

审时度势，择机而动 - 如何理解日央行调整 YCC 政策

20230729

核心内容：

- **日本央行于7月28日的货币政策会议上维持政策利率为-0.1%不变，但宣布调整收益率曲线控制（YCC）政策。**具体来说，此前 YCC 对 10 年国债±0.5%的目标范围不再是硬性限制，仅是参考范围。日本央行将在每个工作日以 1.0%的利率购买 10 年期国债，除非出现无人竞标的情况。而所谓灵活调整，即日本银行将继续进行大规模的国债购买，并通过增加国债购买金额、进行固定利率购买操作以及对集中担保品提供资金供应等方式，对每个到期期限做出灵活的响应。这就意味着日央行可以容忍的 10 年国债上限上升为 1%，但实际操作中大概率不会一蹴而就。对于 YCC 的调整理论上将增加日本国债市场的波动性，减弱 YCC 对市场定价功能的扭曲并顺应日本上行的通胀与通胀预期。本次调整超出市场主流预期，也引发了对于日央行未来进行货币政策正常化的猜想。
- **虽然日本央行对先行 YCC 政策的调整早于市场预期，令投资者略感意外，但我们认为日本央行调整 YCC 政策在短期内对日本和全球市场以及相关资产定价的影响相对有限。**一方面是日本央行执行超宽松货币政策以及之后升级为 YCC 政策的时间由来已久，退出需要一个缓慢的过程；另一方面全球投资者也需要时间来观察和评估日本 YCC 政策调整之后的影响，为下一步投资策略的调整提供基础。
- **但我们认为日本央行的 YCC 政策调整依然存在一些短期和长期影响：**（1）前期日本股市受到追捧除了日本自身经济基本面改善的原因之外，也在一定程度上反映投资者对美国衰退风险上升但估值偏高的担忧，从而在日本市场寻找相对较高的确定性和安全边际。但随着美国经济软着陆的概率上升，投资者对美股的情绪有所改善。在此背景下，日本央行提前调整 YCC 政策导致日本政策和经济的不确定性有所上升。此消彼长，未来日本股市可能会在短期内面临资金流出压力，之前的上涨会告一段落甚至出现一波调整。
- （2）日本央行早于预期调整 YCC 政策也反映了对未来日本发生类似美国物价和工资形成螺旋上涨进而引发高通胀的警惕。我们认为这个举动可能会导致全球投资者对目前整个全球通胀形势的乐观情绪有所降温。目前大部分投资者认为 7 月份可能是本轮美联储的最后一次加息，但日本央行早于预期调整 YCC 政策可能会令投资者重新评估全球和整个发达经济体的通胀前景。
- （3）从更长期来看，伴随着菲利普斯曲线的重新陡直化，全球通胀中枢会显著上行。但对是否需要调整目前央行 2%的通胀目标，此前市场有不同的看法。但目前长期饱受低通胀甚至通缩困扰的日本都开始面对通胀压力并开始逐步退出超宽松政策，这意味着央行有必要重新审视和评估在过去长期低通胀时间内设定的 2%的通胀目标。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

主要风险：对政策理解不到位、日本货币政策超预期变化、金融市场流动性出现问题的风险

一、日央行灵活调整 YCC，与 2022 年 12 月有何异同？

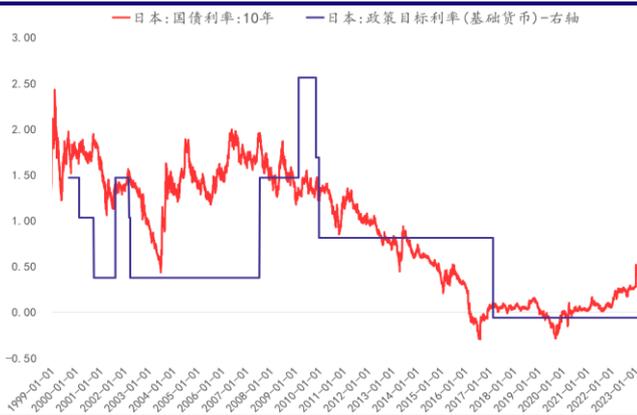
日本央行于 7 月 28 日的货币政策会议上维持政策利率不变，但宣布调整收益率曲线控制（YCC）政策，允许 10 年国债收益率浮动范围由此前的±0.5%向 1%的上限靠拢¹，并会灵活的（nimbly）进行市场操作。对于 YCC 的调整理论上将增加日本国债市场的波动性，减弱 YCC 对市场定价功能的扭曲并顺应日本上行的通胀与通胀预期。

具体来说，此前 YCC 对 10 年国债±0.5%的目标范围不再是硬性限制，仅是参考范围。日本央行将在每个工作日以 1.0%的利率通过固定利率购买操作（fixed-rate purchase）购买 10 年期国债，除非出现无人竞标的情况。而所谓灵活调整，即日本银行将继续进行大规模的国债购买，并通过增加国债购买金额、进行固定利率购买操作以及对集中担保品提供资金供应操作等方式，对每个到期期限做出灵活的响应。这就意味着日央行可以容忍的 10 年国债理论上上限上升为 1%，但实际操作中大概率不会一蹴而就。政策调整后，10 年国债一度升至 0.575%，而后有所回落。

本次调整超出市场主流预期，也引发了对于日央行未来进行货币政策正常化的猜想。为了更好的分析“灵活的 YCC”的影响及其对日央行未来政策态度的暗示，首先需要了解 YCC 的概念以及与上一轮 YCC 调整的异同。

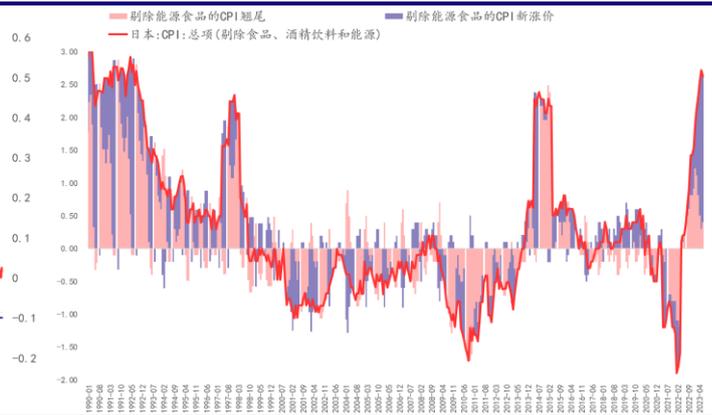
收益率曲线控制（YCC）的概念最早起源于二战时的美国，主要目的是降低债务成本以维持战时举债的可持续性，与日央行现代 YCC 目的并不相同。日本的 YCC 政策起源于日央行的超宽松政策 QE，主要希望通过零利率和长端收益率曲线控制以实现 2%的中长期物价稳定目标。该目标是在 2012 年安倍政府上台后对白川芳明治下的日央行施压后达成的“共同声明”中设定的，而 YCC 则于 2016 年日本经济疲弱期在时任央行行长黑田东彦的领导下开始实施。YCC 的目标范围开始设置在±0.1%，于 2018 年中拓宽至±0.2%，并在 2021 年中进一步扩大至±0.25%，而最近一次调整至±0.5%则发生在 2022 年 12 月 20 日。

图 1：日本政策利率稳定，YCC 上限提高（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：日本核心 CPI 近期确由新涨价因素推动（%）



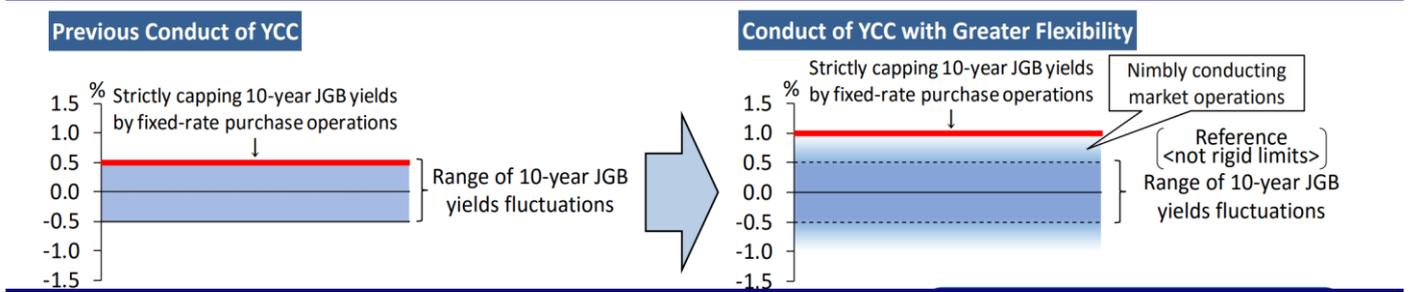
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2022 年末调整 YCC 的背景和主因？日央行上一次对 YCC 的调整同样超出市场预期，日央行当时的官方解释为（1）平滑收益率曲线，防止作为操作目标的 10 年期国债收益率低于年

¹ 日央行称之为“YCC with greater flexibility”。所谓 YCC，即在目标债券收益率将超过央行设定的上下限时，央行会直接介入公开市场进行买入或卖出操作，使收益率曲线维持在目标范围内的政策。

限更短的国债；(2) 改善金融和债券市场功能，更好的实施宽松政策（2022 年四季度日本 10 年国债出现多日无交易的情况，流动性显著恶化）。除此之外，我们认为潜在的调整理由还包括 (3) 2022 年四季度日本 CPI 同比增速已经逼近 4%；(4) 超宽松政策和美日利差使日元大幅贬值，冲击日本外贸的同时也迫使财务省大量消耗外汇储备以稳定日元汇率。而目前收益率曲线已经相对平滑，日本的外贸情况有所改善，日元在美联储加息周期可能拉长的情况下也没有出现更大幅度的快速贬值。

图 3：日央行灵活调整 YCC 的示意图 (%)



资料来源：BOJ, 中国银河证券研究院整理

图 4：日本收益率曲线平滑度改善，不是 YCC 调整的主要理由 (%) 图 5：美元兑日元在 YCC 调整后下跌，而后回升

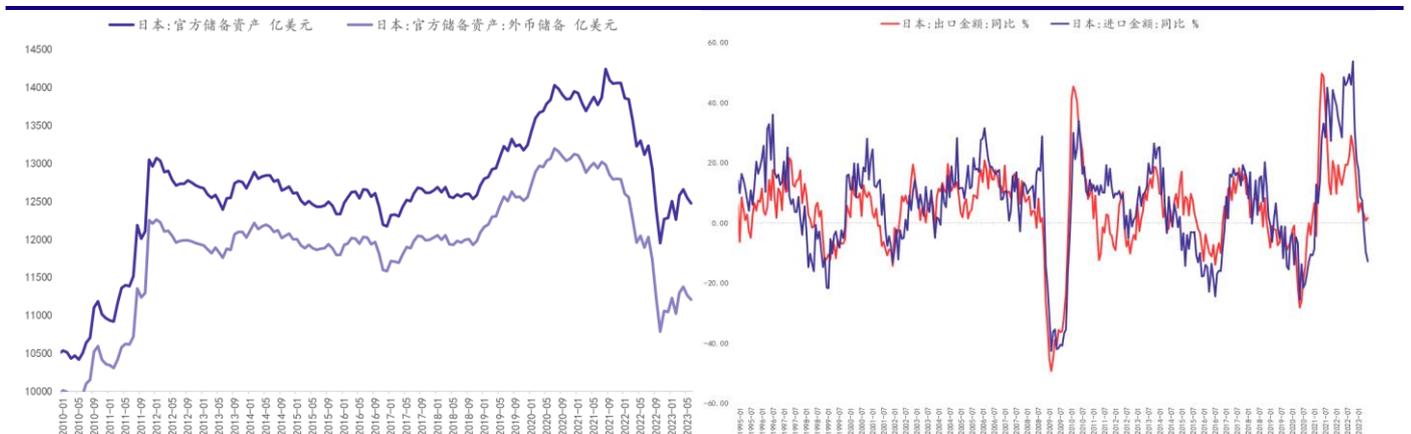


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6：日本外储近期有所回升，压力不大 (%)

图 7：日本外贸压力同样下降 (%)



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

相比与 2022 年情况更紧迫的 YCC 调整，本次“灵活的 YCC”可能更侧重于增加国债市场波动以增加市场活跃度，同时灵活顺应通胀和通胀预期抬升的可能。日央行具体的操作可能仍取决于日本通胀与通胀预期在中长期的可持续性，以及国债市场交易活跃度和定价的改善程度，目前仍是重要的观察期。日央行在“灵活的 YCC”说明是也强调了日本经济活动和价格的上行与下行风险：如果上行风险实现，那么 YCC 灵活上浮的结果是在更高的通胀下实际利率仍会降低，债券市场功能也会改善；而如果下行风险实现，日央行也会通过相应操作的令中长端利率下降。因此，日央行对 YCC 的灵活操作会相对温和，10 年国债收益率向 1% 的靠拢预计会比较缓慢，且需要通胀可持续性的支撑。

图 8：日央行边际扩大 10 年国债购买规模上限

	剩余到期日	2023年第三季度每次拍卖购买规模 (亿日元)	2023年第三季度拍卖频率	2023年第二季度每次拍卖购买规模	2023年第二季度拍卖频率
日本付息国债	1年及以下	1,500	1次/月	1,500	1次/月
	1年以上3年及以下	3,500 ~ 6,500	4次/月	3,500 ~ 6,500	4次/月
	3年以上5年及以下	4,000 ~ 7500	4次/月	4,250 ~ 8,750	4次/月
	5年以上10年及以下	4,500 ~ 9,000	4次/月	4,750 ~ 8,750	4次/月
	10年以上25年及以下	1,000 ~ 5,000	4次/月	1,000 ~ 5,000	4次/月
	25年以上	500 ~ 3,500	3次/月	500 ~ 3,500	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

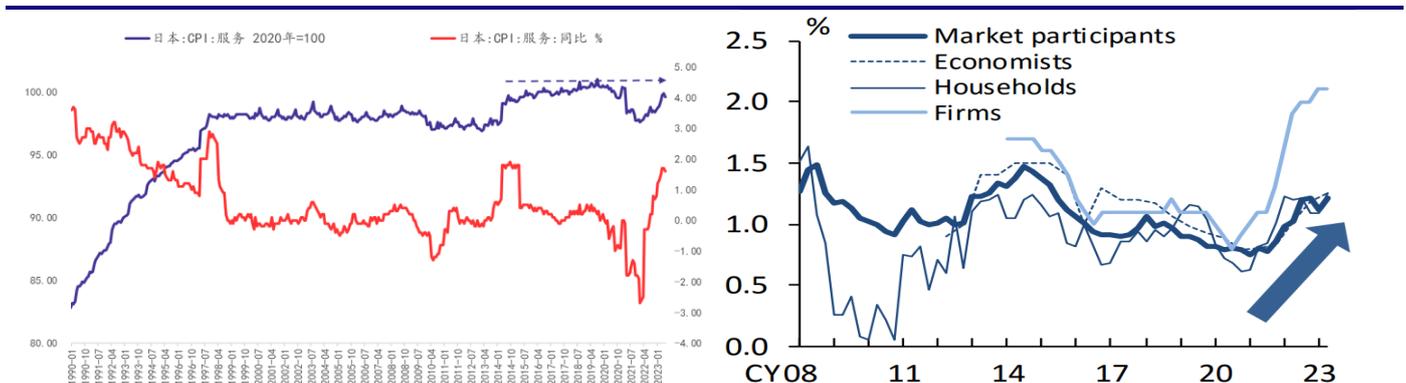
资料来源：BOJ, 中国银河证券研究院整理

二、日央行对经济与价格的评估：有上行希望，仍需观察

以日央行目前的态度来看，其认为日本经济和价格面临的上行风险更易实现，但这仍有待数据的验证。本次会议上日央行对经济当前的评估为：日本经济已经适度复苏，出口和工业生产受到了海外影响，但基本上保持平稳。企业利润保持在较高水平，商业信心适度改善。这种情况下，企业固定投资适度增长，就业和收入情况适度改善，私人消费以适度的速度稳定增长。投资方面，住房投资相对较弱，公共投资适度增加，金融条件宽松。价格方面，不含食品的 CPI 同比增速比之前放慢，主要是由于政府的经济措施降低了能源价格的影响，但滞后的传导效应使其保持在 3.0-3.5% 的区间，中长期通胀预期再次出现上升。

图 9：日本服务 CPI 恢复主要由于基数，可持续性存疑 (%)

图 10：日本私人部门通胀预期改善 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: BOJ, 中国银河证券研究院整理

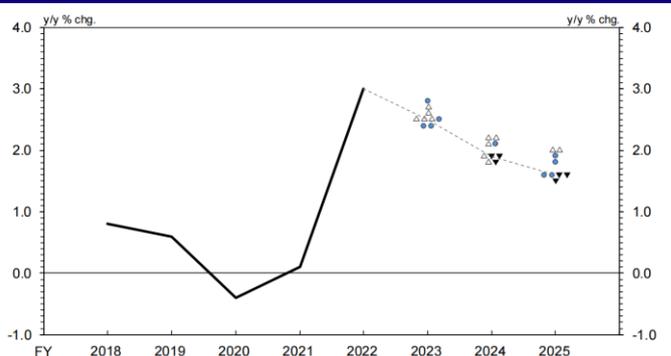
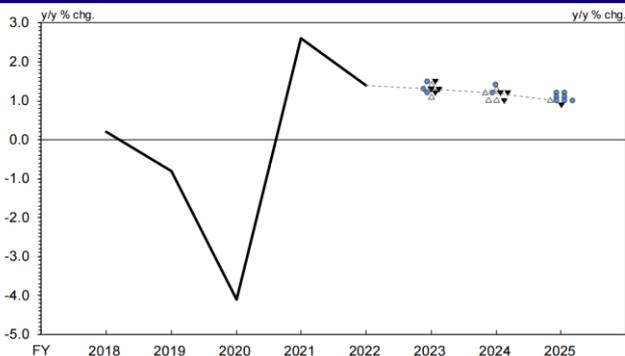
关于经济前景, 日央行认为: 日本经济将继续温和恢复, 并受到积压需求、宽松金融条件以及政府经济措施的支撑, 但可能受到海外恢复放缓的拖累。同时, 预计潜在增长率将适度上升。价格方面, 食品以外的 CPI 增长率预计随着此前高进口价格的传导减弱而放缓, 此后随着产出缺口的改善以及中长期通胀预期和工资增长的提高, 伴随着企业工资和价格设定行为等因素的变化, 预计 CPI 增长率将适度加速。

风险方面, 日央行在经济活动上主要关注 (1) 全球经济活动和价格以及金融和资本市场的发展, 基准情况下高利率将带来价格下行, 但要注意通胀反弹的风险、金融和外汇波动以及中国结构性改革下的经济恢复; (2) 俄乌冲突对大宗商品和谷物的价格影响, 如果价格上行, 将会影响日本企业利润, 不利于经济上行; (3) 企业和家庭中长期增长预期会影响日本的潜在增速和产出缺口。取决于经济活动的风险, 价格上关注 (1) 企业的工资和价格定价行为: 目前涨价行为影响正在扩散并可能使通胀上行脱离原来的轨迹, 但大宗商品和谷物价格下行也可能冲击向上的通胀预期; (2) 外汇和国际商品价格: 却决于市场波动, 目前不确定较高, 会影响价格预期。

总体上, 日央行对温和经济增长和价格预期的抬升有信心, 但 YCC 调整后灵活操作的幅度和未来政策是否会更进一步而迈向正常化仍需观察数据变化。

图 11: 日本实际 GDP 增长预期 (%)

图 12: 日本不含生鲜食品的 CPI 增速预期 (%)



资料来源: BOJ, 中国银河证券研究院整理

资料来源: BOJ, 中国银河证券研究院整理

图 13: 日本央行对 GDP 和 CPI 的预测和变化, 通胀短期上调但 2024 略下调 (%)

	Real GDP	CPI (all items less fresh food)	(Reference) CPI (all items less fresh food and energy)
Fiscal 2023	+1.2 to +1.5 [+1.3]	+2.4 to +2.7 [+2.5]	+3.1 to +3.3 [+3.2]
Forecasts made in April 2023	+1.1 to +1.5 [+1.4]	+1.7 to +2.0 [+1.8]	+2.5 to +2.7 [+2.5]
Fiscal 2024	+1.0 to +1.3 [+1.2]	+1.8 to +2.2 [+1.9]	+1.5 to +2.0 [+1.7]
Forecasts made in April 2023	+1.0 to +1.3 [+1.2]	+1.8 to +2.1 [+2.0]	+1.5 to +1.8 [+1.7]
Fiscal 2025	+1.0 to +1.2 [+1.0]	+1.6 to +2.0 [+1.6]	+1.8 to +2.2 [+1.8]
Forecasts made in April 2023	+1.0 to +1.1 [+1.0]	+1.6 to +1.9 [+1.6]	+1.8 to +2.0 [+1.8]

资料来源：BOJ，中国银河证券研究院整理

三、YCC 调整，但其余宽松政策立场不变

本次 YCC 的灵活调整并不是全面“货币政策正常化”，日央行依旧维持了-0.1%的政策利率并表示要继续耐心的实施宽松的货币政策。需要注意到（1）YCC 调整的决议是以 8-1 的票数通过，日央行内部可能存在小幅分歧；（2）在讨论灵活调整 YCC 面临的可能时，日央行也强调的经济和价格向下的风险，如果经济下行压力加大，将毫不犹豫地宽松；（3）相较于 4 月份的经济预测，日央行对 2024 年的通胀预测由 2%下调至 1.9%。

以上边际鸽派的信息暗示日央行短期并不会考虑退出负利率，任何中期的货币政策仍取决于经济与通胀的走势。同时，需要意识到日本目前的工资增速暂未达到与 2%中长期通胀目标相匹配的状态，且通胀中核心服务部分的回升更多源自基数效应，实际仍偏弱，这些也是令日央行保持谨慎的理由。因此，即使日央行开始考虑中期货币政策正常化，短期也难有剧烈的操作。

四、YCC 调整的短期与长期影响

虽然日本央行对先行 YCC 政策的调整早于市场预期，令投资者略感意外，但我们认为日本央行调整 YCC 政策在短期内对日本和全球市场以及相关资产定价的影响相对有限：一方面是日本央行执行超宽松货币政策以及之后升级为 YCC 政策的时间由来已久，退出需要一个缓慢的过程；另一方面全球投资者也需要时间来观察和评估日本 YCC 政策调整之后的影响，为下一步投资策略的调整提供基础。

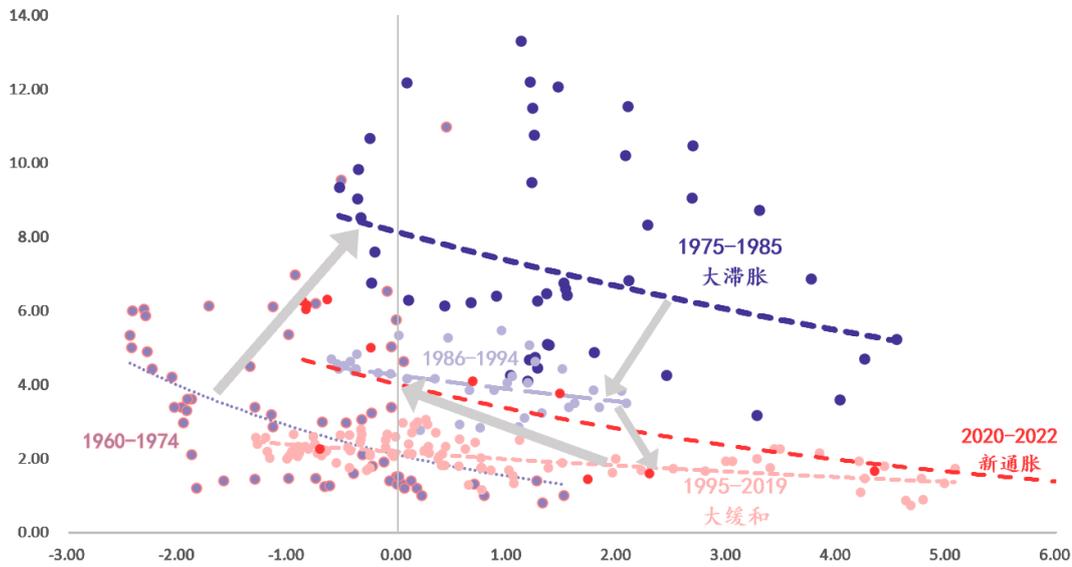
但我们认为日本央行的 YCC 政策调整依然存在一些短期和长期影响：

（1）前期日本股市受到追捧除了日本自身经济基本面改善的原因之外，也在一定程度上反映投资者对美国衰退风险上升但估值偏高的担忧，从而在日本市场寻找相对较高的确定性和安全边际。但伴随着美国经济软着陆的概率上升，投资者对美股的情绪有所改善。在此背景下，日本央行提前调整 YCC 政策导致日本政策和经济的不确定性有所上升。此消彼长，未来日本股市可能会在短期内面临资金流出压力，之前的上涨会告一段落甚至出现一波调整。

（2）日本央行早于预期调整 YCC 政策也是反映了对未来日本发生类似美国物价和工资形成螺旋上涨进而引发高通胀的警惕。我们认为这个举动可能会导致全球投资者对目前整个全球通胀形势的乐观情绪有所降温。目前大部分投资者认为 7 月份可能是本轮美联储的最后一次加息，但日本央行早于预期调整 YCC 政策可能会令投资者重新评估全球和整个发达经济体的通胀前景。

（3）从更长期来看，伴随着菲利普斯曲线的重新陡直化，全球通胀中枢会显著上行。但对是否需要调整目前央行 2%的通胀目标，此前市场有不同的看法。但目前长期饱受低通胀甚至通缩困扰的日本都开始面对通胀压力并开始逐步退出超宽松政策，这意味着央行有必要重新审视和评估在过去长期低通胀时间内设定的 2%的通胀目标。

图 14: 美国菲利普斯曲线“再抬头”，长期来看央行或需要重新评估通胀目标，但短期依旧坚持 2%



资料来源: BOJ, 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。

章俊：银河证券首席经济学家。

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