日元贬值与日债风波下一步

2022 年 6 月以来，日元汇率再度走贬，美元兑日元突破 136 大关。与此同时，日本国债市场起伏不定，10 年日债利率多次“破位”（央行收益率曲线目标 0.25%），日债期货市场两度熔断。日本货币和国债市场的剧烈波动，引发全球市场关注，有关亚洲金融危机再度爆发的担忧浮现。我们认为，全球“滞胀”风险卷土重来，是日元走贬的关键背景；而日元急贬进一步引发市场对日本央行宽松政策的质疑，进而掀起日债市场风波。往后看，全球通胀形势、日本央行宽松定力、以及“美元回流”压力均存在变数，日元贬值和日债风波难言落幕，但“亚洲金融危机”或难重演！

今年 5 月，日元汇率在经历两个月的连续贬值之后有所企稳，美元兑日元汇率自 5 月中旬后保持在 130 以下，距离高点最大回调 3.1%。可是好景不长，6 月以来，日元汇率再度走贬，6 月 21 日美元兑日元汇率升破 136，刷新近 24 年以来最高。

我们此前提出，日元汇率在今年面临的“四重压力”——日本通胀不

再“低”、利率不再“低”、经济不再“稳”、美债不再“避险”。6 月以来，四重压力均出现恶化，促使日元进一步走贬。

通胀方面，6 月布伦特和 WIT 原油价格双双升破 120 美元/桶关口，为 3 月上旬以来的最高水平。观察到，今年以来国际油价曾三次升破 120 美元/桶，日元加速贬值都如期而至。3 月和 4 月日本 PPI 同比增速均接近 10%，为 1981 年以来新高。虽然 5 月 PPI 同比回落至 9.1%，但 6 月国际油价上探，使“输入性通胀”压力卷土重来。日本 CPI 同比走势通常滞后于 PPI3-6 个月。据路透调查，市场预计 6 月 24 日公布的日本 5 月 CPI 与核心 CPI 将分别为 2.5%和 2.1%，连续第二个月高于央行 2%的通胀目标。

利率方面，6 月以来截至 22 日的 16 个交易日中，10 年日债利率收盘价有 12 个交易日高于 0.25%，即频繁高出央行收益率曲线控制目标上限，6 月 (截至 22 日) 均值达 0.255%，高出 5 月均值 1.1 个基点。与此同时，5 年和 7 年日债利率 6 月均值（截至 22 日）比 5 月更是分别上涨 2.7 和 5.4 个基点。日债利率蹿升，反映的是市场对于日本央行货币宽松的质疑，这又源于日本通胀压力的上升。此外，还有一个关键利率——日本主要银行长期贷款利率——在 6 月 10 日调升了 10 个基点至 1.20%，这是继今年 2 月上调 10 个基点后的又一次调升。

经济方面，日本外贸数据进一步恶化，日本 5 月贸易逆差扩大至 2.38 万亿日元，为有统计以来的历史第二高位（仅次于 2014 年 1 月的 2.80 万亿），已连续 10 个月保持逆差。其中，日本 5 月进口额同比增长 48.9%，

https://www.yunbaogao.cn

达 9.64 万亿日元，反映出原材料涨价和日元贬值的双重压力。日本经济不够稳健，继续削弱了市场对央行超宽松货币政策的信心。

美债方面，在 6 月 10 日公布的美国 CPI 数据大超预期后，市场对美联储加息预期剧变，CME 利率期货市场押注年末美国政策利率由 2.5%左右跃升至 3.5%左右。10 年美债收益率于 6 月 14 日盘中升破 3.5%大关，距离 5 月低点上涨了近 80BP。10 年美债与日债利差走阔至 323BP，吸引套息资金进一步抛售日元，加剧了日元的贬值。

