



FUTURE

## 套息交易对有色扰动真的有这么大吗？

### 要点：

#### 光大期货研究所

光期有色团队

有色总监：展大鹏

从业资格：F3013795

投资咨询：Z0013582

有色分析师：王珩

从业资格：F3080733

有色分析师：朱希

从业资格：F03109968

撰稿人：刘轶男

从业资格：F3030849

投资咨询：Z0016041

撰写日期：2024-8-6

期市有风险

入市需谨慎

- 日元套息交易逆转导致流动性风险扩散，全球资产遭遇“黑色星期一”。日本、韩国、土耳其触发熔断机制；美债 2Y 波动 30BP，与 10Y 一度结束倒挂；美股七巨头开盘蒸发 1.3 万亿美元市值，纳指收跌 3.4%；日元大涨，美元指数持续下挫，并一度跌近 102 关口。除开权益类、债权类 and 外汇类资本市场异动外，有色金属市场波动也极大。并且，从 Wind 有色金属指数走势来看，有色下跌幅度颇深，本文旨在探究日元套息背后影响并明确此轮日元套息逆转对有色价格扰动，供各位投资者参考。
- 从 CFTC 和 LME 持仓来看，品种持仓大部分是从 5 月中下旬开始减少，而有 Wind 色金属指数止涨下跌也是从该时间段开始。可见前期做多资金已于当时止盈离场，而并未反手加仓做空。即使本轮 carry trade unwind 有极高的流动性风险亟待解决，但有色金属资金沉淀已不多，抽有色流动性补保证金的概率较低。本周有色价格的大幅回落，大部分还是因为市场风险偏好的纠偏导致的恐慌情绪蔓延。
- 往后看，流动性危机一般仰赖于政策干预，关注日本政府后续动作和本月全球央行年会上鲍威尔发言。若无再度恶化的流动性风险，日元套息交易逆转对有色金属价格影响有限。

## 光期有色：套息交易对有色扰动真的有这么大吗？

日元套息交易逆转导致流动性风险扩散，全球资产遭遇“黑色星期一”。日本、韩国、土耳其触发熔断机制；美债 2Y 波动 30BP，与 10Y 一度结束倒挂；美股七巨头开盘蒸发 1.3 万亿美元市值，纳指收跌 3.4%；日元大涨，美元指数持续下挫，并一度跌近 102 关口。除开权益类、债权类和外汇类资本市场异动外，有色金属市场波动也极大。并且，从 Wind 有色金属指数走势来看，有色下跌幅度颇深，本文旨在探究日元套息背后影响并明确此轮日元套息逆转对有色价格扰动，供各位投资者参考。

图表：Wind 有色指数本周大幅回落，但持仓变动不大



数据来源：Wind 光大期货研究所

### 一、什么是日元套息交易？

在说明套息交易对市场的影响之前，首先需要先理解什么是套息交易。套息/套利交易，也就是 Carry trading，对于有色金属交易员来说是比较容易理解的。这与在期现贸易中时常采用的期现交易、月差交易、内外盘交易没有太大区别，本质在于交易的标的不同，而带来的不同利差的收益模式。在商品贸易中，套利标的为实物现货，而在套息交易中，标的为货币。

日元套息交易的流行，主要是因为日本长期保持超宽松货币政策。并且日本自 2016 年 2 月 16 日起将商业银行存放在日本央行的超额准备金存款利率从之前的 0.1% 降至 -0.1%，自此进入“负利率”时代。日元长期且极低的融资成本，吸引了大量投资者借入低息日元，投向其它资本市场。而 Carry trade unwind 则是套息交易的反向操作，即投资者卖出前期购买的资产，归还日元本金的操作。

## 二、套息交易为何会引发流动性风险？

传统套息操作模式为，借入低息负债即借入日元，买入高息资产，例如在加息周期的美元国债。投资者未来需要归还日元，担心日元相对于美元会升值，因此在换汇的时候需要对头寸进行锁汇操作，即买入日元卖出美元，做日元看涨。在套息交易结束后，获得高息美元利息，换汇日元归还低息日元负债，获得套息收益。

虽然 7 月 31 日日本央行宣布，将短期利率指引从当前的 0~0.1% 区间上调至 0.25% 左右，并决定在 2026 年 3 月之前将购债规模缩减一半。日央行突发加息当然是提高了融资成本，但很明显，这次套息交易逆转对日股、美股扰动极大，这就需要从本次套息交易背后购买的资产类别不同进行分析。

为更明确 carry trade 和 carry trade unwind 两者对于汇率、股市和债市的影响，下文以黑色字体描述 carry trade，以红色字体描述 carry trade unwind。

先明确汇率风险敞口：

1) 借日元，换美元：存在日元兑美元升值的风险，因为日元升值将导致以美元计价债务增加；

2) 买日股：存在日元兑美元贬值的风险，因为日元贬值将导致套息交易结束股票抛售带来资本利得减少。

从当前套息交易的资本标的来看，存在以下 3 种大类：

### 1、直接以日元购买日本商社股票

比如巴菲特旗下伯克希尔从 2020 年 8 月首次对日本五大商社展开投资，并在此后持续增持。投资该类标的的原因在于，这类公司高股息、高分红，稳定的现金流折现后与美国国债收益率差不多，套息资金因此选择在日本购买商社现金牛股票。

借日元买日股，因此投资者不必对冲汇率风险，升值与贬值风险敞口自然对冲。当商社分红的时候，低风险偏好投资者将会对分红进行锁汇，卖日元买美元，导致汇率下跌。日本央行突击加息，导致这部分套利资金借出日元的融资成本变高，商社现金流折现后的红利相对于融资成本变得不划算，所以这部分 carry trade 资金将会减仓商社股票，导致这部分股票价格大跌。随着日本央行加息态度的日益坚决，就会有进一步减仓的操作。这部分 carry trade 基本都是高杠杆交易，踩踏式出清导致股价的大幅下跌，卖出美元买日元，日元开始还本，日元汇率升值。

## 2、直接以日元购买日本科技股

日本科技股在本次 AI 概念加持下，高回报和低波动同样吸引美国投资者借贷日元投资，同样形成了升值与贬值的自然对冲。一部分投资者，因为美国以英伟达代表的 G7 科技股股价上涨过于迅猛，并且集中度过高，所以选择购买日本同类型公司的股价。

但是 7/10 开始的英伟达连续大幅下跌，7/23 特斯拉和 Alphabet 二季度业绩披露并不及预期导致的股价大幅下挫。让日本科技公司资本回报率预期走低，叠加日央行加息操作导致的融资成本升高，此类交易开始退出，日本股市下跌，卖出美元买日元，日元开始还本，日元汇率升值。

## 3、借日元买美股

因为多年以来日央行都是超宽松负利率政策，而美联储加息，市场长期看跌日本汇率，因此在做 carry trade 时，部分高风险偏好资金并不会对汇率进行对冲操作，在赚取美股上行的收益的同时也赚取了日元汇率贬值带来的收益。

此次日本央行的超预期鹰派加息，导致日元升值，这部分未保值汇率头寸面临巨大亏损，杠杆交易还面临补保证金。投资者在回补汇率保值头寸时，将引发美股的大量抛售与日元升值加剧。

所以，从以上三类主流套息交易来看，此次 carry trade unwind 产生了这么强的流动性危机的原因在于：1.日央行加息导致融资成本抬升；2.以英伟达为代表的美股科技股下挫。而市场下跌又会进一步地引发杠杆交易的补保证金与强平，加大了本轮套息交易对市场波动。

图表：美元兑日元大幅贬值，但贬值时间前移至 7/11，与英伟达大跌时间重叠



数据来源：Wind 光大期货研究所

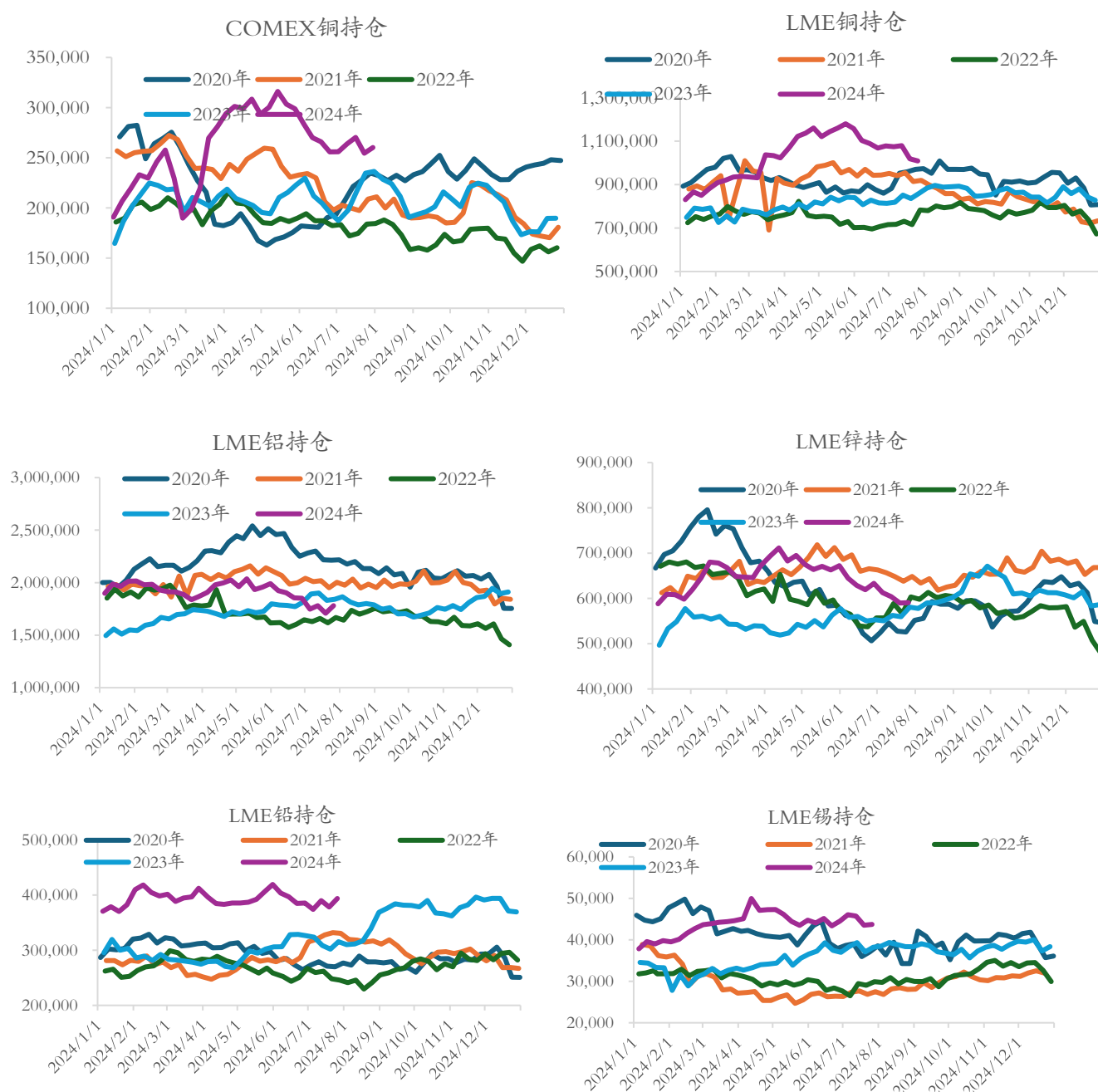
线性外推，除了对日股、美股、美债这些高息或高资本利得的套息交易，那是否存在着部分资金会外流至其它高收益板块，比如：年初开始涨幅颇高的有色金属板块，就成为了一个问题。



### 三、套息交易对有色扰动真的有这么大吗？

回到本文开篇问题，既然套息交易对市场的扰动主要是来自于流动性层面，自然分析角度也将来自于此。因此，本文采用了 CFTC 与 LME 持仓报告，以合计持仓代表资金层面分析。持仓降低，代表资金流出；持仓走高，代表资金流入。若本次 carry trade unwind 对有色金属冲击极高，则理论上，有色持仓应明显降低。

图表：CFTC 和 LME 持仓自 5 月中旬开始高位回落



数据来源：Wind 光大期货研究所

从 CFTC 和 LME 持仓来看，品种持仓大部分是从 5 月中下旬开始减少，而有 Wind 有色金属指数止涨下跌也是从该时间段开始。可见前期做多资金已于当时止盈离场，而并未反手加仓做空。即使本轮 carry trade unwind 有极高的流动性风险亟待解决，但有色金属资金沉淀已不多，抽有色金属流动性补保证金的概率较低。本周有色价格的大幅回落，大部分还是因为市场风险偏好的纠偏导致的恐慌情绪蔓延。

往后看，流动性危机一般仰赖于政策干预，关注日本政府后续动作和本月全球央行年会上鲍威尔发言。若无再度恶化的流动性风险，日元套息交易逆转对有色金属价格影响有限。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。

## 联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话：021-80212222                      传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979                      邮编：200127