

| 本期摘要

套利日元是一种常态，但在负利率的情况下套利无收益的时候利率差的拉大将日元从carry trading的模式又拉回到了利差驱动的模式，贬值自然而然就成形了。日本政治的变动是影响日元的核心因素，2018年日元的变动也要看它！

| 视频梗概

00:05

日元的套利模式

今天来聊聊日元，去年我就解释过了，为什么日元在2016年上半年过程中呈现大幅度升值的状态。这一段过程中，从我们的看法来讲，当时我跟大家说过日元的负利率：在2016年年初开始一直到16年的年中，当时在成都召开G20财长峰会以后……整个全球负利率的过程中，理论上来讲，美国的货币政策没有发生变化的情况下，利差应该是推动日元大幅度贬值的。但是我们看到的是由于负利率的存在，利差的计算就发生了很大的一个变化，并且当时就出现了carry trading的形式，就是套利日元。

01:00

2016年大量日元持有者套利美债

虽然说正常来讲套利日元是一种常态，但是由于日本央行（BOJ）采取了和欧洲央行一样的负利率以后，考虑到当时美国的SEC政策的调整，所以如果我们把这个日元的base swap的情况算进去，把美元的swap的成本算进去的话，**在2016年就产生了大量的日元持有者去大量套利美债的情况。**

所以那个过程中你可以看到美债的长端收益率大概从2.3左右一路降到1.5，这个过程中并不是说美国的政策发生了什么变化，那个时候我记得我很详细地解释过，这样的很大一段实际上是一个大量的日元持有者套利美债的交易，当然我们在计算这个交易的时候是要把这个swap 的成本算进去的。

02:30

美债长端利率到头，进而出现一个“反向套利”

所以说有时间有兴趣的你可以去翻翻前期（参见[美债（上）](#)，[美债（下）](#)，[全球货币政策死结](#)）就是为什么美债长端如果到了1.5以后，理论上讲，长端收益率是到头了。如果是加上G20的央行财长峰会的声明以后，基本上全球利率水平负利率的试验是结束了。

这个过程中套利carry trading算掉成本以后到了1.5，实际上日元持有者套利美债的收益率已经等于零了，那日元持有者套利美债的交易就会停止，那么同样就会导致反向的，**因为还出现了美元持有者大量去套利日本债券的问题。**

03:30

carry trading的涌入一个包赚不赔的生意

正因为日本央行兜底的负利率政策推演，给予了一个包赚不赔的生意，再加上SEC还有日元套利者付出的美元的swap的成本很高，所以在这个过程中，作为美元持有者是很愿意融出美元，去持有日元债券去跟日本央行对赌。

