

日元跌破 150 关口，或将迎来新一轮贬值周期

近日，日元对美元汇率出现大幅波动，在日元对美元汇率跌破 150 关键关口后，一度贬值至 151.9，创 1990 年 7 月以来新低。150 被视为日元对美元汇率的“马奇诺防线”，当日元对美元汇率跨越 150 心理防线后，可能迎来日元新一轮贬值周期。同时，日本作为“美国第一大债主”连续抛售美债，引发市场关注。

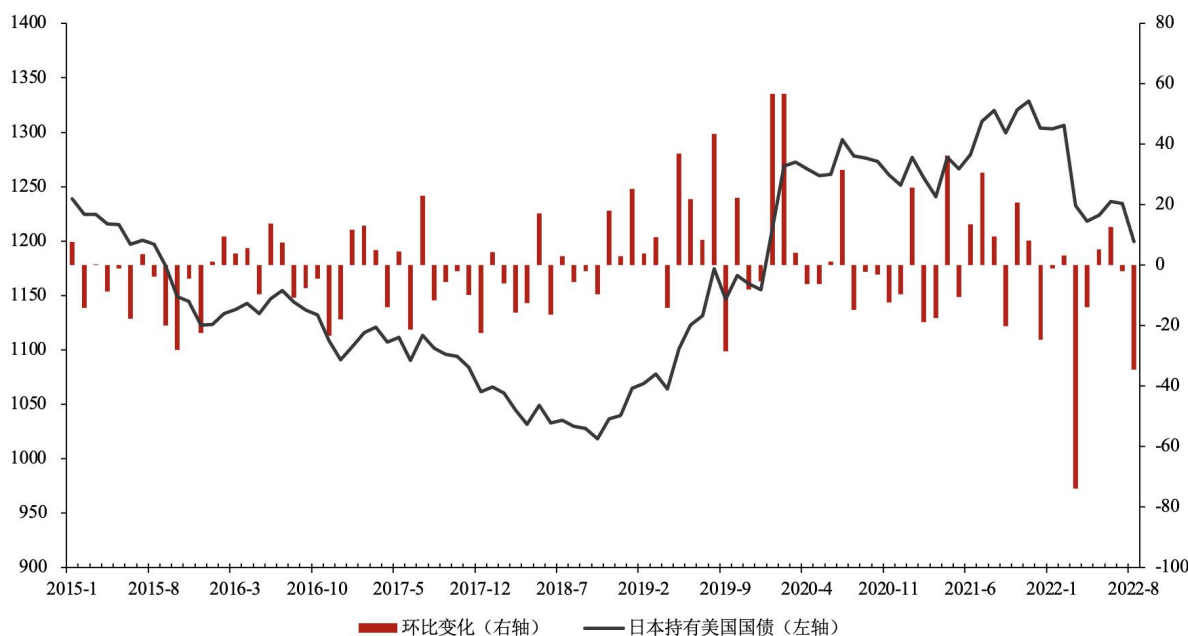
第一，为干预汇市，日本持续大幅抛售美债筹措美元。在日元贬值连创 32 年新低时，抛美债成为美国最大海外“债主”日本的“常规操作”。2022 年下半年，作为全球最大的美债持有国，日本连续两个月减持美债。2022 年 7 月，日本所持美债环比减少 20 亿美元，持仓降至 1.2343 万亿美元。2022 年 8 月，日本继续大幅抛售美债，所持美债环比减少 345 亿美元，持仓降至 1.1998 万亿美元，创 2019 年 12 月以来新低。2022 年 8 月日本减持美债规模相较于 7 月的 20 亿美元，翻了近 17 倍（图 1）。2022 年 9 月，日本政府自 1988 年以来首次直接入场干预汇市支撑日元，与 2022 年 7 月和 8 月日本连续两个月减持美债行为相契合。预计日本持有美债规模仍将继续下降，进一步刷新多年来的最低位。

第二，日本外汇市场干预代价不菲，但收效甚微。一是，美日货币政策背离，日元贬值压力持续增加。日本在全球加息潮中坚持超宽松货币政策，与以美国为代表的主要经济体货币政策相背离。美日利差持续走阔，从 2021 年年末的 1.43 个百分点扩大至 2022 年 10 月 20 日的 3.98 个百分点，创 2008 年金融危机以来的历史新高（图 2）。二是日本外汇市场干预代价不菲。2022 年以来，日本外汇储备规模开始大幅缩水，降幅创历史新高。2022 年 9 月，日本外汇储备环比降幅高达 4.39%，达历史最高水平。

较 2022 年年初，日本外汇储备降幅高达 11%（图 2）。三是在美联储持续加息的预期下，日本汇市干预效果有限，收效甚微。2022 年 9 月 22 日，日本政府和央行时隔 24 年实施买入日元的汇市干预措施，日元对美元汇率曾一度涨回 140 附近。但由于美日货币政策相悖，日元对美元汇率很快重返跌势。2022 年 9 月，日本政府共动用 2.8 万亿日元（约合 194 亿美元）干预市场，但之后日元对美元汇率仍继续下跌，抹去了汇市干预后的涨幅，直至跌破 150 关口。

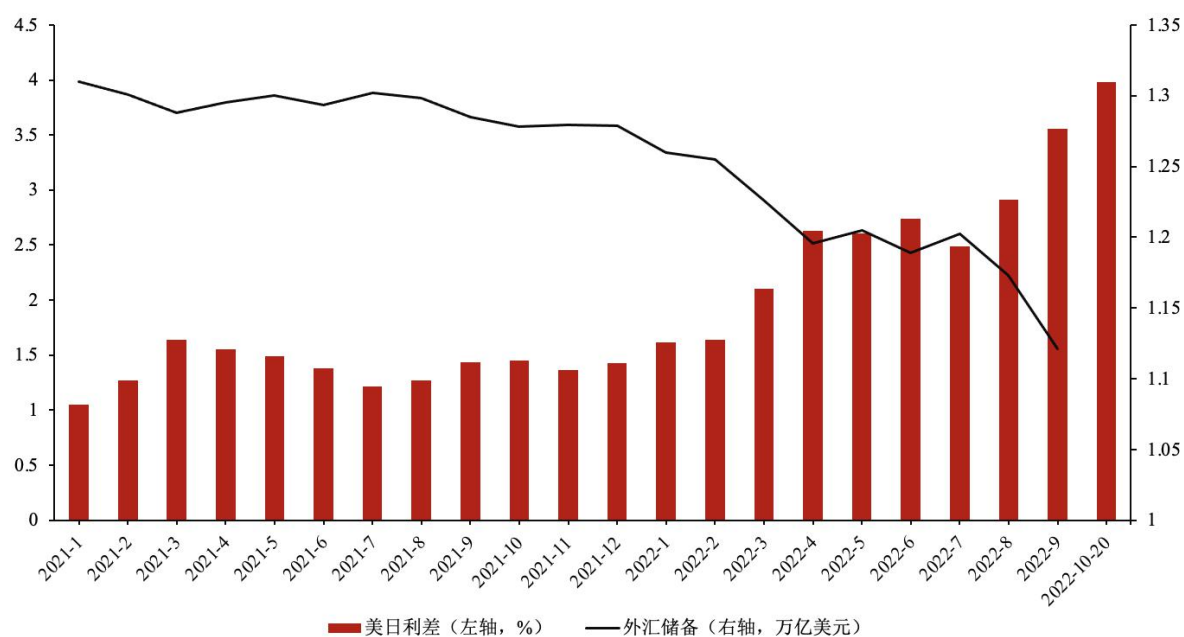
第三，收益率曲线控制政策面临极大挑战，日元继续保持弱势是主基调。2022 年以来，日元对美元汇率贬值已超 30%。从 2022 年 9 月日本政府干预汇市的结果来看，作用效果持续时间短，且作用有限，无法彻底扭转日元对美元的贬值态势。面对日元汇率大幅贬值，日本央行继续维持超宽松货币政策“压力倍增”，坚持收益率曲线控制政策（Yield Curve Control, YCC）再度遭受质疑。一旦市场普遍质疑日本 YCC 政策的可持续性，市场调整将变得更加剧烈，或引发日元新一轮贬值，可能再度跌破 150、151 等多道关口。从时间节点上看，在 2022 年日本余下的议息会议中，12 月 20 日日本政府调整 YCC 政策的可能性较大，同时应当密切关注 2023 年 4 月日本央行行长更换后的最新货币政策，届时日元对美元汇率走势或将迎来改变。

图 1：日本持有美国国债（十亿美元）



资料来源：美国财政部

图 2：美日 10 年期国债利差与日本外汇储备



资料来源：Wind，IMF

（点评人：中国银行研究院 初晓）

审稿：边卫红
单位：中国银行研究院
联系方式：010 - 6659 2776

联系人：初晓
单位：中国银行研究院
联系方式：010 - 6659 6624