

2024年06月16日

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002  
hush@longone.com.cn

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002  
liusj@longone.com.cn

## 联系人

董澄溪  
dcx@longone.com.cn

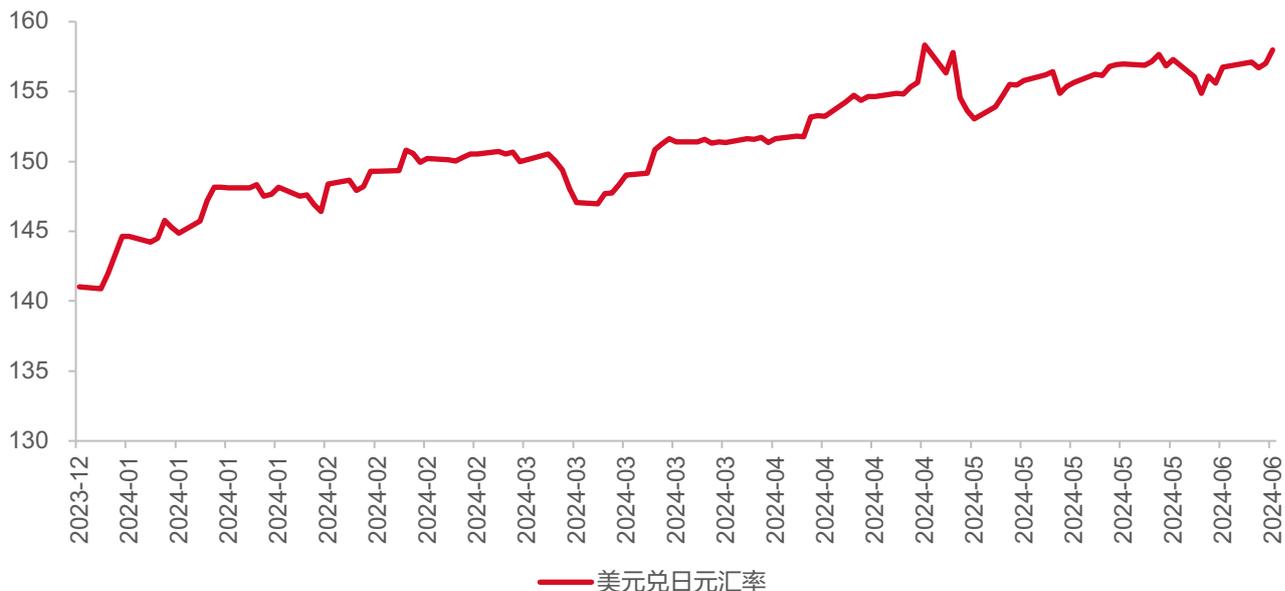
## 为何日央行缩减购债，日元反而贬值？

——海外观察：2024年6月日本央行会议

## 投资要点

- **事件：**日本央行决议维持政策利率在0%-0.1%不变，将减少长期国债的购买规模。未来一到两年的缩减计划将在日央行征求业界观点后，在7月末举行的下次会议上公布。
- **核心观点：**日本央行在经济走弱和日元贬值的背景下，出于减轻日元贬值压力和恢复市场决定长期利率的考量，开始逐步缩减购债。然而，由于市场早有预期，政策出台后反而导致日元走弱。市场对日本货币政策常态化的前景仍不乐观。随着全球利率差异和美联储政策的影响，日元可能继续维持弱势。
- **日央行缩减购债的背景：汇率贬值和经济走弱之下的折中选择。日元有货币政策常态化的必要性：1）4月MPM后日元汇率承压。**继4月会议日央行坚持宽松的政策立场后，日元汇率急剧走弱，日元对美元汇率一度跌破1美元兑158日元。汇率贬值虽然有利于出口，但也抬升进口价格，对日本的国内消费不利。日央行有必要收紧货币政策以减轻日元贬值压力。**2）日本央行持有的债券占比过高，随着日本经济复苏，日本央行希望将长期利率归还市场决定。**日本央行持有近600万亿日元长期日本国债和近4万亿短期日本国债。截至2023年末，日本央行持有的份额占日本国债市场总额的48%。近年来，随着日本私营部门逐步走出资产负债表衰退，私营部门债券交易越发活跃，利率重回市场化正当时。**同时，日央行也必须谨慎行事：1）日本经济和通胀偏弱，加息可能带来风险。**日本国内实际GDP在2023年Q3和2024年Q1均为负增，核心CPI虽然位于2%的目标之上，但自2023年Q3起连续回落。**2）6月FOMC会议后美联储加息预期回落，减轻了日本央行的压力。**欧洲选举后，法国重新选举国民议会等事件导致欧洲政治风险上升，欧元走弱也有助于减轻日元对欧元压力。日本干预汇率的紧迫程度暂时下降。
- **日本央行决议缩减购债之后，日元反而走弱。**市场对于日本央行缩减购债已经有所预期，靴子落地后，由于计划的不确定性过高、及时程度不及市场预期，本次会议决策出台后，日元反而快速贬值。随后，日本央行行长植田和男在新闻发布会上做出鹰派表态，不仅对日本的通胀走向表示信心，还表示缩减购债的规模将会很大，甚至7月有可能加息。日元又有所升值，但最终未能回到会议前的位置，市场依然对日本央行货币政策常态化的前景不抱有信心。根据隔夜指数掉期市场的隐含定价观测，市场目前仅计价日本央行在2024年10月进行一次10个基点的加息，7月加息的概率仅为46%。
- **缩减购债是日本货币政策常态化的第二步，前路道阻且长。**自2001年3月，日本央行最早开始实行量化宽松之后，至今已有23年，日本央行资产负债表也已经扩张至日本GDP的126%。2024年3月，日本央行取消收益率曲线控制、从负利率回归零利率，标志着日本货币政策正常化的第一步，而缩减购债则是第二步。目前，日本央行仅仅是退出存量的宽松政策工具，还没有开始紧缩，但已经有诸多顾虑。缩减购债之后，日本央行的下一步将是加息与缩表，这两个步骤的阻力依然很大，可能不会很快开始。
- **日元的弱势或仍将持续。**日元作为全球套利交易的主要融资货币之一，汇率走势在很大程度上受到美日利差影响。日债利率受日央行购债操作影响更大、波动区间相对较小，美日利差实际主要由美债利率决定，因此日元汇率受美联储政策影响很大。5月美国CPI走弱减轻了近期的日元贬值压力。但我们认为，美国再通胀风险较大，美联储降息预期在今年三季度有可能再次下降。因此无论7月日本央行缩减购债的幅度如何，日元可能都将维持在弱势区间内。
- **风险提示：汇率波动风险；政策调整不确定性；外部经济影响。**

图1 4月MPM后日元汇率承压, JPY/USD



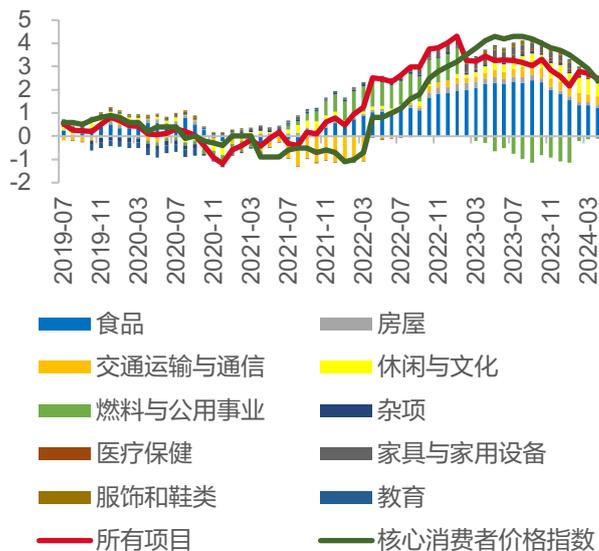
资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

图2 日本实际 GDP 环比增速, %



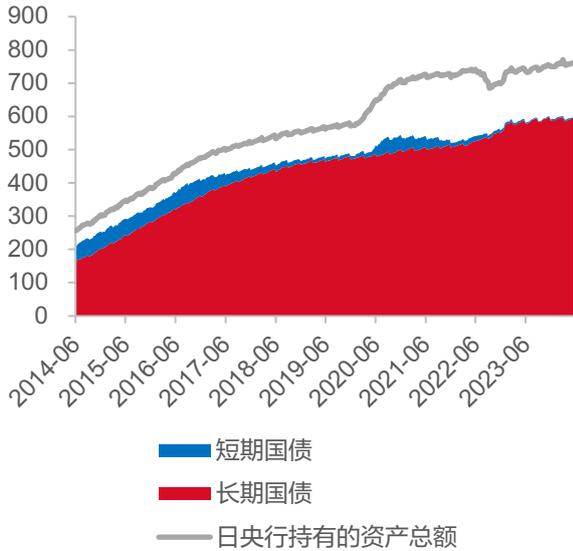
资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

图3 日本 CPI 同比增速及分项构成, %



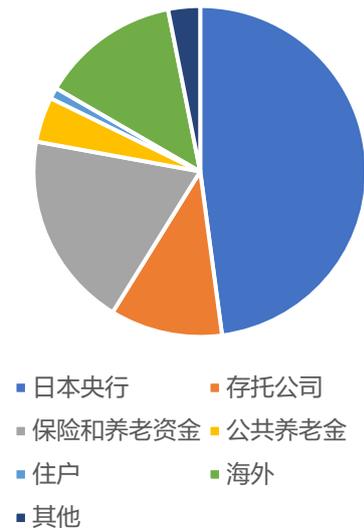
资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

图4 日本央行持有的日本国债，万亿日元



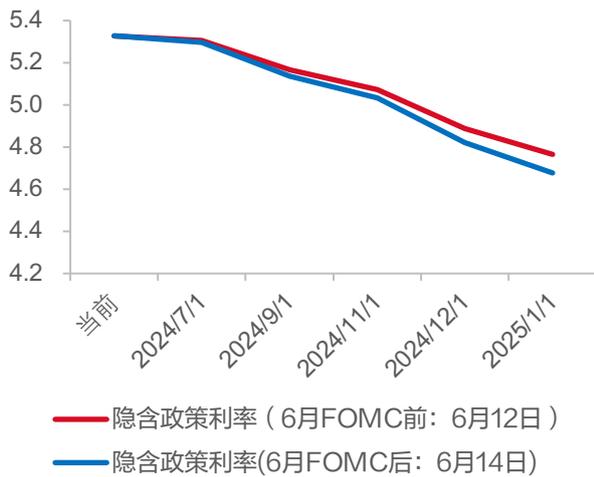
资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

图5 日本国债持有者构成, %



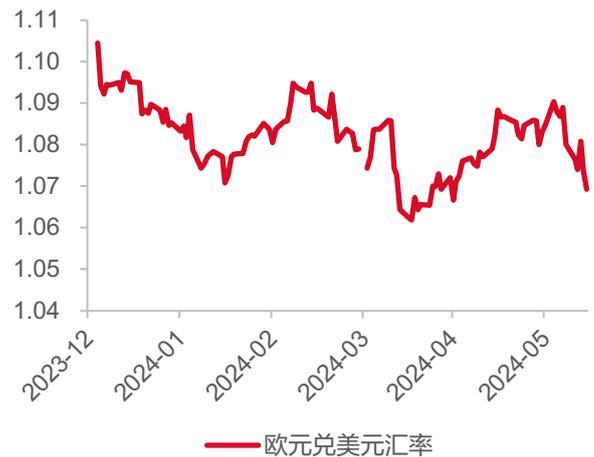
资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

图6 6月FOMC后利率期货隐含的美国政策利率下滑, %



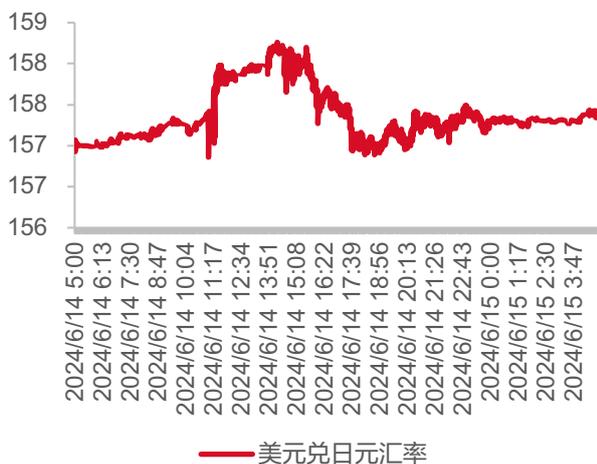
资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

图7 近期欧元走弱, EUR/USD



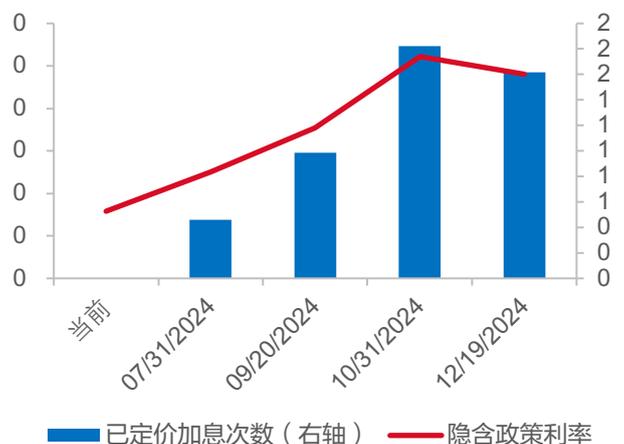
资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

图8 会议决议公布后的日元波动, JPY/USD



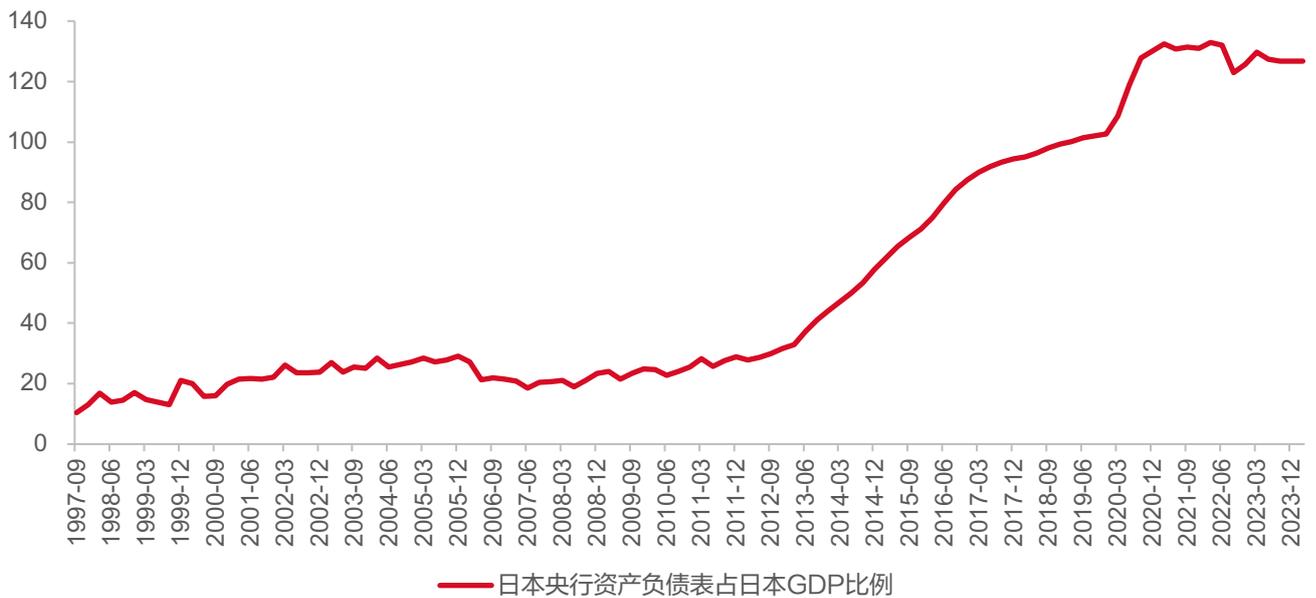
资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

图9 隔夜指数掉期定价的日本加息概率, %, 次



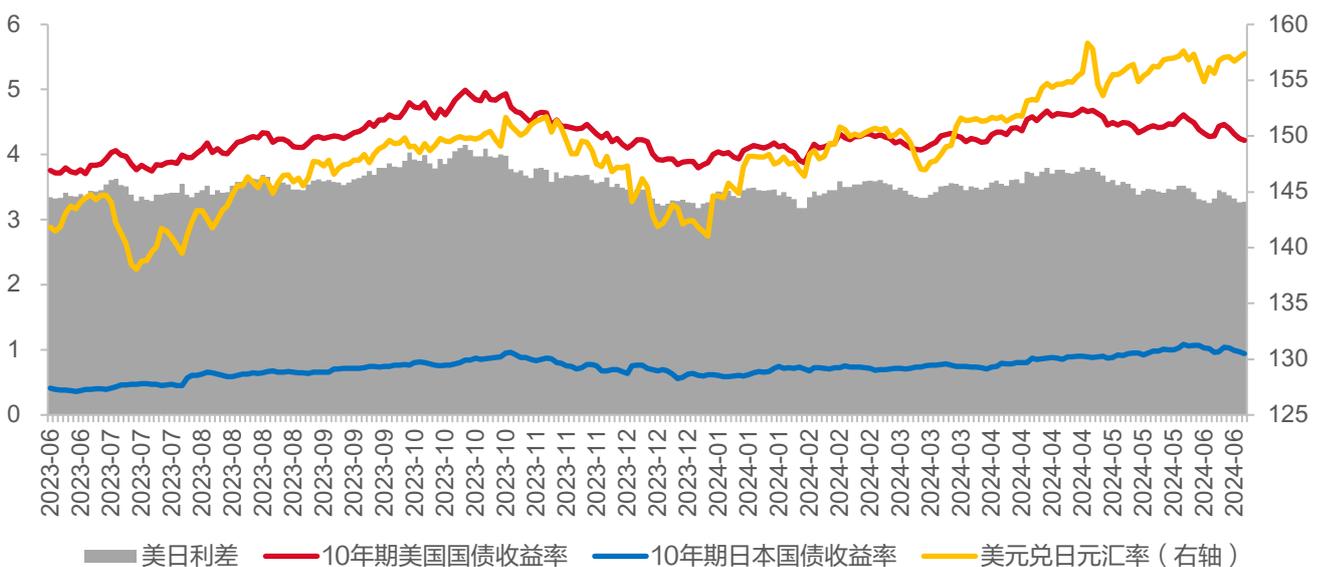
资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

图10 日本央行资产负债表占日本 GDP 比例，%



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图11 美日利差及日元汇率，%，JPY/USD



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师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为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200125

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089