

## 日本央行转向，紧缩交易卷土重来？

2022 年 12 月 20 日

12 月 20 日，日本央行宣布调整 YCC 政策区间上限(收益率曲线控制, Yield Curve Control)，日本 10 年期国债利率区间从 $\pm 0.25\%$ 调整至 $\pm 0.50\%$ ，日本、美国等多国股债汇市场出现大幅调整。

### ► YCC 政策是什么，日本缘何调整 YCC？

收益率曲线控制 (Yield Curve Control, YCC) 即央行以固定利率买卖国债达到控制收益率曲线形态的手段。日本央行承诺将 10 年期国债收益率保持在 0% 附近，一旦超出偏离区间，其将无限量购买国债。本次日本央行将 10 年期国债收益率的偏离区间从 $\pm 0.25\%$ 调整至 $\pm 0.50\%$ 。

今年以来，日本 10 年期国债持续保持在 YCC 区间上沿即+0.25%水平，导致当前债券市场流动性恶化，市场运转情况甚至差于 2020 年一季度。国债收益率曲线作为实体融资的基准效果大打折扣，抑制货币政策效果，日本央行此举调整 YCC 区间，意在平滑收益率曲线，提升宽松货币政策传导效果。

### ► YCC 政策调整意味着什么？日本或逐步开启货币正常化

海外加息浪潮下，日元持续贬值，日本陷入了输入型通胀与货币贬值恶性循环：日元贬值—输入型通胀—经济活动抑制——货币政策继续宽松—日元贬值。

当前日本通胀的水平已经完全超过了 2% 的目标，10 月日本 core-core CPI 同比增速甚至达到了 2.5%。日本财政省三季度以来多次进行外汇干预。在当下这个时点，日本央行调整 YCC 政策区间，其本质仍是高通胀制约实体经济。此举有打破这一负反馈的意义，并配合财政政策减轻输入型通胀对日本经济的压制。

尤其是日本央行行长黑田东彦，作为日本超宽松货币政策的开启者，在明年 4 月即将卸任，不排除日本央行后续进一步收紧货币政策。

### ► 日本货币政策正常化意味着什么？美债交易逻辑反转，美债利率阶段性反弹

日本货币政策正常化之路开启，意味着美债相对日债吸引力减弱。

“日元-美元”套息交易空间，受制于利差收窄，或将进一步被压缩甚至逆转。或引发新一轮的美元资产抛售浪潮，美债利率将被再度推高。

今年以来，由于美联储快速加息，日本投资者持续净卖出以美债为代表的海外债券资产。同时日元持续贬值，也衍生大量日元-美元套息盘。一旦这些套息盘开始反转，抛售其配置的美债美股等资产，将对全球市场造成较大扰动。

### ► 日本 YCC 政策调整，或许是全球流动性收紧的又一个多米诺骨牌

若日本央行持续收紧货币政策，或标志着疫情之前十年的全球美元循环范式的改变，或将引发一场规模浩大的全球金融资产再平衡。其背后本质上的逻辑是全球宏观环境从“低通胀-低利率-低波动”切换至“高通胀-高利率-高波动”。

过去存在大量建立在“低利率-低波动”环境之上的宏观策略/行为，以日本、欧元区等负利率经济体内的投资者，在海外尤其是美国寻找高收益资产最为典型。

其一，当前在“高利率-高波动”的宏观环境下，各国政策利率抬升，使得全球投资者在各国的资产配置开始出现调整的迹象，这将影响全球金融市场的定价。

其二，金融市场高波动或将成为常态，当前不仅是日本，美国、欧元区等债券市场同样面临市场流动性恶化的局面，且蔓延至外汇、商品市场。在资产价格高波动的情况下，容易触发类似于“英国养老金扰动英国债券市场”的流动性危机。

**风险提示：**美联储货币政策超预期；日本央行货币政策调控超预期；疫情超预期。



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

#### 相关研究

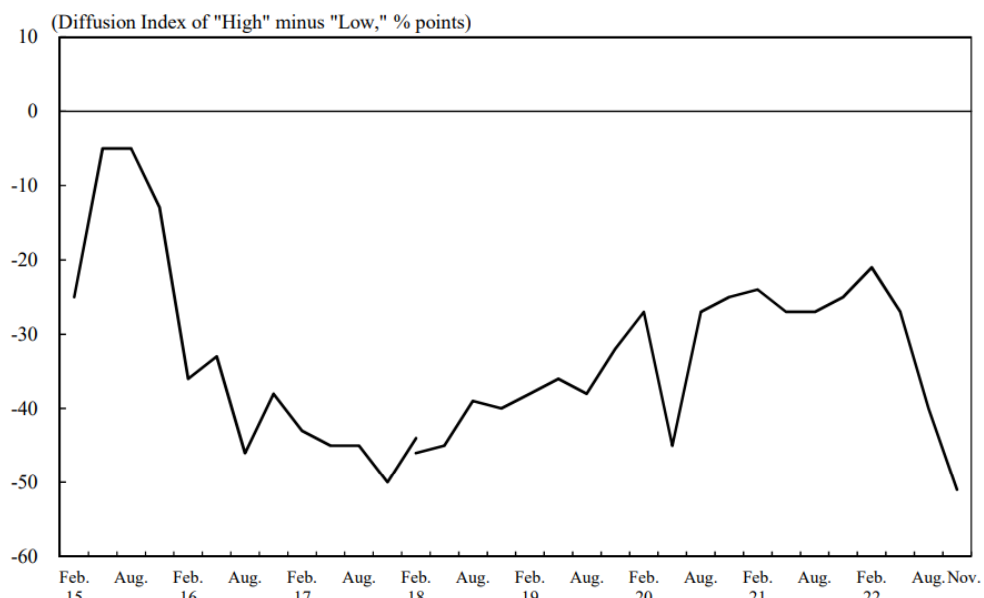
- 1.政策研究系列(二)：十年回顾：中央经济工作会议-2022/12/20
- 2.宏观事件点评：中央经济工作会议精神内核：不折腾，全力搞经济-2022/12/18
- 3.全球大类资产跟踪周报：国内外风险资产回调-2022/12/17
- 4.政策研究系列(一)：如何跟踪中央经济工作会议和两会-2022/12/16
- 5.海外疫情系列研究(二)：防疫放开后的政策路线-2022/12/15

图1：日本 10 年期国债走势



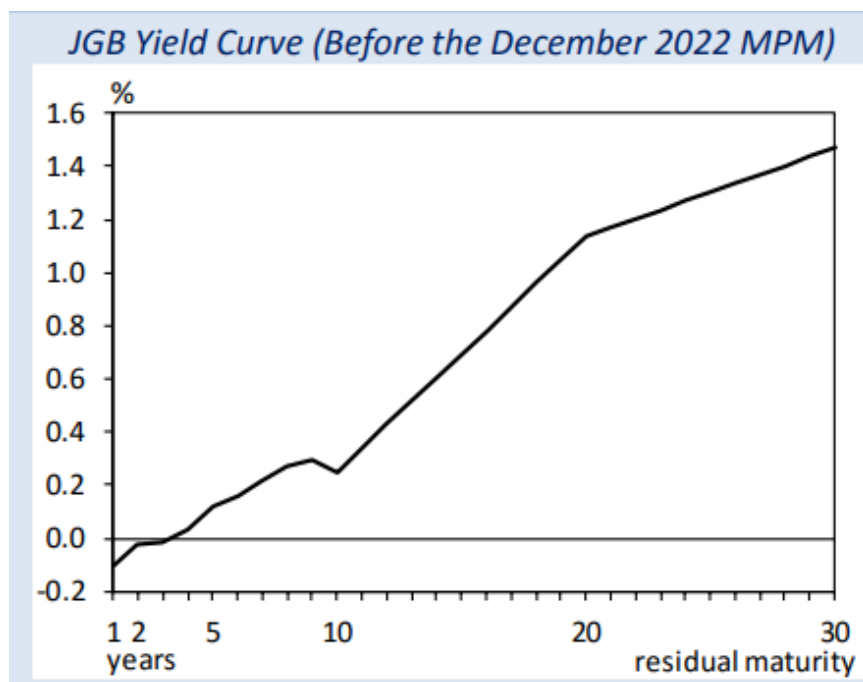
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：日本债券市场运转指数已经创近年新低



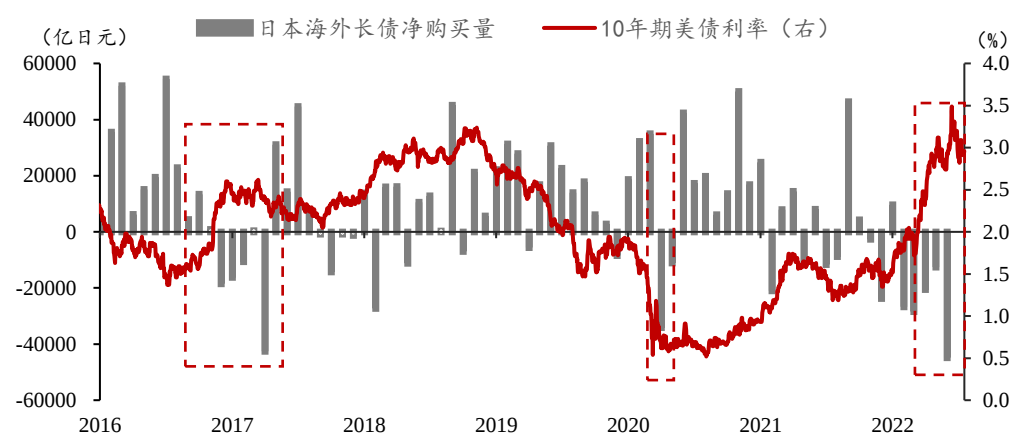
资料来源：Bank of Japan，民生证券研究院

图3：日本国债收益曲线出现“扭曲”



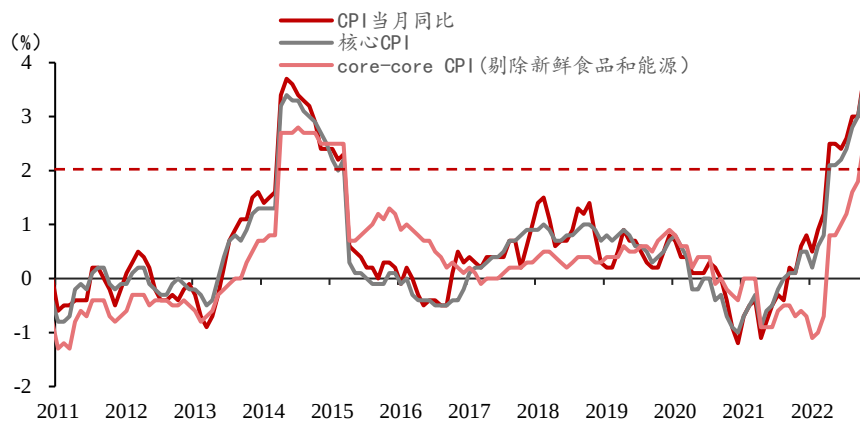
资料来源：Bank of Japan，民生证券研究院

图4：日本海外债券净购买量 vs 10 年期美债利率走势



资料来源：日本财务省，wind，民生证券研究院

图5：日本通胀早已超过 2%的目标



资料来源：wind，民生证券研究院

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\\_50442](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50442)

