

如何理解日本国债和汇率大幅波动？

报告导读/核心观点

近期日债大幅波动收益率突破目标上限，主要源于日央行货币政策稳定性受质疑。主要原因是今年以来日本央行货币政策和全球尤其是发达国家央行大幅背离，发达国家加息后日本央行执行收益率曲线控制所需付出的流动性代价与日俱增，导致市场质疑其当前的宽松的力度难持续。我们认为市场与日本央行对赌难成功，主要原因在于日本当前国内面临的通胀压力较小，日央行进一步执行宽松货币政策的内部约束相对有限。通胀压力也是日本和欧洲核心差异，欧洲受通胀约束货币政策被迫转紧，使得主权债务体系承压，当前欧洲才是全球尾部风险的脆弱缓解。

在日本通胀可控的情况下，预计未来10年日债利率将保持稳定，但30年期日债收益率缺乏收益率曲线控制的支持可能进一步走高，10年30年国债期限利差可能走阔。此外，日债收益率不跟涨的伴生结果是汇率“挨刀”。在日本央行加码宽松的背景下，日元汇率在7月联储货币紧缩力度加码见顶前可能进一步承受下跌压力。

□ 近期日债大幅波动收益率突破目标上限，主要源于日本央行政策稳定性受质疑

近期日本国债市场出现大幅波动，6月15日日本国债期货大幅暴跌，创下2013年以来的最大跌幅。现货市场同样出现一定程度的回撤，日本10年期国债收益率自6月10日突破收益率曲线的控制目标0.25%升至0.26%，6月15日利率进一步上升至0.27%；30年日本国债收益率也进一步上行，6月15日跳升6BP，今年以来上行幅度已接近50BP。我们认为，近期日本国债大幅波动的本质主要源于：2022年以来日本央行货币政策尤其是利率政策与全球央行尤其是美国和欧洲等发达国家央行的大幅背离，货币政策可持续性受到机构交易者质疑。

日本央行独树一帜的货币政策也导致日元承受了较大压力，今年以来日元兑美元贬值幅度已超过15%，2021年至今贬值幅度已接近30%。

□ 日央行货币政策受挑战主要源于其政策和全球尤其是发达国家央行的大幅背离

今年以来日本货币政策在发达国家中一枝独秀。自2021年全球通胀压力持续升温以来，全球央行多数走向紧缩周期，根据彭博统计，2022年以来全球已有60个央行加息。发达国家方面，美联储在2022年3月正式进入加息周期，目前已累计加息150BP；英国央行在2021年12月进入加息周期，目前已加息90BP；根据拉加德的指引，欧央行预计将于2022年7月开启加息并于年内逐步摆脱负利率。

日本方面，仍然坚决保持独立维持高度宽松的货币环境，甚至进一步加码宽松。根据6月货币政策决策，日本央行将短端基准利率继续维持在-0.1%不变；长端继续通过收益率曲线控制将10年期日债利率锚定在0利率附近（波动区间为0.25%，6月10日起10年期日债收益率升破0.25%也是市场机构下注日本央行无法维持现有的宽松政策）。

除此之外，为了对抗市场的博弈情绪，日本央行本周进一步加码量化宽松巩固收益率曲线控制政策。6月14日，日央行临时加码量化宽松，规模总计2.45万亿日元，对剩余期限在1-3年、3-5年、5-10年、10-25年、25年以上的国债分别加码6250亿、6250亿、8000亿、2500亿和1500亿日元的购债规模。

□ 发达国家加息后日本央行执行收益率曲线控制所需付出的流动性代价与日俱增

在日本央行货币政策和全球主流趋势大幅背离的情况下，日本央行要维持现有的收益率曲线控制所需付出的政策代价与日俱增。美、日、德以及欧元区部分资本市场开放国家的主权债券本就处于全球套利交易（Carry Trade）的资金流中，一国加息抬升主权国债利率，都会间接对其他国债利率产生联动的抬升作用，上周四（6月16日）瑞士央行意外加息，继而带动欧元区德债、意债收益率大幅上行便是典型例证。同理，在美欧央行陆续进入加息周期后，日本国债收益率本身就会面临更大的上行压力，在此基础上通过收益率曲线控制维持利率稳定所需付出的流动性代价便会越来越大，全球机构投资者也是在此逻辑基础上下注日央行宽松难以持续。

进入2022年以来，日央行为维持收益率曲线控制而执行的购债规模明显增加，2022年1-5月平均每月增持日本国债3.4万亿日元（折约280亿美元），2021年平均每月

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

抛售规模约 1.2 万亿日元的日本国债(日央行购买日本国债主要是为了收益率曲线控制, 如果收益率无明显上行压力无需购买国债, 量化宽松主要表现为执行 ETF、REITS 和公司债等项目的月度购买计划)。如果考虑临时加码的 2.45 万亿日元购债计划, 6 月购债规模还将进一步提升。在此背景下, 当前日本央行持有的国债规模已达到 538 万亿日元(折近 4 万亿美元), 在日本整体国债中的占比已达到 43%。

□ **市场与日本央行对赌难成功, 主要源于日本通胀压力小货币政策内部约束有限**如上文所述, 与全球央行货币政策的背离导致日本国债收益率面临更大的上行压力, 在此基础上通过收益率曲线控制维持利率稳定所需付出的流动性代价便会越来越大, 全球机构投资者也是在此逻辑基础上下注日央行宽松难以持续。

然而, 我们认为全球机构与日本央行的对赌较难成功, 主要原因在于日本当前国内面临的通胀压力较小, 日央行进一步执行宽松货币政策的内部约束相对有限。与欧、英央行类似, 日本央行同样是盯住通胀的单目标制央行, 通胀目标为 2%。当前日本 CPI 同比增速 2.5%, 核心 CPI 增速 2.1%, 通胀压力远低于美国和欧洲; 考虑到年末能源价格将逐步回落, 当前日本央行对于年末 CPI 的预测为 1.8%-2.0% 区间(区间中值低于政策目标), 核心 CPI 约为 0.8%-1.0% 区间(日本通胀压力较小的原因一方面源于需求不振, 另一方面源于下游制造业较为发达, 详细可参考半年度策略报告《逆转, 新生》)。

□ **通胀压力是日本和欧洲核心差异, 后者受通胀约束货币体系稳定性的风险更大**这也是我们认为本轮全球货币紧缩周期中, 欧洲风险大于日本的根本原因。日本国内通胀压力小, 使得日本央行可以无视国际投资者的质疑, 进一步践行宽松政策, 不会导致国内经济尤其是物价环境的恶化。

欧洲境况则完全不同于日本, 一方面欧盟当前面临较大通胀压力, 导致欧央行被迫转向紧缩抑制通胀, 未来俄乌战争长期延续可能导致其对俄能源制裁和货币紧缩力度加码。另一方面, 意大利等欧洲国家的主权债务稳定性对欧央行的宽松又有较强诉求。欧央行在通胀压力下被迫转向紧缩可能对欧洲多国的主权债务产生挤压。

一是意大利等欧洲债务压力国的国债发行极度依赖欧央行的流动性支持, 量化宽松暂停后国债发行压力将明显增加。欧央行的购债计划在疫情期间成为了欧元区国家尤其是部分债务“压力国”的“唯一买家”(压力国主要指意大利、西班牙、葡萄牙、爱尔兰、希腊五国)。经我们估算, 欧央行在疫情期间的购债对五国债务增量的覆盖率达到 129%。一旦欧央行在 7 月起停止量化宽松, 则以上国家的国债发行压力将明显增加。

二是欧央行进入加息周期, 欧洲债务压力国的利率水平可能进一步提升。欧央行或者美联储的加息均会抬升意大利、西班牙、葡萄牙等国的财政融资成本。对于欧央行而言, 政策利率的调整会直接影响相应区域的债券收益率水平; 对于美联储而言, 联邦基准利率的调整也会通过全球债券的套利交易(CARRY TRADE) 传导抬高欧洲区域的国债收益率。

□ **日本经济增长低迷叠加政府杠杆率高, 政府债务体系对货币政策的依赖度提高**经济增长方面, 在疫情反复、大宗商品价格高企等多重因素的叠加刺激下, 日本当前经济增长仍然低迷, 2022 年 Q1 GDP 增速约为 0.4%, 环比增速-2.1%。从原因来看: 一是当前日本家庭出门消费的意愿羸弱, 2022 年 Q1 日本家庭消费三年复合增速仍是负值, 仅为-1.4%; 二是大宗商品价格的快速上涨也严重压制了日本这一大宗商品进口国的需求, 继而冲击日本企业资本开支, 2022 年 Q1 日本私人企业设备投资三年复合增速同样是负值, 仅为-2.9%; 三是欧美发达国家央行大多进入货币紧缩周期, 利率抬升压制外需继而影响日本出口和企业资本开支。

债务杠杆率方面, 日本当前政府部门杠杆率依然高企, 疫情期间的大规模财政支出叠加经济回落使得政府杠杆率快速膨胀, 截至 2021 年 Q4 达到 224.9% (2020 年 Q1 为 204.5%)。在经济低迷叠加高杠杆率的组合下, 日本的政府债务体系对货币宽松的依赖度持续增强。

□ **市场对赌难成功预计 10 年日债利率仍将保持稳定，但汇率可能代为“挨刀”**

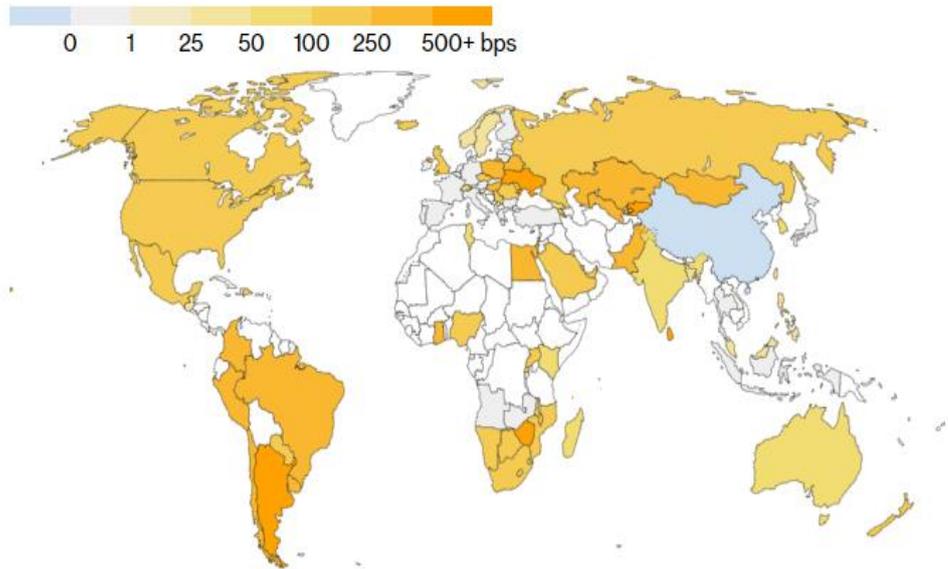
如上文所述，我们认为全球机构与日本央行的对赌较难成功，主要原因在于日本当前的政府债务体系对货币政策有较高依赖度；且当前日本国内面临的通胀压力较小，日央行进一步执行宽松货币政策的内部约束相对有限，展望未来，在日本通胀可控的情况下，我们预计未来日本 10 年期国债收益率预计仍将保持稳定，但 30 年期国债收益率缺乏收益率曲线控制的支持可能进一步走高，10 年 30 年国债期限利差可能走阔。

此外，日债收益率不跟涨的伴生结果是汇率“挨刀”。在日本央行加码宽松的背景下，日元汇率可能进一步承受下跌压力。结合我们对美联储货币政策的判断，淤积 7 月前日元汇率仍将进一步贬值。

风险提示：日本通胀压力超预期；欧洲债务压力风险暴露超预期

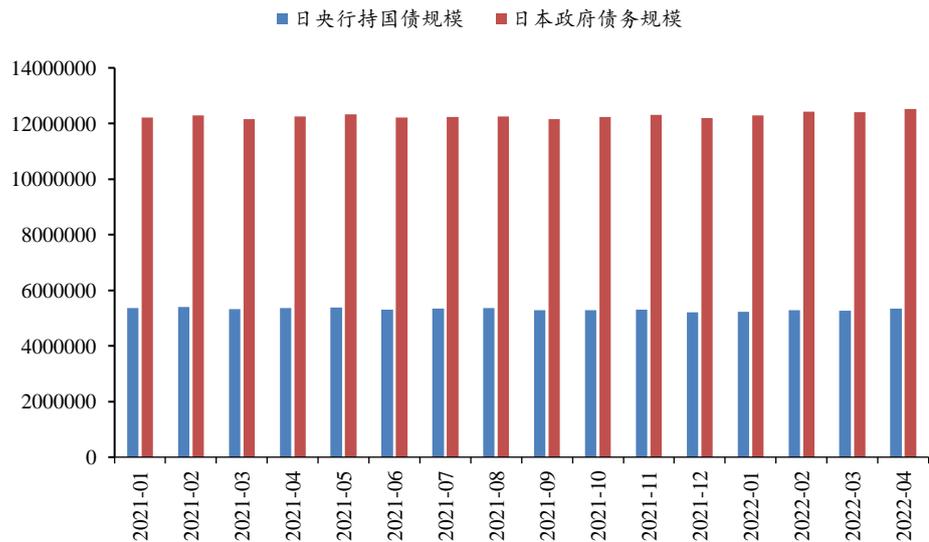
1. 重要图表

图 1：2022 年以来全球超过 60 个央行启动加息



资料来源：Bloomberg, 浙商证券研究所

图 2：日央行持有的国债规模在日本国债总额中占比超 40%（亿日元）



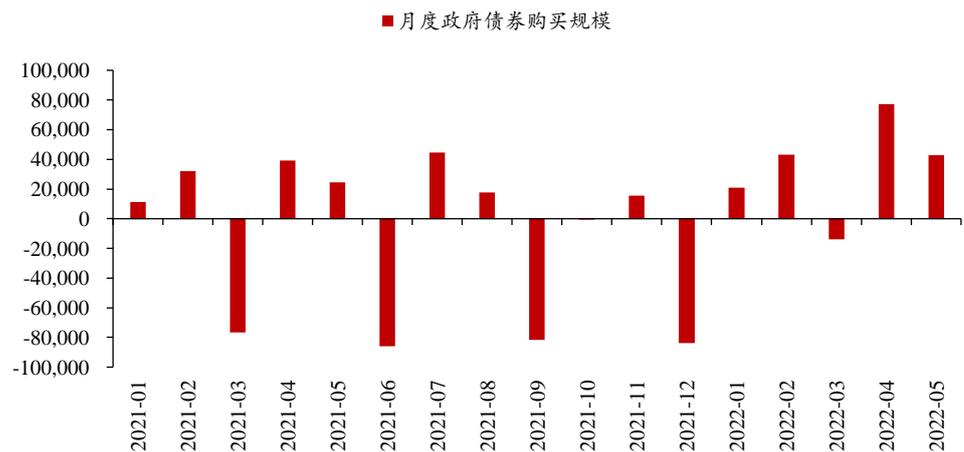
资料来源：Bloomberg, 浙商证券研究所

表 1：日央行加码 2.45 万亿日元的量化宽松规模

	剩余期限	购债规模 (亿日元)
日央行购债规模	1-3 年	6250
	3-5 年	6250
	5-10 年	8000
	10-25 年	2500
	25 年以上	1500

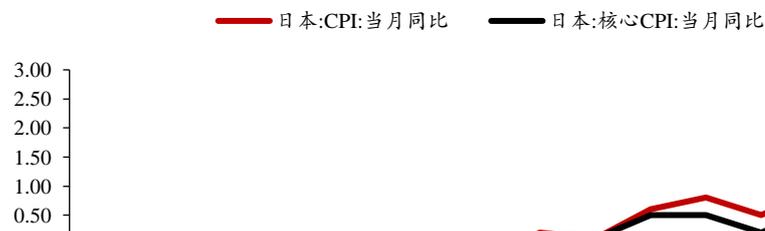
资料来源：日本央行，浙商证券研究所

图 3：2022 年以来，日央行为维持收益率曲线控制而执行的购债规模明显增加 (亿日元)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：日本当前面临的通胀压力有限 (%)



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_43172



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn