日本央行加息引发全球市场动荡的深层原因

作者：Moonypto 来源：medium 翻译：善欧巴，本站

以美国科技股为首的风险资产大幅回调的核心原因是日本央行大幅加息，导致日元套利交易多条路径失效或面临较大风险，具体表现在汇率波动、利率逆转、流动性风险三个方面。

## 安倍经济学和日本长期负利率环境使日元成为重要的全球融资和套利交易资产

稍有经济学背景的人可能对所谓的“日本失去的二十年”并不陌生。日本泡沫经济在 1990 年代初破灭后，经济陷入长期停滞，进入所谓的“失去的二十年”。在此期间，经济增长缓慢，企业和个人投资意愿低迷，导致持续通货紧缩。为应对经济衰退，日本央行在 1990 年代末开始实施低利率政策，将基准利率降至接近零的水平，通过降低借贷成本来刺激经济活动。随着传统货币政策工具变得不那么有效，

正是在这样的背景下，2012年日本前首相安倍晋三第二次上任后推出了一系列经济政策，其核心目标是刺激经济增长、结束长期通货紧缩、解决日本经济的结构性问题。安倍经济学的核心框架是“三支箭”，我简单介绍一下其中的大胆货币政策，主要包括两个方面：第一，日本央行实施大规模量化宽松政策。日本央行通过购买国债等资产，向市场注入大量资金，以降低利率、增加流动性。第二，日本央行在2016年正式推出负利率政策。该政策的意图是进一步降低银行间的拆借成本，鼓励更多资金流入实体经济，从而刺激消费和投资，提高通胀预期。值得注意的是，这里的“负利率”并不是指贷款方需要向借款方支付利息，而是指实际利率为负，即利率低于国内通胀率。

在此背景下，一种套利交易逐渐流行起来，即日元套利交易。市场给从事这种套利交易的交易者起了一个有趣的名字——“渡边太太”。日元套利交易是一种基于利差的投资策略，其基本原理是借入低利率货币（如日元），然后将资金投资于高利率货币或高收益资产，赚取利差。其运作原理如下：

1.借入日元：由于日本的利率非常低（有时接近于零），投资者可以以非常低的成本借入日元。

2、兑换高收益货币：将借入的日元兑换成其他利率更高的货币，例如澳元或新西兰元。

3、投资高收益资产：将资金投资于高收益货币国家的债券、存款或其他资产，以赚取更高的利息收入。

4、利差收益：投资者的盈利来自于借款成本（低利率日元贷款）与投资收益（高利率资产）之间的差额。

这种利率套利交易在 DeFi 领域也广泛存在，典型的就是 LSD-ETH 利率套利。比如在 Compound 等借贷平台上用 stETH 作为抵押借入 ETH，然后再换回 stETH。如果整个过程中 ETH 的借入利率低于 stETH 的收益率，那么就有利率套利的空间。同样的道理也适用于日元套利交易市场，一般有两种操作路径：第一种是用美国资产作为抵押借入日元，直接买入日本五大商社的高分红股票，这也是沃伦·巴菲特近年来的核心投资组合之一。第二种路径是借入日元然后卖出换取美元，买入美股、美债等高利率金融工具。这和前面提到的 DeFi 周期借贷策略类似。

这种交易方式在2022年美国正式进入加息周期后变得异常火爆。随着美联储加息，全球各大经济体也进入加息周期，以稳定汇率，防止资本外流。只有日本坚持低利率政策，使得日元成为紧缩周期中主要的低成本融资来源。当然，有人会说人民币利率也很低，但考虑到国际政治背景和中国金融主权红利，人民币并不适合作为套利交易资产。因此可以说，在本次紧缩周期中，美国“科技七姐妹”市场之所以能保持强劲，离不开日元的支撑。

这对日本来说有好有坏。从好的方面看，由于“巴菲特套利路径”，日本股市长期上涨，在国内形成了罕见的“财富效应”。我们知道，经济的活力主要建立在财富效应上，当人们发现财富积累比较容易，对未来收益保持乐观时，才敢于加大投资或消费，从而产生经济活力。在外资的助力下，日本出现了“日本价值”的飙升，带来的财富效应使日本从长期通缩转向温和通胀，基本实现了安倍经济学的初衷。

但另一方面，另一条套利路径导致大量日元被兑换成美元购买美国资产，导致日元对美元长期处于贬值趋势。2021年至2024年，美元对日元汇率从103的低点上涨至160，日元贬值幅度超过60%。但考虑到汇率波动对国民感知的影响，并没有强烈影响国内情绪，因此即便如此贬值，日本的通胀率也一直在稳步上升。

## 日央行前瞻指引与投机市场对峙近期告一段落 日元出现V型反转

时隔两年多，趋势最近出现逆转，自然是因为美国加息周期接近尾声。2024年初，新任日本央行行长上田和夫扭转了前任黑田东彦的负利率政策，开始向市场提供加息前瞻性指引。但市场似乎心存疑虑，选择与日本央行对抗，导致今年上半年日元贬值突破160。一种解释是投机市场不相信日本通胀的可持续性，认为一旦美国进入降息周期，日本将重回通缩。另一种解释来自日元套利交易路径中复杂的对冲需求，其中的核心是英伟达。简单来说，日本电子芯片股、台湾半导体和英伟达由于政治和产业转移背景，股价具有很强的相关性。长期以来，买入日本芯片股是捕捉AI领域阿尔法收益的重要渠道。但进入2024年，美股呈现明显的“收缩”趋势，资金蜂拥而至，尤其是英伟达，导致日本芯片股与英伟达脱钩。为了避免卖出日本电子股而损失未来的alpha收益，很多基金都有对冲需求，卖出日元买入英伟达成为不错的选择。这个观点来自我非常欣赏的经济学家傅鹏，有兴趣可以去他的公众号看看这个逻辑。

不管原因如何，这场对峙在上周三以日本央行正式加息15个基点结束，远超市场预期，标志着市场正式反转。首先，我们可以看到美元兑日元汇率从160迅速上涨至本文撰写时的143。日元套利交易正式结束，许多交易员开始平仓，导致美元计价的风险资产被大量抛售，将其兑换回日元以偿还债务。

因此，周末之后，随着市场充分消化日本加息消息，平仓潮达到高潮，引发8月5日加密市场大跌。支撑这一点的一个证据是，收益型资产的跌幅远超比特币等零息资产，尤其是ETH，而后者是利率套利的核心标的。

## 美日同盟中日央行扮演配角，美元最终决定未来走势

这里，我希望对未来的走势做一个简要的展望。希望大家不要被这次回调吓到。虽然日元套利交易的规模很大，但我认为在美日同盟中，日本其实扮演着配角的角色。日本最近宣布加息，也只是为了配合美国的货币政策。我们知道，美国之所以没有提前进入衰退，美联储之所以迟迟不降息，是因为美国股市的活跃。虽然中小企业举步维艰，但“科技七姐妹”尤其是英伟达带来的财富效应，通过金融领域，让美国GDP保持旺盛。如果美国过早降息，会大大刺激风险市场，有可能重新引发通胀，这显然是不可接受的。但考虑到美国当前的经济形势，降息是别无选择。因此，美联储需要找到降息的理由，而这个理由其实就是美国股市的回调。因此，日本央行的行动可以理解为此次政策协调的一部分。

所以当美国正式进入降息周期，流动性再次放松，加密资产必然会回暖。所以大家还是要保持耐心，对未来保持乐观。当然，对于高杠杆的人来说，适当降低杠杆也是不可避免的选择。