

7 月 28 日，日本央行宣布实施更为灵活的 YCC 措施：即原 YCC 框架中，10 年期国债利率上限的 0.5% 将不再是硬约束。日本央行确保 10 年期日本国债利率不超过 1%。

➤ 输入型通胀逐步转向需求型通胀，这是本次 YCC 调整的重要背景

当下时点日本央行 YCC 调整有两大出发点。

日本劳动力市场转好，输入型通胀逐步转向需求型通胀。在持续的财政刺激与货币宽松的环境下，今年以来日本经济环比动能逐步走强，就业市场转好，制造业和受疫情冲击大的服务业，就业人口稳步增长，同时，今年“春斗”薪资谈判创近 30 年最大增幅。

日央行确认通胀目标已经取得一定进展。当前日本 CPI 和核心 CPI 同比在 4% 左右，而日本央行更青睐的 core-core CPI 当月环比仍在上行，同时 2023 财年通胀预期的上升“明确”，日央行行长植田和男在发布会中也提到：*在实现通胀目标方面已经取得了一定进展。*

➤ 避免汇率贬值的副作用，是驱动本次 YCC 调整的第二大因素

去年四季度，日本央行为改善债券市场流动性，放宽 YCC 控制区间，效果初显。随着经济基本面企稳，当前 YCC 政策的一大副作用在于汇率持续超调贬值，一定程度伤害日本国内需求，日央行也提到再次调整的行动也考虑了外汇市场的波动性，**所以本次 YCC 调整或有意避免汇率大幅贬值。**

➤ 本次调整将提高日元波动，可能压缩美日利差，日元有望迎来升值

美日利差收窄或推动日元升值。当前日本 10 年期国债利率上行的空间已经打开，市场或逐步试探日本央行的“底线”。同时软约束下，日本国债利率浮动空间更大，也有助于提升当前日元汇率的波动，避免套息盘持续累积，在利差收窄和套息盘平仓的推动下，日元有望迎来升值。

对日本股市影响或有限。当前日本股市主要受益于日本经济基本面的走强，以及海外资金涌入，本次 YCC 调整并不意味着货币政策收紧，短期内市场或下跌，但是影响相对有限。

➤ 短期欧美国债收益率走高，对海外风险资产形成一定压制

欧美国债收益率短期内有进一步走高风险。由于日本与欧美债券市场联动程度较高，日本大量的海外投资敞口，随着日本国债收益率上行，可能有再平衡的需求，导致欧美债券市场也因此受压制。

海外风险资产情绪受压制。短期内各国国债利率走高，对海外风险资产形成压制，尤其是对流动性敏感的资产。

➤ 日本央行调控 YCC，人民币汇率短期受益

作为当前外汇市场上的“低息货币”，今年以来，人民币和日元在主流币种中表现偏弱，背后原因是：**人民币和日元均与美元息差较大，导致人民币走势与日元走势短期内相关性较高，短期日元升值带动 Carry 头寸平仓，一定程度上有助于带动人民币企稳。**

但随着 10 年期日本国债利率上行空间进一步打开，全球“便宜”的流动性将进一步减少，这或对全球资本市场带来一定冲击。

➤ 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。



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

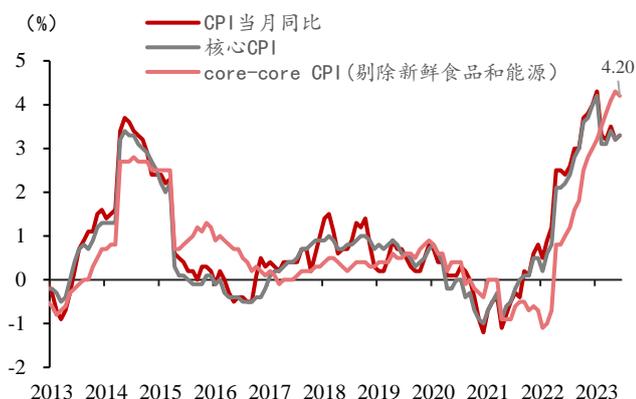
电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

1. 化债系列研究（一）：地方化债，能力和空间 -2023/07/28
2. 美联储 7 月议息会议点评：美联储加息的“最后一舞” -2023/07/27
3. 7 月政治局会议点评：这是一次改善预期的政治局会议 -2023/07/24
4. 宏观点评：城中村改造政策，影响几何？ -2023/07/23
5. 全球大类资产跟踪周报：等待指引 -2023/07/23

图1: 截至 2023 年 6 月, 日本通胀水平



资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 截至 2023 年 5 月, 日本工资收入同比增速



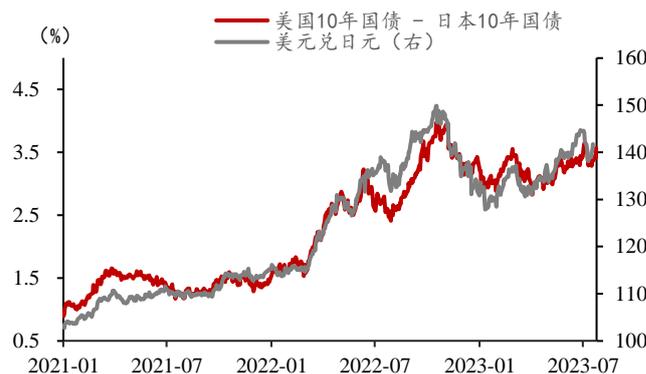
资料来源: wind, 民生证券研究院

图3: 日本 10 年期国债利率



资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 最新数据截至 2023 年 7 月 27 日

图4: 日元汇率与美日利差



资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 最新数据截至 2023 年 7 月 27 日

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