

研究员：王鹏

期货从业证号：

F03127257

投资咨询资格编号：

Z0020170

✉: wangpeng_qh@chinastock.com.cn

日元“套息交易”仓位、汇率走势及影响

报告摘要

二十世纪九十年代以来，日本央行长期维持低利率环境，叠加日本开放且完善的国际金融体系，使得日元长期成为“套息交易”的主要借出货币。但随着2023年以来，日本央行不断调整货币政策，特别是2024年7月底的加息，大量“套息交易”被迫平仓，并引发金融市场流动性冲击。日元汇率的影响因素也更为复杂。

以传统汇率分析框架不同，日元的特殊属性导致利差成为观察日元汇报变动最重要的因素，也使得日元在全球经济向好过程中更多呈现“套息货币”特征；在全球经济下行周期更多呈现“避险货币”特征。

尽管目前的日元“套息交易”仓位很难精确测算，但从CME日元兑美元非商业持仓规模看，日元空头已经大幅下降，同时随着日本央行承诺未来在市场不稳定时，日本央行不会贸然加息，可以认为，最初的“套利交易”平仓冲击已逐渐平息，未来即便还有一些平仓动作，可能也会以更为平缓的方式展开。

未来，相较于即将开启的美元“降息周期”，日央货币政策将更为保守，美日利差计息缩窄。在美元指数走弱大背景下，日元将呈现继续升值的动力和更加倾向于“避险货币”的特征。

结合1970年以来，美元降息周期中日元及相关经验：

1、美元和日元走势分化均出现在降息周期初期，后均为日元升值向美元靠拢，并在回归到合适位置后再度双双反弹；2、在此过程中，均出现日元空头平仓和流动性收紧，这也是美元和日元汇率从分化到回归的开始；3、在此过程中，美债短期跟随降息过程收益率下降，美债长端趋势不定，但美债长短端利差均开始扩大。特别是当长短利差恢复到0时，美日汇率分化情况大幅扭转，日元加速升值。目前美债正在接近这一水平，因此日元中期仍有升值动力。

风险因素：美国经济再度走强、日本央行货币政策明显偏鸽、国际冲突影响

一、利差是观察日元汇率最重要的因素

传统汇率分析框架中，经济基本面差异、政策差异、利差等都是影响汇率走势的重要因素，但观察日元汇率的重点有所不同。2000 年以来，日本央行的政策利率始终维持在 0 附近，且日本也是全球率先实施量化宽松的国家，日央所持日元资产的比例也在不断增大，这些因素都限制了日央在后续全球经济波动环境下继续实施量化宽松的空间。这也导致，相较欧、美等国央行，日本央行的政策弹性较小，日元往往跟随美联储等海外主要经济体货币周期的波动而“逆向”调整。

在日元长期“低利率”影响下，日本经济走势、贸易情况和赤字规模等财政因素对日元汇率的影响都较为间接，利差走势及其背后投射出的货币政策变化是观察日元汇率的最重要的因素。当全球经济向好，其他国家债券与日本债券利差拉大，日元贬值压力增大，日元更多体现“融资货币”属性，同时促进日本出口规模增长；当全球经济走弱，其他国家债券与日本债券利差缩小，日元汇率升值，日元体现出“避险货币”属性。

2013 年以来，日本进出口规模、特别是出口金额与美元兑日元汇率走势较为相关。日本作为机械、电器、工业制成品等产品的重要出口国，全球经济走势和日元汇率双重影响了日本出口情况，2024 年 7 月，日本出口增速保持稳定，出口金额继续增大，但在美元指数走弱，日元“套息交易”平仓等因素影响下，日元汇率已经有所下跌（日元升值）。未来以全球 PMI 为代表的全球经济增速可能继续下降，美元指数继续趋弱，因此中期看，日元将回归“避险货币”属性，日元汇率升值，日本出口增速下滑，但短期日元继续大幅升值动力有所减弱。全球经济处于筑顶的过程中，先行指标显示未来这一趋势将继续，其中制造业先于服务业转弱。

图1：美元指数、美元兑日元汇率与日本贸易走势



数据来源：Wind、银河期货

二、利差下的日元走势

二十世纪九十年代经济泡沫破裂后，日本经济长期面临低增长和低通胀的挑战。尽管日本央行采取了多种货币宽松政策，但经济增长和通胀依然乏力。为了应对这一局面，2013年日本央行引入了创新性的YCC（Yield Curve Control，收益率曲线控制）政策，旨在通过调控国债收益率曲线的形状，促进经济稳定增长并实现通胀目标，随着支撑实施和经济变化，日本央行于2016年、2018年、2021年、2022年、2023年多次对YCC政策做出调整。

2022年以来，伴随日本经济回升、劳动力结构和薪资变化，日本通胀逐步向2%的目标靠近。2022年4月起，日本CPI同比持续高于2%，甚至一度高于4%，2024年7月CPI同比仍处于2.8%水平。2024年3月19日，日央宣布正式废除负利率并不再对长期利率设置参考值，这标志着日本YCC政策正式结束。也是日本央行货币政策的一个重要历史转折点。2024年7月31日，日本央行再度宣布加息25BP，日本长短期国债收益率走势分化，市场上长期存在大量日元“套息交易”被迫平仓，并造成流动性冲击，这些变动使得未来日元汇率走势将受到更多因素的影响。

未来，相较于即将开启的美元“降息周期”，日央货币政策将更为保守，美日利差计息缩窄。在美元指数走弱大背景下，日元将呈现继续升值的动力和更加倾向于“避险货币”的特征。

图2：美元兑日元与美日利差走势



数据来源：Wind、银河期货

三、日元“套息交易”仓位

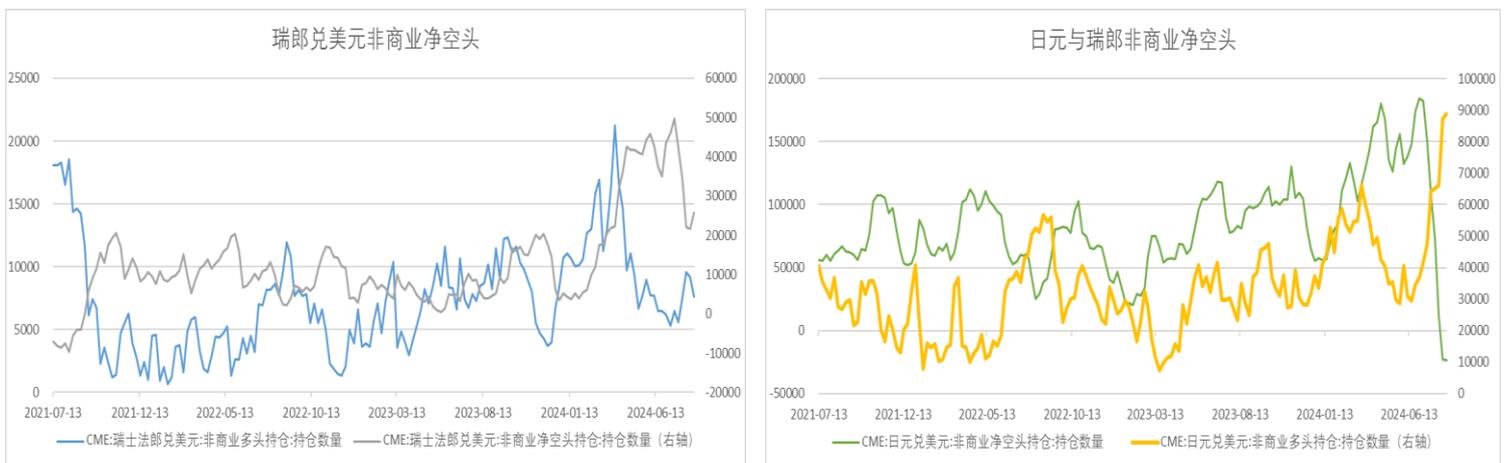
日元的套息交易指：投资者以日元融资或持有日元，再将日元换成相对高息货币，并通过外汇衍生产品锁定远期汇率，投资以高息货币计价的资产，投资到期后以锁定的汇率兑换回日元。通过套息交易，投资者在获取日元低融资成本和高息货币利差收益的同时，甚至还可以获取日元和高息货币汇率相对升贬值带来的汇差收益。在日本长期的低利率环境和相对完善且开放的国际化金融体系的双重加持下，投资者同时保有日元空头和高息货币的多头完成套息操作，日元也成为全球套息交易的主要借出货币。在美元降息周期即将开启的背景下，

2024年7月31日的日央加息，不仅造成美日利差进一步缩窄，使得日元套息交易大量平仓，更是在美元流动性本已经较为缺乏的情况下，引发金融市场的流动性冲击。

事实上，目前日元套利交易究竟平仓了多少始终是个很难说清的数据。从源头上看，日元套利交易规模究竟有多大很难追溯，因为货币交易规模无法集中追踪。近年来，从对冲基金、家族理财室、私人资本到日本企业，几乎所有跨资产的市场参与者都会使用到这种交易，而即使金融机构的仓位可以模糊估计，企业等机构的仓位规模也使得整个套息交易仓位无法确定。从CME日元兑美元非商业持仓规模看，日元空头已经大幅下降，日元正在显现出货币升值的“避险”属性，同时随着日本央行承诺未来在市场不稳定时，日本央行不会贸然加息，可以认为，最初的“套利交易“平仓冲击已逐渐平息，未来即便还有一些平仓动作，可能也会以更为平缓的方式展开。

同时，与日元具有类似“避险货币”特征的瑞郎CME持仓也出现与日元相似变化，瑞郎的表现也在确认日元套息交易将不会反复，日元汇率波动性将有所减弱。

图3：日元兑美元、瑞郎兑美元净空头



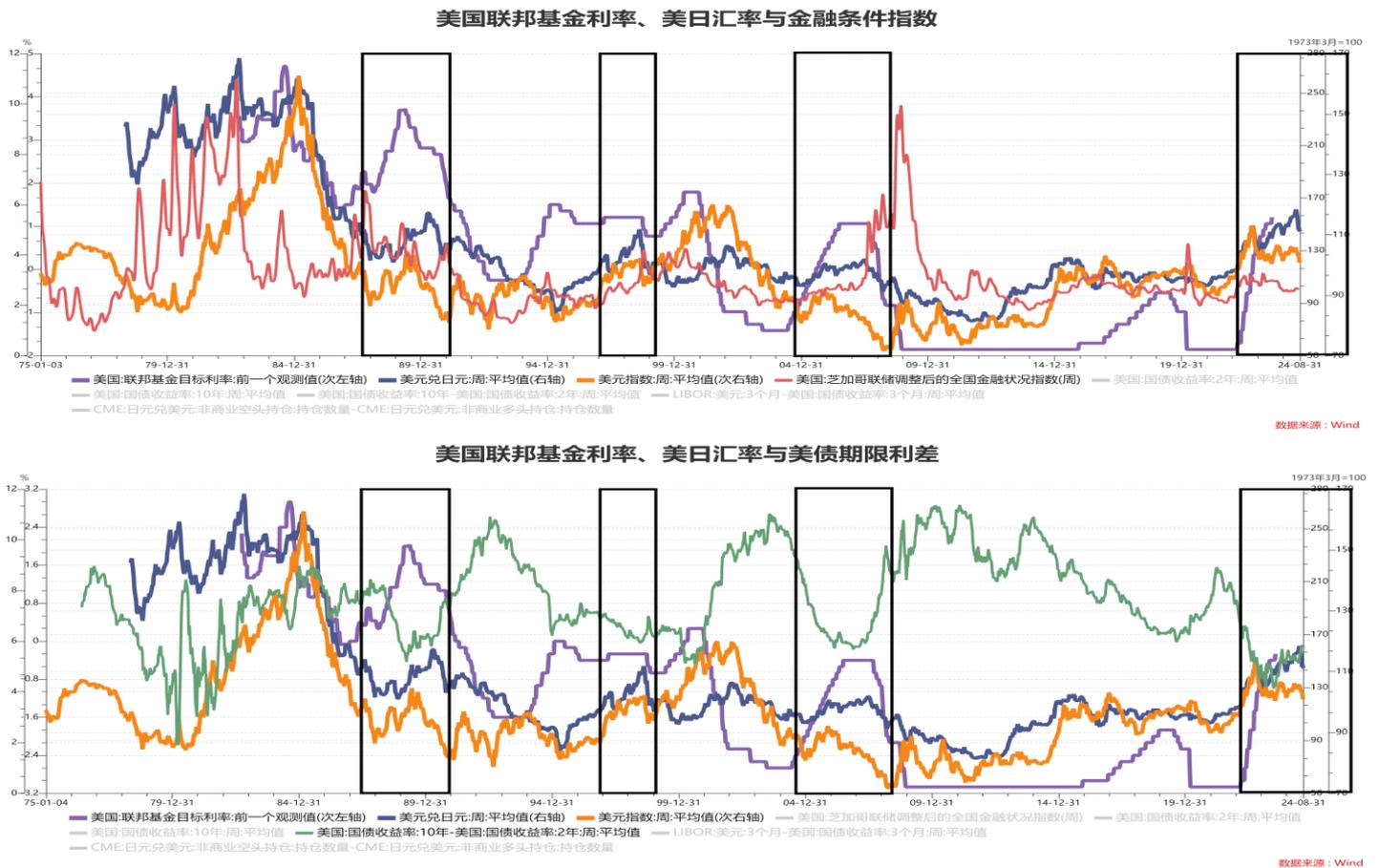
数据来源：Wind、银河期货

四、美元降息初期的日元表现及影响

1970年以来，美元降息周期初期曾三次出现“美元指数与日元汇率分化（美元和日元均贬值）”的情况（下图标识），期间金融市场也出现了类似变化，这些变化在未来可能再度出现：

- 1、美元和日元走势分化均出现在降息周期初期，后均为日元升值向美元靠拢，并在回归到合适位置后再度双双反弹；
- 2、在此过程中，均出现日元空头平仓和流动性收紧，这也是美元和日元汇率从分化到回归的开始；
- 3、在此过程中，美债短期跟随降息过程收益率下降，美债长端趋势不定，但美债长短端利差均开始扩大。特别是当长短利差恢复到0时，美日汇率分化情况大幅扭转，日元加速升值。目前美债正在接近这一水平，因此日元中期仍有升值动力。

图4：美元降息周期下的日元汇率、金融条件指数及美债期限利差变化



数据来源：Wind、银河期货

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799