

日元暂成美元变动的风向标

核心内容：

- **日元跟随全球风险偏好变动** 从3月1日至7月底，日元相对贬值13.7%，在除土耳其以外的重要货币中跌幅居首。日元本轮的贬值并不是独立事件，而是跟随全球风险偏好变化的，只是日本央行坚持宽松使得日元对美元升值更敏感，跌幅较大。如果美元下行导致其他货币相对升值，日元由于其所处的历史低位和对美元的敏感度很可能是上行幅度最明显的，而英镑和欧元可能也会紧随其后出现升值。
- **日央行坚定宽松** 日央行7月份货币政策会议决定继续维持宽松货币政策，将短期利率维持在-0.1%的水平，长期利率仍通过不设上限的国债购买维持在0%左右；央行将在每个交易日实施公开市场操作，无限量买入国债。短端和长端利率都被央行控制在负利率或零利率的情况下，日元不存在因更宽松的货币政策而贬值的风险。
- **美日利差受美国影响更大** 在日本经济相对平稳、央行维持宽松的情况下，美日利差主要取决于美债收益率的走向，而美国向衰退渐行渐近可能导致美日利差的收窄。虽然相关套利交易的具体影响难以评估，但利差收窄后资金回流日本可能带动日元升值。
- **风险因素支撑日元** 日资海外企业在经济危机时刻存在“母国偏好”，因此在投资地区经济出现实际问题时可能大幅撤资回流日本，带动日元上行。发达经济体的加息导致资本从新兴市场经济体流出，容易诱发风险。同时，东北亚和台海的紧张局势可能也会增大对日元避险的需求。
- **美元指数可能回落** 尽管美国的紧缩力度仍可能加强，但美联储加息的“终值”可能已经出现，再大幅上升概率较低。其次，美国经济在紧缩中走向衰退，而货币在美元指数一篮子中的国家或在追赶/跟随加息，或经济平稳，和美国经济增长差缩小。欧央行追赶加息的确定性较大且TPI的推出稳定了欧债收益率，利于欧央行在短期实施紧缩。
- **美联储加息阶段日元仍可能走强** 1994年、1998-1999年和2016年美国加息时期日元都出现了升值。美国自身经济增速偏慢、对美国加息预期放缓以及日元利差交易和海外资金的回流都可能导致日元短期走强。至少在过去，市场对美日两国的金融环境和经济增长预期对日元的短期表现有着重要影响，在美国经济预期恶化程度明显大于日本或者美联储加息预期放缓时，日元存在升值可能。

