

日本 10 年国债逼近 3%

弱日元、财政扩张与 BOJ 正常化的三重共振

作者	陈佳梅 (Ami Chen)	日期	2026 年 8 月 22 日
学校	上海财经大学	研究方向	海外宏观 日本央行 日债曲线 财政货币联动

目录

1	核心结论与资产观点	2
1.1	资产观点：政策久期与财政久期需要分开处理	3
1.2	三重共振：为何 10Y 会逼近 3%	3
2	增长与贸易：温和扩张难掩实际收入压力	3
2.1	二季度 GDP 维持正增长，出口和财政提供支撑	4
2.2	弱日元的净效应取决于企业与居民之间的收入分配	4
2.3	未来增长的关键不是出口同比，而是工资能否转化为实际消费	5
3	通胀：即期回落与基础通胀上行并存	5
3.1	7 月 CPI 低于 2%，但 BOJ 展望仍明显偏鹰	5
3.2	为什么 BOJ 不会只看当月 CPI	5
3.3	能源假设是 BOJ 预测的关键脆弱点	6
4	BOJ：从“是否正常化”转向“多快正常化”	6
4.1	8 比 1 维持 1.0%，反对票要求立即升至 1.25%	6
4.2	作者基准：9 月加息，随后保持 3-6 个月间隔	6
5	日债：3% 关口背后的曲线与财政反馈	7
5.1	当前曲线高度陡峭，超长期包含显著财政与通胀补偿	7
5.2	债务动态：高债务放大利率敏感性，但传导是渐进的	8
5.3	曲线含义：政策决定 2Y，财政决定 30Y，10Y 承担二者交汇	9
6	日元与全球资本流动：加息不等于单边升值	9
6.1	日元的三条定价线索	9
6.2	日资回流：全球债券需求的潜在结构变化	9
7	情景推演：BOJ 节奏、能源与财政的组合	10
7.1	三种政策路径与资产区间	10
7.2	触发器矩阵	10
7.3	3% 关口的判断规则	10
8	风险提示、方法与数据来源	11
8.1	方法说明	11
8.2	关键数据口径	11
8.3	主要公开来源	11

1 核心结论与资产观点

研究问题与数据截止	
日本 10 年国债收益率在 8 月 18 日触及 2.945%，接近 3% 这一具有制度和心理意义的水平。本报告研究：当即期 CPI 回落至 2% 附近，但 BOJ 仍判断基础通胀将在目标附近持续，同时财政扩张和能源进口压力抬升长端风险补偿时，日本利率曲线、日元与全球资本流动将如何重新定价。数据截止于 2026 年 8 月 22 日。	
结论先行	
1. 日本增长并未失速，但结构上更依赖出口、财政与名义价格。二季度实际 GDP 环比增长 0.3%、折年增长 1.1%；7 月出口同比增长 23.2%，进口增长 27.8%，贸易逆差 6345 亿日元。进口增速更快，显示能源与弱日元仍在通过贸易条件压低居民实际收入。 2. 即期 CPI 回落与 BOJ 的前瞻通胀判断并不矛盾。7 月总体 CPI、核心 CPI 和核心核心 CPI 同比分别为 1.9%、1.8% 和 1.9%；但 BOJ 预计 FY2026 核心与核心核心 CPI 均为 2.5%，FY2027 分别为 2.4% 和 2.6%，判断基础通胀将在预测期内达到目标一致水平。 3. 7 月 BOJ 维持政策利率 1.0%，但 8 比 1 投票和上行风险表述表明正常化方向未变。一名委员主张立即加息至 1.25%；BOJ 明确表示，在经济和物价实现展望的条件下将继续提高政策利率。市场焦点已从“是否加息”转向“加息间隔和终点多高”。 4. 日债上行不是单纯的政策利率交易，而是政策、财政与全球长端共振。8 月 21 日 2Y、10Y 和 30Y 收益率约 1.67%、2.88% 和 4.07%；10Y 在 8 月 18 日触及 2.945%，30Y 触及 4.115%。曲线陡峭说明财政供给、通胀风险与投资者久期需求共同抬高长端。 5. 高债务使利率上升的财政反馈成为结构性风险，但不应使用“全量债务即时重定价”夸大短期成本。FY2026 末中央与地方长期债务预计为 1344 万亿日元、约占 GDP 194%。若全部债务利率同步上升 25bp，静态上限成本为 3.36 万亿日元；实际年度增量远小于该数，因为只有到期再融资和新增债务逐步重定价。 6. 资产含义：对 10Y 接近 3% 不宜机械抄底，前端与曲线更有信息含量。基准情景为 9 月加息至 1.25%、2027 年一季度再加至 1.50%；10Y 在 2.8%–3.15% 区间，30Y 仍偏弱。日元中期受利差收窄支持，但能源贸易条件和财政风险使升值路径并不线性。	

