

海外风险观察系列之一

宏观专题研究报告

繁荣的顶点？“日债危机”，风险是否被低估？

6 月 15 日，日本国债期货暴跌熔断，引发市场对“日债危机”的担忧。日债期货为何熔断，当下又有哪些值得关注的风险点？本文分析，可供参考。

➤ 一问：为何市场担忧起日本债务问题？基本面恶化，叠加“615”恐慌

日本“615”国债期货暴跌熔断事件，引发了市场对日本债务问题的担忧。6 月 15 日，日本国债期货大幅下跌，并接连在 13 点 54 分、13 点 55 分二度触发大阪证券交易所的熔断机制。截至 7 月 3 日，10 年期日本国债期货的价格已缓慢回升至 149.36，重归 6 月 13 日的价格水平。但这一事件引发了市场对日本当前货币政策的广泛质疑，与“日债危机”全面爆发的担忧。

收紧的外部环境、升温的通胀预期，推动日债收益率持续上行，外资机构的交易行为直接导致日债期货闪崩。发达国家普遍攀升的国债收益率、与近期高企的日本通胀压力，持续推升日本国债收益率，0.25% 的上限目标在日央行的无限量购债下才得以维系。而随着 6 月 17 日日央行会议临近，外资机构开始押注日央行政策转向，大举做空日债期货，导致了日债期货暴跌。

➤ 二问：日本债务问题有多严重？“日债危机”概率不大，但结构性风险仍存

当下，市场最担忧的是日本政府债务风险，较低的外债占比与付息率、充足的外储、内资增持下，短期违约风险不大。1) 日本外债占比仅 14.3%；2) 日本国债多以 0.005%、0.01% 等低息发行，短期付息压力较小；3) 日本外汇储备是短期外债 1.8 倍；4) 险资等内资机构仍在增持日债。然而，利率上升加剧的偿债压力、贸易逆差对外储的侵蚀，均是值得关注的中期风险。

居民部门债务相对稳定，但通胀对实际购买力的持续侵蚀，或会加剧中低收入群体的违约风险；企业部门，中小企业的困境同样值得关注。1) 日本居民债务短期风险不大。然而，输入型通胀下，中低收入群体实际购买力受持续侵蚀，潜在违约风险值得关注；2) 随着 9 月日央行贷款支持计划期限临近、小型企业财务状况恶化，一旦政策收紧，中小企业违约风险或将抬升。

➤ 三问：值得关注的潜在风险点？金融市场波动的加剧，日元贬值的次生影响

日央行的持续宽松，虽然在短期缓解了日债崩盘风险，但大量持债使其更易受金融市场波动影响；对 MMT 过度践行，也积蓄了金融体系的不稳定性。当下日央行资产中 73% 为政府债券，19% 为股权类资产。日本国债和股指波动率的攀升，正直接冲击日央行资产端的稳定性。同时，日央行已直接持有已发行国债的 50%，对 MMT 的过度践行，或使日元、日债失去定价锚。

外部冲击下，日本金融市场的波动与日元贬值的次生冲击也值得关注。外向型经济的日本，能源结构高度依赖油气资源。原油价格上涨、叠加日元的贬值，带来日本贸易条件与国际收支的恶化。5 月，日本已连续 10 个月贸易逆差。持续恶化的贸易环境、与空头力量的走强，正进一步加剧了日元贬值压力，并向其他市场溢出。这或将引发部分外债占比较高国家的次生风险。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、日央行政策转向超预期

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

内容目录

一、周度专题：繁荣的顶点？“日债危机”，风险是否被低估？	4
1.1、为什么市场担忧起日本债务问题？基本面恶化，叠加“615事件”的恐慌	4
1.2、日本债务问题有多严重？国债违约概率不大，结构性风险仍存	6
1.3、值得关注的风险点？金融市场波动加剧，日元贬值的次生影响	9
二、数据跟踪：“衰退”交易再升温，股市、商品多数下跌	12
2.1、权益市场追踪：“衰退”交易升温，全球股市普遍下跌	12
2.2、债券市场追踪：发达国家10年期国债收益率多数回落	14
2.3、外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元小幅贬值	15
2.4、大宗商品市场追踪：黑色、有色金属价格分化	16

图表目录

图表 1：6月15日，日本国债期货熔断	4
图表 2：日本国债期货熔断触发条件	4
图表 3：发达国家国债收益率普遍上行	5
图表 4：日本通货膨胀率升至2.5%	5
图表 5：日元兑美元一路贬值，长期处于黑田线以上	5
图表 6：日本央行大举购债以实现收益率曲线控制	5
图表 7：OIS掉期率反映日央行加息概率大幅上升	5
图表 8：外资近期大举做空日本国债期货	5
图表 9：日本当前政府债务杠杆率全球第一	6
图表 10：日本国债以内债为主，外债占比较低	6
图表 11：日本国债的息票利率区间分布	6
图表 12：日本付息国债的到期年限分布	6
图表 13：日本短期外债与外汇储备比例	7
图表 14：近期日本贸易持续逆差正侵蚀着外汇储备	7
图表 15：2021年底日本政府债国内持有人结构	7
图表 16：日本大型保险机构多为政府或大财阀控股	7
图表 17：2020年以来日本保险业不断增持国内政府债	7
图表 18：日本养老金持有日债占比约25%	7
图表 19：日本居民杠杆率处于世界平均水平	8
图表 20：日本储蓄率同样处于世界平均水平	8
图表 21：日本家庭实际工资增速低于名义工资增速	8
图表 22：日本小企业员工工资上升更为缓慢	8
图表 23：日本非金融企业杠杆率相对较高	9
图表 24：日本企业债务主要源自银行信贷	9

图表 25: 近期日本小型企业财务状况恶化更为明显.....	9
图表 26: 线下企业违约风险较 2020 年显著提升.....	9
图表 27: 日本央行资产结构.....	10
图表 28: 日本债券和股指波动率近期快速攀升.....	10
图表 29: 日央行持债规模不断扩大.....	10
图表 30: 近期日央行货币政策不确定性迅速提高.....	10
图表 31: 日本贸易依存度较高.....	10
图表 32: 日本能源结构高度依赖油气.....	10
图表 33: 原油价格暴涨恶化了日本的贸易条件.....	11
图表 34: 能源价格高涨进一步扩大了贸易逆差.....	11
图表 35: 做空日元的力量仍在走强.....	11
图表 36: 3 月 4 日来部分亚洲经济体兑美元贬值幅度.....	11
图表 37: 新兴经济体债务风险.....	12
图表 38: 本周, 发达国家股指普遍下跌.....	13
图表 39: 本周, 新兴市场股指多数下跌.....	13
图表 40: 本周, 美股行业多数下跌.....	13
图表 41: 本周, 欧元区行业多数下跌.....	13
图表 42: 本周, 恒生指数小幅上涨.....	14
图表 43: 本周, 恒生行业多数下跌.....	14
图表 44: 主要发达国家 10Y 国债收益率多数下行.....	14
图表 45: 本周, 美德 10Y 利率下行, 英国上行.....	14
图表 46: 新兴市场国家 10 年期国债收益率走势分化.....	15
图表 47: 本周, 土耳其、巴西 10 年期国债收益率上行.....	15
图表 48: 本周, 美元指数走强.....	15
图表 49: 本周, 欧元、英镑、日元兑美元贬值.....	15
图表 50: 本周, 主要新兴市场兑美元多数贬值.....	15
图表 51: 本周, 土耳其里拉兑美元升值、雷亚尔贬值.....	15
图表 52: 本周, 主要发达国家兑人民币普遍贬值.....	16
图表 53: 本周, 美元兑人民币升值.....	16
图表 54: 本周, 大宗商品价格走势分化.....	16
图表 55: 本周, 布伦特原油、WTI 原油价格震荡走平.....	17
图表 56: 本周, 焦煤、动力煤价格上涨.....	17
图表 57: 本周, 铜铝价格共振下跌.....	17
图表 58: 本周, 铜价下跌, 通胀预期回落.....	17
图表 59: 本周, 黄价小幅下跌, 银价大幅下跌.....	17
图表 60: 本周, 黄金价格下跌, 美债实际收益率回落.....	17

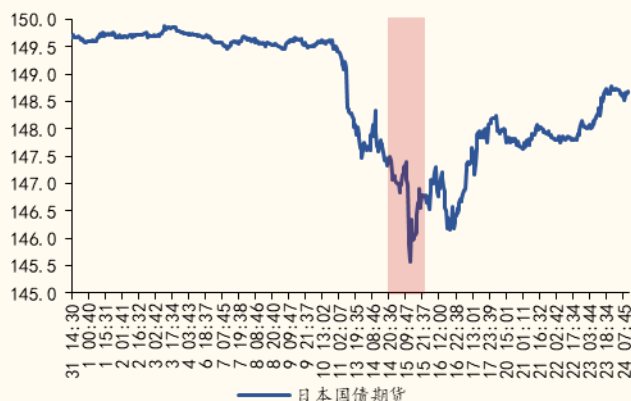
一、周度专题：繁荣的顶点？“日债危机”，风险是否被低估？

6月15日，日本国债期货暴跌熔断，引发市场对“日债危机”的担忧。日债期货为何熔断，当下日本又有哪些值得关注的潜在风险点？本文分析，可供参考。

1.1、为什么市场担忧起日本债务问题？基本面恶化，叠加“615事件”的恐慌

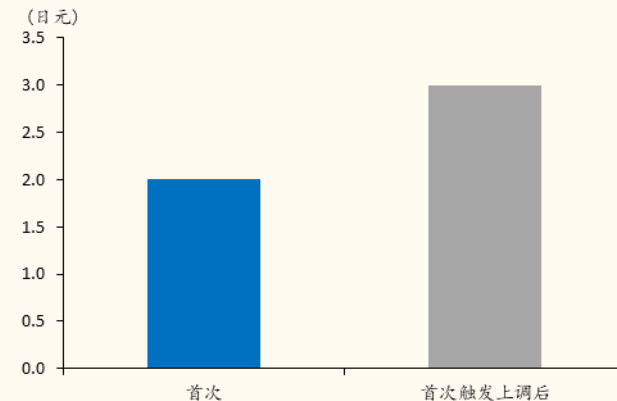
日本“615”国债期货暴跌熔断事件，引发了市场对日本债务问题的担忧。6月15日，日债期货大幅下跌，并接连在13点54分、13点55分，二度触发大阪证券交易所的熔断机制。按照日本交易所集团的机制设计，国债期货类产品熔断触发需要价格单边波幅达2日元。当日，日本7-10年期国债期货一度暴跌2.01日元，创2013年以来最大单日跌幅。随后6月17日，日央行仍坚持维持当前超宽松货币政策，以0.25%的固定收益率无限制购债。但该事件引发了市场对日本当前货币政策的广泛质疑，与对“日债危机”全面爆发的担忧。

图表 1：6月15日，日本国债期货熔断



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 2：日本国债期货熔断触发条件



来源：Japan Exchange Group，国金证券研究所

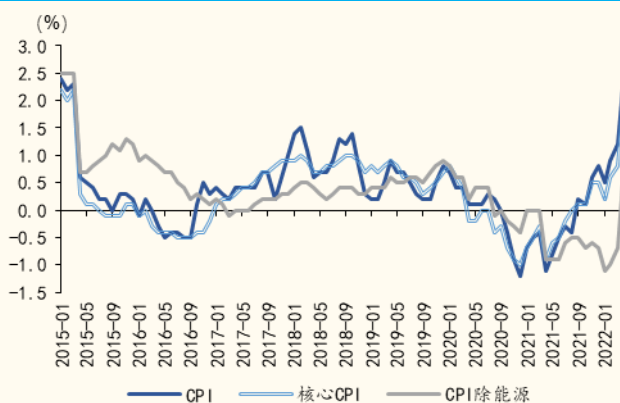
收紧的外部环境、与升温的通胀预期推动日债利率持续上行，0.25%的上限目标在日央行无限量购债之下才得以维系。近期，内外力量均在推动日债利率攀升。一方面，发达国家央行多数收紧，快速攀升的欧美国债利率在套利机制下，使日债收益率也面临上行压力；另一方面，日元持续贬值、叠加油价高企，导致日本输入型通胀压力迅速抬升，也带动利率的上行。为了维持对收益率曲线的控制，日央行在近4个月显著提高了购债规模，累积购债高达6.4万亿日元。

图表 3：发达国家国债收益率普遍上行



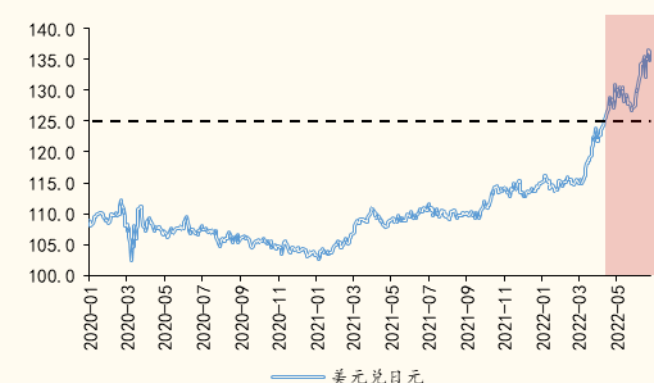
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：日本通货膨胀率升至 2.5%



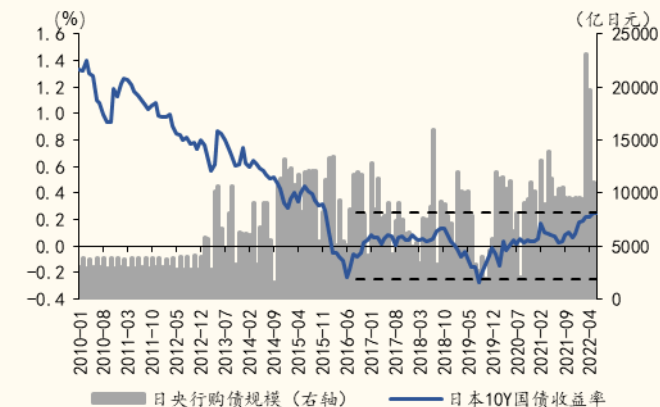
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 5：日元兑美元一路贬值，长期处于黑田线以上



来源：Wind，国金证券研究所

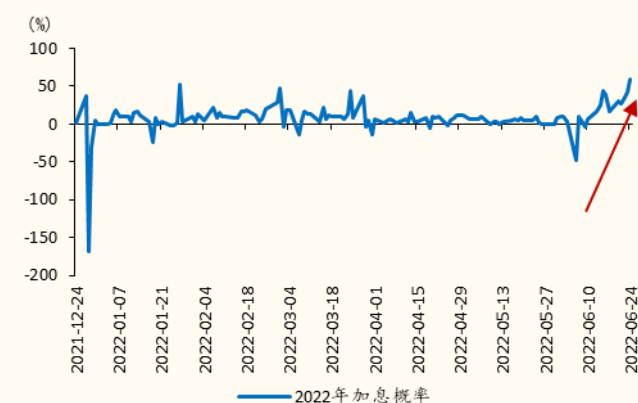
图表 6：日本央行大举购债以实现收益率曲线控制



来源：Bloomberg，Wind，国金证券研究所

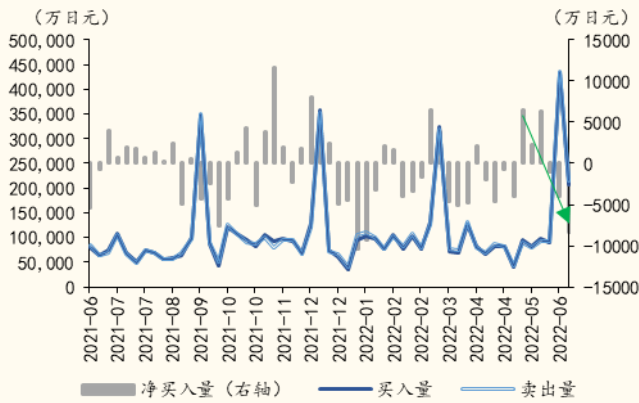
外资机构的交易行为，则在期货市场直接刺破了这一上限。随着 6 月 17 日日央行议息会议的临近，外资机构开始押注日央行的政策转向。从 OIS 掉期率来看，通胀的持续上行、日元的大幅贬值，使得近期市场对今年日央行加息的预期快速升温，从 6 月 12 日的 5.6% 迅速上升至 15 日的 42.9%。这一背景下，外资机构避开现货市场直接交锋，大举做空日债期货，最终导致日债期货暴跌。

图表 7：OIS 掉期率反映日央行加息概率大幅上升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 8：外资近期大举做空日本国债期货



来源：Wind，国金证券研究所

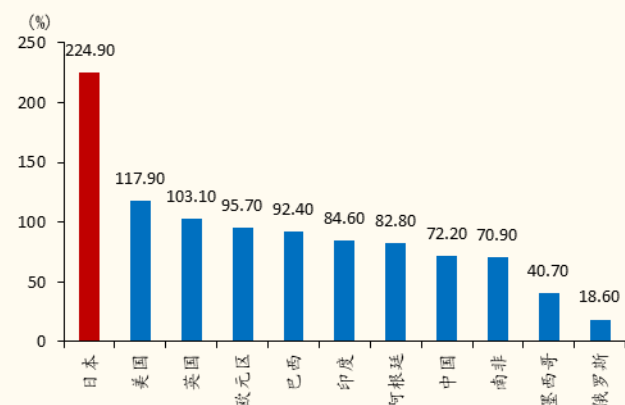
1.2、日本债务问题有多严重？国债违约概率不大，结构性风险仍存

当下市场最担忧的是日本政府债务风险，从外债比例、短期还本付息压力等指标来看，日债短期违约风险不大；但国债利率一旦失控，偿债压力或快速抬升。

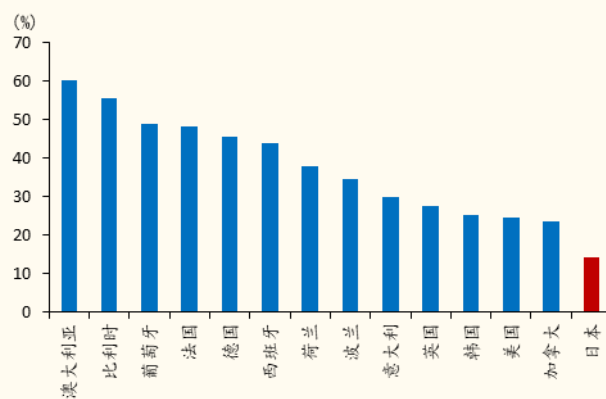
政府部门来看，当下日本政府杠杆率高居全球第一，但外债占比较低，短期付息压力较小。截至 2021 年 12 月，日本政府债务/GDP 高达 224.9%，政府杠杆率高居全球第一。短期来看，日本国债利息偿付压力不大。1) 日本国债以内债为主，外债占比仅 14.3%；2) 日本国债多以 0.005% 和 0.01% 等低票息率发行，当前付息压力较小。然而，当下日本有 110 万亿日元国债将在 1 年内到期，一旦日债利率失控，偿债压力将迅速抬升。根据日本财务省测算，如日债收益率飙升至 3.3%，展期后日本政府 2025 年的偿债成本或将高达 36.3 万亿日元。

图表 9：日本当前政府债务杠杆率全球第一

图表 10：日本国债以内债为主，外债占比较低



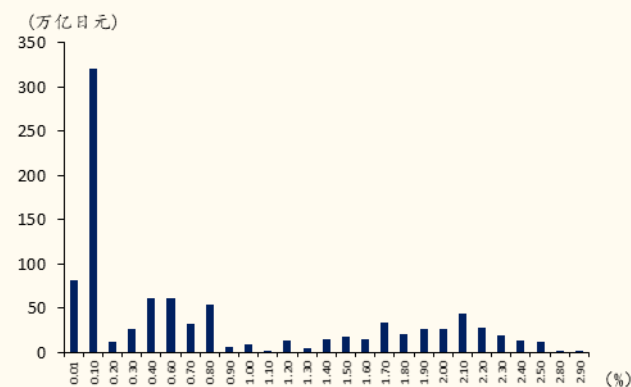
来源：Wind，国金证券研究所



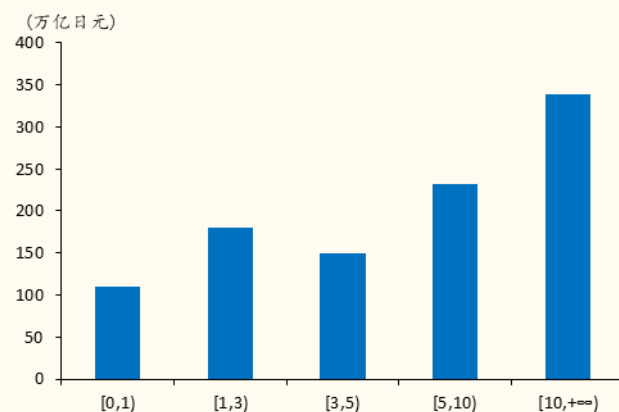
来源：Bloomberg, ECB, Fed, RBA, BoK，国金证券研究所

图表 11：日本国债的息票利率区间分布

图表 12：日本付息国债的到期年限分布



来源：Bloomberg，国金证券研究所



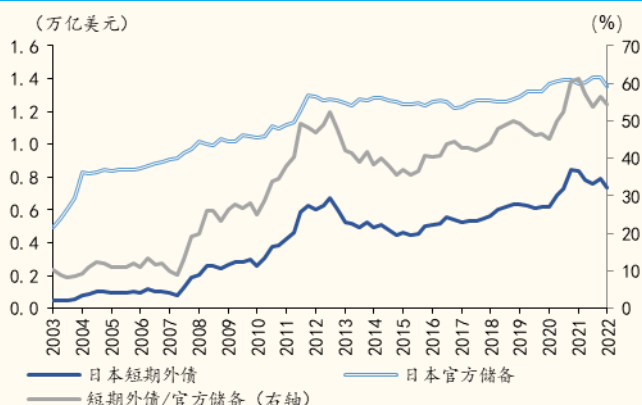
来源：Bloomberg, Wind，国金证券研究所

与此同时，日本外汇储备、海外资产充足，短期违约概率不高；但持续的贸易逆差对外汇储备的侵蚀，正带来日本外部脆弱性的上升。当下，日本拥有 1.2 万亿美元的外汇储备，高居全球第二；同时，日本持有全球第一的国际投资净头寸，达 3.46 万亿美元。这足以支撑当前日本 0.74 万亿美元短期外债¹的偿付。然而，近期日本贸易持续逆差，正对外汇储备形成显著侵蚀，2021 年 8 月以来，日本外汇储备规模已减少 946.33 亿美元。如国际收支持续恶化，外汇储备对短期外债的覆盖率也将快速下降，带来日本外部脆弱性的上升，加剧违约风险。²

¹ 日本国债均以日元为计价货币发行。当前日本外储对短期外债覆盖率约 1.8 倍，高于 1.0 的警示值，但相较世界均值 3.0 倍较低。

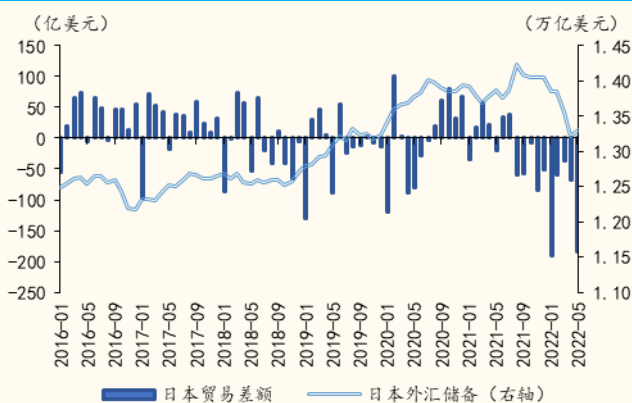
² 经测算，如果日本贸易赤字持续维持 5 月的规模，日本外储对短期外债覆盖率或在 2 年内下降至 1.0 的风险位。

