

# 日元大幅贬值，需要关注什么？

## 宏观利率周报（2022-07-03）

日元大幅贬值，后续大概率继续贬值，一方面，美日货币政策分化是诱因；另一方面，延续安倍经济学逻辑的日本央行有意无意间也接受贬值的结果。

日元贬值，是否会进一步引发全球金融市场和金融格局的变化？

联储加息以来，全球主要经济体货币政策和金融条件发生剧烈变化，日元贬值是这一变化的一个缩影。

目前联储加息和日元贬值引发新兴市场经济体竞争性贬值的可能性存在，但还不算高。

但是后续还是需要关注全球金融环境的进一步变化。

对于国内市场，今年外围环境波云诡谲，但是国内市场在央行的呵护下波澜不惊，国内债市走出不同于全球市场的独立行情，这一独立行情，是否还能延续，市场不乏隐忧。

对此，我们在保持外围关注的同时，也需要进一步认识我国经济与货币政策的独立性所在。

一方面，不同于日元是可自由兑换货币，我国实现的是有管理的浮动汇率制度。

另一方面，不同于其他新兴市场经济体，我国国内信用基础牢固，整体经济的外债依存度低，在有管理的浮动汇率制度安排下，能够较好的抵御外部冲击，维持央行货币政策的独立性。

当然，外有变化，内有压力，人民币继续适度贬值并不算坏事。对于国内债市，贬值环境也并非压力，建议市场合理评估外围环境变化与影响。

回到国内因素，虽然政策持续在做增量，但是总体力度仍然有限，因此半年末之后，7月债市虽然还是看调整，但调整幅度有限，还是窄幅波动格局，利率上限大概率很难轻易突破。

**风险提示：**全球经济放缓超预期、全球贸易增速放缓超预期、国内疫情发展超预期、美元与人民币汇率调整超预期。

### 作者

孙彬彬 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090003  
sunbinbin@tfzq.com

廖翊杰 联系人  
liaoyijie@tfzq.com

### 近期报告

- 《固定收益：康医转债，产业链一体化医疗器械供应商-申购建议：积极参与申购》2022-07-01
- 《固定收益：经济弱复苏，6月数据怎么看？-固收数据预测专题》2022-07-01
- 《固定收益：博22转债，新型土木工程材料供应商的龙头-申购建议：积极参与申购》2022-07-01

## 内容目录

1. 日元大幅贬值，需要关注什么？	5
1.1. 日元为何贬值？	5
1.2. 日央行如何看待日元贬值？	6
1.3. 日元是否还会持续贬值？	8
1.4. 日元贬值如何影响国际环境？	9
1.5. 小结：国内债市需要注意什么？	13
2. 市场点评与展望	14
2.1. 市场点评：资金面整体均衡，长债收益率震荡上行	14
3. 一级市场	14
4. 二级市场	15
5. 资金利率	16
6. 实体观察	17
6.1. 22年6月PMI点评：经济回升斜率有限，货币政策维持宽松	17
7. 国债期货：国债期货全线下跌	20
8. 利率互换：利率全线上行	20
9. 外汇走势：美元指数震荡	20
10. 大宗商品：原油价格回落	21
11. 海外债市：欧美债收益率回落	22

## 图表目录

图 1：美元指数与美元兑日元	5
图 2：美日国债走势和利差（%）	6
图 3：美日利差与美元兑日元（%）	6
图 4：日本贸易差额（十亿日元）	7
图 5：日本实际 GDP（十亿日元）	7
图 6：日本进出口同比（%）	7
图 7：日本 CPI（%）	7
图 8：美日利差与美元兑日元-2（%）	8
图 9：美国工资增速（%）	8
图 10：国际油价与隐含通胀预期（%）	8
图 11：美元指数与美元兑日元（%）	9
图 12：联邦基金利率与美元兑日元（%）	10
图 13：美元兑日元与国际油价（美元/桶）	10
图 14：日本国际贸易差额（十亿日元）	10
图 15：全球货物出口增速（%）	10
图 16：政府部门杠杆率（%）	10
图 17：各国短期外债占总储备比重（%）	10
图 18：美元兑日元与美元兑泰铢	11

图 19: 美元兑日元与美元兑菲律宾比索 .....	11
图 20: 名义美元指数 .....	11
图 21: 德意利差 (%) .....	11
图 22: 疫情后亚洲主要股指涨跌幅与美元兑日元 (%) .....	12
图 23: 1998 年亚洲金融危机前后亚洲主要股指涨跌幅与美元兑日元 (%) .....	12
图 26: 美元兑日元与美元兑人民币 .....	13
图 27: 央行信用基础 (亿元) .....	13
图 28: 10 年期国债收益率上行 1BP 至 2.80% .....	15
图 29: 10 年国开债收益率上行 1BP 至 3.01% .....	15
图 30: 1 年与 10 年国债期限利差扩大 5BP 至 83BP .....	15
图 31: 1 年与 10 年国开债期限利差扩大 4BP 至 98BP .....	15
图 32: 银行间国债日均成交 1602 亿元 .....	16
图 33: 银行间金融债日均成交 4840 亿元 .....	16
图 34: 银行间存款类机构质押式回购规模 .....	16
图 35: 上证所新质押式国债回购规模 .....	16
图 36: CNH Hibor 利率日度变化 .....	17
图 37: CNH Hibor 利率与 DR007 利率变化对比 .....	17
图 38: PMI 指数 .....	18
图 39: PMI 供货商配送时间 .....	18
图 40: PMI 大中小企业指数 .....	18
图 41: PMI 供货商配送时间 .....	18
图 42: 非制造业 PMI 商务活动 .....	19
图 43: 非制造业 PMI:建筑业 .....	19
图 44: 人民币对美元汇率 .....	20
图 45: 美元指数 .....	20
图 46: 美元兑人民币 NDF 和 CNH .....	21
图 47: 美元与主要货币汇率 .....	21
图 48: 大宗商品价格指数 .....	21
图 49: 原油价格 .....	21
图 50: 铜和铝价格 .....	21
图 51: Mylpic 铁矿石价格指数 .....	21
图 52: 大豆现货价格和期货价格 .....	22
图 53: 天然橡胶期货价格 .....	22
图 54: 美国 10 年期国债收益率 .....	22
图 55: 德国 10 年期国债收益率 .....	22
图 56: 意大利 10 年期国债收益率 .....	22
图 57: 日本 10 年期国债收益率 .....	22
表 1: 下周已披露发行计划利率债概况 .....	14
表 2: 银行间市场质押式回购利率周变化 .....	16
表 3: 上证所新质押式国债回购利率周变化 .....	17

表 4: 香港 CNH Hibor 利率周变化 .....	17
表 5: 未来一个月公开市场到期情况 (亿元) .....	17
表 6: 国债期货一周主要数据变动 .....	20
表 7: 银行间回购定盘利率互换一周数据变动 .....	20

## 1. 日元大幅贬值，需要关注什么？

### 1.1. 日元为何贬值？

复盘来看，引发日元贬值的是联储加速正常化。

本轮日元贬值始于 2021 年 9 月 22 日联储议息会议，会后鲍威尔宣布即将开始 TAPER<sup>1</sup>，加速于 2022 年 3 月 3 日，鲍威尔明确表示将在 3 月议息会议上加息 25 个基点，且未来不排除进一步加速紧缩的可能<sup>2</sup>。

推动日元加速贬值的核心因素是日央行宽松货币政策选择与贬值意愿。

开启市场交易日元趋势性贬值的事件，一是 3 月 17 日日央行黑田行长在接受国会议员询问时表示，“日元当前的贬值是日央行愿意看到的<sup>3</sup>”；二是 3 月 28 日日央行宣布将按照固定利率无限量购买十年日债<sup>4</sup>。

因为日美政策选择不同，2022 年 3 月以来，美元兑日元的变化趋势与美日利差的变化趋势基本一致，资金套利驱动日元贬值的迹象明显。在此过程中，日央行至少是接受日元贬值。

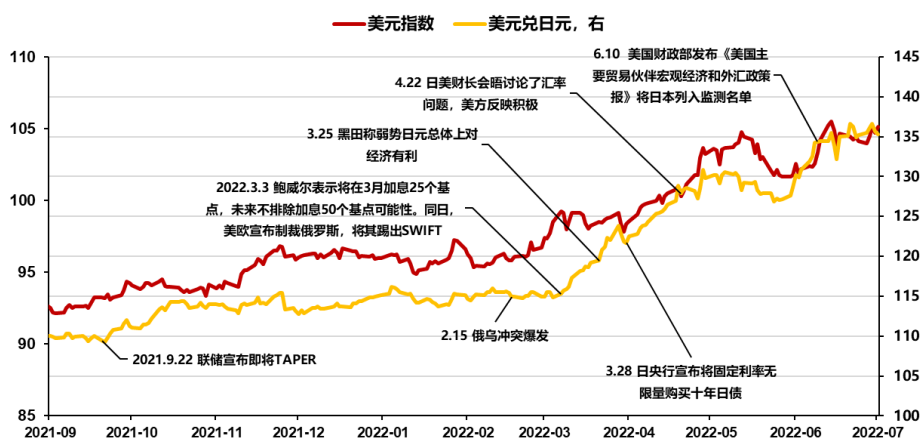
当然，美国的默许态度也是日元能够快速贬值的关键。

2022 年 4 月 22 日，日美财长曾举行会谈讨论协同干预汇率问题<sup>5</sup>，当时美国对日元贬值表示出了积极态度，并未出面干预。

2022 年 6 月 11 日，美国财政部发布《美国主要贸易伙伴宏观经济和外汇政策报告》<sup>6</sup>，报告没有将日本列为汇率操纵国，但是把日本列入监测名单。报告在评价日本的外汇业务时表示，没有发现日本进行外汇干预，其“坚定的期望”是，干预应仅用于“经过适当事先协商的非常特殊的情况”。报告发布后，美元兑日元基本稳定在 135 左右水平，我们推测日央行或对汇市有所干预。

整体而言，本轮日元贬值的导火索是联储加速正常化，但决定日元贬值的主要原因还是日央行的宽松立场与贬值意愿。过程中，美国总体持默许态度。

图 1：美元指数与美元兑日元



资料来源：WIND、天风证券研究所

<sup>1</sup> <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20210922.pdf>

<sup>2</sup> <https://news.sina.com.cn/w/2022-03-04/doc-imcwipih6518431.shtml>

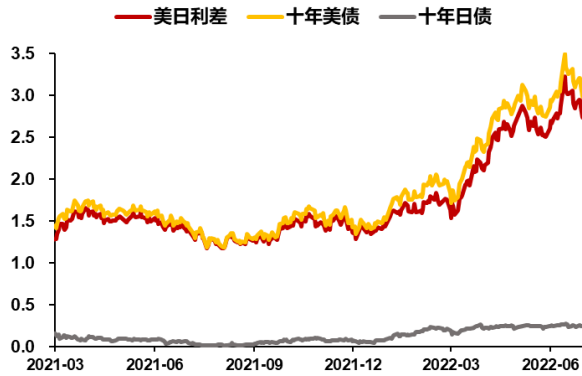
<sup>3</sup> [https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2022-03-25/doc-imcwipii0530606.shtml?finpagefr=p\\_115](https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2022-03-25/doc-imcwipii0530606.shtml?finpagefr=p_115)

<sup>4</sup> [https://finance.sina.com.cn/money/forex/forexroll/2022-03-28/doc-imcwipii1028418.shtml?finpagefr=p\\_115](https://finance.sina.com.cn/money/forex/forexroll/2022-03-28/doc-imcwipii1028418.shtml?finpagefr=p_115)

<sup>5</sup> <https://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2022-04-22/doc-imcwist3383172.shtml>

<sup>6</sup> <https://www.yicai.com/news/101440806.html>

图 2：美日国债走势和利差（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 3：美日利差与美元兑日元（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

## 1.2. 日央行如何看待日元贬值？

如前所述，日元贬值主要是日央行有意为之的结果。

3月25日，黑田东彦在国会发表讲话时表示<sup>7</sup>，“弱势日元总体上对经济有利”。4月29日，黑田东彦重申“日元贬值在总体上是有益的<sup>8</sup>”。