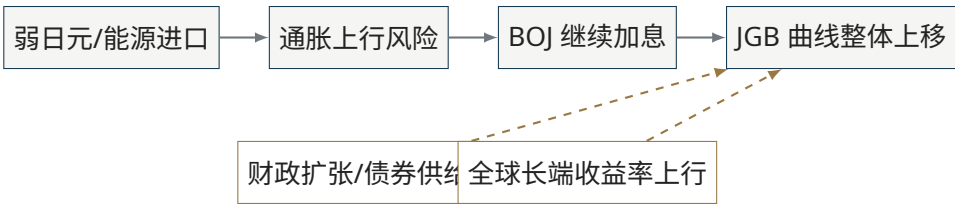
BOJ 政策利率	10Y 日债峰值
1.0%	2.945%
7 月维持；一名委员支持 1.25%	8 月 18 日，1996 年以来高位
长期政府债务	
1344 万亿日元	
FY2026 末，约占 GDP 194%	

1.1 资产观点：政策久期与财政久期需要分开处理

资产/策略	1-3 个月	6-12 个月	核心逻辑	主要反向风险
2Y 日债	中性偏空债券	中性	9 月加息仍是基准，前端对政策节奏最敏感	CPI 和增长快速走弱、加息延后
5Y 日债	中性	中性	票息提升，但需消化两次加息预期	BOJ 加速至每季度加息
10Y 日债	谨慎	区间震荡	接近 3% 有配置需求，但政策与供给尚未充分稳定	国内机构大幅增配、全球长端回落
30Y 日债	谨慎	谨慎	财政供给、通胀风险与久期波动最高	发行结构调整、养老金买盘增强
日元	震荡偏强	偏强	BOJ 正常化与海外利差收窄支持	能源价格、财政风险与套息需求
日本银行股	相对受益	分化	利率正常化改善息差，但债券估值与信用风险上升	曲线倒挂或经济失速
海外债券中的日资需求	边际下降	下降	本国收益率上升提高资金回流吸引力	对冲成本下降、海外收益率仍显著更高

注：以上为作者研究判断，不构成投资建议。

1.2 三重共振：为何 10Y 会逼近 3%



10Y 接近 3% 并非任何单一数据触发，而是 BOJ 政策正常化、财政久期供给和全球长端抛售同时发生。前端主要定价下一次政策利率，超长端更多定价财政与通胀风险；10Y 位于两者之间，因而成为三种力量交汇的核心期限。

2 增长与贸易：温和扩张难掩实际收入压力

2.1 二季度 GDP 维持正增长，出口和财政提供支撑

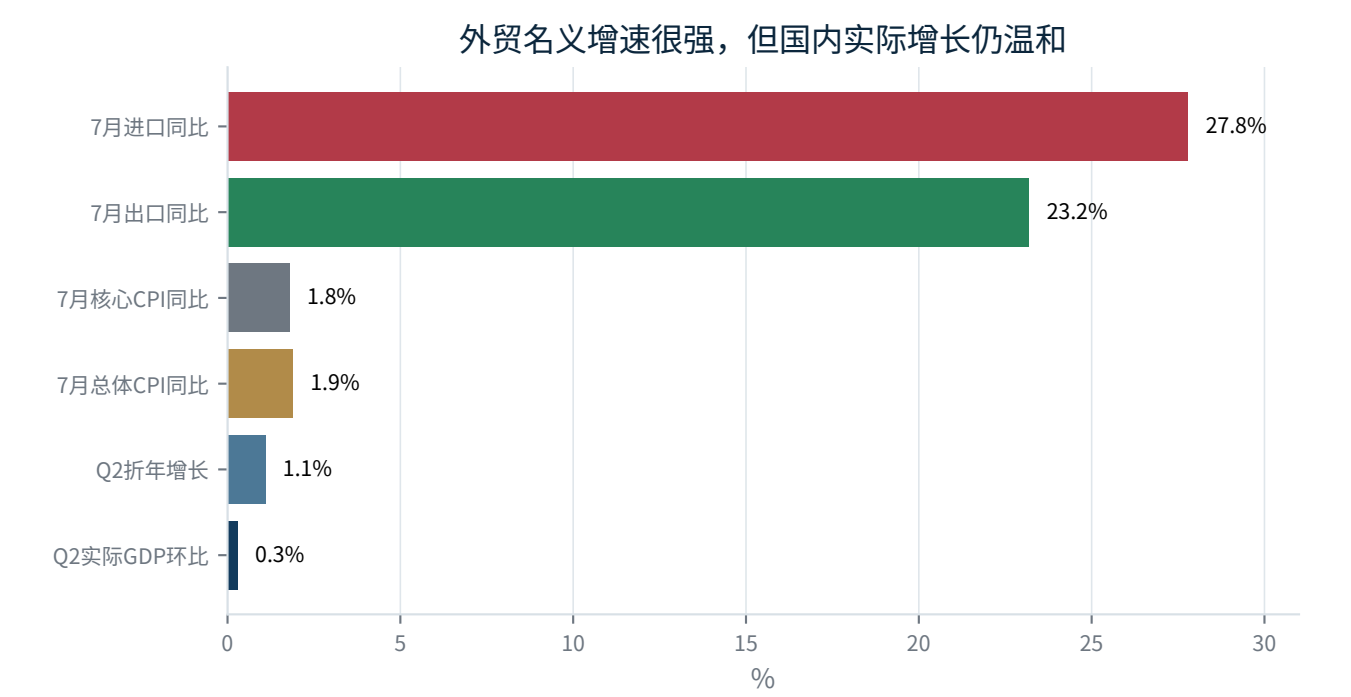


图 1 外贸名义增速很强，但进口快于出口、实际购买力承压

资料来源：日本内阁府、财务省、总务省；2026 年二季度及 7 月数据；作者整理。

二季度实际 GDP 环比增长 0.3%、折年增长 1.1%，显示经济并未因能源冲击立即失速。BOJ 在 7 月展望中认为，全球 AI 相关需求、年度春斗工资增长、政府减轻能源负担的措施以及宽松金融条件，将继续支撑经济温和增长。

但外贸数据暴露出结构性压力：7 月出口同比增长 23.2%，进口增长 27.8%，贸易逆差为 6345 亿日元。名义贸易的高增速部分反映价格和汇率效应；进口增速更快意味着能源与原材料成本通过贸易条件侵蚀国内收入。对于一个能源进口依赖较高的经济体，弱日元并非纯粹利好出口，而是同时抬高居民和中小企业成本。

增长判断

日本当前不是需求过热，而是**名义工资、出口与财政支撑下的温和增长**。若能源价格保持高位，实际消费可能继续偏弱；但只要工资和企业投资没有明显失速，BOJ 仍有空间推进利率正常化。

2.2 弱日元的净效应取决于企业与居民之间的收入分配

渠道	受益方/受损方	宏观结果	利率含义
出口换算收益	大型出口企业受益	企业利润和股价受支撑	增强 BOJ 加息耐受度
进口能源成本	居民、中小企业受损	实际收入与消费承压	中期抑制需求，但短期推高 CPI
海外利润汇回	跨国企业受益	名义收入增加，投资取决于汇回意愿	对国内增长的乘数有限
旅游与服务出口	本地服务业受益	服务价格和用工维持	支撑基础通胀
财政补贴	居民短期受益、政府负担上升	平滑需求但增加发债	抬升长端期限溢价

2.3 未来增长的关键不是出口同比，而是工资能否转化为实际消费

春斗工资增长提供名义收入基础，但若能源和食品价格持续挤压购买力，消费仍可能接近停滞。应重点跟踪实际工资、家庭消费、服务业就业以及企业资本开支。若工资—消费正循环形成，BOJ 可继续加息；若名义工资上涨但实际消费持续为负，加息节奏将放慢，曲线则更可能由财政而非政策主导。

3 通胀：即期回落与基础通胀上行并存

3.1 7 月 CPI 低于 2%，但 BOJ 展望仍明显偏鹰

7 月总体 CPI 同比 1.9%，剔除生鲜食品的核心 CPI 为 1.8%，剔除生鲜和能源的核心核心 CPI 为 1.9%。从即期数据看，通胀已回到目标附近甚至略低于目标，单凭这一组数据不足以支持急加息。

但 BOJ 采用前瞻判断。其 7 月展望预计，FY2026 实际 GDP 增长 0.6%，核心 CPI 与核心核心 CPI 均为 2.5%；FY2027 核心 CPI 为 2.4%、核心核心 CPI 为 2.6%；FY2028 分别为 2.0% 和 2.2%。核心核心通胀在 FY2027 高于核心通胀，意味着即使能源贡献回落，工资与服务驱动的基础通胀仍可能维持在 2% 以上。

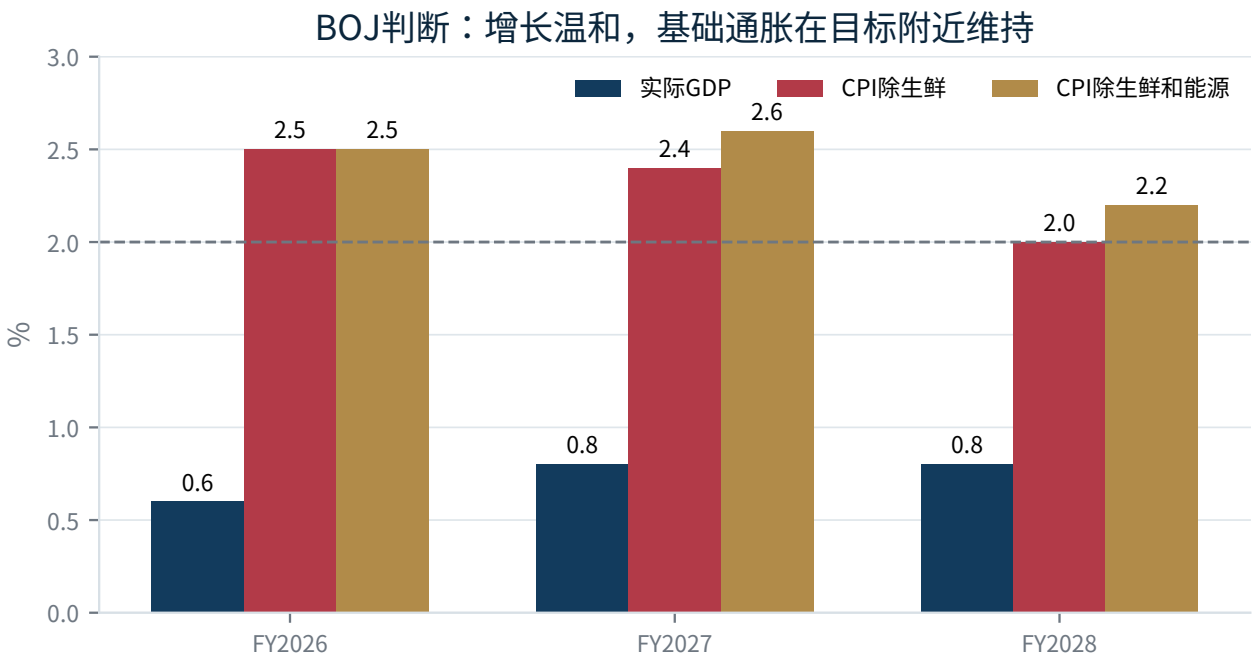


图 2 BOJ 判断：增长温和，基础通胀在目标附近延续

资料来源：Bank of Japan, Outlook for Economic Activity and Prices, July 2026；作者整理。

3.2 为什么 BOJ 不会只看当月 CPI

日本过去长期面临低通胀，政策正常化的核心并非把每月 CPI 压到 2% 以下，而是确认工资与服务价格形成可持续循环。BOJ 更关注：春斗工资是否传导至基础工资，服务企业是否持续提价，通胀预期是否稳定上移，以及弱日元与能源是否造成广泛成本传导。

变量	当前状态	支持继续加息	支持放缓加息
核心 CPI	1.8%	未来受能源与汇率再抬升	即期已低于 2%
核心核心 CPI	1.9%	BOJ 预测 FY2027 为 2.6%	服务需求若走弱将下修
工资	春斗结果较强	基础工资和服务价格形成循环	实际工资持续为负
日元	偏弱	输入性通胀与政策可信度压力	升值可缓解进口成本
能源	高位波动	headline 和预期上行	价格回落将压低 FY2027 通胀
增长	温和正增长	经济可承受渐进加息	消费若失速将提高政策成本

3.3 能源假设是 BOJ 预测的关键脆弱点

BOJ 展望假设迪拜原油由约 80 美元逐步降至预测期末约 70 美元。若油价不降反升，headline CPI 和贸易条件将显著高于基准；但这同时压低实际收入。政策影响取决于二次传导：若工资与服务价格继续上升，BOJ 需更快加息；若消费受损更大，则可能出现“通胀高、加息慢”的政策组合，长端风险溢价反而更高。

通胀结论

日本的政策判断不能在“7 月 CPI 低于 2%”与“BOJ 仍将加息”之间二选一。更准确的理解是：**即期通胀允许渐进，基础通胀与弱日元要求方向不变**。这决定了政策利率上行斜率有限，但终点尚未确定。

4 BOJ：从“是否正常化”转向“多快正常化”

4.1 8 比 1 维持 1.0%，反对票要求立即升至 1.25%

7 月 31 日，BOJ 以 8 比 1 决定将无担保隔夜拆借利率维持在约 1.0%。反对委员认为，海外需求冲击和金融条件变化增加物价上行风险，主张立即升至 1.25%。投票结构说明，委员会内部已出现对加息速度的明确分歧，而非对正常化方向的根本分歧。

BOJ 同时表示，若经济和物价按照展望发展，将继续提高政策利率并调整宽松程度。其政策反应函数可近似表示为：

$$\Delta i_t = f\left(\pi_t^{\text{underlying}} - 2\%, \Delta w_t, \text{USDJPY}_t, \text{gap}_t, \text{FCI}_t, \text{fiscal}_t\right). \quad (1)$$

其中基础通胀和工资决定方向，日元与能源决定紧迫性，增长和金融条件决定步幅，财政扩张则影响中性利率与长端风险溢价。

作者情景：BOJ 加息节奏而非方向，是 JGB 定价的核心分歧

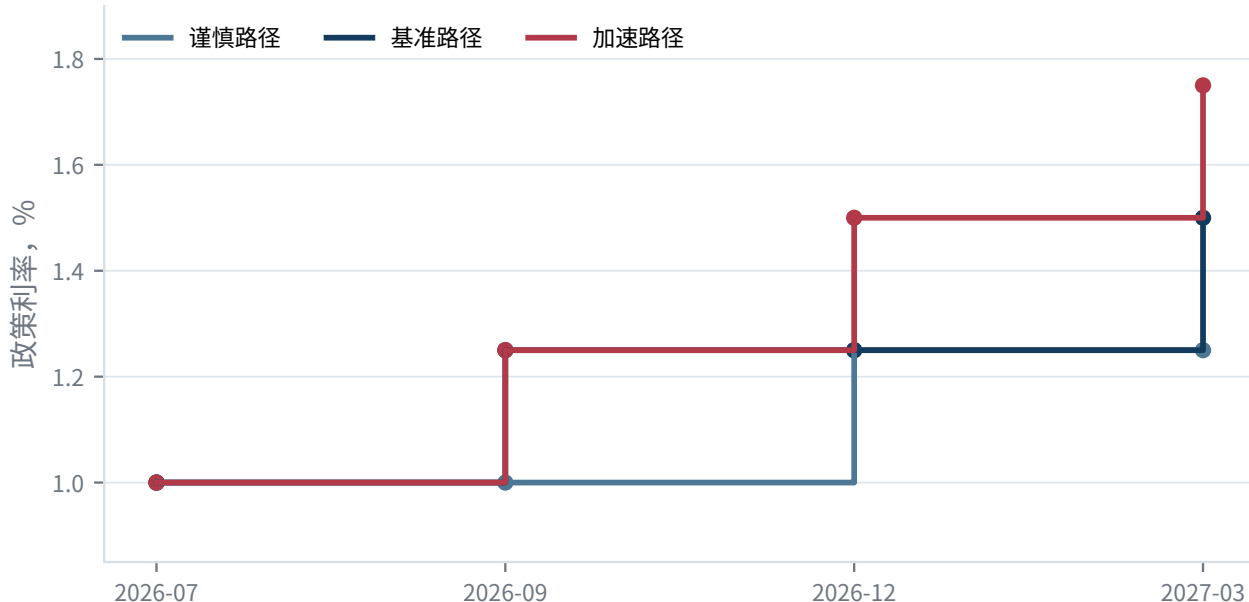


图 3 作者情景：BOJ 加息节奏而非方向，是 JGB 定价的核心分歧

资料来源：BOJ 政策决定；作者情景假设。基准路径并非官方指引。

4.2 作者基准：9 月加息，随后保持 3-6 个月间隔

基准情景为 9 月加息 25bp 至 1.25%，2027 年一季度再加息至 1.50%。这一节奏兼顾三点：基础通胀仍在目标附近、弱日元构成输入性通胀压力、实际消费和即期 CPI 又不支持连续快速加息。若服务通胀与工资强于预期，12 月也可能加息；若能源回落且消费明显转弱，首次加息可能延后至 12 月。总体上，BOJ 更

可能采取“**方向明确、节奏灵活、沟通逐步**”的正常化：既不能把 1.8% 的即期核心 CPI 解读为加息结束，也不能把 10Y 接近 3% 机械理解为必须连续快速加息。

政策信号	当前含义	对下一次加息	对终点利率
8:1 投票 FY2027 核心核心 CPI 2.6% 7 月核心 CPI 1.8% GDP 折年 1.1% 弱日元与高能源	正常化共识仍在，速度有分歧 基础通胀偏强 即期压力有限 经济可承受渐进正常化 输入性通胀风险	提高 9 月概率 支持继续加息 限制连续加息 中性偏鹰 提高政策紧迫性	终点上行尾部扩大 支持高于 1.5% 不必明显下调终点 取决于消费持续性 若长期化则提高终点

5 日债：3% 关口背后的曲线与财政反馈

5.1 当前曲线高度陡峭，超长端包含显著财政与通胀补偿

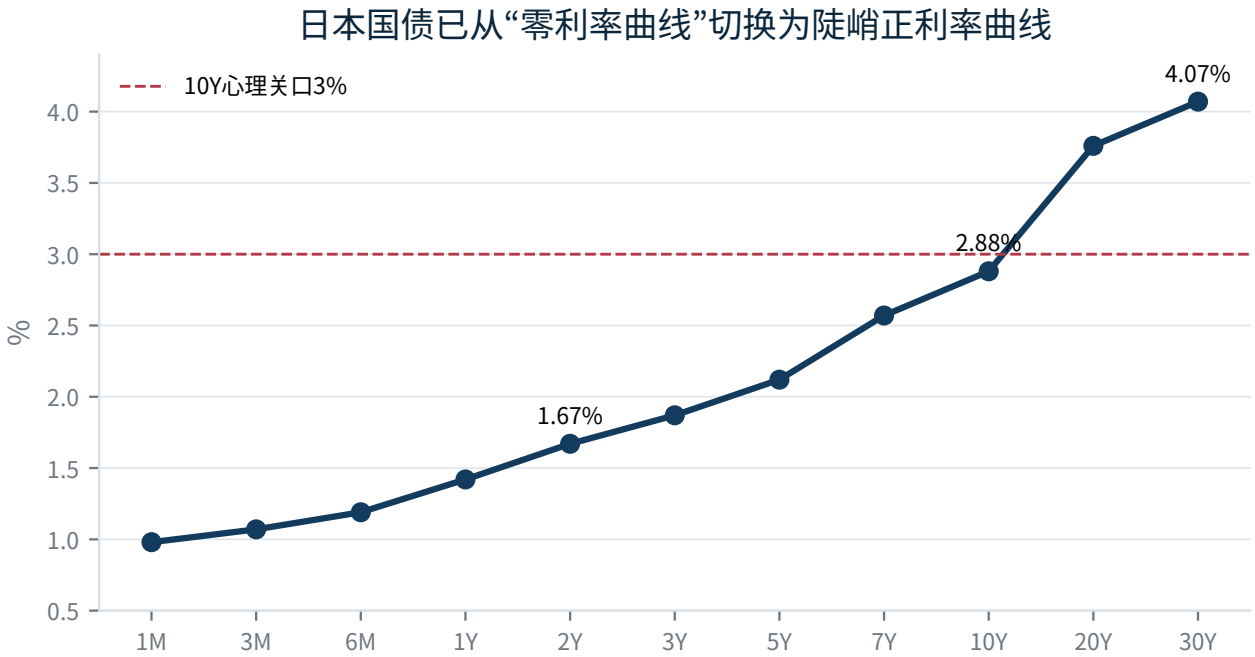


图 4 日本国债曲线：零利率时代的“异常平坦”切换为陡峭曲线

资料来源：公开市场报价；2026 年 8 月 21 日附近；作者整理。

8 月 21 日，1Y、2Y、5Y、10Y、20Y 和 30Y 收益率约为 1.42%、1.67%、2.12%、2.88%、3.76% 和 4.07%。10Y 显著高于政策利率，30Y 又高于 10Y 约 119bp，说明市场要求额外补偿长期通胀、财政供给和久期风险。

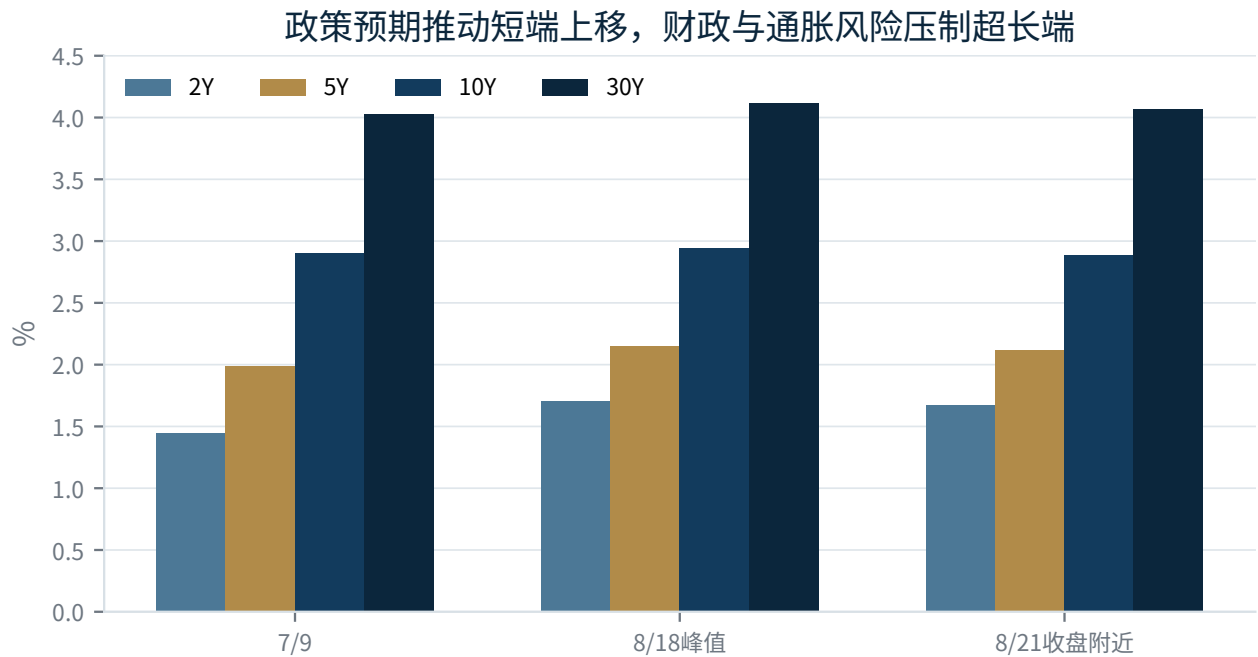


图5 7月以来日债整体上移，10Y逼近3%、30Y突破4%

资料来源：Reuters 及公开市场报价；作者整理。8月18日为盘中峰值。

从7月9日至8月18日峰值，2Y由1.445%升至1.70%，10Y由2.90%升至2.945%，30Y由4.03%升至4.115%。前端上行反映加息预期，超长端上行反映全球长端和财政风险；10Y变化较小但持续逼近3%，显示该关口存在配置需求与政策风险的拉锯。

5.2 债务动态：高债务放大利率敏感性，但传导是渐进的

政府债务率的简化动态为：

$$\Delta d_t \approx \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} d_{t-1} - pb_t, \quad (2)$$

其中 d_t 为债务率， r_t 为平均融资成本， g_t 为名义增长， pb_t 为初级财政余额。日本过去依靠极低平均利率，使 $r - g$ 保持可控；随着新发债和到期再融资利率上升，平均融资成本会逐步抬高。

债务存量对利率的“机械敏感度”很高，但实际传导取决于再融资期限

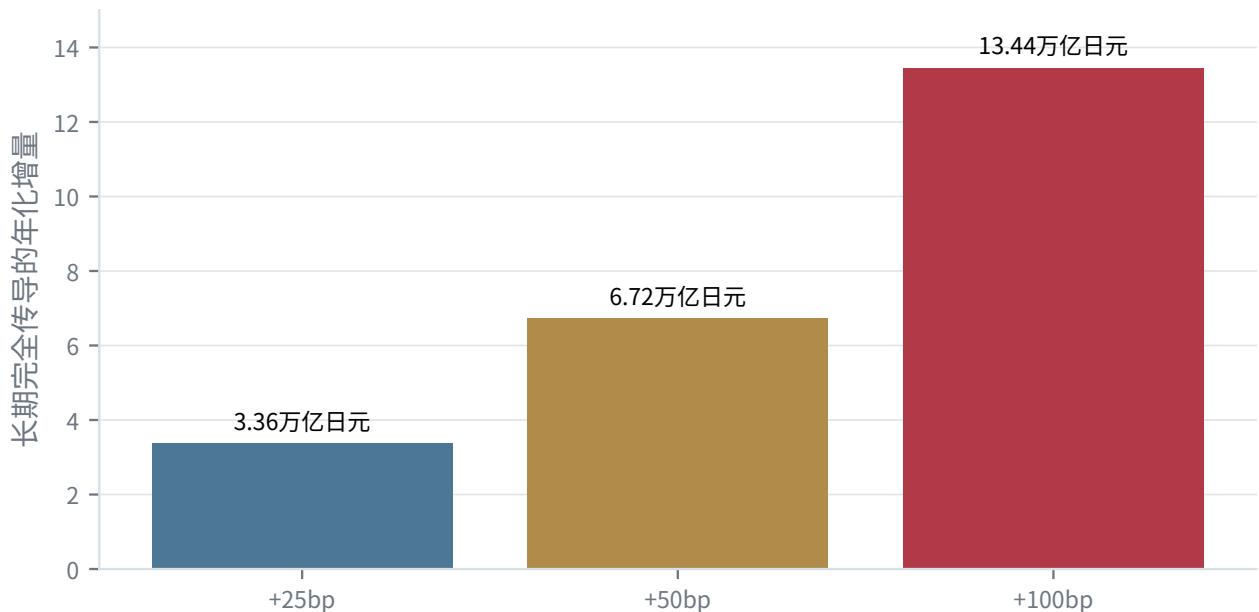


图6 债务存量对利率的“机械敏感度”很高，但实际传导受再融资期限约束

资料来源：日本财务省；作者计算。以 1344 万亿日元长期债务全部即时重定价为上限情景。

若 1344 万亿日元长期债务全部同步重定价，利率上升 25bp、50bp 和 100bp 对应年化利息上限分别为 3.36、6.72 和 13.44 万亿日元。但这是**极端机械上限**，不能作为下一年度预算成本预测。实际增量取决于平均剩余期限、到期规模、新增赤字、浮息债比例及 BOJ 持有结构，通常分多年传导。

固收结论

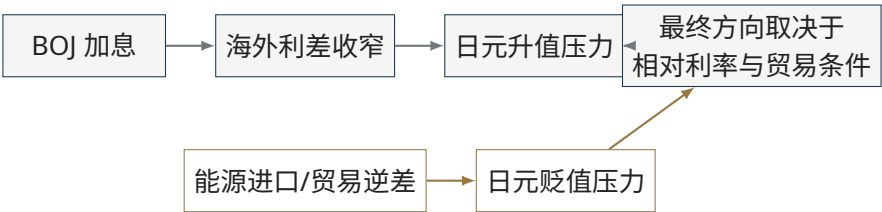
3% 附近并非天然的价值底。若 BOJ 仍在加息、财政供给未改善、全球 30Y 收益率继续上升，10Y 可以在配置买盘存在的同时维持高位。真正的趋势性多头需要看到：加息路径下修、能源与日元压力缓解，以及超长端拍卖和财政供给出现改善。

5.3 曲线含义：政策决定 2Y，财政决定 30Y，10Y 承担二者交汇

基准情景下，2Y 仍围绕下一次加息波动，30Y 对财政和全球久期最敏感，10Y 则可能维持 2.8%–3.15% 的高波动区间。若 BOJ 放缓但财政扩张不变，曲线可能牛陡；若 BOJ 加速且长端供给同时恶化，则可能熊平后再熊陡，波动显著放大。

6 日元与全球资本流动：加息不等于单边升值

6.1 日元的三条定价线索



第一条是利差：BOJ 加息、Fed 或 ECB 停止加息会降低套息交易吸引力，支持日元。第二条是贸易条件：能源价格高、进口增长快于出口会增加外汇需求，压制日元。第三条是财政与可信度：若长端上行被解读为财政风险而非增长改善，日元未必受益。

6.2 日资回流：全球债券需求的潜在结构变化

过去日本机构投资者在国内收益率极低时大量配置海外债券。随着 10Y 接近 3%、30Y 超过 4%，国内债券的名义收益率显著提高，且无需承担外汇波动和高对冲成本。边际资金回流会降低对美债、欧债和澳债的需求，并抬高全球长端风险溢价。

但回流不是机械过程。日本寿险和养老金受到负债久期、会计分类、资本约束与外汇对冲成本影响；若海外收益率仍高、日元被认为将继续走弱，未对冲海外资产仍有吸引力。因此，应关注日本机构的净购买数据、外汇对冲比率和超长 JGB 拍卖，而非仅比较名义收益率。

情景	日元	日本风险资产	全球债券
渐进加息、能源回落	温和升值	银行相对受益，出口股分化	日资逐步回流，长端需求下降
快速加息、增长仍稳	明显升值	银行受益，高估值与地产承压	全球长端受再配置压力
能源高、财政扩张、加息慢	偏弱或高波动	出口股受益、内需受损	JGB 长端上行但海外配置未必明显下降
全球衰退	避险升值	股票下跌、JGB 前端受益	海外债券先受益，回流方向取决于汇率
日本财政风险上升	方向不确定	银行持债估值承压	全球风险溢价上升

