

YCC 取消硬上限，但日央行继续购债

核心要点：

日央行取消YCC的1%硬上限，但维持负利率：10月31日的货币政策会议上，政策利率维持-0.1%不变，但收益率曲线控制（YCC）政策再度调整。本次的重大变化在于：（1）日央行宣布1%的上限将成为“参考点”（reference point）而非硬上限，取代了7月28日以1%为硬上限，以0.5%为参考点的操作。（2）硬上限的取消意味着日央行将不再于工作日以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，而是可以更灵活的选择购买量和是否购买，尽管购债计划范围暂时维持不变。尽管大多数经济学家并不预计日央行在本次会议上调整或取消YCC，但交易者预期似乎和经济学家不尽相同。日元兑美元和欧元均出现快速贬值，其中美元兑日元收151.69，为1990年以来新高，这似乎反映交易者对日央行没有更大幅度调整货币政策（包括明确取消YCC或者修正负利率）的失望，而日元空头依然处于历史高位。

日央行再次调整YCC的原因和幅度相对克制的理由？通胀和经济增长强于预期引发进一步的YCC调整，但较为克制的幅度则可能源于对日本长端利率上行对国内融资情况和国际流动性和负面影响的担忧。一方面，日本2023年通胀预期从2.5%上调至2.8%，GDP增长从1.3%上调至2.0%；2024年通胀预期经历更大幅上修，从1.9%调整至2.8%，日央行迫于通胀和汇率双重压力需要考虑边际收紧货币政策。另一方面，货币政策正常化的代价则是国内融资成本面临大幅上行的风险。日央行10月持有接近579万亿日元的日债，占日本国家政府债务总规模的45%，不仅该部分资产可能大幅减值，未来日本政府的债务成本也可能进一步攀升，且以当前通胀水平下的国债收益率是否对私人投资者有吸引力也难以确定，这也是日央行没有“终结”YCC而是保留了继续大量购债选项的重要因。同时，剧烈调整YCC可能加速日元回流，对全球流动性形成冲击。

货币政策正常化进程仍会相对谨慎：在诸多风险和问题需要平衡的情况下，日央行货币政策正常化的进程将会相对谨慎而缓慢，虽然10年期日债可能升至1%以上，但日央行暂时不会允许利率的大幅偏离。日央行11月1日宣布计划外购债操作，将购买3000亿日元的5-10年期国债和1000亿日元的3-5年期国债以遏制收益率上行，同时对金融市场变动保持谨慎观察。因此，按9月初日央行行长植田和男的引导，其退出YCC的负利率的时间至少将等到2023年12月末，同时即使退出负利率，短期政策利率可能在0%左右以便于日央行有充分时间评估正常化的效果和进一步举措。

YCC再调整的短期与长期影响：短期影响上，在美国经济继续偏强、日央行退出负利率政策概率上升的情况下，虽然日本经济的通胀有所改善，仍需要警惕日本股市面临的下行压力。同时，日本调整YCC的重要原因之一仍是通胀的压力。在全球地缘政治风险上升，大宗商品价格面临不确定性的情况下，全球央行和投资者不宜低估美、日的经济韧性和通胀反复的可能，这也暗示着全球的高利率环境仍会持续较长时间，直至主要经济体增长速率显著下滑使通胀得到控制。从更长期角度看，日央行的货币正常化终将回收全球的日元流动性，这将使全球无风险利率成本有所抬升，并逐渐加大经济下行的压力。美欧央行在经济进一步下滑的情况下可能需要考虑在压制通胀后更大幅度的降调货币政策以释放流动性，缓解日元回流对全球资本市场构成的压力。因此也不宜低估2024年主要央行降息的幅度。

分析师

章俊

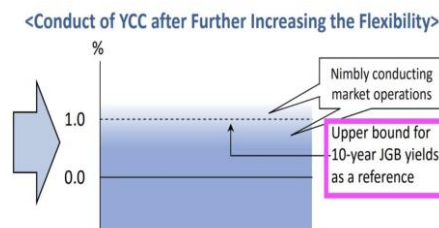
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

