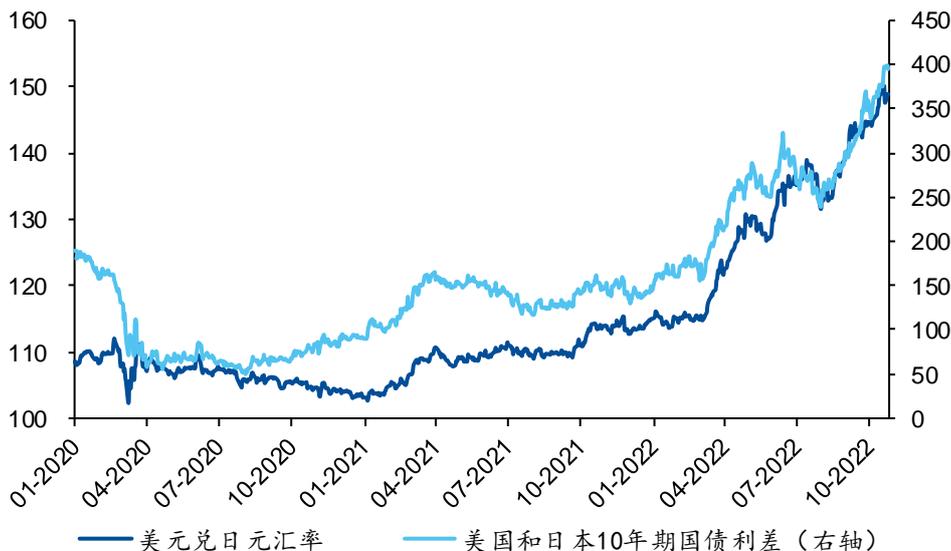




日本：谁来接盘 YCC？

利差走阔导致日元明显贬值



数据来源：彭博，国泰君安国际

- 日本央行上周五维持利率不变，意味着其将继续维持收益率曲线控制政策（Yield Curve Control, YCC）。尽管伴随着全球以及日本通胀的上升，YCC 政策的可持续性一直存在疑问，甚至有评论认为其已经“名存实亡”——日本 10 年期国债的二级市场交易量很低，甚至一度出现“零成交”。
- 日元的大幅度贬值以及日本通胀的明显上升，导致了部分市场人士认为日本央行将在短期内被迫放弃 YCC。
- 但从技术角度而言，日本央行真想退出 YCC 也不容易。日本央行持有超过 70% 的日本 10 年期国债，其资产负债表超过 GDP 的 250%。换言之，日本央行是日本债券市场中唯一的大玩家，想要如此体量的接盘侠也并不容易。与此同时，选择逐步退出抑或全面推出，日本央行都面临着金融市场可能出现明显波动的风险。
- 在某种程度上坚持 YCC 可能是日本央行的被迫选择，即使通胀可能已经失控，但被迫放弃或者调整 YCC 的风险和难度也一样容易带来新的失控。从这个角度而言，短期的市场平静将孕育着中期的市场风险。同时，通胀的治理将更加长期化，通胀中枢的抬升也会是一个难以避免的问题，这也意味着整体利率将在较长时间内保持在一个较高的位置上。

日本央行上周五维持利率不变，意味着其将继续维持收益率曲线控制政策（Yield Curve Control, YCC）。尽管伴随着全球以及日本通胀的上升，YCC政策的可持续性一直存在疑问，甚至有评论认为其已经“名存实亡”——日本10年期国债的二级市场交易量很低，甚至一度出现“零成交”。与此同时，20年期国债收益率近期已经出现明显上升，这也意味着市场已经开始认为日本货币政策已经接近拐点。

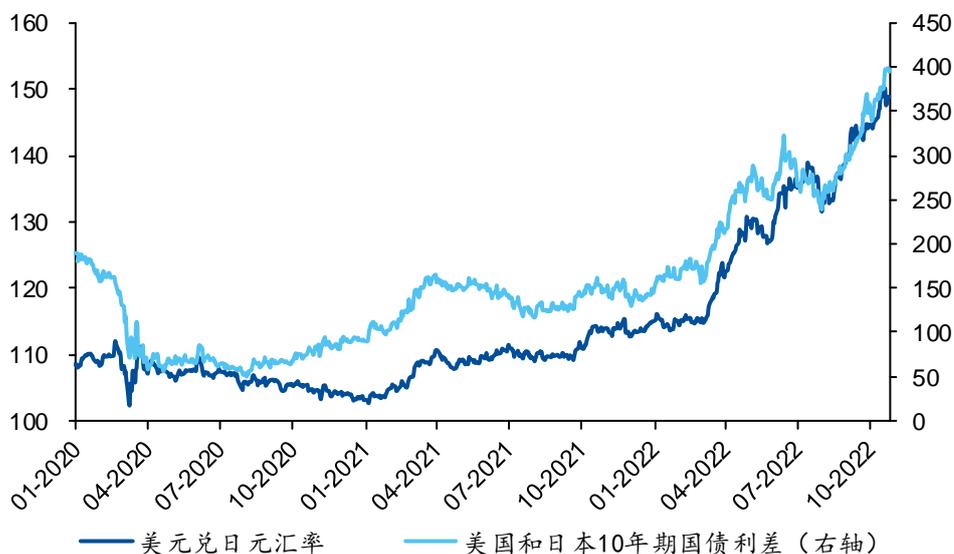
从技术角度而言，日本央行真想退出YCC也不容易。日本央行持有超过70%的日本10年期国债，其资产负债表超过GDP的250%。换言之，日本央行是日本债券市场中唯一的大玩家，想要华丽退场而不带来系统性的金融风险，并不是一件容易的事。

日元大幅贬值

触发市场讨论YCC的可能终结有以下两个原因。第一，今年以来，几乎所有货币较美元都出现了不同程度的贬值，而其中日元的贬值幅度之大让人瞠目结舌。美元兑日元汇率在今年从平稳多年的115飙升至近日的150附近，贬值幅度接近四分之一。而这也引发了市场的好奇，日元贬值会引发什么问题，而其终点究竟在何方？

而日元贬值的直接原因——众所周知，美国迫于高企的通货膨胀仍在不断加息，而日本在此刻依旧坚守的量化宽松则加速了两国货币息差的走阔，日元的吸引力持续下降也导致了资本流向美元资产。

图1: 利差走阔导致日元明显贬值



数据来源：彭博，国泰君安国际

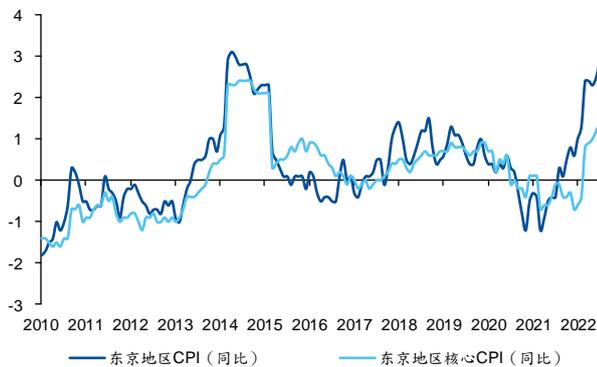
通胀归来

第二个引发YCC可能退出市场的原因是发达国家普遍出现的高通胀。今年以来，由俄乌冲突推高的能源价格叠加后疫情时代供应链紧张推高的消费品价格上升所致，除中国以外的主要经济体均出现了不同程度的通货膨胀，而各国央行也陆续收紧货币政策以期给火热的通胀降温。

即使在日本这样一个常年低通胀甚至通缩的经济体中，通胀也开始成为了一个问题。主要通胀指标不断攀升，核心通胀指标也超出了日本央行设定的

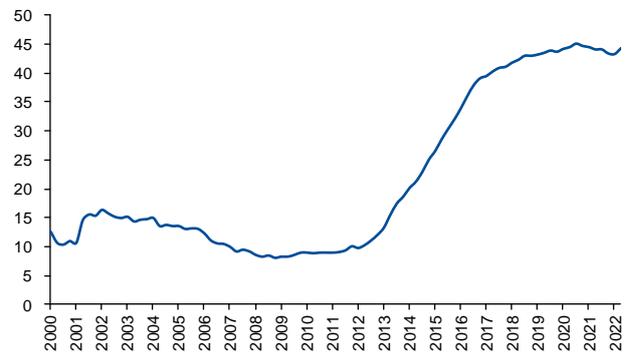
2%的目标。尽管日本央行在最新的预测中仍然认为 2023 年核心通胀率会回落至 2% 以下，但考虑到美联储和欧洲央行此前的“迷之自信”并导致最终错估通胀走势，日本央行能否成功管理通胀预期，也很难不被打上问号。

