

日本央行上调 YCC 上限:

日本央行转向，紧缩交易卷土重来？

2022 年 12 月 20 日

12 月 20 日，日本央行宣布调整 YCC 政策区间上限(收益率曲线控制, Yield Curve Control)，日本 10 年期国债利率区间从 $\pm 0.25\%$ 调整至 $\pm 0.50\%$ ，日本、美国等多国股债汇市场出现大幅调整。

► YCC 政策是什么，日本缘何调整 YCC？

收益率曲线控制 (Yield Curve Control, YCC) 即央行以固定利率买卖国债达到控制收益率曲线形态的手段。日本央行承诺将 10 年期国债收益率保持在 0% 附近，一旦超出偏离区间，其将无限量购买国债。本次日本央行将 10 年期国债收益率的偏离区间从 $\pm 0.25\%$ 调整至 $\pm 0.50\%$ 。

今年以来，日本 10 年期国债持续保持在 YCC 区间上沿即 +0.25% 水平，导致当前债券市场流动性恶化，市场运转情况甚至差于 2020 年一季度。国债收益率曲线作为实体融资的基准效果大打折扣，抑制货币政策效果，日本央行此举调整 YCC 区间，意在平滑收益率曲线，提升宽松货币政策传导效果。

► YCC 政策调整意味着什么？日本或逐步开启货币正常化

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：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。

当前日本通胀的水平已经完全超过了 2% 的目标，10 月日本 core-core CPI 同比增速甚至达到了 2.5%。日本财政省三季度以来多次进行外汇干预。在当下这个时点，日本央行调整 YCC 政策区间，其本质仍是高通胀制约实体经济。此举有打破这一负反馈的意义，并配合财政政策减轻输入型通胀对日本经济的压制。

尤其是日本央行行长黑田东彦，作为日本超宽松货币政策的开启者，在明年 4 月即将卸任，不排除日本央行后续进一步收紧货币政策。

► 日本货币政策正常化意味着什么？美债交易逻辑反转，美债利率阶段性反弹

日本货币政策正常化之路开启，意味着美债相对日债吸引力减弱。

“日元-美元”套息交易空间，受制于利差收窄，或将进一步被压缩甚至逆转。或引发新一轮的美元资产抛售浪潮，美债利率将被再度推高。

今年以来，由于美联储快速加息，日本投资者持续净卖出以美债为代表的海外债券资产。同时日元持续贬值，也衍生大量日元-美元套息盘。一旦这些套息盘开始反转，抛售其配置的美债美股等资产，或将对全球市场造成较大扰动。

► 日本 YCC 政策调整，或许是全球流动性收紧的又一个多米诺骨牌

若日本央行持续收紧货币政策，或标志着疫情之前十年的全球美元循环范式的改变，或将引发一场规模浩大的全球金融资产再平衡。其背后本质上的逻辑是全球宏观环境从“低通胀-低利率-低波动”切换至“高通胀-高利率-高波动”。

过去存在大量建立在“低利率-低波动”环境之上的宏观策略/行为，以日本、欧元区等负利率经济体内的投资者，在海外尤其是美国寻找高收益资产最为典型。

其一，当前在“高利率-高波动”的宏观环境下，各国政策利率抬升，使得全球投资者在各国的资产配置开始出现调整的迹象，这将影响全球金融市场的定价。

其二，金融市场高波动或将成为常态，当前不仅是日本，美国、欧元区等债券市场同样面临市场流动性恶化的局面，且蔓延至外汇、商品市场。在资产价格高波动的情况下，容易触发类似于“英国养老金扰动英国债券市场”的流动性危机。

风险提示：美联储货币政策超预期；日本央行货币政策调控超预期；疫情超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

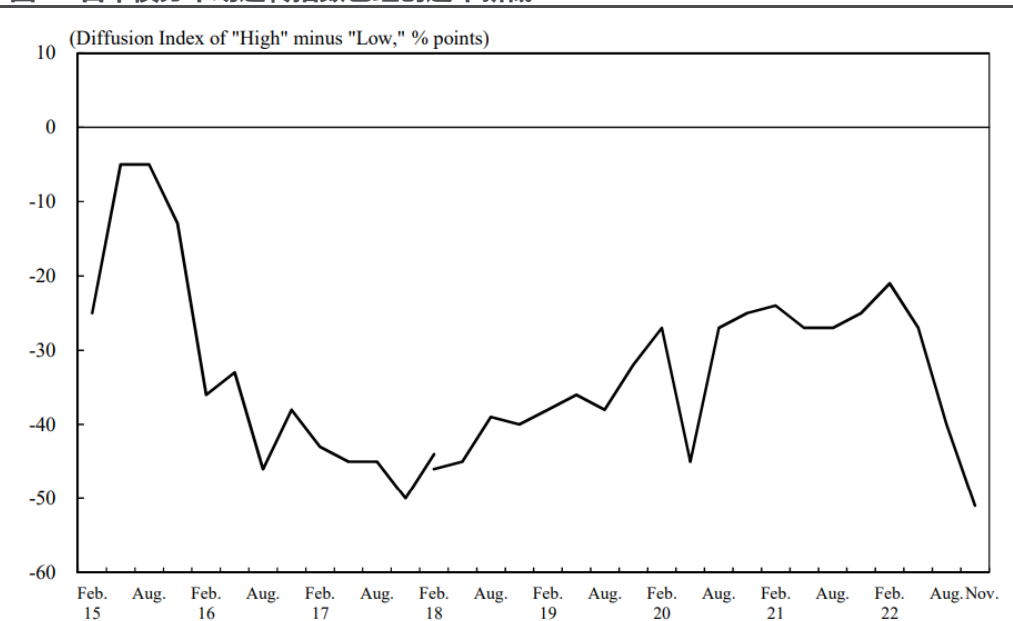
1. 政策研究系列 (二)：十年回顾：中央经济工作会议-2022/12/20
2. 宏观事件点评：中央经济工作会议精神内核：不折腾，全力搞经济-2022/12/18
3. 全球大类资产跟踪周报：国内外风险资产回调-2022/12/17
4. 政策研究系列 (一)：如何跟踪中央经济工作会议和两会-2022/12/16
5. 海外疫情系列研究 (二)：防疫放开后的政策路线-2022/12/15

图1：日本 10 年期国债走势



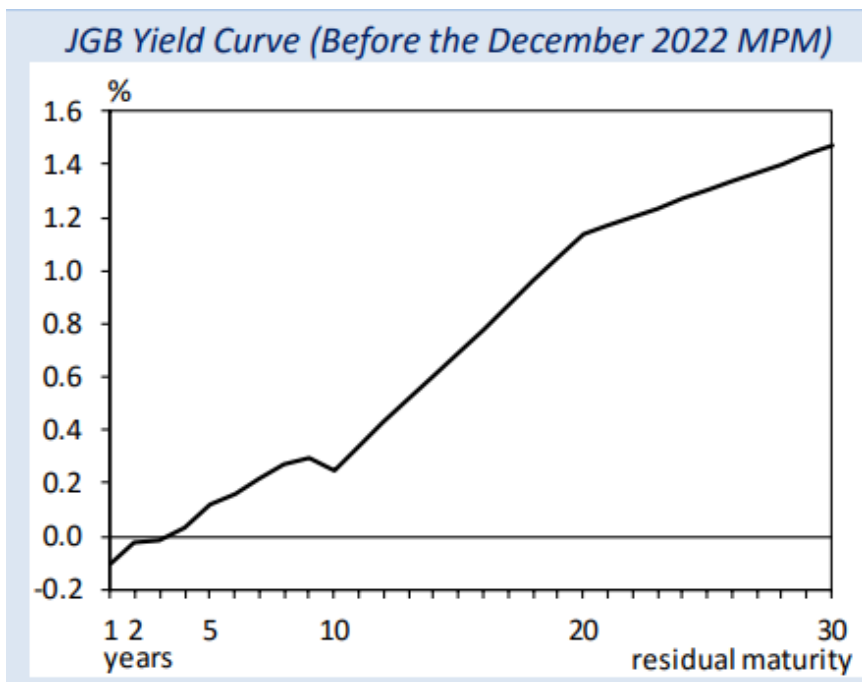
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：日本债券市场运转指数已经创近年新低



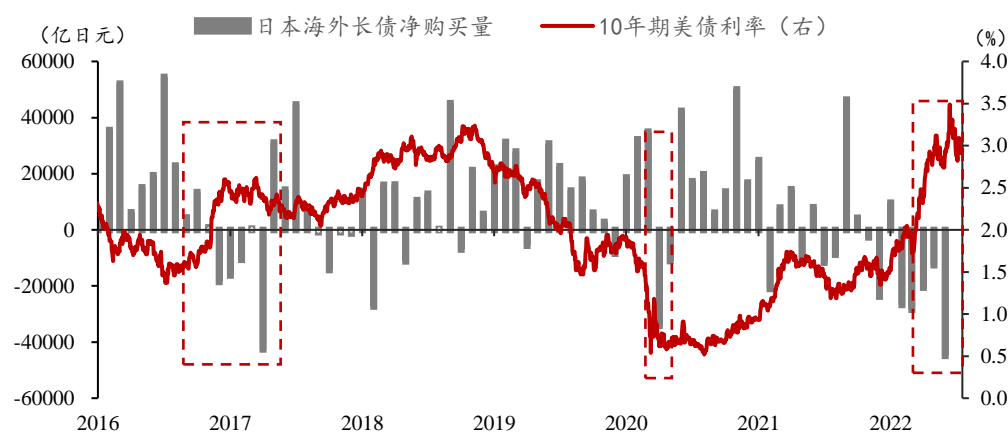
资料来源：Bank of Japan，民生证券研究院

图3：日本国债收益曲线出现“扭曲”



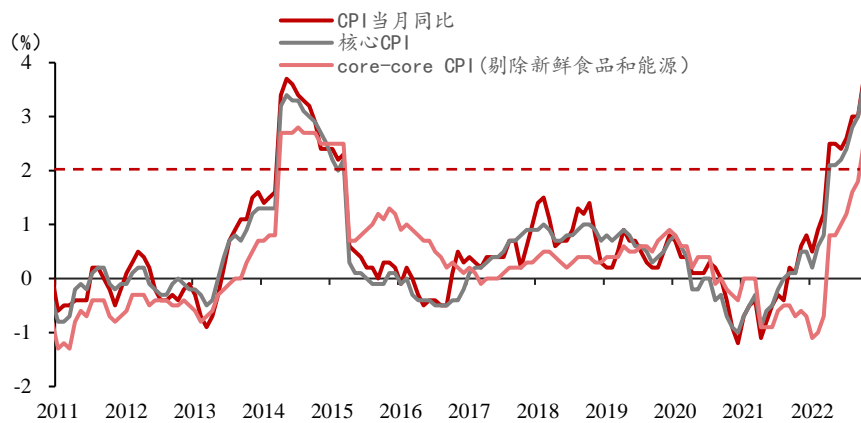
资料来源：Bank of Japan，民生证券研究院

图4：日本海外债券净购买量 vs 10年期美债利率走势



资料来源：日本财务省，wind，民生证券研究院

图5：日本通胀早已超过 2%的目标



资料来源: wind, 民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026