实际上这就加大了很多对日元的需求，所以这种carry trading就出现了一个情况，就是只要日本

央行开始表态我要进入到负利率了的时候，大量的这种carry trading的套利就开始涌入到日本债券市场上，同时加大对日元的需求。

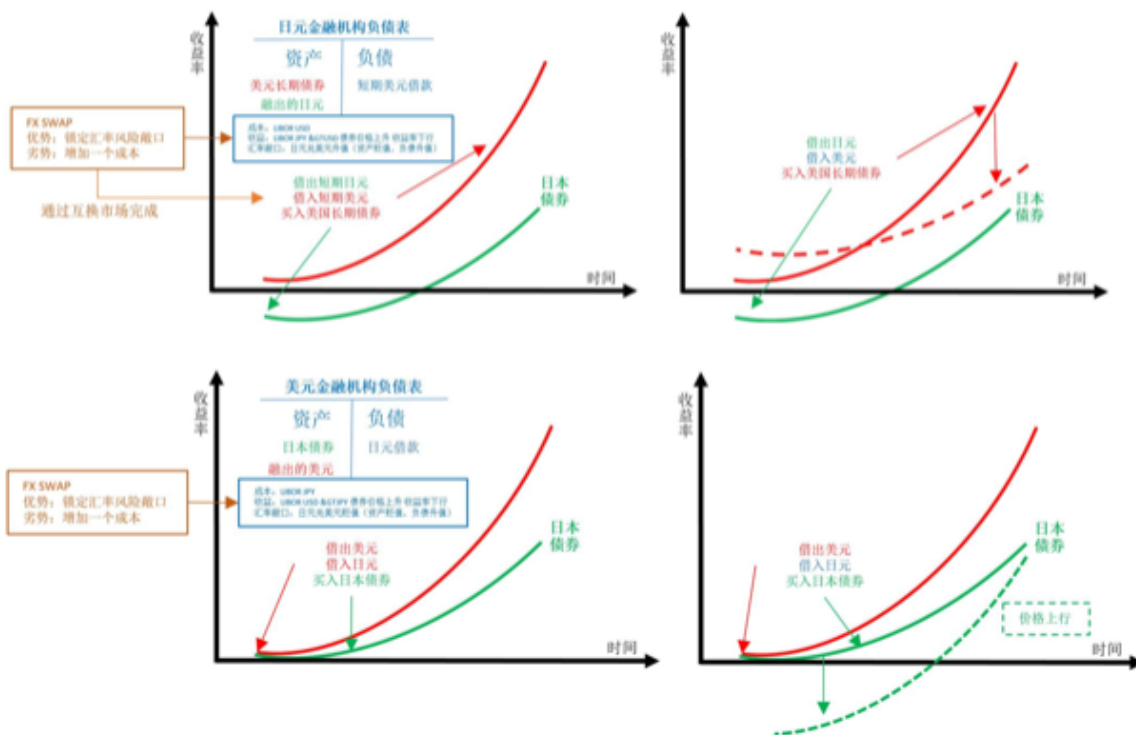


付鹏的财经世界

■全球债券市场的主要CARRY TRADING者

逻辑线

日元持有者套利美国债券



日本锚定利率，日元从套利模式回归利差驱动模式

实际上准确的说2015年的下半年四季度开始一直到2016年的6月份的过程中，实际上全球由于负利率的政策，还有各国央行这种超常规的行动，尤其是日本央行，实际上改变了整个市场原有的途径。

随着负利率的结束，我们看到美国的全球收益率，全球的利率水平快速地起来，而日本由于安倍晋三和黑田的政策，更愿意锚定它的利率水平，不希望它的利率起来地过快，但是要恢复到零以上一点点的范围，所以这样的**一个利率差的拉大又回到了日元从carry trading的模式又回到了利差驱动的模式下，日元的贬值自然而然就成形了。**

现在来讲，只要美债的长端收益率往上行，原则上来讲日元就贬值，所以你会发现这个时候一个很强的correlation就产生了。所以那个过程中日元的贬值的模型基本上就回到了利差上，当然这跟长端的利差关系更大。

但是日本央行目前来讲，它对于利率曲线的锚定对于政策是现阶段导致利率差进一步扩大的情况，而现在swap的成本已经不划算了，所以说即便是美债长端上来以后，由于日本央行的这种所谓的锚定就相当于赋予底线了，无法再押注日债的底线政策，所以现在对日元的需求从原来的carry trading的套利模型开始逐步地回到了正常的利差的驱动，这就是那段时间日元的情况。

04:13

安倍和黑田上台后引发日元贬值过程

日元整个的贬值，我记得是2012年年中，当时我跟华泰证券做电话会议的时候，我跟他们讲过，当时包括索罗斯的基金经理文森特都去过日本做调研，在11年日本大地震以后，其实它的经常项目发生了巨大转变，所以那个时候相对来讲，日元开始出现逐步高估的迹象。

进入到2013年以后，可以看到随着尤其是美国的货币政策发生隐含的实际变化以后，日元整个的驱动逻辑是比较简单的，就是大部分时间就是长短端利差的因素，那段实际上它的货币政策更多地跟安倍和黑田，他们的上台都促使日元的大的2012年到2015年的贬值过程。

04:13

对日元升值不理解？要看透债券收益率背后的变动因素

国内的很多fund都在日元大幅度贬值的过程中有很大的一个收益，有一部分在2015年的过程中没有太明白美元持有者套利日元，日元持有者套利美元，而在负利率下滋生的是反向的carry trading的行为会远远大于利差的行为.....

所以在这个过程中大家对日元升值的理解并不是特别的明显，其实有人说是跟利差也有关系，但是美债的收益率也是被carry trading带下来了，要看透债券收益率背后变动的因素。其实日元大部分更多都是玩固收，FICC的人在trading上面是比较好做的。

05:04

2018年对于日元很关键

未来在2018年，我们认为对日元是一个非常关键的事情，现阶段先看利差，现阶段只要利率水平继续往上，**由于日本央行的锚定政策，日元还会随着这个趋势继续地贬值，贬到什么水平我们不知道，可以走一步看一步**，至于是120还是更高？我们不太清楚，随着利差的变动我们来看。

05:40

其实还是一个跑马的游戏逻辑

我想说的是2018年是一个很大的变量，在于我们前面在玩的游戏实际上是如果单纯放到利差上来看，是一个跑马的游戏（参见[田忌赛马的逻辑](#)）。

- 这个跑马的游戏，最先跑的是美联储，它最先往前跑，这个过程中，比如欧洲央行也好，或者是日本央行也好，还是往后退，这大概是16年上半年的情况。
- 到了2016年年中以后，G20财长峰会开完以后，Fred是一直往前走的，BOE和BOJ被套利干得把货币政策兜了回来。
- 2017年的上半年的情况基本上是非常明显的，美国的长短端利率水平都会继续往前行，但是当时我们说过市场的中心会关注欧洲什么时候动。

这个时候跑马已经从一号马非常确定地转成了对二号马的关注，在这个过程日本央行目前是锚定、不动、停在这里。所以这个时候**今年最大的一个策略就是做二、三号马的预期差异**，所以相

当于你其实在做的就是一个BOE对BOJ的行动，或者是英格兰央行的变动，还有包括欧洲央行的变动。其实第二匹马它们的预期应该快于日元，所以这样的话，它俩的预期差就会形成最好的货币对。

06:10

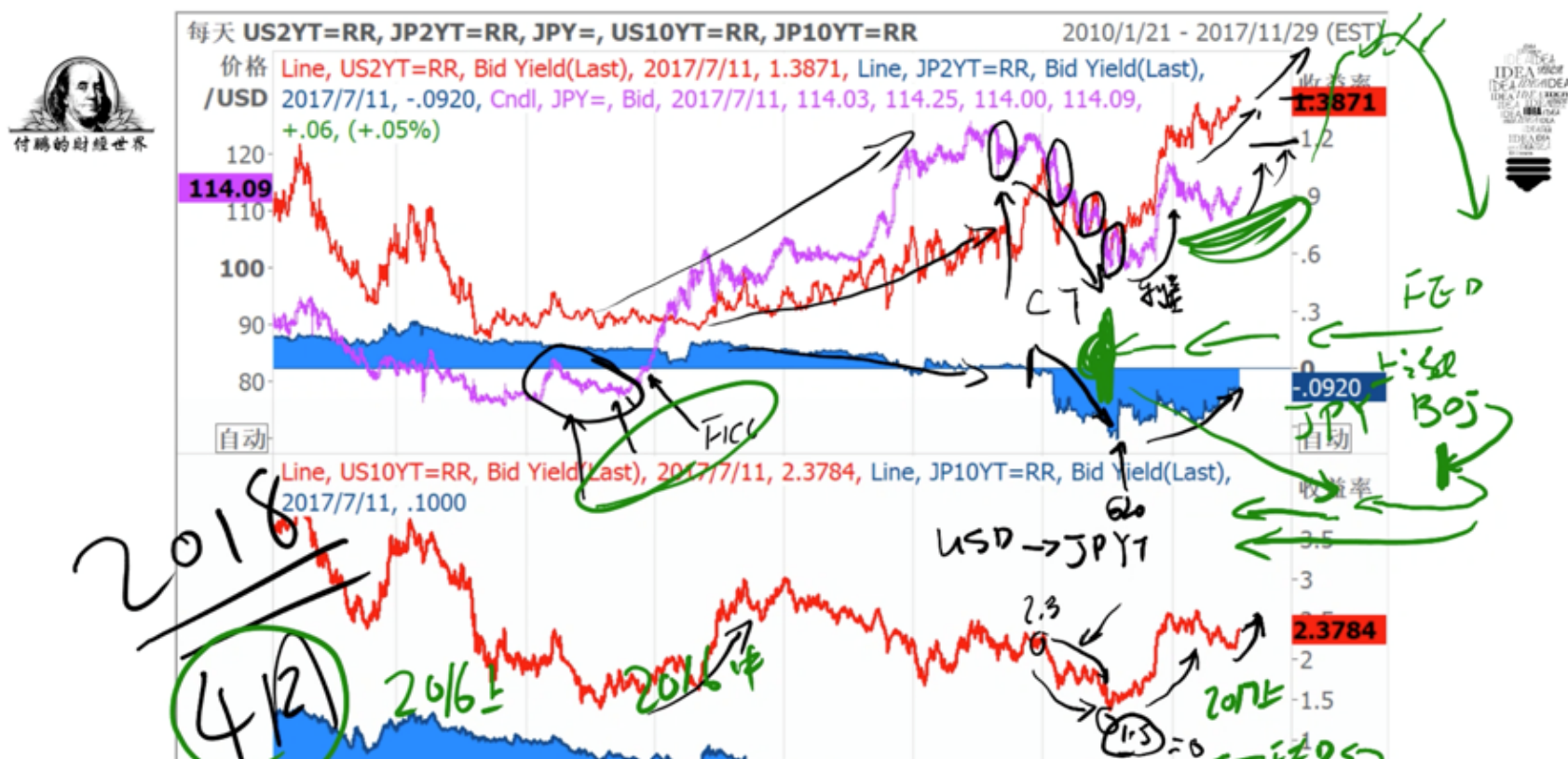
18年迎来最大变量，下注日本央行的行动

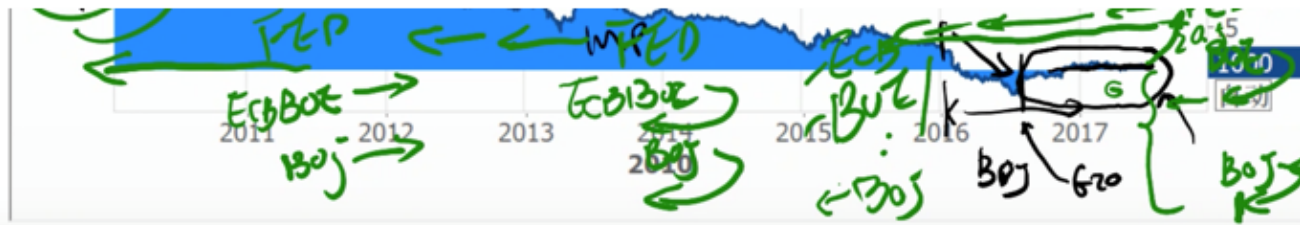
当然美联储对日元回归到正常的利率差的trading，我们大概地可以猜一下2018年会是什么情况，就在于美联储大概率上应该也会换人了，相当于美联储跑到前面以后，它的货币政策常态化以后会进行一个锚定，这个时候对于明年的日本来讲，最大的变量就出来了，黑田换人或者安倍想要黑田连任，**所有的事情在2018年四月份是非常大的对日本政治上的变量，包括对日本央行也一样。**

其实日元的启动跟它的货币政策有关系，很大程度上和它的政治也有关系。

明年的时间窗口就会打开，日本央行会怎么做？

现在日本的数据看起来是不错的，如果新的继任者如果跟今年的欧洲央行一样敢于但凡一点点地松口，那这个市场反映出来的是美联储已经是前瞻性的到位了，那这个过程中，市场会大量地开始做日元的预期差，有可能日元是贬到一定的程度以后，在预期差的驱动下，日本债券的利率可能会快速地上来？比如说十年期从现在锚定的零回到0.5或更高的话，那日本央行的政策开始向左加速的话，这个时候日元可能就会成为一个最大的“日元上涨，美元下跌”的最主要的一个变量，当然了2018年的所有变量取决于四月份，先从日本央行的人选再到安倍晋三，再到市场的预期的过程，如果这些都发生了，你至少知道2018年的核心将会是下注日本央行的行动，这实际上就是一个比较清晰的逻辑线。





-end-