日元的快速贬值，以及其反映出的日本通胀和外贸逆差困境，不断令市场怀疑日本央行宽松政策的可持续性。尤其美联储 6 月会议大幅加息、欧央行 6 月会议宣布即将首次加息，外围市场的风起云涌更引发市场的“鹰派联想”。在日本央行 6 月利率决议会议前夕，投资者押注日本央行可能会放弃收益率曲线控制(YCC)。6 月 15 日，10 年日债期货盘中创 2013 年来最大单日跌幅，并两度触发交易所熔断机制；10 年日债利率收于 0.271%，高出日本央行目标 2.1 个基点。不过，日本央行 6 月 17 日上午发布声明，维持利率、资产购买和 YCC 政策不变，继续以 0.25%的收益率基准买入 10 年国债。日本央行行长黑田东彦明确表示，无意修改 YCC 政策。会议后，10 年日债利率重新回落至 0.25%下方。

值得一提的是，近期日本央行实际增持国债的速度明显提升。今年 3 月以前，日本央行更多是通过“口头干预”实现收益率曲线控制，此前市场并未怀疑日本央行执行 YCC 的能力和决心，交易商自发地在 0.25%利率

https://www.yunbaogao.cn

水平之下交易 10 年日债，继而日本央行实质增持的日债规模较为有限。但今年 3 月以来，尤其 6 月以后，由于 10 年日债利率接近甚至超过目标水平，日本央行不得不更大力度地买入国债。从日本央行的资产端看，今年 4 月以来截至 6 月 20 日，其累计净增持国债 14.36 万亿日元，平均每月净增持超过 5 万亿，节奏为 2020 年 9 月以来最快；6 月以来截至 6 月 20 日，日本央行净增持国债 2.35 万亿日元。日本财务省 6 月 23 日公布数据显示，截至 6 月 17 日当周，海外投资者卖出了 4.8 万亿日元日本国债，单周抛售规模创历史纪录。据彭博社统计，恰在同一周，日本央行购买了 10.9 万亿日元的国债，也是历史最高水平。

现阶段，日债市场波动与日元贬值正在相互反馈。从数据上看，10 年日债利率与美元兑日元汇率呈现出较强的相关性。日元急贬，会撼动日本央行维持宽松的根基，动摇日债投资者的信心。而日债利率的上升，不仅直接影响日元作为融资货币的成本、削弱日元需求，还可能传递此前一段时间未曾见识的金融不稳定信号，可能加剧日元的恐慌性抛售。

目前，很难说日元和日债市场波动已经告一段落。这是因为，当前日本金融市场正在面临三大“矛盾”，这些矛盾如何演绎存在很大变数，短期市场紧张情绪或难根本缓解。

一是，日本国内通胀和全球通胀的矛盾。如我们此前报告分析的，国际金融危机后，日本长期维持低通胀环境，造就了日元的保值能力，也塑造了日本央行长期维持宽松的稳定预期。然而，今年以来俄乌冲突造成原

https://www.yunbaogao.cn

材料价格急剧上涨。由于日本对原材料进口高度依赖，“输入性通胀”压力不容忽视，日本央行货币政策取向面临挑战，日债利率波动难平。

二是，日本央行与市场的矛盾。日本央行无疑面临“两难”抉择：一方面，黑田东彦坚持奉行“安倍经济学”，维持低利率以支持疲弱的经济，容忍“弱日元”以期提振出口。另一方面，日本通胀压力正在聚集，日元过度贬值增加了进口成本、也加剧了金融市场波动。站在市场的角度，对日本央行的质疑，可能来自其他发达经济体央行的激进紧缩（继而怀疑日本央行是否反应太过滞后），也可能来自日本央行与财务省之间的“政治矛盾”（日本财务大臣多次表达对日元贬值的担忧）。

总之，现阶段日本央行与市场共识正在渐行渐远，央行与市场的矛盾最终需要一个了结：要么是央行“驯服”市场，这或需要日本央行实质性大量收购日债，向市场“秀肌肉”，或需要日本通胀和经济问题不再进一步恶化，市场方能被全然说服；要么是央行向市场妥协，一定程度上放松 YCC 政策（一个可能情景是，日本央行将 YCC 的目标由 10 年国债转为 5 年或 7 年国债，继而默许 10 年日债“破位”。这是因为目前 5 年和 7 年

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43459