

# 弱货币不是失控 是日韩共用的产业引擎

BOJ 已加息至 1%，日元仍破 162、韩元贬 14%——一场被默许的「金融抑制式再通胀」，正同时点燃日股与韩股。

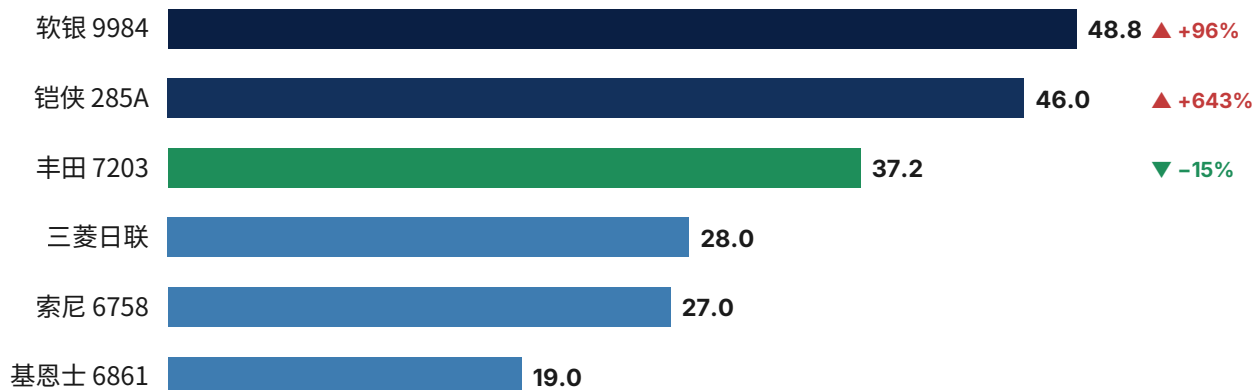
## 01 核心观点

日元 162 不是 BOJ 失守，而是财政主导下的「**金融抑制式再通胀**」：用深度负实际利率把债务的实际价值通胀掉，顺手给出口、入境游与制造业回流发一张约 **30%** 的价格补贴。日股、韩股的同步狂飙，是这套机制在资产端的同一个倒影。

- 01** BOJ 已五连加息到 **1.00%**（1995 年来最高），却挡不住日元破 162——核心 CPI 仅 1.4%、**实际利率深度为负**，约 250% 的债务/GDP 把加息空间从财政端锁死。
- 02** 掌舵的是财政而非货币：高市早苗「**高压经济**」默许通胀，因为通胀做大名义 GDP 分母、稀释债务——弱日元是这套算计被顺势变现的副产品。
- 03** 市值王冠易主是铁证：软银 6/1 终结丰田 **22 年**王座、铠侠一度登顶。资本正从被关税打的旧经济，逃向唯一跑赢贬值的 AI / 半导体。
- 04** 日本卖「**铲子**」、韩国卖「**内存**」：日本垄断光刻检测 / 涂胶（Lasertec 近 100%），韩国 SK 海力士握 60% HBM、72% 利润率——弱货币 + AI 资本开支是同一台引擎。
- 05** 风险在反身性：韩国 6/23 已单日 **-9.99%**，外资净卖、散户加杠杆；日本雷管是 JGB（40 年破 4%），套利盘回补将复刻 2024/8/5 且更脆。

### 日本市值王冠从汽车移交给 AI：软银登顶、丰田 22 年统治终结

按市值排名，2026年6月（单位：万亿日元）；右侧为年内涨跌幅



来源：Nikkei、Bloomberg、Japan Times、companiesmarketcap，K Research 整理，数据截至 2026年6月。铠侠为区间中值（约36-51）。

BEAR • 25%

**Nikkei / KOSPI**  
-20%~-30%

套利反身性引爆：BOJ 鹰派意外，或美国衰退+Fed 降息收窄利差，或 JGB 买家罢工，日元 / 韩元急回。

BASE • 55%

**震荡上行 · 日元 155-165**

BOJ 2027 年爬到 1.25-1.5%，日韩股高位巨震（如韩国 6/23），再通胀为真但分配不均。

BULL • 20%

**多年再通胀牛市**

弱货币+AI 资本开支+治理改革自我强化，名义 GDP 脱离通缩，「日本回来了 / 韩国重估」兑现。

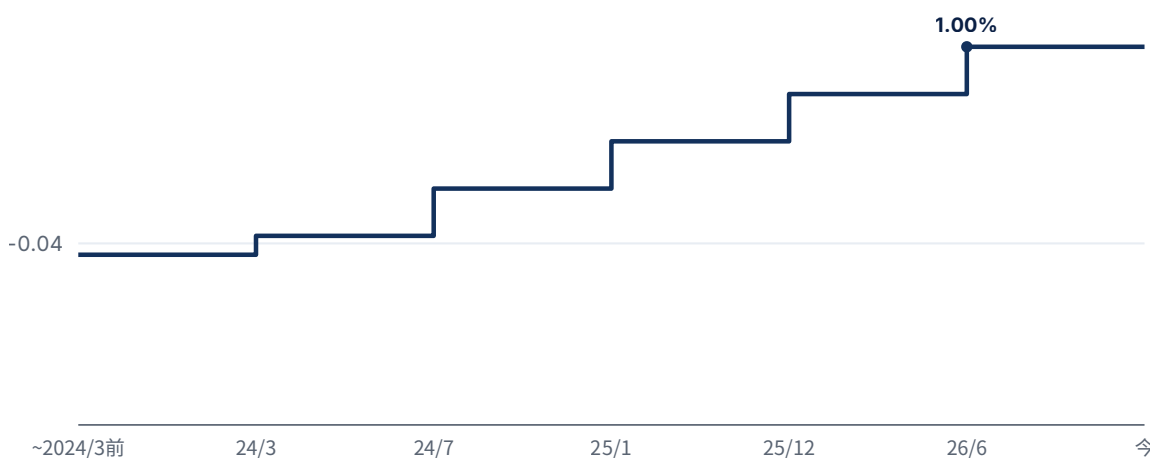
## 02 政策与催化

先把一个被中文圈普遍误读的事实摆正：BOJ 并没有「躺平」。过去 27 个月它把利率从 -0.1% 连抬五级到 **1.00%**，是 1995 年以来最高。可日元不但没回头，反而从 150 一路贬到 **162**。原因只有一个——**实际利率仍然深度为负**。



### BOJ 五连跳到 1%，仍是 G10 里唯一负实际利率的央行

无担保隔夜拆借利率，2024-2026（单位：%）



来源：BOJ 货币政策会议声明、CNBC、Reuters，K Research 整理，数据截至 2026 年 6 月。6 月会议以 7:1 加息，行长植田因肝囊肿住院缺席，由副行长冰见野主持。

### 掌舵的是财政，不是货币

把镜头拉到永田町就清楚了。首相**高市早苗**（2025 年 10 月上任、首位女首相，2026 年 2 月闪电大选拿下三分之二多数）信奉「**高压经济**」，公开说过弱日元「对出口产业是重大机遇」。日本综研首席经济学家川村更直白：政府「几乎是欢迎通胀的，因为它做大名义 GDP、压低债务比率，从而让财政扩张更容易」。换句话说——**通胀分母正在替财政还债**，而维持负实际利率所必需的弱日元，是这套算计心照不宣的副产品。

#### 反共识

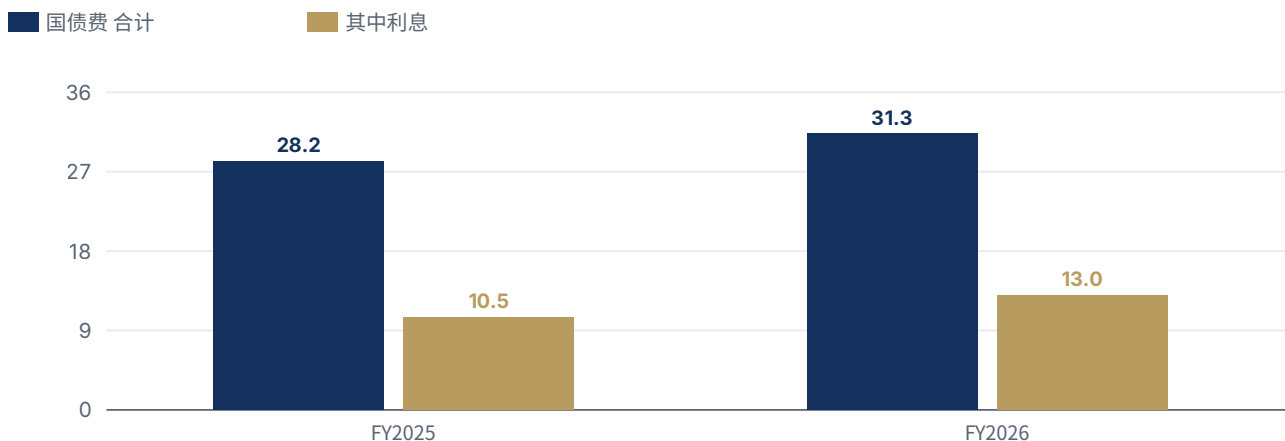
市场把 162 读成「BOJ 失守」。我们的读法相反：在 250% 债务约束下，**负实际利率是刚需，弱日元是它的影子**。加息到 1% 不是为了救日元，而是给「容忍通胀」上一道政治保险——高市需要 BOJ 象征性收紧，来对冲生活成本危机的民怨，而非真的逆转货币条件。

## 02 政策与催化

这套「印分母还债」的机制，账本就摆在 2026 财年预算里——也正是它，决定了 BOJ 的加息天花板有多低。

### 国债付息首破 30 万亿日元：每加 1% 利率，账单就厚一截

中央政府国债费，FY2025 vs FY2026（单位：万亿日元）



来源：日本财务省 FY2026 预算、Nikkei、Bloomberg，K Research 整理。MOF 已把付息测算利率假设从 2.0% 上调至 3.0%。

2026 财年预算创纪录 **122.3 万亿日元**，其中国债费 **31.3 万亿**（首破 30 万亿、占预算约四分之一），利息部分 13 万亿。财务省被迫把测算利率从 2% 提到 **3%**——仅这一步假设上调，就把付息成本推高一大截，2029 年预计达 40.3 万亿。这就是「财政主导 (fiscal dominance)」的硬约束：**每条收益率曲线上抬 1 个百分点，都要从预算里掏走数万亿**，BOJ 因此只能以「冰川速度」正常化。

### 补贴压低 CPI，是「容忍通胀」的烟雾弹

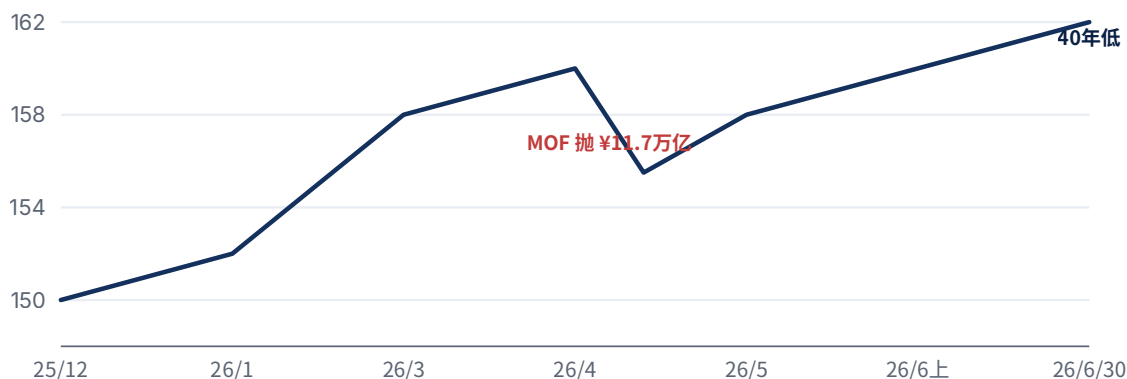
更耐人寻味的细节：核心 CPI 在 2026 年初跌破 2%（5月仅 **1.4%**），但同期 **PPI 高达 6.3%**、批发端成本仍在猛烤。差额来自高市 **21.3 万亿日元** 刺激包里的能源 / 汽油补贴——它人为压住了 CPI 读数，**既缓解民怨、又给 BOJ「无需激进加息」的口实**。代价是：用举债的补贴去对冲货币宽松的后果，财政与货币左右手互搏，债务雪球越滚越大。工资端则首次转正——2026 春斗 **+5.09%**（连续第三年破 5%），实际工资 2-4 月连续转正（+1.9%），这是再通胀「为真」的一面。

## 03 供需与价格

货币的「价格」由两条曲线决定：汇率与国债收益率。它们正在讲同一个故事——东京宁可让日元承压，也不让收益率自由上行，因为后者会引爆债务。

### 记录级干预也只换来三周：日元的「新常态」是 160+

USD/JPY, 2025/12–2026/6 (数值轴非零起点)

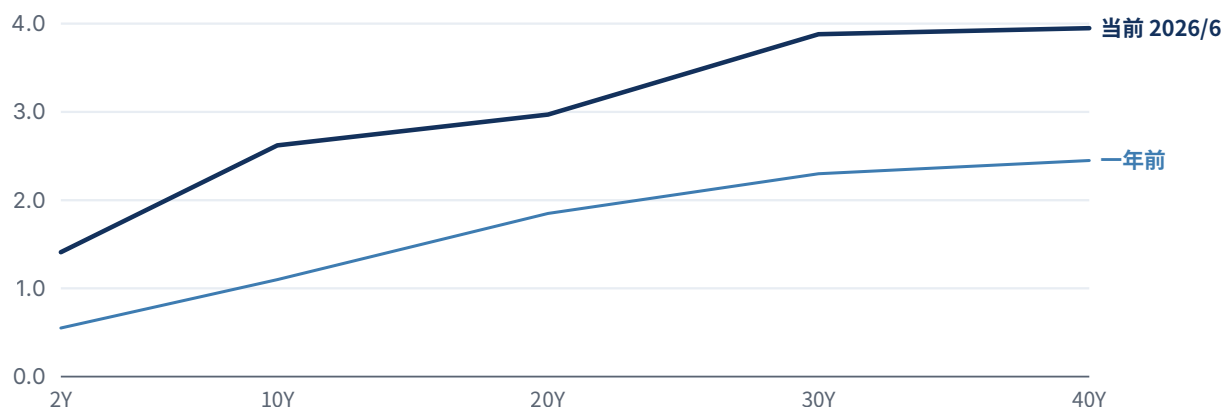


来源：Reuters、CNBC、FXStreet、MOF，K Research 整理，数据截至 2026年6月30日。

4月底到5月底，MOF 抛出创纪录的 **11.7 万亿日元（约 725 亿美元）** 买入日元、外储因此缩水 770 亿美元——结果只把日元从 160 拉回 155 三周，6 月就重回 **162**。**干预治标不治本**：只要美日利差与负实际利率仍在，160+ 就是日元的新均衡。现任货币外交官三村淳、财务大臣片山皋月只剩「口头干预」，且话术较 4 月明显软化。

### 真正的雷管在长端：40 年期 JGB 上半年破 4%、为 2007 年发行以来首次

JGB 期限结构，当前 vs 一年前（单位：%）



来源：TradingEconomics、Japan Times、Bloomberg，K Research 整理。寿险因 J-ICS 市值法（2025/4 生效）转为超长债净卖方。

超长端的失稳比汇率更危险：40 年期 1 月一度冲到 **4.24%**、30 年约 3.9%，均为多年新高；5 月一场 20 年期招标的尾差创 1987 年来最阔。寿险在 J-ICS 新规下转为**净卖家**，BOJ 又在缩表——超长债的「天然买盘」正在消失。这就是为什么 BOJ 4 月起把缩表减速到每季 2,000 亿日元：**它在汇率与债市之间二选一，选择牺牲日元、保住 JGB。**

## 04 竞争格局

日本与韩国正在跑同一套剧本——**弱货币 + AI 出口**——只是引擎不同：日本烧「制造与回流」，韩国烧「内存超级周期」。把两台引擎并排，棋局一目了然。

维度	日本（再通胀 + 回流）	韩国（治理重估 + HBM）
货币	日元 162，40 年最弱，年内贬 ~13%	韩元 1,548，年内贬 ~14%
央行 / 政策	BOJ 加息到 1%，财政主导、被动宽松	韩国央行中性；李在明「价值提升」立法驱动
市值新王	软银（¥48.8万亿）终结丰田 22 年王座	SK 海力士一度超三星，26 年来首次
旗舰资产	AI 基建（Arm/OpenAI）+ 半导体设备	HBM 内存（HBM3E/HBM4）
股指年内	Nikkei ▲ +33%，破 70,000 创历史	KOSPI ▲ +99%，破 5,000、峰值 9,385
资金结构	外资净买（25年 ¥5.4万亿）+ NISA 散户	<b>外资净卖</b> + 散户加杠杆（融资余额创纪录）
风险雷管	JGB 套利反身性（2024/8 模板）	双股集中度 ~42%、6/23 单日 -9.99%

同一台「弱货币—强股市」机器，两国的**脆性来源不同**：日本是债市（JGB 与套利盘的反身回路），韩国是**结构集中 + 杠杆**——三星与 SK 海力士两只票占 KOSPI 约 42%、贡献年内涨幅约 70%，外资在净卖、散户用创纪录融资接盘。这意味着两个市场**不会一起平稳，但很可能一起剧烈**：任何一端的货币急回，都会通过 AI 多头的拥挤交易传染到另一端。

### 关键数据

巴菲特的下注印证了日本叙事：伯克希尔 2026 年 5 月 7 日增持后，对五大商社（三菱、三井、住友、伊藤忠、丸红）持股**全部超过 10%**，仓位市值约 **354 亿美元** vs 成本 154 亿——押的正是「弱日元 + 治理改革 + 股东回报」三重红利。

# 05 产业链全景

为什么「弱货币 → 强股市」能持续？因为日韩恰好卡在 AI 算力栈最难替代的两个节点上——日本握上游工具与材料，韩国握中游高带宽内存。弱货币只是让这两张「卡脖子」牌的现金流更肥。

## AI 算力栈的两处「卡脖子」：日本的铲子、韩国的内存

深色 + ◆ 为近垄断节点；红色左条为弱货币直接受益方



来源：SemiAnalysis、TrendForce、Counterpoint、各公司 IR，K Research 整理，数据截至 2026年6月。

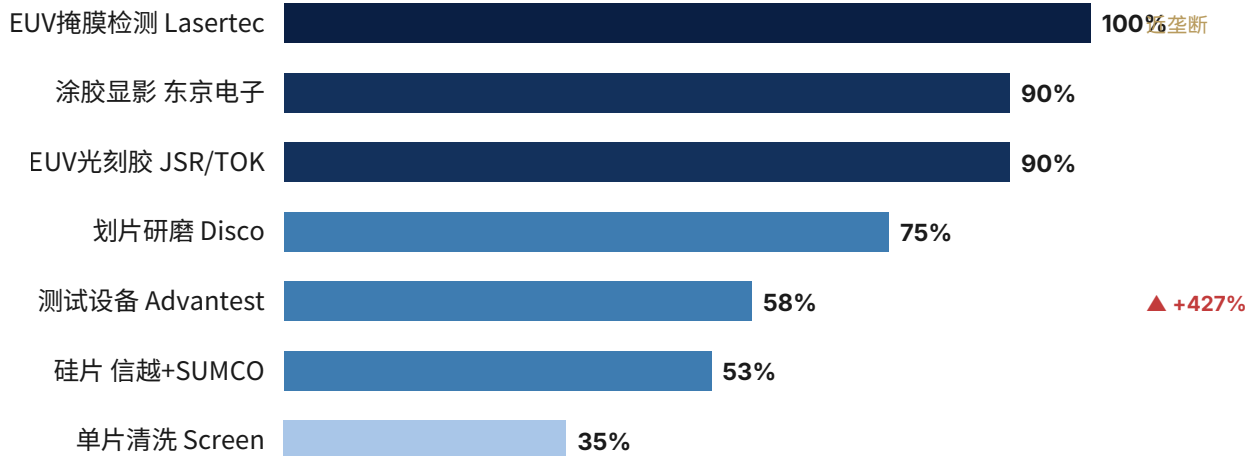
这张图解释了 delta 所在：市场把日股、韩股的狂飙当成「AI 情绪」，但底层是**不可替代性**——Lasertec 的 EUV 掩膜检测近 100%、东京电子涂胶 ~90%、JSR/TOK 的 EUV 光刻胶 >90%、SK 海力士拿下 NVIDIA Rubin 约 **70%** 的 HBM4 订单。NVIDIA 每造一颗 GPU，钱都要先流过东京与首尔。弱货币把这些**美元计价的近垄断收入**翻译成更高的本币利润，于是股价比汇率跑得更快。

## 05 技术路线

把日本看成「丰田的国家」已经过时。它真正的护城河，是 AI 时代谁都绕不开的半导体工具与材料——市场份额动辄 50%–100%，营业利润率 25%–52%。

### 日本不造最先进的芯片，但造芯片绕不开的工具：多个环节 50%–100%

日本厂商在关键半导体设备 / 材料的全球份额（单位：%）



来源：kantenna、SemiAnalysis、TrendForce、gminsights、K Research 整理，2025–2026。Advantest 年内涨幅约 +427%，市值首超东京电子。

### 弱日元 + 补贴 = 全球最便宜的先进制程「地皮」

第二条腿是回流。弱日元让美元计价的建厂、人力、运营成本骤降，而日元计价的补贴又更「耐用」——TSMC 熊本 Fab1 已于 2024 年底量产、Fab2 投资 170 亿美元上修到 3nm；Rapidus 北海道 2nm 试产线 2025 年 7 月点亮、目标 2027 年量产，政府已投约 2.4 万亿日元。日本 2022 年以来芯片补贴累计约 257 亿美元（占 GDP 0.71%，主要国家最高），《AI 推进法》锁定 2030 年前 10 万亿日元公私支持。结论：东京在用一個弱货币 + 国家补贴，把自己变成同盟体系里最便宜的先进制程地皮——这正是「货币政策服务产业政策」最实的注脚。

## 05 技术路线

韩国引擎的燃料是 **HBM 超级周期**。AI 训练对高带宽内存的胃口，把一个曾经周期性、薄利的生意，变成了利润率高过 NVIDIA 的印钞机。

SK海力士 HBM 份额

**~60%**

▲ Rubin HBM4 ~70%

SK海力士营业利润率

**72%**

▲ Q1 创纪录

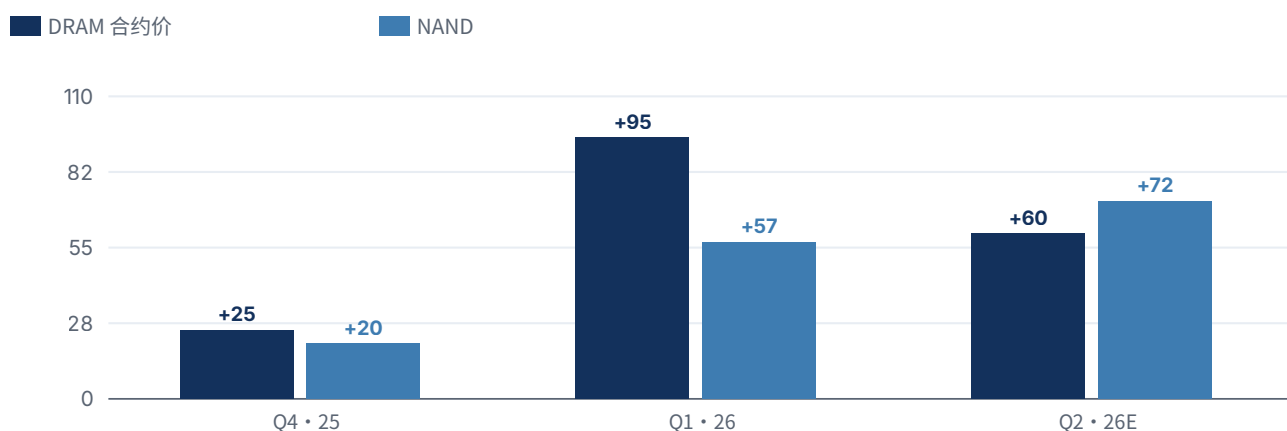
韩国芯片出口 (5月)

**372** 亿\$

▲ 占总出口 42%

### 内存不再周期：DRAM 合约价单季环比 +95%，HBM 把内存变成印钞机

DRAM / NAND 合约价环比，2025Q4–2026Q2E (单位：%，环比)



来源：TrendForce、Counterpoint、SK海力士 / 三星 IR，K Research 整理。HBM 占 DRAM 营收已从 2023 年 8% 升至 2026 年约 41%。

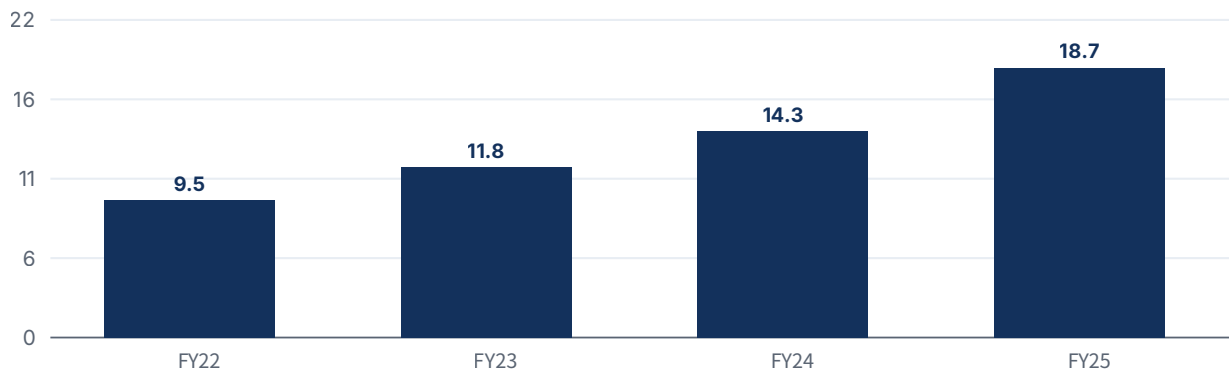
SK 海力士 2026 一季度营收 **52.6 万亿韩元**、营业利润 37.6 万亿、营业利润率 **72%** (高过 NVIDIA)，单季首破 50 万亿；6 月 22 日市值一度超越三星，是 26 年来首次。三星 2 月率先量产 HBM4，HBM4 销售约 130 天破 10 亿美元。整个 DRAM 行业一季度营收环比 +81%，合约价单季 **+93%~98%**，且因新增产能要到 2027 年底才落地，**缺货将贯穿 2026 全年**。这解释了 KOSPI 的 +99%——但也埋下集中度风险：涨幅高度押注两只内存股。

## 06 财务透视

弱货币给的是周期红利，**治理改革给的是结构红利**——这是日股这轮区别于以往「日元贬值=日股涨」的关键：股东回报与 ROE 在被制度性地往上抬。

### 日本回购连续 5 年创纪录：FY2025 授权约 18.7 万亿日元

东证主板年度回购授权额，FY2022–FY2025（单位：万亿日元）



来源：Nippon.com、Nikkei Asia、JPX，K Research 整理。东证「PBR<1」点名机制自 2023 年 3 月起，倒逼提升资本效率。

东证用「**破净点名**」机制逼公司提升资本效率：ROE 从 8.4% 升到 **9.0%**，平均 PBR 从 1.1 升到 1.4，回购连续 5 年创纪录、FY2025 授权约 18.7 万亿日元，分红超 20 万亿。即便如此，仍有约 **40%** 的东证个股低于净资产——重估远未走完。企业利润则因弱日元创下 1954 年以来最高（丰田 FY 营收首破 50 万亿日元，尽管营业利润因 15% 关税降约 21%）。

### 韩国：用立法把「韩国折价」拆掉

韩国走的是制度路径。李在明政府推「**价值提升计划**」并修《商法》：董事对**全体股东**负信义义务、引入累积投票、**强制注销库存股**（2026 年 2 月通过）。再叠加高股息分离课税（2026 年起）与「一击出局」打击操纵，「价值提升指数」自 2024 年 9 月推出涨约 **130%**。日韩殊途同归：**弱货币提供周期燃料，治理改革提供估值抬升**——两者叠加才是这轮牛市的全貌。

## 07 资金与持仓

谁在买、谁在卖，是波动的放大器。把日韩的资金结构拆开，会看到一个被涨幅掩盖的危险分化。

### 致命的分化：韩国外资在「净卖」，散户在加杠杆接盘

年内股票净流向（日本单位：万亿日元；韩国：万亿韩元，5月数据）



来源：Seoul Economic Daily、Nikkei Asia、KRX、JPX，K Research 整理，数据截至 2026年6月。红=净流入(利好)，绿=净流出。

日本是「健康的」结构：外资 2025 年净买 5.4 万亿日元（12 年新高），叠加新 NISA 散户长钱（2025 年买入约 18 万亿）。韩国则相反——KOSPI 翻倍的同时，**外资在 5 月净卖逾 40 万亿韩元**（含三星、SK 海力士），是**散户用创纪录融资余额（38.5 万亿韩元）在接盘**。这就是为什么 6 月 23 日 KOSPI 能单日 -9.99%、一周触发两次熔断：**杠杆 + 集中 + 外资缺席**，是教科书级的脆性组合。

#### 方法注记

套利盘（carry）是跨市场的传染通道。BIS 估算日元套利交易中枢约 **2,500 亿美元**；2024 年 8 月 5 日 BOJ 加息 + 美国弱非农触发解杠杆，TOPIX / Nikkei 单日 -12%。当前 CFTC 投机性日元净空头仅约 1.9 万张（不极端），但**超长 JGB 失稳 + 寿险退场 + 外储见底**，使「脆性体制」比 2024 年更差——雷管未必更满，但火药更干。

## 08 情景与风险

情景	BEAR · 25%	BASE · 55%	BULL · 20%
核心假设	套利反身性解杠杆	受控再通胀、慢加息	再通胀自我强化
关键变量	美衰退/Fed降息，或 BOJ 鹰派意外，或 JGB 罢工	美日利差宽而稳；工资-物价循环延续	AI 资本开支续航；治理红利兑现
目标区间	Nikkei/KOSPI -20%~-30%；USD/JPY 急回 140s	日元 155-165；指数高位巨震、净新高有限	Nikkei/KOSPI 再创新高；名义 GDP 脱离通缩
概率	<b>25%</b>	<b>55%</b>	<b>20%</b>
触发信号	40Y JGB>4.5%、外资转抛日本	BOJ 2027 才到 1.25-1.5%	实际工资稳定转正、HBM 续涨

### 我们错了的信号（证伪清单）

- 40 年期 JGB 收益率站上 **4.5%**，或一场超长债招标流标 —— 2026Q3 前
- 外资由净买转为**净卖日本股票**（韩国模式蔓延到日本） —— 2026H2
- 实际工资重新转负、2026 春斗效应消退 —— 2026Q4
- USD/JPY 失控破 **170**，逼出 BOJ 紧急加息 —— 随时
- HBM / DRAM 合约价环比转负，内存超级周期见顶 —— 2026Q4-2027

### 风险清单

- ① **套利解杠杆** —— 美日利差收窄 → 日元急升 → 全球套利盘平仓 → 日股 + 拥挤 AI 多头被margin call（监测：CFTC 日元持仓、USD/JPY 1 周波动率）。
- ② **JGB 买家罢工** —— 财政扩张 + 寿险退场 + BOJ 缩表 → 超长端失稳 → 付息成本失控（监测：40Y 招标尾差、寿险持仓）。
- ③ **韩国杠杆崩塌** —— 双股集中 42% + 融资余额创纪录 + 外资净卖 → 单点利空即熔断（监测：融资余额、外资日度流向）。
- ④ **关税 / 地缘** —— 美国 15% 关税已削丰田利润 21%；中东油价冲击经能源进口放大日元输入型通胀（监测：关税清单、布伦特油价）。

## 09 结论与行动

日元 162 的正确读法，不是「BOJ 失守」，而是「一个被东京学会变现的陷阱」：财政主导是因，弱日元是果，「产业政策」是顺势收下的红利。同样的金融抑制反身，在韩国以「治理重估 + HBM」的形态重演。顺着它做多结构、警惕它的反身性平仓——这是当下日韩的核心姿势。

### 接下来盯什么

- **2026/7**  
2026 春斗最终值 + 实际工资能否持续转正  
再通胀「为真」与否的试金石
- **2026/9**  
美联储路径与美日利差走向  
套利盘的总开关；利差收窄=BEAR 触发
- **2026/10**  
BOJ 下次加息窗口（市场预期 1.25%）  
若被日元逼到提前，复刻 2024/8
- **持续**  
40Y JGB 招标 · HBM 合约价 · 韩国融资余额  
三个最快的「证伪」读数



扫码进入口罩  
哥知识星球  
解锁全部 K  
Research 独家  
研报

本报告由 K Research 独立制作，所载信息均来源于公开资料，K Research 不对其准确性与完整性作任何保证。报告内容仅代表制作时点的研究观点，不构成任何证券、加密资产或其他金融产品的投资建议，亦不构成任何买卖要约。投资者据此操作，风险自担。市场有风险，投资需谨慎。本报告版权归 K Research 所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式转载、复制或引用。