



中信建投期货  
CHINA FUTURES

CHINA FUTURES RESEARCH

## 【建投海外】日本结束负利率与 YCC，资产价格将如何演绎？

### 事件

3月19日上午，日本央行结束了为期2天的货币政策会议。本次货币政策会议上，日本央行正式结束了自2016年开始实施的负利率和收益率曲线控制政策，同时对央行资产计划购买进行了调整。

## 宏观汇率专题报告

作者姓名：朱冠华

电话：023-81157336

期货交易咨询从业信息：Z0019503

发布日期：2024年3月19日

### 报告体系

日报	每日 8 点 50 前发布
周报	每周日上午 10 点前发布
事件点评	重要事件发布后 1 天内
专题报告	不定期发布

3月19日上午，日本央行结束了为期2天的货币政策会议。本次货币政策会议上，日本央行正式结束了自2016年开始实施的负利率和收益率曲线控制政策，同时对央行资产购买进行了调整。

## 日央行货币政策大幅调整

此次会议调整了负利率、收益率曲线控制政策和央行购债的措施，具体政策如下：

### 短端利率

央行将鼓励无抵押隔夜拆借利率保持在0%至0.1%左右，为了实现这一目标，央行将对金融机构在银行的超额准备金账户利率自-0.1%提升至0.1%。

### 长端利率与国债购买

央行取消对10年期国债收益率的目标设立，将继续以与之前大致相同的规模购买日本国债。在长端利率快速上升的情况下，央行将采取灵活的应对措施，例如增加日本国债购买量、进行固定利率购买操作等。

### 资产购买

央行将停止购买交易所交易基金（ETF）和日本房地产投资信托基金（J-REITS）。同时，央行将逐步减少商业票据和公司债的购买量，并在一年左右时间里停止购买。

### 信贷投放

央行将根据刺激银行信贷投放计划、支持灾区金融机构资金投放行动计划、应对气候变化融资计划等提供利率为0.1%，期限为一年的贷款。

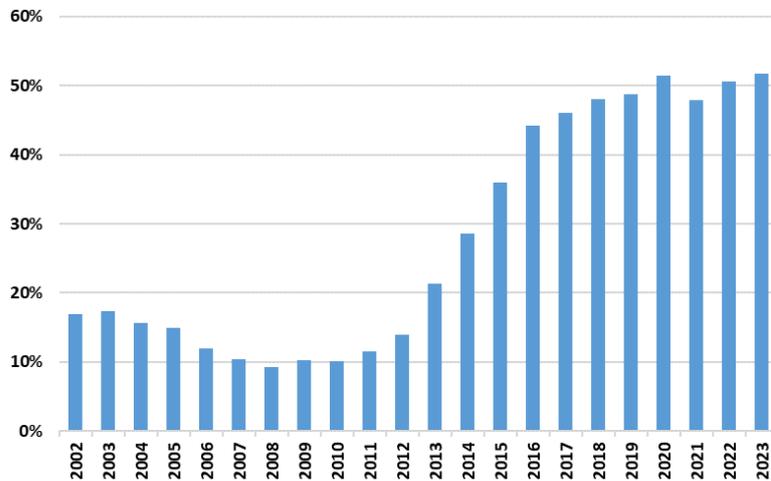
日本货币政策变化	
2013年5月	央行开启QQE，设立60-70万亿日元/年的基础货币总量增速目标
2014年10月	购债力度加码，基础货币总量增速目标上调至80万亿日元/年，日本央行持有国债存量每年净增长额同时被上调至80万亿日元
2016年1月	央行对超额准备金账户采取-0.1%的利率，日本成为亚洲首个实施负利率的国家
2016年9月	施行收益率曲线控制政策：短端利率目标为-0.1%，长端（10年）利率目标为0%左右，同时引入固定利率无限量购债操作
2018年7月	将10年期国债利率的变动幅度由±0.1%扩大至±0.2%
2021年3月	将有关10年期国债利率上限的明确在了0.25%（10年期国债利率上限实际由0.2%被扩大至0.25%），同时导入连续固定利率无限量购债操作
2022年12月	将10年期国债利率波动区间扩大至±0.5%，将2023年将1-3月日本国债购买规模提高至9万亿日元/月
2023年7月	10年期国债利率波动区间保持±0.5%，但日本央行称未来该上下限仅作为参考，YCC操作弹性放宽至0.5-1%之间
2023年10月	10年期国债利率波动区间保持在0左右，央行将把10年期日本国债收益率1.0%的上限作为市场操作的参考
2024年3月	央行对超额准备金账户采取0.1%的利率，10年期国债利率不再设目标

来源：日本央行，中信建投期货

## YCC政策的历史变迁

2016年1月，为了应对日央行前期施行的质化量化宽松政策效果下降的问题，日本央行在原有的宽松政策基础上，对超额准备金账户采取-0.1%的利率，日本也成为亚洲第一个实施负利率的国家。但随着时间推移，“质化量化宽松+负利率”的组合货币策略逐渐显露副作用：一方面质化量化宽松中刚性购债的要求使得日本央行在日本国债中的持有比例越来越高，央行后续可能陷入无债可买的窘境；另一方面负利率政策实施带动日本长短期利率皆大幅下行，利差收缩给金融机构的收益形成了压迫。

日本央行持有国债占国债余额的比例



来源: WIND, 中信建投期货

为了解决刚性购债+负利率政策存在的问题，日本央行在2016年转向收益率曲线控制政策（YCC）。其短端利率目标继续锁定-0.1%，同时长端(10年)利率目标确定为0%并允许 $\pm 0.1\%$ 左右的波动幅度。

收益率曲线控制政策的使用意味着日本央行货币政策重心由“量”重新转为“价（利率）”，这一调整既可以弱化此前提出的刚性购债规模目标，又能起到抬高过度下行的长端收益率。同时，为配合收益率曲线控制政策，日本央行引入了固定利率无限量购债操作，即在利率向某一方向波动速度过快或超过日本央行指明的利率波动区间时，日本央行会以利率上限（下限）去向民间金融机构无限量收购（释放）对应国债，从而起到控制国债收益率在目标区间的作用。收益率曲线控制+无限量购债政策实施以来，日本长端利率基本维持在了央行的目标范围内。

YCC实施以来，政策又经历多次调整。日本央行在2018年7月将长端利率的波动区间由 $\pm 0.1\%$ 扩大到 $\pm 0.2\%$ ，并在2021年3月将波动区间进一步扩大至 $\pm 0.25\%$ ，同时引入连续固定利率无限量购债操作加强对收益率的控制。2022年底到2023年中，日央行又将利率区间进一步扩大至 $\pm 0.5\%$ ，同时称上下限仅作为参考。2023年10月，日央行称将把10年期日本国债收益率1.0%的上限作为市场操作的参考，即收益率的硬性边界消失。

而本次议息会议不仅将短端超额准备金账户利率自-0.1%提升至0.1%，也放弃了对10年期日债收益率的控

制，彻底结束了持续了8年之久的负利率和收益率曲线控制政策。

## 本次货币政策调整原因何在

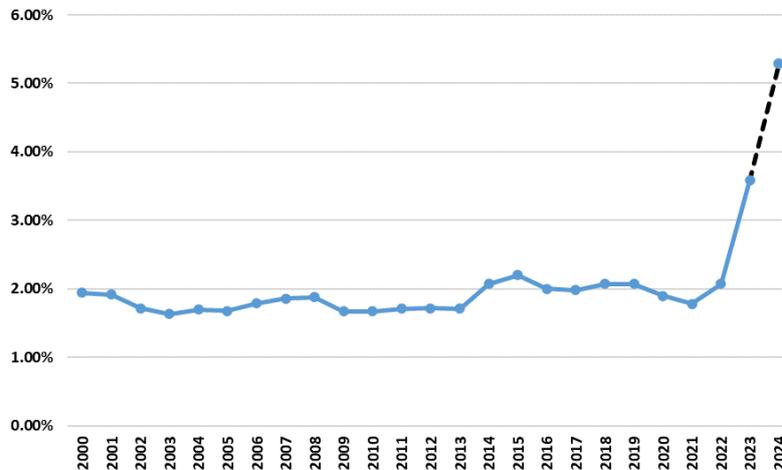
实际上，在本次会议开始前，市场已经预期日本央行货币政策转向。引发市场预期的一个因素是日本央行行长植田和男在3月中旬表示日央行将考虑调整其政策框架，包括负利率、收益率曲线控制和其他工具。同时，3月以来日本时事通讯社、日本经济新闻等媒体也相继报道了日本央行可能在3月会议进行货币政策转向调整。从金融市场表现上看，2-3月日本10年期国债收益率便开始显著走升，收益率自年初的0.6%至2月走升至0.7%，截至本次会议开始前进一步上升至0.8%。

