

## 日央行“意外”上调 YCC，冲击几何？

12月20日，日央行“意外”上调 YCC 上限至 0.5%，全球资本市场剧烈震荡。日央行为何调整、政策调整会否延续、影响如何？本文分析，供参考。

- **一问：日央行议息会议做了什么？上调 YCC 上限、时点早于市场预期**

12月20日，日央行议息会议将 10 年期日本国债收益率波动区间由正负 0.25% 扩宽至正负 0.5%，全球资本市场剧烈震荡。YCC 调整的政策发布后，日债期货交易被迫暂停，10 年期日债收益率由 0.26% 快速飙升至 0.44%，日经 225 指数也在短时间内大跌 3.23%；日元汇率由 137.4 快速升值至 130.7，10 年期美债收益率在溢出效应影响下大幅上行 12bp 至 3.7%。

市场普遍预期 YCC 政策的调整会发生在明年 3-4 月份；此次调整时点上超预期。从 10Y 日元掉期率和 20Y 日债利率来看，二者分别由 8 月 9 日的 0.28% 和 0.80% 升至 12 月 19 日 0.65% 和 1.18%，与日央行直接干预的 10Y 日债利率出现明显分化；市场已在定价 YCC 调整。但市场预期政策调整时点在明年 4 月日央行换届后；届时春斗调薪或将为政策调整带来更坚实的理由。
- **二问：日央行为何“提前”调整？日债流动性枯竭、基本面出现改善**

迫使日央行做出 YCC 政策调整最直接的因素是收益率曲线扭曲下、日债流动性的枯竭。截至 12 月 20 日，日债长端利率 20Y、30Y 分别高达 1.2%、1.5%，10Y 以内则被负利率政策和 YCC 政策压制在 0% 附近。扭曲的日债利率曲线导致日债流动性枯竭，日债流动性压力指数上破 3.0，创 2010 年以来新高。为改善日债流动性，日央行做出 YCC 调整来理顺收益率曲线形态。

与此同时，近期日本通胀的改善、经济基本面的边际修复，也为日央行政策调整提供支撑。1) 10 月日本剔除食品与能源后的核心 CPI 已上行至 3.6%，企业、居民通胀预期改善。叠加新通过的 29.1 万亿财政法案刺激，日本通胀或逐步走入日央行所期望的“合意”区间。2) 随着原油、天然气价格回落、贸易条件改善，日本进出口连续 2 个月顺差，经济出现边际修复迹象。
- **三问：政策调整会否延续、影响如何？转向“言之尚早”、冲击不容忽视**

“稳定的通胀”能否实现，是日央行会否“转向”宽松政策的关键；日本弱势的经济基本面、高企的政府杠杆率等，或难支持日债利率大幅上行。1) 能源价格回落、租金拖累、工资增幅有限，通胀可持续性“存疑”。2) 海外衰退背景下，外向型的日本经济难逃冲击；3) 日债利率大幅上行，日本财政付息压力或将抬升；4) 日债价格大幅波动将对日央行资产端形成冲击。

即便 YCC 调整不意味着日央行的“全面转向”，日债利率上行影响也不容低估。1) 近期日元汇率走势与美日利差趋同，日债利率一次性上行的影响已被市场消化；2) 日本拥有全球最多的海外资产，日债利率上行，将增强本国资产的吸引力，海外资产的回流将带来一定冲击；3) 前期借日元、买美元、投资于美债等资产的套息交易快速增加，这类套息交易或将发生逆转。

**风险提示：日央行货币政策收紧超预期、海外经济衰退超预期**

**赵伟** 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

**陈达飞** 分析师 SAC 执业编号：S1130522120002  
chendafei@gjzq.com.cn

**李欣越** 联系人  
lixinyue@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、日央行议息会议做了什么？上调 YCC 上限、时点早于市场预期.....	3
2、日央行为何“提前”调整？日债流动性枯竭、基本面出现改善.....	4
3、政策调整会否延续、影响如何？转向“言之尚早”、冲击不容忽视.....	6

## 图表目录

图表 1: 日本 YCC 政策的实施与调整 .....	3
图表 2: 年初以来日央行 10Y 国债干预规模.....	3
图表 3: 日债收益率与日经指数日内变化.....	3
图表 4: 美债收益率与日元汇率日内变化.....	3
图表 5: 日元掉期率一路上行 .....	4
图表 6: 日央行将于 2023 年 4 月换届 .....	4
图表 7: 日债利率曲线结构扭曲 .....	4
图表 8: 日债流动性压力指数创 2010 年以来新高 .....	4
图表 9: 日本 10 月核心 CPI 已达 3.6% .....	5
图表 10: 日本居民对通胀预期也有显著提高.....	5
图表 11: 日本企业对通胀水平的预期有明显抬升 .....	5
图表 12: 日本财政补贴或将进一步提升通胀水平 .....	5
图表 13: 日本贸易依存度较高.....	6
图表 14: 日本 GDP 拉动拆解.....	6
图表 15: 原油价格的回落使日本贸易条件边际改善.....	6
图表 16: 日本贸易差额边际改善 .....	6
图表 17: 日央行例会声明的比较 .....	7
图表 18: 近期油气价格有明显回落.....	7
图表 19: 租金对日本核心通胀形成明显拖累.....	7
图表 20: 日本劳动收入增速拆解 .....	8
图表 21: 日本历年春斗调薪情况 .....	8
图表 22: 日央行 2022 年 4 次例会对经济增长和通胀的预测 .....	8
图表 23: 收入-支出的良性循环 .....	9
图表 24: 澳大利亚放弃 YCC 后，澳债利率飙升 .....	9
图表 25: 主要发达经济体明年大概率步入衰退 .....	9
图表 26: 日本的财政付息压力.....	10
图表 27: 日央行持有的日本国债 .....	10
图表 28: 美日利差与日元汇率.....	10
图表 29: 日本居民持有大量海外资产.....	10
图表 30: 美日利差走阔，推动日元套息交易回升.....	10
图表 31: 当下海外投资者仍有大量日元头寸的暴露.....	10

12月20日，日央行“意外”上调YCC上限至0.5%，全球资本市场剧烈震荡。日央行为何此时调整、政策调整会否延续、影响如何？本文分析，仅供参考。

### 1、日央行议息会议做了什么？上调YCC上限、时点早于市场预期

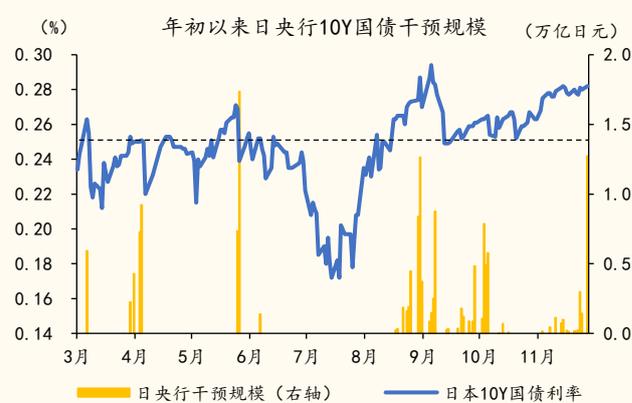
12月20日，日央行在12月货币政策例会上维持收益率曲线控制（YCC）政策，但将10年期日本国债收益率波动区间由正负0.25%扩宽至正负0.5%。自2016年9月21日实施YCC以来，日央行曾在2018年6月30日、2021年3月19日两度调宽过日债收益率的波动区间。此次调宽前，10Y日债利率多次触及0.25%的利率上限，自9月以来，持续在0.25%以上区间运行。为坚守YCC，日央行数次启用固定利率无限量购债工具干预国债市场，并在9月1日以来持续使用。

图表 1：日本 YCC 政策的实施与调整



来源：Wind, BoJ, 国金证券研究所

图表 2：年初以来日央行 10Y 国债干预规模



来源：BoJ, Bloomberg, 国金证券研究所

YCC 调整的政策发布后，10 年期日债收益率快速上行，并对日本股市形成明显压制；日元汇率明显升值，而 10 年期美债收益率也受到显著影响。日央行决议公布后，日债期货交易被迫暂停，10 年期日债收益率由 0.26% 快速飙升至 0.44%，日经 225 指数也在短时间内大跌 3.23%。同时日元汇率由 137.4 快速升值至 130.7，10 年期美债收益率也在溢出效应影响下快速上行 12bp 至 3.7%。

图表 3：日债收益率与日经指数日内变化



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 4：美债收益率与美元兑日元日内变化



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

事实上，市场对 YCC 政策的调整有预期，但普遍预测调整会发生在明年 3-4 月份；此次政策调整在时点上略超市场预期。日央行行长黑田东彦的任期将于明年 4 月结束，市场普遍预期日本的货币政策将在下任行长就任后会有调整。从 10Y 日元掉期率和 20Y 日债利率来看，二者分别由 8 月 9 日的 0.28% 和 0.80%

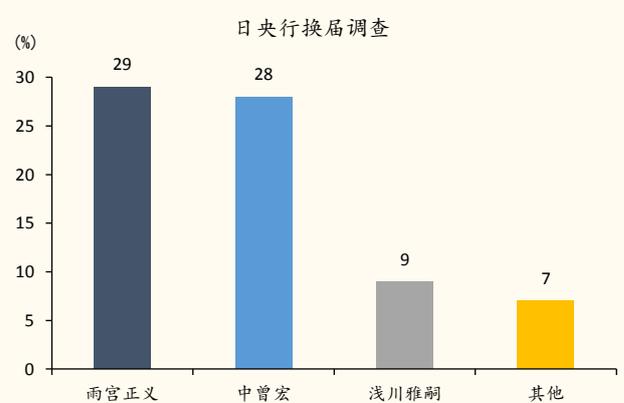
升至 12 月 19 日 0.65% 和 1.18%，与日央行直接干预的 10Y 日债利率走势出现明显分化。鉴于黑田东彦立场“偏鸽”，市场普遍预期政策调整的时点会发生在新任行长就任后。届时，日本春斗<sup>1</sup>调薪或也将为政策调整带来更坚实的理由。

图表 5：日元掉期率一路上行

图表 6：日央行将于 2023 年 4 月换届



来源：Bloomberg，国金证券研究所



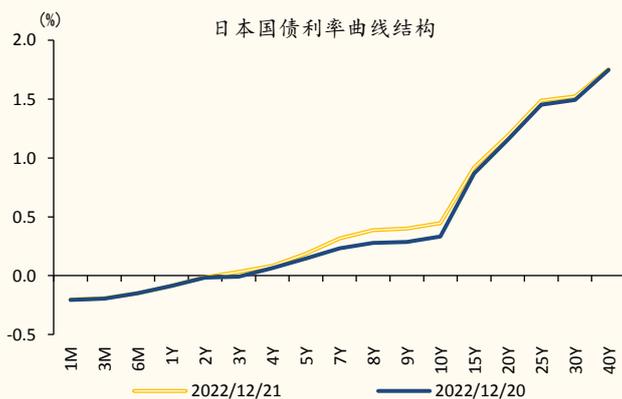
来源：Bloomberg，国金证券研究所

## 2、日央行为何“提前”调整？日债流动性枯竭、基本面出现改善

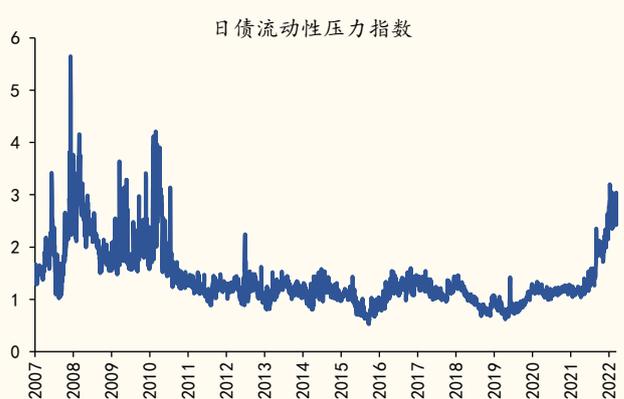
迫使日央行做出 YCC 政策调整最直接的因素是收益率曲线扭曲下、日债流动性的枯竭。由于 YCC 仅针对 10 年期国债，截至 12 月 20 日，日债长端利率 20 年、30 年期分别高达 1.178%、1.510%，10 年期以内则被负利率政策和 YCC 政策压制在 0% 附近；中短期日债利率过于“平坦”，而长端又过于“陡峭”。扭曲的日债利率曲线导致了日债流动性的枯竭，10 年期日债一度连续 4 个交易日无成交；日债流动性压力指数上破 3.04，创 2010 年以来新高。为了使市场功能重归正轨，改善日债流动性，日央行做出 YCC 调整来理顺收益率曲线形态。在声明中，日央行还强调，日本国债利率是企业债的定价基准，过低的基准利率也不利于企业融资，而这恰恰是日央行维持宽松政策立场的主要目的。

图表 7：日债利率曲线结构扭曲

图表 8：日债流动性压力指数创 2010 年以来新高



来源：Bloomberg，国金证券研究所



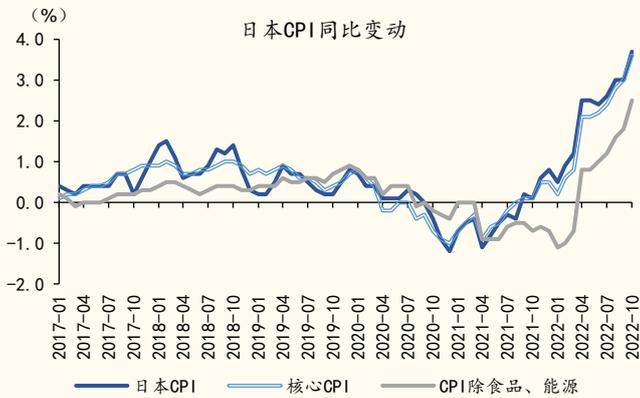
来源：Bloomberg，国金证券研究所

与此同时，近期日本企业、居民通胀预期抬升，叠加财政刺激计划的推升，日本通胀的改善也为日央行政策调整提供支撑。一方面，10 月日本核心 CPI 已上行至 3.6%；通胀水平的持续上行，改善了企业、居民的通胀预期。截至 9 月

<sup>1</sup> 日本每年春季均有一波为提高薪资与改善工作条件的劳工运动，被称为春斗。“春斗”在统一领导下，往往能取得工资的明显提升。

30日，日本企业对核心通胀的预期走高至2.6%，居民对通胀的预期也上升至8.5%。另一方面，11月8日，日本新通过的29.1万亿财政刺激计划，将通过汽油补贴、进口小麦补贴等渠道，进一步提振日本通胀水平。日本通胀或在预期自致、财政刺激下，逐步走入日央行所期望的“合意”区间。

图表 9：日本 10 月核心 CPI 已达 3.6%



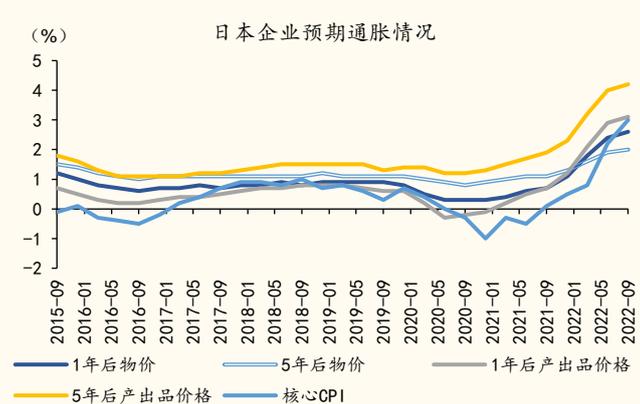
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 10：日本居民对通胀预期也有显著提高



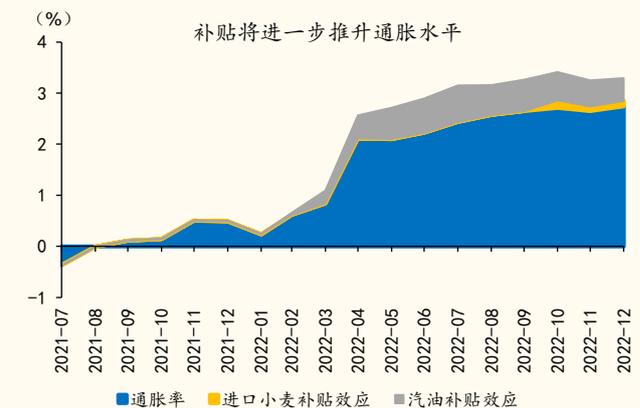
来源：BoJ, 国金证券研究所

图表 11：日本企业对通胀水平的预期有明显抬升



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 12：日本财政补贴或将进一步提升通胀水平



来源：日本财务省, Bloomberg, 国金证券研究所

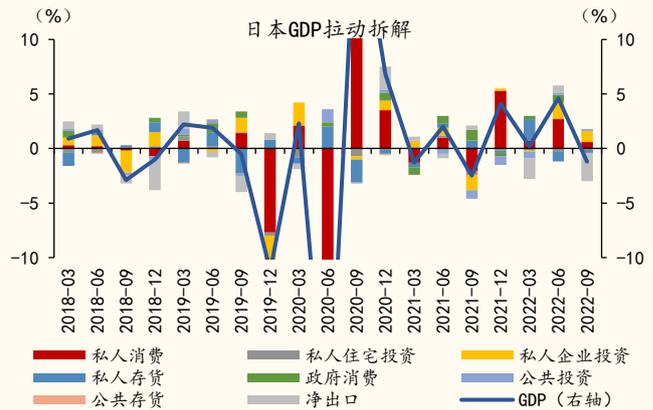
此外，随着能源价格回落、贸易条件改善，日本经济基本面的边际修复对此次政策调整也有一定支撑。作为外向型经济体，日本贸易依存度高达 43%，且能源结构上对油、气资源的依赖度分别达 38%、25%。年初以来油气价格的飙涨，叠加定价权不足、成本转嫁能力的缺失，使得日本贸易条件快速恶化，拖累日本经济。2022 年三季度，日本 GDP 环比折年率录得-1.2%，其中净出口项的拖累高达-2.6%。而近期，随着原油、天然气价格大幅回落，贸易条件改善后，日本进出口连续 2 个月顺差。经济的边际修复迹象，减弱了对政策调整的掣肘。

图表 13: 日本贸易依存度较高



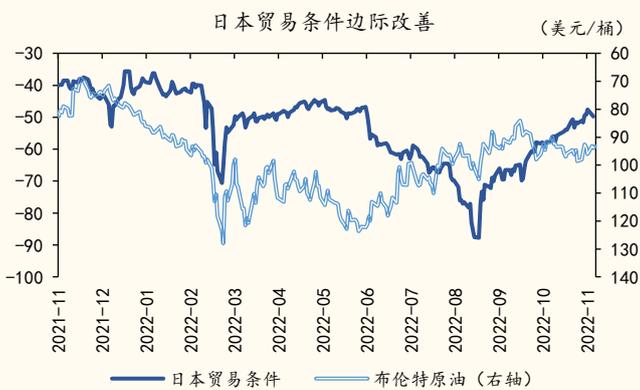
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 日本 GDP 拉动拆解



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 原油价格的回落使日本贸易条件边际改善



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 16: 日本贸易差额边际改善



来源: Wind, 国金证券研究所

### 3、政策调整会否延续、影响如何？转向“言之尚早”、冲击不容忽视

日央行实施量化质化宽松 (QQE) 和 YCC 的目标是使核心通胀率稳定地运行在 2% 以上。虽然当前通胀率已经远远超过 2%，但日央行认为，这更多的是由外部因素引起的，12 月例会中，日央行并未改变宽松的政策立场，因为官员们认为，当前的高通胀或只是“临时的”<sup>2</sup>。能源价格高企、日元快速贬值带来进口成本上升、并向消费者转嫁，是日本物价上涨的主要原因。而近期，这两方面因素都已出现缓和。长期来看，由于人口持续下降、空置率高企，以及租户保护法的实施，占日本 CPI 权约 20% 的租金增速持续低迷，对日本通胀形成拖累。而工资增速方面，10 月“春斗”调查显示 2023 年基本工资增幅或为 2.0%，与 2022 年基本持平，尚未形成“更高且更持续的工资增长”。

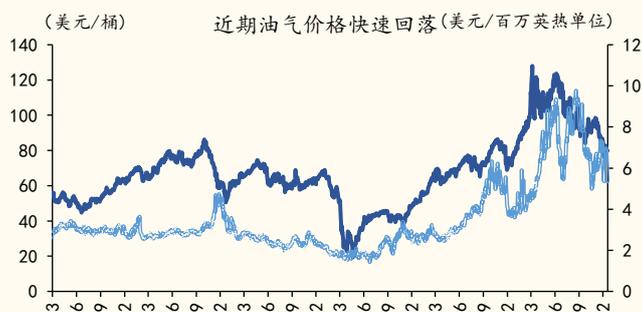
<sup>2</sup> 日央行官方文件中并未出现“临时的”一词。

图表 17: 日央行例会声明的比较

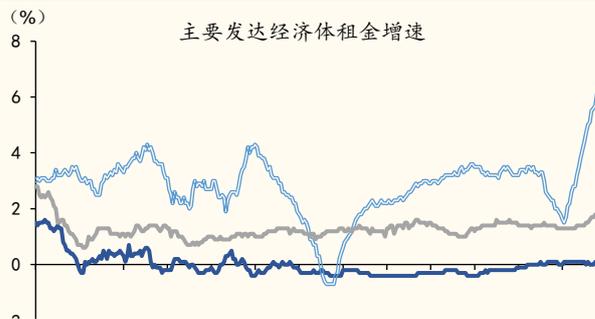
段落	模块	具体内容	2022年12月	10月
一	货币 政策 及 操作	YCC	<b>调整YCC</b> , 以改善市场功能, 平滑收益率曲线。 政策利率=-0.1%; 10年国债利率 (JGB) =0; 区间: <b>【-0.5%, 0.5%】</b> 以0.5%利率无上限购买国债 (JGB)	<b>维持YCC</b> , 以改善市场功能, 平滑收益率曲线。 政策利率=-0.1%; 10年国债利率 (JGB) =0; 区间: <b>【-0.25%, 0.25%】</b> 以0.25%利率无上限购买国债 (JGB)
		资产购买	<b>ETF上限</b> : 12万亿, 按年增长; <b>房地产投资信托 (J-REITs) 上限</b> : 1,800亿, 按年增长; 商业票据: 以疫情前的速度购买, 达到2万亿规模; 企业债券: 以疫情之前的速度购买, 达到3万亿规模;	<b>ETF上限</b> : 12万亿, 按年增长; <b>房地产投资信托 (J-REITs) 上限</b> : 1,800亿, 按年增长; 商业票据: 以疫情前的速度购买, 达到2万亿规模; 企业债券: 以疫情之前的速度购买, 达到3万亿规模;
		前瞻指引	<b>维持宽松</b> 。 继续实施QQE, 控制收益率曲线。 目标: 继续扩大基础货币, 直至核心CPI同比涨幅超过2%并稳定在目标以上。 在密切监测新冠肺炎疫情影响的同时, 将支持融资(主要是企业融资), 维护金融市场稳定, 并将在必要时毫不犹豫地采取进一步宽松措施: 预计短期和长期政策利率将 <b>维持</b> 在目前或更低的水平。	<b>维持宽松</b> 。 继续实施QQE, 控制收益率曲线。 目标: 继续扩大基础货币, 直至核心CPI同比涨幅超过2%并稳定在目标以上。 在密切监测新冠肺炎疫情影响的同时, 将支持融资(主要是企业融资), 维护金融市场稳定, 并将在必要时毫不犹豫地采取进一步宽松措施: 预计短期和长期政策利率将 <b>维持</b> 在目前或更低的水平。
二	经济 发展	现状	经济向好 (picked up)。出口和工业增加值趋势性上升。企业利润处于高位, 信心趋于平稳, 固定资产投资温和增长。就业和收入有所增长。私人消费温和攀升。地产投资不景气。公共投资走平。金融条件整体宽松, 但企业部门中的部分行业融资环境趋紧。	经济向好 (picked up), 但存在下行压力。
		展望	延续复苏态势, 增速略高于潜在增速水平, 但存在向下压力。	维持复苏态势, 但2023年增速会下降, 主要是海外在央行快速加息和实际利率上行背景下可能会出现衰退。
		风险	三大不确定性: (1) 海外经济活动和价格的发展; (2) 乌克兰局势和大宗商品价格的发展; (3) 新冠肺炎疫情在国内外的扩散及其影响。	
三	通货 膨胀	现状	核心CPI同比3.5%。声明全文未表达对通胀的担忧。	核心CPI同比3%。进口价格增速位于高位, 并已经向下游传导; 服务业价格, 以及能源以外的物价都开始上行。 <b>通胀预期</b> 开始上行;
		展望	2022底之前都上升, 2023H1下降, H2开始温和上升——临时的, 但会二次反弹。 由于能源、食品和耐用品等价格的上涨, 核心CPI同比到年底都趋于上行。预计2023H1放缓, 因为这种价格上涨对CPI的贡献可能会减弱。此后, 在产出缺口改善、中长期通胀预期和工资增长上升的背景下, 预计将再次温和和抬升。	2022底之前维持上升趋势, 2023H1下降。考虑到海外需求下行, 2023年通胀可能会下降到2%以下。但随着产出缺口的收敛, 通胀预期和工资增速的抬升, 2023H2通胀会二次反弹。

来源: 日央行, 国金证券研究所

图表 18: 近期油气价格有明显回落



图表 19: 租金对日本核心通胀形成明显拖累



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\\_50579](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50579)

