



## 日元走弱背景下的资产配置策略

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

作者：梁海宽

执业编号：F3064313(从业) Z0015305(投资咨询)

联系方式：010-68518650/ lianghaikuan@foundersc.com

成文时间：2022年4月7日星期四

### 摘要：

日元长期以来被视为避险货币，本世纪以来日元套利规模逐步扩大，日元汇率逐步成为观察全球资金风险偏好的重要指标。近期受全球能源价格大涨以及日本央行维持独立宽松的货币政策，使得美元兑日元汇率向上突破了自2015年以来的长期下行趋势线。近20年来日元的贬值往往伴随着日本对海外权益市场的增持和对海外债券的减持。年初以来日本出现减持美债以及美股近期的上行修复一定程度上再度印证这一规律。从长周期的角度来看，日元汇率中长期趋势的变化对全球权益市场有着重要的指引作用。A股近20年以来的两轮牛市启动之前均出现日元的趋势性贬值。另外澳元兑日元汇率与美股的波动率具有较好的长期负相关性。当前澳元兑日元汇率处于历史高位，且后续仍有进一步上行空间，预示着美股的波动率将逐步收窄，全球主要经济体权益市场当前的修复行情短期仍将持续。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

## 一、近期日元破位下行的原因

近期美元兑日元汇率出现趋势性上行突破，主要原因是由于近期全球能源价格的大幅上涨，使得日本经常账户出现逆差。从历史长期走势来看，美元兑日元汇率与全球能源价格呈现明显的正相关性。日本作为对能源高度依赖进口的国家，能源价格的上涨对其国际收支影响较大。另外在美联储开启加息的背景下，日本央行仍坚持较为独立的宽松货币政策。宣布以 0.25% 的利率无限量购买 10 年期日本国债，这是日本央行今年第二次入市干预以捍卫其长期国债收益率上限。日美利差的扩大进一步驱动资金流出日本市场。近期美元兑日元汇率已经向上突破自 2015 年以来的下降通道，复盘近 20 年的历史走势，日元汇率的趋势性拐点对全球大类资产价格有重要影响。



图 1-1：原油价格对日元汇率的指引作用

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

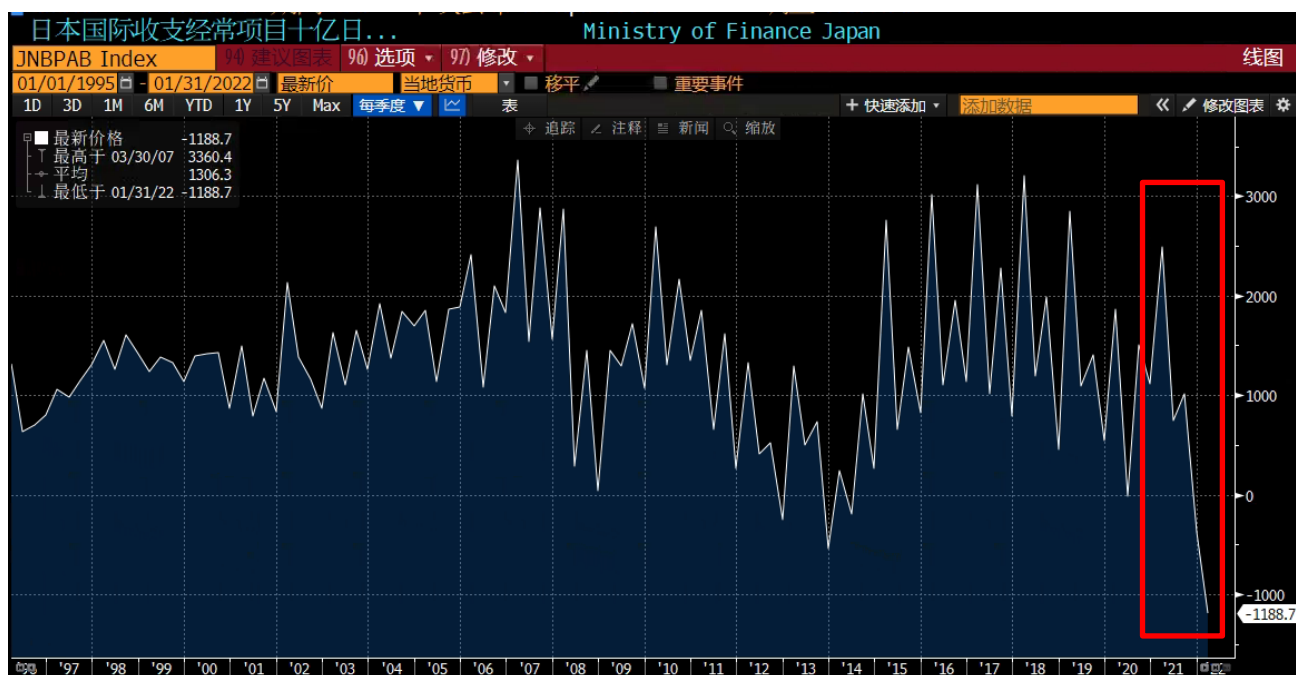


图 1-2：日元国际收支经常项目变化（十亿日元）

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

## 二、日元汇率是全球资金风险偏好的重要指标

日元一直以来被作为全球最重要的避险货币之一。一方面是因为日本战后自身政治环境较为稳定，经济总量多年位居全球前三，美元外汇储备充裕，有能力捍卫本币汇率。另一方面是由于日元自身流动性较好，可自由兑换，是当今全球最为重要的储备货币之一。更为重要的一点是日本自上世纪 90 年代以来维持长期的低利率环境，使得利率大幅下行的风险得以规避。

基于日元的避险属性，从上世纪 90 年代后期开始，日元的套利操作开始出现。具体来说就是借入低利率的日元，在外汇市场购入美元，英镑等高息货币，或投资海外高息货币市场的股票市场，房地产市场，或投资大宗商品市场。利用低成本资金的优势完成获利。在 21 世纪初，日元套利达到高峰。2001-2006 年日本始终维持“零利率”政策，而美联储在 2004-2006 年处于加息周期，其他主要经济体在这一阶段也多处于利率上行期。随着全球主要发达经济体与日本利差的走扩，日元套利趋于活跃，这一阶段大量资金从日本进入欧美股市，房地产以及全球商品市场，在一定程度上推升了这一阶段欧美风险资产和全球大宗商品价格，而这一期间由于日元被抛售，日元汇率进入下行通道。2008 年后，随着美联储开启 QE，全球发达经济体利率均进入下行通道，日元与欧美主要货币的套利结束，开始转向新兴市场国家。至 2013 年，全球日元套利规模已达到 2000-3000 亿美元。

由于日元兑美元的汇率可以在一定程度上反映美日利差，也可反映日元当前需求的强弱，故日元汇率可作为判断日元套利启动与结束的重要参考指标。日元的贬值往往伴随着日本对海外权益市场的增持（如图 2-2）和对海外债券的减持（如图 2-1）。参考近 20 年的走势，日元汇率的趋势性拐点往往伴随着资金风险偏好的切换。年初以来日本出现部分减持美国国债，与日元汇率走势再次印证。

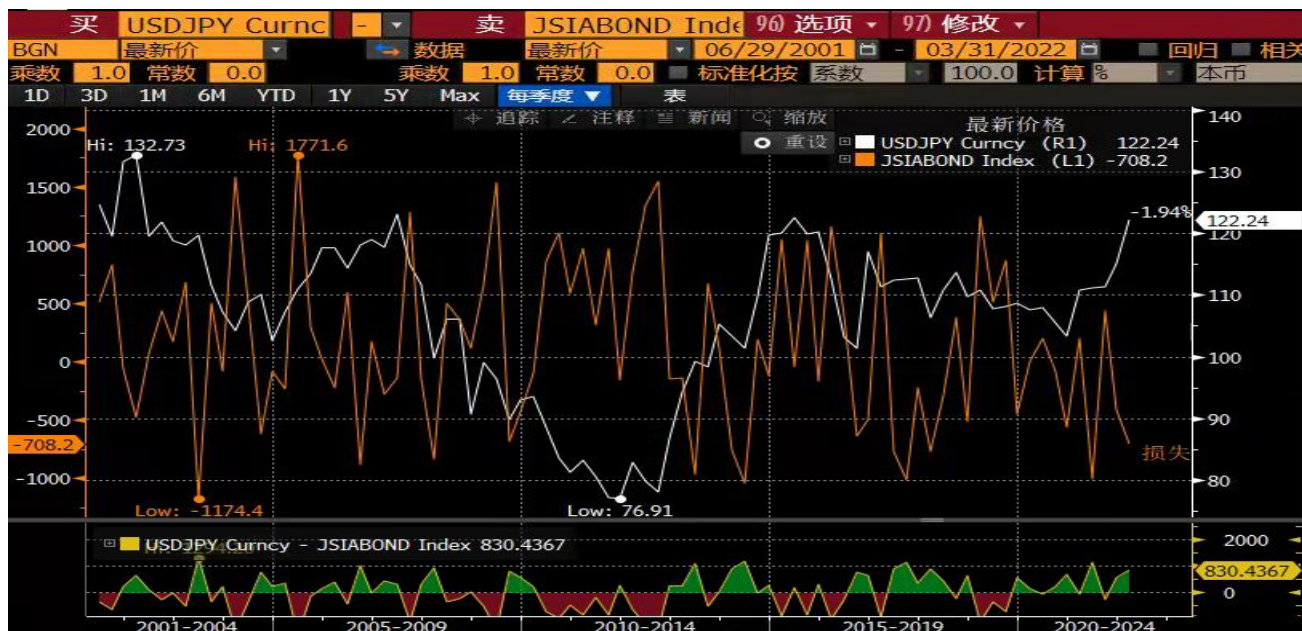


图 2-1：日元汇率走弱抑制日本对海外债券市场的投资

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院



图 2-2：日元汇率走弱刺激日本对海外股票市场投资

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院



### 三、日元汇率对全球风险资产的指引作用

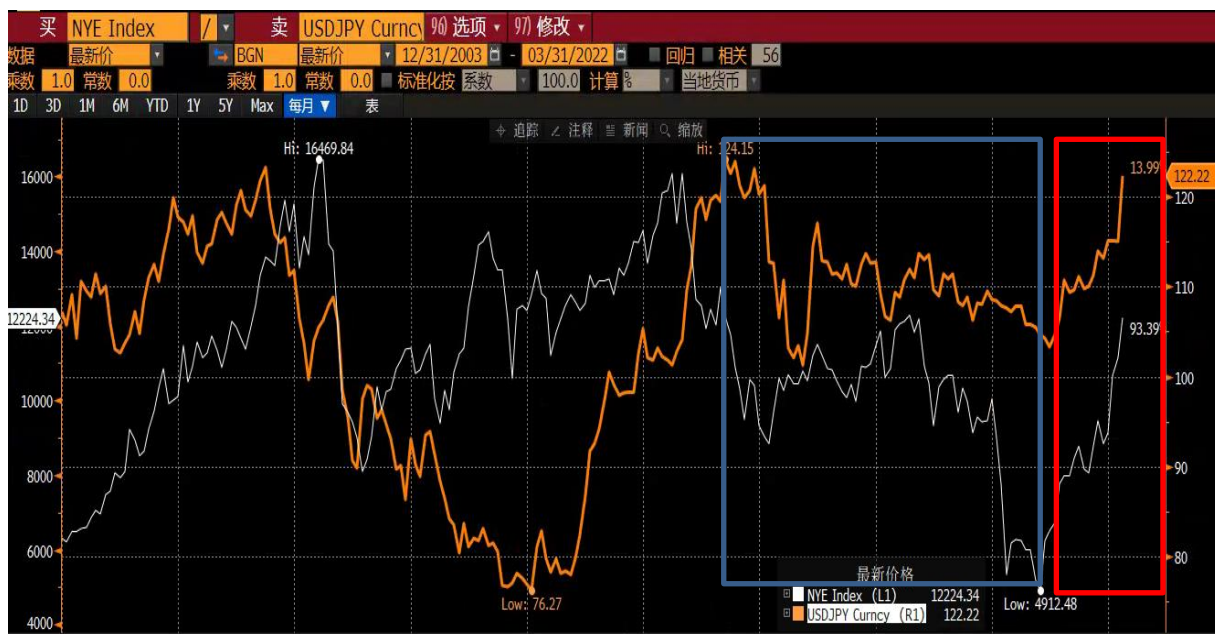


图 3-1 日元汇率与美股走势对比

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院



图 3-2 日元汇率与沪深 300 指数走势对比

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

由前文可知，日元汇率可作为全球资金风险偏好的重要观察指标，美元兑日元汇率的变化对中美股市均表现出较好的前瞻性，尤其是对大级别行情的指引作用更为明显（图 3-1，3-2）。从上世纪 90 年代末至今，美元兑日元汇率一共出现过三次大级别的上行突破行情。第一次是在 2005 年，美元兑日元汇率结束了 1998 年以来的长达 7 年的下行趋势。随后 A 股市场开启 2006-2007 年的牛市，纽交所能源指数也创出新高。第二次是在 2012 年底，彼时美元兑日元汇率向上突破了自 2007 年以来长达 5 年的下行趋势线，随后纽交

所能源指数也结束盘整，再度走强，上探至前期高点附近。A 股创业板指在日元汇率完成向上突破的同时见底，并在随后的两年半里累计涨幅近 8 倍，开启了一轮波澜壮阔的牛市行情。上证指数在日元汇率突破的一年半后也结束盘整，开启加速上行模式。

2021 年美元兑日元汇率开始出现第三次趋势性反转的迹象。随着美联储再度开启加息周期，而日本央行仍维持宽松政策，努力捍卫其国债收益率上线。到今年一季度美元兑日元汇率出现趋势性拐点，一举突破自 2015 年以来的下行趋势。本次日元汇率的上行周期持续时间在 6-7 年，与前两轮周期的持续时间大体一致。纽交所能源指数当前也已跟随美元兑日元汇率走势向上突破了自前期高点以来的下降趋势线，后续有望升至前两轮高点附近。而近期沪深 300 指数与日元汇率走势的明显分化（图 3-2）预示着国内权益市场短期处于超卖区间，后续的上涨弹性较海外市场应更大。

#### 四、澳元兑日元汇率对权益市场波动率的指引

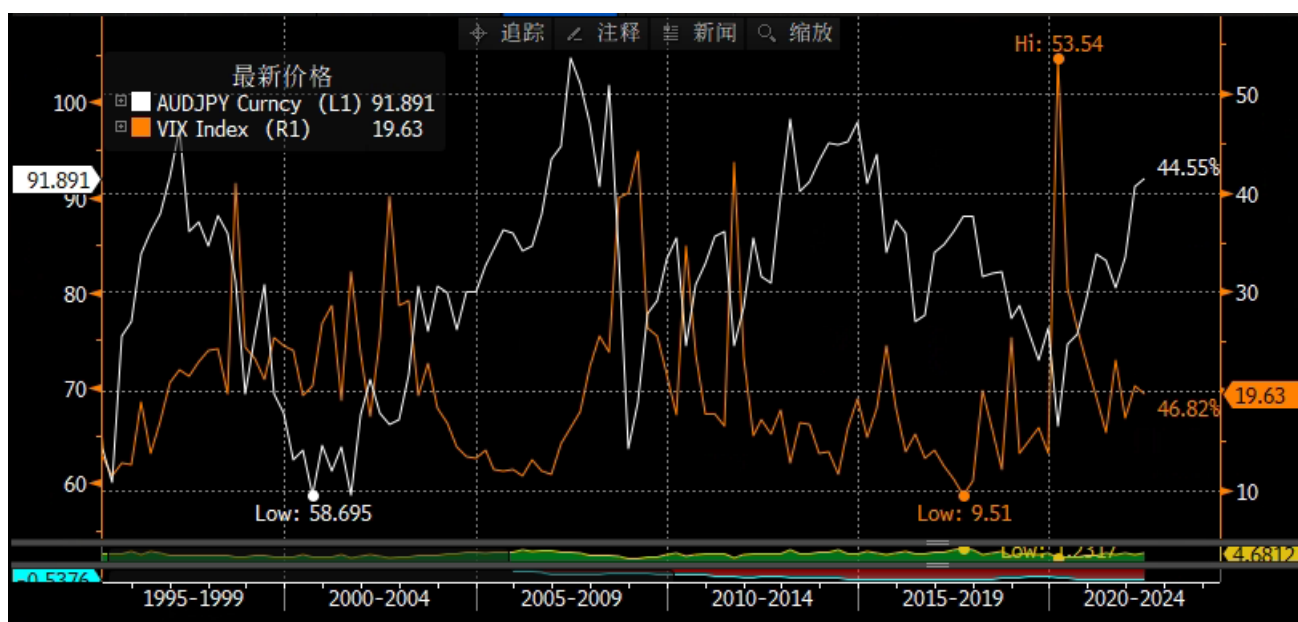


图 4-1 澳元兑日元汇率与美股波动率走势对比

资料来源：Wind, Bloomberg, 方正中期研究院

中长期来看，美股自上世纪 90 年代初以来处于持续上行趋势中，上涨过程中波动率 VIX 整体处于低位水平。而期间美股出现了的几次较为明显的阶段性调整，如本世纪初的互联网泡沫破裂，2008 年的次贷危机，以及 2020 年的疫情爆发，每次调整均伴随着 VIX “恐慌指数”的大幅上升。在美股长期上行趋势的基础未出现根本动摇的情况下，可以将 VIX 作为美股的短期走势的预测指标。VIX 较其正常水平越高，意味着市场止跌反弹的可能性越大，反之 VIX 较其平均水平越低，意味着市场下行的风险越大。从近 30 年的历史

走势来看，澳元兑日元汇率的变化与 VIX 之间呈现明显的长期负相关性。背后的主要逻辑在于澳大利亚是全球资源品的重要输出国，大宗商品价格的涨跌将直接影响其经常项目收支，进而影响澳元汇率。澳元汇率的走强往往预示着全球大宗商品需求的旺盛，全球经济周期处于过热期。而日元汇率如前文所述，其走弱意味着全球资金的风险偏好提升。故澳元兑日元汇率的走强意味着当前全球总需求曲线仍处于扩张期，且资本风险偏好增加，往往对应着权益市场的低波动，股市处于上行周期。从 2020 年开始，澳元兑日元汇率出现止跌回升，对应着 VIX 指数的持续走低和美股的持续上涨。当前这一趋势仍在持续，澳元兑日元汇率已处于偏高水平且短期仍有上行空间，意味着美股的高波动率将逐步下降，美股的上行趋势尚未出现明显拐点。结合前文关于日元汇率对全球风险资产的指引作用，全球主要经济体权益市场当前的修复行情短期仍将持续。

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881273
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881224
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
<b>分支机构信息</b>		
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510 室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881205
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路 1 号紫东国际创业园西区 E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区浦东南路 360 号新上海国际大厦 2307 室	021-50588107/ 021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸广场 32 楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花样年喜年中心 18 层 1807 室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦东塔 26 层 2618-2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2304、2305、2306	0731-84118337
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路 128 号卓越城一期 2 号楼 806B 室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路 3-15 号耀中广场 B 座 35 层 07-09 室	020-38783861
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路望京大厦 B 座 12 层 8-9 号	010-62681567
天津营业部	天津市和平区大沽北路 2 号津塔写字楼 2908 室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B8 座 1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心 T6 塔楼 13 层 1305 房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路 195 号上实中心 T6 号楼 10 层 1002 室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路 555 号 1105、1106 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 1107 室	021-58861093
上海自贸试验区分公	上海市浦东新区南泉北路 429 号 1703	021-58991278



司		
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号银亿外滩大厦 1706 室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦 5 幢 1010 室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路 359 号福鑫大厦 1803、1804 室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路 299 号吴中大厦 9 层 902B、903 室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道 1177 号绿地国际博览城 4 号楼 1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路 999 号中央商业广场(王府井 A 座 11 楼)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号新大新大厦 5 层	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场 21 楼	0736-7318188
<b>风险管理子公司</b>		
上海际丰投资管理有 限责任公司	上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 24 楼	021-20778922

## 重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。