

# 日本央行转向紧缩了么？ ——夺回失去的牛市系列研究四

## 核心观点

当前市场和日本央行的博弈本质源自于交易者对日本央行“继续维持宽松立场”和“并未进入新一轮紧缩周期”等表述的不信任。未来日本央行需要通过进一步的政策沟通和更明确的政策立场重建自身信用；叠加日本央行对于2023年的通胀前景也保持乐观，在此背景下我们认为黑田东彦剩余任期内开展进一步政策调整的概率较低。

未来日央行的政策重心将聚焦于日本央行行长换届后的政策变化，我们认为新一任日央行换届适逢全球紧缩压力缓解，政策大幅调整的概率同样较低。欧债风险仍是2023年最需重视的金融稳定风险，这一风险可能在Q1得以出清并倒逼全球央行走向流动性拐点，助力权益市场在23年夺回失去的牛市。

### □ 日本央行扩大YCC区间意在修复市场机能，提高购债规模意在表明宽松立场

日本央行在12月20日的议息会议中作出了两方面政策调整：

一是调整日本央行收益率曲线控制政策的利率波动区间，此前日本央行承诺以无限量购债的形式将10年期日债利率控制在0%，上下给予25BP的波动区间；政策调整后10年期日债的目标利率仍是0%，但上下波动区间拓宽至50BP。

二是进一步提高了量化宽松的购债规模，将2023年1-3月每月的日本国债购债规模由7.3万亿日元/月提升至9万亿日元/月；2022年末前同样加码购债，具体规模将相机抉择。

日央行在政策声明中指出，本次收益率控制区间调整的核心目的是为了修复债券市场的机能。此前日本央行的过度干预使得利率曲线过于扭曲，1-10年期的日债利率曲线由于政策干预高度平坦化，本轮政策调整前2年期日债利率位于0%附近，5年期日债利率位于0.1%-0.15%区间，10年期则位于0.25%附近的控制上限；全球利率上行以及日本自身的通胀压力使得10年期以上的日债利率明显陡峭化，20年期和30年期日债利率分别位于1.2%和1.5%附近。1-10年期的利率过于平坦使得市场交易的流动性和活跃度逐步下降，因此日央行进一步扩大收益率波动区间意在修复市场机能。

购债规模相对应提高则是为了表明日本央行的政策仍处于宽松立场，并未自此转向紧缩进入加息周期。

### □ 政策调整使日央行陷入两难，市场博弈货币持续紧缩倒逼日央行加大干预力度

我们认为本次政策实际使日本央行陷入两难境地。一方面，日本央行声称本次政策调整的目的是为了减小对市场的干预，从而恢复债券市场机能。另一方面，本次政策调整使得市场产生了日央行未来将进一步调整政策区间甚至加息的预期，继而导致了债券市场（尤其是1-10年期限品种）的更大抛压，使得日本央行被迫加码量化宽松，反而扩大干预规模。

自12月议息会议以来，1-10年期的日债利率曲线快速抬升，本周以来日央行为了维持收益率曲线控制连续加码量化宽松（对应议息会议中指出的2022年末相机抉择购债），12月28日加购5000亿日元1-10年期日债，12月29日加购6000亿1-10年期日债，12月30日加购7000亿日元1-10年期日债和3000亿10-25年期日债。此外，还承诺对2年期和5年期日债分别按0.04%和0.24%的利率执行无限量购债。

### □ 黑田东彦任期内进一步政策调整的概率有限，未来应聚焦于行长换届后的变化

当前市场和日本央行的博弈本质源自于交易者对日本央行的“继续维持宽松立场”和“并未进入新一轮紧缩周期”等表述的不信任。未来日本央行需要通过进一步的政策沟通和更明确的政策立场重建自身信用，在此背景下我们认为黑田东彦剩余任期内开展进一步政策调整的概率较低。除此之外，日本央行对于远期通胀前景的乐观也是黑田东彦任期难有进一步政策调整的重要原因，日本央行最新经济数据预测认为2023年目标CPI（剔除能源和新鲜食品）将进一步回落至1.5%-1.8%区间，依然低于政策目标（11月同比增速为2.8%）。我们认为未来日央行的政策重心将聚焦于日本央行行长换届后的政策变化。现日

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

央行行长黑田东彦的任期将于 2023 年 4 月正式到期。黑田东彦是安倍理念的核心践行者，在安信任期内的积极主张下日本央行实行了大规模的量化宽松和负利率政策。预计本轮任期后日本央行将更换掌门人，当前竞争力最强的候选人分别为：一是现日本央行副行长雨宫正佳，是一位政策风格灵活的实用主义者，作为黑田东彦的副手曾主导涉及较多非常规的宽松货币政策，是日本长期宽货币的重要践行者之一。与此同时，2017 年也曾发声质疑收益率曲线控制政策，认为这一政策将使日本在 MMT 的道路上无法回头。二是前日本央行副行长中曾宏，政策理念相对鹰派，反对安倍经济学理念下货币政策对市场的过度干预，在 2006 年日本央行退出量化宽松的过程中发挥重要作用。主张通过以下方式逐步退出宽松：一是提高超额准备金利率；二是减少量化宽松的到期再投资。综上，两位最有力的候选人的政治理念都不反对“鹰派”立场，因此未来日央行货币政策可能获得更多灵活抉择的空间。

#### □ 新一任日央行换届适逢全球紧缩压力缓解，日央行政策大幅调整概率同样较低

如上文所述，日本央行行长换届可能为日本货币政策的转向进一步打开空间，但通胀压力相对可控以及政府杠杆率位于 MMT 国家最高水平两大客观条件决定了日本央行在大方向上仍将维持宽松政策立场（详细请参考前期报告《万里风云，峰回路转》）。

此外，日本央行换届之后适逢全球紧缩压力缓解。我们曾于前期系列报告指出，美联储和欧央行均可能在欧洲金融稳定出现重大风险后出现政策转向，全球利率水平趋于下行，金融环境将逐渐趋于宽松。2023 年日本央行行长换届后适逢全球紧缩压力缓解，汇率等货币政策逆势而行的负面效应均将有所缓和，日央行维持宽松的掣肘减小。

综上，我们认为日本新任行长即位后可能进一步对政策进行微调，例如将 10 年期日债锚定的利率区间进一步拓宽 20-30BP 至 $\pm 0.8\%$ 附近，但货币政策转向加息或暂停量化宽松等大幅度政策调整的概率有限，日央行持续紧缩导致资金大幅回流日本并冲击全球金融市场的概率较低（根据彭博统计，日本投资者持有近 3 万亿美元的海外资产）。

#### □ 风险提示

日本通胀超预期；新一届日本行长鹰派程度超预期

## 1.重要图表

表1: 近期日本央行加大日本国债购债规模

日期	日本央行操作
20221228	1、2年期、5年期日本国债分别按0.04%和0.24%的利率执行无限量购买 2、加购1-10年期日债共计5000亿日元 3、10年期日债按0.5%无限量购买。
20221229	1、2年期、5年期日本国债分别按0.04%和0.24%的利率执行无限量购买 2、加购1-10年期日债共计6000亿日元 3、10年期日债按0.5%无限量购买。
20221230	1、2年期、5年期日本国债分别按0.04%和0.24%的利率执行无限量购买 2、加购1-10年期日债共计7000亿日元、10-25年期日债共计3000亿日元 3、10年期日债按0.5%无限量购买。

资料来源: 日本央行, Bloomberg, 浙商证券研究所

表2: 日本央行10月下调经济增长预期、上调通胀预期(%)

	批准规模	2022	2023	2024
实际GDP增长	22年10月预测	1.8-2.1	1.5-2.0	1.3-1.6
	22年07月预测	2.2-2.5	1.7-2.1	1.1-1.5
目标CPI(剔除食品项)	22年10月预测	2.8-2.9	1.5-1.8	1.5-1.9
	22年07月预测	2.2-2.4	1.2-1.5	1.1-1.5
核心CPI	22年10月预测	1.8-1.9	1.5-1.8	1.5-1.8
	22年07月预测	1.2-1.4	1.2-1.4	1.4-1.7

资料来源: 日本央行, 浙商证券研究所

图1: 日本杠杆率在美欧日等 MMT 经济体中位于首位

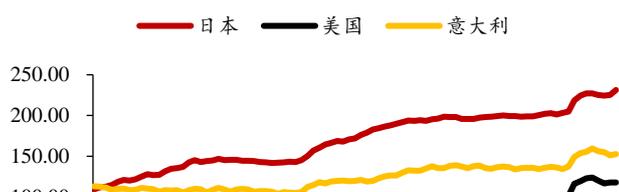
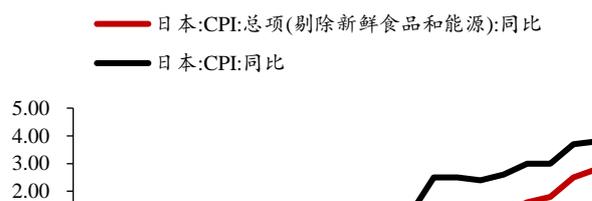


图2: 日本通胀压力相对可控(%)



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\\_50800](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50800)

