

日央行松动收益率曲线控制，范式转变可能在路上

20221220

核心内容：

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：于金潼

- **日央行上调 YCC 目标利率 0.25% 至 0.5%，扩大资产购买规模** 日本央行 12 月 20 日对收益率曲线控制 (YCC) 做出超预期的调整，10 年国债的目标收益率区间从正负 0.25% 扩大至正负 0.5%，日央行将按 0.5% 的新利率无限购买 10 年国债；同时，2023 年一季度日央行资产购买规模将扩大至约 9 万亿日元/月，月度国债购买数量随之上调。YCC 超预期的边际调整暗示日本的贸易和国债市场恶化程度已经超过政府和市场可以接受的程度，各界压力迫使日央行提前做出了改变。而扩大国债购买的规模可能是为了应对央行以外的投资者对日本国债的抛售。因此，日本的零利率、收益率曲线控制和自安倍晋三与白川芳明时代公布的 2% 中长期物价稳定目标都有调整的可能，黑田东彦的离任可能是公布日本货币政策范式转变的合适时机。
- **调整压力之一是弱日元下恶化的日本贸易条件** 从进出口情况看，日本的美元计价进口增速大幅高于出口；其经常账户在 2022 年二季度就已经受到较大冲击，货物差额显著弱化，而三四季度预计进一步大幅下行。进口价格的上升和出口价格的下降将导致日本的贸易条件 (net barter terms of trade) 进一步出现恶化，损害日本企业的国际竞争力。日本的外汇储备在干预日元和贸易不振等因素下也迅速下行，从 2021 年三季度 1.4 万亿美元的高点迅速下降至 1.2 万亿美元附近。财务省已经在 9、10 月份进行了大约 250 亿与 370 亿美元的外汇干预，经济压力由于央行对 YCC 的执念而继续加大。所以，日元对日本贸易的压力可能是促成 YCC 边际放松的重要因素。
- **调整压力之二是日本国债市场流动性过低** YCC 扭曲了市场定价，无限量的国债回购虽然稳定了日债价格，但是日央行正逐渐成为市场中的“唯一玩家”，持有日债比例超过 50%，债市流动性恶化明显。YCC 下国债价格的稳定导致短线交易者难以通过国债价格的波动获利，而国债价格在巨大美日利差下的显著高估也使日央行以外的投资者望而却步。需要注意 YCC 的放松只能以较温和的方式进行，不会一蹴而就，因为日债过快的下跌同样会猛烈的冲击日本金融稳定，这是日央行最不愿意看到的。
- **日元升值预期上行，人民币汇率继续“以我为主”** 日元未来升值的理由包括 (1) 日央行改变超宽松政策后美日利差缩小的预期；(2) 日元作为避险货币在衰退预期较高的 2023 年吸引资金回流 (3) 日本经济增速在 2023 年可能高于美国，基本面对汇率形成支持。不过，日本调整 YCC 和领率过程中的金融风险也不容忽视。人民币方面，不论是从稳增长还是稳地产角度考虑，我国货币政策 2023 年收紧的可能性较低，通胀也较为可控；所以，人民币兑美元更可能在中美利差小幅扩张的贬值压力和中国经济恢复的升值支撑下，在合理范围内宽幅震荡。

主要风险：政策理解不到位，日本货币政策超预期变化，日本出现金融动荡

一、日央行上调 YCC 目标利率并扩大国债购买，货币政策可能迎来范式转变

日本央行 12 月 20 日对收益率曲线控制（YCC）做出超预期的调整，10 年国债的目标收益率区间从正负 0.25% 扩大至正负 0.5%，日央行将按 0.5% 的新利率无限购买 10 年国债；同时，2023 年一季度日央行资产购买规模将扩大至约 9 万亿日元/月，月度国债购买数量随之上调。由于日央行行长黑田东彦此前对零利率和 YCC 调整持否定态度，并表示在工资增速获得稳定活力以带动通胀上升前，修改超宽松货币政策并不明智，市场普遍预期政策的显著调整要等到 2023 年 3 月黑田东彦卸任之后。

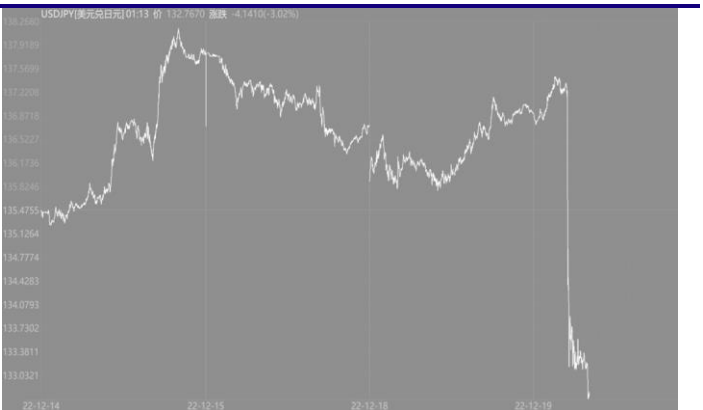
虽然本次日央行仍然维持零利率政策不变，但 YCC 超预期的边际调整暗示日本的贸易和国债市场恶化程度已经超过政府和市场可以接受的程度，各界压力迫使日央行提前做出了改变。而扩大国债购买的规模可能是为了应对央行以外的投资者对日本国债的抛售。因此，日本的零利率、收益率曲线控制和自安倍晋三与白川芳明时代公布的 2% 中长期物价稳定目标都有调整的可能，黑田东彦的离任可能是公布更大变化的合适时机。在日央行货币政策从超宽松边际转向（美日利差缩小）的预期下，日元近期可能震荡升值，对冲美元指数在海外投资者重新考虑美联储 2023 年加息路径造成的上行。尽管日元兑美元的反弹值得关注，对日本国债的抛售对日本金融系统潜在的压力以及日元流动性收紧对国际资产价格的影响也应当警惕。对 YCC 控制的放松显著增加了日本货币政策出现范式转变的概率。

图 1：日本 10 年国债收益率跳升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：美元兑日元从 137 回落至 132



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：日本国债购买规模扩张，可能用于承接对日债的抛售

剩余到期日		2023 年一季度 每次拍卖购买规模 (单位：亿日元)	2023 年一 季度 拍卖频率	2022 年四季度 每次拍卖购买规模 (单位：亿日元)	2022 年四 季度 拍卖频率
日本付息国 债 JGBs with coupons	1 年及以下	1,500	1 次/月	1,500	1 次/月
	1 年以上 3 年及以下	4,250 ~ 5,750	4 次/月	4,750	4 次/月
	3 年以上 5 年及以下	5,000 ~ 6,500	4 次/月	4,750	4 次/月
	5 年以上 10 年及以下	5,750 ~ 7,750	4 次/月	5,500	4 次/月
	10 年以上 25 年及以下	2,000 ~ 4,000	4 次/月	2,500	3 次/月
25 年以上		1,000 ~ 3,000	3 次/月	1,000	3 次/月
通胀指数化证券		600	1 次/月	600	1 次/月
浮动利率债券		300	1 次/季	300	1 次/季

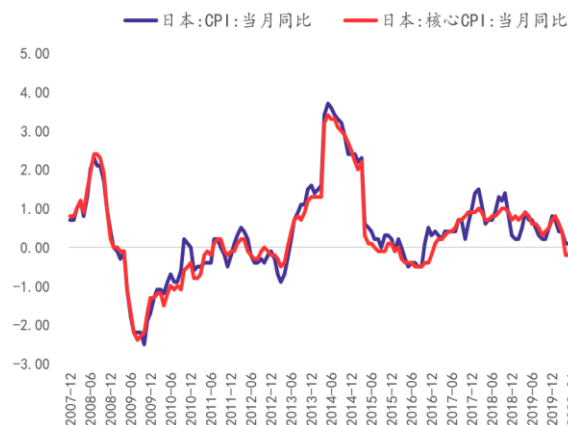
资料来源：BOJ，中国银河证券研究院整理

二、日央行面临的压力：弱日元下的国债市场流动性与贸易条件

日央行的超宽松政策 QQE 主要希望通过零利率和长端收益率曲线控制以实现 2% 的中长期物价稳定目标。该目标是在 2012 年安倍政府上台后对白川芳明管理下的日央行施压后达成的政府与央行协作宽松的“共同声明”中设定的，对于该目标的调整意味着日央行可能在 2023 年改变对超宽松政策的坚持，维护日元汇率并改善日本国债市场流动性问题。

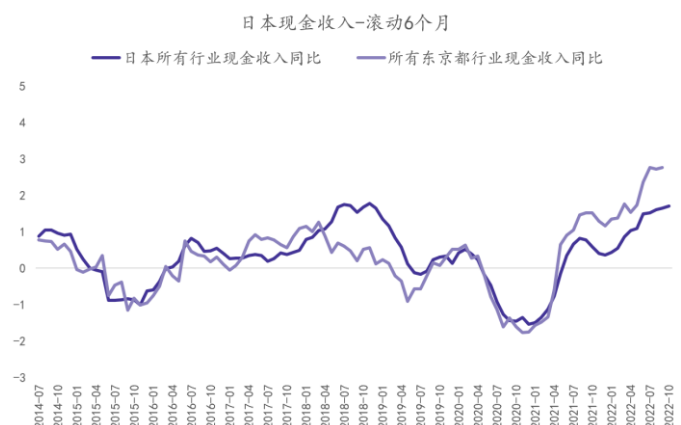
日本近期的通胀和工资增速均在进一步上行，虽然实际工资增速还是负增长，但的确出现了日央行期待已久的回升苗头。不过，行长黑田东彦和其他委员在货币政策会议中表示目前通胀和工资的上行受输入性因素影响，不易持续，因此要继续保持超宽松货币政策。前行长白川芳明曾指出日本的低通胀和工资增速是由于劳动人口下行、日本社会习惯和企业竞争力下降所致，仅靠货币政策在中长期难以改善日本经济走势。在通胀与工资回升，超宽松政策显得愈发不可持续的情况下，国债市场的压力和日本贸易与汇率面临的困境可能是迫使黑田的日央行改变 YCC 的首要原因。

图 4：日本 CPI 增速上升至高位 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：日本工资增速同样上行 (%)



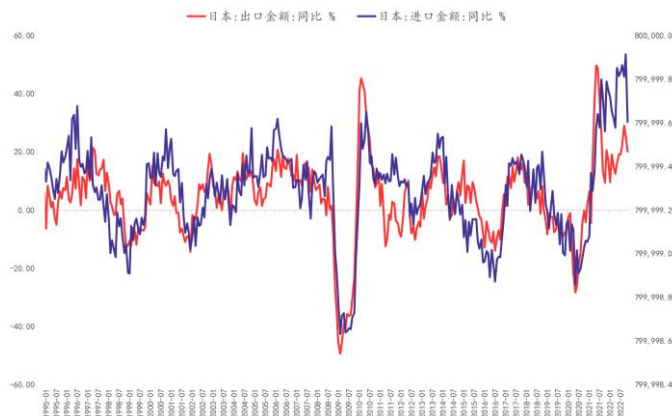
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

外贸和汇率稳定方面，虽然日本通常更警惕日元升值，但本次超宽松政策下日元的疲弱已经严重损害了日本贸易企业的利益和日本的经常账户，财务省也不得不多次消耗外汇储备稳定日元汇率。《开放经济学评论》中的文章表示，日元走强会给政策制定者和制造商带来困扰，其汇率变动对多达七个工业部门产生重大影响。受益于日元疲软的行业希望其位置在 110 日元 (0.90 美元) 至 115 日元 (0.94 美元) 之间，而那些因日元疲软而处于不利地位的行业则希望其位置在 105 日元至 110 日元之间。根据 Mizuho 的研究，日元贬值带给日本企业和劳工的负面效应已经远远大于正面效应。70% 的行业和 60% 的劳工受损于日元贬值。

从进出口情况看，日本的美元计价进口增速大幅高于出口；其经常账户在 2022 年二季度就已经受到较大冲击，货物差额显著弱化，而三四季度预计进一步大幅下行。进口价格的上升和出口价格的下降将导致日本的贸易条件 (net barter terms of trade) 进一步出现恶化，损害日本企业的国际竞争力。日本的外汇储备在干预日元和贸易不振等因素下也迅速下行，从

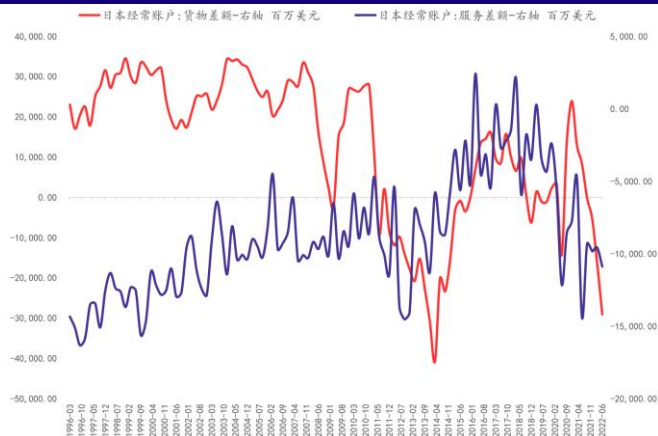
2021 年三季度 1.4 万亿美元的高点迅速下降至 1.2 万亿美元附近。财务省已经在 9、10 月份进行了大约 250 亿与 370 亿美元的外汇干预，经济压力由于央行对 YCC 的执念而继续加大。所以，日元对日本贸易的压力可能是促成 YCC 边际放松的重要因素。

图 6：日本进口增速上升更迅速 (%)



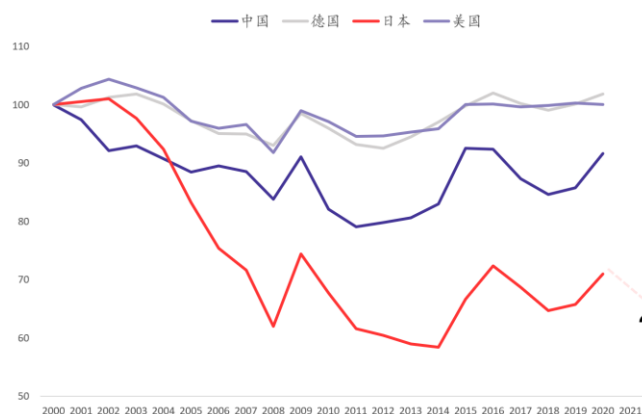
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：日本经常账户恶化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：日本贸易条件指数可能进一步恶化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：日本外汇储备大幅消耗 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

国债市场方面，日央行的 YCC 扭曲了市场定价，无量的国债回购虽然稳定了日债价格，但是日央行正逐渐成为市场中的“唯一玩家”，持有日债比例超过 50%，债市流动性恶化明显：

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_50350

