



中信建投期货
CHINA FUTURES

CHINA FUTURES RESEARCH

【建投海外】经济下行压力下，日本货币 政策举棋难定

概要

今年以来，在高利率的抑制作用下，日本迎来了经济的回落，日央行因此在利率政策上始终出现不及市场预期的结果，并带动日元对美元持续走低。

尽管日本政府已经实施财政刺激与汇率调控，但仍无法阻止日元屡次破位，至年终跌破160。展望后市，日本经济压力仍会使日央行难以转鹰，日元的拐点有赖美国货币政策的实际转向。

宏观汇率专题报告

报告信息

作者姓名	朱冠华
电话	023-81157336
期货交易咨询从业信息	Z0019503
发布日期	2024年6月29日

报告体系

周报	每周日发布
季报	每季度末发布
年报	半年与年底发布两次
事件点评	重要事件发布后1天内
专题报告	不定期发布

6月26日，日元对美元汇率正式跌破160大关，这宣告着日本在今年以来的货币政策正常化调整以及多次汇率管控并不成功。

货币政策虽迎调整，3月、6月日央行行动均不及预期。今年3月议息会议上，日央行结束了负利率和收益率曲线控制政策，宣告了持续八年的政策框架彻底改变，但从-0.1%到0.1%的实际加息力度并不高，明显低于市场前期预计的可能加息至0.2-0.25%的市场预期。6月议息会议上，日本央行将基准利率维持在0-0.1%不变，同时宣布将在下次的7月会议上公布缩减购债计划，决定未来1-2年的国债购买。记者发布会环节，植田和男表示对于7月议息会议，“根据届时的经济和物价信息，调整货币宽松程度和提高短期利率是可能的”。虽然会议整体进行了鹰派调整，但会议之前，市场预期日央行将在会议上宣布缩减购债计划，并提出7月会议上可能加息25个基点。

图 1：日本货币政策变化

日本货币政策变化	
2013年5月	央行开启QQE，设立60-70万亿日元/年的基础货币总量增速目标
2014年10月	购债力度加码，基础货币总量增速目标上调至80万亿日元/年，日本央行持有国债存量每年净增长额同时被上调至80万亿日元
2016年1月	央行对超额准备金账户采取-0.1%的利率，日本成为亚洲首个实施负利率的国家
2016年9月	施行收益率曲线控制政策：短端利率目标为-0.1%，长端（10年）利率目标为0%左右，同时引入固定利率无限量购债操作
2018年7月	将10年国债利率的变动幅度由±0.1%扩大至±0.2%
2021年3月	将有关10年国债利率上限的明确在了0.25%（10年国债利率上限实际由0.2%被扩大至0.25%），同时导入连续固定利率无限量购债操作
2022年12月	将10年期国债利率波动区间扩大至±0.5%，将2023年将1-3月日本国债购买规模提高至9万亿日元/月
2023年7月	10年期国债利率波动区间保持±0.5%，但日本央行称未来该上下限仅作为参考，YCC操作弹性放宽至0.5-1%之间
2023年10月	10年期国债利率波动区间保持在0左右，央行将把10年期日本国债收益率1.0%的上限作为市场操作的参考
2024年3月	央行对超额准备金账户采取0.1%的利率，10年期国债利率不再设目标

来源：WIND，iFind，日央行，日本财政部，中信建投期货

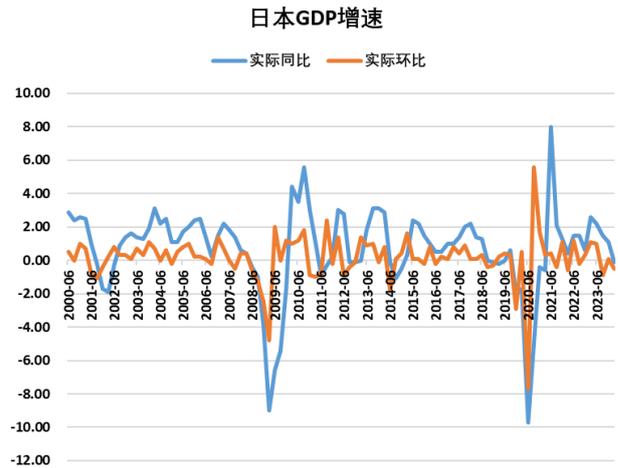
症结可能在于日本经济显著承压。导致日央行货币政策谨慎，并对日元造成压力的最直接原因，在于日本经济在当前利率水平下已经呈现压力。在2023年10月日本议息会议后，10年期日债收益率开始反复冲击1%的

水平，而在今年3月取消10年期国债利率目标过后，日债收益率也在5月后正式突破1%。但是，随着利率上行，日本经济压力呈现。日本一季度GDP增速在2024年一季度出现了实际同比双双负增长，这也成为了继续加息最大的掣肘。

图 2：日债收益率变化



图 3：日本经济增速



来源：WIND，iFind，日央行，日本财政部，中信建投期货

日本政府出手无法阻止日元破位。上半年，日本政府花费了大量资金干预日元汇率。日本财务省公布的数据显示，在4月26日至5月29日期间，为了干预汇市共花费了9.8万亿日元（约合613亿美元）。日元汇率波动上也能看出来，日本政府可能至少在4月29日和5月1日进行过2次大规模干预行动。同时，日本外汇储备数据也显示，日本央行可能通过卖出美债来筹集资金进行外汇干预。但是，日央行的积极行动并未能阻止日元破位，截至6月28日，日元兑美元汇率仍在160。

日本经济刺激苗头已现。为了扭转经济疲弱形式，日本首相岸田文雄曾在2023年11月提出高达17万亿日元的经济刺激计划，而在2024年6月21日，岸田又宣布了一系列新的经济刺激政策。据日本《每日新闻》报道，岸田称政府将在今年秋天制定新的通货膨胀缓解措施，为低收入家庭提供现金补贴。政府还将在能源需求旺盛的8月至10月补贴日本家庭的电费和燃气费。但是，按照以往经验来看，日本刺激政策对经济的影响可能相对有限，同时岸田文雄的低支持率也为刺激计划的实施蒙上阴影。

日元汇率取决于美联储进展。展望未来，在外部高利率的制约下，日本经济回暖难度较大，这也将继续为日央行鸽派奠定基础，并使得日元相对疲弱。但是，一旦美联储开启降息，美日利差的收缩将使得日元的压力

缓解，届时日元将开启上行之路。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。