

日本央行采取“加息+停缩”政策组合，对冲了加息的紧缩效应

联合资信 主权部 | 程泽宇

- 本次日本央行“加息+停缩”的政策组合，使其货币政策立场更趋于中性偏谨慎，未能向市场释放出明确的强力“鹰派”信号
- 本次日本央行加息的直接原因是中东地缘政治局势持续紧张所导致的能源价格暴涨与输入性通胀压力显著走高，另外日元持续走弱亦成为日本央行收紧货币政策的主要原因
- 本次日本央行的政策组合在一定程度上对冲了加息的紧缩效应，导致日元持续承压但股市明显走强，从中长期看日本央行在调整政策节奏上仍面临巨大挑战
- 日本政府的财政扩张计划与日本央行加息形成“宽财政+紧货币”的政策悖论，推升了政府债务的利息偿付压力；本次日本央行加息决定已被市场提前定价，对短期债市冲击形成缓冲，但中长期仍面临一定套息交易剧烈平仓以及资本回流的风险



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



2026年6月16日，日本央行在为期两天的货币政策会议后宣布，将政策目标利率由0.75%上调25个基点至1.0%。同时，宣布自2027年4月起暂停缩减购债规模，将月度国债购买额稳定在约2万亿日元。本次日本央行“加息+停缩”的政策组合在一定程度上对冲了加息的紧缩效应，未能向市场释放出明确的强力“鹰派”信号。

本次日本央行“加息+停缩”的政策组合，使其货币政策立场更趋于中性偏谨慎，未能向市场释放出明确的强力“鹰派”信号

为防止经济走向过热、释放汇率贬值压力以及增加债券市场的流动性，日本央行自2024年起逐步推进货币政策正常化。2024年，日本央行年内两度上调政策目标利率，将利率从零利率水平提升至0.25%。2025年1月，日本央行进一步加息25个基点至0.50%，创下自2007年以来最大单次加息幅度。2025年12月，日本央行再次加息25个基点，将政策目标利率上调至0.75%，创1995年以来最高水平。

2026年6月15—16日，日本央行在为期两天的货币政策会议结束后宣布，将政策利率上调25个基点至1.0%，这是日本政策利率自1995年以来首次重返1%，利率水平创近31年以来的最高纪录。同时日本央行决定，自2026年6月起至2027年1—3月期间，原则上每自然季度减少约2,000亿日元的日本国债月度购买计划额度；自2027年4月起，暂停缩减购债规模，将月度购买规模维持在约2万亿日元。若长期利率快速上升，央行将灵活应对，不受月度购买计划限制地增加国债购买规模、实施固定利率购债操作及以集合担保为对象的资金供应操作。

整体看，本次日本央行虽然如期加息25个基点，但同时宣布自2027年4月起暂停缩减购债规模，将月度国债购买额稳定在约2万亿日元，并承诺在长期利率快速上行时灵活增加购债操作。本次日本央行“加息+停缩”的政策组合在一定程度上对冲了加息的紧缩效应，使货币政策立场更趋于中性偏谨慎，未能向市场释放出明确的强力“鹰派”信号。

本次日本央行加息的直接原因是中东地缘政治局势持续紧张所导致的能源价格暴涨与输入性通胀压力显著走高，另外日元持续走弱亦成为日本央行收紧货币政策的主要原因

本次日本央行加息的直接原因是中东地缘政治局势持续紧张所引发的能源价格飙升与输入性通胀急剧升温。日本是全球严重依赖中东原油进口的国家之一，截至2026年2月，日本对中东原油的进口依赖度超过94%，其中仅沙特、阿联酋、科威特和卡塔尔四国石油进口就占石油总进口量的90%以上，尤其是日本超过90%的中东原油需经霍尔木兹海峡运输，反映出日本能源供给结构较为脆弱。美以对伊战争爆

发后，霍尔木兹海峡航运实际陷入停滞，大量日本相关船只被迫滞留波斯湾内，石油供应链接近断裂。尽管日本政府紧急启动能源多元化战略，宣布7月原油进口将100%绕开霍尔木兹海峡，但短期内供应缺口与运输成本攀升已对物价形成了猛烈冲击。2026年4月和5月，日本PPI分别同比上涨5.3%和6.3%，创2023年3月以来最大增幅。原材料和能源涨价已从企业交易端逐步传导至更广泛的消费价格领域，中东地缘政治局势持续紧张所导致的能源价格暴涨与输入性通胀压力显著走高。

尽管美伊双方于6月15日达成停火谅解备忘录，并计划于19日正式签署，但该文件仅为效力有限的意向性政治承诺。霍尔木兹海峡虽有望在30天内恢复通航，实际全面畅通仍需30至45天的观察期；与此同时，伊朗与以色列之间的军事冲突仍在持续，以色列方面明确表示不会从黎巴嫩撤军，地区局势远未彻底稳定。在此背景下，尽管美伊协议已触发油价阶段性回落，但考虑到海峡恢复通航的实际进程、美伊双方在海峡管理与制裁解除等核心议题上的深层分歧，以及以色列对地区局势的持续扰动，油价显著下降与通胀显著缓和的前景仍存在较大不确定性。

日元持续走弱亦成为日本央行收紧货币政策的主要原因。2026年以来，日元汇率持续承压，尤其是美元兑日元汇率在4月末突破160关口，为此日本财务省联合央行在4月30日至5月末期间累计投入约11.73万亿日元购买日元干预汇率市场，创下单月干预规模的历史最高纪录。然而，政府干预效果有限，仅带来日元汇率短暂回升，6月5日美元兑日元汇率便再度重返160关口上方。日元贬值的根源在于日美之间持续扩大的利差，而6月11日欧洲央行率先加息、美国非农数据超预期推升美联储加息预期，进一步强化了外部利率环境对日元的压制。利差走阔的预期持续施压日元，使得日本央行在稳汇率与控通胀之间陷入被动应对的困境。

本次日本央行的政策组合在一定程度上对冲了加息的紧缩效应，导致日元持续承压但股市明显走强，从中长期看日本央行在调整政策节奏上仍面临巨大挑战

本次日本央行“加息+停缩”的政策组合在一定程度上对冲了加息的紧缩效应，未能向市场释放出明确的强力“鹰派”信号。决议公布后，美元兑日元短线上扬，一度逼近市场普遍视为日本官方心理干预线的160关口，日元未能扭转弱势。股市方面，由于日本央行的加息决定完全符合市场预期，预期落地后的情绪释放推动日经225指数短线拉升，盘中历史首次突破70,000点整数关口。这一走势表明，市场将加息解读为日本经济走出通缩、迈向正常化的积极信号，而暂停缩减购债所释放的流动性维稳意图也提振了投资者对股市的信心。

但从中长期看，日本央行在调整政策节奏上面临巨大挑战。一是高市早苗政府的

财政扩张计划与日本央行加息形成“宽财政+紧货币”的政策悖论，不仅削弱加息对总需求的抑制效应，还可能通过扩大政府债供给推升期限溢价，迫使央行在抑制通胀与维护财政可持续性间面临艰难权衡。二是日元持续疲软，日元兑美元已经逼近 160 关口，输入性通胀压力加剧消费者负担并强化通胀预期，倒逼央行加速加息以稳定汇率。三是如果日本央行过快加息可能触发规模高达数万亿美元的套息交易平仓风险，一旦美日利差收窄速度超预期，杠杆资金集中解除日元空头头寸将引发汇率飙升、资产价格震荡与通缩压力重现，重演 2024 年的流动性危机。

日本政府的财政扩张计划与日本央行加息形成“宽财政+紧货币”的政策悖论，推升了政府债务的利息偿付压力；本次日本央行加息决定已被市场提前定价，对短期债市冲击形成缓冲，但中长期仍面临一定套息交易剧烈平仓以及资本回流的风险

日本高市早苗政府上台后继续将扩张性财政政策视为提振内需、经济复苏的核心手段，批准了自新冠疫情以来规模最大的经济刺激方案（21.3 万亿日元）。该方案涵盖三大核心内容：一是通过补贴机制降低居民电费、燃气费及燃油税负，以缓解民生成本压力；二是对受美国加征关税冲击的企业提供针对性援助，维护产业供应链稳定；三是加大国防军事投入，加速实现防卫费占 GDP 2% 的战略目标。在此背景下，预计 2026 年日本财政赤字将进一步走扩至 2.0%。日本扩张性的财政政策会继续加剧日本的债务压力，预计 2026 年日本政府债务水平或进一步走高至 240%，债务压力位居全球第一。

值得注意的是，高市早苗政府的财政扩张计划与日本央行加息形成“宽财政+紧货币”的政策悖论，推升了政府债务的利息偿付压力，2025 年日本政府的利息支出已经达到 2.5 万亿日元，创 2022 年以来新高，预计 2026 年日本政府的利息偿付压力在央行加息背景下将进一步增大。投资者对日本的债务可持续性愈发担忧，2026 年以来出现了投资者对日本国债“用脚投票”的现象。2026 年 1 月，高市早苗为赢得众议院选举而承诺暂停日本 8% 的食品消费税，这种“无资金保障”的财政扩张举措引发市场担忧，认为未来政府赤字可能进一步扩大，并可能增发国债以弥补资金缺口，导致日本 40 年期国债收益率自 1995 年以来首次突破 4%，30 年期国债收益率也一度飙升至 3.85% 的历史新高。

由于本次日本央行加息决定已被市场提前定价，决议公布后 10 年期日债收益率仅小幅上行约 5 个基点至 2.625%。但暂停缩减购债并不意味着长期供给压力消解，日本政府每年发行近 30 万亿日元长期国债，叠加央行持有规模减少，市场需消化大量超长期债券供给，30 年期日债收益率上涨至 3.815%。另一方面，由于本次日本央

行未能释放强力“鹰派”信号，投机性日元空头合约仍高达 11.5 万份，创近九年新高，日元空头未遭逼退，套息交易平仓风险被推迟，本次政策组合对短期债市冲击形成缓冲。但从中长期看，日债作为全球套息交易的融资来源，其成本走高存在触发全球套息交易剧烈平仓与资本回流的风险，长期日债收益率拉升或加剧日债持仓的估值损失，不仅可能增大中小银行的风险敞口，更可能令全球最高债务率的日本政府面临利息支出激增与财政可持续性的严峻考验。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

相关研究

[全球央行“超级周”前瞻：“滞胀”压力下的两难选择](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。