主要风险：美国日本经济情况超预期变化，利差交易规模和流向难以统计且不明朗，主要央行政策突然改变

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：于金潼

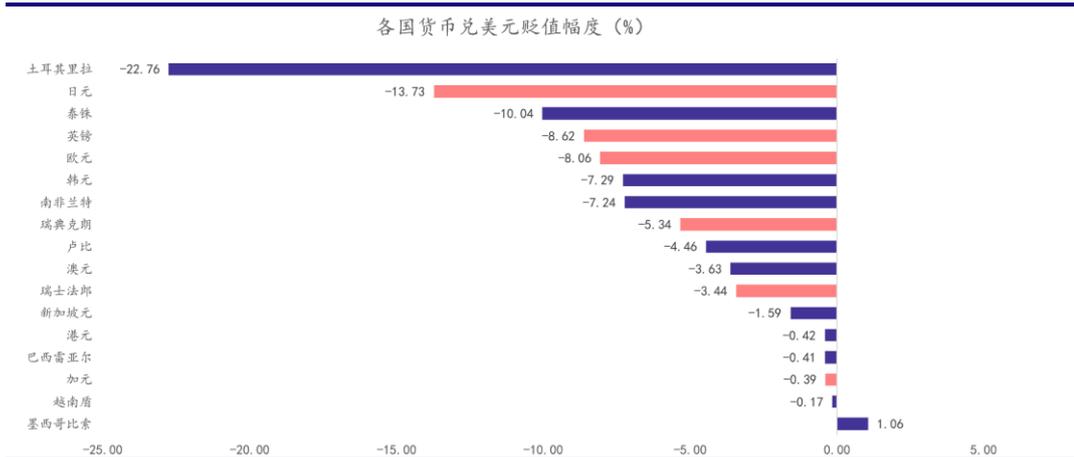
目录

(一) 日元跟随全球风险偏好变动	3
(二) 日本经济与政策相对平稳，风险因素加持	3
1. 日本央行坚定不加息，也无法再宽松	3
2. 贸易差额对日元影响更偏长期，美日利差当前受美国影响更大	4
3. 风险因素支撑日元	5
(三) 美元可能回落，日元对美元变动比较敏感	6
1. 美元指数未来可能回落	6
2. 美联储加息和降息阶段日元的表现	8

（一）日元跟随全球风险偏好变动

自美联储于 2022 年 3 月开始连续加息后，日元兑美元汇率迅速下跌，从 3 月 1 日至 7 月底，日元相对贬值 13.7%，在除土耳其以外的重要货币中跌幅居首。日元本轮的贬值并不是独立事件，而是跟随全球风险偏好变化的，只是日本央行坚持短端负利率和长端收益率曲线控制使得日元跌幅较大。其他美元指数一篮子货币中英镑跌幅同样居前，贬值了 8.6%，欧元贬值 8.1%，瑞典克朗贬值 5.3%，瑞士法郎贬值 3.4%，加元贬值幅度较小，仅为 0.4%，也就是说美联储的迅猛加息导致重要经济体的货币都在下行，并不是因为日本经济状况出现问题或者暗含特殊风险。通过比较各货币的跌幅也可以看出在全球加息周期中坚持量化宽松的日本兑美元指数上行最为敏感，下跌的位置已经达到二十年以来的极值，因此这种敏感也利于日元成为美元变动的风向标。随着美国经济放缓、联邦基金利率的“尽头”开始浮现以及市场尝试定价美联储未来的货币政策转向，美元指数出现下行的几率正在增大，而如果美元下行导致其他货币相对升值，日元由于其所处的低位和对美元的敏感度很可能是上行幅度最明显的，而英镑和欧元可能也会紧随其后出现升值。

图 1：各国货币兑美元贬值幅度（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）日本经济与政策相对平稳，风险因素加持

1. 日本央行坚定不加息，也无法再宽松

日本央行 7 月份货币政策会议决定继续维持宽松货币政策，将短期利率维持在 -0.1% 的水平，长期利率仍通过不设上限的国债购买维持在 0% 左右；央行将在每个交易日实施公开市场操作，无限量买入国债¹。决议以 8: 1 的比例通过。

日本央行会后的声明称，日本经济复苏仍在持续，疫情和供给侧影响正在减退，但大宗商品价格仍使经济承压。消费，尤其是包括餐饮旅行在内的服务类消费，在继续上行，但价

¹ Monetary Policy : 日本銀行 Bank of Japan (boj.or.jp)

格上涨和消费习惯导致居民不会立即减少储蓄、加大支出；由于日本经济增长预期有所上行，企业的商业固定资产投资计划稳固，良性的工资通胀有望形成。海外方面，欧美的经济下行和美国可能滑入衰退、俄乌冲突以及中国防疫都被作为外部风险点提及。

物价方面，日本央行认为近期CPI在2%左右主要是因为能源食品和耐用品价格上涨，但是能源对CPI的正向贡献不会长时间持续。新增表述主要是关于通胀预期的抬升：日央行认为预期通胀上行可能导致公司薪酬制度和定价的变化，有望打破日企对低通胀的固定思维并让工资和消费进入正向循环。

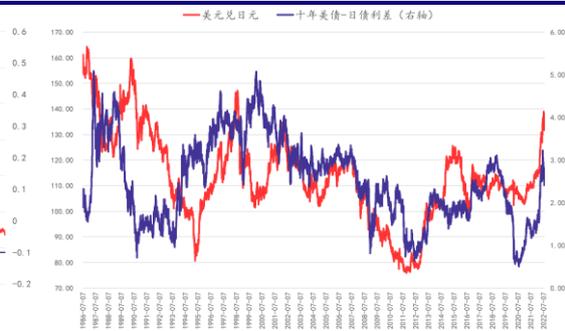
关于货币政策的决定，日央行认为日本产出缺口已经存在超过两年，在高大宗商品价格导致日本收入外流时，通过宽松的货币政策持续支持工资增长是合适的。通胀稳定超过2%的还远没有达成，QQE仍将继续。同时，日央行密切关注日债市场并控制利率的上行压力。在短期和长端利率都被央行控制在负利率或零利率的情况下，日元不存在因更宽松的货币政策而贬值的风险。

