付鹏:2025日央行如果加息再次引发套息交易反转？再看看背后逻辑！【付鹏说点评+文章回顾】

付鹏 12-08 19:56

字数 2,566 阅读需 7分钟

《付鹏说·第六季》全面升级！立即订阅

今年是华尔街见闻《付鹏说》年度专栏的第十个年头！

《付鹏说第六季》第六季全面升级，在日常视频的基础上，**新增专栏交流群更新付鹏说最新市场观点&图表数据解读（社群第一时间更新）**

除了付鹏说日常内容，还新增了专栏在线阅读文档，给大家发送每日交易关注早报，和值得关注的研究报告，推荐电子阅读书单，延展阅读资料，大家也可以社群中多提问交流，一起共同进步。加入专栏的用户请扫码下图添加小助手进入《付鹏说》专属交流群

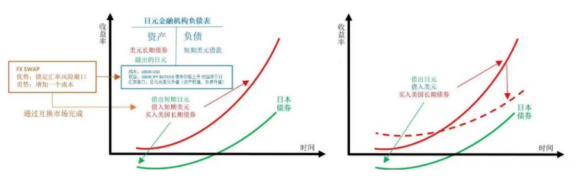
2025日央行如果加息再次引发套息交易反转？再看看背后逻辑！

去年2024年8月日本央行加息后，英伟达股价闪崩，大量的人高喊日元套息交易拆仓导致的全球波动率集体升高，当时我就观点鲜明地指出别扯这些，英伟达爆金币核心是英伟达的杠杆抬高，过度的确定性带来的过高的场外杠杆，这批场外爆掉就哪里来回哪里去。

结果是什么？英伟达暴跌后很快V型反转回去，也就没人再提什么日元套息交易拆仓了吧。

在多年前专栏详细解释过关于日元套息交易的逻辑，其中就涉及到利率曲线，一定要结合两个曲线去观察，而不是一个简单的日本加息就高喊，利差和利率曲线，评估是否发生了资本流动的倒转。

这些年唯一的变化是日元负债+海外资产变成了日元负债+日本资产和海外资产而已，也就是巴菲特老爷子的组合，这其中核心的也是也是日本资产的内外变化，而不是负债的变化，日元负债依旧是目前能够在全球做套息交易Carry trading的最优选择，无非就是收益不可能再向以前那么的多了罢了。



全球套利Carry Trading的基本逻辑

对于全球套息Carry Trading的理解，**一端融资融低价便宜的资金，买高投资回报率的资产**，那么传统美国国债收益率高于日本和德国，是不是就可以套利了呢？

> **两种全球套息Carry Trading的模式**
>
> **一是通过在岸短期利率市场直接拆借美元，然后通过远期汇率锁定的方式**
>
> **二是通过掉期互换的方式来完成美元的拆借。**

中间的汇率风险因素如果考虑进去，一旦考虑锁定成本的话，事实上计算起来就不是那么单一的了，例如对于金融机构的基金经理们，一种选择可以保护他们海外投资头寸避免汇率波动的方法就是**卖出外汇的远期合约**，随着远期合约到期，投资者可以滚动自己的头寸，当然也可以不锁定汇率套利，那基本上和做汇率敞口头寸就没有太大的区别了，

另外一种就是通过和其他金融机构**做互换swap的方式**来完成套利融资环节。这样即可以保护他们海外投资头寸避免汇率波动，锁定后进行无风险套利，虽然利薄，但是可以加杠杠，所以下来只好在当下如此低的投资回报率时代还真的是不错的交易。

所以对于套息交易关键的一环就是**套利的汇率锁定的成本**，对于远期而言这个移仓的成本就是**远期合约和即期合约之间的差**，汇率保护策略下投资在海外资产"经济上等同于"使用本币作为抵押借入了海外货币，3个月的票据期是大多数机构投资者尤其是人寿保险公司更为经常的使用

例如一个东京的机构投资者计划在美元日元汇率111.46水平买入美国10年期国债，并且同时对冲了一个远期合约卖出在三个月后锁定在111.15的汇率，这导致这笔交易中机构投资者的对冲汇率的成本为0.31美日或者是0.27%三个月，事实上这个阶段中美日跌了5.4%到了105.4年化下来的成本约为1.11%根据远期曲线来看，对应的1.85%的美国国债收益率。

套息交易Carry Trading的成本核算

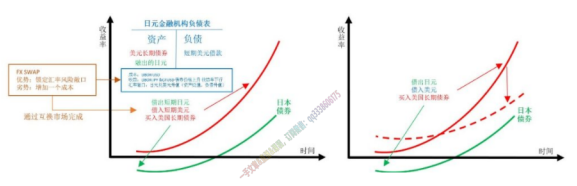
如果是投资美国国债，机构投资者通常对美元付息收入采取固定汇率。在2008年以前，跨境套利的存在使得通过在岸短期利率市场直接拆借和通过汇率掉期互换两种方法的美元拆借成本基本相同，利率平价理论完美支配金融市场；然而08年金融危机造成了的在岸与离岸的分化。

这样一来，其收益转换为另一种货币的成本将由**交叉货币基差互换（Cross-currency basis swap）**来决定。

以日本机构投资者为例，实际上能够参与到美国在岸短期利率市场直接拆借美元的金融机构只有三家（三菱，三井，瑞穗），其他的金融机构（保险和储蓄机构）只能通过和券商做掉期互换(日元-美元互换操作)来获得美元融资（即借出日元本金，借入美元本金，这样使他们的交易对手方获得美元付息收入，自己获得日元付息收入），由于日本的利率水平为负，这些持有日本机构投资者实际上是在付钱借出日元本金。

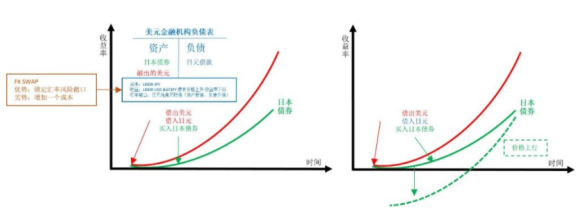
与此同时，由于美国利率水平为正，而日本央行是负利率，日本金融机构在用外汇掉期融入美元时需要付出额外利率差异的成本"美日息差掉期"（**USDJPY Cross Currency Basis Swap**）再加上**SOFR 利率**。

日元持有者套利美国债券



由于日本国内收益率较低，日本机构投资者仍需购买配置海外债券追求正的收益率，日元持有者通过借出日元，融入美元的形式买入美国的长端债券，前面我们已经用案例说过大量的日元持有者（日本的金融机构，养老社保，保险储蓄等）只能够通过掉期互换的形式来完成借出日元融入美元的形式，那么随着交叉货币基差互换basis swap的成本一直在走高（负值加大），美元SOFR利率持续走高，不断的蚕食着日元持有者套利的利润，Carry trading的收益基本都补贴给了美元流动性，日本投资者面临在对冲汇率成本过高购买海外债券，特别是购买美债的真实收益率下滑，这就迫使日本投资者不得不在期限上来做一些文章，选择买入一些更长期的美国债券，从而成为了压低美债长期收益率。

美元持有者套利日本债券



而由于类似于日本央行的超级负利率和宽松政策购买资产向市场注入了充足的流动性，压低了日元债券的整体收益率，一方面迫使日元资金全面的追求全球高收益率的情况（如上），另一方面却也对于美元持有者提供了一种套利日本债券的投机机会。

BLOOMBERG中【.JGB3MUSD INDEX】该指数用于衡量美元持有者用BASIS SWAP融出美元，融入日元，买入日本同期债券（不考虑跨期）的投资收益水平

套系交易临界值在什么地方？套利者不赚钱，套利行为驱动的资金停止

当对冲的成本不断的上升，套利美债的收益开始接近于0的时候，套利就会停止，甚至会出现反向交易行为

这里我们回顾下2016年那段套息交易临界点的案例，我们可以很清楚的看到2016年7月份之后，日本的投资者通过套利手段购买美国10年期国债的收益率已经降低到了0水平，短端国债购买早就是亏损状态，并且拉大到了-0.8，这种情况在2005-2006年的时候也出现过，这意味着10年期的美债如果日本投资者通过对冲风险的操作之后，其已经不具备有任何的投资价值，此时如果继续的套利购买美国国债，则意味着承担杠杆风险的情况下，甚至没有任何的收益，收益全部是通过SWAP互换给了美元提供者。

此时对于日元持有者而言，事实上要么选择更长的久期，但这会受到远端美债供应量的限制导致流动性的问题不得不考虑，要么就选择信用风险升高来增加收益。

但对于美债的套利买盘而言，当10年期都开始不赚钱的时候，也就是整个游戏的临界值了。

当时欧日央行是目前全球流动性的主要提供者。所有资产的联动性大幅度增强就是因为央行购买资产向市场注入了充足的流动性，压低了收益率，这使得资金出现了全面的追求高收益率的情况。欧日的收益率又拉低了美国的收益率，央行是Carrying trading的提供者，一旦央行准备停止扩表或者说开始准备缩表，是全球音乐停止的开始点。

风险提示及免责条款

市场有风险，投资需谨慎。本文不构成个人投资建议，也未考虑到个别用户特殊的投资目标、财务状况或需要。用户应考虑本文中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。