



日本退出 YCC：一万亿美国的决定

日本 10 年期国债收益率走势与 YCC 政策调整过程



数据来源: Choice, 国泰君安国际

- 黑田东彦再次“食言”：日本央行于 2022 年 12 月 20 日公布的货币政策声明中“变相”地放弃了超宽松的货币政策，出乎意料地调整了收益率控制曲线（Yield Curve Control, YCC），将 10 年期日本国债收益率的波动范围的目标水平从 $\pm 0.25\%$ 扩大到 0.5%。
- 在本月的货币政策声明中，日本央行也强调本次对 YCC 波动范围的调整是为了使 10 年期国债收益率的走势与市场预期相一致。换句话说，面对市场的巨大压力，日本央行对 YCC 政策的坚守可能已经开始“松动”。
- 日本商业银行借出的非日元且借贷给非日本居民的总体规模大概在 1 万亿美元。这 1 万亿美元的资金有以下三个特性：（1）借贷来源为海外机构或投资者；（2）借贷基础货币为美元；（3）利息低。在这三重特性下，我们可以推论，这 1 万亿美元带有较强的用于套利交易的可能。
- 日本央行在本月调整 YCC 政策后，市场已经将目光转向了来年的继续“加息”。从某个角度而言，日本央行的政策方向是确定的，但货币政策正常化的路径和节奏仍然存在很大的不确定性。
- 短期而言，市场会继续做多日元。美国加息渐入尾声，而日本“加息”方兴未艾，因此日元会受益于美日利差的预期收窄。从目前的利率环境而言，部分套利交易会存在被反向平仓的压力。

黑田东彦再次“食言”

黑田东彦并非第一次让市场震惊。2016年1月29日，日本央行突然宣布，决定从2016年2月16日起将商业银行存放在日本央行的超额准备金存款利率从之前的0.1%降至-0.1%，这正式宣告了日本进入“负利率”时代。而在2016年1月21日，黑田曾表示，目前并不考虑采用“负利率”政策，并暗示任何进一步货币宽松政策，都将可能采取扩大当前大规模资产购买计划的形式。

而在本周突然宣布调整YCC政策前，日本央行也同样释放过不会转向的声音。共同社在上周从多名日本政府相关人士处获悉，日本岸田文雄政府已基本决定，将首次修改于2013年公布的为实现稳定经济增长而规定政府和央行职责的联合声明，而关于声明中提出“尽快实现”的2%通胀目标，未来将以更加灵活为方向展开探讨。消息言之凿凿地表示，岸田文雄将于明年4月与黑田的继任者讨论这一问题——由于黑田被认为是“安倍经济学”的忠实拥护者，因此，市场自然认为修改声明的目的实质是改变现行的宽松货币政策。

但这一新闻很快被日本政府和央行辟谣。由于日本央行即将进入议息会议，市场也因此相信日本央行不会在年底前对货币政策进行重大调整。而事实上黑田东彦则再次让市场震惊。在全球货币政策收紧的当下，日本央行于2022年12月20日公布的货币政策声明中“变相”地放弃了超宽松的货币政策，出乎意料地调整了收益率控制曲线（Yield Curve Control, YCC），将10年期日本国债收益率的波动范围的目标水平从 $\pm 0.25\%$ 扩大到 0.5% ；与此同时，日本央行继续承诺将在每个工作日通过固定利率购买的操作，以0.5%的价格购买10年期日本国债，并不设定购买上限。声明一经公布，金融市场立刻做出了强烈的反应，YCC政策和黑田东彦也再次站在了风口浪尖。有意思的是，尽管黑田东彦在新闻发布会中一再否认会调整宽松的货币政策，但调整YCC区间的举动却似乎暗合岸田政府的诉求。

图 1：日本10年期国债收益率走势与YCC政策调整过程

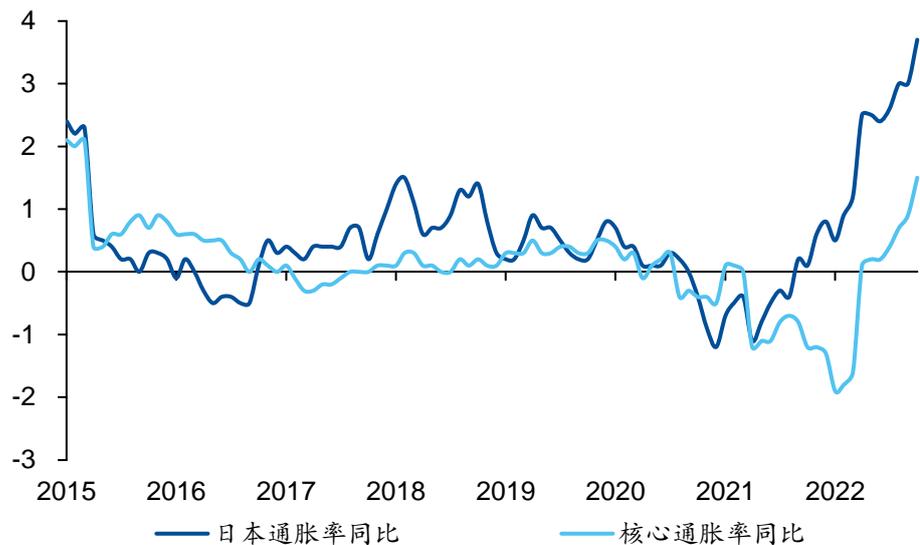


数据来源：Choice, 国泰君安国际

“名存实亡”的 YCC

毋庸讳言，YCC 在某种程度上“名存实亡”。通胀的抬升和美联储的持续加息，导致了市场一直在押注 YCC 的转向。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，这也意味着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，而这样的分化很难长期维持。

图 2：日本通胀率开始走高



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

在本月的货币政策声明中，日本央行也强调本次对 YCC 波动范围的调整是为了使 10 年期国债收益率的走势与市场预期相一致。换句话说，面对市场的巨大压力，日本央行对 YCC 政策的坚守可能已经开始“松动”。

但任何的关于日本利率的信仰被打破，都可能带来巨大的市场影响。作为最为典型的套利货币，日元套利交易存在已久，套息交易的起因是高储蓄率和低利率。从历史而言，日本高储蓄引发的套利交易与“渡边太太”（Mrs. Watanabe）息息相关。

“渡边太太”和套利交易

渡边太太泛指在日本以家庭主妇为代表的参与金融投资的散户。“渡边”是日本一个比较常见的姓，“渡边太太”起源于《经济学人》的一篇文章，说明 90 年代日本经济危机以来，日本家庭的财政大权掌握在主妇手里，在高储蓄的背景下，为了应对日本政府的低利率政策，日本家庭主妇们追求更高的投资收益，纷纷加入外汇市场进行交易。

渡边太太为何对套利交易如此热衷？这就要回到套利交易的本质，利差交易是一种相对低风险的投资回报方式。一方面，在低利率的影响下，太太们持有和借入日元的利率低，而另一方面，借出的外币利率高，而通过日币与外币的利率差，太太们在外汇市场获得利润。因此，在相对

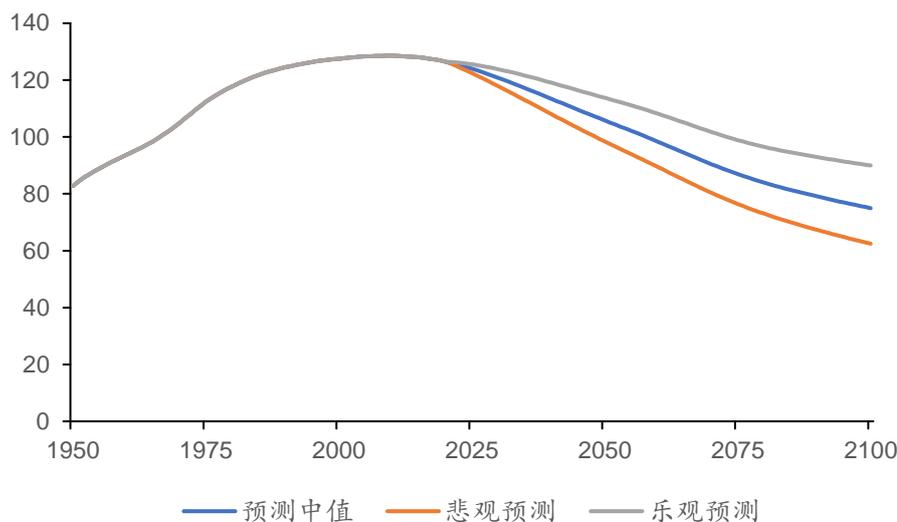
稳定回报的诱惑下，渡边太太们积极地参与外汇市场，参与利差交易；也正是因为日本长期保持稳定的低利率，因此只要能够找到高收益境外债券或者外汇存款，渡边太太们就能赚取相对稳定的利差。

同时，日本面临的另一大痛点，是老龄化。老龄化带给日本经济的痛点，不仅体现在其劳动力市场的萎缩，更体现在日本本土投资机会的匮乏，日本银行持有大量日元存款，并且积极将目光投向海外市场，这也推动了日元套利交易的繁荣。

日本的老龄化引致国内本土投资机会相对较少，而日本央行长期的低利率甚至是负利率的政策使得大量的货币流入全球资本市场，也推动了日元套利交易。低利率代表了借贷日元进行投资的成本相对较低，理论上只要投资于任何一个有收益的产品上，就能获利。与此同时，因为日本此前长期存在通缩，本土投资机会匮乏，不少投资者将目光投向了日元套利交易。

利差交易也伴随着风险。当日元升值或者美元贬值，交易员必须借入更多美元以偿还日元贷款，当美元资产所带来的回报远不足以覆盖汇率变动带来的损失时，投资者可能会面临巨大的风险。

图 3：人口下滑是日本面临的长期问题（百万人）



数据来源：联合国，国泰君安国际

一万亿美元的决定

接下来的问题就是，套利交易的规模有多大？通过国际清算银行（Bank for International Settlements）提供的数据来看，日本的银行对外的借给海外投资者的资金总额大约在 2 万亿美元。

图 4：日本商业银行的海外敞口总规模（万亿美元）



数据来源：国际清算银行, 国泰君安国际

与此同时，从海外投资者持有的各种跨境头寸来看，其中以日元形式存在的借贷规模大约为 1 万亿美元，我们可以做这样的假设：除了日本的商业银行，投资者很难从其他国家的商业银行借到大量的日元，因此市场上进行套利交易的日元基本来自于日本的商业银行。与此同时，另一个假设是，在海外市场进行日元融资的主体大概率是日本企业的海外相关机构。

在这两个假设的基础上，我们可以大致测算，日本商业银行借出的非日元且借贷给非日本居民的总体规模大概在 1 万亿美元。这 1 万亿美元的资金有以下三个特性：（1）借贷来源为海外机构或投资者；（2）借贷基础货币为美元；（3）利息低。在这三重特性下，我们可以推论，这 1 万亿美元带有较强的用于套利交易的可能。

YCC（黑田）走向何方？

无论是出于主观抑或客观的原因，日本央行在本月调整 YCC 政策后，市场已经将目光转向了来年的继续“加息”。从某个角度而言，日本央行的政策方向是确定的，但货币政策正常化的路径和节奏仍然存在很大的不确定性。由于黑田东彦开始强调“工资”，这意味着日本央行倾向于认为工资会带来长期的结构性通胀，这事实上也意味着日本货币政策的“转向”代表着日本开始加入美欧的鹰派阵营。从这个角度来看，发达经济体的利率高企将会持续至少 2-3 年的时间。

在这个过程中，日本央行也会根据通胀和市场情况进行调整。通过日本央行过去的表现来看，其往往在市场预期强烈时采取“降温”手段，因此即使货币政策的正常化方向是确定的，其也可能会通过各种花式操作来“丰富化”其政策工具箱。

短期而言，市场会继续做多日元。美国加息渐入尾声，而日本“加息”方兴未艾，因此日元会受益于美日利差的预期收窄。从目前的利率环境而言，部分套利交易会存在被反向平仓的压力。

黑田东彦卸任前还将举行三次政策会议，市场也会关注其任期结束后的政策走向线索。尽管市场很难描述本次 YCC 的调整是否与岸田政府的新政策取向有关，但黑田东彦的再度“食言”让他在近期的一次表态显得有些意味深长。

在今年 11 月份的那次采访中，有记者问他是否有兴趣在明年 4 月后再度连任行长，他说：“我没兴趣”。("I will have served for 10 years in total next April after my second term. I don't harbor a desire for reappointment at all," Kuroda told a session of the House of Councillors.)

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。
- 除远大医药(00512.HK)、泸州银行(01983.HK)、晋商银行(02558 HK)、顺丰房托(02191 HK)及郑州银行(06196 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值1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的吉利汽车 (00175 HK)、中国外运- H 股 (00598 HK)、交通银行- H 股 (03328 HK)、京东集团-S W (09618 HK)、百度集团-S W (09888 HK)、金山软件 (03888 HK)、新创建集团 (00659 HK)、商汤-W (00020 HK)、中国有色矿业 (01258 HK)、乐享互动 (06988 HK)、广汽集团- H 股 (02238 HK)、中国联塑 (02128 HK)、合景泰富集团 (01813 HK)、旭辉控股集团 (00884 HK)、正荣地产 (06158 HK)、哔哩哔哩-W (09626 HK)、碧桂园 (02007 HK)、腾讯控股 (00700 HK)、雅居乐集团 (03383 HK)、中国奥园 (03883 HK)、龙光集团 (03380 HK)、融创中国 (01918 HK)、新世界发展 (00017 HK)、新天绿色能源 (00956 HK)、建设银行- H 股 (00939 HK)、复星国际 (00656 HK)、中国中免 (01880 HK)、科济药业-B (02171 HK)、民生银行- H 股 (01988 HK)、协鑫新能源 (00451 HK)、周大福 (01929 HK)、彩虹新能源 (00438 HK)、金融街物业 (01502 HK)、国美零售 (00493 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)、兖矿能源 (01171 HK)、滨海投资 (02886 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-S W (09988 HK)、中梁控股 (02772 HK)、四环医药 (00460 HK)、重庆银行 (01963 HK)、东方证券- H 股 (03958 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)、江苏宁沪高速公路 (00177 HK)、药明康德 (02359 HK)、绿城中国 (03900 HK)、泉峰控股 (02285 HK)、凯莱英- H 股 (06821 HK)、小鹏汽车-W (09868 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)、上海石油化工股份 (00338 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快手-W (01024 HK)、小鹏汽车-W (09868 HK)、中信証券- H 股 (06030 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)、国药控股- H 股 (01099 HK)、舜宇光学科技 (02382 HK)、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)、中国海洋石油 (00883 HK)、药明生物 (02269 HK)、美团-W (03690 HK)、中国铁塔- H 股 (00788 HK)、小米集团-W (01810 HK)、阿里巴巴-S W (09988 HK)、网易-S (09999 HK)、京东集团-S W (09618 HK)、中芯国际 (00981 HK)、阿里健康 (00241 HK)、百度集团-S W (09888 HK)、融创中国 (01918 HK)、龙光集团 (03380 HK)、中国奥园 (03883 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表国泰君安证券(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、牵头经辦人、保荐人、承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部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则, 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牌照规定。

© 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