

全球资本市场短期波动加大，未来将如何发展？

联合资信 主权部 | 程泽宇

主要观点

- 多重因素叠加共振造成了本轮全球资本市场巨震，日元快速升值和日本央行超预期加息是扰动全球资本市场的导火索
- 美国“衰退交易”升温叠加纳斯达克科技股进入调整期，对全球资本市场造成较大扰动
- 本轮资本市场巨震更倾向于短期事件，市场预期已经充分定价日美利差收窄以及日元升值的影响；再者美国经济未来大概率会软着陆，美联储年内货币政策将会转向宽松，有助于股票市场的逐步企稳修复
- 长远看日本央行货币政策正常化的趋势不可逆，日本国债收益率继续回升会导致日本与其他国家之间的国债利差持续缩小；考虑到欧美等西方国家的债券利率依旧具有较大的投资优势，回撤资金或将有限且对海外债市的冲击程度相对可控
- 考虑到套利交易平仓的短期踩踏效应已过，预计日元汇率短期内趋于双向波动，长期看日元汇率有望继续走高；美联储降息预期升温叠加日元套利交易平仓，部分亚洲新兴经济体货币重获市场青睐



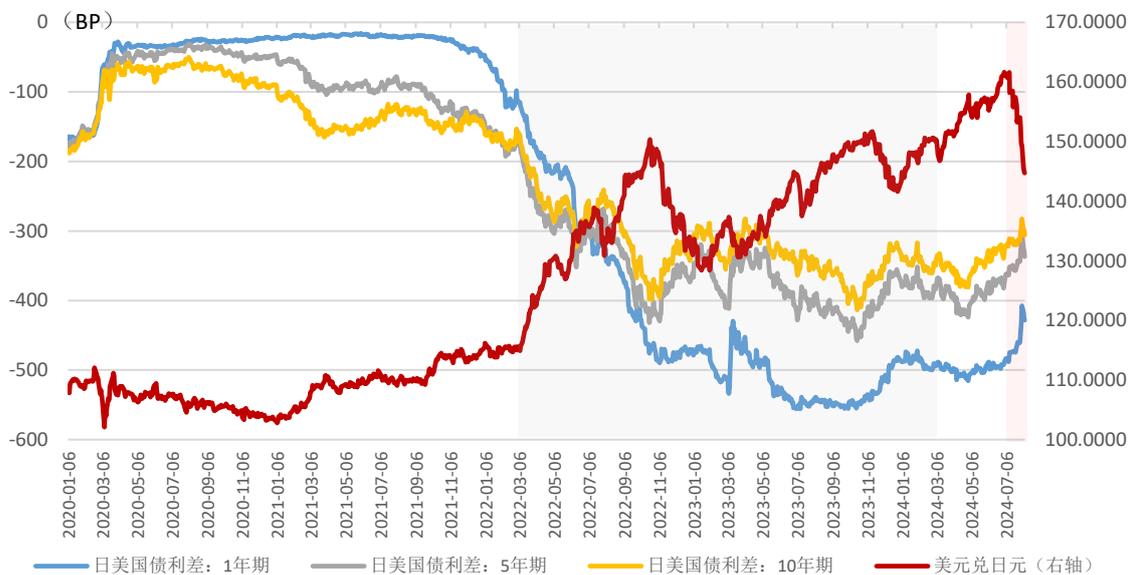
联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



近期，在日本央行超预期加息、美国经济“衰退”预期升温以及美国科技股进入调整期等多重因素叠加共振的作用下，套利交易平仓并引发国际资本布局调整。尤其是在8月2日和8月5日，包括纳斯达克指数、日经225指数、韩国综合指数等重要股指纷纷大幅杀跌，全球资本市场遭遇“黑色星期五”和“黑色星期一”的恐慌时刻，VIX恐慌指数更是在8月5日飙升至38.57，创新冠疫情以来近45个月的高点。

多重因素叠加共振造成了本轮全球资本市场巨震，日元快速升值和日本央行超预期加息是扰动全球资本市场的导火索

随着2022年以来全球主要央行转向强势加息，日本央行持续超宽松的逆周期调节政策增大了金融市场的套利规模。截至2024年3月15日，1年期、5年期、10年期日美国债利差由疫情前（2020年初）的-166个、-175个和-183个BP纷纷走扩至-499个、-394个和-351个BP，不同期限债券利率之间以及现货和期货市场之间的套利空间愈发显著，加剧了日本的热钱流出规模。截至2024年一季度末，日本对外投资组合流出规模高达4.4万亿美元，创近两年以来新高，受此影响美元兑日元汇率一度飙升至150以上，季度内日元贬值超5.5%。



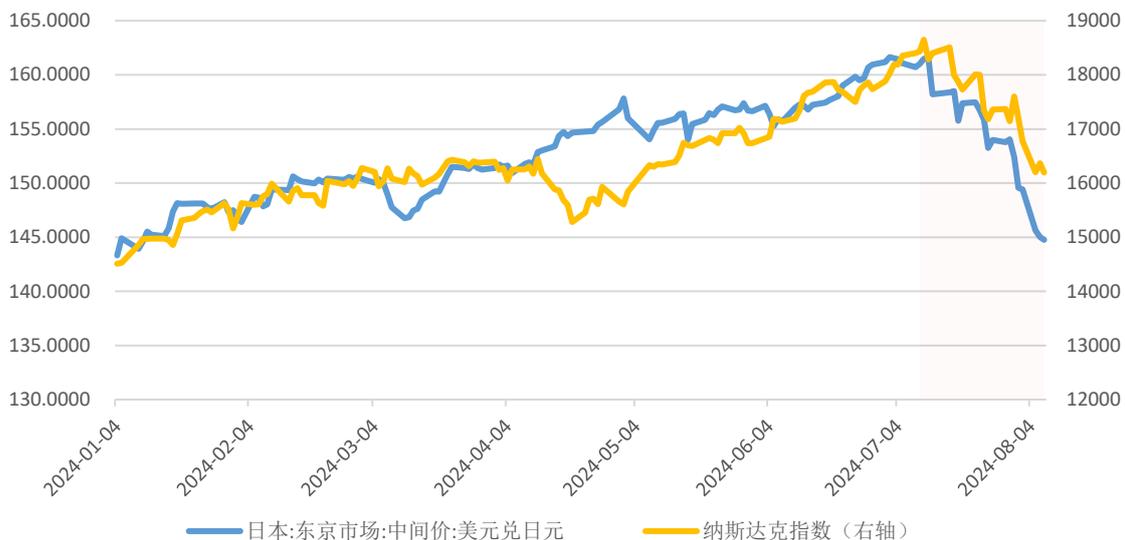
数据来源：Wind，联合资信整理

图1 2020年以来各期限日美利差及日元汇率走势

为维护日元汇率稳定，2024年3月19日日本央行结束负利率政策，这次货币政策正常化符合市场预期，因此日元汇率表现相对稳定，并未对全球资本市场造成较大冲击。但7月31日日本央行公布最新利率决议，宣布将目标政策利率从0%~0.1%区间上调至0.25%，本次日本央行加息15BP超出市场预期的10BP，且美国国债收益率近期持续下行，套利交易（Carry trade）空间进一步收窄。再者，在日本央行动用

外汇储备稳定汇率以及美元指数走软的背景下，7月日元汇率大幅升值约6.8%。日本央行超预期加息叠加日元升值，导致全球套利交易的利润空间大幅萎缩，即投资人借入日元成本上升且换汇其他货币的价值缩水，故而引发全球大规模的套利交易平仓。摩根士丹利估计，近几周约有60%的日元融资套利交易被平仓；摩根大通认为，全球约75%的套利交易已被平仓。

短期内大规模的套利交易平仓直接引发对冲基金大幅回撤日元看跌头寸，截至8月6日当周，对冲基金削减近5万份对日元走软的押注，存续规模降至2万份；纳斯达克指数自2024年7月以来的跌势与日元汇率走势高度一致，另外还有多国股票市场熔断走跌；短期流动性风险显著走高，黄金等大宗商品价格无差别收跌，VIX恐慌指数更是在8月5日飙升至38.57，创新冠疫情以来近45个月的高点。



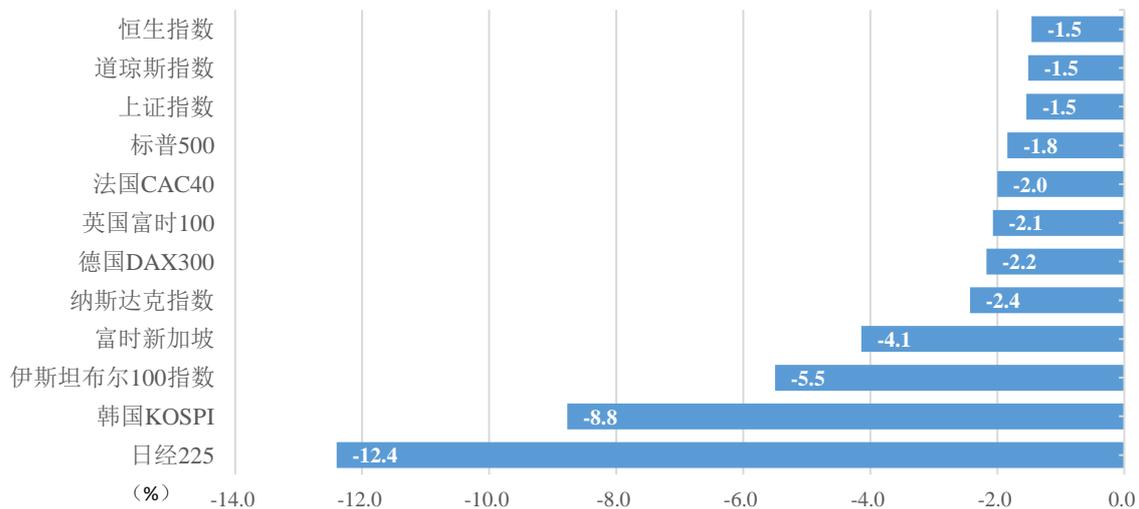
数据来源：Wind，联合资信整理

图2 2024年以来日元汇率及纳斯达克指数走势

美国“衰退交易”升温叠加纳斯达克科技股进入调整期，对全球资本市场造成较大扰动

根据8月2日美国劳工部公布的美国非农数据，7月美国失业率超预期走高至4.3%，创近三年高点，触发了预测经济衰退高度准确的“萨姆规则（Sahm Rule）”，即美国过去三个月的平均失业率达到4.13%，比过去12个月的最低平均值高出0.53个百分点，触发了高出0.5个百分点的规则，预示着美国经济衰退可能即将到来。此外，美国7月PMI制造业降至46.8，不仅连续第四个月低于荣枯线，且较上月显著回落，表明美国制造业加速收缩。近期公布的美国经济数据差于市场预期，引发“衰退交易”升温，对本轮全球资本市场巨震起到推波助澜的作用。

另一方面，美国股市自7月起便开启轮动，从围绕美国大选而调整的“特朗普交易”到“哈里斯交易”，美股市场的波动性显著走高。再加上二季度特斯拉、Alphabet、英特尔等美国科技巨头的财报不及预期，市场对于人工智能泡沫刺破的担忧走高，拖累纳斯达克指数大幅杀跌，过去两周累计回调幅度高达6.5%。美股回调加剧市场的恐慌情绪，进而与日本央行加息形成叠加共振的效果，“衰退交易”和套利交易平仓对全球资本市场造成较大扰动。8月5日全球资本市场遭遇“黑色星期一”，日经225指数触发熔断，收盘重挫12.4%，抹平2024年初至今的全部涨幅，并创下史上最大单日跌幅，超越1987年10月“黑色星期一”的纪录；韩国综合股价指数一度暴跌超过10%，触发熔断机制；土耳其伊斯坦布尔100指数两度触发熔断机制，收盘大跌5.5%。



数据来源：Wind，联合资信整理

图3 2024年8月5日全球主要股指涨跌幅

本轮资本市场巨震更倾向于短期事件，市场预期已经充分定价日美利差收窄以及日元升值的影响；再者美国经济未来大概率会软着陆，美联储年内货币政策将会转向宽松，有助于股票市场的逐步企稳修复

考虑到套利交易的特点是短期内连环平仓，一旦风险预期达到新的均衡，市场调整也会随之停止。8月8日，日本央行副行长内田真一表示，当前需要坚定地维持宽松政策，在市场不稳定时不会加息，无疑给予了市场定心丸，有效缓解了市场的恐慌情绪。从长远看，日元的加息进程有望缓慢温和推进，虽然理论上使用日元作为套利交易的整体头寸会持续下降，但市场预期已经充分定价日美利差收窄以及日元升值的影响，因此再度发生踩踏平仓的可能性较低。

另一方面，虽然美国7月制造业PMI低于预期，但制造业在美国经济活动中的

占比不足 20%，美国经济主要以服务业为主，美国 7 月非制造业 PMI 依旧高达 51.4，服务业活跃度依旧较高。不难看出，美国经济在长期高利率压制下存在一定衰退风险，但美国经济韧性依旧较强，处于回归常态化的过程，目前并未达到衰退的程度，未来大概率会经济软着陆。此外，市场对于美联储 9 月议席会议降息的预期不断走高，且预计年内会降息 2~3 次，美联储开启降息周期将有助于缓解企业信贷及融资压力，或对美国经济及股市形成较大利好。

因此，本次资本市场巨震更倾向于短期事件，市场预期已经充分定价日美利差收窄以及日元升值的影响，再者美国经济依旧具有一定韧性，预计全球主要国家的股票市场会逐步企稳修复。8 月 12 日，日经 225 指数上涨 2.7% 至 35,961.95 点，恢复至“黑色星期一”之前的水平。

长远看日本央行货币政策正常化的趋势不可逆，日本国债收益率继续回升会导致日本与其他国家之间的国债利差持续缩小；考虑到欧美等西方国家的债券利率依旧具有较大的投资优势，回撤资金或将有限且对海外债市的冲击程度相对可控

日本是外向型经济体，由于自身经济腹地狭小，较为依赖对外贸易及海外投资。截止 2023 年末，日本投资者持有的海外金融资产接近 4.4 万亿美元，其中持有美国金融资产占比超过 45%，欧洲金融资产占比接近 24%。因此，日本央行货币政策的变化及市场大规模套利平仓的踩踏会对欧美金融市场产生较大扰动。截止 2024 年一季度末，日本持有美国国债的规模高达 1.2 万亿美元，是美国第一大债权国。考虑到美联储较长时间的高利率政策令美债价格走跌，持有美债成本压力较大。

具体来看，日本存款金融机构持有的外国国债规模高达 0.8 万亿美元，其中日本第五大银行 Norinchukin Bank 约占 20% 的份额，但欧美主要经济体利率上升导致债券价格下跌，使得持有欧美债券的价值大幅缩水。Norinchukin Bank 预计在截至 2025 年 3 月的净亏损或将超过 5,000 亿日元，该行不得不宣布将在截至 2025 年一季度末的一年内出售规模超过 10 万亿日元（约合 660 亿美元）的美国国债和欧洲债券，以弥补巨额未实现损失。在此背景下，日本央行加息有助于吸引资金回流本国，如果以 Norinchukin Bank 为代表的金融机构抛售美债，清算的连锁反应或将传导至“渡边夫人（散户）”，进而引发市场恐慌。

从长远看，日本央行货币政策正常化的趋势不可逆，日本央行加息会带动日元汇率与日本国债收益率双双上涨，同时美联储大概率会在年内开启降息周期，无形间大幅压缩日元利差交易的实际收益，带动借贷资本纷纷回流日本。考虑到日本投资者不但持有巨额美国国债，还买入大量欧洲、澳大利亚等国债，若日本国债收益率继续回

升会导致日本与其他国家之间的国债利差持续缩小，日本投资者可能会抛售美国、欧洲、澳大利亚等国债并将资金回流国内，或将加剧部分国家国债收益率的上涨压力。另一方面，考虑到欧美等西方国家的债券利率依旧具有较大的投资优势，回撤资金或将有限且对海外债市的冲击程度相对可控。

考虑到套利交易平仓的短期踩踏效应已过，预计日元汇率短期内趋于双向波动，长期看日元汇率有望继续走高；美联储降息预期升温叠加日元套利交易平仓，部分新兴经济体货币重获市场青睐

因日元长期处于贬值通道而成为低成本的融资货币，国际投资者通常会借入日元为购买高收益资产提供资金，本次日本央行加息政策将直接影响日元的供需。从短期看，近期日元的套利交易平仓对日元汇率起到较大的提振作用，8月5日美元兑日元汇率降至144.3480，较7月初下跌近11%。考虑到套利交易平仓的短期踩踏效应已过，日元汇率短期内急拉的风险下降，预计汇率双向波动可能走高。从长期看，考虑到日本央行逐步收紧货币政策和美联储年内开启降息周期，两国央行货币政策会逐步开启逆周期调节，届时会在一定程度上吸引资金从美元等外国资产回流日本，带动日元汇率继续走高，或进一步增强日元资产的投资价值。

另一方面，市场对马来西亚林吉特的押注自去年2月初以来首次转为看多，2024年2月末，马来西亚林吉特跌至1998年初以来的最低水平，截止目前马来西亚林吉特的汇率已较2月末升值逾7%。近三周，马来西亚林吉特、印尼卢比、智利比索等货币即期回报率分别高达4.1%、2.5%以及2.4%，马来西亚林吉特成为除日元以外回报率最高的货币。不难看出，在美联储降息预期升温叠加日元套利交易平仓的背景下，部分亚洲新兴经济体货币重获市场青睐。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenjialin@lhratings.com

相关研究

[【特别评论】美联储开启降息还有多远？](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。