日央行推动日元贬值，主要原因还是日本经济基本面疲软，且仍未摆脱通缩风险。

2022年6月6日，日央行行长黑田东彦明确表示<sup>9</sup>，“日央行有必要持续实施积极的宽松货币政策，主要有三方面原因，一是日本经济仍处在疫情后的复苏阶段，……实际GDP仍未恢复至疫情前水平，就业与收入状况仍相对疲软。二是日本是大宗商品进口国，近期国际大宗商品价格上涨，导致了日本贸易条件的恶化……有必要通过继续实施货币宽松来减轻这种负面影响。三是2%的价格稳定目标需要以可持续和稳定的方式实现。当前物价同比增速的快速上涨，主要反映了去年同期通信费用的大幅下调，这一影响正在逐步消退。剔除新鲜食品与能源后，CPI同比增长仅为0.8%，这表明除能源和食品外，日本当前并未出现广泛的价格上涨压力。……CPI通胀率暂时突破2%不意味着实现了2%的价格稳定目标，希望看到在整个商业周期中通胀率平均为2%的情况。”

4月21日，IMF亚太部门副主管Sanjaya Panth表示<sup>10</sup>，“迄今为止我们所看到的日元走势是由基本面推动的，目前外汇市场还没有出现无序的市场状况。”

历史经验表明，日元贬值有利于提振出口，促进制造业生产回归，促进长期经济增长。

2022年6月2日，日央行政策委员会委员足立诚司表示<sup>11</sup>，“日元自2013年以来升值的逆转可能具有鼓励日本制造商将生产基地迁回国内的效果。我认为，在考虑日本未来的经济增长时，包括日本企业在生产基地和其他业务设施的位置方面，在建立企业存在方面的这些发展具有重要意义。无论如何，在研究汇率对经济活动和价格的影响时，我认为重要的是不仅要考虑狭义上的短期影响，而且要有长远的眼光。”

而且对日本央行而言，因为已经实施了定量与定性定量宽松（QQE），日央行在传统货币政策方面已经没有什么空间，汇率工具是日央行当前能够使用的工具之一。

<sup>7</sup> <https://cj.sina.com.cn/articles/view/1704103183/65928d0f02002qbyo>

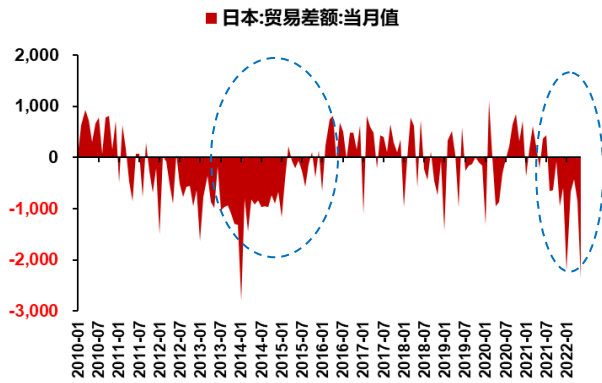
<sup>8</sup> <https://www.jiemian.com/article/7402320.html>

<sup>9</sup> [https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen\\_2022/ko220606a.htm/](https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2022/ko220606a.htm/)

<sup>10</sup> <https://usstock.jrj.com.cn/2022/04/21232736423316.shtml>

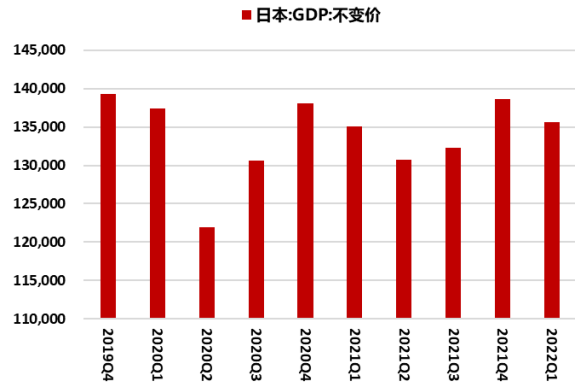
<sup>11</sup> [https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen\\_2022/ko220609a.htm/](https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2022/ko220609a.htm/)

图 4：日本贸易差额（十亿日元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 5：日本实际 GDP（十亿日元）

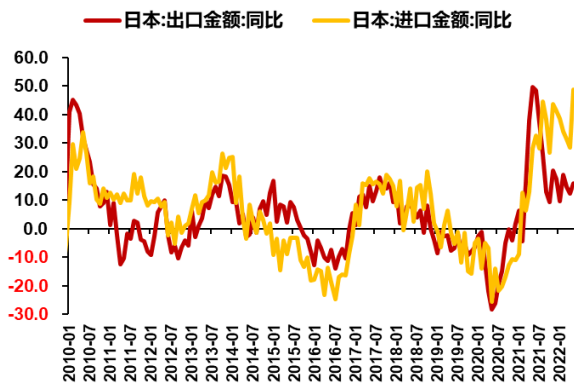


资料来源：WIND、天风证券研究所

日元快速贬值后，一方面，确实起到了稳定出口增速的效果。

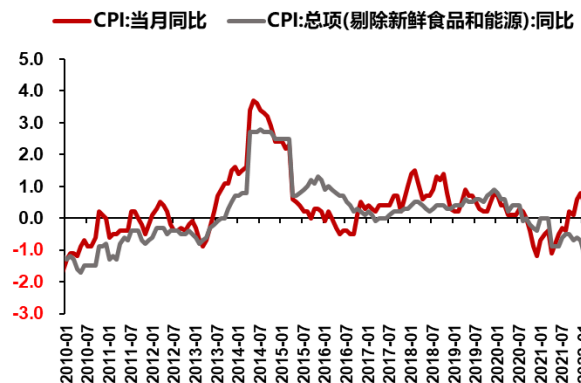
但另一方面，日本高度依赖能源与粮食进口，在全球大宗商品价格快速上涨的背景下，日元加速贬值也扩大了日本贸易逆差，加了输入性通胀压力。过去两个月日本国内通胀破 2%，但剔除新鲜食品与能源后，CPI 同比增长仅为 0.8%，这表明日本当前通胀压力主要来源于输入性因素。

图 6：日本进出口同比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 7：日本 CPI（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

因此近期日央行对日元快速贬值的态度也有所调整。

6 月 18 日，日央行黑田行长罕见评论汇率称<sup>12</sup>，“日元近期快速贬值“不利”日本经济。日元汇率波动应稳定，反映经济和金融基本面。日本央行需要密切观察汇率市场走势”。

目前看来，日本央行不会放弃宽松立场，但日元继续快速贬值确实也会造成制约和困扰。站在日央行角度，当前希望看到的是日元较为平缓的温和贬值。

<sup>12</sup> <http://japan.people.com.cn/n1/2022/0620/c35421-32450633.html>



### 1.3. 日元是否还会持续贬值？

历史来看，资金套利推动的利差交易，确实是影响日元汇率的重要基本面因素。

但历史上也不乏日元脱离美日利差趋势性贬值的案例，例如，1995年4月日本经济泡沫后日元贬值，1997年7月泰铢放弃盯住美元后日元加速贬值，2000年11月日本经济连续下滑后加速贬值，以及2014年7月安倍经济学推动日元继续加速贬值。说明日元汇率的决定性因素还是日央行。

当然，美国态度也是日元汇率的重要影响因素。

图 8：美日利差与美元兑日元-2 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

首先，考虑资金套利对日元汇率的影响，即美日利差对日元汇率的影响。逻辑上，在日央行维持收益率曲线控制的情况下，美日利差取决于十年美债。

那么，如何看待后续十年美债走势？我们在近期团队报告《联储紧缩加速，国内债市怎么看？》中有过分析，一方面取决于联储应对通胀采取的紧缩立场，即通胀预期如何演绎；另一方面，取决于联储紧缩过程中，美国经济周期的实际位置，即十年 TIPS 表征的实际利率位置。

当前美国通胀风险尚未完全解除。市场虽然已经逐步展开衰退交易，但是美国经济仍有持续扩张的可能。站在当前时点，决定十年美债的两方面都存在较高不确定性。美债仍有突破前高 3.5%，进而带动美日利差突破前期高点的可能。所以，仅从资金套利带来的贬值压力考虑，后续美日利差与日元汇率的方向也存在较高不确定性。

图 9：美国工资增速 (%)

图 10：国际油价与隐含通胀预期 (%)

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\\_43572](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43572)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn