

日央行松动收益率曲线控制，范式转变可能在路上

20221220

核心内容：

分析师

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：于金潼

- **日央行上调 YCC 目标利率 0.25% 至 0.5%，扩大资产购买规模** 日本央行 12 月 20 日对收益率曲线控制 (YCC) 做出超预期的调整，10 年国债的目标收益率区间从正负 0.25% 扩大至正负 0.5%，日央行将按 0.5% 的新利率无限购买 10 年国债；同时，2023 年一季度日央行资产购买规模将扩大至约 9 万亿日元/月，月度国债购买数量随之上调。YCC 超预期的边际调整暗示日本的贸易和国债市场恶化程度已经超过政府和市场可以接受的程度，各界压力迫使日央行提前做出了改变。而扩大国债购买的规模可能是为了应对央行以外的投资者对日本国债的抛售。因此，日本的零利率、收益率曲线控制和自安倍晋三与白川芳明时代公布的 2% 中长期物价稳定目标都有调整的可能，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。
- **调整压力之一是弱日元下恶化的日本贸易条件** 从进出口情况看，日本的美元计价进口增速大幅高于出口；其经常账户在 2022 年二季度就已经受到较大冲击，货物差额显著弱化，而三四季度预计进一步大幅下行。进口价格的上升和出口价格的下降将导致日本的贸易条件 (net barter terms of trade) 进一步出现恶化，损害日本企业的国际竞争力。日本的外汇储备在干预日元和贸易不振等因素下也迅速下行，从 2021 年三季度 1.4 万亿美元的高点迅速下降至 1.2 万亿美元附近。财务省已经在 9、10 月份进行了大约 250 亿与 370 亿美元的外汇干预，经济压力由于央行对 YCC 的执念而继续加大。所以，日元对日本贸易的压力可能是促成 YCC 边际放松的重要因素。
- **调整压力之二是日本国债市场流动性过低** YCC 扭曲了市场定价，无限制的国债回购虽然稳定了日债价格，但是日央行正逐渐成为市场中的“唯一玩家”，持有日债比例超过 50%，债市流动性恶化明显。YCC 下国债价格的稳定导致短线交易者难以通过国债价格的波动获利，而国债价格在巨大美日利差下的显著高估也使日央行以外的投资者望而却步。需要注意 YCC 的放松只能以较温和的方式进行，不会一蹴而就，因为日债过快的下跌同样会猛烈的冲击日本金融稳定，这是日央行最不愿意看到的。
- **日元升值预期上行，人民币汇率继续“以我为主”** 日元未来升值的理由包括 (1) 日央行改变超宽松政策后美日利差缩小的预期；(2) 日元作为避险货币在衰退预期较高的 2023 年吸引资金回流 (3) 日本经济增速在 2023 年可能高于美国，基本面对汇率形成支持。不过，日本调整 YCC 和领率过程中的金融风险也不容忽视。人民币方面，不论是从稳增长还是稳地产角度考虑，我国货币政策 2023 年收紧的可能性较低，通胀也较为可控；所以，人民币兑美元更可能在中美利差小幅扩张的贬值压力和中国经济恢复的升值支撑下，在合理范围内宽幅震荡。

主要风险：政策理解不到位，日本货币政策超预期变化，日本出现金融动荡

一、日央行上调 YCC 目标利率并扩大国债购买，货币政策可能迎来范式转变

日本央行 12 月 20 日对收益率曲线控制 (YCC) 做出超预期的调整，10 年国债的目标收益率区间从正负 0.25% 扩大至正负 0.5%，日央行将按 0.5% 的新利率无限购买 10 年国债；同时，2023 年一季度日央行资产购买规模将扩大至约 9 万亿日元/月，月度国债购买数量随之上调。由于日央行行长黑田东彦此前对零利率和 YCC 调整持否定态度，并表示在工资增速获得稳定活力以带动通胀上升前，修改超宽松货币政策并不明智，市场普遍预期政策的显著调整要等到 2023 年 3 月黑田东彦卸任之后。

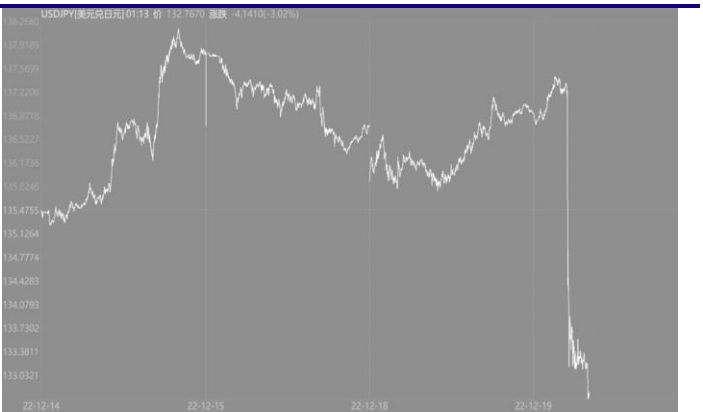
虽然本次日央行仍然维持零利率政策不变，但 YCC 超预期的边际调整暗示日本的贸易和国债市场恶化程度已经超过政府和市场可以接受的程度，各界压力迫使日央行提前做出了改变。而扩大国债购买的规模可能是为了应对央行以外的投资者对日本国债的抛售。因此，日本的零利率、收益率曲线控制和自安倍晋三与白川芳明时代公布的 2% 中长期物价稳定目标都有调整的可能，黑田东彦的离任可能是公布更大变化的合适时机。在日央行货币政策从超宽松边际转向 (美日利差缩小) 的预期下，日元近期可能震荡升值，对冲美元指数在海外投资者重新考虑美联储 2023 年加息路径造成的上行。尽管日元兑美元的反弹值得关注，对日本国债的抛售对日本金融系统潜在的压力以及日元流动性收紧对国际资产价格的影响也应当警惕。对 YCC 控制的放松显著增加了日本货币政策出现范式转变的概率。

图 1: 日本 10 年国债收益率跳升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2: 美元兑日元从 137 回落至 132



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 日本国债购买规模扩张, 可能用于承接对日债的抛售

日本付息国债 JBGs with coupons	剩余到期日	2023 年一季度	2023 年一	2022 年四季度	2022 年四
		每次拍卖购买规模 (单位: 亿日元)	季度 拍卖频率	每次拍卖购买规模 (单位: 亿日元)	季度 拍卖频率
	1 年及以下	1,500	1 次/月	1,500	1 次/月
	1 年以上 3 年及以下	4,250 ~ 5,750	4 次/月	4,750	4 次/月
	3 年以上 5 年及以下	5,000 ~ 6,500	4 次/月	4,750	4 次/月
	5 年以上 10 年及以下	5,750 ~ 7,750	4 次/月	5,500	4 次/月
	10 年以上 25 年及以下	2,000 ~ 4,000	4 次/月	2,500	3 次/月
	25 年以上	1,000 ~ 3,000	3 次/月	1,000	3 次/月
	通胀指数化证券	600	1 次/月	600	1 次/月
	浮动利率债券	300	1 次/季	300	1 次/季

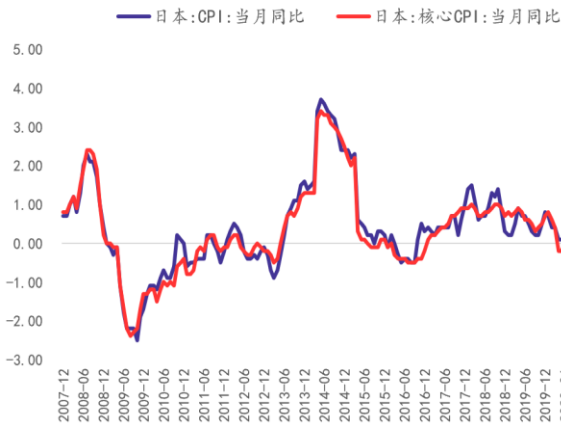
资料来源：BOJ，中国银河证券研究院整理

二、日央行面临的压力：弱日元下的国债市场流动性与贸易条件

日央行的超宽松政策 QQE 主要希望通过零利率和长端收益率曲线控制以实现 2% 的中长期物价稳定目标。该目标是在 2012 年安倍政府上台后对白川芳明管理下的日央行施压后达成的政府与央行协作宽松的“共同声明”中设定的，对于该目标的调整意味着日央行可能在 2023 年改变对超宽松政策的坚持，维护日元汇率并改善日本国债市场流动性问题。

日本近期的通胀和工资增速均在进一步上行，虽然实际工资增速还是负增长，但的确出现了日央行期待已久的回升苗头。不过，行长黑田东彦和其他委员在货币政策会议中表示目前通胀和工资的上行受输入性因素影响，不易持续，因此要继续保持超宽松货币政策。前行长白川芳明曾指出日本的低通胀和工资增速是由于劳动人口下行、日本社会习惯和企业竞争力下降所致，仅靠货币政策在中长期难以改善日本经济走势。在通胀与工资回升，超宽松政策显得愈发不可持续的情况下，国债市场的压力和日本贸易与汇率面临的困境可能是迫使黑田的日央行改变 YCC 的首要原因。

图 4：日本 CPI 增速上升至高位 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：日本工资增速同样上行 (%)



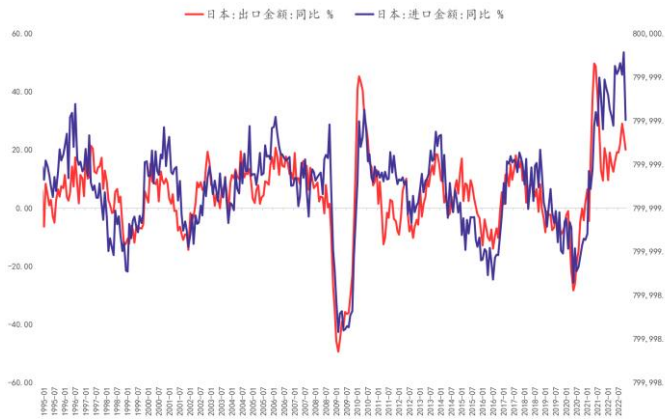
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

外贸和汇率稳定方面，虽然日本通常更警惕日元升值，但本次超宽松政策下日元的疲弱已经严重损害了日本贸易企业的利益和日本的经常账户，财务省也不得不多次消耗外汇储备稳定日元汇率。《开放经济学评论》中的文章表示，日元走强会给政策制定者和制造商带来困扰，其汇率变动对多达七个工业部门产生重大影响。受益于日元疲软的行业希望其位置在 110 日元 (0.90 美元) 至 115 日元 (0.94 美元) 之间，而那些因日元疲软而处于不利地位的行业则希望其位置在 105 日元至 110 日元之间。根据 Mizuho 的研究，日元贬值带给日本企业和劳工的负面效应已经远远大于正面效应。70% 的行业和 60% 的劳工受损于日元贬值。

从进出口情况看，日本的美元计价进口增速大幅高于出口；其经常账户在 2022 年二季度就已经受到较大冲击，货物差额显著弱化，而三四季度预计进一步大幅下行。进口价格的上升和出口价格的下降将导致日本的贸易条件 (net barter terms of trade) 进一步出现恶化，损害日本企业的国际竞争力。日本的外汇储备在干预日元和贸易不振等因素下也迅速下行，从

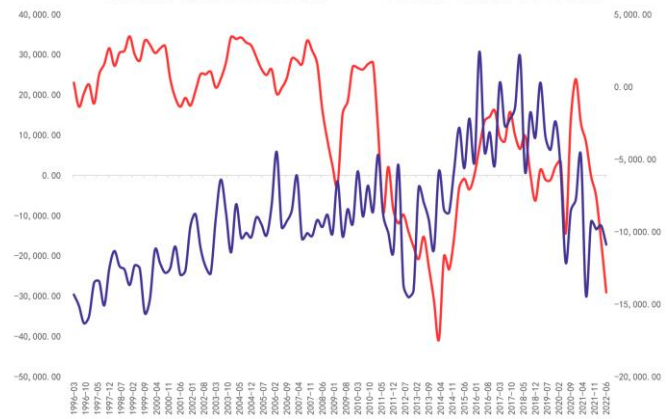
2021年三季度1.4万亿美元的高点迅速下降至1.2万亿美元附近。财务省已经在9、10月份进行了大约250亿与370亿美元的外汇干预，经济压力由于央行对YCC的执念而继续加大。所以，日元对日本贸易的压力可能是促成YCC边际放松的重要因素。

图 6: 日本进口增速上升更迅速 (%)



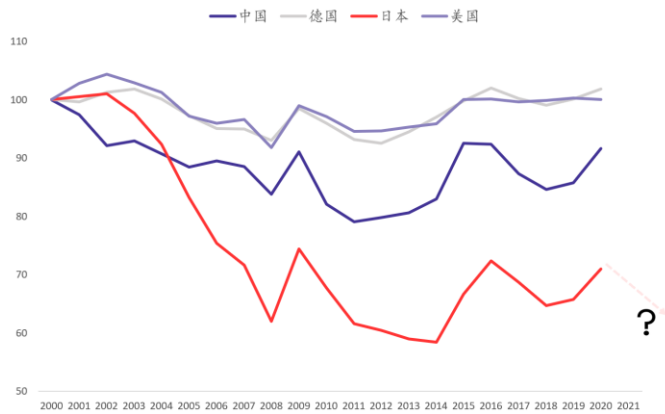
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7: 日本经常账户恶化 (%)



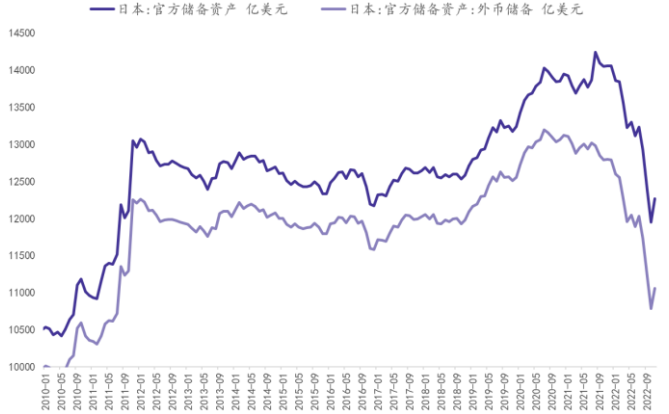
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 8: 日本贸易条件指数可能进一步恶化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 日本外汇储备大幅消耗 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

国债市场方面，日央行的YCC扭曲了市场定价，无限制的国债回购虽然稳定了日债价格，但是日央行正逐渐成为市场中的“唯一玩家”，持有日债比例超过50%，债市流动性恶化明显：10月上旬，日本10年期国债出现连续多日无交易的情况，为1999年来首次。YCC下国债价格的稳定导致短线交易者难以通过国债价格的波动获利，而国债价格在巨大美日利差下的显著高估也使日央行以外的投资者望而却步。作为最高信用资产的国债的市场流动性糟糕到如此地步后，日本官方也不得不考虑做出改变，使市场的价格发现机制重新发挥一定作用，稍稍缓解国债市场流动性问题。需要注意YCC的放松只能以较温和的方式进行，不会一蹴而就，因为日债过快的下跌同样会猛烈的冲击日本金融稳定，这是日央行最不愿意看到的。

综上，若日元之下日本的贸易条件恶化和国债市场流动性问题是造成日本央行边际放松YCC的主要原因，扩大资产和国债购买的规模也是为了承接私人部门对日债潜在的抛售行为，稳定日债价格和市场预期。

三、日元的升值预期上行，人民币汇率继续“以我为主”

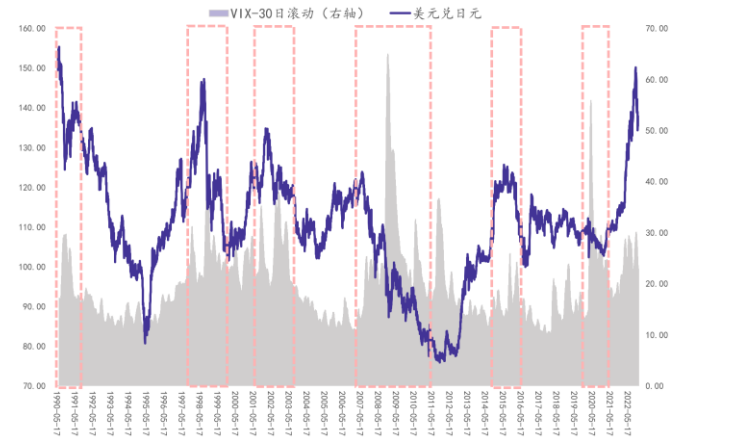
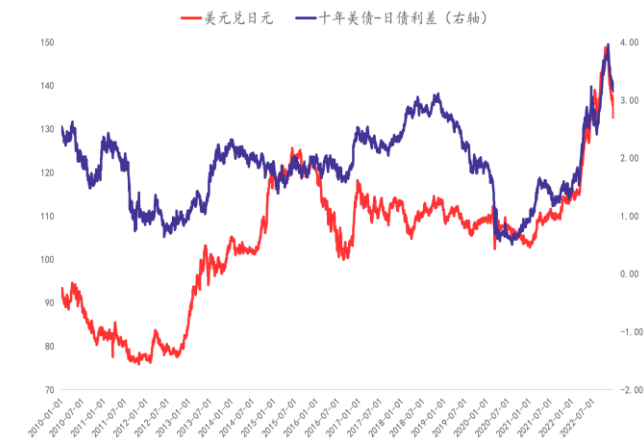
鉴于中国和日本的经济状况并不相同，货币政策“以我为主”，日本货币政策的调整预期对人民币汇率的整体影响不大。日央行边际调整 YCC 目标利率的最大动力可能是国债市场流动性的显著恶化，零利率下国债价格需要对市场定价做出反应，中国则并无这一问题；贸易方面，日本企业在日元历史低位面临的高进口价格对货币政策形成的压力也不存在于中国。

日元未来升值的理由包括（1）日央行改变超宽松政策后美日利差缩小的预期；（2）日元作为避险货币在衰退预期较高的 2023 年吸引资金回流，利差交易资金也可能反向；（3）日本经济增速在 2023 年可能高于美国，基本面对汇率形成支持。不过，日本调整 YCC 和领率过程中的金融风险也不容忽视。

而人民币方面，人民银行在中国经济从疫情恢复的过程中仍会保持相对宽松的货币政策，房地产的企稳也需要长端利率的进一步下调，而我国短期通胀压力也较为可控。不论是从稳增长还是稳地产角度考虑，我国货币政策 2023 年收紧的可能性较低；所以，人民币兑美元更可能在中美利差小幅扩张的贬值压力和中国经济恢复的升值支撑下，在合理范围内宽幅震荡。

图 10：美日利差未来有望开始缩小（%）

图 11：日元的避险特性可能开始发挥，但警惕日本自身的金融风险

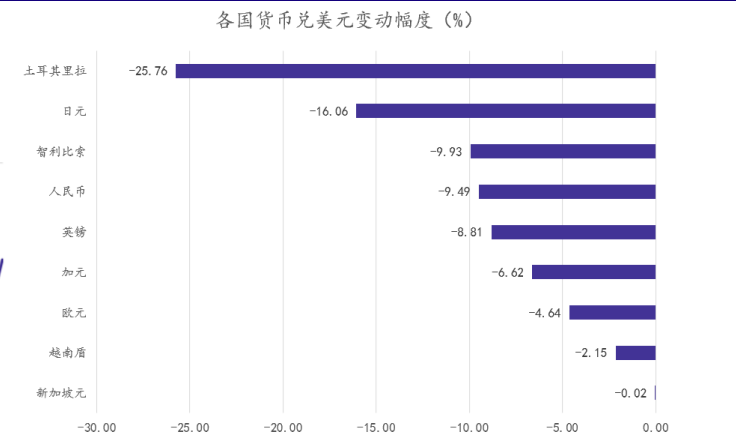
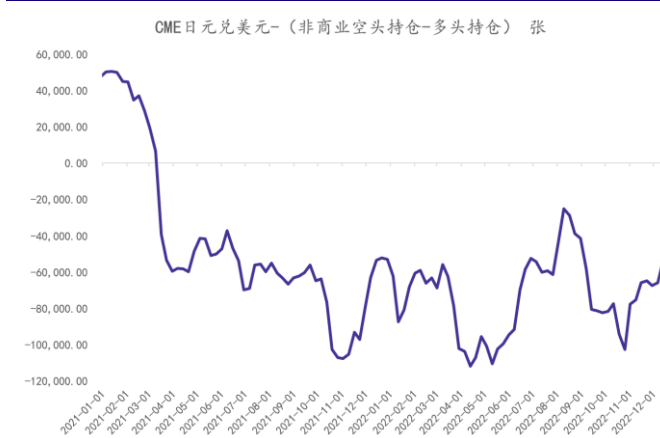


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：日元空头持仓量已经有所减少

图 13：日元仍是对美元最敏感的货币



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn