

日本会点燃海外新一轮紧缩交易吗？

2022 年 07 月 21 日

3 月以来，美日利差开始走扩，日元开始大幅贬值；6 月中旬，海外投资者在日本国债市场抛售日本国债，导致 10 年期日本债券利率一度突破日本 YCC(收益率曲线控制)的上限，挑战日本央行维持货币政策的决心，而日本央行购买日本国债，单周购买规模创历史新高。

尽管 6 月和 7 月议息会议上，日本央行维持货币政策，但日元持续贬值、日本 2022 年通胀预测上调以及日本政局的动荡，市场仍然担忧日本货币政策收紧。

➤ 若日本货币政策收紧将推升美债利率上行

美日货币政策长期背离，导致日本国内资产收益率较低，日本国内资金大量投向海外市场，尤其是美债市场，这也是 2008 年美国金融危机之后，全球美元流动性循环模式的基础。

若日本央行考虑调整 YCC，并开始收紧货币政策，美债相对日债吸引力将进一步减弱，或引发新一轮的美债抛售，从而推高美债利率，或标志着：2008 年以来的全球美元循环范式的改变，也或将会引发一场规模庞大的全球金融市场再平衡。

➤ 当前日本经济还未回到疫情前水平，仍在复苏的路上

与欧美不同的是，日本经济从未走出疫情的低谷。2022 年日本一季度实际 GDP 季调同比-0.5%，如果按照 2019 年为基数计算，同比增速为-2.6%，自 2020 年以来连续第九个季度，日本 GDP 同比 2019 年录得负值。

当前日本面临的较大问题是私人部门需求的恢复很弱，而能源价格高企会加大经济压力。日本能源自给率不足 20%，上游原材料价格上涨对当前日本经济带来较大压力。日本 PPI 与 CPI 差值走高，企业盈利承压。

另外，6 月下旬日本遭遇新一轮疫情冲击，服务业复苏再遭打击。

➤ 当前通胀水平距离日本央行的政策目标仍存在一定距离。

尽管当前日本 CPI 和核心 CPI 同比均超过 2%，但日本央行更青睐的 core-core CPI 当月同比仍只有 0.8% (2022 年 5 月)，距离 2% 还有一段距离。

当前通胀是受输入型通胀驱动，日本就业市场并未完全恢复，尚未形成工资通胀螺旋。当前日本失业率显著高于疫情前，主要原因还是疫情对经济冲击较大，服务业和个人消费疲弱。

➤ 日元贬值持续贬值并不会迫使日本货币政策收紧

日元贬值在日本货币与财政当局意料之中。在日本央行的政策框架中，贬值是推动通胀回归重要的一步，当前尚未实质地进行外汇干预。回顾过去经验，日元贬值触发外汇干预的情况较为罕见，为抑制贬值而收紧货币政策更没有先例。

日本央行天量购买日本国债，侧面反映其捍卫其货币政策的决心。日本央行持有的日本国债越多，当前“押注”日本央行货币政策转向成功的可能性越低。

➤ 全球通胀或边际缓和，日本央行触发海外新一轮紧缩交易的可能性不大

2022 年以来全球通胀中枢上移，导致全球金融市场波动大幅抬升。尤其是美联储为代表的欧美央行，加息节奏逐步加快，紧缩交易大行其道。

但日本经济未从疫情当中完全恢复，其经济长期通缩的特性，制约了货币政策收紧的空间。随着全球经济放缓甚至衰退，日本央行货币政策转向的可能性会越来越低，不必过分担心其对美债造成冲击的潜在风险。

风险提示：日本通胀超预期；海外地缘冲突超预期；日本政局动荡加剧。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

目录

前言	3
1 若日本货币政策收紧将推升美债利率上行	4
2 当前日本经济仍处于复苏阶段	4
3 通胀水平尚未满足日本央行政策目标	6
4 市场压力难以改变日本央行政策取向	7
4.1 日元继续贬值迫使日本央行收紧的概率很低	7
4.2 日本央行已经通过购债表达捍卫货币政策的决心	9
5 全球通胀缓和将缓解美债潜在的上行风险	10
6 风险提示	12
插图目录	13

前言

2022 年以来海外央行加息此起彼伏，欧央行在 6 月宣布加息，瑞士央行“意外”加息 50BP，更是将本轮“加息浪潮”推向高点。

全球通胀、海外央行加息浪潮下，全球国债利率普遍上行，而日本央行依然维持负利率+YCC(Yield Curve Control, 收益率曲线控制)的货币政策。

本轮加息潮中，日本央行是绝少见的，没有跟随货币收紧的央行。

6 月中旬，海外投资者开始“押注”日本央行调整货币政策，放宽 YCC 区间。拥挤的空头涌入日本国债期货市场，一度触发熔断，市场对于日本央行放宽 YCC、收紧货币政策的预期愈演愈烈。日本央行不得不在日本国债市场上大量购买日本国债，单周购买量一度超 5 万亿日元，创历史新高，反映其捍卫货币政策的立场。

尽管日本央行短暂的平息了国债期货熔断的风波，但日本当前同样面临较为严重的通胀，并且日元持续大幅贬值，海外市场仍预期日本央行将收紧货币。

现在有一个问题，日本央行收紧货币对全球资本市场定价意味着什么？

日本是美债第一大持有国。若日本央行收紧，或将引发日本投资者抛售美债，美债利率进一步上行。近期美债利率已经屡创新高，若日本央行再度收紧，或进一步引发美债利率上行，和海外新一轮“紧缩交易”。

我们是否需要担心新一轮“海外紧缩交易”？

1 若日本货币政策收紧，或将推动美债利率上行

日本经济长期面临通缩，日本央行为刺激长期通胀回归，先后采取了 QQE、负利率和收益率曲线控制等非常规货币政策，导致日本国内资产收益率较低，国内资金大量投向海外市场，尤其是美债市场，使得日本成为美债第一大持有国，这也是 2008 年金融危机之后，全球美元流动性循环模式的基础。

若当前日本央行考虑调整 YCC，并开始收紧货币政策，美债相对日债吸引力进一步减弱，势必引发新一轮的抛售浪潮，推高美债利率，更标志着：**疫情之前十年的全球美元循环的范式改变，将会引发一场规模巨大的全球金融市场再平衡。**

我们可以类比两次典型事件，来感知日本投资者抛售海外资产对美债市场的冲击。

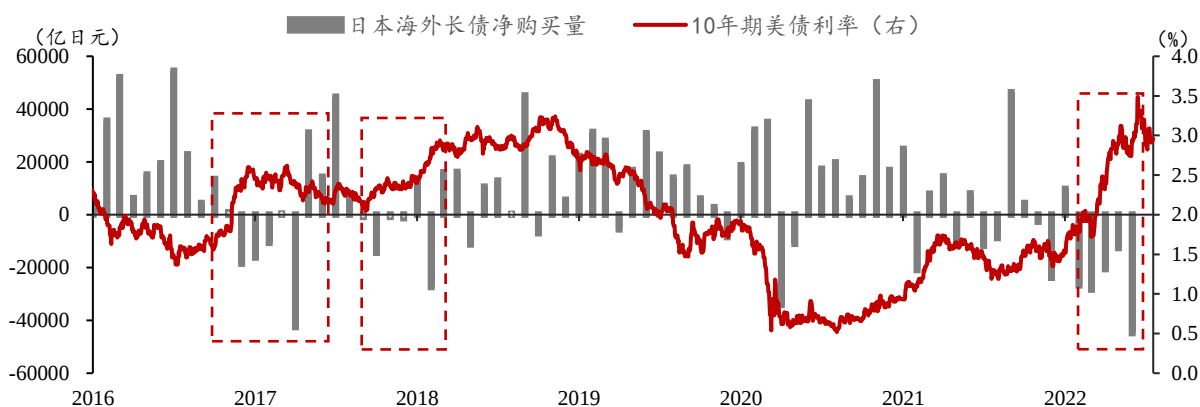
第一次是 2016 年美国货币市场基金改革，日本银行在美元融资渠道受限，导致日本投资者美元来源受限。从 2016 年三季度开始，日本投资者美元融资成本持续飙升直到 2017 年一季度才缓解，同时引发了日本投资者在美债市场抛售，**导致 2016 年四季度美债利率从 1.6% 左右上行至 2.6% 左右，上行幅度超过 100 个基点。**类似的现象在 2017 年末和 2018 年初也发生过一次

第二次是 2020 年 3 月新冠疫情引发全球离岸美元流动性危机。日本投资者美元融资成本飙升至历史最高值，导致日本投资者抛售美债美股等资产，引发全球资产价格大幅波动。

2022 年至今，在美联储不断加息的情况下，日本投资者已经开始持续抛售海外债券，美债利率一路飙升，一旦日本央行放松 YCC，开始收紧货币政策，抛售压力或将进一步加大。

那么当前全球通胀中枢普遍抬升的背景下，日本央行具备收紧货币政策的条件和可能性吗？

图 1：日本海外债券当月净购买量和美债利率



资料来源：wind，日本财政省，民生证券研究院

2 当前日本经济仍处于复苏阶段

当前日本经济仍未恢复到疫情前的水平。2022 年一季度实际 GDP 季调同比-0.5%，如果按照 2019 年为基数计算，同比增速为-2.6%，为自 2020 年以来连续第九个季度，日本 GDP

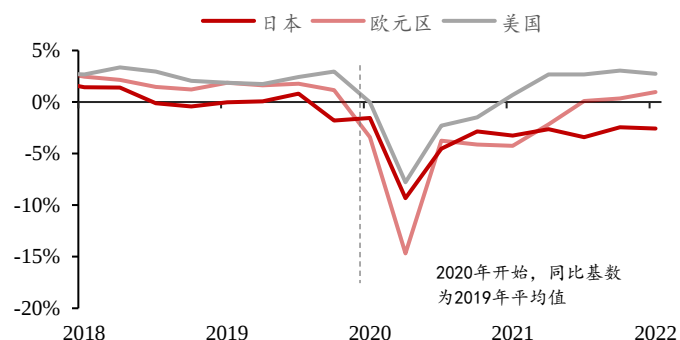
同比 2019 年录得负值。疫情导致半导体和零部件等供给受阻，私人消费持续低迷，日本经济始终没有修复疫情带来的损伤，而欧美两大经济体，在 2021 年已经完全回到了疫情之前的水平。

企业和居民部门需求恢复较弱。海外需求要好于日本国内需求，海外大规模的刺激带动了全球贸易好转，日本出口在 2021 年四季度已经回到了疫情前水平。但当前面临的最大问题是私人部门需求的恢复很弱。个人消费和企业固定投资距离疫情前仍有一段距离，但随着疫情管控逐步放松，当前个人消费正逐步改善，预计修复速度要快于企业投资。

上游原材料依赖进口，能源价格高企加大经济压力。日本能源自给率不足 20%，其中原油、天然气、煤炭进口比例都达到了 95% 以上，并且对从俄罗斯的进口有不同程度的依赖。另外，新能源产业相关的有色金属几乎 100% 依赖进口，上游原材料价格上涨对当前日本经济压力较大。日本 PPI 与 CPI 差值走高，企业盈利承压。

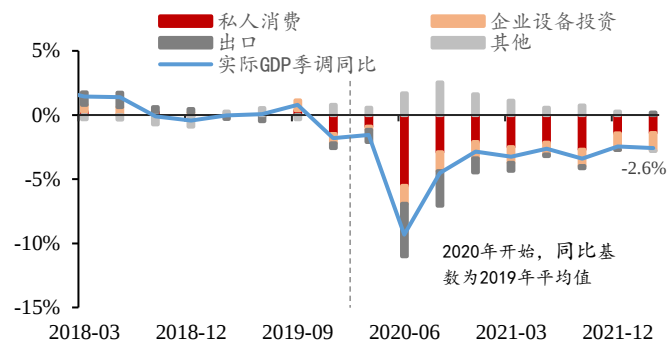
6 月下旬日本遭遇新一轮疫情冲击，服务业复苏再遭打击。6 月底以来，日本新增确诊人数大幅上升，7 月 16 日单日新增确诊突破 11 万，尽管当前疫情防控早已解除，但高频数据显示，日本人员流动有所放缓，主要是零售、旅游相关场所人流量减小。

图 2：欧美日三大经济体 GDP 季调同比增速



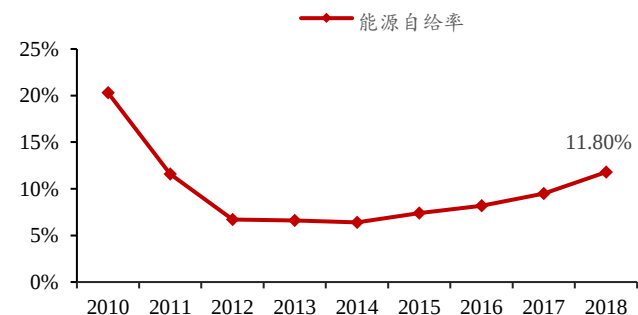
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：日本私人部门需求低迷



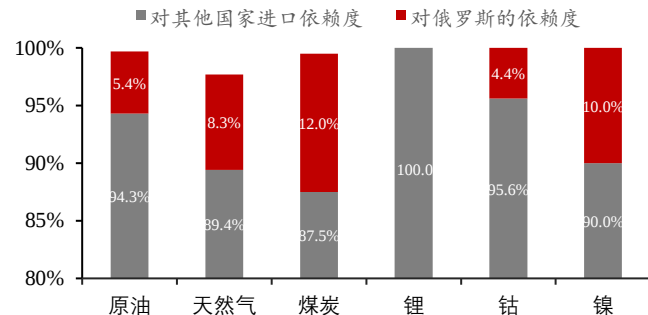
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：日本能源自给率低



资料来源：日本经济产业省，民生证券研究院

图 5：2019 年日本大宗商品进口依赖度



资料来源：日本经济产业省，民生证券研究院

3 通胀水平尚未满足日本央行政策目标

当前通胀水平距离日本央行的政策目标仍存在一定距离。

与其他央行不同，在经济经历了多年的通缩，日本央行对于通胀的考量更为审慎。尽管当前日本 CPI 和核心 CPI 同比均超过 2%，但日本央行更青睐的 core-core CPI 指标同比增速仍只有 0.8%（2022 年 5 月），距离 2% 还有一段距离。

日本央行的政策目标是：服务价格维持对 CPI 做出大约 2% 的贡献，而商品价格在 2% 左右周期性波动。当前进口依赖度较高的产品价格上涨，但服务价格仍未有改变。

当前日本价格的上涨主要集中在：电费、煤气费和水费，石油产品和生鲜食品、生肉和花卉，但部分商品以及服务的价格并没有变动。2022 年 5 月日本通胀扩散价格指数（以 2020 年为基准）仅为 69.4，与 2016 年年初水平相当，而当时日本央行并没有收紧货币政策。

温和的工资-通胀螺旋是通胀达标的前提条件，但日本就业市场并未完全恢复。

当前日本就业市场远没有恢复到疫情前的水平。自 2013 年以来，日本央行实施 QQE 以来，日本劳动力供求持续收紧，在 2020 年之前，失业率已经下降到 2%-2.5% 范围内。而 2022 年 5 月失业率在 2.8%，相比于疫情前，就业尚为完全恢复。其中就业状况不佳的行业主要是批发零售行业、其次是面对面场景的服务业如住宿餐饮、最后是制造业，主要原因还是是疫情对经济冲击大，服务业和个人消费疲弱。

日本的工资涨幅已有明显提升，但仍不及 2% 的目标。与其他发达国家不同的是，日本经历了长时期的通缩，在劳动力市场上，企业一般倾向正式员工的长期雇佣，在经济衰退时期，日本企业更倾向于保障员工工作，避免降低工资，所以在经济转好时，员工工资增长的速度也往往被限制，导致日本工资涨幅对通胀的敏感度低于其他发达国家。2022 年 5 月工资同比增速 1%，与之对比过去九年日本工资的平均增速约为 0.5%，但距离 2% 的目标工资涨幅，形成“工资-通胀螺旋”还有差距。

当前日本通胀预期水平明显改善，尤其是企业的通胀预期，通胀上行趋势或没有结束。

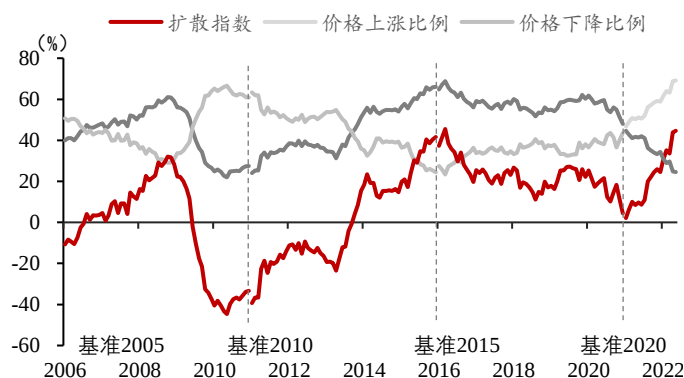
工资对通胀敏感度的核心，在于企业对通胀的预期。2022 年 6 月的 TANKAN 显示，企业对未来一年的一般价格的通胀预期明显上升，达到了调查开始以来的最高水平，而对未来三年和五年的预期也上升到接近峰值的水平，企业通胀预期抬升有利于未来产出价格抬升，从而促进工资上涨，形成良性的通胀循环。

图 6：日本 CPI 各项指标表现



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：日本当前 CPI 扩散指数与 2016 年初持平



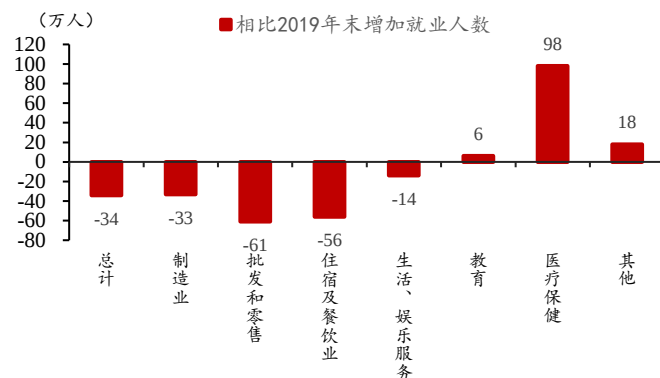
资料来源：日本统计局，民生证券研究院

图 8：当前日本失业率仍显著高于疫情前



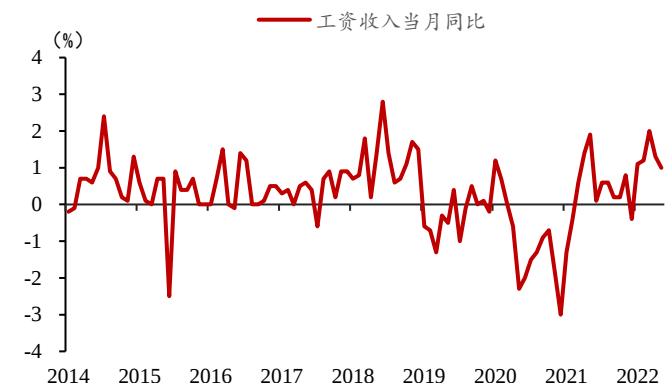
资料来源：日本劳工局，民生证券研究院

图 9：日本当前服务业、批发零售等行业就业未完全恢复



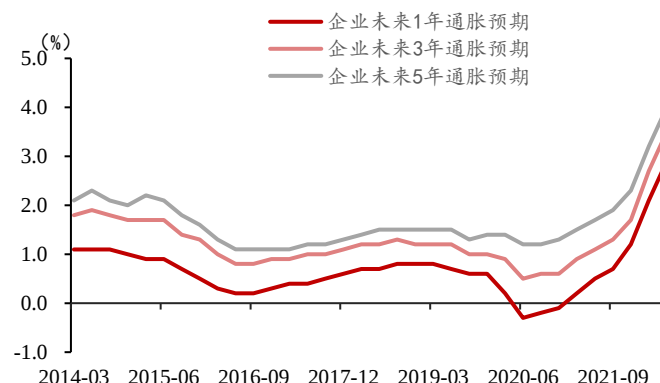
资料来源：日本劳工局，民生证券研究院

图 10：日本工资增速仍低于 2%



资料来源：日本统计局，民生证券研究院

图 11：日本企业通胀预期达到 2014 年以来最高值



资料来源：日本央行，民生证券研究院

4 市场压力或难以改变日本央行政策取向

日本 10 年期国债利率长时间在 YCC 政策上沿+0.25%附近，导致日本和其他货币区利差迅速拉开，2022 年以来美元兑日元汇率一度突破 139，创自 1998 年以来的新高。

市场普遍担忧在这种情况下，BOJ 为应对自债券市场和外汇市场的压力而调整货币政策，但我们认为这种可能性较低。

4.1 日元继续贬值，故而日本央行收紧的概率较低

日元贬值压力大在日本货币与财政当局意料之中，日本央行仍在权衡当前日元贬值幅度和速度对经济的利弊。

首先，日元贬值在日本央行的政策框架中，是推动通胀回归重要的一步。

6 月初日本央行行长多次表态贬值对经济整体是有利的，并且并不把当前日本贸易条

件恶化和贸易逆差走高归咎于日元贬值，而是更希望通胀能够改变居民和企业的通胀预期，从而实现通胀目标。

回顾在 2014 年 10 月-12 月（2014 年 10 月扩大资产购买规模）和 2016 年 10 月-12 月（2016 年 9 月宣布实施负利率+YCC）两次日元快速贬值的时期，日本央行行长黑田东彦均有过贬值总体对经济有利的表述。

其次，汇率政策并不是日本央行而是财政省管辖，当前日本财政省并没有打算采取外汇干预的实质性动作。

在 G7 框架内，日本如果决定干预汇率，需要与 G7 其他成员国协商，尤其是美国。而在 7 月 12 日，美国财政部长耶伦访问日本期间，日本财政大臣铃木俊一再次重申了日本政府对于日元贬值的担忧，但措辞相较于之前表态并没有变化，同时耶伦在接受采访时表示，双方并未就潜在的干预措施进行讨论，证明了当前外汇干预并没有实质性的讨论和沟通。

另外，财政省更依赖口头干预，并且对于日元贬值的节奏的敏感性高于汇率绝对水平。

3 月中旬开始的一轮日元贬值当中，日本财务省关于汇率的表述主要是集中在“密切关注外汇走势”。直到 5 月底到 6 月初，日元再次快速走弱，日本财务大臣关于日元的表述转换到了“如有必要，将对外汇采取行动”。尽管随后美元兑日元汇率一度突破 139，但此番表述一直延续，主要原因是，当前日元贬值节奏相较于前期明显放缓，日本政府对于汇率波动节奏敏感度是要高于绝对点位的。

回顾过往历史来看，日元贬值触发外汇干预，尤其是抑制日元贬值，条件非常苛刻，而贬值引发日本货币政策收紧并没有先例。

日本上一次进行汇率干预要追溯到 2011 年 3 月大地震时期。当时日本央行为抑制日元因避险情绪过度升值，日本财务省和日本银行分头协调国外相关机构联合干预外汇市场。2011 年 3 月 18 日，G7 实施了自 2000 年 9 月 22 日以来时隔 11 年的联合干预。而上一次日本干预日元过度贬值更是要追溯到 1998 年，当时的背景是亚洲金融危机，并且从结果上看，抑制贬值并不成功，尽管在干预执行后的几个交易日内日元升值，但是迅速就重回贬值趋势。而日元贬值引发日本货币政策收紧，更是没有先例。

图 12：美日利差与日元汇率走势

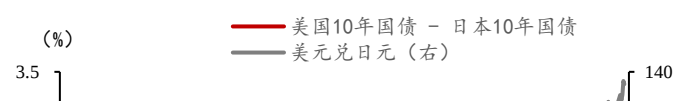


图 13：日元走势与日本央行货币政策变动



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_44337

