

## 日元存在阶段性升值压力

### 一、日元存在阶段性升值压力

■ 近期，全球经济进一步下行压力加大，日元避险货币的属性再度显现，日元存在阶段性升值压力。全球经济进一步下行压力加大。一方面，美国经济数据显著走弱。3月11日，美国纽约联储消费者预期报告显示通胀预期进一步走弱，2月份三年期通胀预期下降至2.8%，创2017年8月份以来新低。3月20日，美联储货币政策会议全面下调了2019年经济预期，对通胀和劳动力市场的乐观程度进一步下降。另一方面，欧元区经济进一步走弱。3月欧央行宣布将于9月启动新一轮定向长期再融资操作（TLTRO-III）。2018年欧元区经济开始出现边际走弱迹象，GDP环比由2017年四季度0.70%下降至2018年四季度0.20%，3月欧元区制造业PMI初值进一步下滑，欧元区3月制造业PMI初值47.6，创69个月低点，内外部因素都将对欧元区经济增长造成制约。日元避险货币的属性再度显现，日元存在阶段性升值压力。日元避险属性于1998年开始得到市场关注，当年10月，美国对冲基金LTCM事件对市场造成巨大冲击，日元兑美元当月大涨17.21%。2006年以来，日元的避险属性进一步加强，2008年金融危机后，伴随着欧洲债务危机等阶段性经济金融风险事件的发生，日元相对美元均出现过强势上涨，体现出日元很明显的避险属性。日元避险属性的存在与日本长期低利率、低通胀的环境和持有大量对外净资产有关。经济长期低迷背景下，日本央行保持了极度宽松的货币政策。极度宽松货币政策下，利率水平持续位于低位，但通胀依然迟迟没能提升，低利率、低通胀的环境是日元避险属性的主要原因。其次，日元避险属性的存在还与其持有的大量对外净资产有关，当全球经济发生风险事件时，日本对外投资尤其是证券投资发生回流，导致日元需求的增加推升日元币值。

### 二、全球央行观察

- 中国央行：软数据有所企稳，但订单数据依然下降。央行发布第一季度问卷调查，银行家宏观经济热度指数回升，贷款需求指数上升，企业家信心指数回升，出口、国内订单指数下降。
- 美联储：维持政策利率不变，9月底完全停止缩表。亚特兰大联储主席Bostic表示，美联储将需要一段时间来研究不同的资产负债表组成会产生的不同影响；如果经济数据表明过热，将支持继续加息；未来可能上调也可能下调利率。圣路易斯联储主席Bullard表示，经济形势支持对利率保持谨慎，不倾向于在2019年调整利率。
- 欧央行：维持货币政策宽松是必要的。欧央行行长德拉吉表示，欧洲陷入衰退的风险很低，全球贸易仍是经济放缓的主要原因；持续的货币政策宽松仍是必要的。欧央行管委、芬兰央行行长Rehn表示，近期数据表明欧元区经济活动显著地走弱。
- 日本央行：持续实施宽松政策是合适的。日本央行行长黑田东彦表示，日本央行通过收益率曲线控制（YCC）支持家庭和企业；如果通胀动能消失，将考虑进一步放松；日本央行将在需要的时候考虑适当的行动，宽松选项包括增加债券购买等。
- 其他央行：英国、瑞士、印尼央行维持政策利率不变。

### 三、文献推荐

- 国际信用供给冲击（NBER），低利率，市场力量和生产率增长（NBER）。

**风险提示：**贸易摩擦加剧造成全球经济增速大幅放缓；英国无协议脱欧造成全球经济不确定性的增加。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

正文如下：

### 一、日元存在阶段性升值压力

近期，全球经济进一步下行压力加大，日元避险货币的属性再度显现，日元存在阶段性升值压力。日元避险属性于 1998 年开始得到市场关注，当年 10 月，美国对冲基金 LTCM 事件对市场造成巨大冲击，日元兑美元当月大涨 17.21%。2006 年以来，日元的避险属性进一步加强，2008 年金融危机后，伴随着欧洲债务危机等阶段性经济金融风险事件的发生，日元相对美元均出现过强势上涨，体现出了日元很明显的避险属性。日元避险属性的存在与日本长期低利率、低通胀的环境和持有大量对外净资产有关。

一方面，美国经济数据显著走弱。3 月 11 日，美国纽约联储消费者预期报告也显示通胀预期进一步走弱，2 月份三年期通胀预期下降至 2.8%，创 2017 年 8 月份以来新低。3 月 20 日，美联储货币政策会议全面下调了 2019 年经济预期，下调 2019 年实际 GDP 增速 0.2 个百分点至 2.1%，下调 PCE 通胀率 0.1 个百分点至 1.8%，上调失业率预期 0.2 个百分点至 3.7%，对通胀和劳动力市场的乐观程度进一步下降。当前美国经济呈现进一步走弱迹象。从私人消费来看，一方面，虽然薪资增速仍能部分形成支撑，但美股的同比增幅下降形成拖累，整体消费能力改善趋弱；另一方面，消费者信心指数中的预期指数明显下降，同时通胀预期走弱，意味着消费意愿将受到负面影响；综合来看，私人消费的下行压力正在加大。从私人投资来看，企业资本开支意愿收到信心回落的影响而下降，私人住宅投资受到美国实际利率上升的负面影响变得更加显著，库存投资的扰动在转向负面，通胀下行压力加大需要名义利率进一步下行以进行对冲。从净出口来看，欧元区、中国等其他经济体增长放缓将对美国出口形成负面影响。美国经济数据将进一步显著走弱。

另一方面，欧元区经济进一步走弱。3 月欧央行宣布将于 9 月启动新一轮定向长期再融资操作 (TLTRO-III)。2018 年欧元区经济开始出现边际走弱迹象，GDP 环比由 2017 年四季度 0.70% 下降至 2018 年四季度 0.20%，3 月欧元区制造业 PMI 进一步下滑，欧元区 3 月制造业 PMI 初值 47.6，创 69 个月低点，其中德国 3 月制造业 PMI 初值 44.7，创 79 个月低点，连续第三个月位于 50 以下，法国制造业 PMI 初值 49.8，也大幅低于预期。7 日，OECD 大幅下调了欧元区 2019 年经济增速预期，由此前的 1.8% 下调至 1%。欧元区经济进一步走弱，外部方面，欧元区经济主要受外需驱动，2018 年以来受出口走弱影响，欧元区 GDP 同比增速持续走弱，美国和中国是欧洲最大的贸易对象。当前，中国经济依然面临下行压力，美国经济预计也将逐步走弱，欧元区出口难有大的改善。同时，考虑到欧元区内部还存在不确定性，包括英国脱欧等问题还有待解决，将对居民消费和企业投资造成拖累，都将对欧元区经济增长造成制约。

日元作为避险货币的属性将会进一步显现，日元存在阶段性升值压力。日元避险属性于 1998 年开始得到市场关注，当年 10 月，美国对冲基金 LTCM 事件对市场造成巨大冲击，日元兑美元当月大涨 17.21%。2006 年以来，日元的避险属性进一步加强，2008 年金融危机后，伴随着欧洲债务危机等阶段性经济金融风险事件的发生，日元相对美元均出现过强势上涨，体现出了日元很明显的避险属性。日元避险属性的存在与日本长期低利率、低通胀的环境和持有大量对外净资产有关。

经济长期低迷背景下，日本央行保持了极度宽松的货币政策。二十世纪 90 年代

房地产泡沫破灭以来，日本经济增长几乎停滞，进入二十一世纪，日本经济仍无起色，不仅通胀持续下挫，整个经济亦陷入萧条之中。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，2001-2006年小泉政府推行量化宽松货币政策，基础货币量由2001年的69万亿日元增至2006年的112万亿日元。2012年，安倍政府推出了“三支箭”经济刺激政策组合，包括质化量化宽松政策(QQE)、大规模财政刺激政策和经济结构改革，即所谓“安倍经济学”。2013年1月，日本央行首先将货币政策通货膨胀目标从1%上调到2%；2013年4月，日本央行正式推出质化量化宽松货币政策，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。在质化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，日本核心CPI同比增速在QQE的短暂推动下于2014年5月达到峰值3.4%后，再次陷入持续低迷，2015年8月核心CPI增速再次转负。为了进一步刺激经济，2016年1月日本央行推出了“QQE+NIRP(Negative Interest Rate Policy)”的政策概念，将政策目标利率下降至-0.1%，以激励银行对实体经济放贷并进一步提振市场信心。日本10年期国债收益率也迅速下降至0左右。2016年9月，日本央行再次将货币政策框架升级为“QQE+NIRP+YCC(Yield Curve Control)”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。

**极度宽松货币政策下，利率水平持续位于低位，但通胀依然迟迟没能提升，低利率、低通胀的环境是日元避险属性的主要原因。**2018年8月，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，去年年末开始随着经济走弱，长端利率水平进一步下降，2019年10年期国债均值为-0.009%，依然处于极低位置。日本经济持续低迷，在日本央行极度宽松货币政策下，利率长期处于低位，与其他国家利率水平相比，日本利率向下的空间有限，增加了经济动荡时期日元资产的吸引力；同时，低利率下日元在套利交易中成为融资货币，经济动荡时期交易的平仓也促进了日元的升值。但宽松的货币政策并没有推升通胀水平，2%通胀目标迟迟难以实现。2018年以除生鲜食品以外的核心CPI均值为0.86%，除生鲜食品和能源以外的核心CPI均值为0.37%。短期来看，受制于全球需求的走弱，日本通胀目标实现比较困难。长期来看，日本老龄化人口的积聚也是其面临长期通缩的重要原因。Yihan Liu<sup>1</sup>研究认为，日本人口增长放缓以及老龄化速度的加快导致了通缩压力，同时，还降低了实际中性利率，阻碍了宽松货币政策对经济的刺激作用。

**其次，日元避险属性的存在还与其持有的大量对外净资产有关，**当全球经济发生风险事件时，日本对外投资尤其是证券投资发生回流，导致日元需求的增加推升日元币值。从日本国际收支头寸表来看，2017年日本持有对外净资产328.45万亿日元，其中，对外净直接投资146.14万亿日元，净证券投资85.73万亿日元。从持有结构来看，私人部门几乎持有所有的对外净资产，达到312.72万亿日元，公共部门仅持有15.73万亿日元。东京是全球重要的金融中心之一，日元资产具有高度流动性，当金融市场发生动荡时，私人部门的资金流动相对公共部门明显具有较高的灵活性，私人资本的快速流入也将推升日元升值。

<sup>1</sup> Yihan Liu, Niklas Westelius, 2016. The Impact of Demographics on Productivity and Inflation in Japan. IMF Working Paper

图表 1: 2006 年以来日本避险属性进一步加强



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 日本长期低利率、低通胀的经济环境 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

## 二、全球央行观察

### 1. 中国央行: 软数据有所企稳, 但订单数据依然下降

国内货币市场流动性小幅改善。3月22日, R007、DR007、Shibor3M 分别为 2.78%、2.66%、2.84%, 较上周(3月15日)分别波动-14.14bp、-10.57bp、3.8bp。本周有 1100 亿逆回购到期。

22日, 央行发布第一季度问卷调查, 银行家宏观经济热度指数回升, 贷款需求指数上升, 企业家信心指数回升, 出口、国内订单指数下降。具体来看: 银行家宏观经济热度指数为 36.4%, 比上季回升 2.0 个百分点。银行家宏观经济信心指数 70.1%, 比上季上升 1.6 个百分点。贷款总体需求指数为 70.4%, 比上季提高 7.4 个百分点。分行业看, 制造业贷款需求指数为 62.5%, 比上季提高 3.9 个百分点; 基础设施贷款需求指数为 63.4%, 比上季提高 5.5 个百分点。货币政策感受指数为 58.4%, 比上季和上年同期分别提高 5.3 和 18.7 个百分点。企业家宏观经济热度指数为 34.1%, 比上季下降 1.3 个百分点。企业家信心指数为 69.2%, 比上季提高 1.4 个百分点。出口订单指数为 42.9%, 比上季下降 2.6 个百分点, 比去年同期下降 2.1 个百分点。国内订单指数为 44.2%, 比上季下降 5.9 个百分点, 比去年同期下降 3.4 个百分点。

受银行体系总结余下降影响, 香港货币市场流动性大幅收紧, 1周 Libor-Hibor 利差小幅回落, 港元贬值压力减轻。3月22日, Hibor 隔夜、1周、3个月较上周(3月15日)分别上升 113.75bp、107.09bp、11.90bp 至 1.81%、1.88%、1.84%, 1周 Libor-Hibor 利差回落至 102bp。

### 2. 美联储: 维持政策利率不变, 9月底完全停止缩表

20日, 美联储货币政策会议维持联邦基金利率 2.25-2.5% 不变, 宣布并从 5 月开始削减缩表规模, 9月底完全停止缩表。同时全面下调了 2019 年经济预期, 下调 2019 年实际 GDP 增速 0.2 个百分点至 2.1%, 下调 PCE 通胀率 0.1 个百分点至 1.8%, 上调失业率预期 0.2 个百分点至 3.7%, 对通胀和劳动力市场的乐观程度进一步下降。

亚特兰大联储主席 Bostic 表示, 美联储将需要一段时间来研究不同的资产负债表组成会产生不同影响; 如果经济数据表明过热, 将支持美联储继续加息; 未来可能上调也可能下调利率; 充足的储备有利于在经济面临压力时维持金融

稳定和繁荣。

圣路易斯联储主席 Bullard 表示，支持美联储维持利率不变，并下调今年加息预期的决定；经济形势支持对利率保持谨慎，不倾向于在 2019 年调整利率。

美联储主席鲍威尔表示，没有实现通胀目标是美联储保持耐心的理由之一；距离需要作出政策调整可能还有一段时间；自 2018 年 9 月份以来的数据表明，美国经济增速的放缓程度超过预期。

### 3. 欧央行：维持货币政策宽松是必要的

欧央行行长德拉吉表示，欧洲陷入衰退的风险很低，全球贸易仍是经济放缓的主要原因。在这种情况下，持续的货币政策宽松仍是必要的。

欧央行管委、芬兰央行行长 Rehn 表示，近期经济数据显示欧元区经济活动显著地走弱。

### 4. 日本央行：持续实施宽松政策是合适的

日本央行行长黑田东彦表示，日本央行通过收益率曲线控制（YCC）支持家庭和企业；如果通胀动能消失，将考虑进一步放松；日本央行将在需要的时候考虑适当的行动，宽松选项包括增加债券购买等。

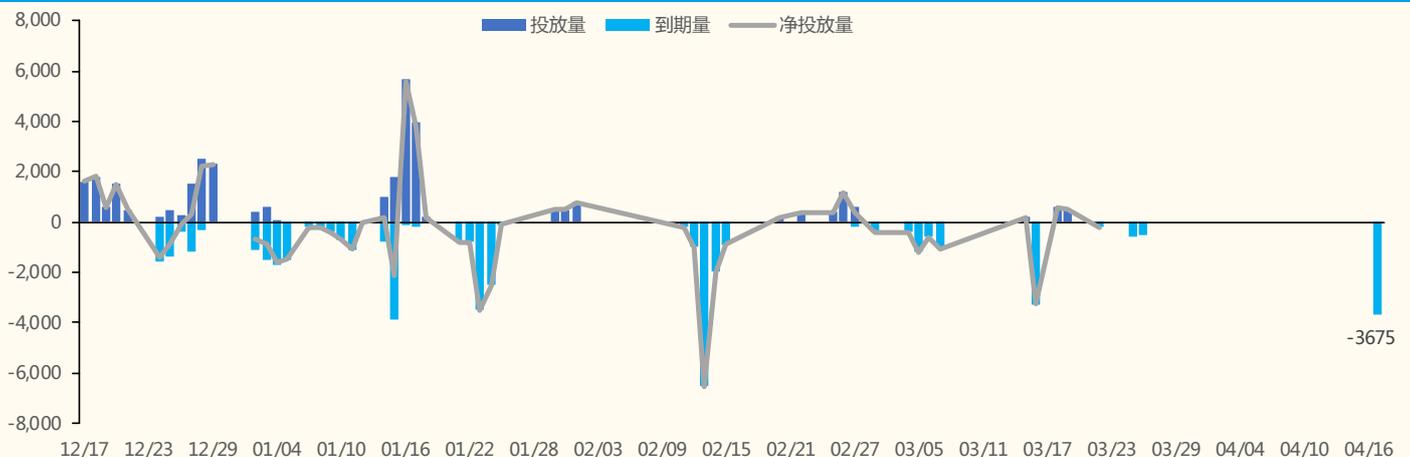
20 日，日本央行发布 1 月货币政策会议纪要。大多数委员认为实现通胀目标需要时间，持续实施宽松政策是合适的，宽松政策仍然利大于弊。有委员表示，收益率曲线控制有助于帮助经济扩张，对物价、通胀预期的影响目前有限。同时有委员认为实现物价目标的前景进一步下降，央行必须强调会采取快速灵活的行动。

### 5. 其他央行：英国、瑞士、印尼央行维持政策利率不变

20 日，英国央行维持政策利率 0.75% 不变；

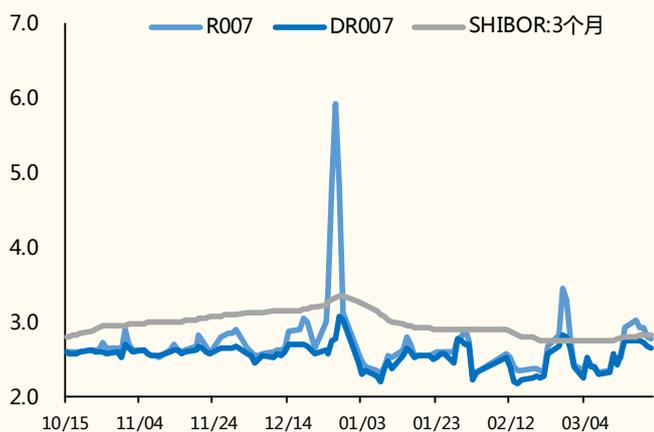
21 日，瑞士央行维持政策利率不变，其中，活期存款利率-0.75%，3 个月 Libor 目标范围-1.25%~-0.25%；印尼央行维持 7 天期逆回购利率 6.00% 不变；挪威央行上调基准利率 25bp 至 1%。

图表 3：近几个月中国央行公开市场资金净投放概览（亿元）



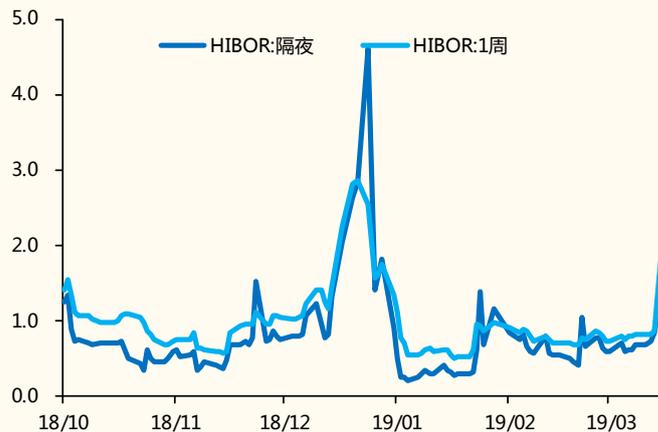
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4: 国内货币市场流动性小幅改善 (%)



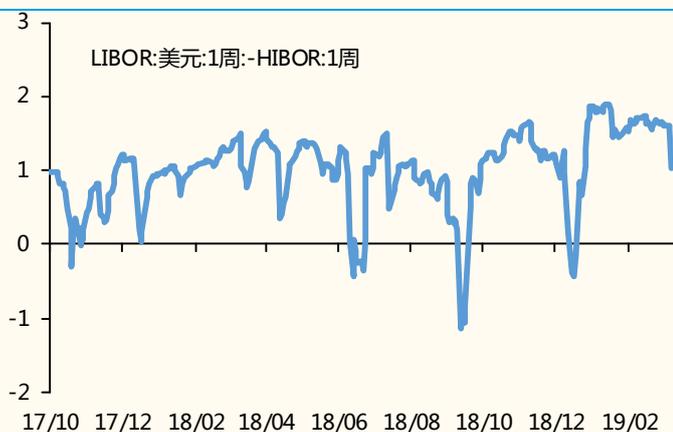
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 香港货币市场流动性收紧 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: Libor-Hibor 利差回落 (%)



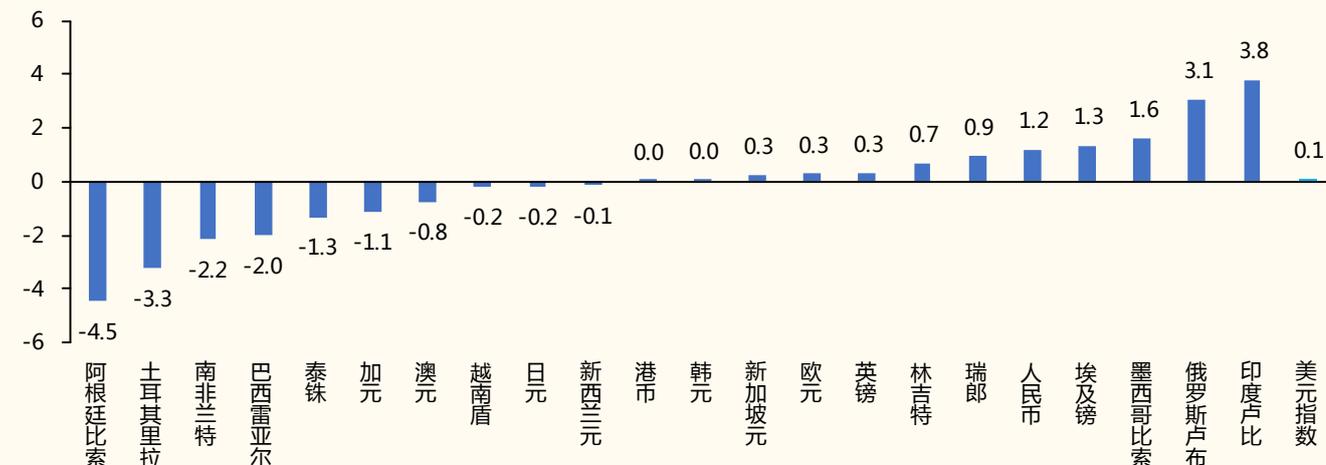
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: CME 数据显示美联储加息概率降低 (3月22日)

FOMC 会议时间	联邦基金利率		
	200-225	225-250	250-275
2019/5/1	2.00%	98.00%	0.00%
2019/6/19	14.80%	84.90%	0.00%
2019/7/31	20.60%	77.90%	0.00%
2019/9/18	25.90%	70.70%	0.00%
2019/10/30	28.80%	66.20%	0.00%
2019/12/11	34.30%	56.40%	0.00%
2020/1/29	37.70%	47.70%	0.00%

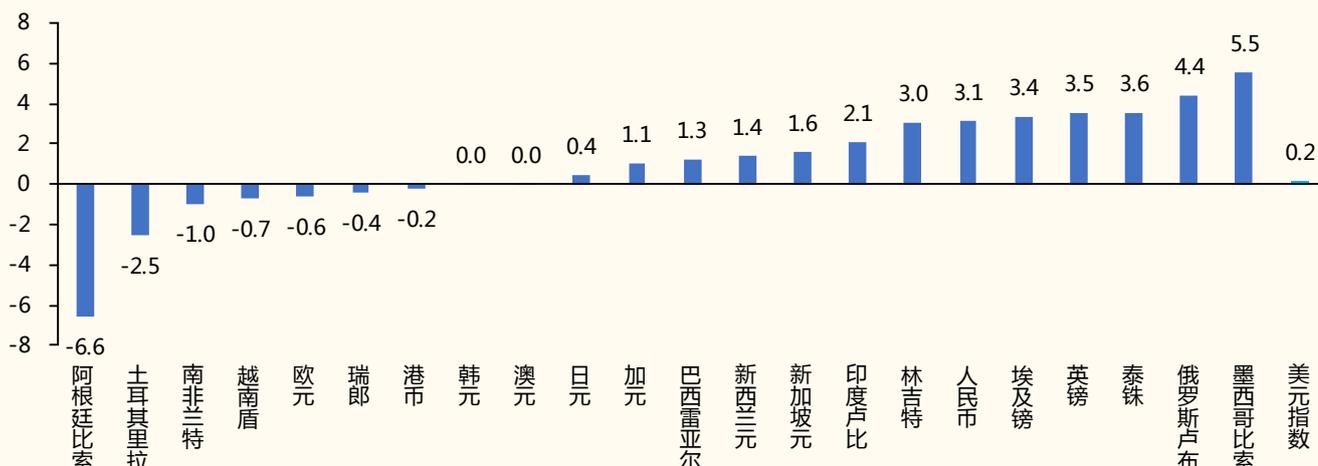
来源: CME, 国金证券研究所

图表 8: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



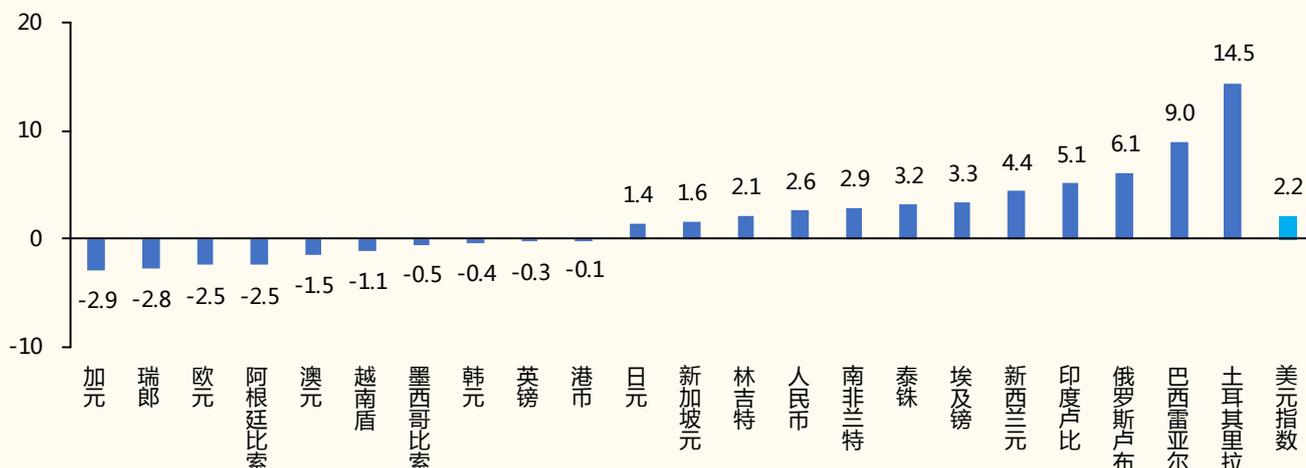
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9：近三个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：近半年主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：上周中国央行公开市场操作表述

日期	上周中国央行公开市场操作表述
3月22日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，2019年3月22日不开展逆回购操作。
3月21日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。
3月20日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。
3月19日	以利率招标方式开展了500亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%
3月18日	为对冲税期高峰等因素的影响，以利率招标方式开展了600亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%，银行体系流动性保持合理充裕。

来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 12: 上周美联储官员关于货币政策的言论

日期	美联储官员	投票权	上周讲话要点
3月23日	亚特兰大联储主席 Bostic	2021年	美联储将需要一段时间来研究不同的资产负债表组成会产生产生的不同影响。如果经济数据表明过热, 将支持美联储继续加息; 未来可能上调也可能下调利率。充足的储备有利于在经济面临压力时维持金融稳定和繁荣。
3月23日	圣路易斯联储主席 Bullard	2019年	支持美联储维持利率不变, 并下调今年加息预期的决定。经济形势支持对利率保持谨慎, 不倾向于利率在2019年上调或下调。
3月21日	美联储主席鲍威尔	永久	没有实现通胀目标是美联储保持耐心的理由之一。距离需要作出政策调整可能还有一段时间。自2018年9月份以来的数据表明, 美国经济增速的放缓程度超过预期。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 13: 上周欧央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	上周讲话要点
3月22日	欧洲央行行长德拉吉	欧洲陷入衰退的风险很低。全球贸易仍是经济放缓的主要原因。在这种情况下, 持续的货币政策宽松仍是必须的。
3月19日	欧央行管委、芬兰央行行长Rehn	近期经济数据表明, 欧元区经济活动显著地走弱。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 14: 上周日本央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	上周讲话要点
3月20日	日本央行行长黑田东彦	日本央行通过收益率曲线控制(YCC)支持家庭和企业。如果通胀动能消失, 日本央行将考虑进一步放松。日本央行将在需要的时候考虑适当的行动; 宽松选项包括增加债券购买。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 15: 上周其他国家央行官员关于货币政策的言论

国家	日期	央行官员	上周讲话要点
英国	3月21日	英国央行	企业预期在无协议脱欧的情况下, 产出、就业和投资将显著疲软。如果脱欧顺利进行, 如有必要, 将权衡是否将持续渐进地收紧货币政策。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

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\\_13542](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13542)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn