

# 全球经济

## 日本长债收益率走势及影响

日本长期国债收益率近期飙升，叠加美欧在格陵兰岛问题上的冲突上升，引发全球市场剧烈波动。日本长期国债收益率上行，既有通胀居高和国债供需失衡因素，也有市场重新定价日本“财政主导”因素。政府债务率高企、财政刚性扩张和货币政策独立性挑战都在推升长期国债收益率。日本长债波动并非孤立事件，而是全球后 QE 时代结构性断裂点，影响将通过利率、汇率和杠杆链条向全球市场扩散。预计日本长期国债收益率可能震荡上行，10 年国债收益率从目前 2.3% 升至年末 2.5% 左右。日本长期国债收益率上升将打击全球债券、科技股与加密货币。

### 一、日本长期国债收益率飙升的原因

#### 1) 财政扩张

日本高市早苗政府为赢得 2026 年 2 月 8 日众议院大选，宣布将食品消费税从 8% 逐步降至 0%，但未明确资金来源，引发市场对日本财政可持续性担忧。日本政府债务占 GDP 比例已高达 260%，远超希腊债务危机时水平，而 2026 财年预算案高达 122.3 万亿日元，投资者要求更高风险溢价。日本财务省计划在 2026 财年新增发行 40 万亿日元以上长期债券，出现供给高峰，而投资者对长债偏好下降，供需失衡推高长期国债收益率。

#### 2) 通胀居高

日本通胀已连续 51 个月高于央行 2% 的目标，核心 CPI 增速持续上升。通胀压力居高来自结构性因素和周期性因素双重支撑。结构性因素包括：人口老龄化导致劳工供应短缺，入境游火热支撑劳动密集型服务业劳工需求增长，加上通胀预期作用，工资持续上涨。2025 年春斗薪酬涨幅达到 5% 左右，预计 2026 年春斗薪酬涨幅仍可能超过 4.5%。周期性因素包括：日本食品、能源和原材料等高度依赖进口，大宗商品价格持续上涨和日元贬值相叠加，将加剧通胀压力。

#### 3) 货币政策加速正常化

日本央行已结束长达数十年的超宽松货币政策，2024 年 3 月将政策利率由 -0.1% 上调至 0.1%，2025 年 12 月进一步上调至 0.75%。同时，日本央行于 2024 年 8 月开启量化紧缩，作为日本国债最大买家（占比 50% 以上）逐步退出市场，导致国债需求下降。工资持续上涨、大宗商品反弹和日元贬值可能加剧通胀压力，我们预计日本央行今年可能进一步加息 1-2 次。

### 二、对日本经济体系的影响

#### 1) 加剧财政压力

日本政府债务存量庞大，国债收益率每上升 1%，政府年度利息支出将增加超过 2.5 万亿日元。2026 财年国债利息支出预计可能超过 31.3 万亿日元，这将挤占财政资源，加剧财政压力，挤压教育、医疗等民生福利支出，削弱政府调控经济能力。

#### 2) 推升融资成本，央行面临重启购债压力

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

国债收益率上升将直接推高企业和家庭融资成本，尤其是长期借贷成本，削弱资产负债表。若官方口头干预失效，长端收益率继续上行，可能将通过财政利息支出和金融机构融资成本升高而形成负反馈。日本央行面临重启收益率控制(YCC)的压力，这将压制名义利率，但代价是日元贬值和通胀风险。

### 3) 收紧市场流动性

日本金融机构如银行和养老金持有大量国债，收益率飙升导致资产账面浮亏。为维持资本充足率，它们可能被迫减持海外资产，加剧全球流动性紧缩，同时对冲基金降低杠杆，高收益债和科技股等风险资产波动率上升。

## 三、 对全球大类资产影响

### 1) 套息交易逆转

多年来日元作为低息融资货币，催生规模约 1 万亿美元的"借日元买高息资产"套息交易。随着日本国债收益率攀升和日元融资成本上升，套息交易的利润空间被挤压，触发大规模平仓。日本投资者持有超 3 万亿美元海外资产，包括美元债、科技股和加密货币。日本国债收益率上升可能引发套息交易者和日本投资者抛售上述资产，引发这些资产价格波动。

### 2) 全球国债市场联动

日本作为全球主要债权国，其债市波动通过国际投资者持仓网络，直接传导至美债和欧债等债券市场。日本是美债最大海外持有者，持仓约 1.1 万亿美元，日本国内收益率上升使得投资美债在货币对冲基础上失去吸引力，日本投资者可能抛售美债将资金汇回国内，进一步推高美债收益率。

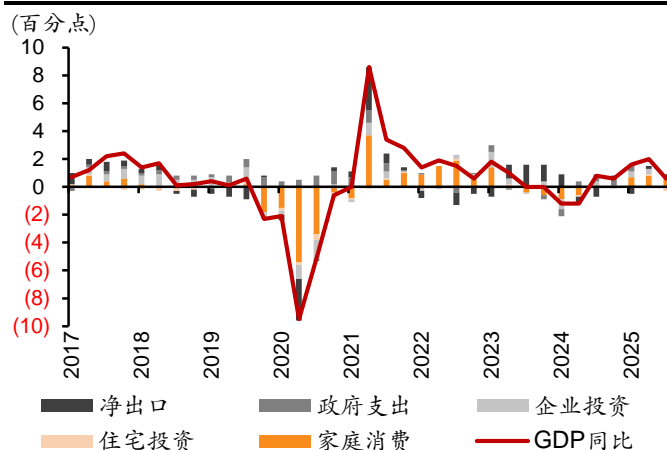
### 3) 全球流动性紧缩

全球国债收益率上升将引发金融机构和投资者持有债券账面亏损，可能引发债券市场进一步抛售，全球市场流动性将会收紧。流动性紧缩效应将影响各大类资产价格，对利率敏感的高估值科技股和加密资产将会承压。新兴市场美元融资成本上升，资本外流压力增加，对境外融资依赖度较高的新兴市场可能面临较大压力。

### 4) 汇率波动上升

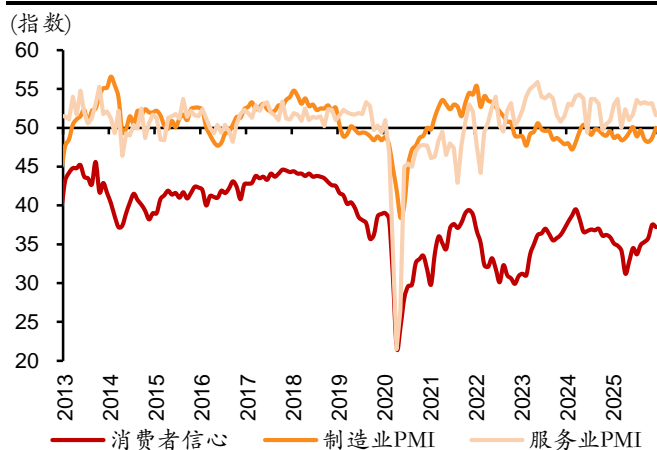
套息交易逆转带来的资金流动将推升日元而打击美元，而流动性紧缩、市场波动和避险情绪上升又对具有避险属性的美元形成一定支撑。从近期波动来看，因为美欧在格陵兰岛问题上的冲突引发卖出美国资产交易，美元指数总体可能走弱，瑞郎等中立国货币和亚太地区货币相对走强，欧元与英镑兑美元走强，但对其他非美货币总体走弱。

图 1: 日本 GDP 增长



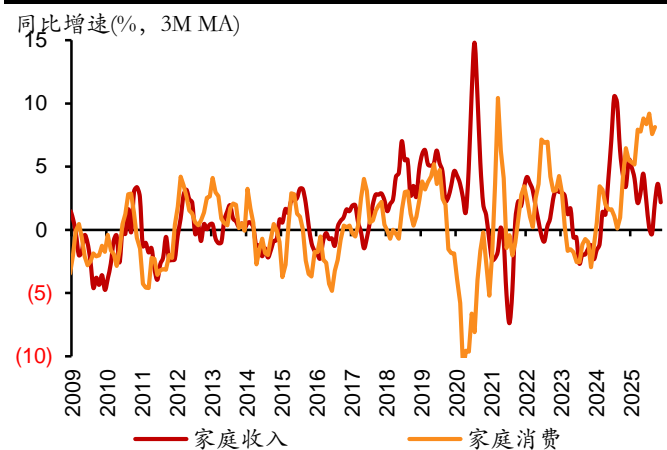
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 景气指数



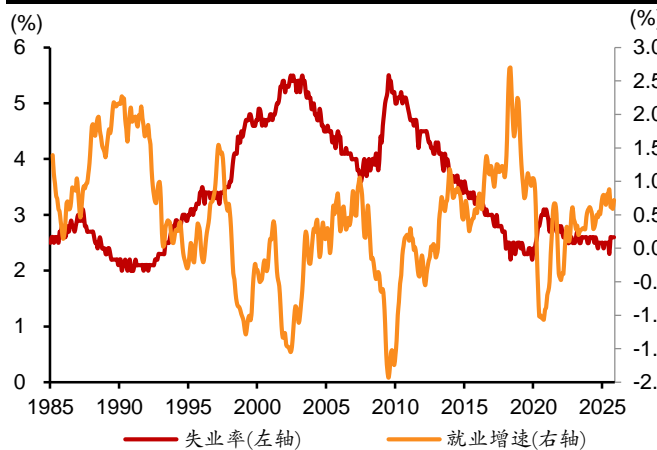
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 家庭收支增速



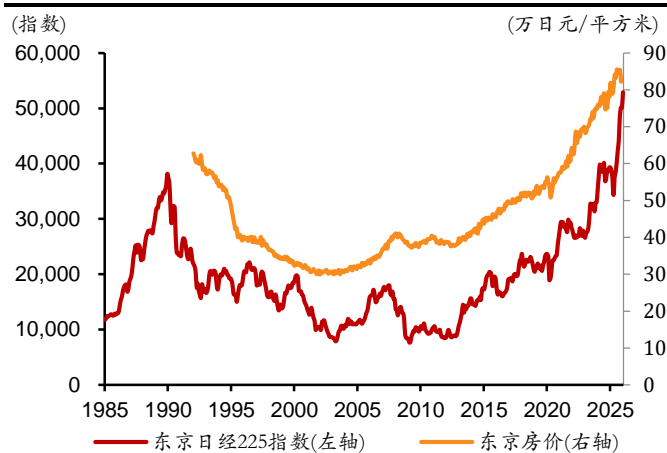
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 就业市场



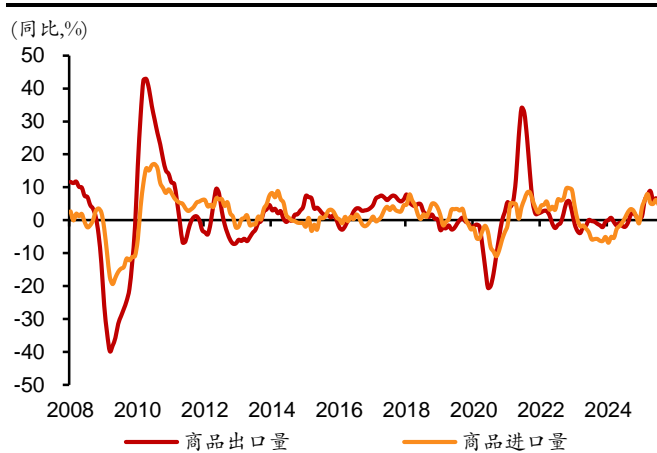
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 股市与房价



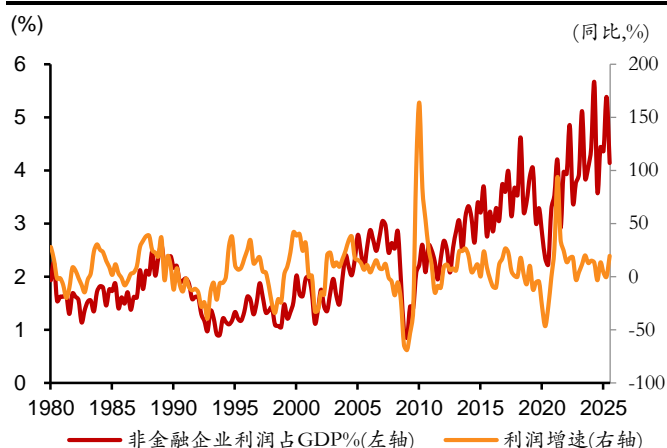
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 商品进出口增速



