

宏观深度报告

日元“避险属性”再审视

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

2022年俄乌冲突以来，日元成为全球主要货币中贬值幅度最大的货币之一。面对地缘风险事件与“美元回流”压力，为何日元未能表现出避险属性？本篇报告讨论日元避险属性弱化的主要原因，并展望日元汇率走势。

- 一、日元“避险属性”之根源。日元的“避险属性”是经济因素（低利率）与市场因素（套息交易）共同作用的结果。**1）日本长期保持低利率。**当国际风险事件削弱全球经济前景时，日本“低无可低”的利率水平，使日元暂时成为外汇市场的“避风港”。这又离不开两大前提：**一是低通胀**，日本通胀率长期低于2%的目标水平，市场对于货币政策的宽松程度形成了稳定预期。**二是相对稳定的经济增长**，外贸在日本经济结构中扮演着关键角色，继而也是货币政策的重要关注点。**2）日元是“套息交易”的首选货币。**投资者借入日元并前往海外寻求高息资产；而在风险爆发时，这些投资大量回撤又会推升日元汇率，使日元表现出避险属性。日本是美债的最大外国持有人，美债价格变动必然牵动日元汇率。当国际金融市场波动较大时，市场避险需求上升，避险资金往往同时青睐美债、日元等“避险资产”；于此同时，美债利率下降引发反向套息交易，亦会加速美元回流。可以说，美债的“避险属性”使日元的“避险属性”得到加持。
- 二、日元“避险属性”被弱化。俄乌冲突以来，四方面变化干扰了日元的避险属性。**1）通胀不再“低”。**能源等原材料价格飙升，加剧了日本的“输入性通胀”压力，日本4月CPI与核心CPI同比创2015年以来新高，PPI同比刷新1981年以来新高，削弱了日元的保值能力。**2）利率不再“低”。**历史上，当10年日债利率升破0.1%时，日元汇率便有压力。今年4月中旬以后，10年日债利率升破0.24%，威胁收益率曲线控制（YCC）目标，逼迫日本央行扩大购债规模。**3）经济不再“稳”。**日本贸易持续逆差，放大了原材料涨价对日本经济的负面冲击，强化了汇率贬值预期。截至2022年4月，日本已连续9个月录得贸易逆差。2022年一季度，日本进口拖累名义GDP同比增速5.5个百分点，出口拉动仅2.7个百分点。**4）美债不再“避险”。**今年3月以来，美债收益率快速攀升，触发日元汇率急贬。同时，非日国债利率集体走高，更使日元汇率承压。
- 三、日元“避险属性”待复归。当前日元的避险属性只是有所弱化，但并未完全消失。日元发挥避险属性的底层逻辑仍存，且今年以来当美股VIX指数处于高位时，日元汇率仍有韧性。日元进一步贬值的空间或有限：一是，前期日元或已充分贬值；二是，日本货币政策或难进一步宽松；三是，近期美债利率筑顶、油价走势趋稳。往后看，若市场关注点从美欧通胀与货币紧缩，转移至经济下行（衰退）风险，日元或将更好地发挥避险属性。

正文目录

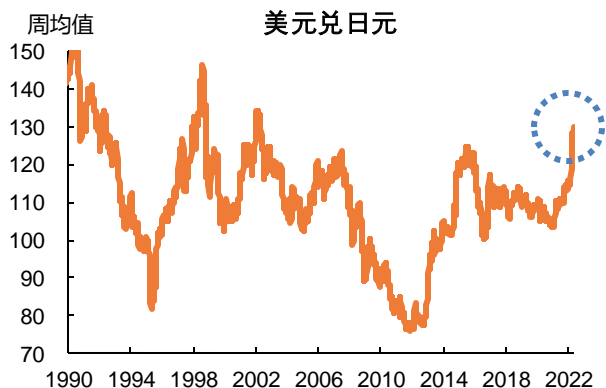
一、日元“避险属性”之根源	4
1、宽松而稳定的货币政策	4
2、套息交易	6
二、日元“避险属性”被弱化	8
1、通胀不再“低”	8
2、利率不再“低”	9
3、经济不再“稳”	10
4、美债不再“避险”	10
三、日元“避险属性”待复归	11

图表目录

图表 1	美元兑日元创二十年新高.....	4
图表 2	俄乌冲突后，日元是贬值幅度最大的货币之一.....	4
图表 3	2018-2019 年日元“逆势”走强.....	4
图表 4	2018 年日元兑美元汇率“一枝独秀”.....	4
图表 5	1999 年以来日本央行货币宽松政策演进.....	5
图表 6	日本长期保持低利率.....	5
图表 7	2013 年以后日本央行资产负债表大幅扩张.....	5
图表 8	2022 年以前，日本核心 CPI 同比长期低于 2%.....	6
图表 9	2015Q1 至 2018Q2，日本实际 GDP 连续增长.....	6
图表 10	日本出口增速与经济增速走势同步.....	6
图表 11	2014 年以后日本经常项目状况改善.....	6
图表 12	2015 年后美元兑日元外汇保证金未平仓量上升.....	7
图表 13	日本是美债最大外国持有人.....	7
图表 14	美日国债利差与日元汇率走势有较强相关性.....	7
图表 15	在金融市场波动较大时期，美债利率通常下行、日元汇率通常走强.....	8
图表 16	国际油价大幅飙升后，日元开始贬值.....	9
图表 17	日本 CPI 增速创 2015 年以来新高.....	9
图表 18	日本 PPI 增速创 1981 年以来新高.....	9
图表 19	日本 CPI 同比通常滞后 PPI 同比 3-6 个月.....	9
图表 20	当 10 年日债利率升破 0.1% 时，日元汇率承压.....	10
图表 21	日本央行正在购买更多日债以压降利率.....	10
图表 22	日本贸易逆差较大时，日元汇率承压.....	10
图表 23	近 4 个季度日本进口成本增长拖累经济增长.....	10
图表 24	美债收益率加速上行后，日元开始贬值.....	11
图表 25	今年以来多个非日地区国债利率同步上行.....	11
图表 26	今年以来，避险情绪升温时的日元汇率仍有韧性，日元的避险属性并未完全消失.....	12
图表 27	市场看空日元净头寸处于历史高位.....	12
图表 28	日元相对瑞郎价格处于历史低位.....	12
图表 29	日本央行持有国债存量的一半左右.....	13
图表 30	2022 年 4 月日本核心 CPI 同比已破 2%.....	13
图表 31	美债收益率或正在筑顶.....	13
图表 32	国际油价结束上行趋势、波幅收窄.....	13
图表 33	美国经济走弱或衰退通常助推日元升值.....	14

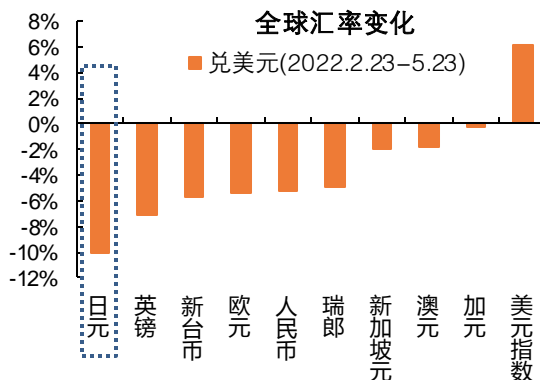
2022年4月28日，美元兑日元汇率升至130.85，刷新近二十年新高。2022年俄乌冲突以来，日元成为全球主要货币中贬值幅度最大的货币之一。2月23日至5月23日，日元兑美元贬值10.1%，幅度明显高于同期美元指数6.1%的升幅，也高于瑞郎兑美元4.9%的贬值。

图表1 美元兑日元创二十年新高



资料来源: Wind,平安证券研究所

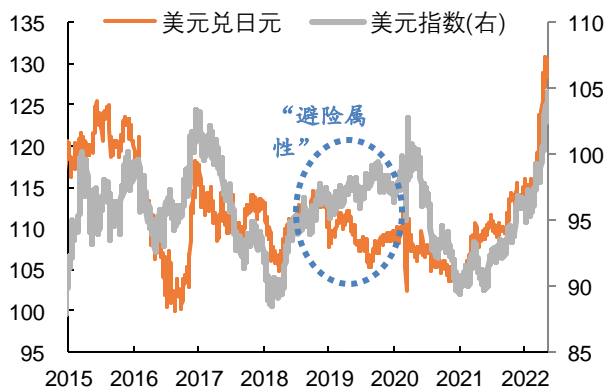
图表2 俄乌冲突后，日元是贬值幅度最大的货币之一



资料来源: Wind,平安证券研究所

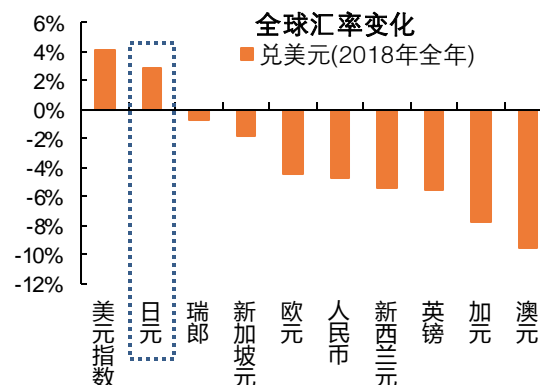
回顾2018年，在美国贸易保护政策冲击全球市场、美联储加息和缩表、美元指数走高等背景下，日元汇率在全球主要货币中“一枝独秀”，充分表现出“避险属性”。如今面对地缘风险事件与“美元回流”压力，为何日元未能表现出避险属性？本篇报告讨论日元“避险属性”弱化的主要原因，并展望未来日元汇率走势。

图表3 2018-2019年日元“逆势”走强



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表4 2018年日元兑美元汇率“一枝独秀”



资料来源: Wind,平安证券研究所

一、日元“避险属性”之根源

日元“避险属性”是经济因素（低利率）与市场因素（套息交易）共同作用的结果。当国际风险事件削弱全球经济前景时，日本“低无可低”的利率水平，使日元暂时成为外汇市场的“避风港”。同时，低利率使日元成为套息交易的首选货币，当全球市场动荡时，这些交易平仓导致日元回流，继而使日元表现“避险属性”。

1、宽松而稳定的货币政策

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

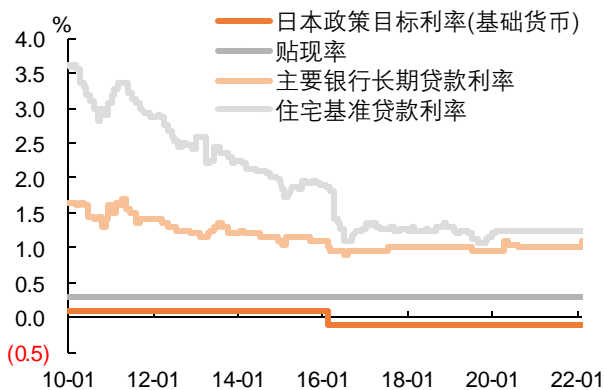
日本长期低利率与充裕的货币供给，是日元吸引避险资金的根本原因。日本央行长期维持低利率政策，2010年10月重回“零利率”后，自2016年2月更是推行“负利率”政策。同时，日本央行积极使用数量型政策工具，2013年4月以来引入量化与质化宽松（QQE），2016年9月以后实施收益率曲线控制（YCC），持续大规模购买日本国债。2013-2019年的七年里，日本央行累计增持日债368万亿日元，持有国债规模扩张4.2倍，同期美联储增持美债6720亿美元（约合74万亿日元），持有规模仅扩张1.4倍。2020年新冠疫情以后，日本央行通过扩大特别贷款计划规模以刺激经济，使总资产规模进一步扩张。截至目前，日本央行资产规模约740万亿日元，占2021年日本GDP的136%；同期美联储总资产约9万亿美元，占2021年美国GDP的39%。这段时期，当国际风险事件削弱全球经济增长前景时，海外央行政策取向有趋松的可能、也有宽松的空间。但相较之下，日本利率水平已经“降无可降”，数量型政策工具空间也较为有限，继而避险资金往往从货币政策趋松的地区离开，暂时涌入日元。

图表5 1999年以来日本央行货币宽松政策演进

时间	价格型工具	数量型工具	货币政策目标
1999年3月	下调无担保隔夜拆借利率至“零利率”		
2001年3月		实施量化宽松（QE）	核心CPI环比正增长
2006年3月		退出QE，缩减准备金账户余额	
2006年7月	上调无担保隔夜拆借利率至0.25%，结束“零利率”		
2010年10月	重新推行“零利率”和QE		
2013年1月			通胀目标2%
2013年4月		实施量化与质化宽松（QQE）	
2016年2月	实施“负利率”		
2016年9月	实施收益率曲线控制（YCC），将10年日债收益率目标定为“接近于零”		

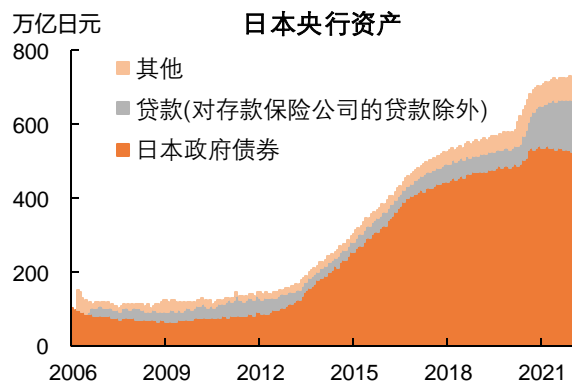
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 日本长期保持低利率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 2013年以后日本央行资产负债表大幅扩张

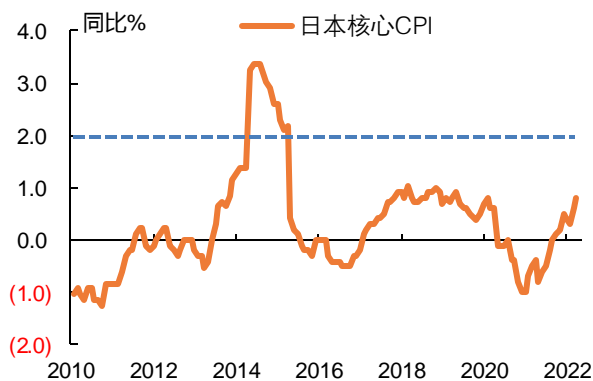


资料来源: Wind, 平安证券研究所

日本央行维持宽松、稳定的货币政策，离不开两大前提：一是，日本经济长期保持低通胀。全球金融危机后日本经济持续面临通缩压力，2013年1月以来日本央行明确承诺了2%的物价增速目标，并据此加大货币宽松力度，相继使用QQE、“负利率”、收益率曲线控制等多种宽松工具。不过，截至目前日本物价增速仍然处于目标水平下方。2011-2021年，日本CPI年平均增速仅0.48%；自2015年4月以来，日本核心CPI同比基本不超过1%。由于日本通胀率长期低于目标水平，市场基本不会怀疑日本央行维护低利率的决心，但也并不认为货币政策需要加码，继而对于货币政策的宽松程度形成稳定预期。

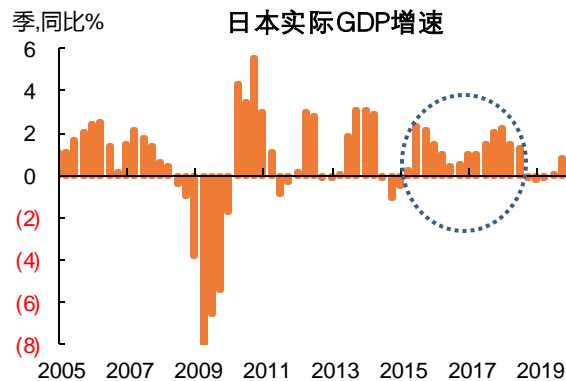
二是，日本经济增长保持相对稳定。日本央行虽然并未直接锚定经济增长目标，但物价与金融稳定目标的实现也离不开稳定的经济增长。2011-2019年，日本实际GDP平均增长0.9%，增幅虽不高但保持相对稳定。其中，2015年一季度至2018年二季度，日本实际GDP同比增速连续14个季度保持正增长。外贸在日本经济结构中扮演着关键角色，继而也是货币政策的重要关注点。历史数据显示，日本出口增速与经济增速走势高度同步。2013年日本启动QQE的背景之一，是日本外贸逆差自2011年以来不断扩大；2014年以后日本经常账户赤字开始改善，并于2016年由逆转正，这也是2016-2018年日本经济表现积极的重要背景。总之，日本外贸与经济产出稳定、小幅增长，是日本货币政策稳定的另一基石。

图表8 2022年以前，日本核心CPI同比长期低于2%



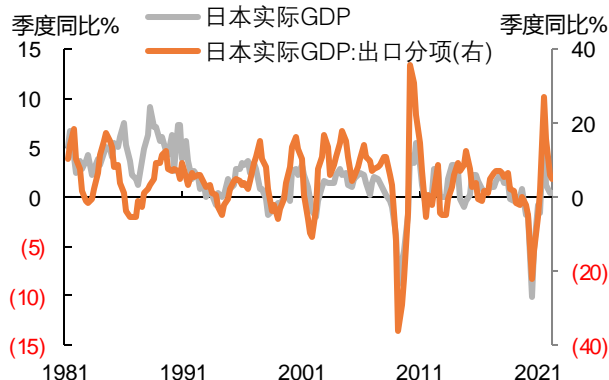
资料来源：Wind,平安证券研究所

图表9 2015Q1至2018Q2，日本实际GDP连续增长



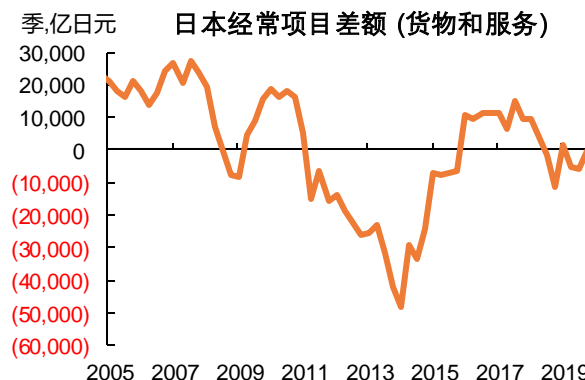
资料来源：Wind,平安证券研究所

图表10 日本出口增速与经济增速走势同步



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表11 2014年以后日本经常项目状况改善



资料来源：Wind,平安证券研究所

2、套息交易

日本的低通胀、低利率环境，加上发达的外汇交易市场，使日元成为“套息交易”的首选货币。套息交易指在外汇市场中买入高息货币而卖出低息货币以赚取息差的一种交易行为。一方面，日本是全球第五大国际金融中心，拥有仅次于纽约的世界第二大证券市场和全球最大的外汇保证金市场，创造了全球35-40%的零售外汇交易量。发达的外汇交易市场，使日元资产

具有高度流动性，国际投资者能够在日元资产与其它货币资产之间便捷切换。另一方面，低通胀、低利率环境意味着借入日元的成本低廉，且无需担心通胀对货币价值的侵蚀。因此，投资者借入日元并前往海外寻求高息资产；而在风险爆发时，这些投资大量回撤又会推升日元汇率，使日元表现出避险属性。2015-2019年，由于日元流动性充裕，套息交易愈发活跃，美元兑日元外汇保证金未平仓量大幅上升，日元的避险属性进一步得到强化。

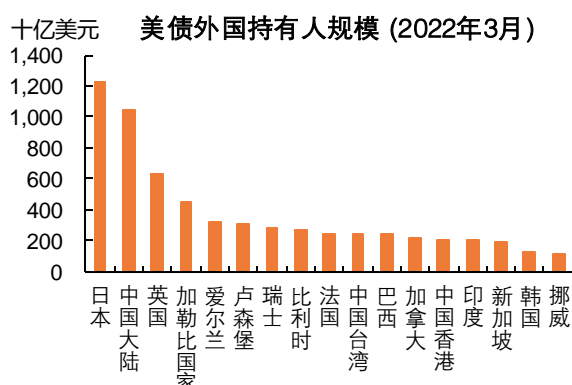
日本充裕的外汇储备和大规模的海外债权（尤其美债），正是套息交易活跃的表现。截至2022年4月，日本外汇储备规模达1.32万亿美元，仅次于中国（3.30万亿美元）排名全球第二，高于排名第三的瑞士（1.06万亿美元）。据日本财务省数据，截至2020年底，日本的对外净资产为356.97万亿日元，连续30年维持世界最大净债权国的地位，明显高于排名第二的德国（323.47万亿日元）和第三的中国香港（223.09万亿日元）。目前，日本是美债（除欧元区外）的最大外国持有人，持有比例达16.9%，高于第二名的中国大陆（13.7%），也基本持平于所有欧元区国家持有总和（17.6%）。

图表12 2015年后美元兑日元外汇保证金未平仓量上升



资料来源: Wind,平安证券研究所

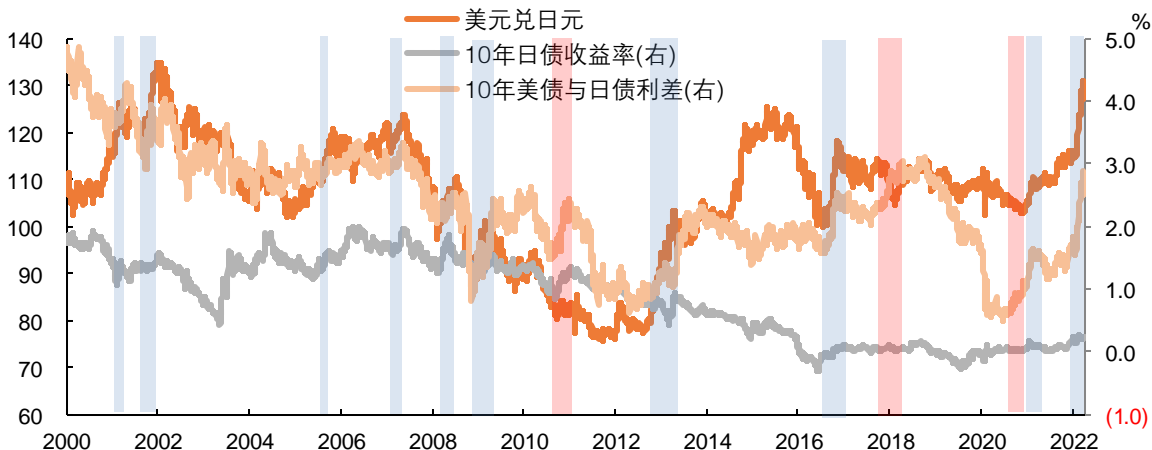
图表13 日本是美债最大外国持有人



资料来源: Wind,平安证券研究所

在此背景下，以美债为代表的海外资产价格变动，牵动日元汇率。2000年以来，美日国债利差走势与日元汇率走势较为同步：美日国债利差走阔时，美元兑日元汇率走高（日元贬值）；美日国债利差缩窄时，美元兑日元汇率走低（日元升值）。2016年以来，随着10年日债利率基本稳定在0附近，美元兑日元汇率与美日国债利差的相关性，便可直接表现为与10年美债利率之间的相关性。其逻辑在于，当美债利率走高后，套息交易的存在，鼓励投资者借入日元购买更高收益率的美债，美元兑日元汇率相应走强；反之，美债利率下降则引发反向套息交易，致使美元兑日元汇率走弱。

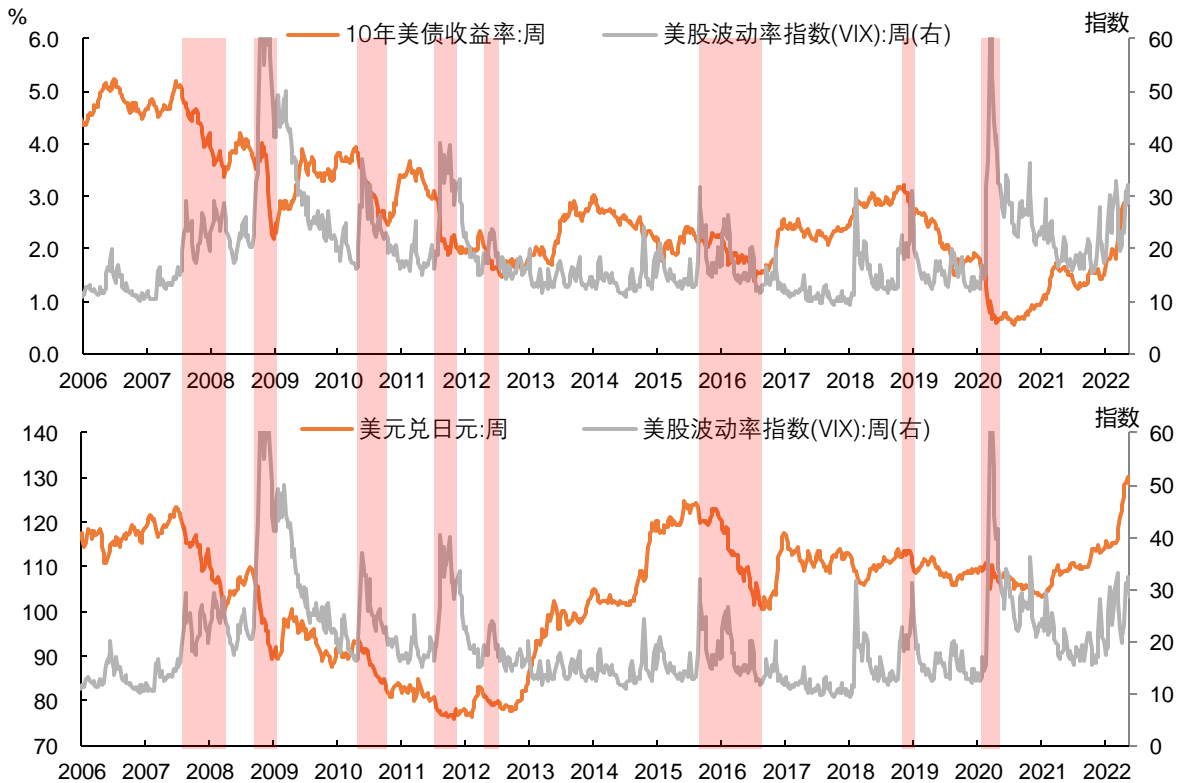
图表14 美日国债利差与日元汇率走势有较强相关性



资料来源: Wind,平安证券研究所。注: 红色区间为“美日国债利差走阔、日元升值”，蓝色区间为“美日国债利差走阔、日元贬值”。

而且，美债的“避险属性”使日元的“避险属性”得到加持。历史经验看，当国际金融市场波动较大时，市场风险偏好降温、避险需求上升，避险资金往往同时青睐美债、日元等“避险资产”。因此，当美股波动率加剧（VIX 指数走高）时，美债利率往往下行，美元兑日元汇率也下降（日元升值）。这样一来，日元汇率在金融市场波动时走强，一方面是其稳定的低利率环境直接吸引避险资金，另一方面也可能借助了美债利率下行的“东风”，通过反向套息交易渠道，回收前期配置在海外避险资产中的日元。可以说，日元的“避险属性”中，部分来自美债的“避险属性”。

图表15 在金融市场波动较大时期，美债利率通常下行、日元汇率通常走强



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、日元“避险属性”被弱化

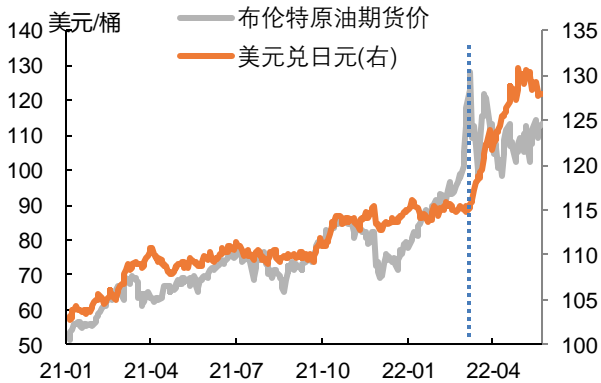
今年俄乌冲突以来，由于能源等原材料价格上涨，日本低通胀、低利率和稳定增长的经济环境出现松动，干扰了日元的避险属性。此外，美联储紧缩预期不断升温，使美债失去避险属性，继而也弱化了日元的避险属性。

1、通胀不再“低”

国际能源价格上涨，使日本低通胀环境受到威胁，触发日元贬值。受俄乌冲突后的经济制裁影响，国际油价大幅飙升。首先，能源等原材料价格飙升，意味着日本需要增加美元换汇购买国际能源，继而推升美元兑日元汇率。3月7日布伦特油价升破120美元/桶后，美元兑日元汇率开始陡峭走高。其次，日本通胀压力进一步上行，削弱了日元的保值能力。消费价格方面，2022年4月，日本CPI与核心CPI分别达2.4%和2.1%，超过2018年高点，创2015年以来新高。生产价格方面，3月和4月日本PPI同比增速接近10%，连续刷新1981年以来新高，凸显“输入性通胀”压力。且值得注意的是，日本的消费价格因长期处于低增长状态而更显粘性，PPI向CPI的传导有一定滞后性。历史数据显示，日本CPI同比走势通常滞后于PPI 3-6个月，意味着日本消费价格上涨压力或将持续较久。4月28日，日本央行将2022财年日本核心CPI预期由此前的1.1%上调至1.9%，接近2%的目标水平。

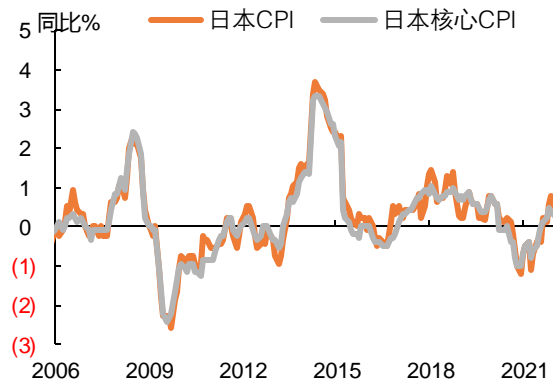
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表16 国际油价大幅飙升后，日元开始贬值



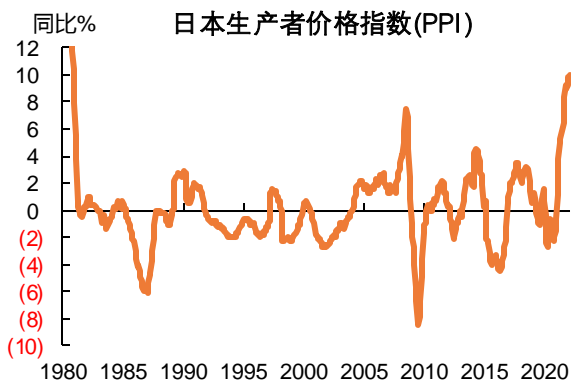
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表17 日本 CPI 增速创 2015 年以来新高



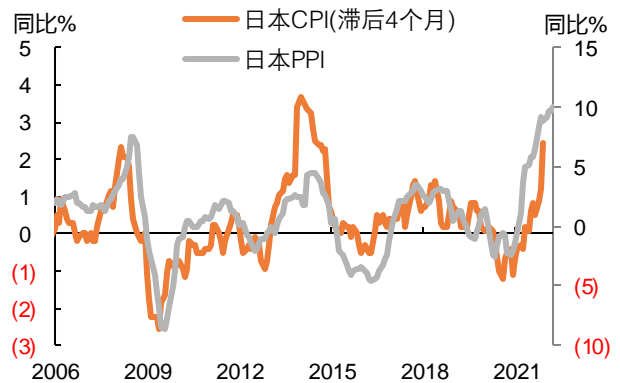
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表18 日本 PPI 增速创 1981 年以来新高



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表19 日本 CPI 同比通常滞后 PPI 同比 3-6 个月

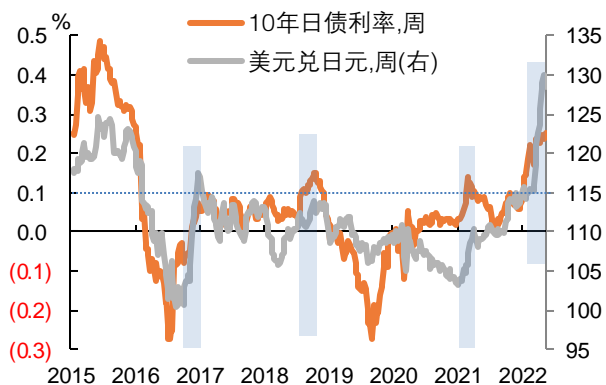


资料来源: Wind,平安证券研究所; PPI 右轴

2、利率不再“低”

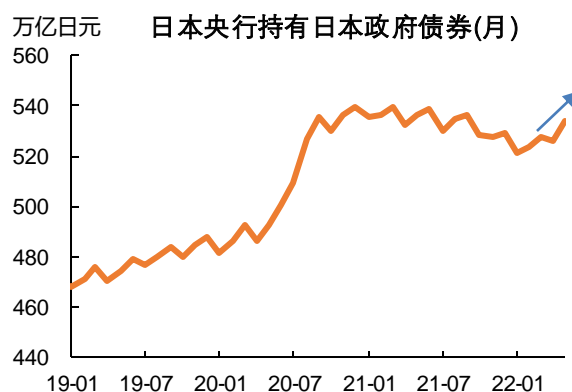
日债利率上升，使日本利率环境不再“低无可低”。日本通胀压力下，日债利率被迫上升。历史数据显示，当 10 年日债利率升破 0.1% 时，日元汇率便有压力。日债利率的上行引发日元汇率贬值，原因在于其可能威胁日本央行收益率曲线控制（YCC）的目标，迫使日本央行扩大购债规模、压降日债利率，继而加大日元货币供给。今年 4 月中旬以后，10 年日债利率升破 0.24%；4 月 28 日，日本央行宣布将每日以 0.25% 的收益率（无限制）购买 10 年期日本国债，以维持日债利率上限。

图表20 当10年日债利率升破0.1%时，日元汇率承压



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表21 日本央行正在购买更多日债以压降利率

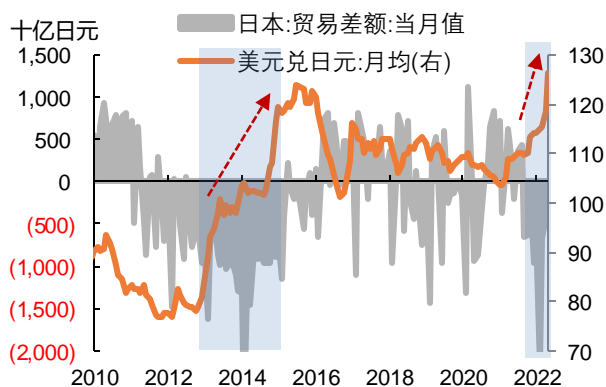


资料来源: Wind,平安证券研究所

3、经济不再“稳”

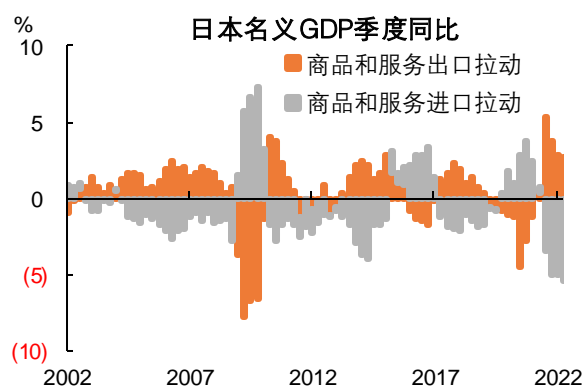
日本贸易持续逆差，放大了原材料涨价对日本经济的负面冲击，强化了汇率贬值预期。历史上，当日本贸易呈现逆差时，日元汇率通常承压。如2012-2014年日本曾连续28个月录得贸易逆差，其背景是2011年日本大地震引发核电长期停运、能源进口大幅增加，叠加欧债危机后外需不振、部分制造业产能外移等，抑制了其出口增速，期间日元兑美元出现大幅贬值。2021年8月至2022年4月，日本已连续9个月录得贸易逆差，主要原因也是能源等原材料价格上涨导致的进口成本上升。日本“外向型经济”受到进口成本上升的显著拖累。2021年二季度以来，日本进口金额增长持续拖累名义GDP同比增速，并逐渐抵消了出口增长的正向拉动；截至2022年一季度，日本进口拖累名义GDP同比增速高达5.5个百分点，出口拉动仅2.7个百分点，继而净流出拖累了2.8个百分点。原材料涨价进一步威胁日本经济增长前景，在预期上形成“日本央行将引导汇率贬值以提振出口”的期待，加大日元贬值压力。正如4月28日日本央行行长黑田东彦否认“弱日元”对日本经济产生不利影响，反而更强调日本经济面临下行风险，因此货币政策继续宽松是合适的。

图表22 日本贸易逆差较大时，日元汇率承压



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表23 近4个季度日本进口成本增长拖累经济增长



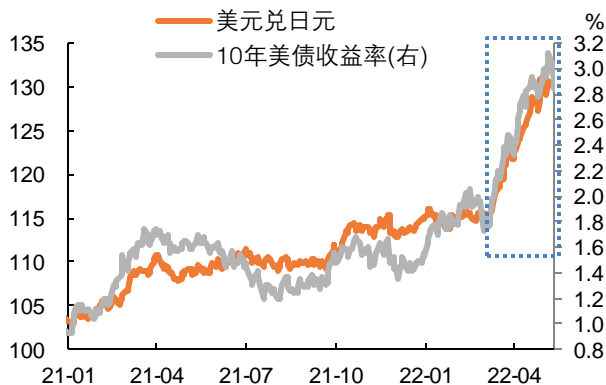
资料来源: Wind,平安证券研究所

4、美债不再“避险”

美债并未表现出避险属性，继而弱化了日元的避险属性。俄乌冲突后，全球通胀压力进一步上行，美联储自3月以来不断引导加息预期，引发美债收益率快速攀升，并触发日元汇率急贬。3月4日至5月6日，10年美债收益率大幅上行138BP，至3.12%，同期10年日债收益率仅上行8.3BP，至0.247%，期间美元兑日元汇率上升13.7%。此外，今年以来在全球性

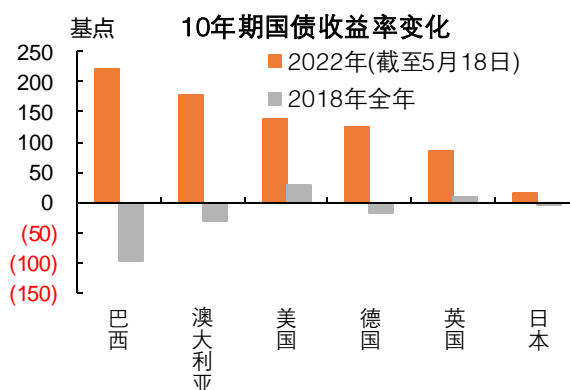
通胀压力下，除日本外的大部分发达经济体央行（以及部分新兴市场央行）集体迈向紧缩，使得非日国债利率集体走高。2022年初以来截至5月18日，巴西、澳大利亚、德国和英国10年国债利率分别上涨了220、179、126和85个基点。这更加鼓励了借入日元、投资非日地区债券市场的套息交易，使日元汇率承受了更为广泛的贬值压力。这也帮助理解，为何2018年美债利率上行并未导致日元贬值——当时美债利率上行幅度不大、且非美地区国债利率并未同步上行。

图表24 美债收益率加速上行后，日元开始贬值



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表25 今年以来多个非日地区国债利率同步上行



资料来源: Wind,平安证券研究所

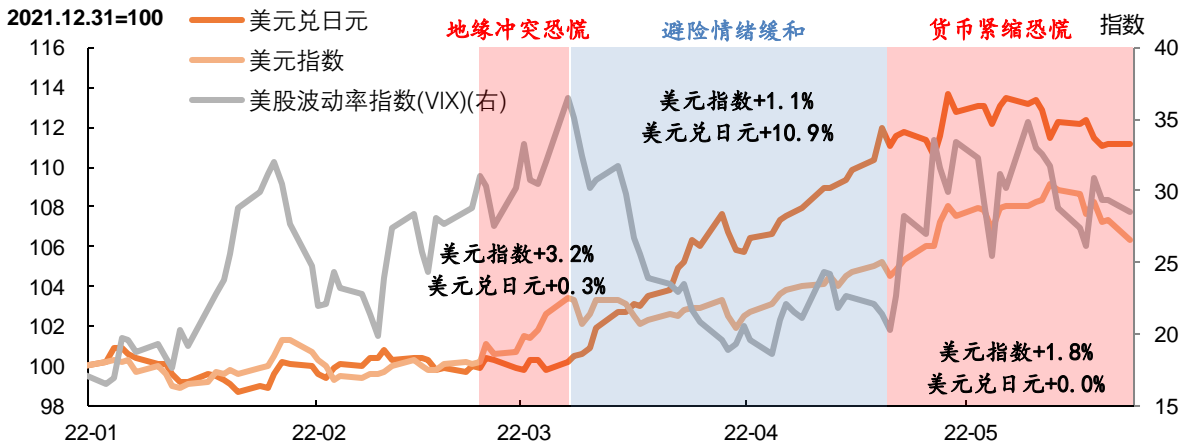
三、日元“避险属性”待复归

我们认为，当前日元的避险属性只是有所弱化，但并未完全消失。我们判断，日元进一步贬值的空间或有限。往后看，若市场关注点从美欧通胀与货币紧缩，进一步转移至经济下行（衰退）风险，日元或将更好地发挥避险属性。

首先，日元的避险属性并未完全消失。从逻辑上看，日本的通胀和利率水平仍属全球最低，日本央行政策取向仍然宽松，日本外汇交易市场的发达程度以及日元的融资货币地位并未改变，日元发挥避险属性的底层逻辑仍然存在。从市场表现看，今年以来当美股VIX指数处于高位时，日元汇率仍然表现出韧性。

具体可以观察两段时期：一是“地缘冲突恐慌”阶段（2月23日至3月7日）。彼时正值俄乌地缘冲突最激烈、国际制裁措施颁布最密集的时期，市场避险情绪急剧升温，美股波动率指数（VIX）升至30以上。在此期间，美元指数上涨3.2%，主因欧元和英镑大幅贬值，但美元兑日元仅小幅升值0.3%。说明在面对地缘冲突事件时，日元仍然发挥了“避险属性”。二是“货币紧缩恐慌”阶段（4月20日至5月23日）。即市场对美联储强力紧缩并引发经济衰退的担忧加剧，美股VIX指数由20升至30以上，期间美元指数上涨1.8%，但美元兑日元汇率基本不变。事实上，当市场避险需求边际冷却时，日元才开始明显贬值。3月8日以后，随着有关俄乌谈判出现积极进展的消息传出，美股VIX指数回落、日美股市反弹，市场避险需求边际减弱，触发日元的快速贬值。3月7日至4月20日，美元指数仅上涨1.1%，而美元兑日元大幅上涨10.9%。

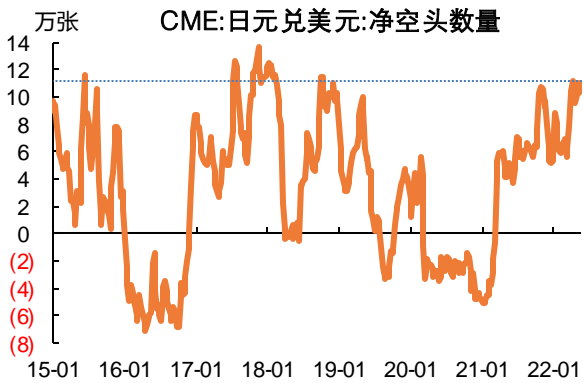
图表26 今年以来，避险情绪升温时的日元汇率仍有韧性，日元的避险属性并未完全消失



资料来源: Wind,平安证券研究所

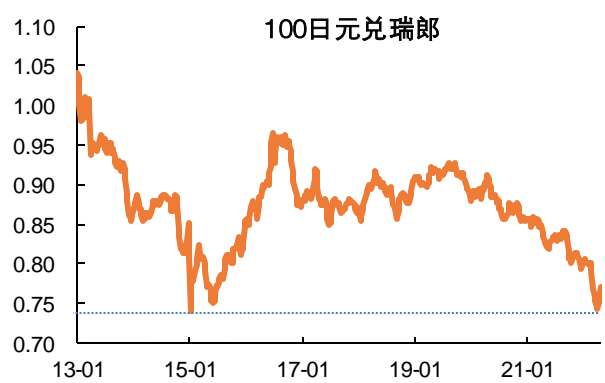
其次，我们认为当前日元进一步贬值的空间已然有限。一是，前期日元或已充分贬值，且存在“超跌”的可能性。今年4月中旬以来截至5月下旬，美元兑日元汇率保持在125以上，仍处于近二十年以来最高水平。今年3月下旬以来截至5月中旬，CME日元兑美元非商业净空头数量突破10万张，处于历史高位，说明市场看跌日元的情绪较浓，也意味着未来空头减持、多头回补过程或助推日元汇率反弹。与另一传统避险货币瑞郎比较，俄乌冲突以来日元韧性不如瑞郎，当前日元兑瑞郎汇率已经接近2015年时的历史低位，这也可能是市场过度看空日元、忽视日元避险属性的表征。

图表27 市场看空日元净头寸处于历史高位



资料来源: Wind,平安证券研究所

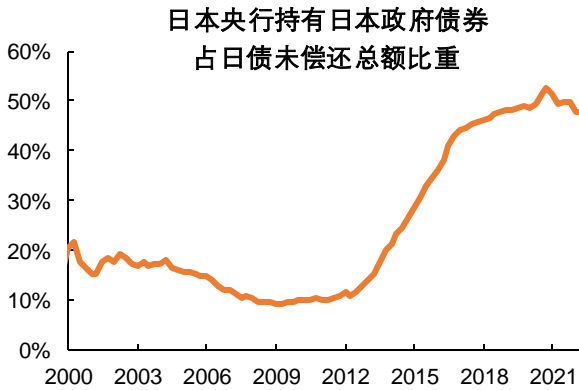
图表28 日元相对瑞郎价格处于历史低位



资料来源: Wind,平安证券研究所

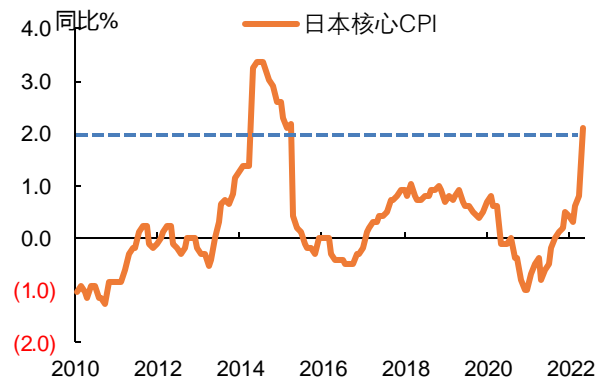
二是，日本货币政策或难进一步宽松。日本央行在4月28日宣布“无限制”购买日债后，货币政策缺乏进一步宽松的空间。特别是，疫情以来日本央行持有的国债已达到国债存量的一半左右，其进一步购债的空间已然有限。在日本最新通胀率已破2%的背景下，日本货币政策维持宽松的必要性或减弱。此外，“弱日元”可能加剧输入性通胀压力、威胁日本国际收支平衡与经济稳定。日本财务大臣铃木俊一4月18日称，汇率稳定非常重要，政府将密切关注外汇市场动向及其对日本经济的影响。未来日本央行与政府对稳定日元汇率有望进一步达成共识。

图表29 日本央行持有国债存量的一半左右



资料来源: Wind,平安证券研究所

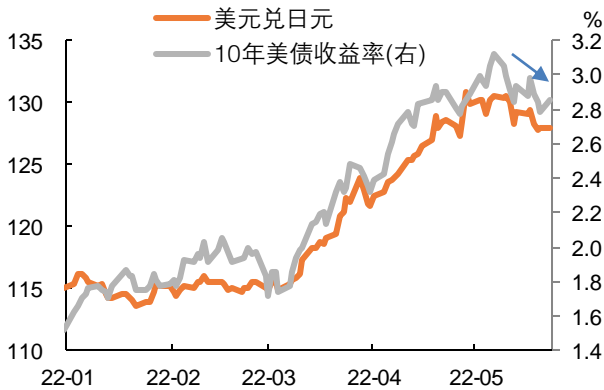
图表30 2022年4月日本核心CPI同比已破2%



资料来源: Wind,平安证券研究所

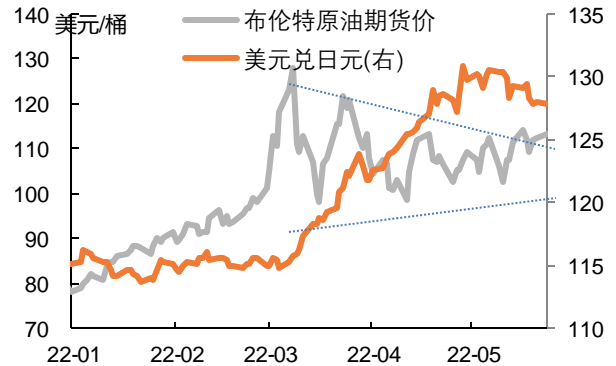
三是，随着美债利率筑顶、油价走势趋稳，日元贬值压力或已部分缓解。美债方面，5月6日10年美债升破3.1%的高位后开始回落，5月20日已跌破2.8%关口。在此期间，美元兑日元汇率也由130上方回落至128以下。美联储5月议息会议后，并未进一步引导加息预期升温，CME利率期货市场对2022年末美国政策利率的预期稳定在2.50%或2.75%左右，因此10年美债利率进一步上行的空间料将有限。油价方面，布伦特油价自3月上旬逼近130美元/桶后，近期波动中枢已下降至110美元/桶，且波幅不断趋窄。当前，市场对于全球经济下行与需求放缓的担忧，已经使油价有所降温。

图表31 美债收益率或正在筑顶



资料来源: Wind,平安证券研究所

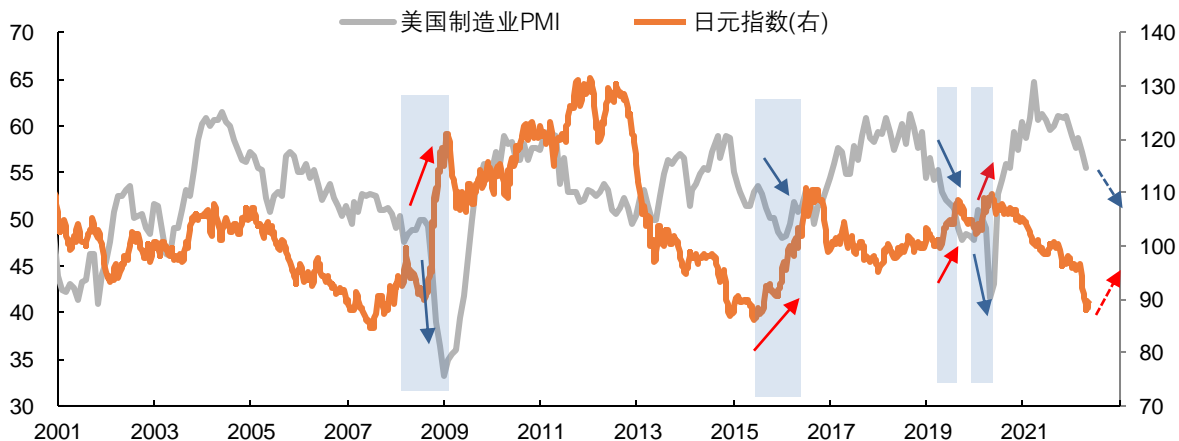
图表32 国际油价结束上行趋势、波幅收窄



资料来源: Wind,平安证券研究所

最后，若未来美欧经济下行乃至衰退风险上升，日元或将更好地发挥避险属性。一方面，如果市场对美欧经济衰退的预期继续升温，美债利率、国际油价可能走低，进一步释放日元的避险属性。另一方面，如果经济衰退临近，美欧央行或停止加息甚至被迫降息，日本相对稳定的经济与货币政策将再次吸引避险资金回流。以美国为例，美国经济走弱或衰退通常助推日元升值。2008年全球金融危机以来，衡量美国经济景气程度的制造业PMI指数，与日元指数走势存在较明显的负相关性，尤其当美国制造业PMI接近或跌破50点“枯荣线”时，日元指数往往上升。2021年11月以来，美国制造业PMI指数已呈快速下行趋势；2022年4月该指标为55.4，已经处于2020年8月以来新低。未来1-2年，在美欧央行通过紧缩对抗高居不下通胀的过程中，美欧经济下行乃至衰退风险不容低估。

图表33 美国经济走弱或衰退通常助推日元升值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 1) 俄乌局势出现积极进展, 继而市场避险需求减弱。2) 国际油价等原材料价格超预期上涨, 日元汇率承受更大压力。3) 美联储加息与缩表的影响超预期, 导致美债利率进一步上行。4) 美欧经济会否衰退仍有不确定性, 继而日元能否发挥避险属性仍不确定等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033