



4月海外宏观深度报告

是时候超配日债了吗？

日债作为传统的避险资产，在美国经济拐点到来后的全球经济放缓时值得投资者配置。在上一次经济危机的时候，日债显示出了出色的配置价值。日本央行采取的负利率政策有利于国际资金借入日元，从此追捧日元涨势，而在国际看来，借入日元后首选配置日债。我们认为拐点到来后日债受到的追捧空间会更加大，因此建议现在即可超配日债。

- 2019年全球经济下行趋势明显，贸易保护主义抬头、欧洲地缘政治问题、美联储今年或不加息、新兴市场国家债务问题凸显等因素都在拨动着各国投资者的心弦，避险情绪浓厚。
- 在2008年次贷危机中，日元日债表现亮眼，未来日本宽松货币政策可能较大，日债的吸引力更高。
- 通过货币互换市场使得投资日债收益率为正。在同业市场上拆借出美元，获得美元利息，再借入日元，支付日元利息，再用借入日元购入日本国债，虽然日本国债为负利率，但这样操作后，可使收益率转正。
- 未来日本经济前景好于欧美，但是作为产业链严重依赖全球经济体系的日本，将受到本国以外的经济下行拖累。国内消费税提高将进一步打击经济增长，安倍政府将采取较为宽松的货币政策。
- 日本央行虽然近来几度缩减购债规模，意欲退出这么多年极度宽松的货币政策，以及应对不断下降的国债收益率，但是如果经济增速放缓，日本央行将以其他方式放出货币，所以缩减购买国债对于债券价格的冲击有限。
- 日本目标利率为负利率导致日本未来降息空间有限，在经济下行时，各国采取宽松货币政策将导致日本与其他发达经济体利差增大，推升日元。
- 未来由于消费税的提升以及日本将退出非常规货币政策，日本国债发行量将减少，供给的减少将推动日债价格上升。
- 风险提示：美国经济和全球经济增长超出预期。

相关研究报告

《美国经济拐点到来后的全球大类资产配置机会》 20190226

《美国税收、支出、债务的财政三角困局》 20181129

《美国中期选举展望》 20180927

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

钱思韵

021-20328516

siyun.qian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100002

朱启兵

021-66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001



目录

1 研究背景和意义	4
2 负利率及国债市场表现	5
2.1 日本采取负利率	5
2.2 历史上日本国债的做空	7
2.3 日本国债在危机时表现	8
2.4 日本国债收益率变化	9
2.5 通过货币互换操作的日债收益高于美债	10
3 日本经济政策展望及日债前景	11
3.1 日本 2019 年经济形势.....	11
3.2 避险情绪浓厚致日元受追捧	15
3.3 日本央行缩减购债规模	17
3.4 日债处于低点.....	18
3.5 日本央行降息空间有限	18
3.6 政府减少发债	19
3.7 日本央行货币政策受政治事件制约	20
4 总结	21
附录：参考文献	22



图表目录

图表 1. 日本 GDP 同比.....	5
图表 2. 日本 CPI 同比.....	6
图表 3. 日本政策目标利率.....	6
图表 4. 日本基础货币.....	7
图表 5. 日本 10 年期收益率.....	7
图表 6. 日元汇率.....	8
图表 7. 日本危机时候 GDP.....	8
图表 8. 日本国债收益率.....	9
图表 9. 美元 LIBOR, 12 个月.....	10
图表 10. 日元 LIBOR, 12 个月.....	10
图表 11. 货币市场操作后 2 年前日美债息差对比.....	10
图表 12. 日本 GDP 私人消费环比.....	11
图表 13. 日本进出口差额.....	12
图表 14. 日本 GDP.....	12
图表 15. 日本劳动力人口.....	13
图表 16. 日本对国外投资余额.....	13
图表 17. 日本制造业 PMI.....	15
图表 18. 日本失业率.....	15
图表 19. 日本外汇储备.....	16
图表 20. 日本对外贸易总额.....	16
图表 21. 美兑日汇率.....	16
图表 22. 日本超长期国债收益率.....	17
图表 23. 日本央行购债规模 (十亿日元).....	17
图表 24. 中国央行通过外储操作日债.....	18
图表 25. 日本国债发行额.....	19



1 研究背景和意义

2018年美国经济增长可观，据美国商务部发布数据，美国2018年GDP增速为2.9%。不过受贸易争端及欧洲、中国经济增长放缓以及英国脱欧不确定性拖累，美国经济发展将放缓。2019年1月，国际货币基金组织下调2019、2020年全球经济增速预期至3.5%和3.6%，全球经济下行趋势明显，预计最快今年年底美国经济拐点到来。**届时出口国模式且产业链严重依赖全球经济体系的日本经济首当其冲将会受到负面影响，将会大大影响日债走势。**

目前，全球央行纷纷转鸽。2018年末美联储态度由“鹰派”转“鸽派”。1月议息会议美联储下调了经济预期，我们预计今年加息0-2次，同时鲍威尔表示正评估结束缩表时间；欧洲央行行长德拉吉表示当前欧元区经济发展势头弱于预期，大量货币宽松政策仍然需要；2月，日本央行行长黑田东彦再度提宽松，称若经济失去动力“当然”考虑加码刺激。**除了这三大央行，其他不少国家也纷纷调低了经济预期。**2月英国央行下调经济增长预期，新西兰央行下调了通胀预期，澳大利亚联储同时下调了GDP增速和通胀预期。2月印度央行下调回购利率25bp至6.25%，打响了19年央行降息第一枪。**全球央行降息有利于推升各国国债价格。**

雄厚的经济实力和长期低息环境导致日元成为常用的避险货币。二战后，日本作为追赶国家，经济快速发展，成为亚洲经济强国，并跃居发达国家之列，为日元币值稳定提供了坚实的基础，也使日元成为国际储备货币之一。尽管日本经济遭遇了房地产泡沫、美国次贷危机的打击，陷入停滞，但日本庞大的经济体量对日元形成有效支撑。日本拥有巨大的外汇储备规模，并且是全球主要债权国之一，这有助于日元币值的稳定，并加大了做空日元的难度。截止2018年9月，日元占全球外汇储备总额4.98%，仅次于美元和欧元。**雄厚的经济实力为日元币值稳定提供基础，长期低息环境是日元成为避险货币的直接原因。**在经历了房地产泡沫破裂，次贷危机等事件后，日本经济形势急剧变化。为了重振经济，刺激通胀回升，**日本央行采取了大规模的货币宽松政策**，不断降低利率，更是在2016年采取负利率并且一直延续至今。日本长期的负利率，一方面导致了日元在国际套息交易中扮演者重要角色，低利率导致日元的融资成本极低，并且日元自由兑换，因此投资者选择借入日元。当全球经济风险上升时，投资者卖出高收益资产，换回日元偿还债务，此举会推高日元汇率；另一方面，低利率还限制了日元降息的空间，令日元突发贬值的概率变小。当全球性的风险爆发时，世界经济面临下行趋势，各国央行采取宽松货币政策，而日本本就负利率，进一步放松的空间很小，此时，美日国债利差缩小，根据利率平价理论，日元将升值。而在全球风险加剧，经济下行的情况下，货币政策宽松，日元需求增加。

在众多避险资产中，黄金是传统避险资产，美元、日元、瑞士法郎是具有代表性的避险资产。在2019年地缘政治冲突以及经济下行趋势共存的情况下，黄金、美元是首选的避险资产，但当美元资产发生剧烈变动时，日元往往表现出避险属性。**若在日本本国采取宽松货币政策时，日元将走低，所以，此时日债是一个更具吸引力的资产。**通过对美国经济拐点时日本利率、日本国债走势以及未来日本经济发展、日本央行和政府行为的研究，可以让我们更直观地看到日本在美国经济下行时，本国经济的反应。



2 负利率及国债市场表现

2.1 日本采取负利率

上世纪 90 年代，日本房地产泡沫破裂后，经济面临长期低增速、通胀低迷、政府债务高企等问题。在经历了第一个“失去的十年”的经济断崖式下行后，1997 年起，日本又备受国内外事件的打击：国内政府提高消费税，取消特别减税项目，提高医疗费用个人负担部分；国际上经历亚洲金融风暴，导致日本出口大幅度下滑，本土汽车销售额出现 23 年最大跌幅，内需、出口两辆马车轰然倒地，再次出现严重的经济衰退。在此背景下，日本央行采取了一系列低利率和量化宽松政策，旨在刺激经济复苏、走出通缩阴影。

图表 1. 日本 GDP 同比

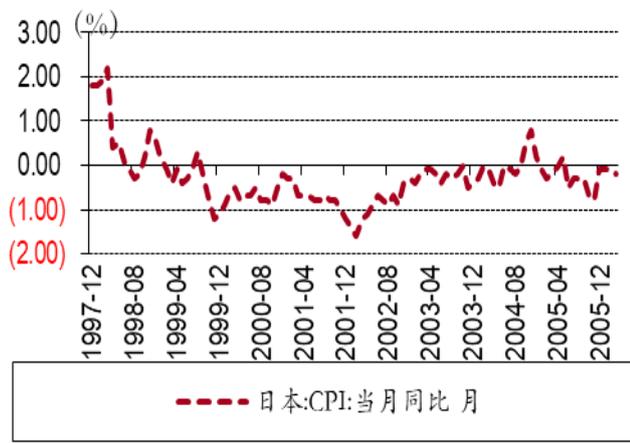


资料来源：万得，中银国际证券

根据货币政策变化，可以把日本量化宽松分为几个阶段，每个阶段都是因为经济失速或通缩引起，在量化宽松政策初期可能成效较好，然而在经历了提高消费税、美国次贷危机等事件冲击后，即会失效，进而加码宽松。

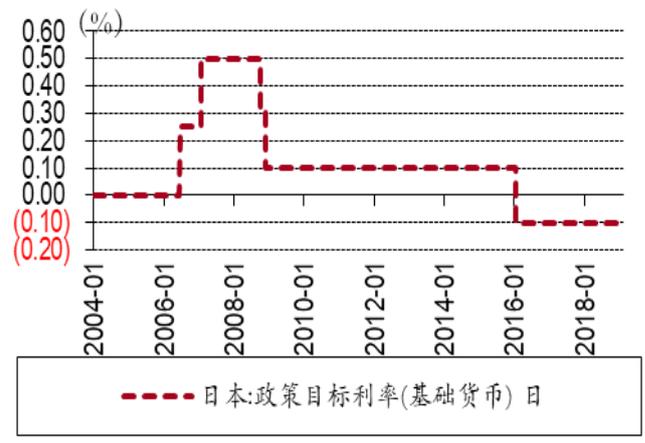
1999 年，日本采取零利率政策，经济也开始缓慢复苏。而在 2000 年日本退出零利率几个月后，衰退再次来临，通胀下降严重。2001 年到 2006 年 2 月，为了解决日本经济面临的通货紧缩、老龄化和债务比重过高等问题，日本央行决定重启零利率政策以及开始量化宽松，向市场注入流动性，基础货币量由 2001 年的 69 万亿日元增至 2006 年的 112 万亿日元，此期间政策以央行准备金账户余额为目标，货币政策宽松可控，经济再度提振。

图表 2. 日本 CPI 同比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 日本政策目标利率



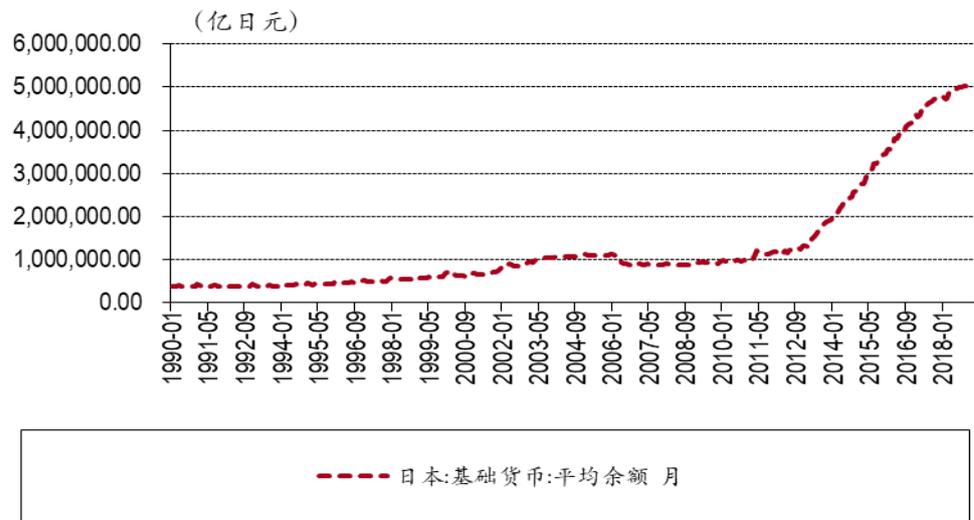
资料来源：万得，中银国际证券

2006年3月到2008年12月，经济复苏，零利率和量化宽松暂退。2009年1月到2013年3月，受美国次贷危机影响，日本再次回归零利率，量化宽松加码。其中2010年10月和2012年10月启动资产购买计划和贷款支持计划，并多次加大购买规模。自日本首相安倍晋三2012年上台以来，日本央行一直肩负着进一步宽松的任务。安倍经济学的三支箭，分别为宽松的货币政策、积极地财政政策、结构性改革，其中的重点即是宽松的货币政策，日元贬值，安倍认为只有摆脱通缩才能实现真正的经济增长。日本央行引进“价格稳定目标”，即设立通货膨胀2%的目标，以及“开放式资产购买路径”，即以基础货币为政策目标、不设立资产标的购买终止期限的QQE计划。2013年4月正式开启质量化宽松，旨在通过大规模资产购买计划压低收益率曲线，从而降低实际利率以达到通货膨胀目标。此后央行的资产负债表快速扩张。在质量化宽松货币政策下，日本央行不仅将货币政策操作目标从无担保隔夜拆借利率转变为基础货币，还进一步推出大规模资产购买计划，增加日本国债、ETF以及日本房地产投资信托基金(J-REITs)的比重。然而，日本CPI同比增速在QQE的短暂推动下于2014年5月达到峰值3.7%后，再次陷入持续低迷，2016年1月CPI增速再次转负。

2016年，日本央行采取负利率和控制收益率曲线的质量化宽松。尽管2016年之前日本货币投放大幅增长，通胀率却迟迟未达目标，出口增速和信贷增速纷纷下滑。2016年1月29日，日本央行宣布实施负利率，通过量化、质化和利率三个维度实行宽松货币政策，希望能尽快达到2%的通胀目标。日本央行通过控制收益率曲线来对市场中长期利率价格产生影响。传统的货币政策主要依靠政策利率，来对短期利率产生影响，日央行通过对不同期限国债的购买操作，来对不同期限的利率水平产生影响，从而打造央行需要的目标收益率曲线。这样的方式能够降低政策利率水平进一步负利率加深了对银行业的损害，而且能够对长期利率上限进行控制。在资产购买的速度和数量上面，没有太大变化。同时明确货币政策实现的通胀目标，这一方面是为了对抗日本国内的通缩预期，另一方面也是为了更加清晰地与市场沟通，确定清晰的预期管理目标。通过对市场投放大量基础货币，日本成功地刺激了经济的发展。2016年9月，日本央行再次将货币政策框架升级为“质量化宽松+负利率+收益率曲线控制”将工作重心从基础货币数量控制转变为债券利率价格管理。新框架下，日本央行采取收益率曲线控制指导公开市场操作：短期政策目标利率维持-0.1%不变，同时10年期日本国债利率盯住0%，并以长期利率为指导进行国债购买。2018年以来，随着日本央行购债规模的减少和长债波动区间的扩大，长端利率小幅上升，10年期国债收益率年均0.076%，依然处于极低水平。