YCC 的硬性上限取消，但购债仍会持续



风险提示：

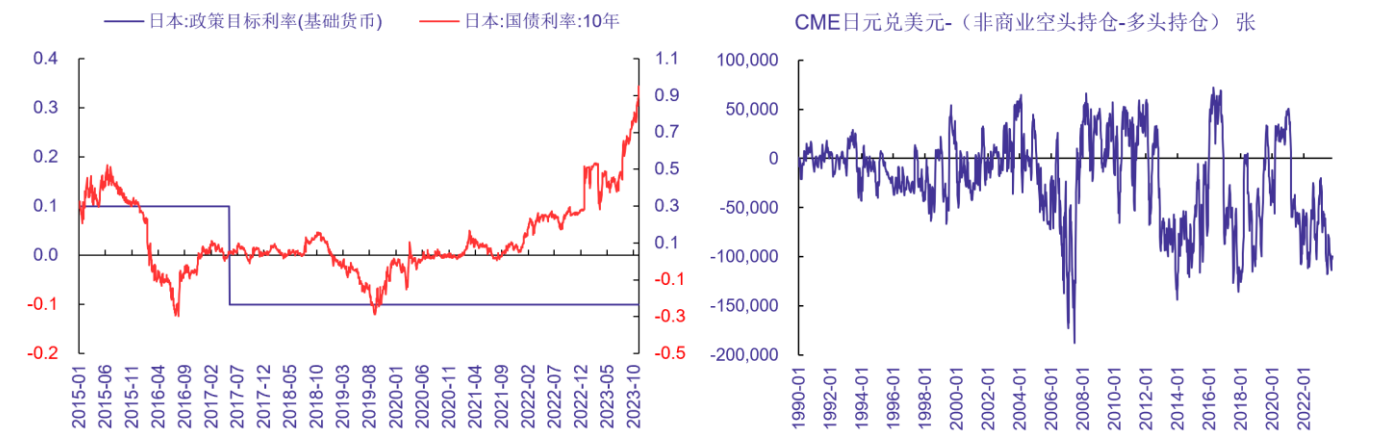
1. 日本通胀持续超预期的风险
2. 对 YCC 调整政策理解不到位的风险
3. 日债收益率超预期上行引发市场动荡的风险

一、日央行“取消”YCC 硬上限，但日元进一步贬值

日本央行于 10 月 31 日的货币政策会议上维持政策利率-0.1%不变，但宣布再度调整收益率曲线控制（YCC）政策。日央行上一次调整 YCC 为 2023 年 7 月 28 日，其允许 10 年国债收益率浮动范围由此前的 $\pm 0.5\%$ 向 1% 的上限靠拢，并灵活的（nimble）进行市场操作¹。本次的重大变化在于：（1）日央行宣布 1% 的上限将成为“参考点”（reference point）而非硬上限，取代了 7 月 28 日以 1% 为硬上限，以 0.5% 为参考点的操作。（2）硬上限的取消意味着日央行将不再于工作日以 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，而是可以更灵活的选择购买量和是否购买，尽管购债计划范围暂时维持不变。尽管大多数经济学家并不预计日央行在本次会议上调整或取消 YCC，但交易者预期似乎和经济学家不尽相同。日元兑美元和欧元均出现快速贬值，其中美元兑日元收 151.69，为 1990 年以来新高，这似乎反映交易者对日央行没有更大幅度调整货币政策（包括明确取消 YCC 或者修正负利率）的失望，而日元空头依然处于历史高位。

图 1：日本政策利率稳定，YCC 上限提高后国债利率上行（%）

图 2：日元空头仍处于历史高位



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

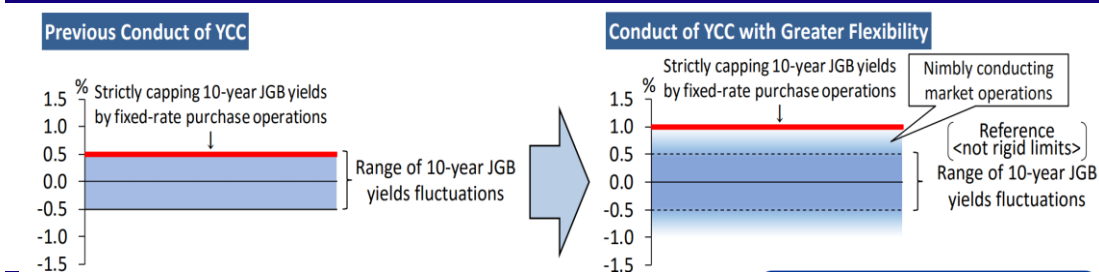
日央行进一步调整 YCC 的主要理由可能是通胀和经济增长强于预期，但较为克制的幅度则可能源于对日本长端利率上行对国内融资情况和国际流动性和负面影响的担忧。在 7 月“灵活”调整 YCC 后，日央行表示其密切关注日本经济活动和价格的上行与下行风险：如果上行风险实现，那么 YCC 灵活上浮的结果是在更高的通胀下实际利率仍会降低，债券市场功能也会改善；而如果下行风险实现，日央行也会通过相应操作的令中长端利率下降。而从日央行 10 月底的展望来看，日本 2023 年通胀预期从 2.5% 上调至 2.8%，GDP 增长从 1.3% 上调至 2.0%；2024 年通胀预期经历更大幅上修，从 1.9% 调整至 2.8%，但实际经济增长从 1.2% 下修至 1.0%。在通胀短期和中期都强于此前预测，且东京都 10 月 CPI 同比和环比分别反弹至 3.3% 和 1.0% 的情况下，日央行迫于通胀和汇率双重压力也需要考虑边际收紧货币政策。不过，从市场反应来看，交易者显然认为日央行的货币正常化力度有所欠缺。