图 2：日央行长短端利率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：美日长端利差 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

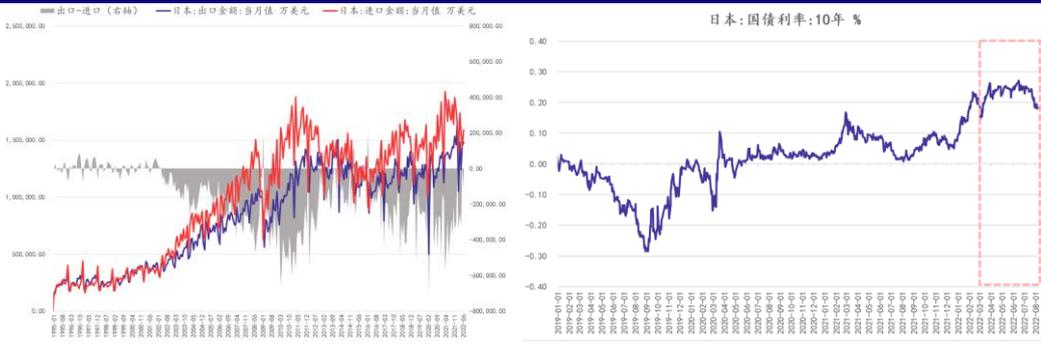
2. 贸易差额对日元影响更偏长期，美日利差当前受美国影响更大

在日央行的超宽松政策下，日本出口近期改善，但作为原材料需求国的进口成本也在本币贬值和俄乌冲突背景下上行，贸易差额正处于高位。仅从出口数据来看，从日元在3月开始贬值后，对美国的出口同比增速依然保持较高水平，对欧盟也小幅上行，而对中国出口在3-5月份的放缓主要由于我国疫情反复导致的需求和供应链问题，6月份增速已有明显好转。日本出口虽然短期依然受欧美消费韧性和中国经济底部复苏的支撑，但美国的经济数据已经显示其向衰退走去，而欧洲则受到能源和局部债务问题的困扰并也在加快紧缩，因此出口未来很可能跟随外部周期下行。

尽管传统经济理论认为在一国贸易逆差时，本币趋于贬值，但贸易差额对日本名义有效的影响常有滞后，短期内走势可能相反：滞后12个月的贸易差额和日本名义有效汇率的相关性似乎更好，这也反映出在净出口下降时日元兑其他货币在短期依然可以升值，虽然两者的中长期趋势还是大致吻合的。以美元兑日元为例，在2008年美国陷入严重衰退后到2012年中旬，尽管日本的贸易差额整体不断恶化，但日元却保持了兑美元升值的态势。在2014年，日本净出口从谷底改善，而日元却由于美联储开始缩减量化宽松和随后的小幅加息而持续贬值，2016年美国加息预期放缓后日元才开始进入升值轨道。因此，贸易差额对短期汇率变化的指导性不足，需要关注外部的金融、经济和相关预期等条件才能更好判断日元的走向。

图 4：日本进出口金额 (万美元)

图 5：日本 10 年国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: 日本贸易差额和名义有效汇率

图 7: 日本贸易差额和美元兑日元汇率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美日利差对日元走势有一定指导性，也会带动该货币对间的套利交易（carry trade）进一步影响汇率。在日本经济相对平稳、央行维持宽松的情况下，美日利差主要取决于美债收益率的走向；十年日债虽然在美国加息后收益率因加息预期和抛售出现上行，但是在日央行始终坚持 QE 的态度下抛售于 6 月下旬开始减少，日债收益率回落。日央行目前的态度是继续宽松利大于弊，在出口短期改善的同时希望通过抬升通胀预期刺激消费和工资。政府方面，前首相安倍晋三在 7 月初遇刺身亡，不过安倍经济学的“第一支箭”在货币政策上的影响没有发生改变，尽管岸田文雄政府对债务问题有所担忧，但整体态度和央行趋同。且不论日央行是否能达成目的，黑田东彦坚持收益率曲线控制在央行和政府内都得到支持，至少在明年春天他卸任之前是不会转向的。所以，美日两国长端利差基本取决于美债，而美国向衰退渐行渐近可能导致美日利差的收窄。由于用日元进行的利差交易过于复杂且难以完整的追踪，其对日元汇率具体影响难以评估，不过如果全球主要经济体国债收益率在可能来临的衰退中回落导致国债利差缩小，也不排除利差交易资金回流日本而放大对日元的需求，推动升值。

3. 风险因素支撑日元

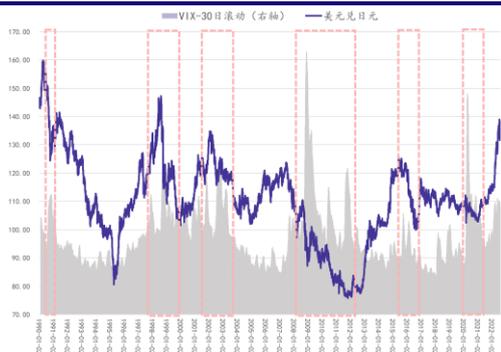
在世界政治动荡和主要央行同步紧缩导致全球经济下行的时期，日元的避险特性也有发挥的空间。日资海外企业在经济危机时刻存在“母国偏好”，因此在投资地区经济出现实际问题时可能大幅撤资回流日本，带动日元上行。通过 VIX 和日元汇率也可以看出

在市场波动较大时日元表现往往不错，这在亚洲金融危机、互联网泡沫、2008 年金融危机和新冠疫情期间都得到印证。

政治方面的风险因素可能会加大投资者对日元的需求。首先，东北亚区域内，韩国总统尹锡悦对朝态度更加强硬，美日韩继续对朝鲜核试验的可能进行讨论和施压。台海局势也进一步升级，中美关系受到考验。亚洲局部的紧张局势和潜在风险有望加大对避险资产的需求。

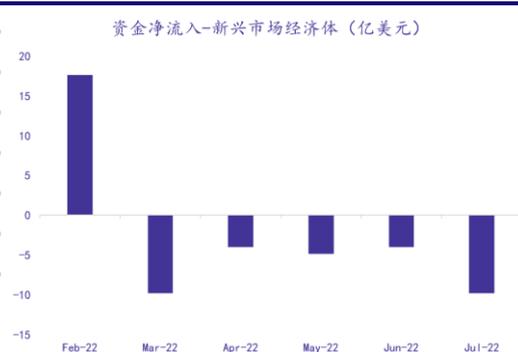
发达经济体的集体紧缩正带动进口成本上升和大量资金从新兴市场经济体回流，债务压力较大经济体有可能集中出现问题。根据国际金融协会的估算，美联储初次加息以来已有超过 325 亿美元连续 5 个月从新兴市场净流出，创下 2005 年以来的记录，而斯里兰卡由于债务违约成为第一个倒下的国家。在此情况下，如果新兴市场的危机进一步加剧，那么海外的日资有集中回流推升日元汇率的可能。在美国未来陷入衰退的假设下，和日元相比，其他能承载大规模国际资本流动的货币就是欧元和英镑，但两个国家未来的经济增长也都更加不乐观。欧洲正面临能源短缺和潜在的债务问题，但迫于高通胀又必须进行严厉紧缩；英格兰银行 8 月 4 日也进行了 50bps 的大幅加息，同时警告年末通胀可能达到 13%，英国有概率陷入使 GDP 萎缩 2%且长达 15 个月的衰退。日元作为避险资金的相对优势正在显现。

图 8: VIX 和美元兑日元汇率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 新兴市场经济体资金净流入 (亿美元)



资料来源: IIF, 中国银河证券研究院整理

(三) 美元可能回落，日元对美元变动比较敏感

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_45012



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>