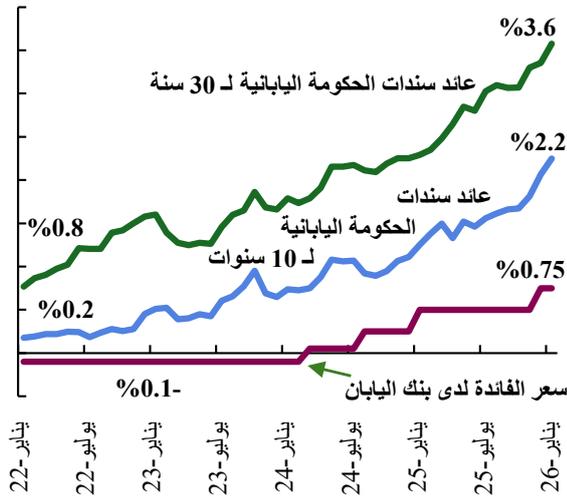


### ما السبب وراء الارتفاع الكبير في عوائد السندات اليابانية طويلة الأجل؟

مشترياته الشهرية من سندات الحكومة اليابانية، والتي بلغت ما يقارب 9 تريليون ين ياباني في ذروتها في عام 2023، حيث قام بتخفيضها إلى حوالي 3 تريليون ين ياباني، مع خطط لمزيد من التخفيضات التدريجية.

وفي هذا السياق، ارتفعت عوائد سندات الحكومة اليابانية طويلة الأجل بشكل ملحوظ عن مستويات السنوات السابقة. فقد ارتفع العائد القياسي لسندات الحكومة اليابانية لـ 30 سنة بأكثر من 2.5 نقطة مئوية ليتجاوز 3.6%، وهو أعلى مستوى له منذ عقود. وفي هذه المقالة، ناقش العوامل الرئيسية التي تفسر ارتفاع عوائد سندات الحكومة اليابانية طويلة الأجل.

#### سعر الفائدة الأساسي الياباني وعوائد سندات الحكومة اليابانية (نسبة مئوية، شهرياً، نهاية الفترة)



المصادر: بنك اليابان، هيفر أناليتكس، قسم الاقتصاد في QNB

أولاً، يعكس ارتفاع عوائد السندات اليابانية التحول الهيكلي في محركات الاقتصاد الكلي لليابان، من بيئة تهيمن عليها قوى الانكماش إلى فترة أكثر "انتعاشاً"، حيث استقرت معدلات النمو والتضخم. وقد أثرت الصدمات الخارجية الأولية الناجمة عن ارتفاع التضخم المستورد بسرعة على ديناميكيات الاقتصاد المحلي، مما ساهم في كسر اتجاه الانكماش طويل الأمد. فعلى سبيل المثال، أسفرت مفاوضات الأجور السنوية التي تُعرف باسم "شونتو"، وتُشكل عاملاً رئيسياً في تحديد ديناميكيات الأجور في البلاد، عن زيادات في الأجور بنحو 5%، وهي الأعلى منذ عقود. وفي ظل النقص الحاد في العمالة، عززت هذه الزيادات في الأجور التوقعات بأن التضخم قد شهد تعديلاً تصاعدياً دائماً.

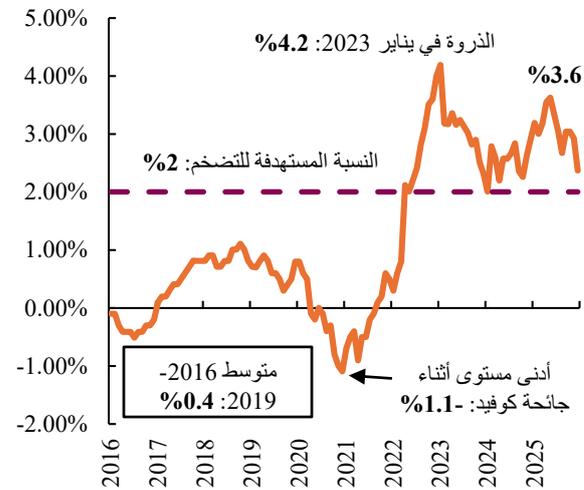
وساهم ارتفاع التضخم، إلى جانب ارتفاع نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بفضل قوة الصادرات وتعافي استثمارات

بعد عقود من الركود الانكماشى وأسعار الفائدة المنخفضة للغاية، دخلت اليابان بيئة اقتصاد كلي جديدة. ففي أعقاب جائحة كوفيد-19 والحرب الروسية الأوكرانية، أدت "التغيرات المفاجئة في العرض" الناجمة عن إجراءات الإغلاق والاضطرابات الجيوسياسية، بالإضافة إلى الزيادة العالمية في أسعار السلع، إلى ارتفاع الأسعار في اليابان. وتفاقت هذه الأحداث مع "صدمة الطلب" الكبيرة الناتجة عن تدابير الدعم المالي غير المسبوقة المصحوبة بسياسة نقدية ميسرة للغاية، مما أدى إلى ارتفاع أسعار السلع.

ويعد أن بدأت البنوك المركزية الكبرى برفع أسعار الفائدة للسيطرة على التضخم، اتسعت الفجوة في أسعار الفائدة بالمقارنة مع اليابان، حيث حافظ بنك اليابان على سياسته النقدية الميسرة للغاية بسعر فائدة سلبي قصير الأجل قدره -0.1%. ونتيجة لهذه الفجوة، انخفضت قيمة الين الياباني بشكل حاد، مما أدى إلى موجة متجددة من ارتفاع الأسعار، ودفع التضخم إلى معدل يفوق 4% في أوائل عام 2023، وهو مستوى لم يُسجل منذ أكثر من ثلاثة عقود.

#### تضخم أسعار المستهلك في اليابان

(نسبة مئوية، مقارنة بالعام الماضي، المؤشر الأساسي باستثناء الأطعمة الطازجة)



المصادر: هيفر أناليتكس، قسم الاقتصاد في QNB

للسيطرة على التضخم، بدأ بنك اليابان عملية تاريخية لتطبيق السياسة النقدية. فقد أرغمه ارتفاع التضخم على إنهاء العمل بأسعار الفائدة السلبية لأول مرة خلال 17 عاماً. ومنذ عام 2024، رفع بنك اليابان سعر الفائدة أربع مرات، بإجمالي 85 نقطة أساس. وبالإضافة إلى ذلك، أنهى البنك رسمياً برنامج الخصم الخاص بالتحكم في منحنى العائد، مُلغياً بذلك الحد الأقصى لعائد سندات الحكومة اليابانية لـ 10 سنوات، لينتقل إلى إطار عمل أكثر مرونة. ومع انتهاء برنامج التحكم في منحنى العائد، بدأ بنك اليابان بتقليص

الحكومية اليابانية. ويمر المشهد التنظيمي الياباني بمرحلة تحول من نظام ملاءة قائم على القيمة الدفترية إلى إطار عمل قائم على السوق. ويعاقب النظام الجديد بشكل أكثر وضوحاً مخاطر أسعار الفائدة وفجوات آجال الاستحقاق. نتيجة لذلك، قلص المستثمرون المحليون التقليديون في سندات الحكومة اليابانية، ولا سيما شركات التأمين على الحياة، طلباتهم. وقد كان لهذا الوضع تأثير بالغ على سوق السندات الحكومية اليابانية، إذ خفضت شركات التأمين على الحياة، التي كانت تستحوذ سابقاً على نحو 35% من صافي إصدارات سندات الحكومة اليابانية طويلة الأجل، مشترياتها بعدة تريليونات من الين الياباني سنوياً. وقد ساهم ضعف الطلب من شركات التأمين على الحياة، في ظل التغييرات التنظيمية، في ارتفاع عوائد سندات الحكومة اليابانية طويلة الأجل.

بشكل عام، يُعزى ارتفاع عوائد سندات الحكومة اليابانية طويلة الأجل إلى التحول الهيكلي في النمو الاسمي الذي تعزز بفعل التغييرات في قيادة البلاد وانخفاض الطلب المؤسسي في ظل التغييرات التنظيمية. ونرى أن هذا يعكس انتقال اليابان نحو بيئة تتسم بسياسة نقدية وأوضاع اقتصاد كلي تقليدية بعد عقود طغت عليها ديناميكيات الانكماش.

الشركات، في تعزيز نمو الناتج المحلي الإجمالي الاسمي. في الواقع، بينما بلغ متوسط النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي الاسمي 0.1% بين عامي 2000 و2020، تسارع هذا الرقم عدة أضعاف ليصل إلى متوسط نمو سنوي قدره 3.7% للفترة 2021-2025. نتيجة لذلك، راجع المستثمرون تقييمهم لأسعار الفائدة التوازنية، مما أدى إلى ارتفاع عوائد السندات طويلة الأجل.

ثانياً، عزز وصول رئيسة الوزراء ساناي تاكايشي إلى السلطة في أكتوبر 2025 الانطباع السائد بأن النمو الاسمي المرتفع سيستمر خلال السنوات القادمة في اليابان. تدعم تاكايشي تطبيق سياسات مالية أكثر جرأة تهدف إلى ضمان تحقيق معدلات نمو أقوى، وتبني سياسة صناعية أكثر فعالية، وتقليل التركيز على خفض الدين واستقلالية البنك المركزي. وقد عزز فوز تاكايشي التوقعات بارتفاع النمو الاقتصادي والتضخم، لا سيما إذا أصبحت السياسة المالية أكثر توسعاً. وتتأثر السندات طويلة الأجل، وخاصة السندات ذات الأجل الطويلة للغاية التي تزيد عن 30 عاماً، بشدة بالنمو الاسمي، ويبدو أن افتراض تحقيق نمو اسمي قريب من الصفر غير صحيح.

ثالثاً، أدت التغييرات التنظيمية واعتبارات الميزانية العمومية إلى انخفاض طلب المؤسسات الخاصة المحلية في سوق السندات

#### فريق QNB الاقتصادي

**عائشة خالد آل ثاني**  
مسؤول أول – قسم الاقتصاد  
+974-4453-4647

**بيرنابي لوبيز مارتين\***  
مدير أول – قسم الاقتصاد  
+974-4453-4643

**لوبيز بينتو**  
نائب رئيس مساعد – قسم الاقتصاد  
+974-4453-4642

\*المؤلف المراسل

**إخلاء مسؤولية:** تم إعداد المعلومات الواردة في هذه المطبوعة ("المعلومات") من قبل بنك قطر الوطني (ش.م.ع.ق) ("QNB") ويشمل هذا المصطلح فروع وشركائه التابعة. يُعتقد بأن هذه المعلومات قد تم الحصول عليها من مصادر موثوقة، ومع ذلك فإن QNB لا يقدم أي ضمان أو إقرار أو تعهد من أي نوع، سواء كان صريحاً أو ضمنياً، فيما يتعلق بدقة المعلومات أو اكتمالها أو موثوقيتها كما لا يتحمل المسؤولية بأي شكل من الأشكال (بما في ذلك ما يتعلق بالتقصير) عن أي أخطاء أو نقصان في المعلومات. يُخلى QNB بشكل صريح مسؤوليته عن كافة الضمانات أو قابلية التسويق فيما يتعلق بالمعلومات أو ملاءمتها لغرض معين. يتم توفير بعض الروابط لمواقع إلكترونية خاصة بأطراف ثالثة فقط لراحة القارئ، ولا يؤيد QNB محتوى هذه المواقع، ولا يُعتبر مسؤولاً عنه، ولا يقدم للقارئ أي اعتماد فيما يتعلق بدقة هذه المواقع أو ضوابط الحماية الخاصة بها. ولا يتصرف QNB بصفتها مستشاراً مالياً أو خبيراً استشارياً أو وكلاً فيما يتعلق بالمعلومات ولا يقدم استشارات استثمارية أو قانونية أو ضريبية أو محاسبية. إن المعلومات المقدمة ذات طبيعة عامة، وهي لا تُعتبر نصيحة أو عرضاً أو ترويجاً أو طلباً أو توصية فيما يتعلق بأي معلومات أو منتجات مقدمة في هذه المطبوعة. يتم تقديم هذه المطبوعة فقط على أساس أن المتلقي سيقوم بإجراء تقييم مستقل للمعلومات على مسؤوليته وحده. ولا يجوز الاعتماد عليها لاتخاذ أي قرار استثماري. يوصي QNB المتلقي بالحصول على استشارات استثمارية أو قانونية أو ضريبية أو محاسبية من مستشارين محترفين مستقلين قبل اتخاذ أي قرار استثماري. الآراء الواردة في هذه المطبوعة هي آراء المؤلف كما في تاريخ النشر. وهي لا تعكس بالضرورة آراء QNB الذي يحتفظ بحق تعديل أي معلومات في أي وقت ودون إشعار. لا يتحمل QNB أو مديره أو موظفه أو مكلته أي مسؤولية عن أي خسارة أو إصابة أو أضرار أو نفقات قد تنتج عن أو ترتبط بأي شكل من الأشكال باعتماد أي شخص على المعلومات. يتم توزيع هذه المطبوعة مجاناً ولا يجوز توزيعها أو تعديلها أو نشرها أو إعادة نشرها أو إعادة استخدامها أو بيعها أو نقلها أو إعادة إنتاجها كلياً أو جزئياً دون إذن من QNB. وعلى حد علم QNB، فإنه لم تتم مراجعة المعلومات من قبل مصرف قطر المركزي أو هيئة قطر للأسواق المالية أو أي جهة حكومية أو شبه حكومية أو تنظيمية أو استشارية سواء داخل قطر أو خارجها، كما لم يتم QNB طلب أو تلقي أي موافقة فيما يتعلق بالمعلومات.