图表 4. 日本基础货币



资料来源: 万得, 中银国际证券

2.2 历史上日本国债的做空

自 1990 年以来, 大量投资者对做空日本债券 (特别是 10 年期国债) 情有独钟, 由于日本经济疲软和政府债务水平非常高, 市场投资者普遍认为日本国债被错误定价, 纷纷采取做空国债的投资策略, 然而日本国债价格不仅不跌, 反而继续提升, 使得大批投资者损失惨重。而究其原因, 通过上文对日本货币政策的分析也不难发现, 日本央行所采取的负利率、质化量化宽松以及收益率曲线控制的政策加剧了国债收益率的下降。

图表 5. 日本 10 年期收益率



资料来源: 万得, 中银国际证券

而今年2月12日,日本央行自去年12月以来首次下调公开市场操作中10年期至25年期日债买入规模,由上次操作的2000亿日元下调至1800亿日元。做空日债的策略仿佛又看到了希望,在日本央行2月18号招标采购25年以上期国债时,认购比例达到4.71倍,是2014年10月以来的最高水平,表明交易员现在已经愿意脱手超长期债券。但是随着近期全球经济放缓,货币政策宽松趋势明显:1月美联储FOMC会议下调经济预期,同时有望年内停止缩表;3月欧洲央行公布利率决议,宣布欧元区四季度GDP不及预期,将发行新的TLTRO来刺激经济;日本本国也下调核心通胀率预期至0.9%,央行行长黑田东彦称,若经济走低,将加码刺激。并且美国经济已连续扩张114个月,扩张时长为有历史记录以来第二高,收益率曲线倒挂趋势显现,预计美国经济拐点到来,日债将迎来牛市,这短期的做空日债热情将不复存在。

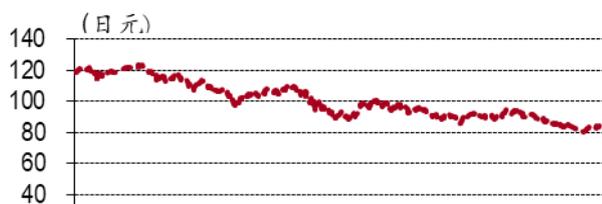
2.3 日本国债在危机时表现

由于日本这些年采取的极度货币宽松政策,导致日本短期国债收益率降至负利率甚至10年期国债收益率也几度跌入负利率区间。也正是由于国债发行成本低,日本国债规模长期维持高速增长。而日本国债市场的迅速发展也是日本政府不断扩大财政赤字以弥补国内经济需求不足的必然结果。虽然日本国债负利率,但是由于其波动范围小,以及日元的避险属性,日债在全球性危机到来时的表现往往优于其他大类资产,在此前一篇的《美国经济拐点到来后的全球大类资产配置机会》中指出日本在2008年次贷危机发生时资产价格变动情况:

“2008年金融危机对日本同样造成了沉重的打击,其GDP同比自2007年12月开始的两年内一直为负值,经济衰退严重。与欧美相同,日本的金融业利润严重下滑。同时,作为日本经济支柱的汽车、电器行业,受到金融危机影响,全球销量都大幅度减少。日本对外出口金额从2008年8月的73526亿日元6个月内暴跌至37020亿日元。不仅外部需求萎靡,本国内部消费者信心也因为金融危机受到严重打击。

随着金融危机使美元指数大幅度下降,1美元可对日元数量持续降低。日本房价及股市价格也受到严重打击。资产流入国债避险,日本国债收益率从2008年10月的0.768%快速下降,到2010年是长时间维持在0.130%左右。”

图表 6. 日元汇率



图表 7. 日本危机时候 GDP



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_13405

