

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 日元贬值与日本央行的考量

分析师:

王鹏

执业证书编号: S1380516030001

联系电话: 010-88300851

邮箱: wangpeng@gkzq.com.cn

2022年12月18日

2022年,日本国债市场和日元汇率同时面临国际资本冲击,日本央行和政府“保汇率”和“保债市”两端防御。今年日元贬值情况与历史上日元贬值有所不同的原因在于,一是日元本轮贬值过快,叠加能源价格上涨,使得日本贸易赤字快速扩大,进口压力剧增;二是日元快速贬值与输入性通胀形成螺旋上升的恶性循环。此外,通胀上涨会危及日本货币政策和国债市场的稳定,因此,需要遏制日元贬值以助于阻断输入性通胀。在此情况下,日本央行分别于9月22日的145和10月21日的150附近两次大规模干预日元汇率,汇率波动幅度均在500点以上。

短期来看,日元汇率将更多取决于外部环境,一旦美国通胀见顶,日元汇率贬值的困局将不攻自破,如果美国通胀仍居高不下,日元汇率将面临更大的挑战,日元汇率短期内还将面临进一步贬值的压力。

长期来看,老龄化对日本经济的影响会更加深远。日本将由储蓄出口国变为储蓄进口国,相应的日本贸易将由盈余转为赤字,尽管有海外收益作为贴补,但经常项目恶化的趋势很难改变,日元长期贬值压力仍存。

总体而言,2023年,只要不出现非美经济体风险导致美元指数被动上涨,美元指数的大概率下降会令日本央行压力减小。

风险提示:美联储超预期加息、地缘冲突加剧升级风险以及全球能源、粮食危机超预期风险等导致汇率波动加大。

今年以来，受国际原油价格高企影响，日元双边汇率急剧贬值。美元兑日元最高升至 151 附近，创近 30 年以来的新高。截止目前，美元兑日元出现趋势性回落，那么，未来，日元双边汇率如何演化？我们从日本央行的考虑入手来试着做一分析。

### 一、日本央行在“保汇率”与“保债市”两端防御

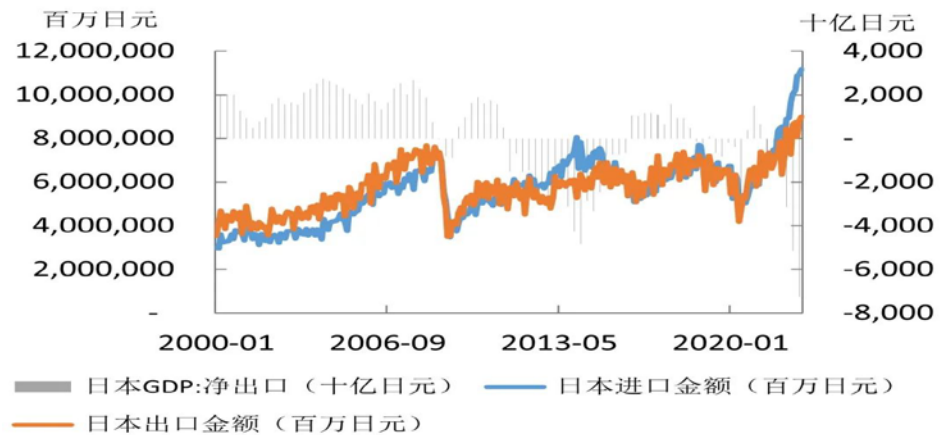
2022 年，日本国债市场和日元汇率同时面临国际资本冲击，日本央行和政府“保汇率”和“保债市”两端防御。国际原油价格的上升引致的通胀抬升使部分国际机构认为日本央行将放弃利率曲线控制而停止购债，大量国际资金做空日本长期国债，十年期国债收益率多次突破日本央行设定的 0.25% 的上限，但是因日本央行干预使收益率回落，国际资本做空日本国债屡屡受挫，于是国际资本转向日元，此后日元贬值压力骤增。2022 年，日元对美元贬值达 22%，今年日元贬值情况与历史上日元贬值有所不同，原因在于，一是日元本轮贬值过快，叠加能源价格上涨，使得日本贸易赤字快速扩大，进口压力剧增。今年以来以日元计价的进口金额连创历史新高，9 月突破 10 万亿日元，几乎为 2021 年同期的 1.5 倍，是 2019 年同期的 1.7 倍；二是日元快速贬值与输入性通胀形成螺旋上升的恶性循环。日本 1 月份 CPI 为 0.4%，9 月份已经上涨至 3%，扣除食品和能源的核心通胀从 -1.9% 上涨至 0.9%，目前此类通胀并非内需增长驱动，而是外部输入的结果，只会给企业和民众带来生存压力。此外，通胀上涨会危及日本货币政策和国债市场的稳定，因此，需要遏制日元贬值以助于阻断输入性通胀。在此情况下，日本央行分别于 9 月 22 日的 145 和 10 月 21 日的 150 附近两次大规模干预日元汇率，汇率波动幅度均在 500 点以上。

### 二、日本央行坚定维持其货币政策不变主要原因是其“本币负债、外币资产”的经济特征

2021 财年，日本名义 GDP 为 542 万亿日元，截至 2022 年三季度，其海外资产折日元为 1290 万亿日元，为 GDP 的 2.4 倍。日本海外资产的直接收益一方面为日本经常项下提供了源源不断的稳定投资收益，近十年，日本海外净收益稳定在 20 万亿日元附近，约为 GDP 的 4%，是日本国民收入的重要组成部分，尤其在当下日本面临贸易赤字时期，净投资收入弥补了贸易赤字，使经常账户能够维持平衡。另一方面增加海外净资产规模。2022 年三季度海外净资产为 423 万亿日元，居全球第一。当资产估

值高于负债估值时会形成净资产，反之形成净负债。净资产的高低除受所投资资产的价格变动影响外，往往还受到汇率的影响，当日元贬值时，海外资产估值折日元金额增加，净资产增加。日本庞大的海外资产既形成了经常项下可观的、稳定的收入来源，反哺日本国内经济，又提升了日本经济抵御日元贬值冲击的能力，使日本经济更具弹性。此次日元汇率大幅贬值的背景下，日本经常项下投资收益大幅提升，同时海外资产估值也得以提升。由于近几十年来日本形成了本币低利率负债，而外币高利率资产的货币错配格局，导致日本央行“两害相权取其轻”，宁可保护政策利率维持低位而放任汇率贬值，而汇率的管理则由其 1.25 万亿美元的外汇储备进行适度干预的政策基调。这是今年其他主要经济体大幅加息背景下，日本央行坚定维持其货币政策不变的根本原因。

图 1：今年以来日本进口金额快速上升



资料来源：wind、国开证券研究与发展部

### 三、2023 年，日本央行的压力取决于美元指数是否下降

短期来看，日元汇率将更多取决于外部环境，一旦美国通胀见顶，日元汇率贬值的困局将不攻自破，如果美国通胀仍居高不下，日元汇率将面临更大的挑战，日元汇率短期内还将面临进一步贬值的压力。

长期来看，老龄化对日本经济的影响会更加深远。日本将由储蓄出口国变为储蓄进口国，相应的日本贸易将由盈余转为赤字，尽管有海外收益作为贴补，但经常项目恶化的趋势很难改变，日元长期贬值压力仍存。

总体而言，2023年，只要不出现非美经济体风险导致美元指数被动上涨，美元指数的大概率下降会令日本央行压力减小。

风险提示：美联储超预期加息、地缘冲突加剧升级风险以及全球能源、粮食危机超预期风险等导致汇率波动加大。

## 分析师简介承诺

分析师简介：王鹏，经济学博士，主要从事长周期下的大类资产配置研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层