日央行在货币正常化方面的踌躇也不难理解。首先，日央行一方面希望稳定国内融资成本以呵护恢复的经济和逐渐向好的工资-物价循环，但另一方面一直保持非正常性货币政策的代价就是日元汇率的持续弱化，而弱化的日元又可能加大输入性通胀，持续迫使日央行调整货币政策。货币正常化的代价则是国内融资成本面临大幅上行的风险，日央行 10 月持有接近 579 万亿日元的日债，占日本国家政府债务总规模的 45%，不仅该部分资产可能大幅减值，未来日本政府的债务成本也可能进一步攀升，且以当前通胀水平下的国债收益率是否对私人投资者有吸引力也难以确定，这也是日央行没有“终结”YCC 而是保留了继续大量购债选项的重要因素。

¹ YCC 的目标范围开始设置在 $\pm 0.1\%$ ，于 2018 年中拓宽至 $\pm 0.2\%$ ，并在 2021 年中进一步扩大至 $\pm 0.25\%$ ，而 2023 年外最近一次调整至 $\pm 0.5\%$ 则发生在 2022 年 12 月 20 日。

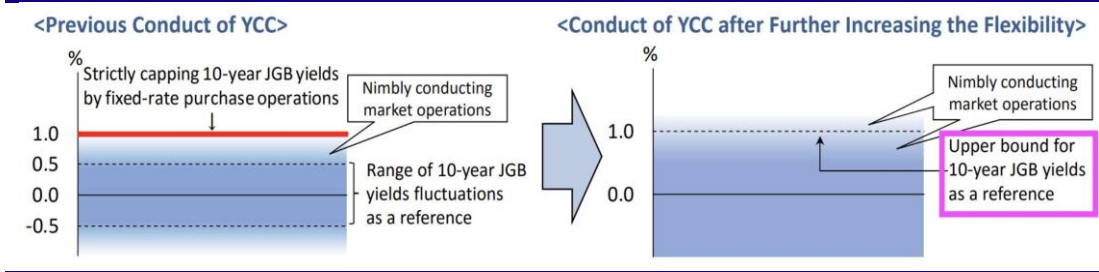
此外，低成本的日元依然是大量国际套息交易（carry trade）所应用的货币，对专注于海外的日本投资者来说，日元的贬值产生的对冲保护成本已经使部分欧美债券的实际收益率进入负值，而国内收益率的上行可能引发日元的进一步回流，这可能加剧全球流动性风险。

图 3：日央行灵活调整 YCC 的示意图-7 月 28 日



资料来源：BOJ，中国银河证券研究院整理

图 4：日央行灵活调整 YCC 的示意图-10 月 31 日，1% 上限不再是硬性要求



资料来源：BOJ，中国银河证券研究院整理

在诸多风险和问题需要平衡的情况下，我们依然倾向于日央行货币政策正常化的进程会相对谨慎而缓慢，虽然 10 年期日债可能升至 1% 以上，但日央行暂时不会允许利率的大幅偏离。日央行 11 月 1 日宣布计划外购债操作，将购买 3000 亿日元的 5-10 年期国债和 1000 亿日元的 3-5 年期国债以遏制收益率上行，同时对金融市场变动保持谨慎观察。因此，按 9 月初日央行行长植田和男的引导，其退出 YCC 的负利率的时间至少将等到 2023 年 12 月末，同时即使退出负利率，短期政策利率应在 0% 左右以便于日央行有充分时间评估正常化的效果和进一步举措。

图 5：日央行维持四季度的预计购买规模，并在 11 月 1 日继续宣布计划外购债操作，YCC 短期受冲击有限

剩余到期日		2023 年第四季度每次拍卖 购买规模（亿日元）	2023 年第 四季度拍 卖频率	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
日本付息国 债 JGBs with coupons	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	4,000 ~ 7500	4 次/月
	5 年以上 10 年及以下	4,500 ~ 9,000	4 次/月	4,500 ~ 9,000	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	-	-	-	-

资料来源：BOJ，中国银河证券研究院整理

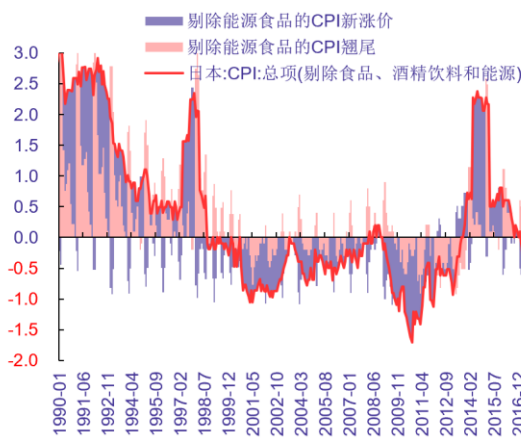
二、日央行对经济与价格的评估：上行希望进一步增强

日央行目前认为，日本经济可能会继续温和复苏，虽然依然面临海外经济体复苏放缓的风险，但最终随着从收入到支出的良性循环逐渐强化。家庭部门上，在经济复苏的过程中，员工收入预期将上升，并形成一种温和的工资通胀螺旋。企业部门方面，随着海外经济体逐渐复苏，出口和生产会恢复上升趋势，因此企业会增加在固定投资，包括劳动力、数字、研发，以及供应链等领域。长期上，积压需求和政府经济措施会边际递减，但届时整体经济已经形成从收入到支出的良性循环，因此日本经济将继续以高于潜在增长率的速度增长。

价格方面，由于日本政府采取的针对能源等价格上涨的政策，将使 2023 年 CPI(除生鲜食品)同比涨幅降低。综合考虑，过去进口价格上涨向 CPI 传导的影响逐渐减弱、产出缺口的改善、中长期通胀预期和工资的增长、企业改变工资和价格设定的行为等因素将使 CPI 增长率适度加速。2024 年 CPI (除新鲜食品)的同比增长率超过 2%，但长期随着进口价格和能源价格的下降，通胀会进一步下降。

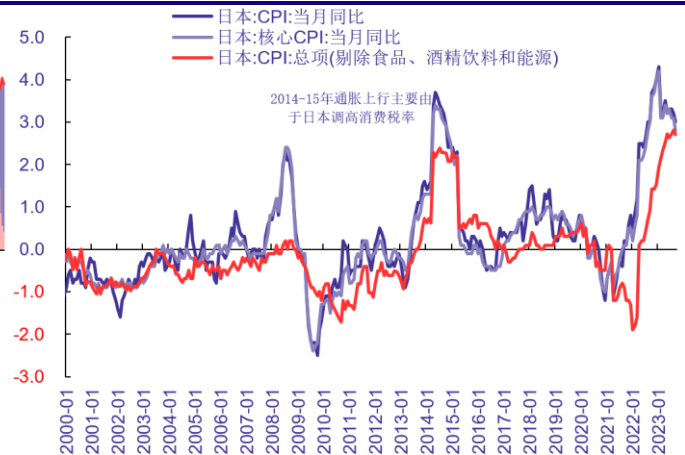
风险方面，日央行关注两个风险。(1)海外经济风险，全球范围内的通货膨胀压力仍存，导致货币紧缩和加息的可能性。地缘冲突和海外经济体复苏不及预期的风险也会拖累日本经济。(2)进口价格风险，特别是包括谷物在内的大宗商品价格。尽管大宗商品价格在去年年中之后总体上有所下降，但近期原油价格受地缘冲突再次上涨。鉴于日本对能源和谷物等大宗商品高度依赖进口，因此价格上涨会给经济带来更大的下行压力，使得企业投资和家庭消费重新回到保守，破坏正在重构的经济预期。总体上，日央行对温和经济增长和价格预期的抬升有信心，将继续实施 YCC 政策，直到 CPI(除新鲜食品外)同比可持续的稳定在 2% 以上。

图 6：日本通胀新涨价因素明显 (%)



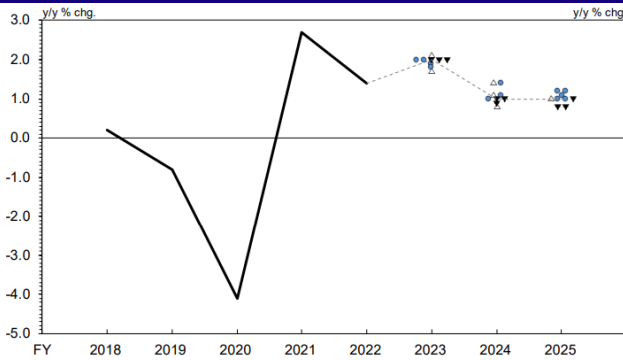
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：日本名义通胀开始随大宗商品价格回落 (%)



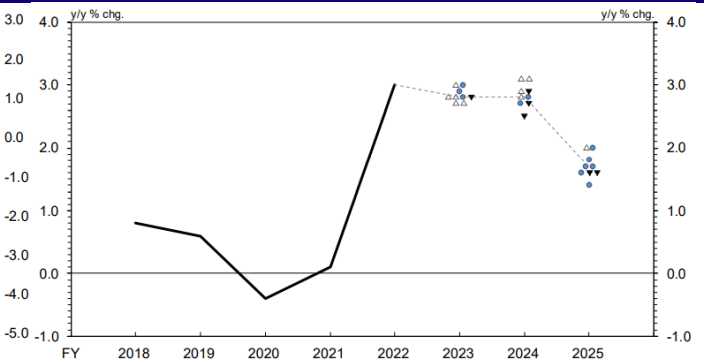
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：日本实际 GDP 增长预期



资料来源：BOJ，中国银河证券研究院整理

图 9：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

图 10：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	+1.8 to +2.0 [+2.0]	+2.7 to +3.0 [+2.8]	+3.5 to +3.9 [+3.8]
Forecasts made in July 2023	+1.2 to +1.5 [+1.3]	+2.4 to +2.7 [+2.5]	+3.1 to +3.3 [+3.2]
Fiscal 2024	+0.9 to +1.4 [+1.0]	+2.7 to +3.1 [+2.8]	+1.6 to +2.1 [+1.9]
Forecasts made in July 2023	+1.0 to +1.3 [+1.2]	+1.8 to +2.2 [+1.9]	+1.5 to +2.0 [+1.7]
Fiscal 2025	+0.8 to +1.2 [+1.0]	+1.6 to +2.0 [+1.7]	+1.8 to +2.2 [+1.9]
Forecasts made in July 2023	+1.0 to +1.2 [+1.0]	+1.6 to +2.0 [+1.6]	+1.8 to +2.2 [+1.8]

资料来源：BOJ，中国银河证券研究院整理

三、YCC 调整的短期与长期影响

日本央行虽然再度对 YCC 政策进行调整，但幅度不及市场预期；如同 7 月 28 日的调整时的判断，我们仍认为日本央行调整 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：首先，日央行延续购债防止利率大幅背离 1% 的态度表明其对退出 YCC 仍然相对谨慎，未来可能更多会以边际变化继续测试市场反应，而非一蹴而就。其次，虽然 YCC 和进一步调整和利率正常化可能导致日元回流和对海外债务的出售，但从收益率已经处于高位的美债和欧债反应来看，这种压力短期可控，美债定价仍更多依赖供需格局变化。

短期影响上，我们前期判断日本股市 2023 上半年的上行主要受益于日本较宽松的货币政策和当时对美国较高的衰退预期导致资金寻找更安全的市场，而 7 月 28 日对 YCC 的调整可能将使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。在美国经济继续偏强、日央行退出负利率政策概率上升的情况下，虽然日本经济的通胀有所改善，仍需要警惕日本市场面临的下行压力。

日本调整 YCC 的重要原因之一仍是通胀的压力。在全球地缘政治风险上升，大宗商品价格面临不确定性的情况下，全球央行和投资者不宜低估美、日的经济韧性和通胀反复的可能，这也暗示着全球的高利率环境仍会持续较长时间，直至主要经济体增长速率显著下滑使通胀得到控制。

从更长期角度看，日央行的货币正常化终将回收全球的日元流动性，这易使全球无风险利率成本有所抬升，并逐渐加大经济下行的压力。美欧央行在经济进一步下滑的情况下可能需要考虑在压制通胀后更大幅度的降调货币政策以释放流动性，缓解日元回流对全球资本市场构成的压力。因此也不宜低估 2024 年主要央行降息的幅度。

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：中国银河证券首席经济学家。

评级标准

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn