

## 告别 YCC 的过渡环节

### 核心观点

我们认为本月日本央行的政策调整属于取消 YCC 过程中的中间环节。一方面，虽然名义上并未调整 YCC 区间，但实质上已扩大日债的波动范围，为未来调整 YCC 的名义区间进行预热、过渡。另一方面，也是日本央行与市场博弈的过程，日本央行通过扩大波动范围寻找市场对日债利率的锚定预期，可以为未来 YCC 名义区间的调整提供参考标准（比如一步到位取消 YCC 还是按 25BP 的步幅调整）。

日本 YCC 的调整可能引起日元资金回流并推动日元升值，但短期决定美元指数走势更重要的因素仍是美国的经济韧性，在信用收缩驱动美国经济进一步回落以前，美元暂不具备趋势性下行的基础。

#### □ YCC 政策执行框架调整，日本央行允许国债利率更大波动但控制异动上限

7月日本央行议息会议在维持短端利率（继续维持在-0.1%）以及各项数量型宽松政策不变的同时对收益率曲线控制政策（YCC）进行调整。

**调整前的 YCC 框架是：**将 10 年期日债利率锚定在 0%，上下允许 50BP 的波动区间；50BP 是硬约束线，为落实这一控制上限日本央行承诺可按 0.5% 的利率执行购买无限量的 10 年日债。

**调整后的 YCC 框架是：**10 年期日债利率继续锚定在 0%，上下波动区间仍为 50BP，但该波动区间仅作为参考不再作为硬约束；在 YCC 框架下干预利率时，日本央行仅承诺按 1% 的利率执行购债干预。意味着 YCC 框架下 10 年期日债利率的硬约束上限实质已由 0.5% 升至 1%。

我们认为日本央行这一政策调整的本质是允许波动，但不允许异动。虽然 YCC 的名义区间并未发生变化，但不再于 10 年期日债利率触及 0.5% 时购债干预意味着市场利率可以突破 0.5% 向上，10 年期日债利率的实际波动空间已经被明显放大。在 10 年期日债利率触及 1% 时设置干预则意味着日本央行为日债的波动设置了底线，不允许日债利率出现异动。

#### □ 政策调整的中间环节，扩大日债波动预热过渡的同时为取消 YCC 提供参考标准

我们认为日本央行这一政策调整属于取消 YCC 过程中的中间环节。一方面，虽然名义上并未调整 YCC 区间，但实质上已扩大日债的波动范围，为未来调整 YCC 的名义区间进行预热、过渡。另一方面，这一调整也是日本央行与市场博弈的过程，海外一致预期放开 YCC 后的 10 年期日债利率将位于 1% 以下，因此日本央行通过扩大波动范围寻找市场的锚定预期，可以为未来 YCC 名义区间的调整提供参考标准（比如一步到位取消 YCC 还是按 25BP 的步幅调整）。

整体来看，这一政策调整的时间和具体形式均超出市场预期。但从中期方向上看，日本央行可能在年内逐步实现货币政策的正常化并逐步取消 YCC 的趋势符合我们在半年度策略《水到渠成，股债双牛》中的判断。由于隔夜日经新闻抢跑报道“日本央行可能调整 YCC”，市场已计价了部分政策调整的预期，但最终日本央行政策的“半步走”使得会议召开后日元汇率反而小幅回落。

#### □ 通胀趋势稳定在 2% 是货币政策正常化的重要条件

我们曾于半年度策略报告《水到渠成，股债双牛》中详述日本央行货币政策正常化的原因：

一是对于未来的通胀预测稳定在 2% 附近是货币政策实现正常化并退出 YCC 的重要先决条件。植田和男在 4 月日本央行议息会议中曾指出：“只有当通胀趋势稳定在 2% 日央行才会考虑退出 YCC”。在 7 月发布的经济展望中，日本央行再次上调年内通胀预期，对于年内的 CPI 预测中值进一步抬升至 2.5%（前值 1.8%）；对明年的 CPI 预测中值为 1.9%（前值 2.0%），继续稳定在 2% 附近。通胀的核心动

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

力源自工资，根据日本财务省预计，本轮春斗或将使 2023 年日本名义薪资收入抬升 3.8%，实际薪资收入抬升 3.4%，收入增幅为过去 30 年来以来最高水平。日本央行认为合理的长期通胀水平为 2%，与之匹配的是在 3%左右的名义薪资增速水平，进而实现“薪资与收入共同增长的良性循环”，本轮春斗达成的近 3.8%的提薪比例，已经突破此前日央行认为的理想工资增速阈值。

**二是退出 YCC 可以进一步修复债券市场的流动性。**此前日本央行通过 YCC 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高度平坦化，继而使得市场交易的流动性和活跃度逐步下降，YCC 的退出可以有效修复市场机能（日本央行在 2022 年 12 月调整 YCC 区间时曾明确说明这一目标）。

□ **YCC 的名义区间年内仍有可能调整甚至取消，美国经济决定美元短期仍有韧性**

我们已于上文指出，我们认为本月日本央行的政策调整属于取消 YCC 过程中的中间环节。对于未来政策节奏，我们继续维持半年度策略中的观点：日本央行可能在年内再次上调 YCC 波动的名义区间并择机彻底取消；短端利率方面，我们认为日本央行年内不会加息将继续维持政策利率在-0.1%；量化宽松上预计整体沿用当前的购买框架不变。

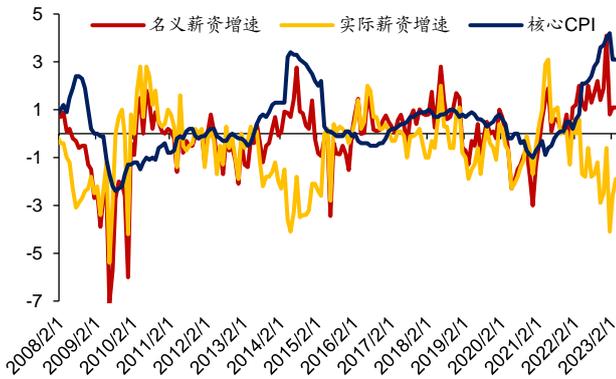
**美元方面**，我们曾于《水到渠成，股债双牛》中指出日本 YCC 的调整可能引起日元资金回流并推动日元升值，日本当前在全球范围内持有近 4 万亿美元资产。从绝对规模来看，日本机构持有海外资产规模前三大的国家分别为美国（1.75 万亿美元）、欧洲（约为 1.14 万亿美元）和澳大利亚（1380 亿美元），占日本持有海外资产总规模的 75%以上。但我们认为短期决定美元指数走势更重要的因素仍是短期美国的经济韧性，在信用收缩驱动美国经济进一步回落以前，美元暂不具备趋势性下行的基础。

□ **风险提示**

日本通胀超预期恶化；全球日元资金回流速度超预期

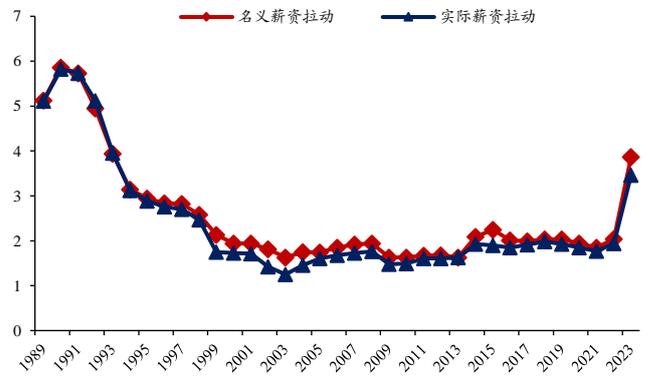
## 1.重要图表

图1: 日本名义薪资增速与核心CPI走势基本一致(%)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

图2: 本轮春斗预计将带来3.8%的薪资增速



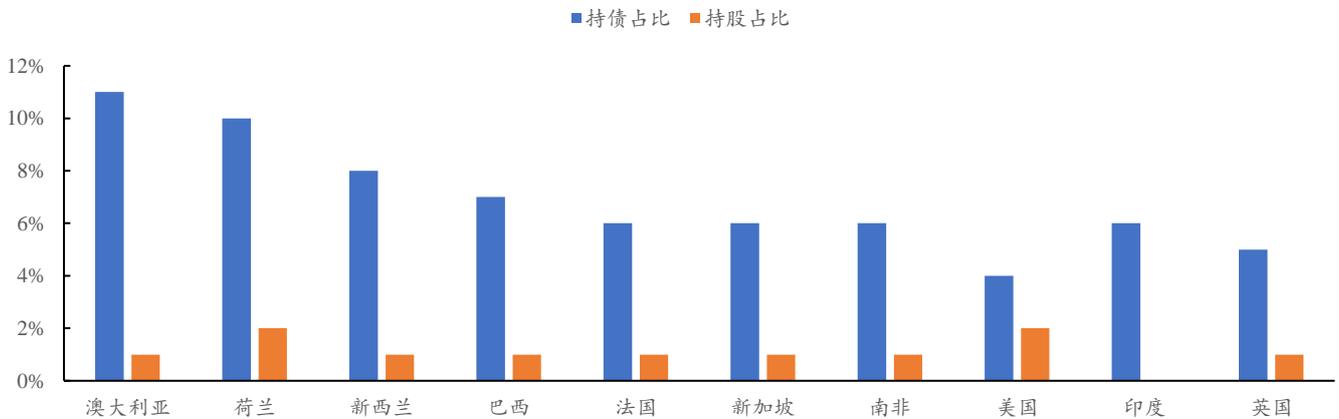
资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

表1: 截至2022年Q2, 日本机构持有海外资产按国家分布情况(亿美元)

投资国家	总资产	股权类资产	债权类资产
美国	17521.08	6903.22	10617.87
开曼群岛	7779.06	6134.26	1644.80
法国	2212.90	284.00	1928.90
英国	1408.22	361.54	1046.68
澳大利亚	1380.81	181.10	1199.71
卢森堡	1071.61	827.84	243.77
德国	958.19	183.78	774.41
荷兰	898.00	149.25	748.75

资料来源: IMF, 浙商证券研究所

图3: 日本持有资产在各国的占比(%)



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>