

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行（亚洲）

东南亚研究中心

李卢霞 吴起睿 张润锋

日债风暴诱因及其外溢 影响几何？

阅读摘要

2025 年以来日本国债收益率显著上行，收益率曲线“熊陡”变化，超长端国债收益率飙升至历史新高；一级市场认购倍数下滑，需求持续疲软，财务省干预政策效果有限。其深层原因包括：（1）日本政坛动荡期带来的避险和财政扩张需求，加大日债抛售压力，推升日债收益率快速上行；（2）日本财政面临宽松的必要性及财政可持续性担忧之间的“两难”困境，货币政策也面临控通胀的必要性与抑制经济增长的担忧之间的“两难”困境，预计日本将以稳住经济增长为核心，采用“财政小幅宽松+货币缓步收紧”的渐进型组合政策；（3）日央行退出宽松转型期的市场摩擦，需求较难接续、央行对长端利率干预灵活性不足，预计日债收益率进入“高波动、中枢抬升”的新常态。

本轮日债收益率飙升虽未再次如 2024 年 8 月般引发市场动荡，但我们观测到套息交易短期内有小幅逆转迹象。基于目前日元套息交易存量仍然庞大，以及后续日债收益率进入“高波动、中枢抬升”新常态的判断，我们认为后续仍需关注 Carry Trade Unwind 可能带来的市场风暴。

前瞻对资产价格走势的外溢影响，债市方面未来日债中枢波动抬升大概率将持续，美债收益率曲线或呈“牛陡”特征；汇市方面日元大概率走强但升值的节奏和力度仍有不确定性，美元指数短期内大幅下行空间不大，离岸人民币预计稳中有升、波幅或仍高；股市方面预计后续日股仍有一定上涨空间，美股或面临一定回调压力。

注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

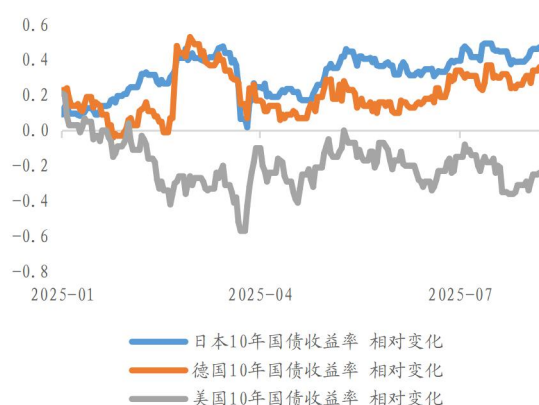
日债风暴诱因及其外溢影响几何？

一、市场表现：2025 年以来日债收益率曲线呈“熊陡”走势，一级市场投资意愿清淡

（一）二级市场：收益率曲线“熊陡”变化，超长端国债收益率飙升至历史新高

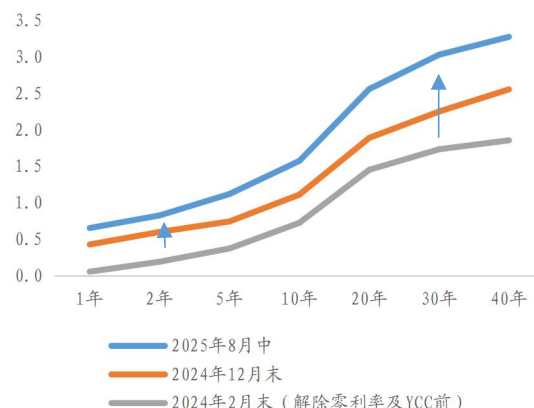
2025 年以来，日债收益率中枢上行节奏显著加快。**对比看**，上行幅度大于主要发达市场，年初以来 10 年国债收益率上行幅度高达 46BP，明显高于德国（34BP）、美国（-25BP）（见图表 1）¹。**自身看**，期限结构呈“熊陡”走势，2024 年解除负利率、放弃 YCC（收益率曲线控制）后收益率曲线总体平行上移，2025 年以来超长债上行速度明显快于中短债，收益率曲线趋陡峭化（见图表 2），其中 20 年期债券创下 2000 年以来新高，30、40 年期均创下发行以来最高收益率记录。

图表 1：2025 年以来日本债市在发达国家中上行幅度明显更大（%）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 2：2025 年以来日本国债收益率曲线呈陡峭化走势



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

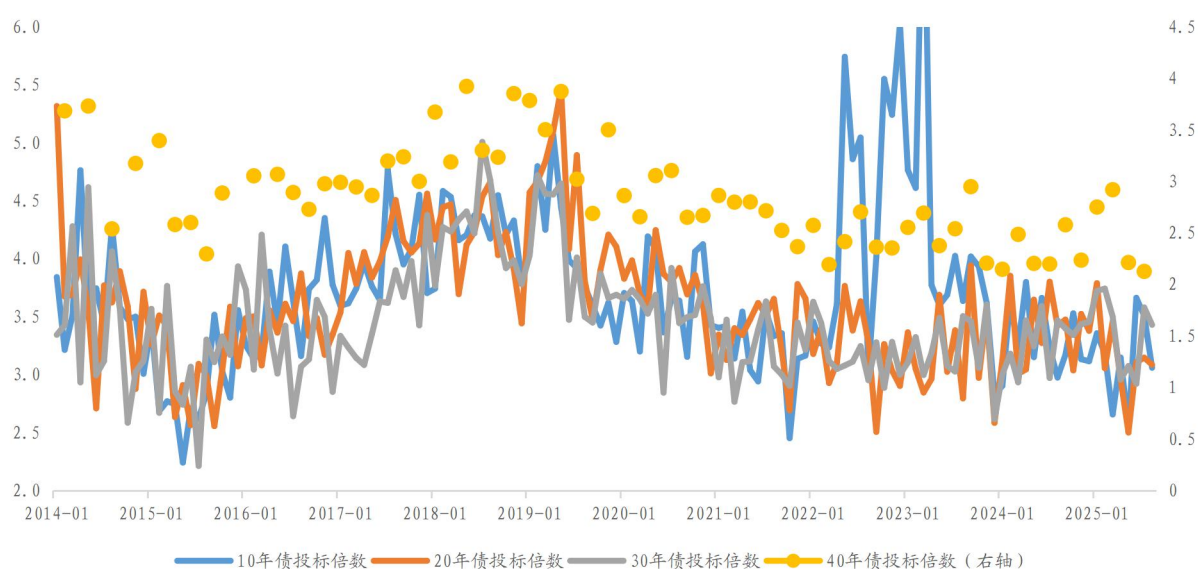
¹ 数据截至 2025 年 8 月 15 日。

（二）一级市场：认购倍数下滑，需求持续疲软

2025 年上半年超长期国债拍卖认购倍数持续下滑。6 月²，20、30、40 年期认购倍数分别在 3.1（十年均值 3.6）、2.9（十年均值 3.5）、2.2（十年均值 2.8）（见图表 3）。

财务省干预政策效果有限。为平缓一级市场波动，7 月财务省显著缩减长期债券发行量³，但也只有 30 年期认购倍数有所回升（自 6 月的 2.9 回升至 8 月的 3.6），其他期限债券认购倍数依然未见改善，40 年期认购倍数在 7 月继续下滑至 2.1⁴。

图表 3：一级市场认购倍数显示超长债需求疲软



数据来源：日本财务省、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

² 由于 2025 年 40 年期债券发行时间为单数月份，故取 5 月值。

³ 将 20 年期发行量自约 7,500 亿日元缩减至约 6,000 亿日元、将 30 年期发行量自约 6,000 亿日元缩减至约 5,300 日元、将 40 年期发行量自约 7,000 亿日元缩减至约 4,000 亿日元。

⁴ 10、20、30 年国债截至 2025 年 8 月发行数据，40 年国债截至 7 月发行数据。

二、深层逻辑：政坛动荡期、政策两难期、退出宽松期 “三期叠加”，增大不确定性隐忧

短期来看，日本政坛动荡期带来的避险和财政扩张需求，加大日债抛售压力，推升日债收益率快速上行。中长期来看，面对控通胀、稳经济、高财政赤字和低利率环境的不可持续性多重挑战，预计日本将以稳住经济增长为核心，采用“财政小幅宽松+货币缓步收紧”的渐进型组合政策；叠加日央行退出宽松转型期的市场摩擦，需求较难接续、央行对长端利率干预灵活性不足，预计日债收益率进入“高波动、中枢抬升”的新常态。