跨资产结论

日本正常化对全球市场的影响不只来自 BOJ 政策利率，而是来自**日本投资者的机会成本变化**。当本国长债收益率达到可配置水平，全球债券失去一部分稳定买盘；这也是日债长端与美欧长端近期相关性上升的重要渠道。

7 情景推演：BOJ 节奏、能源与财政的组合

7.1 三种政策路径与资产区间

情景	概率	BOJ 路径	2Y 日债	10Y 日债	30Y 日债	日元
基准: 9 月 +25bp, 2027Q1 再 +25bp	50%	1.00%□1.25%□1.50%	1.55–1.90%	2.80–3.15%	3.90–4.35%	温和偏强
谨慎: 12 月才加息, 终点 1.25%	25%	观察消费与 CPI	1.30–1.65%	2.55–2.90%	3.60–4.00%	偏弱震荡
加速: 9 月、12 月、2027Q1 连续加息	25%	2027Q1 达 1.75%	1.95–2.30%	3.15–3.55%	4.35–4.80%	先强、后看财政

注：概率与收益率区间为作者情景假设，不代表官方指引或市场一致预期。

7.2 触发器矩阵

变量	基准情景	转向谨慎	转向加速
核心核心 CPI	2% 附近并逐步回升	持续低于 2%	明显高于 2.5%
工资与服务价格	温和上行	实际工资和消费继续恶化	工资—服务价格循环强化
日元	偏弱但稳定	明显升值、输入通胀缓解	快速贬值或波动失控
能源价格	高位回落	迅速下降	持续高位并扩散
GDP/消费	温和正增长	消费与投资转负	增长保持韧性
JGB 拍卖/财政	需求可控	发行改善、买盘增强	超长端拍卖疲弱、追加财政

7.3 3% 关口的判断规则

10Y 达到 3% 本身既不是自动卖出信号，也不是自动买入信号。需要判断 3% 由哪一项驱动：若来自更高政策终点，前端和 10Y 会同步上行；若来自财政与超长端供给，曲线会继续陡峭；若来自全球长端共振但国内 CPI 走弱，则 3% 附近可能吸引长期配置资金并形成阶段性顶部。

最有信息含量的组合

未来一个季度应同时观察**2Y 收益率、10s30s 曲线、日元和超长 JGB 拍卖**。2Y 回答 BOJ 会加多快，10s30s 回答财政与久期供给多紧，日元回答输入性通胀压力，拍卖则验证国内配置盘是否真正接住更高收益率。

8 风险提示、方法与数据来源

主要风险

- 能源价格或日元路径发生突变，使 BOJ 通胀预测与政策节奏显著偏离基准；
- 工资增长未能转化为实际消费，经济对加息的承受能力低于预期；
- 政府追加财政刺激或减税，导致国债供给与财政风险溢价快速上升；
- 国内银行、寿险或养老金因估值和久期约束被动调整持仓，引发市场流动性冲击；
- 全球长端收益率大幅波动，使 JGB 脱离国内宏观基本面；
- 日元的避险、套息与贸易属性相互冲突，导致加息与汇率的传统关系阶段性失效。

8.1 方法说明

本报告使用“增长与贸易—基础通胀—BOJ 反应函数—收益率曲线—财政债务动态—全球资金流”框架。债务利息敏感度图为全量长期债务即时重定价的机械上限，用于展示数量级，不是财政支出的点预测；实际成本取决于到期结构和新增融资。

8.2 关键数据口径

- GDP 为日本内阁府季调实际值；贸易为财务省海关口径名义同比；CPI 为总务省全国口径。
- BOJ 预测采用 2026 年 7 月《经济与物价形势展望》中政策委员预测中位数。
- JGB 收益率为 8 月 18 日盘中峰值及 8 月 21 日公开市场报价附近，不同数据源和成交时点可能有数个基点差异。
- 长期债务 1344 万亿日元包括中央和地方政府长期债务，债务率使用财务省 FY2026 预算资料口径。

8.3 主要公开来源

机构	发布日期	文件/用途
Bank of Japan	2026-07-31	货币政策声明：1.0% 政策利率、8 比 1 投票及反对票提案。
Bank of Japan	2026-07	经济与物价形势展望：FY2026–FY2028 增长与通胀预测、风险判断。
日本总务省	2026-08-21	2026 年 7 月全国 CPI：总体、核心与核心核心通胀。
日本内阁府	2026-08-17	2026 年二季度 GDP 初值。
日本财务省	2026-08-19	2026 年 7 月贸易统计；FY2026 预算中的长期债务数据。
Reuters/公开市场	2026-07-09 至 08-21	2Y、5Y、10Y 和 30Y 日债收益率、8 月 18 日盘中峰值。

可复现性

源码包包含 CSV 数据、Python 绘图脚本与完整 LaTeX 文件。执行顶层绘图脚本后，在本目录运行 `latexmk -xelatex main.tex` 即可重新生成 PDF。