因此，本次日央行货币政策调整早已是市场与官方的共识，而引发如此强烈调整预期的背后是多方面因素的共同推动。

日本工会涨薪谈判超出预期。对本次货币政策影响最大的3月份日本“春斗”，即日本工会与经营者之间在春季开启的薪资交谈判。一般来说，春斗将持续半年以上，从3月中旬至7月上旬陆续公布第一轮至第七轮谈判的结果，并以最后一次谈判结果作为当年春斗的最终结果，即最终达成的相关企业涨薪幅度。

而3月中旬所公布的春斗首轮谈判结果为涨薪幅度5.28%，远远超出2023年3.8%的首轮谈判结果和过去20年2%左右的涨薪水平。虽然后续谈判会对首轮谈判结果进行调整，例如2023年最终从3.8%下调至3.58%，但实际调整力度并不会太大，今年日本工会最终可能实现5%左右的涨薪幅度。作为通胀驱动性最强的内在因素，工资大幅上涨有助于推动形成物价上涨并带动利率走升，因此本次日本超预期的涨薪谈判结果推动了货币政策调整的尽快落地。

历年RENGO薪资谈判结果

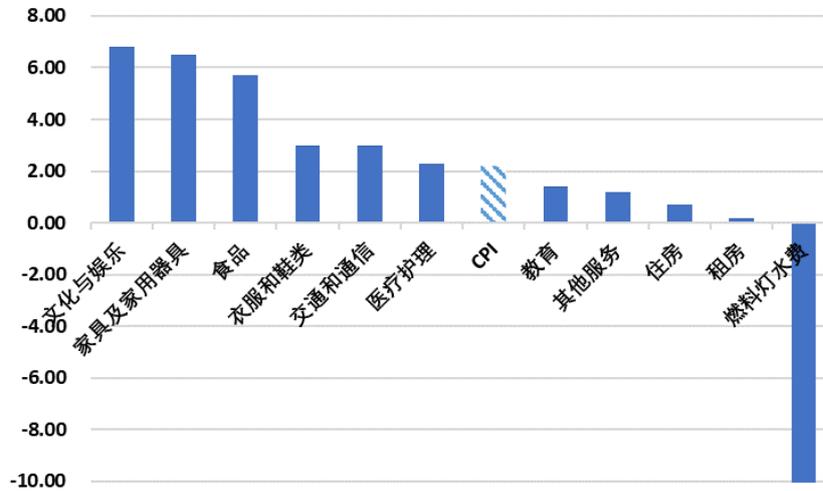


来源: RENGO, 中信建投期货

日本通胀分化将迎结束。虽然日本CPI在2022年4月开始一路攀升至4.3%的三十年高位，随后回落至当前的2.2%，仍高于央行指定的2%的水平。但从CPI分项来看，反正生活成本的家具与家用电器、食品的涨幅都有6%左右，衣服鞋帽涨幅也有3%，而反映人力成本的教育、其他服务、住房、租房的涨幅仅有0.2-1.4%。

通胀的显著分化一方面来源于日本国内消费的低迷叠加全球经济一体化对生产国的成本控制，使得面向全球市场的日本制造业人员工资面临难以提升的困境，另一方面也使得货币政策面临复杂局面，另加息的决策难以落地。而此次薪资谈判带来的5.28%的首次谈判结果，将使得日本人力相关的物价水平迎来显著上涨，日本通胀结构将从分化变成共涨，这更有利于加息政策的实施。

1月日本CPI分项情况



来源: WIND, 中信建投期货

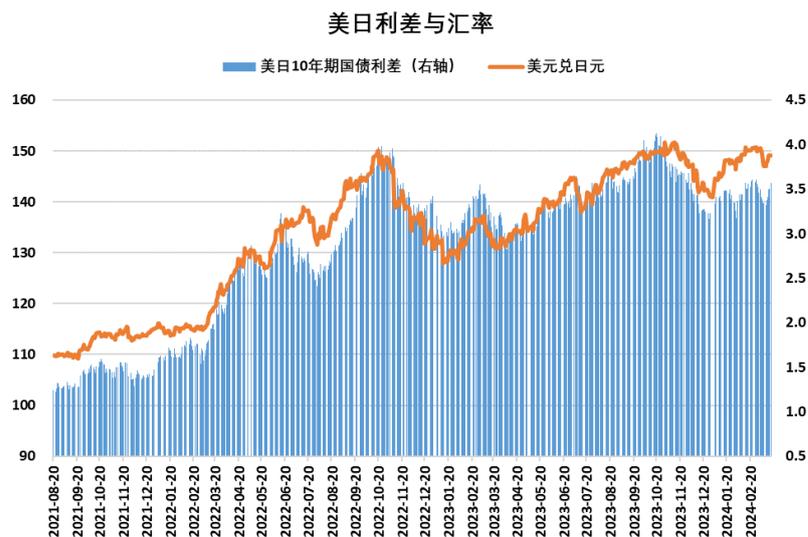
日本债券市场需要正常化。在常年的收益率曲线控制过程中，日本的债券市场乃至利率市场均发生的严重的扭曲。债券市场方面，虽然日本央行施行收益率曲线控制政策的初衷有减少资产购买规模的考量，但为了应对金融市场的波动，日本央行还是屡次采取了无限量购债操作，使得日央行持有的日本国债占比持续提升。截至2023年底，日本央行持有的国债已经占到日本全部未偿还国债的52%，创历史新高。利率市场方面，日本央行的收益率曲线控制政策虽然保证利率不会突破上限，但利率长期会在设定的上限附近小幅震荡，波动率大大降低，市场的定价能力也严重受损。

货币政策效果下降。从过去20年日本货币政策的沿革上看，不论是量化宽松、质化量化宽松、负利率还是收益率曲线控制政策，政策的有效期一般只有1-3年。当前施行的收益率曲线控制政策至2019年就出现了明显的政策效果消失的问题，最近两个季度日本实际GDP的环比增速分别录得-0.8%与0.1%，货币政策的推动作用基本消失。与之相对的是，日本首相岸田文雄在2023年11月公布了一项约17万亿日元的经济刺激计划，通过对居民部门减税、对低收入家庭发放补贴、及对汽油和公用事业费用进行补贴的方式进行财政刺激。在积极的财政刺激引领下，日本可能会在后续出现如同美国、欧洲所经历的通胀，这样要求当前的货币政策迎来改变。

## 货币政策调整影响及未来展望

虽然此次议息会议结束了负利率和收益率曲线控制政策，宣告了持续八年的政策框架彻底改变，但从-0.1%到0.1%的实际加息力度并不高，明显低于市场前期预计的可能加息至0.2-0.25%的市场预期。从议息会议结束后的市场反应看，10年期日债收益率、日元兑美元汇率均迎来回调，日经225则明显冲高。

未来加息窗口打开，资产波动加大。虽然本次议息会议的加息利率不及预期，但是随着收益率曲线控制政策终结，加息窗口随之打开。在未来日央行继续加息的大背景下，日本货币政策仍将带动多类资产的变动。受影响最直接的资产是日债，收益率控制的取消和央行加息将使得日债收益率迎来走升。受基准利率和市场利率变动影响，日-美利差将迎来走缩，带动日元兑美元汇率的走强。



来源: WIND, 中信建投期货

日本股市将迎逆风。对于股市而言，加息的进一步推进产生的影响来源于多个层面。首先是盈利预期下降，利率抬升将压制内部需求、汇率走强将压制外部需求，这都将使得企业盈利出现受损。其次是贴现率提升，随着基准利率的抬升，市场利率以及估值模型中的贴现率也将上升，带动估值走低。三是计价因素，在此前日元大幅贬值过程中，以外币计价的日本股市估值大幅走低，这也带动了股市的抬升，而日元走强将逆转这一趋势，带动日本股市的走低。

全球金融市场或将受影响。对全球市场而言，日本央行的未来加息可能对美债市场乃至全球金融市场带来冲击。2022年以来，虽然日元大幅贬值，但日本外汇交易市场的发达程度以及日元的融资货币地位并未改变，日元仍是全球市场重要的融资货币。同时，随着美元加息和美日利差的扩大，跨市场套息交易也卷土重来。一旦日央行开始大规模加息，跨市场套利资金回流将引发美欧债券市场的大规模波动，增加金融市场的不稳定性。

未来加息将取决于通胀进展。展望未来，日央行的加息活动将取决于日本通胀的进展。虽然薪资谈判取得了较好的结果，但工资-物价的传导仍需时间，居民消费意愿也会影响到传导效果，因此日央行需要看到明显的通胀趋势才可能采取更激进的加息活动。对此有明显影响的因素在于日本财政的后续发力，岸田文雄政府17万亿日元的经济刺激计划可能只是开始，而按照前期欧洲和美国经验，大规模发钱虽然无法立即导致经济和通胀走升，但随着时间进展会对通胀形成有力推动，这也将成为后续日本货币政策及相关资产价格波动的重要影响因素。

## 联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、  
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



## 重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、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不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分內容。版权所有，违者必究。