图 2: 日本CPI (当月同比)



数据来源: Choice, 国泰君安国际

图 3: 日本央行持有超过40%的日本政府债券



数据来源: Choice, 国泰君安国际

YCC 如何出炉——进一步完善 QQE 政策

即便市场呼声很高，日本央行仍然在全球央行紧缩的巨浪中，选择了做一个孤独的逆行者——长期维持负政策利率以及 YCC 政策不变。

日本 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，由现任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)，即带有 YCC 的 QQE。对于日本的 YCC 而言，当 10 年期日本国债 (Japanese government bond, JGB) 利率触及上限+0.1% (目前这个数字已经逐步升至 0.25%) 时，央行便开始介入市场。

图 4: 日本央行对YCC政策的调整



数据来源: 彭博, 国泰君安国际

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，因此这也被称为利率上限型管理政策。

回顾过去，YCC 的提出确实起到了其应有的提振经济作用，日本的出口有了显著的改善。但不能否认的是，任何强有力的政策随着时代的发展都会变成时代的禁锢。而当下，日本央行独树一帜的政策态度是否应该坚持下去以

及会造成什么样的后果已经开始被市场所质疑。

退出 YCC 会推升全球利率

对于全球利率市场而言，日本央行一旦退出 YCC，其带来的短期市场震荡将不可避免。

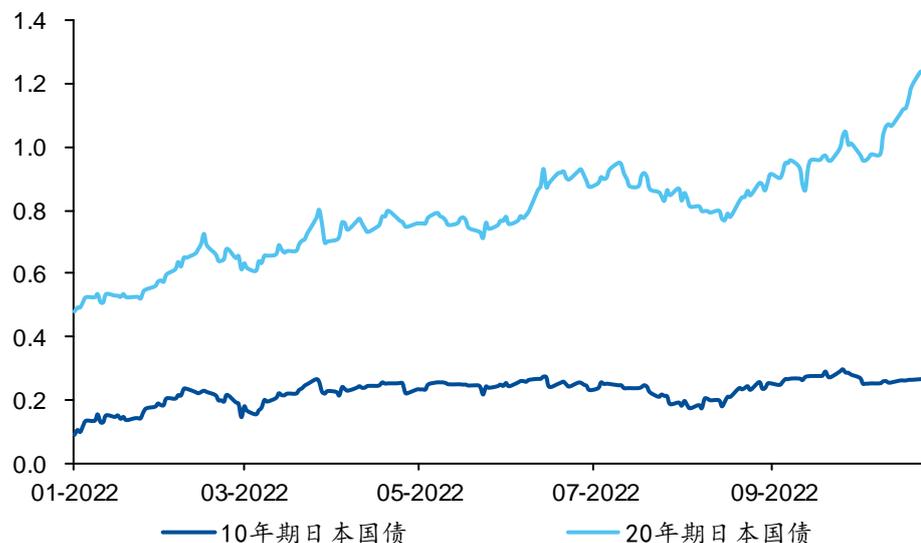
众所周知，日元以其极低的利率已然成为世界金融市场的压舱石。一旦日本最终退出低利率，那么全球整体的无风险利率水平也将出现明显抬升，对于全球利率体系而言，YCC 几乎可以被认为是最后一根“救命稻草”，一旦 YCC 退出历史舞台，那么全球利率水平在短期将很可能像“断了线的风筝”一样大幅抬升。

在极端情形下，日本 YCC 的结束很有可能会成为全球利率重新螺旋上升的发动机。我们也几乎可以肯定，日元利率的上升将会在第一时间传导至世界各大金融市场。而作为亚洲最主要的经济体之一，亚洲新兴市场市场的金融市场将会明显感受到第一波的压力。

YCC 已经名存实亡？

从日本国内的情况来看，YCC 在某种程度的“名存实亡”导致了市场一直有 YCC 即将终结的预期。首先，由于利率“畸低”，日本国债市场已经呈现出成交枯竭的窘态。由于利率太低，绝大多数机构都不愿意购买日本国债，有媒体报道称日本 10 年期国债近期已经几乎处于零成交。但与此同时，由于 YCC 主要的控制目标是 10 年期国债利率，市场将主要的押注方向转向了更长期限例如 20 年期国债，这也导致了市场出现了明显的跷跷板效应——即 10 年期国债利率虽然基本尚能维持平稳，但更长期限利率已经在走高，这也意味国债市场的定价因为央行和投资者之间的分歧而出现了明显的分化，而这样的分化大概率是无法维持太久的。换句话说，YCC 政策已经部分失效或者已经难以完成其应有的使命。

图 5: 20年期国债利率已经明显走高



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

与此同时，如果日本央行和财务省希望保持汇率的稳定，就需要将更多的希望寄托在美联储不会更快加息上，这意味着在外汇市场中日本的政策制定者除了干预之外，不会有更好的办法来避免日本汇率在某个时点上再度崩塌。而日元的大幅度贬值也会带来严重的输入型通胀，这又会在根本上威胁宽松货币政策。从这个角度而言，YCC的存在增加了管理汇率和通胀的难度。

“退出”的技术和现实难点

但即便日本央行考虑退出 YCC，其技术上也会存在相当大的难度。首先，日本央行如果考虑渐进式的抬升国债利率上限的方式来逐步退出，那么部分投资者将很快抛出手中的债券——因为一旦开始调整，也就意味着利率的上行才刚刚开始。而换个角度来看，如果日本央行直接宣布全面放弃 YCC，那么其对全球金融市场带来的冲击可能将是快速且巨大的，考虑到英国减税方案带来的市场冲击，日本央行任何一次大胆尝试都可能引爆一个个火药桶。

更进一步来看，想要退出宽松货币政策，央行通常有两个选择：（1）出售其持有的政府债券，减少超额准备金，恢复私人银行的资金需求；（2）提高超额准备金率（即支付给私人银行超额准备的利率），而这是市场利率的下限。

第一种方案其实是有相当大风险的，因为央行出售所持政府债券会导致政府债券市场大幅下跌，考虑到日本央行巨大的持仓规模，想要顺利抛出其实并不容易。所以日本央行大概率会选择第二种方案，即提高超额准备金利率。

但提高超额存款准备金率也意味着在收取接近零利率票息的同时，日本央行需要支付巨额的利息，而这样的“负现金流”事实上意味着央行在某个时点上可能面临着“技术性破产”。尽管“央行破产”只在理论中存在，但大规模的实际支出则意味着日本央行可能最终寻求财务省的帮助，而这可能意味着财政政策的再度扩张。而就在上周五日本央行宣布维持 YCC 政策的同时，日本政府决定追加 29.1 万亿日元的经济刺激计划，以舒缓通胀带来的对经济的压力。

被迫坚守 YCC?

稍微总结一下，我们会发现，在某种程度上坚持 YCC 可能是日本央行的被迫选择，即使通胀可能已经失控，但被迫放弃或者调整 YCC 的风险和难度也更容易带来新的失控。从这个角度而言，短期的市场平静将孕育着中期的市场风险。同时，通胀的治理将更加长期化，通胀中枢的抬升也会是一个难以避免的问题，这也意味着整体利率将在较长时间内保持在一个较高的位置上。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数
 评级区间: 6至18个月

| 评级 | 相对表现 |
|----|----------------------------|
| 买入 | 超过 15% 或公司、行业基本面良好 |
| 收集 | 5% 至 15% 或公司、行业基本面良好 |
| 中性 | -5% 至 5% 或公司、行业基本面中性 |
| 减持 | -15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想 |
| 卖出 | 小于-15% 或公司、行业基本面不理想 |

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数
 评级区间: 6至18个月

| 评级 | 相对表现 |
|------|----------------------|
| 跑赢大市 | 超过 5% 或行业基本面良好 |
| 中性 | -5% 至 5% 或行业基本面中性 |
| 跑输大市 | 小于-5% 或行业基本面不理想 |

利益披露事项

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 除晋商银行(02558 HK)、顺丰房托(02191 HK)、郑州银行(06196 HK)及小鹏汽车-W(09868 HK)，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本价值1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团公司现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的新天绿色能源(00956 HK)、中国联塑(02128 HK)、建设银行-H股(00939 HK)、复星国际(00656 HK)、科济药业-B(02171 HK)、民生银行-H股(01988 HK)、协鑫新能源(02972 HK)、周大福(01929 HK)、彩虹新能源(00438 HK)、商汤-W(00020 HK)、金融街物业(01502 HK)、国美零售(00493 HK)、腾讯控股(00700 HK)、广汽集团-H股(02238 HK)、京东集团-SW(09618 HK)、百度集团-SW(09888 HK)、深圳高速公路股份(00548 HK)、深圳国际(00152 HK)、中海物业(02669 HK)、奥园健康(03662 HK)、金科服务(09666 HK)、雅生活服务(03319 HK)、甘肃银行(02139 HK)、滨海投资(02886 HK)、乐享互动(06988 HK)、华南城(01668 HK)、中国旭阳集团(01907 HK)、移卡(09923 HK)、威高股份(01066 HK)、阿里巴巴-SW(09988 HK)、碧桂园(02007 HK)、中梁控股(02772 HK)、四环医药(00460 HK)、中广核电力-H股(01816 HK)、中广核新能源(01811 HK)、中广核矿业(01164 HK)、金山软件(03888 HK)、江苏宁沪高速公路(00177 HK)、交通银行-H股(03328 HK)、中国外运-H股(00598 HK)、绿城中国(03900 HK)、中国有色矿业(01258 HK)、泉峰控股(02285 HK)、新创建集团(00659 HK)、哔哩哔哩-W(09626 HK)、宝龙地产(01238 HK)、凯莱英-H股(06821 HK)、龙光集团(03380 HK)、小鹏汽车-W(09868 HK)、谭仔国际(02217 HK)、新世界发展(00017 HK)、奈雪的茶(02150 HK)、小米集团-W(01810 HK)、旭辉永升服务(01995 HK)、中石化冠德(00934 HK)、中石化炼化工程-H股(02386 HK)、中国石油化工股份-H股(00386 HK)、泡泡玛特(09992 HK)、晨鸣纸业(01812 HK)、理文造纸(02314 HK)、思摩尔国际(06969 HK)、中关村科技租赁(01601 HK)存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安或其集团公司有，或将会为本研究报告所评论的吉利汽车(00175 HK)、比亚迪股份-H股(01211 HK)、建设银行-H股(00939 HK)、工商银行-H股(01398 HK)、中银香港(02388 HK)、中国银行-H股(03988 HK)、汇丰控股(00005 HK)、中国平安-H股(02318 HK)、中国人寿-H股(02628 HK)、腾讯控股(00700 HK)、联想集团(00992 HK)、中国移动-H股(00941 HK)、香港交易所(00388 HK)、银河娱乐(00027 HK)、长城汽车-H股(02333 HK)、友邦保险(01299 HK)、金沙中国有限公司(01928 HK)、瑞声科技(02018 HK)、舜宇光学科技(02382 HK)、国药控股-H股(01099 HK)、中国海洋石油(00883 HK)、药明生物(02269 HK)、美团-W(03690 HK)、快手-W(01024 HK)、小鹏汽车-W(09868 HK)、中国铁塔-H股(00788 HK)、小米集团-W(01810 HK)、阿里巴巴-SW(09988 HK)、网易-S(09999 HK)、京东集团-SW(09618 HK)、中芯国际(00981 HK)、阿里健康(00241 HK)、百度集团-SW(09888 HK)进行庄家活动。
- 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及之个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经手人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员、交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠，但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布，公布，可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2022 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有，不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com

请务必阅读正文之后的免责条款部分