

2024 年 05 月 10 日

产业研究

“崩盘”逻辑不通，日银选择意在维护经济

近期日元汇率波动事件点评

分析师 孙杨

执业证号：BOI804

8621-60868208

yang.sun@leading-sec.com.hk

联系人 吴浩宗

8621-60868208

wuhaozong@rslsh.com

相关报告

2022-2023 年亚洲股票市场回顾及
未来展望—2024 年 3 月 18 日坚定看好日股韧性，2024 年可持续
投资—2024 年 5 月 09 日

点评要点

4 月以来日元持续遭受国际空头的做空而持续贬值，29 日，日本央行进行了干预反制。从时间点的选择以及投入的资金来看，本次干预汇市日本央行的手段符合其一贯的“奇袭”特色且态度强硬，在打击空头的同时不致日元过度升值。4 月 29 日周一汇市开盘后，由于外资空头的疯狂挑衅，日元兑美元汇率一度跌到 160.25 这一 1990 年 4 月以来新低，导致了日本银行出手干预。大体分三波抛售美元，第一次在 10 点 30 分左右，将日元急速拉升到了 155.2，随后市场以为干预结束，开始捡便宜筹码，日元再次贬至 157 的水平；下午 4 点 30 分第二波干预开始，把汇率重新拉回 154.55 的位置，自此市场开始恢复理性，但贬值依然在继续；4 月 30 日凌晨 1 时。央行最后一次干预，将汇率从 156.8 拉回 155.2，自此市场彻底恢复理性。据市场估算，本次干预央行共动用了 5 万亿日元的资金量，少于 2022 年 10 月干预市场的 6.3 万亿日元，且由于是非公开干预，因此日本政府并未对此次汇率的大幅变动作任何公开解释。

从干预的点位来看，体现了日本央行在指定策略时的纠结。日本央行本次选择干预的时间点，不是市场常规认为的 153 或 155，而是将其延后到了 160 才出手，因此当时市场一度认为日本央行已经放弃了维护日元，美元兑日元冲破 160 之后将在几天内来到 170。但是抛开表象，我们认为，日本央行宁愿付出更多的货币代价也要拖到最后一刻才出手，是担心自己过早的介入会对日本的通胀造成不良影响，毁了苦等 20 多年才等来的目前的经济局面。在我们之前的报告中已经有过陈述，日元的疲软对目前的日本经济仍是有利的。日元的疲软使得出口商的获利增厚，同时重启的通胀使得商户有信心重新开始调整商品价格而不用担心过多的客户流失，日本本土企业逐渐拿回定价权；而工资的上涨以及政府的补贴又有效抵消了居民部门增长的生活成本支出，如此的正向循环正在使日本走出通缩的泥潭；同时日本是一个拥有大量外国资产的国家，日元的走弱带来的是以日元计价的外国债券和股票的价值膨胀，拿日本的巨无霸一养老金投资基金来说，日元走软推高了以日元计算的外国资产价值，GPIF 管理的总资产在 2023 年增长了约 20%，达到 224 万亿日元，同时日股走高也推高了其投资收益，让基金在 2023 年一季度便收回了 2022 年所有亏损并扭亏为盈。

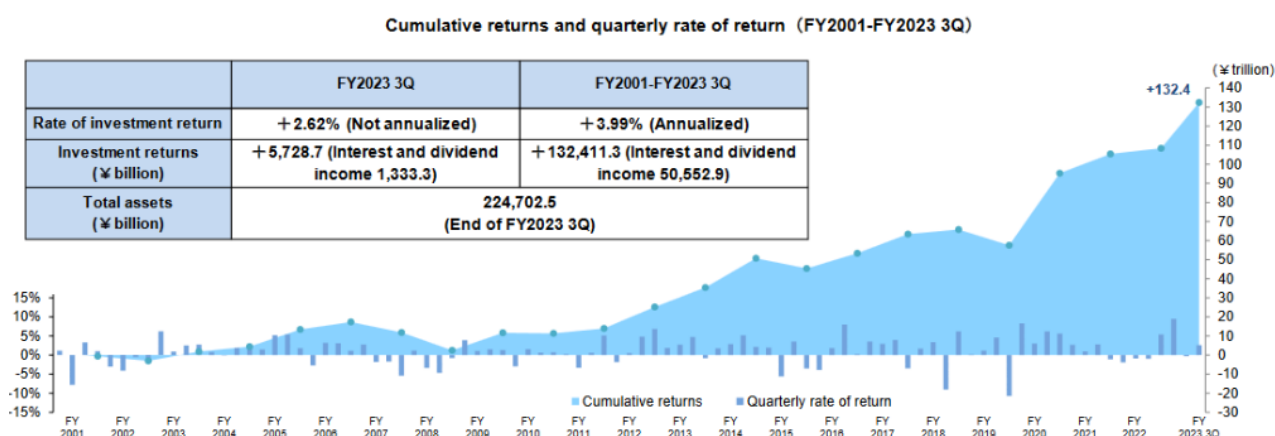
但“技术性贬值”终有尽头，日本央行终究要出手。既然日元贬值对日本经济是利好的，为什么日本央行最终依然要干预？一国货币代表了国家信用，任由货币无度贬值将打击货币在国际上的地位，本国的优质资产变为任由收割的白菜。这个尽头很难量化，但 1 美元兑 160 日元在目前的市场常理上来说已经非常夸张，可以说是日本央行被动出手的“认知底线”。

• 风险提示：通胀风险、地缘冲突风险、政策风险、汇率风险、数据风险

日元长期疲软趋势难变，美国降息的时机就显得尤为重要，因为降息可以卸除导致日元贬值的主要外部压力。虽然美元兑日元目前在 155 的市场博弈心里点位僵持，但由于日本央行在货币政策上的鸽派倾向，日元长期来说很难走向升值区间，很可能依然会向 160 这一央行的新底线逐渐靠拢。而美国的降息相当于去除了强势美元对于弱势日元的外部贬值压力，使日本可以无后顾之忧地研究日元的温和升值道路；同时美国降息后美元的贬值也可缓和输入性通胀给居民部门带来的生活成本压力，缓和食品饮料的涨价对于最脆弱群体的冲击。目前美国大选是一个比较公认的关键契机。就特朗普团队现在曝光的未来计划来看，他们会让美元贬值以推动出口减少赤字，那么若特朗普赢得大选，其敦促美联储降息的意愿便更强。但从目前的情况来看，美联储本年度拒不降息的强硬态度可能撑不到大选结束。根据 5 月 3 日美国劳工部发布的数据显示，4 月，非农就业人数增加 17.5 万人，大幅低于预期的 24 万人；失业率升至 3.9%，比上个月上升 0.1 个百分点；4 月薪资同比涨幅低于预期和前值，平均每小时工资同比增长 3.9%，低于预期 0.1 个百分点，比上个月放缓 0.2 个百分点。此报告发出后，市场对于美联储降息的预期再次被点燃，根据 CME 观察显示，截至 5 月 9 日，市场预计美联储大概率降息的时间为 9 月，概率近 7 成，同时预期 2024 年会有 2 次降息，12 月还有可能再降一次，超过非农数据公布前。

从逻辑上来说，日元不存在短期内被投机空头逼至崩盘的情况。从干预的能力上来说，日本银行在与任何国际投机资金的博弈中都不缺少子弹。日银可动用的美元现金超过千亿，持有的美债过万亿美元，就更别提日银与美联储签订的货币互换协议意味着日本理论上可以从美联储得到无限量的美元，因此只要日本银行下定决心，没有任何资金可以在短期内硬刚其干预行为。5 月 9 日外发的日本央行会议纪要也显示，央行目前并不存在“躺平”的想法。会议意见摘要显示，央行董事会在 4 月的政策会议上转向了鹰派立场，许多人呼吁需要稳步加息，以防止通胀超调的风险。并且日本财务省财务官神田真人表示，干预汇市可使用的外汇储备没有限制。

图 1：日本养老金投资基金在 2023 年资产规模增长至 224 万亿日元，创近年新高



数据来源：GPIF 官网 立鼎证券研究院

图 2：根据 CME 观察，截至 5 月 9 日，9 月美联储降息概率近 7 成

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	91.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	29.2%	68.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	15.7%	48.9%	34.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.2%	27.3%	43.8%	22.3%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.2%	3.3%	16.9%	35.7%	32.9%	10.9%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.5%	9.1%	24.8%	34.5%	23.6%	6.3%
2025/3/19	0.0%	0.8%	5.3%	17.1%	29.8%	29.0%	14.9%	3.1%
2025/4/30	0.3%	2.5%	9.7%	21.8%	29.5%	23.7%	10.5%	2.0%

数据来源：CME 立鼎证券研究院

风险提示

通胀风险

如美联储未来的降息进程出现重大转变，与目前的逻辑出现较大的差异，可能导致日本的宏观经济情况存在与本文分析情况差别较大的风险；另外，若日本通胀与工资上涨的良性循环没有有效形成，也会阻碍日本经济的复苏

地缘冲突风险

目前仍存在的地缘冲突可能导致食品、能源及其他生活必需品价格的再次飙升，并限制大宗商品的跨境，引起价格的进一步波动，影响全球的通货紧缩进程。

政策风险

部分国家颠覆性的或反常识的涉及政治或经济方面的政策可能导致一个或多个国家蒙受计划外的经济损失，从而拖慢全球经济复苏的步伐。

汇率风险

日本央行预料外的加息走势使得日元在短时间内过快升值；日本央行未能有效管控日元汇率使其在短时间内恶性贬值，超过居民及企业耐受范围

数据风险

本研究采用了第三方数据，存在数据公布不及时或数据公布不全面，影响分析结果的风险。

评级指南及免责声明

披露事项

本文件由立鼎证券有限公司(“立鼎”)编制。立鼎及其子公司，母公司和/或关联公司跟在本文件中所提及过的公司及其子公司，母公司和/或关联公司之间有正常业务关系和/或股权关系。

免责声明

本文件基于我们认为可靠的信息，但立鼎证券有限公司并未独立验证本文件的内容。本文件所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本文件所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且立鼎证券有限公司，公司其股东，或任何其他人士，对于因使用本文件或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本文件不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作或本文件中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或认购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息或其他重要信息为依据。

本文件之内容不是为任何投资者的投资目标，需要及财政状况而编写。在签订任何投资协议之前，投资者应审慎考虑自身状况，并在必要时寻求专业意见后再进行投资决策。本文件内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保证此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本文件内之意见可随时更改而无须事先通知任何人。在任何情况下，立鼎及所有其关联方一概不就任何第三方因依赖本文件内容的作为或不作为而直接，间接，附带或偶然产生的任何损失承担或负上任何责任，即使立鼎在有关作为或不作为发生时而知悉该等作为或不作为。

本文件在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本文件乃属于立鼎之财产，未经立鼎事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而立鼎亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本文件内的全部或部分内容而引起的任何责任。投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。立鼎(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。