（一）政坛动荡：执政党在国会选举接连失利叠加宽财政诉求，推升日债抛售压力

执政党失去两院多数席位、日本首相面临“辞职”压力，政治环境的不稳定性加大日债避险抛压。继 2024 年众议院选举失利后，2025 年 7 月作为执政联盟的自民、公明两党再次失去参议院多数席位，自此参众两院均为在野党占多数，执政党施政难度空前加大（见图表 4）。此外，由于选举的再次惨败，首相石破茂民调支持率大幅波动⁵，不排除其“辞职”、自民党内部重选首相⁶的可能性。

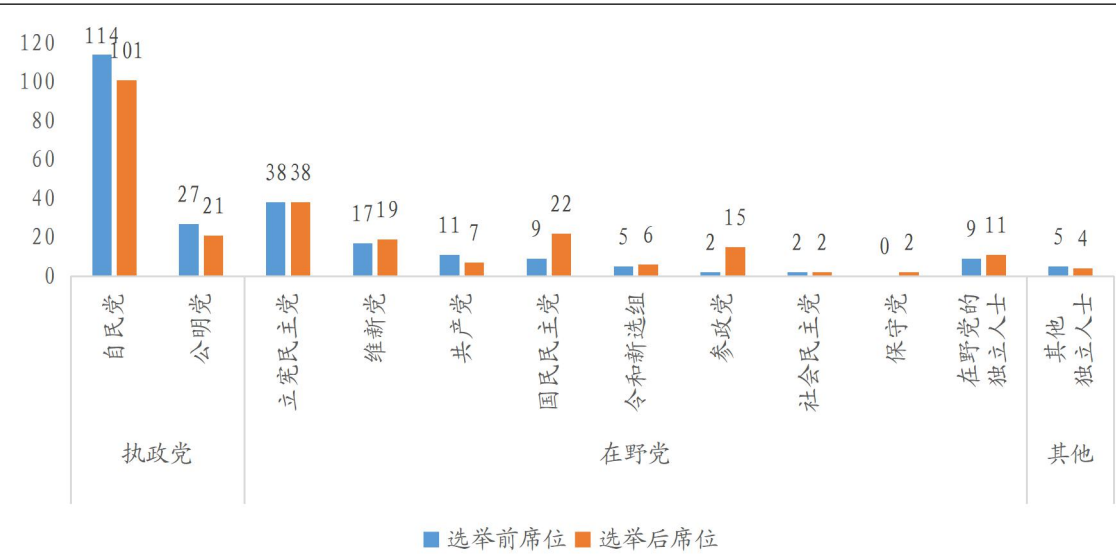
财政扩张诉求是本次选举成败的关键，但也导致日债风险溢价上升（财政扩张提高债务违约风险）。2025 年 7 月的选举中，选民之所以转向在野党，主要原因为在野党主张采

⁵ 日本共同社 7 月调查显示首相石破茂支持率跌至 22.9%，但 8 月调查显示支持率较 7 月回升 12.5 个百分点，达到 35.4%。

⁶ 目前自民党内部支持率较高的有高市早苗、小泉进次郎等此前与石破茂同时竞选首相的候选人。

取更宽松的财政刺激政策⁷：包括降低或取消消费税、取消汽油税、加大食品补贴力度、提高最低工资等，后续或在国会推动一系列扩张财政改革。相较而言，执政党对宽财政持保守态度⁸，后续不排除石破茂迫于政治压力放弃鹰派财政立场的可能性。财政扩张的背后是日本政府债务违约风险的抬升，相应风险溢价上升。

图表 4：在野党在参议院中势力显著加大



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

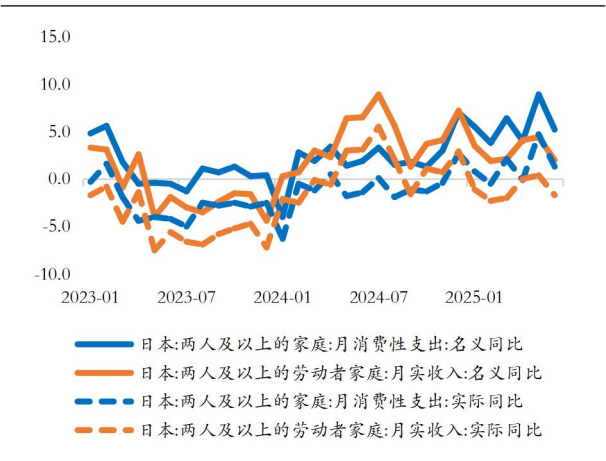
（二）政策困境：多重困境下“财政小幅宽松+货币缓步收紧”或是最优组合，推动日债进入“高波动、中枢抬升”新常态

财政政策：日本面临财政宽松的必要性及与财政可持续性担忧之间的“两难”局面，伴随财政状况逐步改善、或有小幅财政扩张空间。（1）物价上涨、实际工资低迷，日本选民

⁷ 国民民主党主张将消费税全面降至 5%，直到实际工资保持正值；立宪民主党主张将食品消费税税率降至 0，为期 1 年，并给予每人 2 万日元“餐桌津贴福利”；日本维新会主张将食品消费税税率降至 0，为期 2 年；日本共产党主张将消费税全面降至 5%，并在未来取消消费税。
⁸ 自民党主张维持现行消费税税率，对于高通胀问题其主张给予居民税外家庭的儿童和成人每人 4 万日元、其他人群每人 2 万日元。

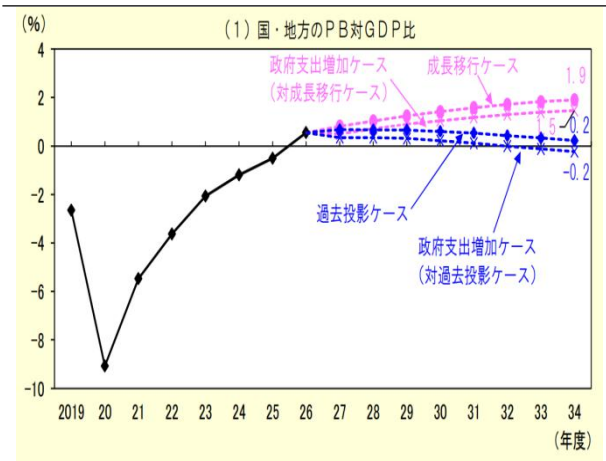
呼吁财政扩张。虽然在春季工资谈判的带动下名义工资有所增长，但通胀调整后的实际工资依然低迷（见图表 5），居民体感较为拮据，消费者信心指数下行。（2）日本政府债务负担全球最高，财政改善但基础仍脆弱，过大规模的刺激举措或引发市场对财政可持续性的担忧。至 2025 年一季度，日本政府债务占 GDP 的比例高达 219.2%，虽然较 2020 年峰值（246.5%）有所下降，但仍远高于同期美国（118.6%）和欧元区（91.9%）。不过，日本目前财政状况正在逐步改善，日本内阁府最新预计 2025 财年日本一般政府赤字占 GDP 比重将缩窄至 0.5%（2024 年为 1.2%）、2026 财年有望首次实现基础财政收支盈余⁹，但整体压力仍大。

图表 5：虽然名义收支在 2024 年以来有所增长，但实际收支同比增速在 0 附近波动



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：预期外政府支出的增加将恶化财政状况，GDP0.5%的额外财政支出将令财政收支与 GDP 的比例恶化 0.4%

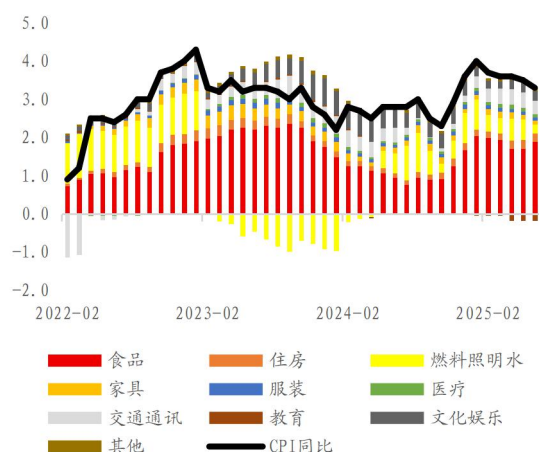


数据来源：日本内阁府、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

⁹ 但这一改善建立在名义增长、利率稳定、支出守纪的基础上（见图表 6）：内阁府分别对（1）全要素生产率（TFP）下降 0.5%、（2）长期利率上升 0.5%、（3）政府支出增加 0.5%的情形进行了测算，显示情形（1）下一般政府财政收支占 GDP 的比率将恶化约 0.8 个百分点，一般政府债务占 GDP 的比率将上升约 8.2 个百分点；情形（2）下一般政府债券占 GDP 的比率将上升约 2.8 个百分点；情形（3）下一般政府财政收支占 GDP 的比率将恶化约 0.4 个百分点。此外，目前日本三大财源之一的消费税正面临政策风险，财政基础仍脆弱。

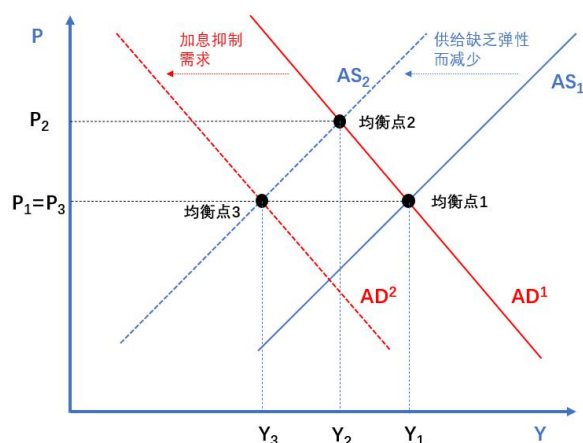
货币政策：货币政策控通胀的必要性与抑制经济增长的担忧之间也面临“两难”局面，货币政策缓步收紧或是平衡后的较优选择。2025 年以来 CPI（居民消费价格指数）同比持续在 3% 以上、远高于央行原定 2% 的价格稳定目标，且更具黏性的剔除生鲜食品及能源的 CPI 也涨至 3% 以上，收紧货币政策以控通胀的必要性增大。但本轮通胀为日本国内供给端缺乏弹性引起的成本推动型通胀¹⁰（见图表 7），继续加息虽可以压降均衡价格（P2 降至 P3），但也将进一步抑制本就低迷的内需（Y2 降至 Y3）。不过目前日本经济呈现复苏迹象，包括经济持续增长、股市房地产市场活跃等，预计重返通缩的风险偏低，货币政策缓步收紧或是平衡后的较优选择。

图表 7：由于食品价格高涨，日本通胀压力持续



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 8：加息令需求曲线左移，虽然控制了价格，但也打击了经济增长



数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

¹⁰ 日本多年的减耕政策令国内大米供给缺乏弹性，2023 年夏季高温加剧产量下降，赴日游客多为主食偏好大米的亚洲籍，供给端因素造成 2024 年末以来米价飙升。

（三）退出宽松期的市场摩擦：央行缩减购债但市场需求未能接续、退出对长端利率干预过程缺乏灵活性，推升日债收益率走高

日央行于 2024 年开始逐渐调整量化宽松政策，降低购债规模，日本长期国债的市场需求相应被削弱。

1. 日央行寄希望于金融机构增加购买，但银行、保险公司等机构需求未能如央行预期增长。（1）银行因利率上升导致持仓浮亏，开始压降债券持仓、降低组合久期。以三菱日联金融为例，由于利率中枢上移、债券价格下跌，2025 财年¹¹其持有的国债未实现损失已达 2,302 亿（日元，下同），几乎较 2024 财年的 1,203 亿翻倍。为规避利率风险，其在 2025 年二季度将持有国债金额自一季度的 34.3 万亿削减至 29.0 万亿，并将组合久期自 3.0 年调降至 2.6 年。特别地，10 年以上的超长债在组合中占比自 5.5% 大幅调降至 2.1%¹²（见图表 9）。（2）保险公司持有的国债规模短时间无法显著增加。由于资产-负债匹配要求，保险公司持有的日本国债金额与责任准备金（policy reserve）¹³正相关（见图表 10），而责任准备金由保户赔付责任决定、短期内保持相对稳定。金融机构的缺位加剧了国债的供过于求，助推了利率上行。

2. 退出收益率曲线控制（YCC）后，央行虽然名义上保

¹¹ 2024 年 4 月至 2025 年 3 月。

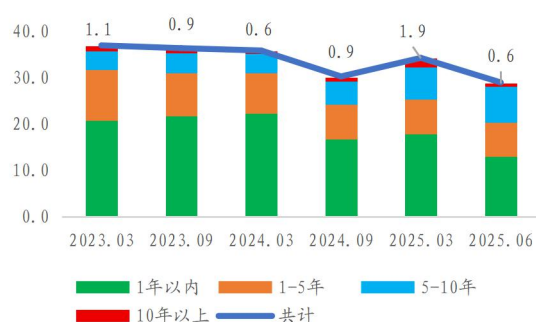
¹² 金额自 1.9 万亿削减至 0.6 万亿。

¹³ 在一段时间内，保险公司收取的保费和其承担的责任并不相同，所以保险公司须将这部分差额累计起来为未来的责任做出准备（这部分责任通常包括保险金给付、费用支出以及其他现金流出），由此被储备下来的金额即为责任准备金（Policy reserve）。

留灵活购债干预市场的政策选项¹⁴，但对长债利率短期内的剧烈上升反应迟缓，虽然 6 月会议承诺 2026 年 4 月以后缩减购债步伐减半(每季度缩减额从 4,000 亿日元减半至 2,000 亿日元，相当于边际购债)，但当前没有立即购买。

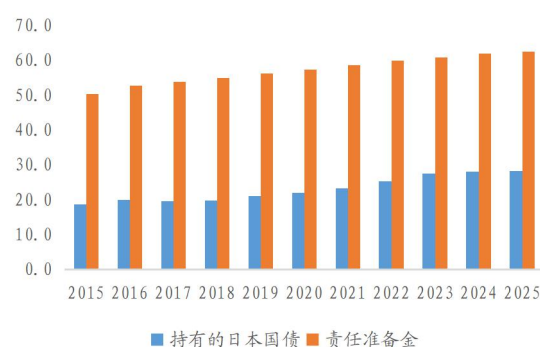
3. 后续措施：目前为应对日债风暴，日本央行已承诺放缓缩减购债步伐、财务省缩减超长期国债发行，政策拟鼓励日本家庭购债，但预计较难解决潜在买家不足的问题。鉴于国内金融机构增持意愿不强、顺周期投资的外部热钱也难以增加，未来日本家庭部门或成为日本国债的潜在买家。前财务省官员认为日本国债在家庭金融资产占比仅仅 0.7%¹⁵，大幅低于美国的 4.7%，建议研究设立投资范围含超长债的基金，引导日本家庭购买日债¹⁶。

图表 9：三菱日联金融集团的日本国债持有结构（万亿）



数据来源：三菱日联金融 2025 财年一季度简报、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 10：日本生命保险所持有的国债规模由负债端的责任准备金决定（万亿）



数据来源：日本生命保险各年财报、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

¹⁴ 2024 年 3 月，日本央行退出负利率、放弃收益率曲线控制时，新货币框架中明确表示如果长期利率快速上升，将采取灵活应对措施，例如增加日本国债购买量、进行固定利率日本国债购买操作以及进行集合抵押品资金供应操作。

¹⁵ 截至 2025 年一季度，日本家庭部门持有的日本国债为 1,586 亿日元，占日本家庭金融资产 219,465 亿日元的 0.7%，数据来源为在日本央行资金调查，详见链接 <https://www.boj.or.jp/en/statistics/sj/sjall.pdf>。

¹⁶ 8 月 5 日日本经济新闻采访前财务省金融局局长斋藤通雄，详见链接 <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOFL2806WTY5A720C2000000/>。

三、全球传导链：Carry Trade Unwind 对全球资产走势的影响

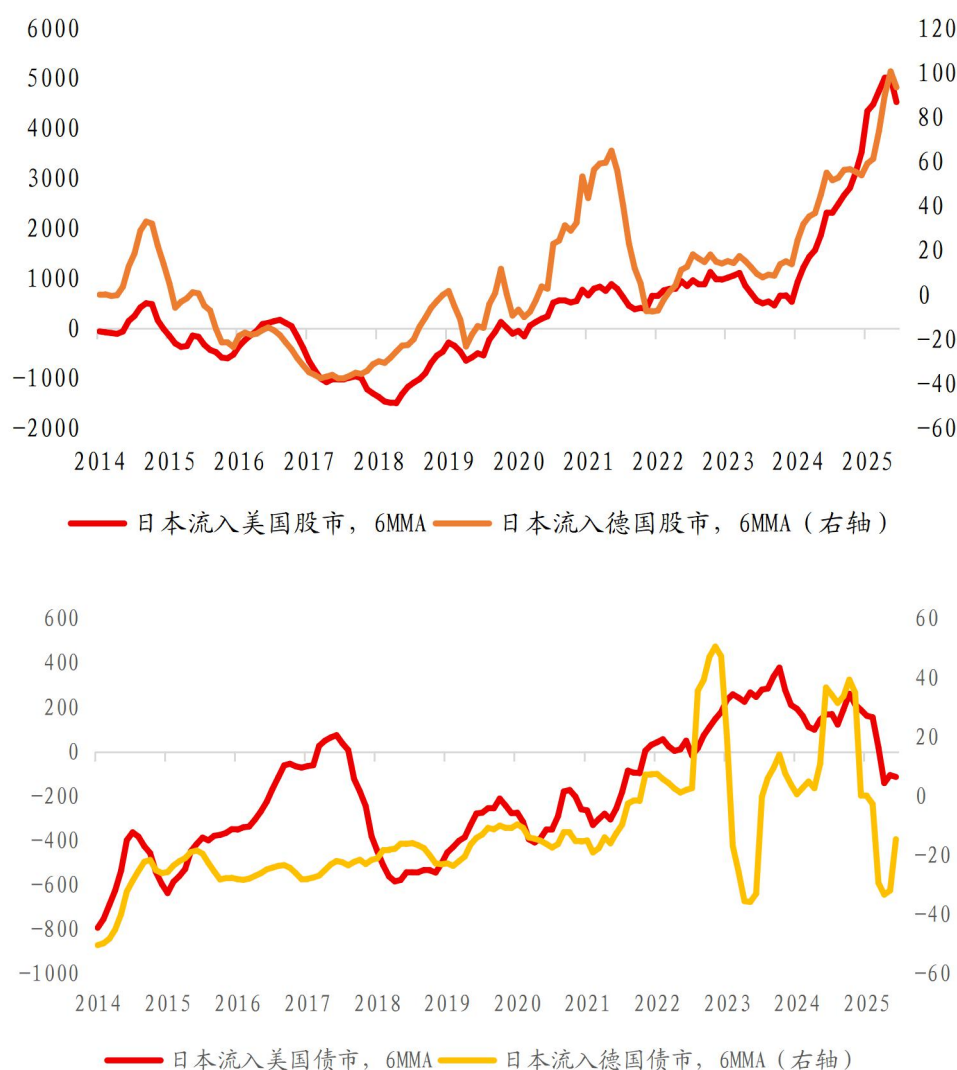
2024 年 7-8 月日央行超预期加息，曾引发大规模日元 Carry Trade Unwind（套息交易平仓），全球金融市场大幅动荡（详见我们前期报告《日韩股市大幅波动的逻辑、影响和前景》）。

本轮日债收益率飙升虽未再次引发市场动荡，但我们观测到套息交易短期内有小幅逆转迹象。基于目前日元套息交易存量仍然庞大，以及后续日债收益率进入“高波动、中枢抬升”新常态的判断，我们认为后续仍需关注 Carry Trade Unwind 可能带来的市场风暴。

（一）套息交易短期内有小幅逆转迹象

日本长期实施零利率政策背景下，国际投资者借入日元兑换美元/欧元，投资于美债、欧债、美股、欧股等高收益资产，即“套息交易”。近期日债收益率走高抬升了套息交易成本，部分交易者终结套息头寸，抛售欧美资产以偿还日元负债，引发全球金融市场波动。股市方面，二季度以来日本流入美国、德国股市的资金出现边际减弱迹象。债市方面，2024 年末以来日本流入美国、德国债市的资金便已有减弱迹象，目前自欧美债市流出（见图表 13）。

图表 13： 2025 年二季度以来日本流入美国、欧洲股市的资金开始明显减弱，而流入美国、欧洲债市的资金自 2025 年一季度就开始明显减弱

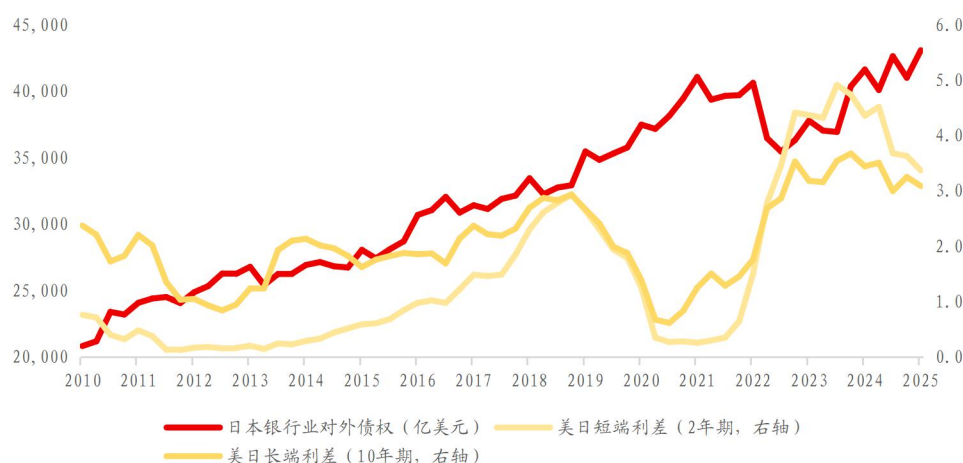


数据来源：EPFR、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）套息交易的存量规模仍然较大

可用国际清算银行日本银行业对外债权金额估测，截至 2025 年一季度末，日本银行业对外债权达 4.3 万亿、创新高（见图表 14）。尽管长短端债券收益率差异的美日利差均较 2023 年有所收窄，但依然高于疫情前，套息交易盈利空间仍受到青睐，套息交易存量规模依然庞大。

图表 14：截至 2025 年一季度，日本银行业对外债权规模持续增长，或反映套息交易规模依然庞大



数据来源：BIS、WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（三）对大类资产价格走势的影响

1. 债市受货币政策、经济增长与通胀前景影响较大。（a）

日债：由上述分析可知，虽然官方在发行、债券 Taper 等方面平抑波动，但在政局不稳、通胀高企、债券需求低迷下中枢波动抬升大概率将持续。（b）**美债：**套息交易逆转（即偿还日元）意愿抬升背景下，套息者抛售美债以偿还日元负债，对美债收益率有推升作用；叠加美联储释放“短鸽长鹰”政策立场、市场预期后续美联储降息空间有限，叠加美国债务可持续性亦受市场质疑，长端美债需求料承压。9 月美联储大概率重启降息，对短期美债的影响预计更大，由此美债收益率曲线或呈“牛陡”特征。

2. 汇率受利差、经济增长前景影响较大。（a）日元：

日债收益率中枢大概率持续抬升、日美利差收窄有望促进日元逐步走强。此外，日本二季度 GDP 增长好于预期，日央行加息呼声渐高（预计央行将在 10 月或 12 月会议加一次息），

有望支撑日元升值，但日元升值的节奏和力度仍有不确定性，需持续观察美日经济数据表现，以及美联储降息节奏、日央行加息路径。**(b) 美元：**关税摩擦等政策内在削弱美元走强基础，市场担心美联储独立性受损，宽松货币“稀释”高债务压力担忧等，均趋势性削弱美元走势。但 9 月美联储大概率启动降息，《大而美法案》减税等有短期刺激经济效果，“对等关税”等政策反复担忧最严重的时期已过，叠加年内美元指数已有近 10% 的跌幅，综合看美元指数短期内大幅下行空间不大，或有一定反复可能性。**(c) 离岸人民币：**套息交易的反转也助推了外资增配亚太资产的权重，后续预计受到美元趋势性走弱，叠加 2024 年“924”以来 A 股趋势性走强引致的资本回流等因素提振，预计稳中有升、但在国际资本市场波幅增大背景下，波幅料仍较高。

3. 股市受企业盈利、估值及资金面影响较大。**(a) 日股：**日债收益率中枢抬升虽然提高了实体企业借贷成本，但因前期日本企业出海布局带来营业收入全球化，国内环境对日股盈利影响相对有限，叠加日股估值居中（日经 225 指数约 20 倍 PE），前期存量套息资金回流日本，预计后续日股有一定上涨空间。**(b) 美股：**短期经济韧性叠加降息预期，有望对美股走势提供一定支撑。但中期经济放缓压力不断累积，加之相对较高的估值（标普 500 指数约 28 倍 PE），套息交易反转亦可能加大美股抛压，美股或面临一定回调压力。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

本文章版权属撰稿机构及/或作者所有，不得转载。

本文章发表的内容均为撰稿机构及/或作者的意见及分析，并不代表香港中资银行业协会意见。