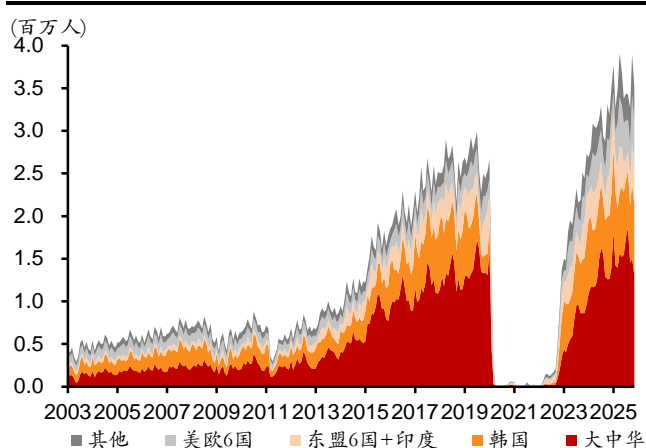
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 企业利润



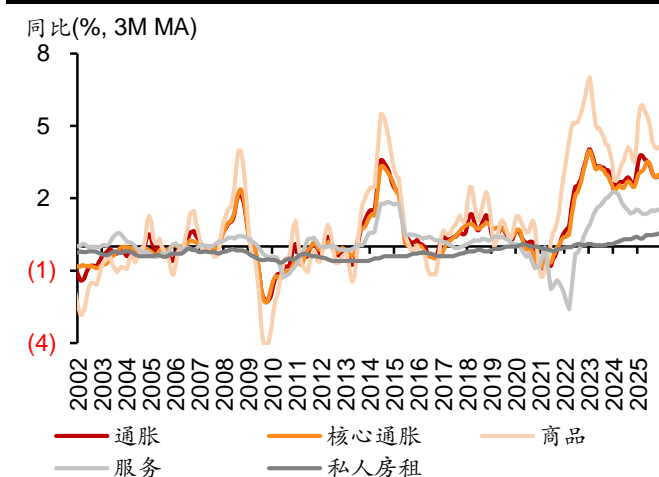
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 入境旅客人数



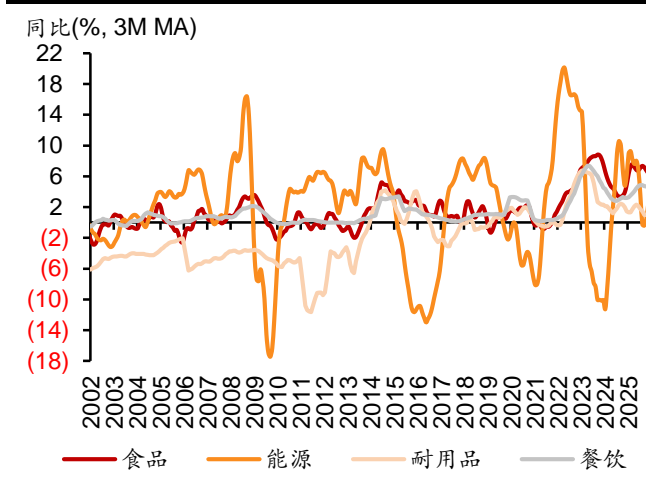
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 核心 CPI 增速



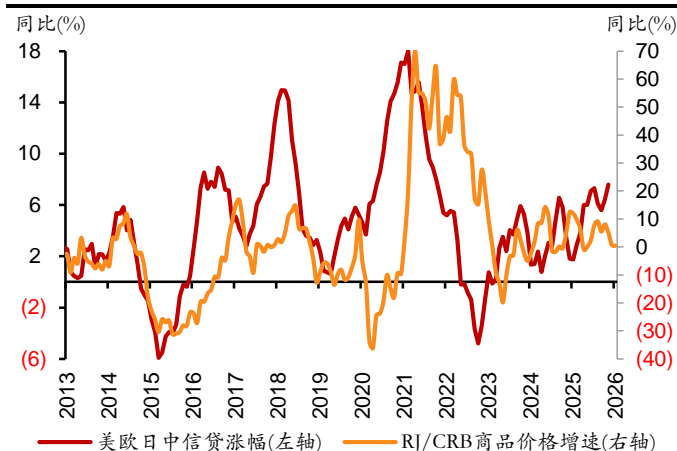
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 食品&amp;能源 CPI 增速



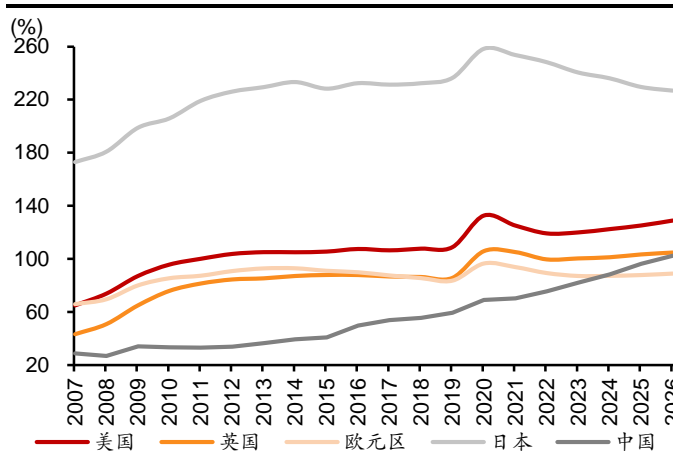
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 全球信贷周期与大宗商品价格涨幅



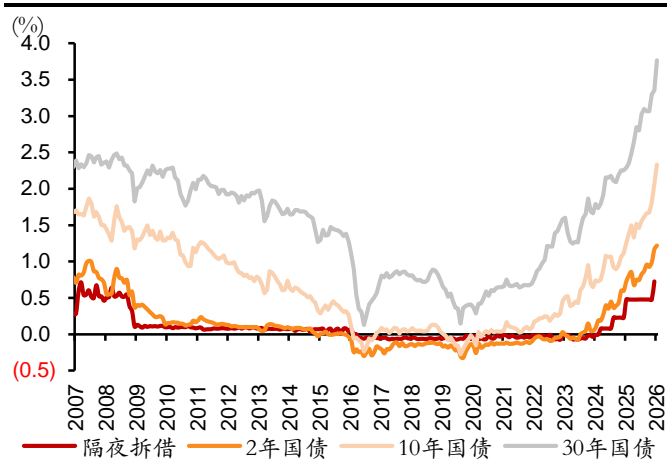
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 全球主要经济体政府债务率



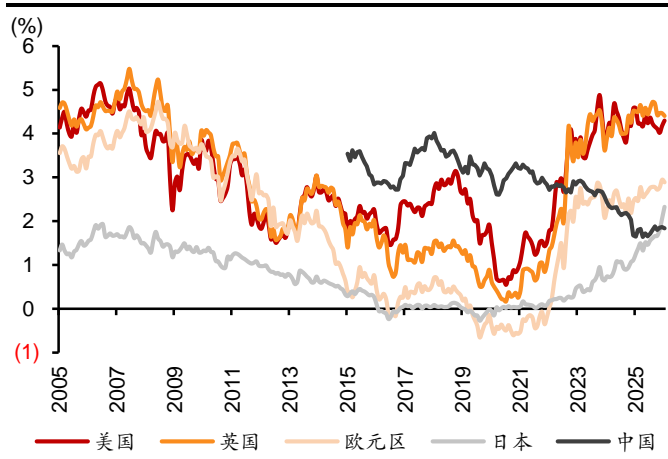
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 日本国债利率



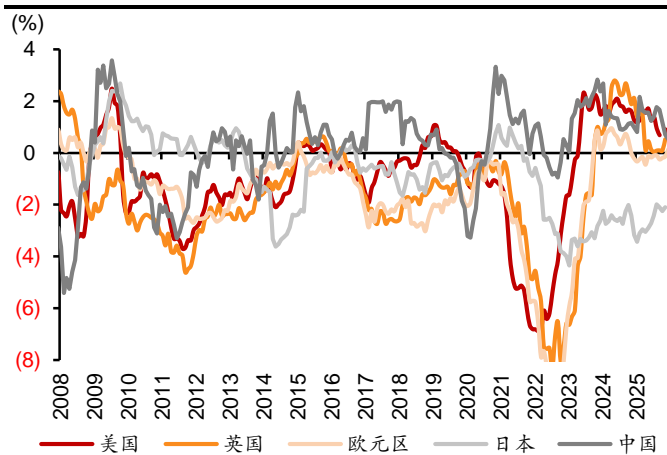
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 全球主要经济体 10 年国债利率



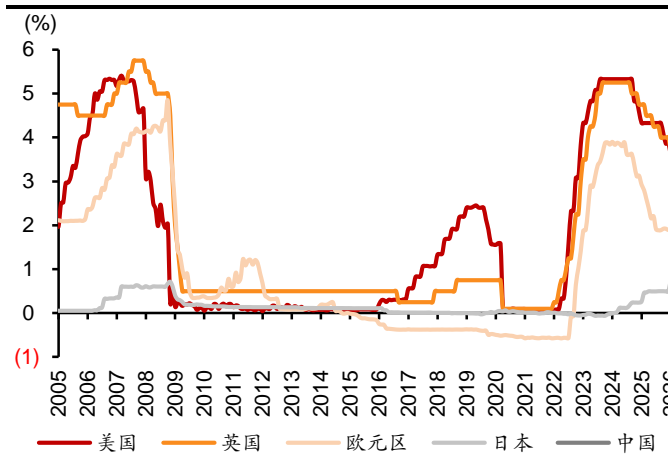
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 全球主要经济体实际利率



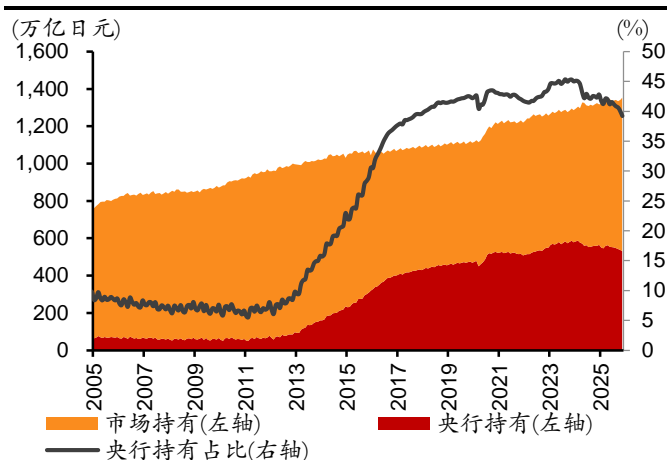
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 全球主要经济体政策利率



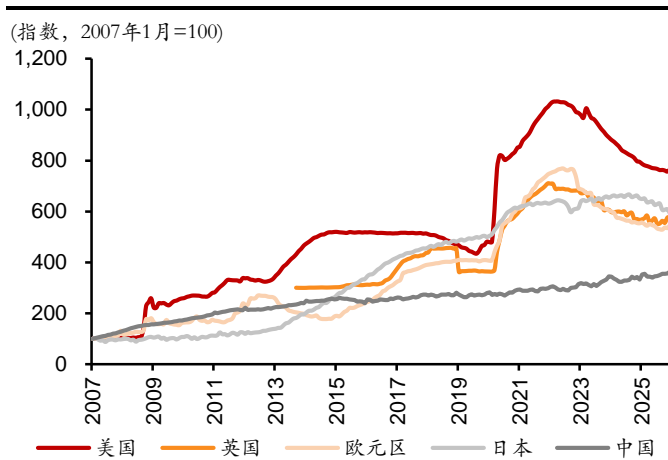
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 日本央行和市场持有日本国债占比



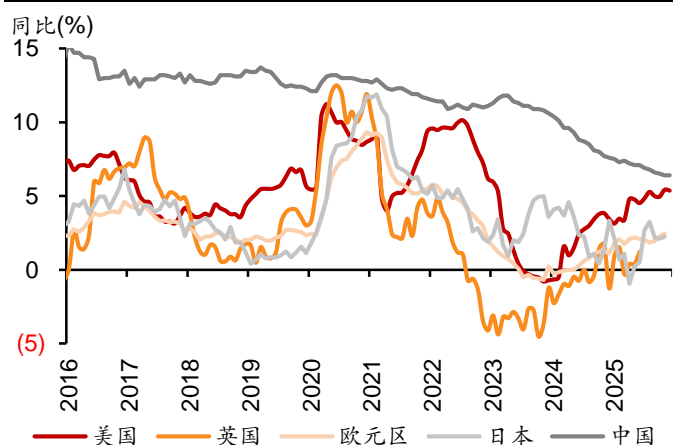
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 18: 全球主要央行总资产



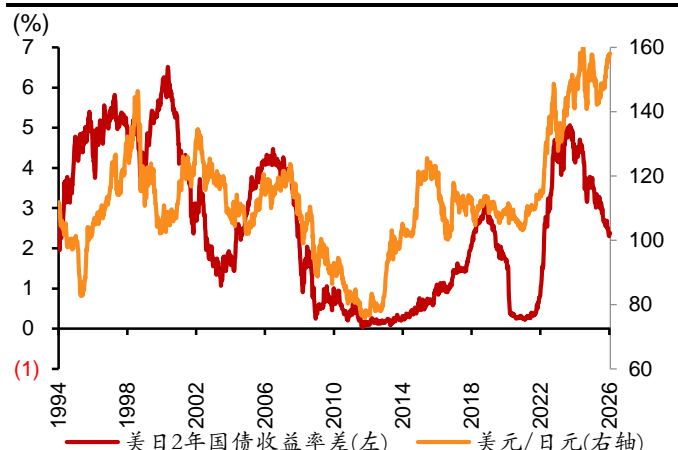
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 19: 全球主要经济体信贷增速



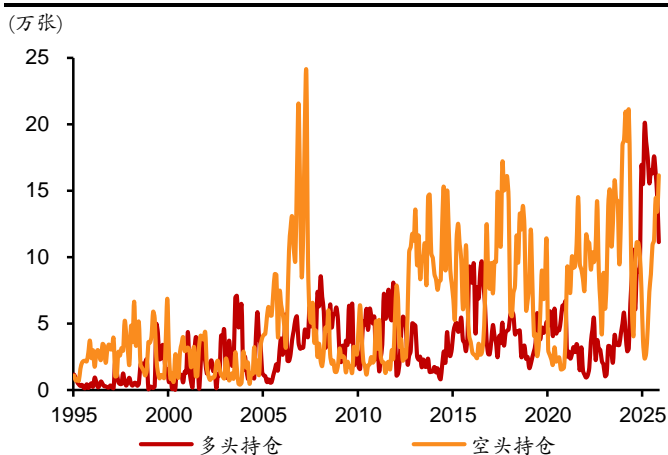
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 20: 美日 2 年国债收益率差与美元兑日元汇率



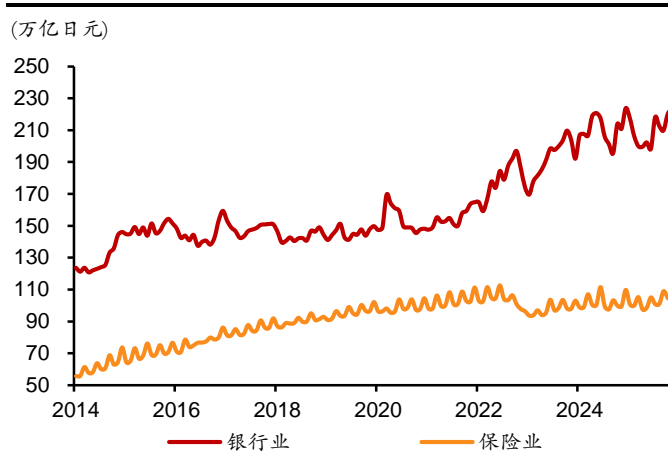
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 21: CME 日元兑美元期货和期权持仓



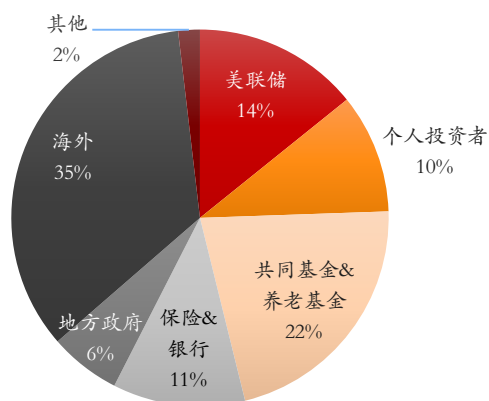
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 22: 日本金融机构对外资产



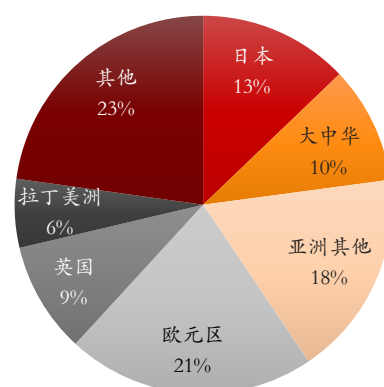
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 23: 美国国债持有比例



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 24: 美国国债海外持有人比例



资料来源: Wind, 招银国际环球市场



## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

#### 对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。