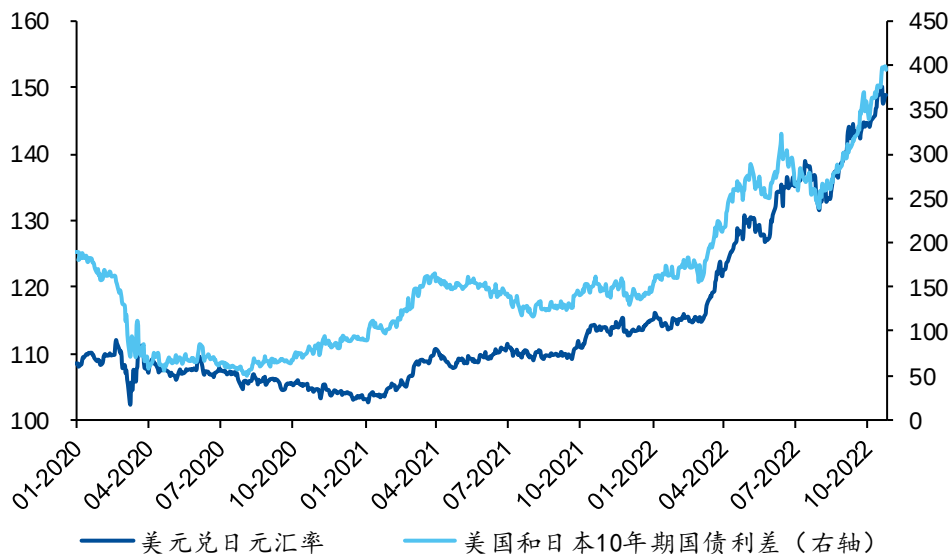




日本：谁来接盘 YCC？

利差走阔导致日元明显贬值



数据来源：彭博，国泰君安国际

- 日本央行上周五维持利率不变，意味着其将继续维持收益率曲线控制政策（Yield Curve Control, YCC）。尽管伴随着全球以及日本通胀的上升，YCC 政策的可持续性一直存在疑问，甚至有评论认为其已经“名存实亡”——日本 10 年期国债的二级市场交易量很低，甚至一度出现“零成交”。
- 日元的大幅度贬值以及日本通胀的明显上升，导致了部分市场人士认为日本央行将在短期内被迫放弃 YCC。
- 但从技术角度而言，日本央行真想退出 YCC 也不容易。日本央行持有超过 70% 的日本 10 年期国债，其资产负债表超过 GDP 的 250%。换言之，日本央行是日本债券市场中唯一的大玩家，想要如此体量的接盘侠也并不容易。与此同时，选择逐步退出抑或全面推出，日本央行都面临着金融市场可能出现明显波动的风险。
- 在某种程度上坚持 YCC 可能是日本央行的被迫选择，即使通胀可能已经失控，但被迫放弃或者调整 YCC 的风险和难度也一样容易带来新的失控。从这个角度而言，短期的市场平静将孕育着中期的市场风险。同时，通胀的治理将更加长期化，通胀中枢的抬升也会是一个难以避免的问题，这也意味着整体利率将在较长时间内保持在一个较高的位置上。

日本央行上周五维持利率不变，意味着其将继续维持收益率曲线控制政策（Yield Curve Control, YCC）。尽管伴随着全球以及日本通胀的上升，YCC政策的可持续性一直存在疑问，甚至有评论认为其已经“名存实亡”——日本10年期国债的二级市场交易量很低，甚至一度出现“零成交”。与此同时，20年期国债收益率近期已经出现明显上升，这也意味着市场已经开始认为日本货币政策已经接近拐点。

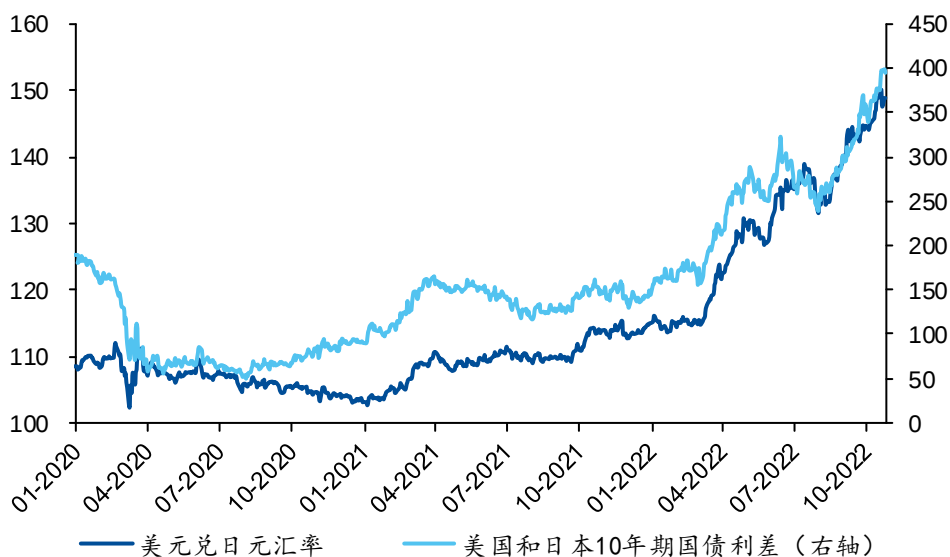
从技术角度而言，日本央行真想退出YCC也不容易。日本央行持有超过70%的日本10年期国债，其资产负债表超过GDP的250%。换言之，日本央行是日本债券市场中唯一的大玩家，想要华丽退场而不带来系统性的金融风险，并不是一件容易的事。

日元大幅贬值

触发市场讨论YCC的可能终结有以下两个原因。第一，今年以来，几乎所有货币较美元都出现了不同程度的贬值，而其中日元的贬值幅度之大让人瞠目结舌。美元兑日元汇率在今年从平稳多年的115飙升至近日的150附近，贬值幅度接近四分之一。而这也引发了市场的好奇，日元贬值会引发什么问题，而其终点究竟在何方？

而日元贬值的直接原因——众所周知，美国迫于高企的通货膨胀仍在不断加息，而日本在此刻依旧坚守的量化宽松则加速了两国货币息差的走阔，日元的吸引力持续下降也导致了资本流向美元资产。

图1: 利差走阔导致日元明显贬值



数据来源：彭博，国泰君安国际

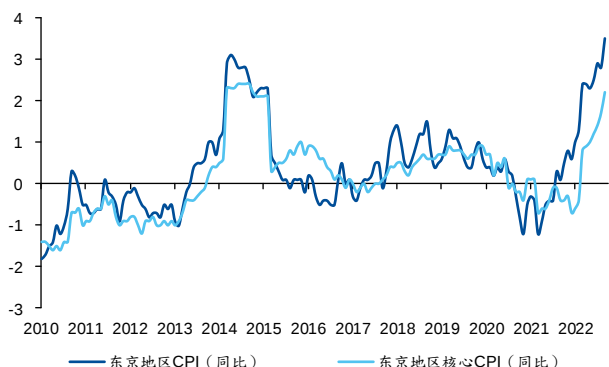
通胀归来

第二个引发YCC可能退出市场的原因是发达国家普遍出现的高通胀。今年以来，由俄乌冲突推高的能源价格叠加后疫情时代供应链紧张推高的消费品价格上升所致，除中国以外的主要经济体均出现了不同程度的通货膨胀，而各国央行也陆续收紧货币政策以期给火热的通胀降温。

即使在日本这样一个常年低通胀甚至通缩的经济体中，通胀也开始成为了一个问题。主要通胀指标不断攀升，核心通胀指标也超出了日本央行设定的

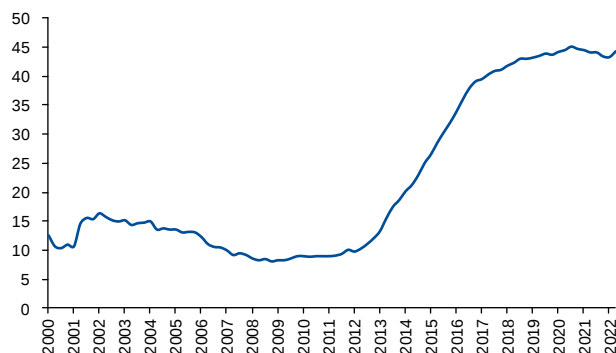
2%的目标。尽管日本央行在最新的预测中仍然认为 2023 年核心通胀率会回落至 2% 以下，但考虑到美联储和欧洲央行此前的“迷之自信”并导致最终错估通胀走势，日本央行能否成功管理通胀预期，也很难不被打上问号。

图 2: 日本CPI (当月同比)



数据来源: Choice, 国泰君安国际

图 3: 日本央行持有超过40%的日本政府债券



数据来源: Choice, 国泰君安国际

YCC 如何出炉——进一步完善 QQE 政策

即便市场呼声很高，日本央行仍然在全球央行紧缩的巨浪中，选择了做一个孤独的逆行者——长期维持负政策利率以及 YCC 政策不变。

日本 YCC 是继 2013 年日本央行提出将 CPI 年率控制在 2% 目标后，综合考虑经济活动、物价变化等因素，由现任央行行长黑田东彦提出的进一步量化质化的货币宽松政策 (QQE)，即带有 YCC 的 QQE。对于日本的 YCC 而言，当 10 年期日本国债 (Japanese government bond, JGB) 利率触及上限+0.1% (目前这个数字已经逐步升至 0.25%) 时，央行便开始介入市场。

图 4: 日本央行对YCC政策的调整



数据来源: 彭博, 国泰君安国际

YCC 通过购买目标 10 年期国债，将该国债收益率压低至 0% 的目标水平，使无风险收益率水平下降，进而引导信贷利率下行，刺激经济增长，因此这也被称为利率上限型管理政策。

回顾过去，YCC 的提出确实起到了其应有的提振经济作用，日本的出口有了显著的改善。但不能否认的是，任何强有力的政策随着时代的发展都会变成时代的禁锢。而当下，日本央行独树一帜的政策态度是否应该坚持下去以

及会造成什么样的后果已经开始被市场所质疑。

退出 YCC 会推升全球利率

对于全球利率市场而言，日本央行一旦退出 YCC，其带来的短期市场震荡将不可避免。

众所周知，日元以其极低的利率已然成为世界金融市场的压舱石。一旦日本最终退出低利率，那么全球整体的无风险利率水平也将出现明显抬升，对于全球利率体系而言，YCC 几乎可以被认为是最后一根“救命稻草”，一旦 YCC 退出历史舞台，那么全球利率水平在短期将很可能像“断了线的风筝”一样大幅抬升。

在极端情形下，日本 YCC 的结束很有可能会成为全球利率重新螺旋上升的发动机。我们也几乎可以肯定，日元利率的上升将会在第一时间传导至世界各大金融市场。而作为亚洲最主要的经济体之一，亚洲新兴国家市场的金融市场将会明显感受到第一波的压力。

YCC 已经名存实亡？

从日本国内的情况来看，YCC 在某种程度的“名存实亡”导致了市场一直有 YCC 即将终结的预期。首先，由于利率“畸低”，日本国债市场已经呈现出成交枯竭的窘态。由于利率太低，绝大多数机构都不愿意购买日本国债，有媒体报道称日本 10 年期国债近期已经几乎处于零成交。但与此同时，由于 YCC 主要的控制目标是 10 年期国债利率，市场将主要的押注方向转向了更长期限例如 20 年国债，这也导致了市场出现了明显的跷跷板效应——即 10 年期国债利率虽然基本尚能维持平稳，但更长期限利率已经在走高，这也意味国债市场的定价因为央行和投资者之间的分歧而出现了明显的分化，而这样的分化大概率是无法维持太久的。换句话说，YCC 政策已经部分失效或者已经难以完成其应有的使命。

图 5: 20 年期国债利率已经明显走高

1.4
1.2

宏观研究报告

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48178

