

目标区间意外扩大，货币政策范式转变可能在路上

——日本央行调整YCC上限点评

相关研究：

1. 《外储规模企稳回升，短期估值风险缓释—10月外汇储备数据点评》 2022.11.14
2. 《11月维持不变，降准有望打开LPR下行空间—11月LPR报价点评》 2022.11.28
3. 《加强政策合力，着力扩大内需—12月中央经济工作会议解读》 2022.12.20
4. 《银行负债成本走高，LPR下调或需降息助力—12月LPR报价点评》 2022.12.26
5. 《财政货币协调配合，促进经济平稳增长—2023年中国财政货币政策展望》 2022.12.26

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

联系人：赵建武

Tel: 021-50295330

Email: zjw06921@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

12月20日，日本央行在货币政策会议上决定调整部分收益率曲线控制（YCC）政策，将长期利率波动幅度上限从原来的正负0.25%扩大至正负0.50%。

□ 目标区间意外扩大，此次调整已经是“事实上的加息”

日本央行在12月货币政策会议上决定调整部分收益率曲线控制（YCC）政策，将10年国债利率波动幅度上限从原来的正负0.25%扩大至正负0.50%。日本央行并不认为此次调整改变了货币宽松政策的基调，也否认了“加息”的提法，但从金融市场表现来看，此次调整已经是“事实上的加息”。此次调整对周边国家股市也造成影响，更重要的是，此次日本央行调整YCC上限将会推动资金回流和日元走强，欧美等国家国债、股票以及大宗商品等资产都将遭受巨大的抛售压力。

□ 海外加息浪潮下，日本陷入货币贬值与输入型通胀恶性循环

2022年在美日货币政策分化的背景下，美日利差逐步拉大。此外，2022年海外大宗商品价格飙升，高额的能源进口成本使得日本的贸易逆差达到历史性的高位。双重不利因素影响下，2022年日元兑美元汇率大幅下跌。日本陷入了输入型通胀与货币贬值恶性循环，即日元贬值—输入型通胀—经济活动抑制——货币政策继续宽松—日元贬值。在此情况下，日本央行的货币宽松政策受到越来越多质疑，YCC政策面临较大的调整压力。

□ 本次调整不代表政策转向，但货币政策范式转变可能在路上

本次调整不代表政策转向，短期内日本央行仍将维持宽松货币政策。但另一方面，此次日本央行货币政策会议上黑田东彦开始强调“工资”，日本国内已出现工资-物价螺旋上升的迹象，这意味着日本央行倾向于认为工资会带来长期的结构性通胀，这事实上也意味着日本货币政策的“转向”，代表着日本开始加入美欧的鹰派阵营。从这个角度来看，日本货币政策范式转变可能在路上，2023年4月日本央行行长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。

□ 风险提示

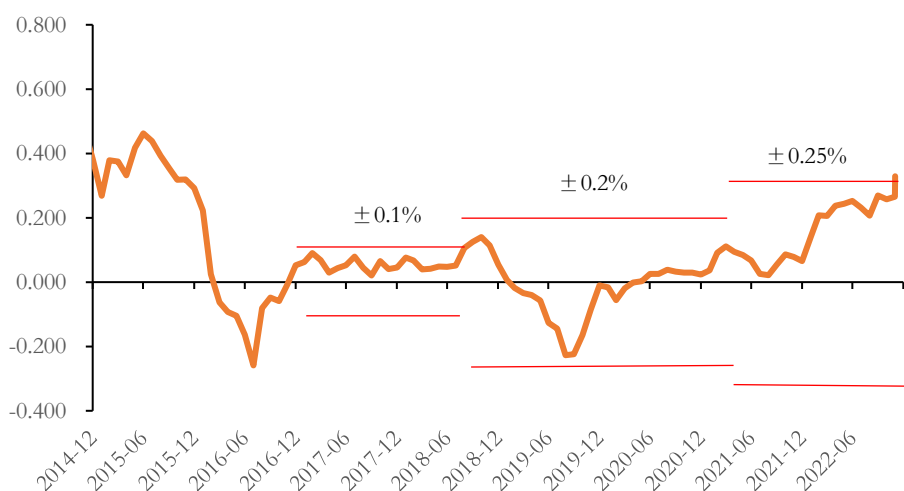
疫情蔓延形势超预期恶化；海外货币紧缩超预期。

1 目标区间意外扩大，此次调整已经是“事实上的加息”

12月20日日本央行在货币政策会议上决定调整部分收益率曲线控制（YCC）政策，将10年期国债利率波动幅度上限从原来的正负0.25%扩大至正负0.50%。日本央行行长黑田东彦在新闻发布会上表示此举是为了让宽松货币政策效果更平稳，而不是提高利率，日本近10年的超宽松货币政策效果大于副作用。黑田东彦还表示讨论退出目前的宽松货币政策还为时过早。此外，日本央行表示将继续保持宽松金融环境，并将下个季度长期政府债券购买规模从每月7.3万亿日元增加至9万亿日元，同时仍会将短期利率维持在-0.1%，并指导10年期国债收益率维持在接近于零的水平。

收益率曲线控制政策（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）。当10年期日本国债利率触及上限，日本央行便开始介入市场。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，因此被称为利率上限型管理政策。在2016年刚引入YCC时，日本10年期国债收益率的浮动范围为 $\pm 0.1\%$ ，2018年中时浮动范围调整为 $\pm 0.2\%$ ，2021年初时再次调整为 $\pm 0.25\%$ ，本次再次调整为 $\pm 0.5\%$ 。

图1 日本YCC政策下10年期国债利率浮动区间（%）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

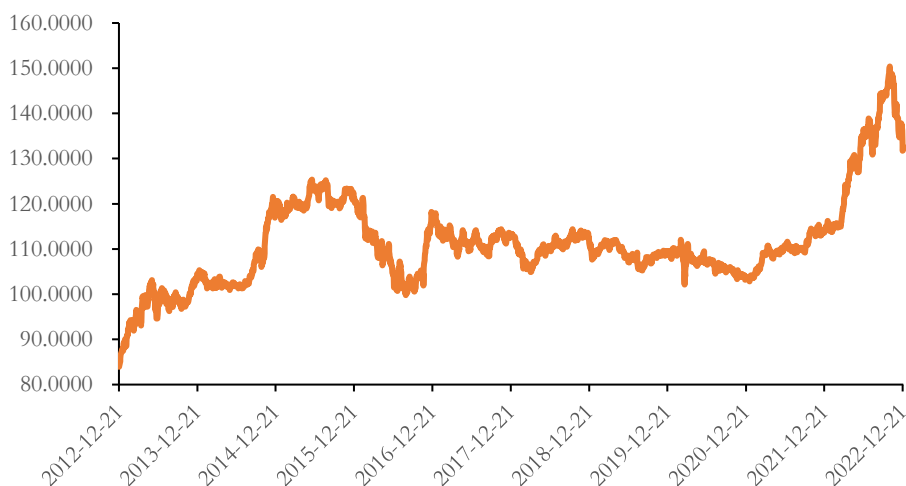
日本央行并不认为此次调整改变了货币宽松政策的基调，也否认了“加

息”的提法，但从金融市场表现来看，此次调整已经是“事实上的加息”。日本央行 12 月 20 日宣布上调长期利率上限后，日本债券市场上被视为长期利率指标的新发 10 年期国债收益率一度飙升至 0.46%，创下 2015 年 7 月以来新高。日元兑美元汇率一度升至 1 美元兑 132 日元水平，为四个月以来高点。此外，由于日本长期货币宽松政策在降低世界借贷费用方面作出了间接贡献，此次调整对周边国家股市也造成影响，相关政策调整之后韩国综合股价指数、上证指数、深证综指、香港恒生指数都出现不同程度下跌。更重要的是，此次日本央行调整 YCC 上限将会推动资金回流和日元走强，欧美等国家国债、股票以及大宗商品等资产都将遭受巨大的抛售压力。

2 海外加息浪潮下，日本陷入货币贬值与输入型通胀恶性循环

2022 年包括美联储、欧洲央行和英国央行在内的全球主要央行都在持续加息以抑制居高不下的通胀水平。不过日本央行没有追随其他国家的央行采取加息举措，而是维持了近年来的超宽松货币政策，这主要是因为日本的经济形势与其他国家有所不同，包括长期低迷、政府负债严重等。而加息将会抑制需求、对财政形成重压，并加重企业债务负担。在美日货币政策分化的背景下，美日利差逐步拉大，日元成为了最容易被做空的主要货币。此外，2022 年期间，海外大宗商品价格飙升，日本自身能源自给率低，高额的能源进口成本使得日本的贸易逆差达到历史性的高位。双重不利因素影响下，2022 年日元兑美元汇率大幅下跌。

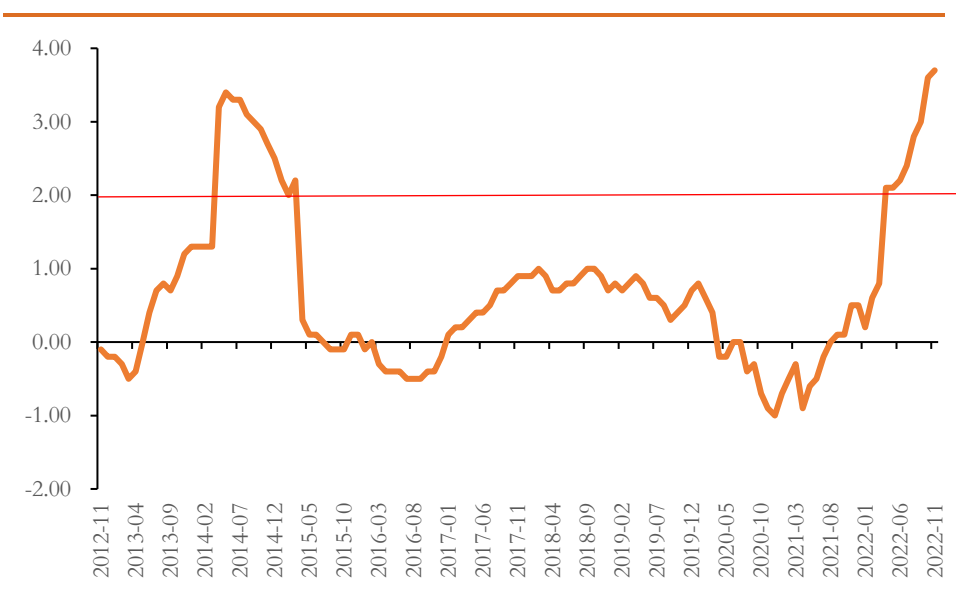
图 2 2022 年日元兑美元汇率大幅下跌



资料来源：Wind，湘财证券研究所

日本自身资源匮乏，90%能源依赖进口。自新冠疫情流行，尤其伴随今年俄乌战争爆发，全球供应链遭到巨大破坏，粮食、能源等大宗商品价格居高不下。这使得日本只能使用更多外汇进口基本货物，进一步导致商品成本增加，不利于出口，这对于日本这种外向型经济体而言打击较大，今年日本经济运行持续低迷。此外，在日元汇率大幅贬值、国际能源价格高企影响下，日本面临较大的输入型通胀压力，CPI 持续上行。最新公布的数据显示，11月日本除生鲜食品以外的核心消费价格指数（CPI）经季节调整后为 103.8，同比上升 3.7%，涨幅为 1981 年 12 月以来最高，至此日本核心 CPI 已经连续 15 个月同比上升。物价上涨导致日本民众生活成本激增，破产企业日益增多。整体而言，2022 年海外加息浪潮下，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，即日元贬值—输入型通胀—经济活动抑制——货币政策继续宽松—日元贬值。在此情况下，日本央行的货币宽松政策受到越来越多质疑，YCC 政策面临较大的调整压力。

图 3 日本核心 CPI 同比已连续 8 个月高于 2% 目标值 (%)



资料来源：Wind 湘财证券研究所

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_50595