图表 13: 日本短期外债与外汇储备比例



来源: Wind, 国金证券研究所

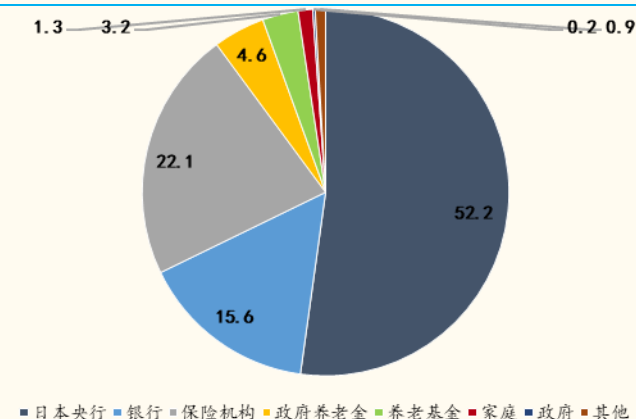
图表 14: 近期日本贸易持续逆差正侵蚀着外汇储备



来源: Wind, 国金证券研究所

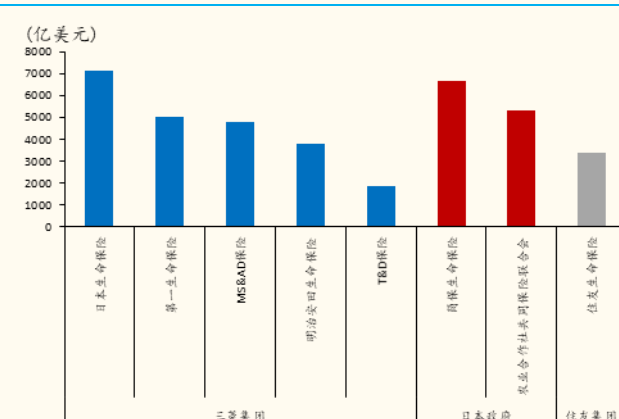
此外, 尽管外资力量在抛售做空, 但仍在增持的险资、养老金等内资机构可以缓解抛压, 避免日债收益率过快上行。除日本央行外, 险资、银行、养老金是日本国债的主要持有方, 合计占比 38.9%, 远高于外资的 14.3%。这类机构投资者, 多隶属于三菱、住友等财阀, 或直接隶属于日本政府, 其交易逻辑区别于欧美金融机构。2022 年以来, 外资抛压下, 日本险资仍增持了 2.8 万亿日元日债, 并表达了继续增持意愿, 一定程度上降低了日债收益率过快上行的风险。而日央行转向过程中, 对国债利率上限的逐步放开, 也可以缓释日债暴跌风险。

图表 15: 2021 年底日本政府债国内持有人结构



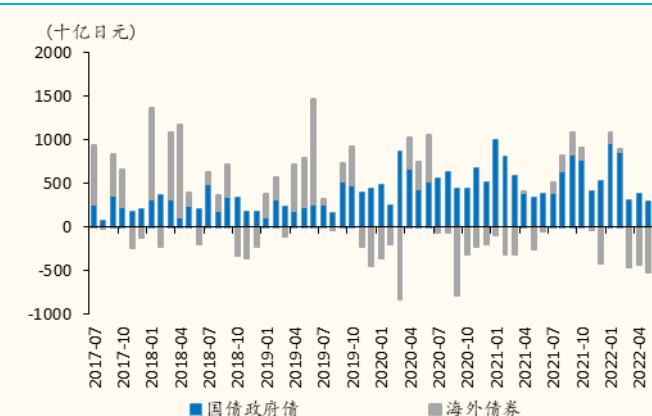
来源: BoJ, 国金证券研究所

图表 16: 日本大型保险机构多为政府或大财阀控股



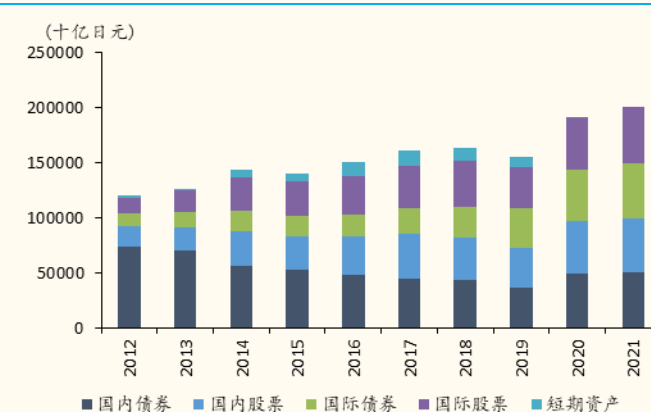
来源: Bloomberg, Wind, 公司官网, 国金证券研究所

图表 17: 2020 年以来日本保险业不断增持国内政府债



来源: JSDA, Bloomberg, 国金证券研究所

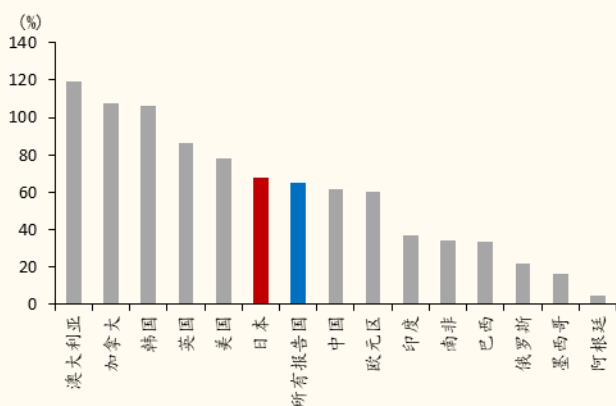
图表 18: 日本养老金持有日债占比约 25%



来源: GPIF, 国金证券研究所

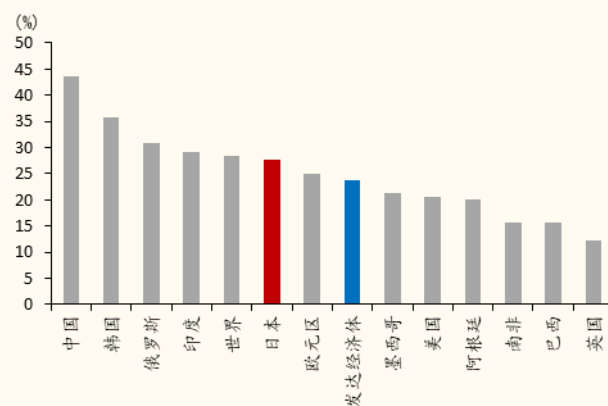
居民部门来看，当前日本居民杠杆率整体不高，且相对稳定；但输入型通胀压力下，中低收入群体实际购买力或将受到一定侵蚀。截至 2021 年，日本居民部门杠杆率为 67.6%，略低于发达国家平均水平；储蓄率为 27.8%，略高于发达国家平均水平。宏观维度而言，相对稳定的居民债务，大规模违约风险不大。然而，输入型通胀下，居民实际购买力正受到持续侵蚀。2 月以来，日本家庭实际收入与名义收入开始出现分化，小企业员工工资增速更低；而支出方面，2 月东京都无业家庭消费支出同比增长 8.8%，显著高于所有家庭的 2.2%。

图表 19：日本居民杠杆率处于世界平均水平



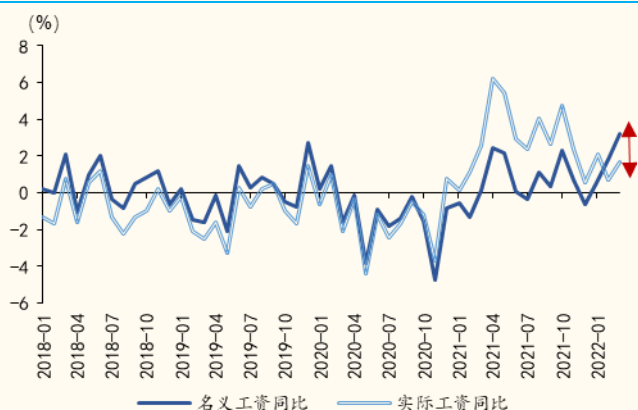
来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：日本储蓄率同样处于世界平均水平



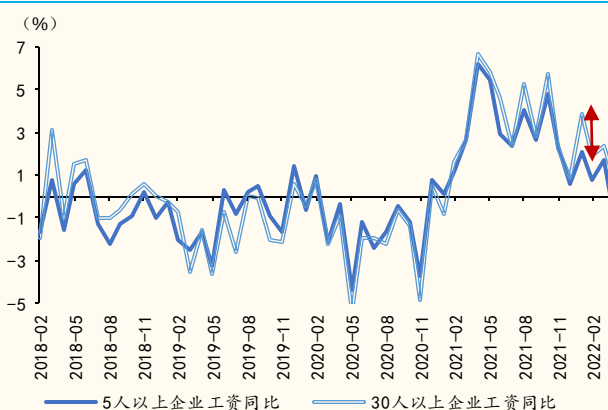
来源：Wind，国金证券研究所

图表 21：日本家庭实际工资增速低于名义工资增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 22：日本小企业员工工资上升更为缓慢



来源：Wind，国金证券研究所

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_43516

