

## 日本央行意外加息的影响

证券研究报告

2022年12月23日

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**向静姝** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520070002  
xiangjingshu@tfzq.com

### 相关报告

我们认为日本央行的这一举措带来的风险有限。首先，本次会议日本央行将中长期国债的买入额上调至 9 万亿日元，该举措一定程度能够“呵护”日债市场，出现 10 月英国债券暴跌的可能性有所下降。

其次，不管对于贸易逆差还是通胀而言，能源价格大涨都是今年日本央行面临的主要风险因素，当前能源价格从高位回落后企稳，也是日本央行压力有所缓解的原因。

另外，明年随着中国疫情影响减弱，日本的旅游收支大概率会逐渐改善。

最后，对于国际市场而言，明年全球通胀回落，主要央行紧缩政策将大概率退坡。届时国际债券特别是美债（收益率上行）对日债带来的影响可能逐步缓解，YCC 潜在政策的改变可能在一个流动性边际转为宽松的环境下发生。

**风险提示：全球经济深度衰退，美联储货币政策超预期紧缩，日央行货币政策紧缩超预期**

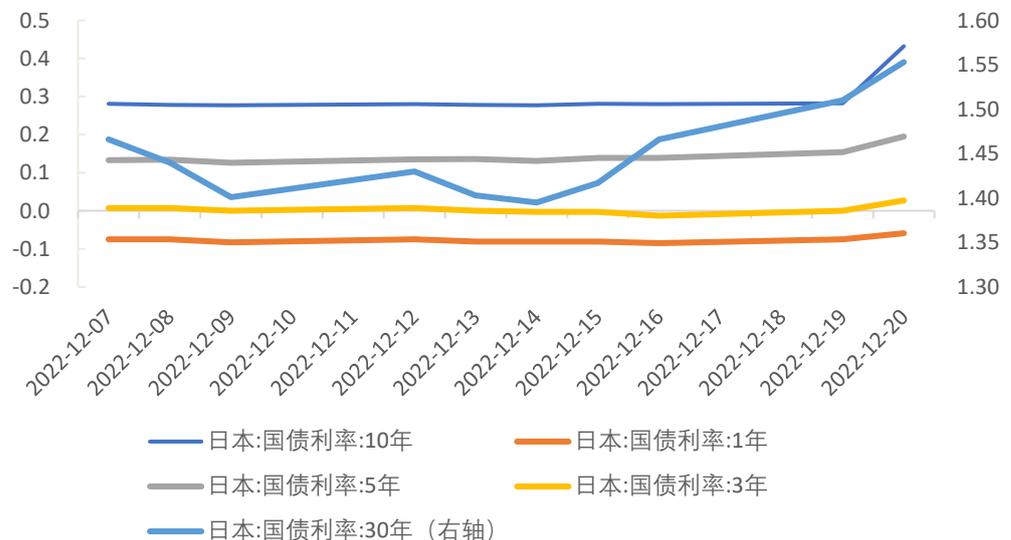
2022年12月20日,日本央行意外宣布将收益率曲线控制的目标区间上限从0.25%上调至0.5%。受此影响,美日汇率由会前的137附近跌落至131.7,日经指数较前一个交易日跌2.5%左右,日本10年国债利率由0.28%跳涨至0.43%,短端利率上升1~4bp不等,日央行购债未包含的30年期国债利率上升4bp,同时美债利率也在日债的带动下从3.57%上行至3.69%。

图1: 美元兑日元跌落至131.7



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图2: 各期限日债收益率(%)不同程度上升



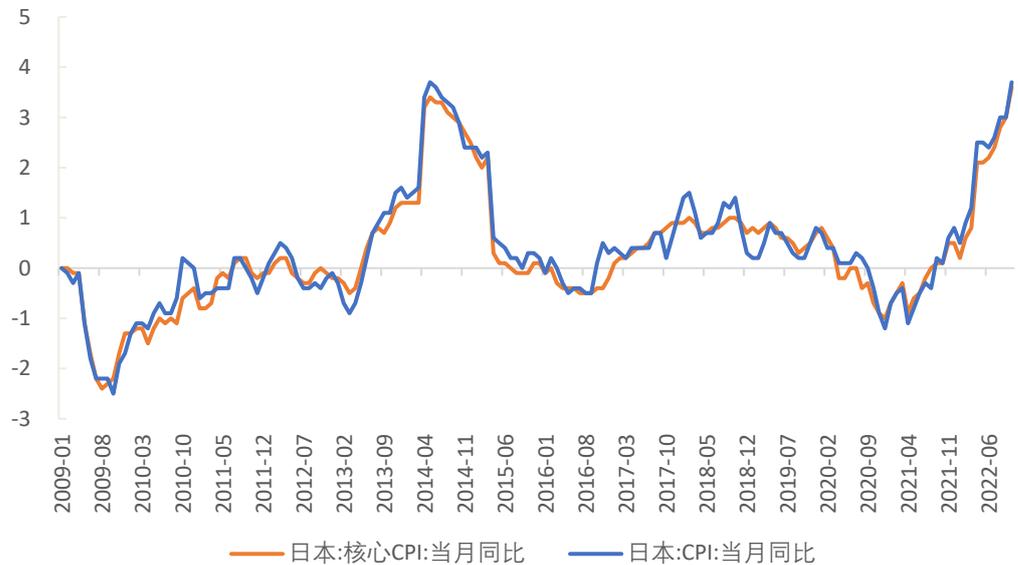
资料来源: Wind, 天风证券研究所

日央行对此调整给出的解释是债券市场机能恶化。日本央行此前对日本10年国债实施“固定利率无限量购债”操作,以保证10年利率可以稳定在0.25%的上限附近,但这也导致日本债券市场流动性恶化,10年期国债频繁发生多个交易日无成交的情况。通过加大长期利率的波动幅度可以缓解日央行的操作压力。

不过日债市场流动性不佳并非近日才出现的情况,因此这一政策调整出现的时间令市场感到意外。日元贬值压力加大和日央行面临换届可能是近期推动该变化的其他原因。日元贬

值的核心问题是日本面临持续的输入性通胀。日本 10 月 CPI 同比达 3.7%，核心 CPI 也达到 3.6%，创下 2014 年 6 月以来新高。

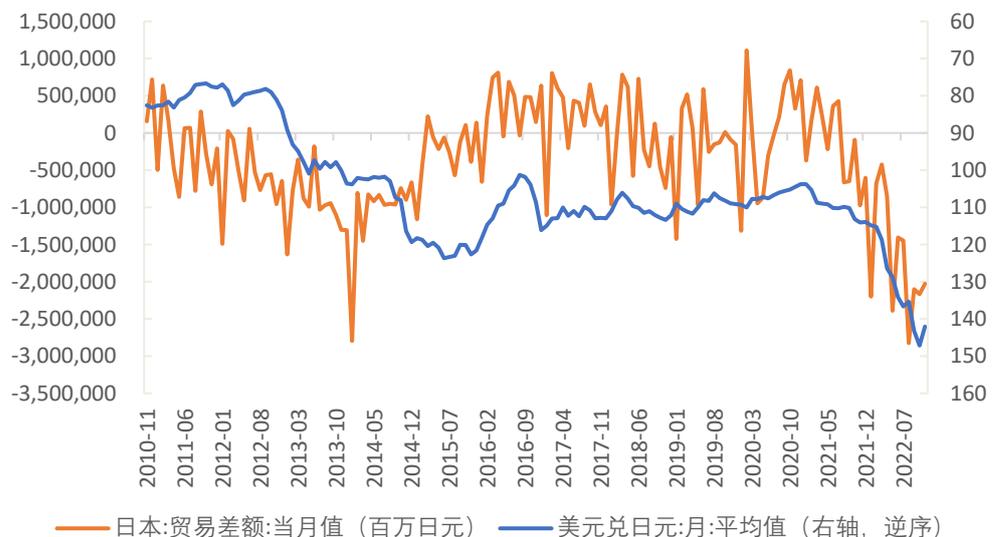
图 3：近期日本通胀（%）加速



资料来源：wind, 天风证券研究所

2021 年伊始，全球经济复苏，出行增加，大宗商品价格暴涨，完全依赖能源进口的日本贸易转为逆差，在今年 8 月一度扩大至 28248 亿日元。贸易逆差扩大令日元承受较大贬值压力，美元兑日元一度跌至 152，今年 9-10 月日本财务省指示央行在 150 附近屡次干预汇率贬值，但收效甚微。

图 4：贸易逆差扩大导致日元贬值压力加大



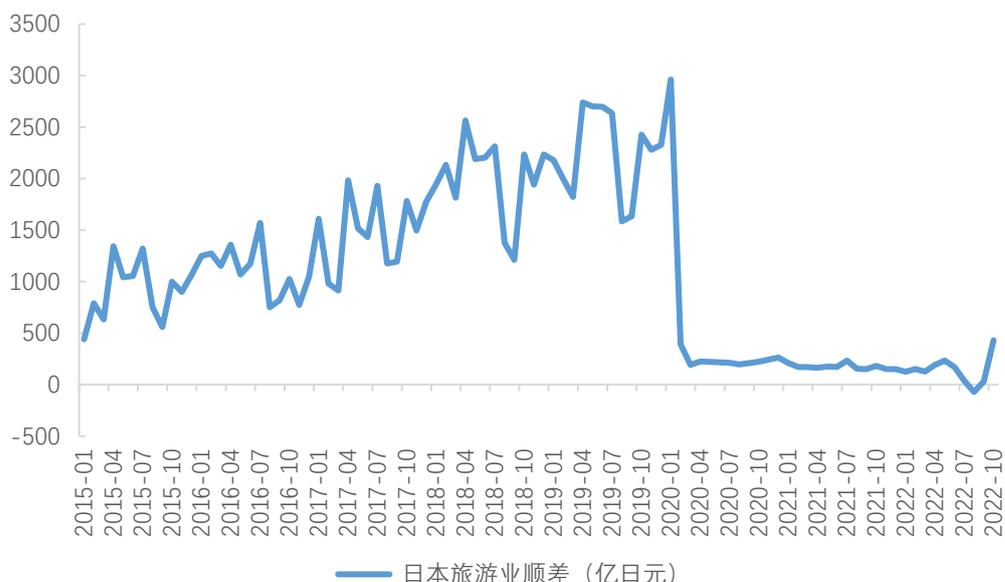
资料来源：WIND, 天风证券研究所

日元是全球主要的套息货币之一，BIS 2022 年 4 月的报告估计，日元计价的外汇市场交易规模为 1.25 万亿美元，占到全球的 17% 左右。日央行提高 YCC 目标利率区间上限，可能导致日元套息交易逆转，全球流动性收紧。不过，基准情形下，我们认为日本央行的这一举措带来的风险有限。首先，本次会议日本央行将中长期国债的买入额上调至 9 万亿日元，该举措一定程度能够“呵护”日债市场，出现 10 月英国债券暴跌的可能性有所下降。

其次，不管对于贸易逆差还是通胀而言，能源价格大涨都是今年日本央行面临的主要风险因素，当前能源价格从高位回落后企稳，也是日本央行压力有所缓解的原因。预计日本CPI因能源价格以及相关政策因素从目前的3%回落至2.5%左右，但23年上半年会稳定在央行目标以上。

另外，明年随着中国疫情影响减弱，日本的旅游收支大概率会逐渐改善，2018-2019日本旅游高峰期每个月旅游收支差不多向日本流入2000-3000亿日元，目前这一数字仅仅反弹至430亿日元。

图5：日本服务业顺差：旅游



资料来源：Bloomberg, 天风证券研究所

最后，对于国际市场而言，明年全球通胀回落，主要央行紧缩政策将大概率退坡。届时国际债券特别是美债（收益率上行）对日债带来的影响可能逐步缓解，YCC潜在政策的改变可能在一个流动性边际转为宽松的环境下发生。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com