬值的直接推手是美日之间长期处于高位的利差以及美日利差所驱动的日元套息交易

美日利差的绝对水平及其预期差，是压制日元汇率的直接因素。尽管日本央行自2024年启动货币政策正常化进程并开始加息，但政策收紧步伐与幅度较为审慎，未能扭转美日利差。截至2026年3月底，日本央行政策利率仅为0.75%，而美国联邦基金利率目标区间维持在3.5%-3.75%的高位，这意味着美

日两国政策利率间仍存在近 300bps 的名义利差，同期美日 10 年期国债收益率之间的利差也在 200bps 左右。从实际利率来看，2025 年日本综合 CPI 同比涨幅在 2%-4%，远高于名义政策利率，导致实际利率依然为负，而美国虽同样面临通胀压力，但其更高的名义利率使得实际利率仍为正值。这种实际回报率的差距，极大地削弱了日元资产对国际资本的吸引力。

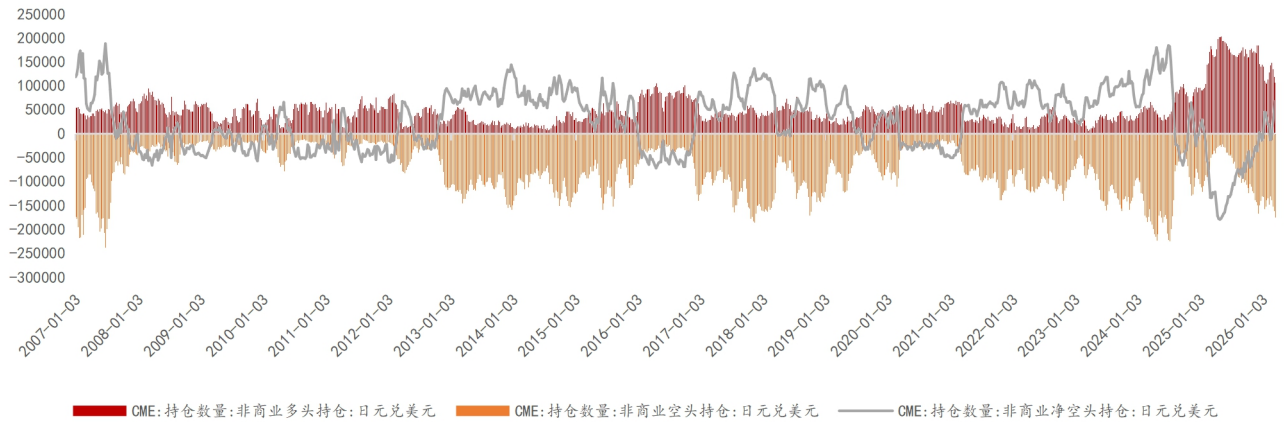
图表 2 美日政策利率与国债收益率 (%)



数据来源: Wind, 东方金诚

美日之间巨大的利差，驱动全球资本进行日元套息交易。在套息交易中，投资者持有或借入低利率的日元，将其兑换成外币（通常是美元），并投资于高收益的美元资产，以赚取利差。由此造成的资金流出，对日元构成了持续的贬值压力。从 CME 非商品交易商日元-美元汇率期货的净头寸来看，日元净空头头寸自 2021 年中以来显著增加，显示日元套息交易需求升温；2024 年 7 月达到峰值后，日元净空头头寸回落，但空头规模持续处于高位，反映套息交易未完全逆转；2025 年 6 月起，日元套息交易卷土重来，当前日元空头头寸接近历史高位，净空头头寸也再度转为正值。

图表 3 CME 持仓数量（张）

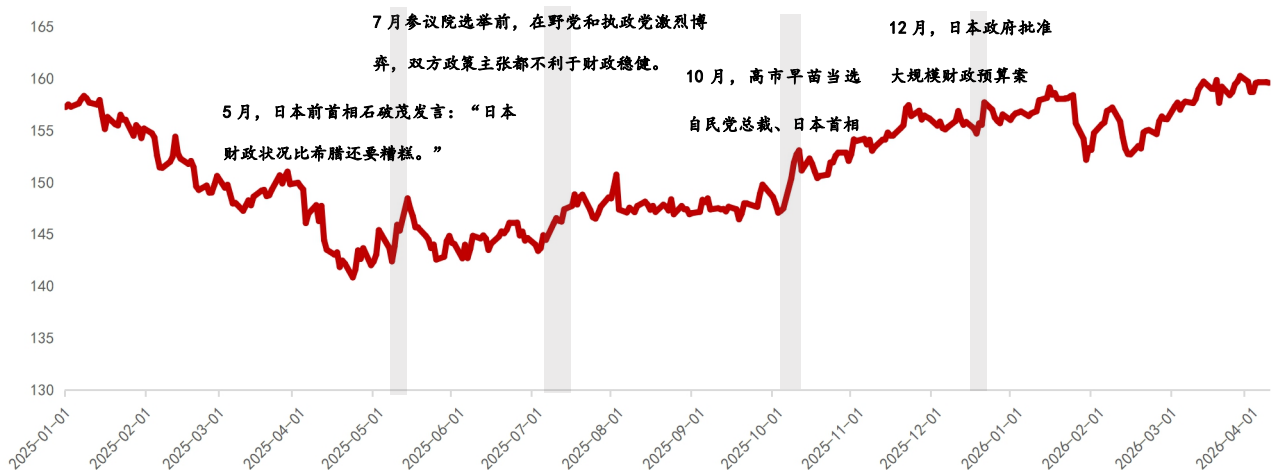


数据来源：Wind，东方金诚

（二）“紧货币”与“宽财政”错配下的财政风险溢价与政策不确定性

近年日本宏观政策呈现“紧货币”与“宽财政”错配的特征，这种内部矛盾削弱了市场对日元的信心。一方面，日本央行在通胀压力下被迫收紧货币政策；另一方面，日本政府仍在推行扩张性财政政策，尤其在高市早苗当选首相后，日本国会批准了高达 18.3 万亿日元的 2025 财年补充预算案，为疫情以来最大规模的财政刺激计划，导致市场对日本财政可持续性的担忧快速演绎，并引发“日债和日元下跌、日股上涨”的“高市交易”。

图表 4 2025 年财政风险担忧多次引发日元快速贬值



数据来源：Wind，东方金诚

同时，随着日本国债收益率因通胀压力、政策预期和财政风险担忧而持续上行，日本规模庞大的存量政府债务正面临利息支出攀升的挑战。市场普遍预计，为了避免触发债务危机，日本央行本轮加息的终点利率将受到财政承受能力的严格约束，即便在通胀压力上升的背景下，日本央行也可能会容忍实际利率长期为负，甚至通过通胀来稀释存量债务。在此背景下，外汇市场将日本财政与债务风险以及政策不确定性等非利率因素也计入汇率定价，加剧了日元的贬值压力。

图5 日本国债负担

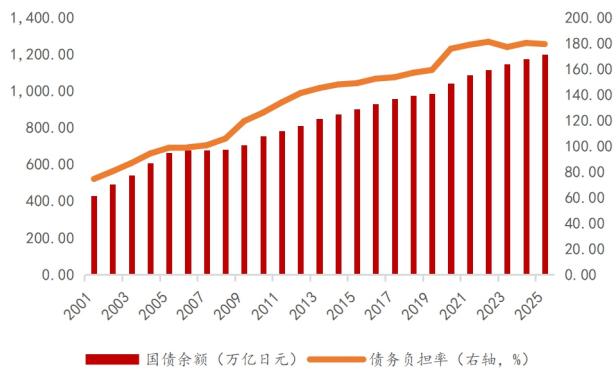
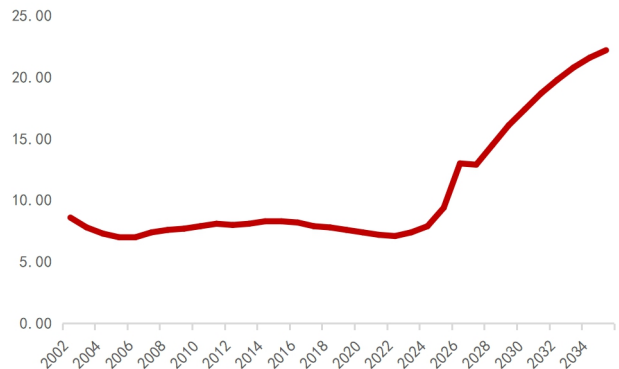


图6 日本财政利息支出预测值（万亿日元）

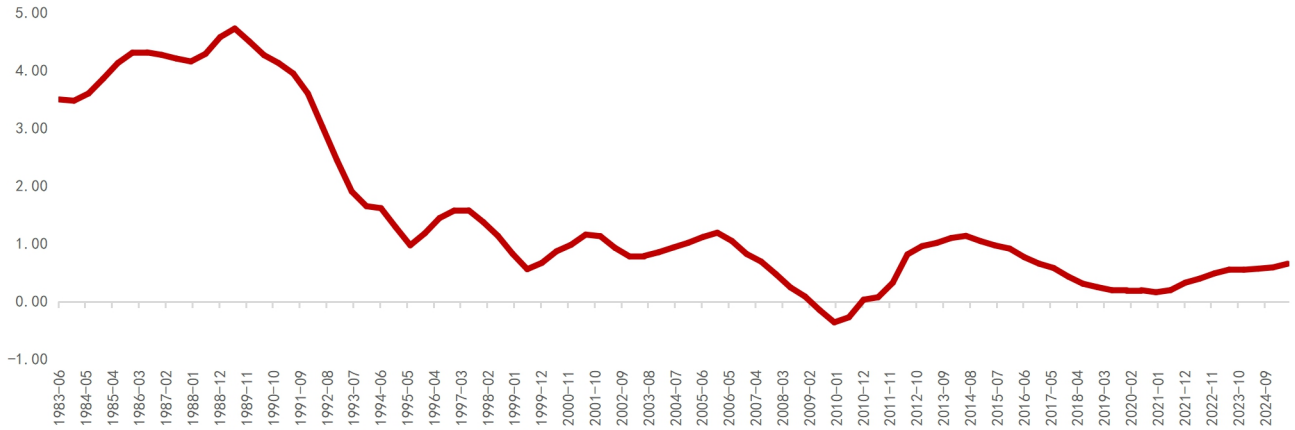


数据来源：日本财务省，日本内阁府，Wind，东方金诚

（三）经济基本面疲软限制了货币政策的紧缩空间

日本经济长期面临潜在增长率下行的结构性困境。根据日本央行2026年1月公布的《经济活动和物价展望报告》，日本近期潜在经济增长率仅为约0.5%。这种脆弱的增长动能意味着实体经济无法承受过高的实际利率，为了维持宏观经济的最低限度增长，需要将利率维持在相对宽松的水平，这也是市场预计日本央行本轮加息周期终点利率将远低于其他主要发达经济体的关键原因。这种基本面决定的利差刚性预期，削弱了日元资产的长期吸引力，是日元持续贬值的重要内在根源。

图表 7 日本经济潜在增长率 (%)

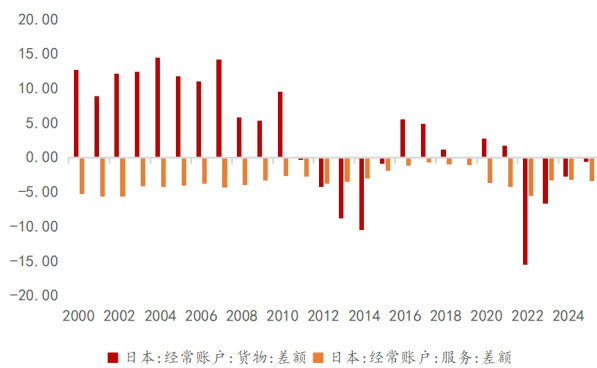


数据来源：日本央行，Wind，东方金诚

(四) 日本贸易逆差常态化，经常项目顺差主要来自海外资产收益且多数滞留海外再投资，无法转化为实际现金回流并支撑日元汇率

日本服务贸易长期逆差，加之近年来货物贸易也转向逆差，其贸易收支已连续多年录得赤字。据日本财务省数据，2025 财年日本贸易赤字规模为 2.65 万亿日元，已是连续第五年出现逆差。

图 8 日本货物与服务贸易差额 (万亿日元)



数据来源：日本财务省，Wind，东方金诚

图 9 日本贸易差额 (亿日元)



近年来，日本货物贸易转为逆差且逆差常态化，受到进口成本上升和出口竞争力下降两方面因素影响。从进口来看，日本作为能源与原材料的净进口国，

其进口需求对价格缺乏弹性。2020 年以来，全球大宗商品价格高位运行，叠加日元贬值，导致进口成本居高不下。考虑到 2026 年 3 月以来，中东地缘冲突推升油价，而日本能源进口依赖度较高，这会进一步推高进口成本，引发市场对于日本贸易逆差扩大的担忧，加剧日元抛压。

从出口来看，根据日本财务省统计数据，尽管日元汇率大幅走低，但日本出口数量指数并未出现趋势性回升，显示日本出口对日元贬值的敏感度显著下降，背后是日本国内产业活力减弱并削弱出口竞争力。这也反映于日本对外直接投资额的持续增长，企业通过对外直接投资在海外建立产能，产业长期呈现离岸化趋势。因此，日元贬值虽然能增加企业海外子公司的日元计价利润，但无法带动本土实体出口数量的显著增长。这种“出口与汇率脱钩”的结构性变化，叠加刚性的进口成本，使得日元汇率在贬值周期中失去了贸易顺差的支撑。

图 10 进口价格指数与出口数量指数

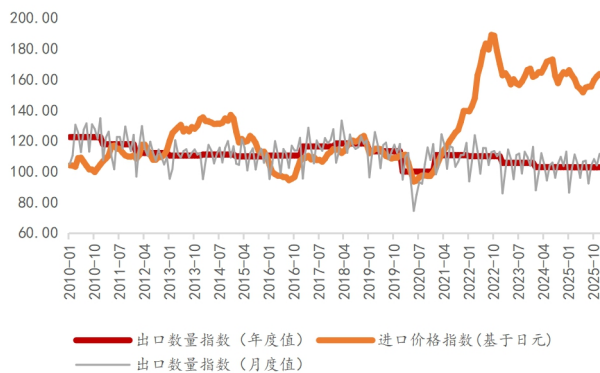
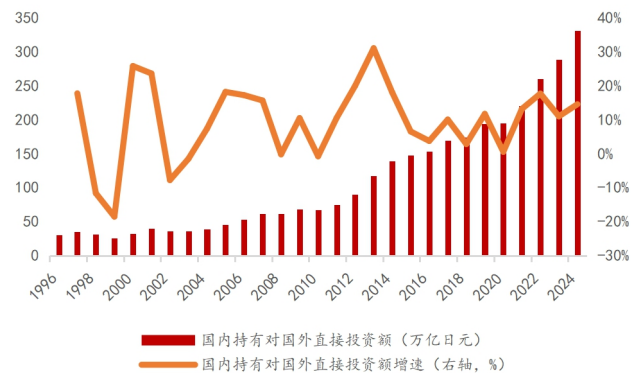


图 11 日本对外直接投资



数据来源：Wind，东方金诚

另外值得一提的是，尽管日本经常账户仍维持盈余——理论上讲，经常账户长期顺差对汇率能够产生中长期支撑，但日本经常账户顺差主要来自海外资产收益。由于日本国内缺乏高回报率的投资机会，跨国企业与投资机构倾向于将海外收益直接在离岸市场进行再投资，而非兑换成日元回流国内，这导致日本经常账户的账面盈余无法转化为实际的现金回流，也就无法对外汇市场产生实质支撑。

图 12 日本经常账户差额（万亿日元）

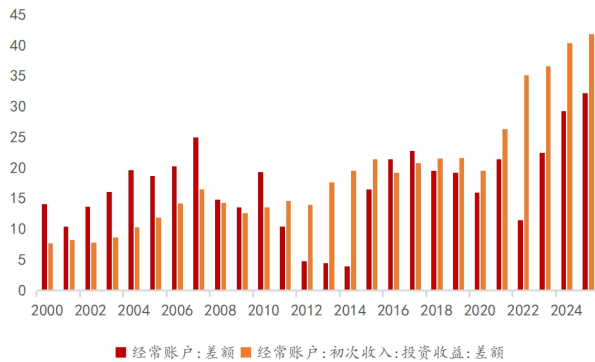
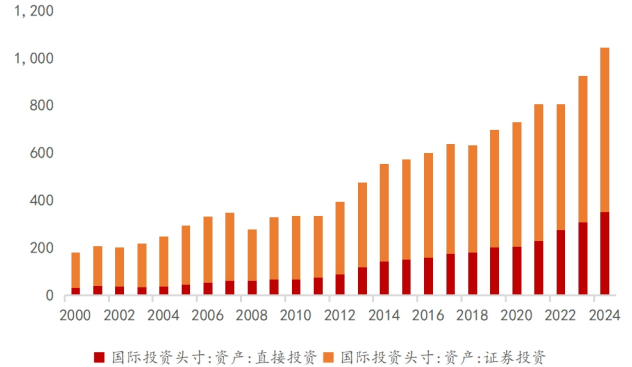


图 13 日本国际投资头寸（万亿日元）

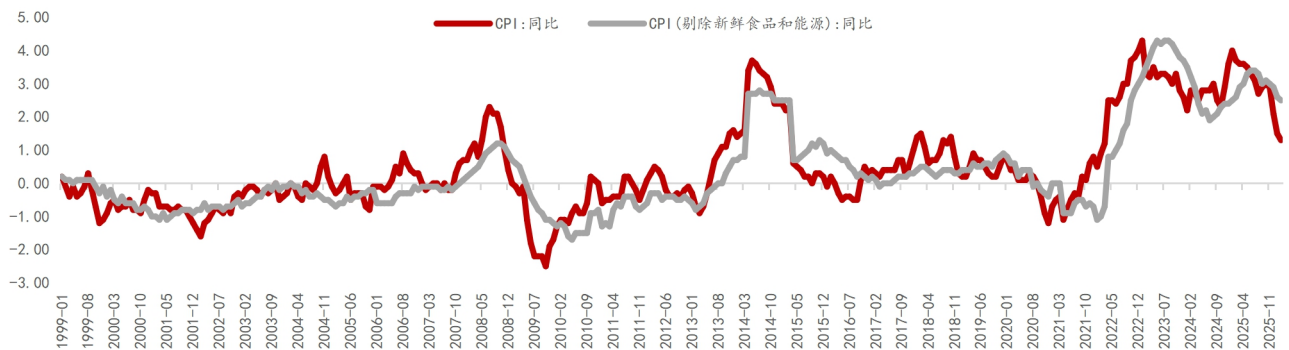


数据来源：Wind，东方金诚

二、日元贬值的影响

日元汇率贬值加剧日本输入性通胀压力。2025 年，日本 CPI 和核心 CPI 同比连续处在 2% 以上。2026 年初 CPI 同比增速虽有所下滑，但这主要源于日本政府加大能源补贴力度，而能源补贴对剔除生鲜食品和能源的“核心-核心”CPI 的影响较弱，且可能因财政补贴支撑需求，加大“核心-核心”通胀的粘性。更为重要的是，2026 年初的 CPI 数据尚未计入伊朗冲突造成油价飙升对通胀的影响，考虑到日本原油进口高度依赖中东，在油价飙升与日元汇率贬值共振下，日本将直接面临能源供给短缺、产业和生活成本提升、输入性通胀全面反弹的风险。这不仅会侵蚀企业的利润空间，还将抵消名义工资增长的购买力，从供需两侧抑制经济增长。

图表 14 日本 CPI 指数同比增速（%）



数据来源：Wind，东方金诚

日元贬值引起了日本企业部门的结构分化。日元汇率贬值对日本大型跨国企业的资产负债表具有直接的修复作用。原因在于，由于海外营收占比较高，日元贬值显著增加了跨国公司以外币计价的汇兑收益，这在一定程度上支撑了日经指数的盈利表现；而依赖内需和进口原材料的中小企业则面临成本激增与定价权缺失的双重挤压。据日本东京商工调查公司发布的报告显示，2025年日本企业破产数量连续第4年增加，创2013年以来新高，破产企业中约九成成为中小企业，负债额未满1亿日元（约合439万元人民币）的企业占比达77%，为过去30年最高。

日元贬值推升加息预期，带动日债收益率上行，加剧“债务-利率”的负反馈循环。尽管日本经济基本面疲软，且财政扩张需要宽货币配合，但为了抑制通胀和支撑汇率，日本央行不得不继续推进加息。但从2025年底加息的效果来看，并未带来日元的升值，反而造成“债汇双杀”局面，背后是宽财政和紧货币的冲突引发市场对日本财政和债务风险的担忧。在极端情况下，若市场形成“日元贬值-通胀失控-财政恶化”的一致性预期，日元可能丧失其作为融资货币的稳定性，反而成为风险规避的对象。此时，资本外流将不再局限于套息交易，而是演变为对日本主权信用资产的系统性抛售。这种资本账户的剧烈波动将迫使日本央行在“保汇率”与“保债券”之间面临抉择，从而推升发生系统性金融压力的概率。

三、日元汇率前景展望

展望未来，日元汇率的波动将主要围绕以下核心变量展开：

一是美日货币政策分化的演变节奏。目前日本央行政策利率与中性利率区间的较低端仍存在一定距离，加之通胀压力和日元贬值，后续仍有加息空间和必要性。但受制于国内经济复苏偏缓与扩张性财政政策，日本央行的紧缩路径表现出显著的渐进性，未来加息节奏存在较大不确定性。目前市场普遍预期央行将以6个月加息1次的频率，逐步将政策利率上调至1%-1.5%区间。反观美

国，在经济维持韧性、中东地缘冲突加剧通胀压力等背景下，市场对美联储2026年降息的押注下降，普遍预期可能至多降息1次、25bp。这意味着，短期内美日利差仍将保持在高位，日元作为融资货币的套息交易在风险调整后仍将具备吸引力，这会导致市场缺乏大规模平仓日元空头的动力，继续给日元带来贬值压力。

二是日本国内“通胀-增长-财政”的艰难平衡与外部冲击。日本央行的政策决策正面临一个经典的悖论，即无法同时实现抑制通胀、稳定增长和保障财政可持续性。当前，伊朗局势带来的油价冲击使得这一平衡更加艰难，日本央行政策的目标倾斜将对日元汇率产生直接影响。若优先控通胀，则需更激进地加息，虽然在理论上可能对日元构成支撑，但将不可避免地加剧财政偿债压力与经济下行风险，进而导致“债汇双杀”。反之，若日本央行受制于庞大的存量债务与经济基本面而放缓紧缩步伐，日元的结构性弱势或将进一步固化。因此，未来仍需密切关注日本的通胀、国债收益率走势等重要指标，以判断央行政策向何方倾斜。

三是日本政府干预的意愿、能力与时机。当市场力量导致汇率过度偏离基本面时，政府干预通常被视为稳定市场的政策选项。日本财务省官员此前已频繁进行“口头干预”，使用“密切关注”、“不排除任何选项”等措辞警告市场，试图减缓日元贬值速度。但外汇干预的效果是复杂且有条件的，若缺乏货币政策的实质性配合，单边干预通常只能在短期内打击投机盘，其效果往往难以持久。

总体而言，在全球避险情绪与能源危机交织的宏观环境下，日元汇率大概率将在弱势区间维持较高波动。由于日元在国际金融市场上的重要地位，需高度警惕外汇市场对日本通胀和财政可持续担忧快速演绎引发的冲击，以及地缘冲突可能导致的资金流向变动，对潜在的极端风险做好防范。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

地址：北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn