

# 再论日央行退出 YCC 的概率及影响

华泰研究

2022 年 12 月 26 日 | 中国内地

深度研究

研究员

SAC No. S0570520100005

SFC No. AMH263

易垠

evayi@htsc.com

+(852) 3658 6000

联系人

SAC No. S0570122120062

胡李鹏, PhD

hulipeng@htsc.com

+(86) 10 6321 1166

2022 年 12 月 20 日，日央行意外宣布将 10 年期国债收益率的波动区间从正负 0.25% 扩大至正负 0.5%。YCC 的调整看似是意外，但是也在情理之中，与我们此前分析预测的逻辑相吻合（参见《日本收益率曲线控制还能坚持多久？》（2022/7/11），《日本意外上调 YCC 上限至 0.5%》（2022/12/20））。往前看，我们认为，本次调整固然有改善国债市场流动性的考虑，但也是货币政策立场的转变，为未来退出 YCC 政策进行“预演”。本文阐释我们这一解读的底层逻辑，并推演 YCC 调整及退出前景和可能节奏。

首先，从基本面来看，YCC 政策与增长和通胀形势的背离程度日益加剧。

- 1) 2022 年日本经济重启后，经济维持较快复苏，超宽松货币政策的必要性下降。1) 日本二季度退出常态化防疫后，经济活动加速，特别是服务消费复苏较快。2) 疫情期间日本居民部门积累了大量超额储蓄，重启后有望逐步释放，支撑消费。3) YCC 下日元贬值推升企业利润回升（但加剧通胀压力）。4) 日本补充预算将进一步加速日本经济的复苏。
- 2) 日本通胀水平及粘性超预期的风险均明显上升、与日本社会及经济结构产生冲突。1) 2022 年大宗商品价格上涨以及日元贬值将继续“传导至”日本通胀。2) 经济重启+财政刺激可能加剧供需错配、且日本产出缺口的弥合或快于预期。3) 居民和企业中长期通胀预期持续上升、加剧压力。4) 明年 1 季度“春斗”工资增速过 3% 的可能性加大。

其次，技术层面，坚持 YCC 已严重影响日本国债市场价格发现和融资功能。全球利率中枢走高的背景下，YCC 压低日本国债收益率，将 10 年日本国债价格推升至“合理估值”之上，扭曲了国债曲线形状。价格虚高“挤出”国际投资者，日本国债市场的价格发现功能受到严重影响，流动性显著下降。

往前看，在日本现任行长 2023 年 4 月退休之前，是否继续调整、甚至退出 YCC 可能会被提上议事日程，即 2023 年 1 季度，日本可能面临通胀再上台阶、YCC 区间再度承压的局面，不排除退出 YCC。基本面层面，YCC 政策与基本面背离仍然存在、且高通胀的政治压力会进一步累积。技术层面，扩大 YCC 波动区间的做法远未解决日本国债市场流动性问题——上周区间调整后，日本央行大幅干预国债市场、买入 10 年期国债以稳定收益率，这一做法显然无法长期持续。

YCC 将如何调整？日央行有以下三个选择：1) 进一步扩大 YCC 的波动区间。2) 直接退出 YCC 以及负利率。3) 不再锚定 10 年期国债利率，选择锚定 3-5 年期国债利率。前两者的可能性较大。

如我们此前提示，如果日本彻底退出 YCC，对全球国债市场、乃至其他资产价格的估值都有深远的影响。首先，日本 10 年期国债收益率将进一步上行，从而支撑日元升值、但这一逻辑市场已经演绎得较为充分。其次，日本 QQE 后流出的海外资产可能回流。短期若出现较大规模的资本回流，无论是从资本流动层面、还是“比价效应”的角度，都可能边际冲击全球债券市场——但由于日本投资者美债相对高点已减持五分之一，预计对美债市场的中期影响有限。最后，零利率日元终结带来的“蝴蝶效应”可能涉及面比预期更广，国内财政、金融市场及全球“carry trade”相关资产价格均可能存在潜在脆弱性，还需要谨慎对待。

风险提示：日本国债市场波动超预期、通胀走势超预期。

## 正文目录

1.日央行意外扩大 YCC 波动区间，收益率曲线控制（YCC）政策面临调整 .....	3
2.从基本面来看，YCC 政策与增长和通胀形势的背离程度日益加剧.....	5
3.技术层面，坚持 YCC 已严重影响日本国债市场价格发现和融资功能 .....	12
4.往前看，2022 年 4 月前调整、甚至退出 YCC 将提上议事日程.....	14
5.日央行若退出 YCC，对全球国债市场、乃至其他资产价格的估值都有深远的影响 .....	15
风险提示.....	16

## 1. 日央行意外扩大 YCC 波动区间，收益率曲线控制（YCC）政策面临调整

日本央行于 2016 年 1 月 29 日将短期政策利率（政策目标利率）降至-0.1%，并于 2016 年 9 月 21 日宣布 YCC——即将 10 年日本国债利率控制在-0.1%和+0.1%的区间，后将控制区间不断扩大，直至当前的+/-0.5%（图表 1）。彼时日本央行（BOJ）表示，将利率固定在这一区间的初衷是将政策目标从基础货币扩张的规模改为控制长端国债利率水平，可以允许该行能够根据经济活动、价格以及金融条件的变化更灵活地进行政策调整，以增强货币宽松的可持续性。具体机制为，当 10 年期日本国债（Japanese government bond, JGB）利率触及上端+0.1%时，BOJ 将在这一价位买入 10 年期 JGB，压低利率。为了确保央行 YCC 政策的“公信力”，原则上央行将无限制地以指定价位买入目标国债以确保收益率控制在政策目标区间内。因此，在 YCC 政策实行后，其他久期的利率水平、及银行资产端加权平均利率，也将和政策利率和无风险利率（国债利率）水平联动。通过短期政策利率控制短端利率、10 年期国债利率控制长端利率，BOJ 通过 YCC 政策能够影响整个收益率曲线，因为金融机构投资组合再平衡行为会把 YCC 利率目标传导至不同期限、不同类型的资产利率。

日本实行 YCC 政策，触发因素是在 QQE 基础上引入的负政策利率（NIRP）严重影响到金融体系的正常运行。作为安倍经济学的“第一支箭”，2013 年 4 月日本央行宣布实施 QQE（quantitative and qualitative monetary easing，量化与质化货币宽松）计划，主要是通过资产购买来扩大基础货币从而实现 2%的通胀目标。虽然 QQE 在短期内刺激了日本经济，但迟迟无法实现 2%的通胀目标。受 2014 年全球油价下行、日本上调消费税、以及新兴经济体增长放缓等多重因素影响，2014 年年中之后日本通胀预期反而有所下行，日本央行被迫扩大 QQE 计划。于是日本央行于 2016 年 1 月在 QQE 基础上引入了负政策利率（NIRP）。实际上，全球利率水平在欧债危机后螺旋下降，日本实行负利率是顺应了这一趋势，而负利率政策进一步加剧收益率曲线的扁平化（图表 2）。然而，受日本银行体系主要依赖存款进行融资、以及银行体系集中度有限等影响，负政策利率明显压低日本银行贷款利率、而存款利率下行有限，由此大幅压缩金融机构的利差收入，导致其盈利能力进一步恶化，并迫使金融机构大幅增加风险敞口，危及金融稳定。由于利差过低，金融机构不愿为实体经济放贷，反而对经济产生紧缩效应。此外，保险及养老产品收益率下降也引发市场广泛关注。为克服负政策利率对金融机构盈利能力的负面影响，日本央行于 2016 年 9 月开始实施 YCC 来对收益率曲线进行控制。

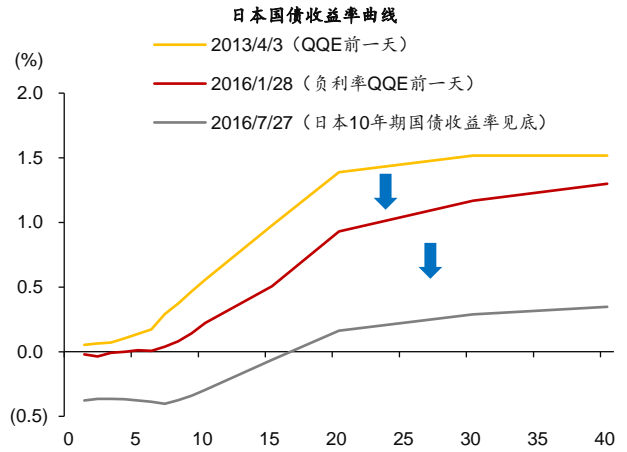
2022 年 12 月 20 日，日央行意外宣布将 10 年期国债收益率的波动区间从正负 0.25%扩大至正负 0.5%。这在市场意料之外，但与我们此前分析预测的逻辑相吻合（参见《日本收益率曲线控制还能坚持多久？》2022/7/11，《日本意外上调 YCC 上限至 0.5%》2022/12/20）。日央行行长黑田虽然极力否认代表货币政策立场转变，声称本次调整旨在改善市场功能，鼓励整个收益率曲线更平稳地形成，使宽松持续更长时间。但我们认为，本次调整固然有改善国债市场流动性的考虑，但也是货币政策立场的转变，为未来退出 YCC 政策进行“预演”，2023 年初日央行进一步调整 YCC 的可能性较大。可以作为佐证的是，10 月会议纪要显示，已经有一名委员提出需要考察未来退出 YCC 时将如何影响市场，以及市场参与者是否已经做好准备；还有一些委员提到，需要考虑未来加息将如何影响房地产市场，特别是年轻人的房贷。此外，2022 年 5 月日央行高级官员内田（Uchida）曾表示，波动区间调整到 50bp 事实上就是加息。本文阐释我们这一解读的底层逻辑，并推演 YCC 调整及退出了前景和可能节奏。

图表1：日本 YCC 政策放宽，日本 10 年期国债收益率迅速上行



资料来源：Wind, 华泰研究

图表2：负利率政策（NIRP）导致日本国债利率曲线扁平



资料来源：Wind, 华泰研究

## 2.从基本面来看，YCC 政策与增长和通胀形势的背离程度日益加剧

### a) 2022 年日本经济重启后，经济维持较快复苏，超宽松货币政策的必要性下降

日本二季度退出常态化防疫后，经济活动加速，特别是服务消费复苏较快。2020-2021 年日本采取了较为严格的防疫政策，2022 年奥密克戎疫情爆发后，日本从 3 月开始逐步放松管控措施，6 月放松速度加快，2 季度基本退出常态化防疫，但还存在部分社交隔离措施。从人流指数来看，解封后谷歌移动指数整体出现回升，带动服务消费出现回升(图表 3 和 4)。从分项来看，退出常态化防疫 1 个季度后，耐用品消费表现疲弱，拖累商品消费(图表 5)，但是服务消费出现较快复苏，特别是受冲击大的分项(图表 6)。10 月 11 日，日本大幅降低对海外游客的入境限制，完全开放国门，入境日本的旅客大幅增加，从 9 月的 20 万人左右迅速增加至 11 月的 93.5 万人(图表 7)。

疫情期间日本居民部门积累了大量超额储蓄，经济重启后有望逐步释放，支撑消费。截至 2022 年 2 季度，日本居民部门累计超额储蓄达 65.3 万亿日元，约占 2021 年日本 GDP 的 12%。2022 年 2 季度储蓄率为 5.4%，仍远高于疫情前的平均水平(2%) (图表 8)。超额储蓄释放有助于抵消通胀回升对实际收入的侵蚀，支撑日本消费，尤其是重启后的服务业消费。

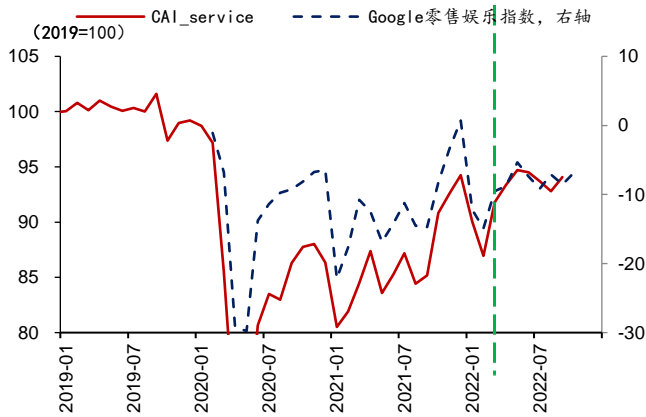
日元贬值将企业利润推升至历史高位，有望支撑商业投资的修复，但可能加剧通胀压力。截至 2022 年 3 季度，投资仅恢复至 2019 年全年的 93.7%，明显不及 GDP 的复苏程度(97.8%)。受日元贬值影响，企业利润上升至历史高位，有助于推动企业增加投资(图表 9)，但全球增长下行将限制投资的复苏高度。Tankan 投资预期显示，商业投资有望在 2022 财年(2022Q2-2023Q1)迎来强劲复苏(图表 10)。

日本补充预算将进一步加速日本经济的复苏。2022 年 11 月 4 日，日本政府公布了 2022 财年的第二份补充预算，规模远高于 5 月通过的第一份补充预算(2.7 万亿日元)，净新增支出达到 29.1 万亿日元(约 1980 亿美元)，占 GDP 的 5.4%，其中，对居民和企业直接的能源补贴占 GDP 的 1.2% (图表 11)。本次补充预算为历史上第三大，仅次于疫情期间的补充预算，显著超过产出缺口(-2.7%)所指示的水平。考虑到“真水”规模(即对 GDP 有提振作用的部分)，预计补充预算对增长的提振约为 1 个百分点左右(参见《日本意外上调 YCC 上限至 0.5%》，2022/12/20)。

图表3：放开后日本出行指数上升

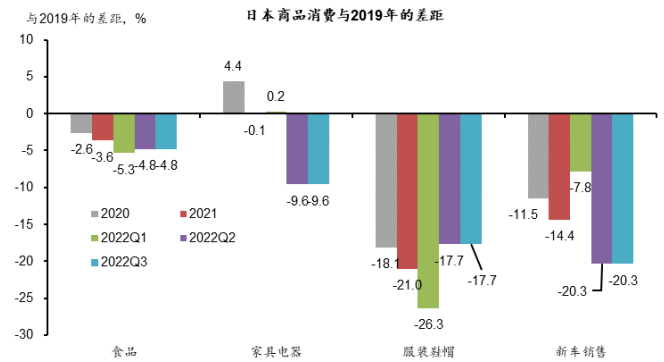


图表4：日本消费活动指数的服务项（CAI）在放开后明显回升



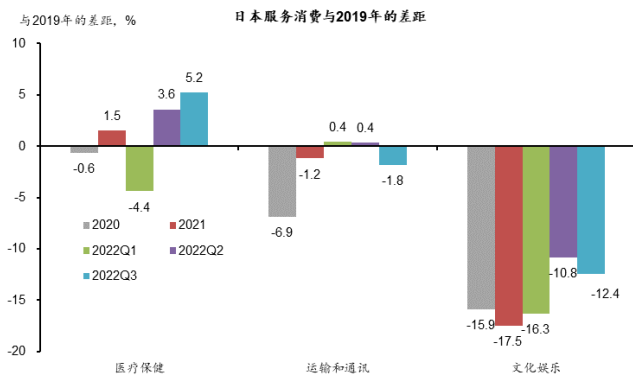
资料来源：Wind, 华泰研究

图表5：耐用品消费表现疲弱，拖累商品消费



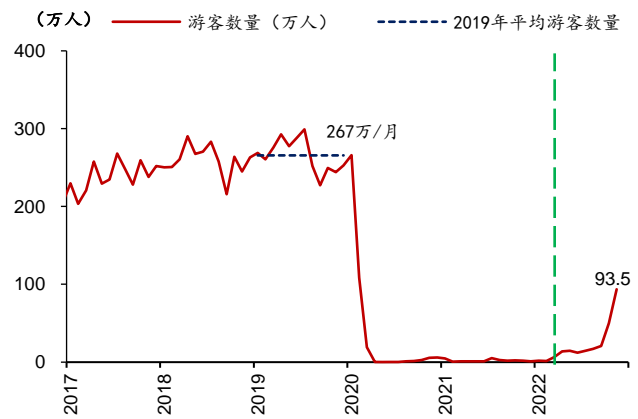
资料来源：Wind, 华泰研究

图表6：服务消费明显回升，特别是文化娱乐分项



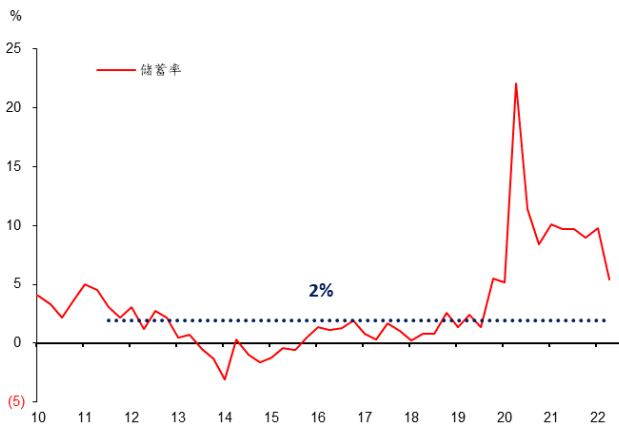
资料来源：Wind, 华泰研究

图表7：入境日本的游客数量放开后大幅增加



资料来源：Wind, 华泰研究

图表8：日本储蓄率位于高位



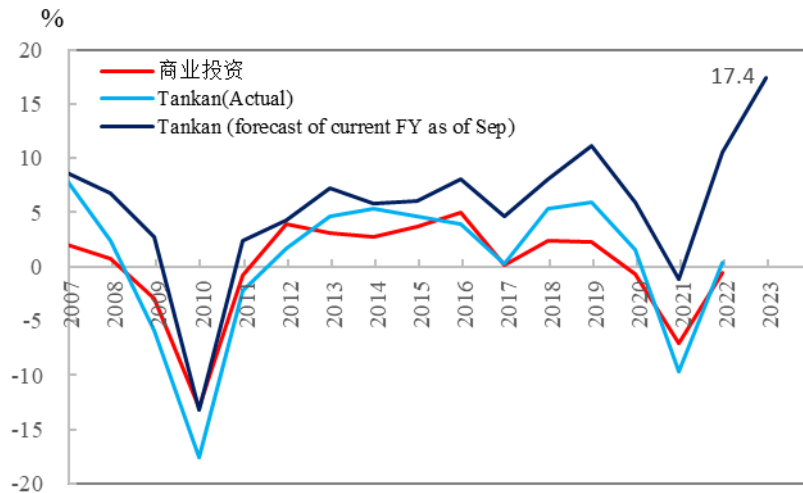
资料来源：Wind, 华泰研究

图表9：企业盈利水平升至历史高位



资料来源：Wind, 华泰研究

图表10：商业投资有望迎来强劲复苏



资料来源：Wind, 华泰研究

图表11：日本补充预算详情

2022年11月日本补充预算

项目	金额 (万亿日元)
<b>1) 应对通胀和提高工资增速</b>	<b>7.82</b>
• 降低能源、食品和其他商品价格上涨对居民和企业的冲击	6.32
✓ 电费补贴	2.49
✓ 燃气补贴	0.62
✓ 汽油补贴	3.03
• 增加可再生能源投资、提高能源和食品供应链的稳健性	0.43
• 促进工资增长，支持中小企业提高工资	1.07
<b>2) 利用日元贬值促进经济复苏</b>	<b>3.49</b>
• 加快疫情后的经济复苏，促进国外和国内旅游	2.41
• 利用日元贬值促进经济复苏：增加对半导体等先进技术投资，支持制造业回流，扩大中小企业和农林渔业出口	1.08
<b>3) 加快“新型资本主义”</b>	<b>5.50</b>
• 加强对人的投资，促进劳动力流动	1.13
• 加大投资	4.06
✓ 科学、技术和创新：生物科技、空间科学、大学研发支出等	
✓ 加快初创企业发展	
✓ 绿色投资：绿色科创基金、新能源汽车引进、电池供应链等	
✓ 数字化投资：5G基础设施和开发、6G技术、数字化农村等	
• 包容性社会：生育补助、加大育儿设施投入	0.31
<b>4) 应对灾害和保护国家安全</b>	<b>7.55</b>
• 应对新冠疫情的相关支出：增加医院床位、疫苗开发和接种、对地方政府的补助等	3.48
• 防灾减灾、灾后重建等	1.76
• 应对外交和安全环境的变化等	2.31
<b>5) 应急基金</b>	<b>4.74</b>
• 应对新冠疫情、原油价格上涨和通胀	3.74
• 应对乌克兰局势	1.00
<b>合计</b>	<b>29.1</b>

资料来源：Wind, 华泰研究

## b) 日本通胀水平及粘性超预期的风险均明显上升、与日本社会及经济结构产生冲突

受大宗商品价格上涨以及日元贬值影响，2022年11月日本核心通胀回升至40年来的高点。2022年11月，日本CPI同比增速到达3.8%，为1991年以来新高；核心CPI同比增速均达到3.7%，为40年来的最高点，两者均显著高于日央行2%的通胀目标（图表12）。此外，更贴近民众的生活必需品价格涨幅相对更大——11月份日本CPI能源价格、食品价格同比涨幅分别达到13.3%和6.9%。在今年3季度末公布的日本央行季度问卷调查中，受访者反映“感受到的、过去一年的物价涨幅”平均达到10.3%，为2009年以来的高点（图表13）。

往前看，日本通胀水平及粘性超预期的风险均明显上升、与日本社会及经济结构产生冲突。日本政府的补充预算直接降低天然气和电力价格，叠加能源技术效应消退，日本表现通胀有望在2023年初见顶回落。但是，日本通胀水平及黏性超预期的风险均明显上升。由于老龄化严重，日本合意的通胀水平要低于欧美，高通胀在日本的政治压力更大，与日本社会及经济结构产生冲突。

- **日元贬值以及大宗商品价格上涨将滞后传导至消费品通胀。**日元贬值以及大宗商品价格上涨导致日本进口价格大幅回升，2022年9月进口价格同比增速高达48.7%，11月回落至28.2%。进口价格要领先CPI 12个月，往前看将继续向通胀传导（图表14）。若传导幅度超预期，则通胀将出现上行风险。
- **经济重启、居民大规模超额储蓄可能加剧供需错配，且产出缺口的弥合或快于预期。**考美欧重启经验，日本经济重启叠加大规模超额储蓄，预计部分服务行业可能因为供给受限而出现通胀明显回升（图表15），从而加剧通胀压力。此外，根据日央行的预测，2022年2季度日本产出缺口为-0.7%。考虑到经济复苏较快，产出缺口有望在2023年下半年弥合<sup>1</sup>，从而推升工资和通胀压力（图表16）。
- **居民和企业中长期通胀预期回升0.7-1.9个百分点。**截至2022年3季度，居民5年期通胀预期相对2021年底回升1.9个百分点至6.7%，而企业5年期通胀预期则上升0.7个百分点至2.0%（图表17）。由于日本居民和企业的通胀预期表现出较强的适应性预期特征，当前的高通胀预期未来将进一步传导至通胀预期，从而形成高通胀→通胀预期提升→高工资增速→高通胀的良性循环。
- **较为老龄化的人口结构意味着通胀在日本的政治压力可能高于欧美——与欧美国家相比，日本人口老龄化程度较为严重，2020年人口中位数年龄达49岁、抚养比达69%，而跨国数据显示，人口年龄中位数、以及抚养比与年均CPI呈负相关关系（图表18）。日本最新公布的数据显示，2021年65岁及以上老年人口占比达28.9%。由于退休人员每年领取养老金的涨幅有限，再加上保险及养老产品的收益率相对偏低，这部分人口的收入不能承受过高的通胀。**

**2023年1季度“春斗”工资增速达到3%的可能性加大。**2022年9月，日本工资增速已经回升至2.1%，位于2000年以来的较高水平（图表19）。往前看，产出缺口弥合以及通胀压力上升将进一步推动工资增速回升。1995年以来，日本工资谈判（“春斗”）所达成的工资涨幅均在3%以下，2014-2022年大多位于2%-2.38%，2021年为1.86%（图表20）。由于高通胀提高工会议价能力、政府为中小企业涨薪提供补贴、密接服务存在劳动力短缺，日本“春斗”工资增速达到3%的可能性加大。日央行行长黑田一直将工资增速达到3%作为退出YCC的前提条件，我们认为，工资增速趋近3%，叠加通胀的上行风险，2023年1季度日央行退出YCC的压力将上升。

- **高通胀提高工会的议价能力。**日本工资谈判通常参考上一年第四季度的核心CPI。2022年4季度核心通胀有望持续回升，支持工会提出更高的工资涨幅。2022年10月，日

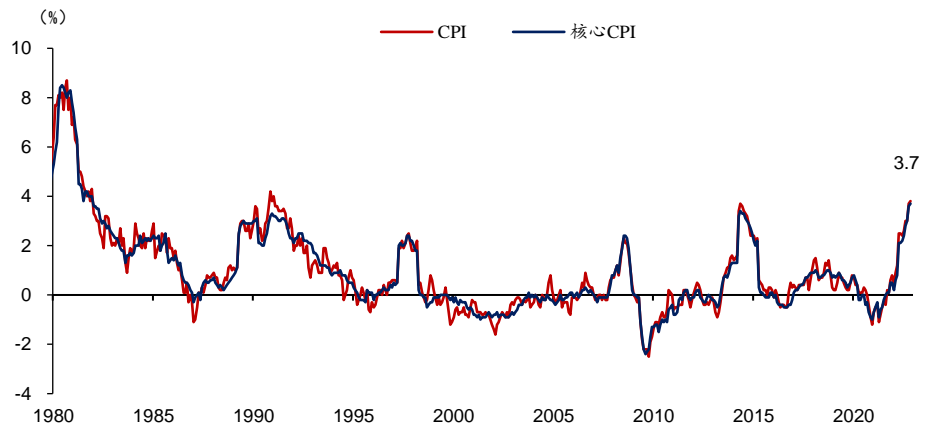
<sup>1</sup> 日央行，2022年10月会议纪要。



本工会（Rengo）要求 2023 年基本工资涨幅为 3%，定期加薪幅度为 2%<sup>2</sup>，总加薪幅度达到 5%，为 28 年来的最高水平，此前 7 年仅为 4% 左右。目前雇主联盟对该要求反映积极。2022 年 10 月，资方代表—日本商业联合会（Keidanren）主席回应称，完全意识到通胀仍可能继续上升，通胀是工资谈判所考虑的最重要因素。

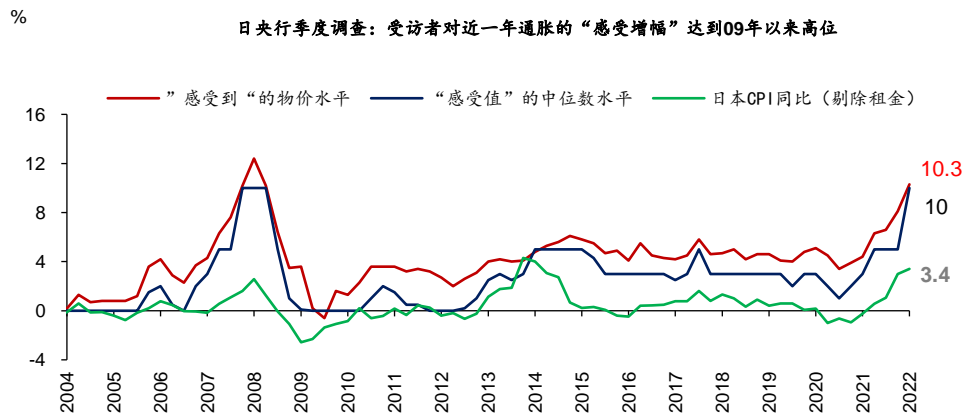
- **政府为中小企业涨工资提供补贴。**如果中小企业提高工资增速，政府将在补充预算中为企业提供补偿。面对日本通胀压力的不断上升，日本央行行长黑田东彦一直表示，工资涨幅必须达到 3% 左右才能推动通胀率持续实现央行 2% 的目标。

图表12：11月日本核心通胀达到3.7%，创1982年以来新高



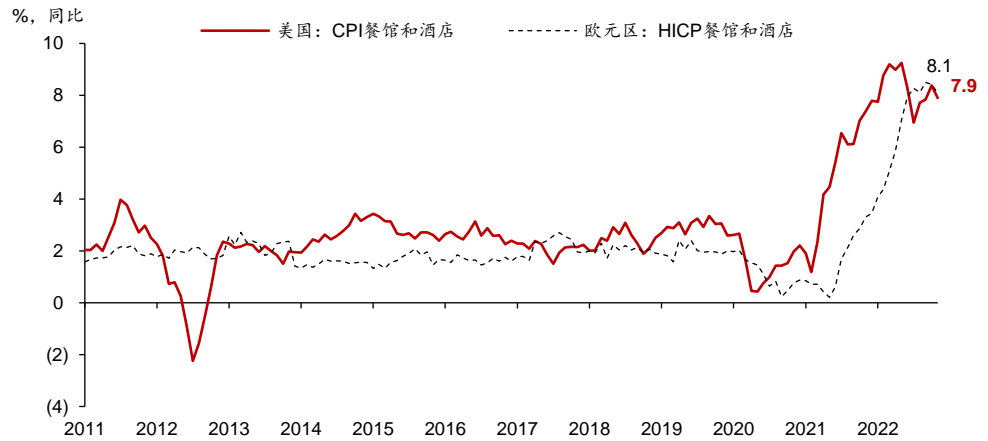
资料来源：Wind，华泰研究

图表13：日本民众感知的通胀水平迅速上升

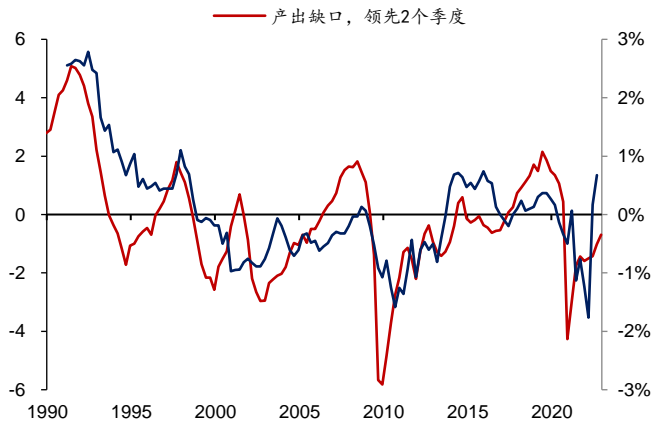


资料来源：Wind，华泰研究

<sup>2</sup> 日本企业员工工资涨幅由以下两部分之和，即基本工资的上涨以及员工在企业工作时间延长所带来的上涨。

**图表14：美欧放开后服务业通胀迅速上行**


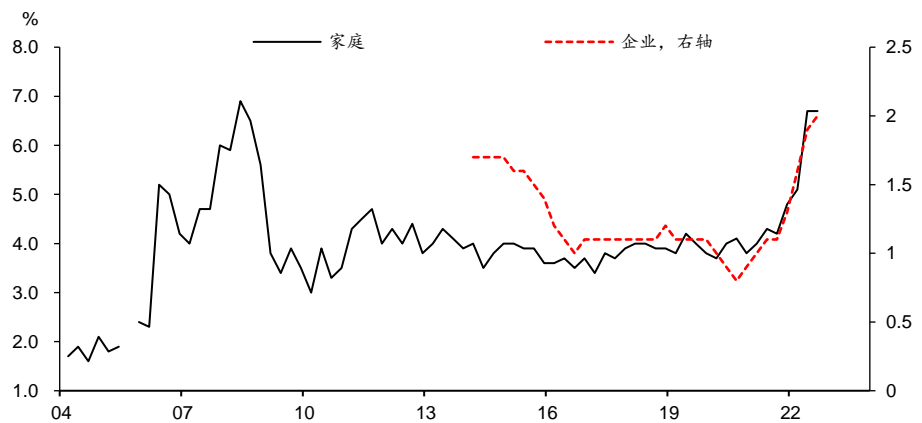
资料来源：Wind, 华泰研究

**图表15：产出缺口弥合有望推升通胀**


资料来源：Wind, 华泰研究

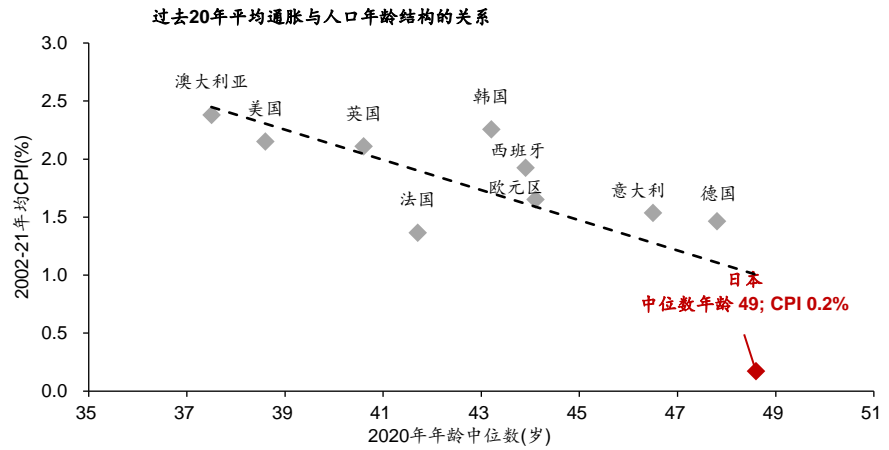
**图表16：进口价格指数将滞后推升CPI**


资料来源：Wind, 华泰研究

**图表17：居民和企业中长期通胀预期普遍上升**


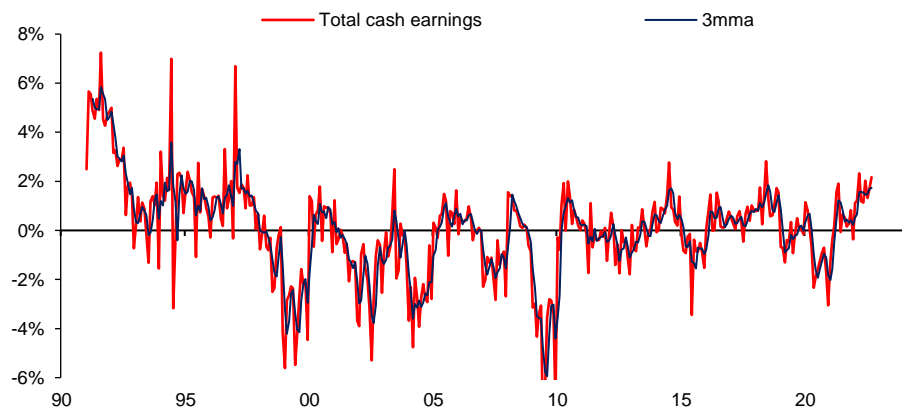
资料来源：Wind, 华泰研究

图表18: 跨国数据显示, 人口年龄中位数与年均 CPI 呈负相关关系



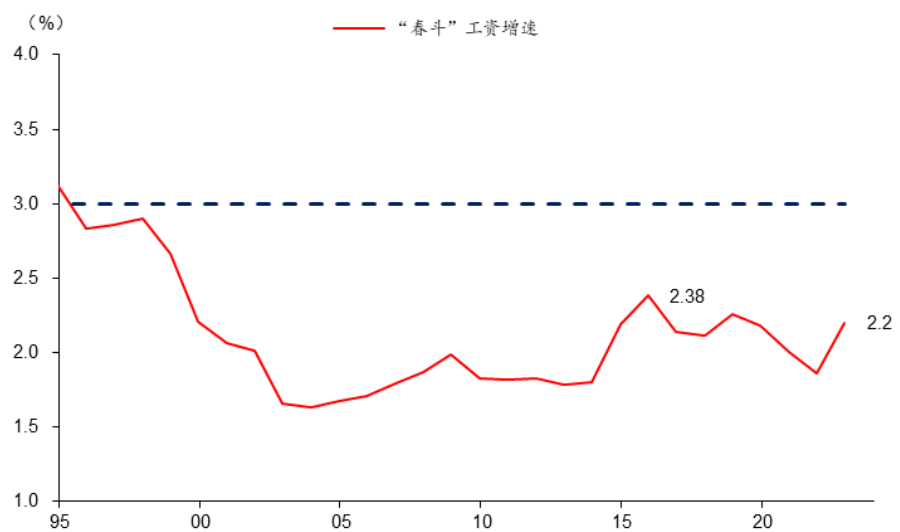
资料来源: Wind, 华泰研究

图表19: 2022年9月日本工资增速位于2000年以来的较高水平



资料来源: Wind, 华泰研究

图表20: 日本“春斗”工资增速



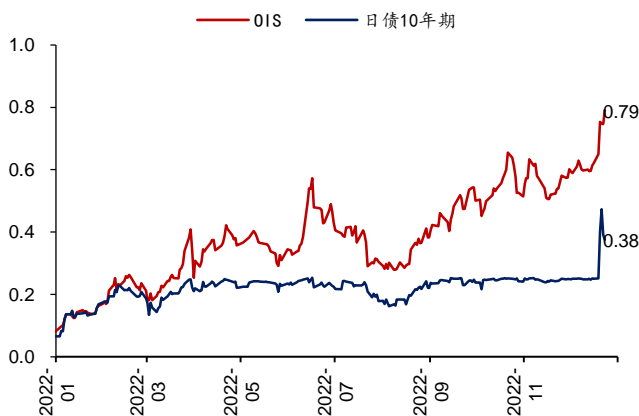
资料来源: 日本厚生劳动省, 华泰研究

### 3.技术层面，坚持 YCC 已严重影响日本国债市场价格发现和融资功能

全球利率中枢走高的背景下，YCC 压低日本国债收益率，将 10 年日本国债价格推升至“合理估值”之上，扭曲了国债曲线形状，日本国债市场的价格发现功能受到严重影响。全球主要央行普遍快速加息导致全球利率中枢快速攀升，日央行通过购债将 10 年期国债收益率维持在 YCC 区间内，导致 10 年期国债收益率低于“合理估值”。例如，2022 年以来 OIS 市场指示的日本 10 年期利率始终超过 10 年期国债利率（图表 21）。此外，YCC 政策锚定了十年期国债收益率，其他期限利率则不受影响。由于 10 年期利率过度偏离公允价值，扭曲了日本国债收益率曲线，例如日本的 10 年期国债收益率低于 9 年期和 15 年期国债收益率，明显偏离正常的曲线形状，国债市场的价格发现功能受到严重影响（图表 22）。国债收益率曲线作为经济整体的无风险利率曲线，长期被扭曲可能会导致资源错配，不利于发挥失常的资源配置功能。

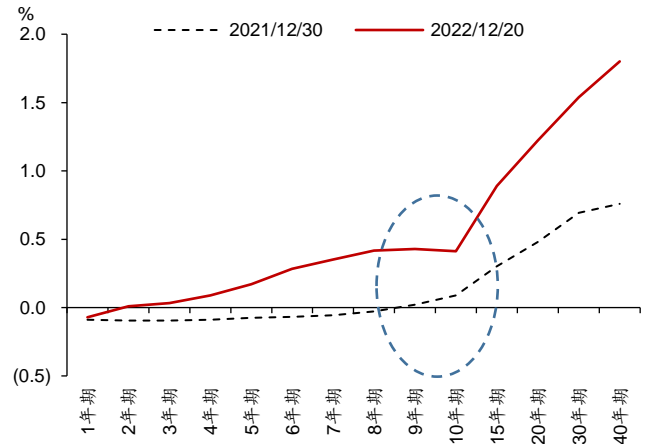
价格虚高“挤出”国际投资者，流动性显著下降。日本国债利率虚高导致国际投资者逃离日本国债市场，一些投资者转而押注日央行将放弃 YCC，大量抛售日本国债。2022 年以来，外国投资者购买日本国债的净规模明显下降（图表 23）。为捍卫 YCC 政策，2022 年 3 月下旬以来，日本央行被迫加大购债规模，仅 6 月 15 日当周的购买规模就高达 10.9 万亿日元，12 月 20 日日本调宽 YCC 区间后又再次引起抛售，导致日央行“被迫”购买 3.0 万亿日元（图表 24）。截至 2022 年 10 月，日本央行持有的国债占日本未偿还国债的 50.5%（图表 25）。根据日央行 11 月份调查，当前日本国债市场的流动性已经降低至 2015 年以来的最低水平，甚至低于 YCC 启动前的水平（图表 26）。

图表 21：10 年期掉期利率显著高于日本 10 年期国债收益率



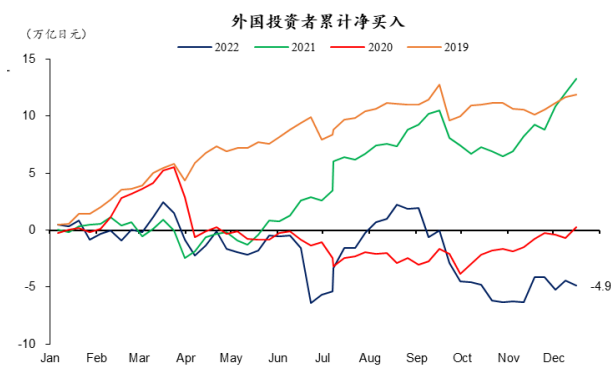
资料来源：Wind，华泰研究

图表 22：近期日本的收益率曲线被扭曲



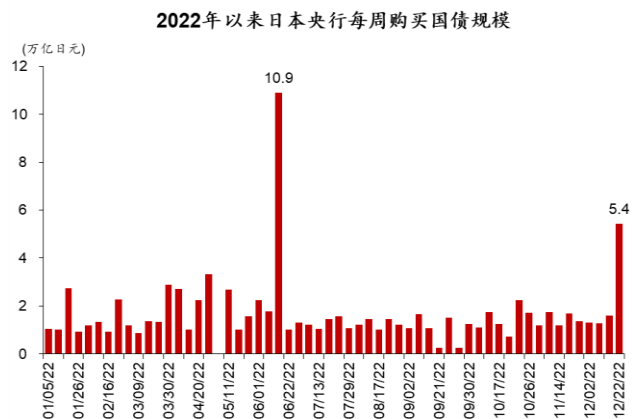
资料来源：Wind，华泰研究

图表 23：2022 年以来外国投资者净卖出日本国债



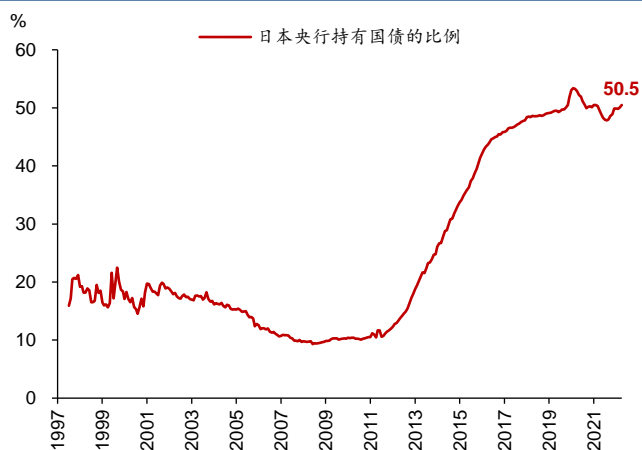
资料来源：Wind，华泰研究

图表 24：日本央行被迫大量购买国债



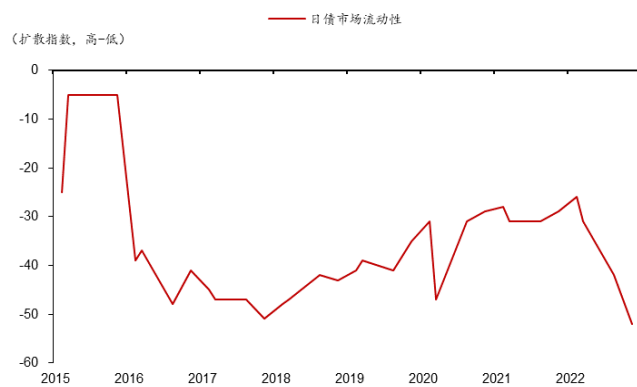
资料来源：Wind，华泰研究

图表25: 日本央行已经持有国债存量的一半



资料来源: Wind, 华泰研究

图表26: 日央行调查显示国债市场流动性显著恶化



资料来源: 日本央行, 华泰研究

#### 4. 往前看，2022年4月前调整、甚至退出YCC将提上议事日程

我们预计，在日本现任行长2023年4月退休之前，是否调整YCC可能会被提上议事日程，即2023年1季度，日本可能面临通胀再上台阶，YCC再度承压的局面，不排除退出YCC。岸田文雄政府近期可能公布日央行行长黑田的继任者。现任副行长雨宫正佳(Amamiya)和前任副行长中曾宏(Nakaso)均为候选人，若后者获得提名，日央行退出YCC的速度可能加快。

**基本面层面，YCC政策与基本面背离仍然存在、且高通胀的政治压力会进一步累积。**一方面，日本通胀滞后美国、欧洲较长时间，但价格调整也更具有“粘性”。同时，经济重启较快推升消费需求和服务业通胀，日本目前经济数据和其他国家的经验都表明，日本消费品价格可能在重启后上涨——一些重启相关品类可能涨幅明显。2023年1季度日本“春斗”工资增速是重要观察节点，如果工资增速超过3%，YCC框架调整压力将进一步加大。另一方面，高通胀的政治压力在累积。岸田文雄内阁支持率在10月下降至27%，降至“危险地带”，甚至低于其前任菅义伟2021年8月的最低支持率(29.0%)。由于日本合意的通胀水平要低于美欧，若通胀进一步上升，岸田政府面临的控通胀压力将更大，不排除对日央行施加更大的压力，导致日央行更早转向。2022年10月的民调显示，55%的受访者认为BoJ应该重新评估其宽松货币政策。

**技术层面，扩大YCC波动区间的做法不能彻底解决日本国债市场流动性问题。**当前的10年期国债收益率水平仍然低于公允价值，日央行扩大YCC波动区间并未从根本上解决国债市场定价扭曲的问题。上周区间调整后，日本央行大幅干预国债市场、买入10年期国债以稳定收益率，这一做法显然无法长期持续。上周BoJ合计购买国债5.4万亿日元，为2022年以来第二大单周购债规模。随着黑田任期在2023年4月份结束以及2023年1季度“春斗”结果的公布，投资者会不断试探日央行的坚守YCC的决心，国债市场始终面临着卖空的压力，国债市场的流动性问题未来仍将继续困扰日央行。

**日央行将如何进一步调整YCC政策？**我们认为，日央行有以下三个选择，进一步扩大YCC波动区间，甚至退出YCC以及负利率的可能性较大。

- **进一步扩大YCC的波动区间。**从当前的正负50个基点扩大至75个基点，甚至100个基点。
- **直接退出YCC以及负利率。**考虑到负利率对金融中介盈利持续存在拖累，日本通胀有望持续回升到2%，退出YCC以及负利率。
- **不再锚定10年期国债利率，选择锚定3-5年期国债利率。**日本是银行为主导的金融体系，对货币政策传导影响最大的是短端利率，锚定3-5年期国债利率既可以实现货币政策宽松，也可以避免扭曲长端国债利率的定价。

## 5. 日央行若退出 YCC，对全球国债市场、乃至其他资产价格的估值都有深远的影响

12月20日，日央行扩大 YCC 波动区间，全球负利率国债规模单日腰斩，降至 0.67 万亿美元(图表 27)。若未来日本央行退出 YCC，意味着全球最后一个主要经济体告别“零利率、负利率”。如我们此前提示，如果日本彻底退出 YCC，对全球国债市场、乃至其他资产价格的估值都有深远的影响。

首先，日本 10 年期国债收益率将进一步上行，从而支撑日元升值、但这一逻辑市场已经演绎得较为充分。放弃 YCC 后，日本 10 年期国债将有进一步上行空间。12月23日 OIS 市场指示的日本 10 年期利率为 0.79%，显著高于最新的 10 年期国债利率 (0.38%)，指示日本 10 年期国债至少会有 40 个基点以上的上行幅度。12月20日，日央行意外扩大 YCC 波动区间，日本 10 年期国债全天上行 15 个基点，美国 10 年期国债上行 10 个基点。如果按照上述系数估算，10 年期日债上行 40 个基点将导致 10 年期美债收益率上行约 26 个基点。美日利差有望收窄 15 个基点左右，按照 2022 年以来日元汇率与美日利差的关系(图表 28)，将导致日元升值约 1.6%。10月20日，美日利差仅收窄 5 个基点，但日元大幅升值 3.8%，创 1998 年 10 月以来的最大涨幅，超过 2022 年以来利差和汇率系数所指示的水平，显示市场对日元升值的演绎已经较为充分。

其次，日本 QQE 后流出的海外资本可能回流。2013 年 QQE 后，日本资本大量流出，日本持有的海外资产增长 2.4 万亿美元至 10.1 万亿美元。退出 YCC 后，日债吸引力上升，海外资本可能回流。

- 从总规模来看，2014 年以来，日本持有的海外总资产从 7.7 万亿美元增长至 2021 年 3 季度的 11.1 万亿美元 2022 年 3 季度规模降至 10.1 万亿美元(图表 29)。分部门来看，包括寿险公司、养老金等非银金融机构是日本海外资产的最大持有人，2022 年 3 季度规模达到 4.0 万亿美元(图表 30)，例如日本政府养老金投资基金 (Government Pension Investment Fund, GPIF) 是全球最大的养老金，2022 年 3 季度持有的海外债券和股票规模合计 0.66 万亿美元；银行持有海外资产 2.1 万亿美元，政府和央行持有 1.6 万亿美元，其中大部分均为储备资产 (1.3 万亿)。从资产类别来看，2022 年 3 季度，直接投资为 2 万亿美元，证券投资 3.9 万亿美元 (债券 2.2 万亿美元，股票 1.7 万亿美元)，其他投资 2.4 万亿美元，储备资产 1.3 万亿美元。从海外债券投资的目的地来看，美国规模占到一半，规模约为 1.2 万亿美元，其次是法国，规模为 0.26 万亿美元，英国和澳大利亚均为 0.13 万亿美元(图表 31)。
- 若退出 YCC，日债吸引力上升，有助于推动海外资本回流。日本私人部门的海外债券投资包括两类，一类是经过汇率对冲的债券投资，即日本投资者通过短端外汇掉期 (FX swap) 或者货币互换 (currency swap) 从海外投资者获得融资购买海外债券。以 10 年期美债为例，投资美债的超额收益=10 年期美债收益率-美元对冲成本-10 年期日债收益率=10 年期美债收益率-3 个月美债利率-(10 年期日债收益率-3 个月日债收益率)。若日债收益率上升，则美债吸引力下降，海外资本回流。另外一类是未经过汇率对冲的债券投资，即投资者将日元兑换成外币，然后投资于海外债券。以美债为例，投资者投资美债的超额收益=10 年期美债收益-汇兑损失-10 年期日债收益率。若日债收益率上升，则日元升值会提高汇兑损失，从而降低美债吸引力，促进海外资本回流。

短期若出现较大规模的资本回流，无论是从资本流动层面、还是“比价效应”的角度，都可能边际冲击全球债券市场，但由于日本投资者美债自高点已减持五分之一，预计对美债市场的中期影响有限。

- 根据美国财政部的数据，2022年10月日本持有的美国国债存量为1.1万亿美元。短期若卖出10%美国国债，即1100亿美元，则会显著推升美国国债收益率。传统研究发现，卖出1000亿美元国债，10年期美债收益率将上升19-44个基点；但是如果控制联储QE和海外的收益率，卖出国债对美债收益率的实际影响更大，10年期国债收益率可能上升100-140个基点（Ahmed and Rebucci, 2022）。对日央行外汇干预的研究发现，日央行购买10亿美元，美债收益率下降1个基点（BIS, 2012）。若卖出1000亿美元，则美债收益率将上升100个基点。
- 日本私人部门海外证券投资大部分经过汇率对冲，已经大量减持。日本寿险公司海外债券投资的平均对冲比率为70%<sup>3</sup>。由于美联储持续加息，美债收益率曲线不断变平，对冲后的美债收益率已经低于日本10年期国债收益率约150个基点（图表32），这导致银行、寿险公司和养老金等日本投资者在2022年持续减持美债。根据美国财政部的TIC数据，2022年10月日本持有的美国国债存量为1.1万亿美元，相对2021年11月的高点下降2500亿美元，降幅接近五分之一（图表33）。此外，考虑到日本持有的美债中还有大量为央行外汇储备，不会受到收益率波动影响，日本私人部门投资者进一步减持的空间有限。
- 日本央行所持有的美债预计不会继续减持。2022年为了干预日元汇率，日本央行累计卖出约600亿美元国债。若日央行退出YCC，日元将面临升值压力，日央行没有动机减持美债。
- 若日本投资者卖出导致美债收益率发生较大波动，美联储能够通过暂缓QT等方式干预来使市场回到正常水平。截至2022年10月，美债存量规模为23.3万亿美元，日本投资者持有的规模仅为总规模的4.6%，而日本投资者减持的2500亿美元仅相当于美债市场存量的1.1%。

最后，考虑到日本实行零利率的时间比较长，全球建立在零利率日元上面的市场交易结构可能会比较复杂，泡沫的性质比较“刚性”，零利率日元终结带来的“蝴蝶效应”可能涉及面比预期更广，国内财政、金融市场及全球“carry trade”相关资产价格均可能存在潜在脆弱性，还需要谨慎对待。

- 套利交易（carry trade）反转可能加剧市场波动。套利交易是指借入低息货币，然后存入高息货币，在汇率变动不大时，投资者从中可以获得利差收入。2008年全球金融危机前，借入日元买入其他高收益货币的套利交易盛行一时，导致日元大幅贬值，也加剧了全球资产泡沫的膨胀。但是全球金融危机的爆发，风险偏好下降，国际投资者买入日元，日元明显升值，套利交易反转，收益大幅回落，并加剧了资产泡沫的破灭。例如G10货币之间的套利交易最大回撤达到32%（图表34）。2021年各国开始加息抗通胀，而日央行坚持YCC，日元与其他货币的利差扩大，借入日元的套利交易再度流行，具体的规模尚难以估计。但是从借入日元买入巴西、美国和澳大利亚货币的套利交易回报来看，预计套系交易规模仍在增加。截至2022年12月23日的回报分别达到41%、18%和9%（图表35）。

## 风险提示

若日本国债市场波动超预期，则将外溢至全球债券市场和资本市场，导致资产价格的剧烈调整。此外，如果日本通胀走势超预期，则日央行将加速退出YCC和负利率，对市场的冲击可能会超预期。

<sup>3</sup> BoJ, Financial System Report (October 2022)

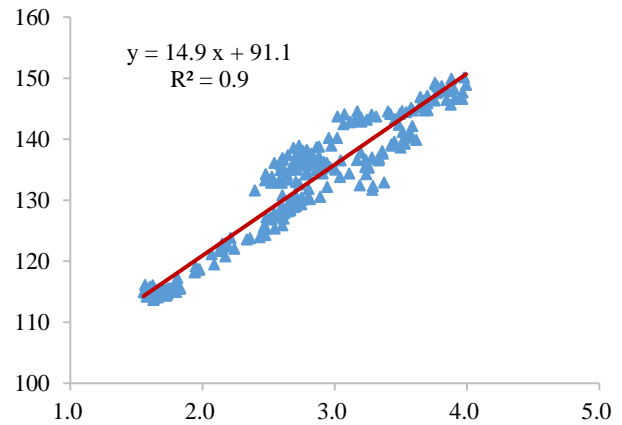


图表27: 全球负利率债券规模



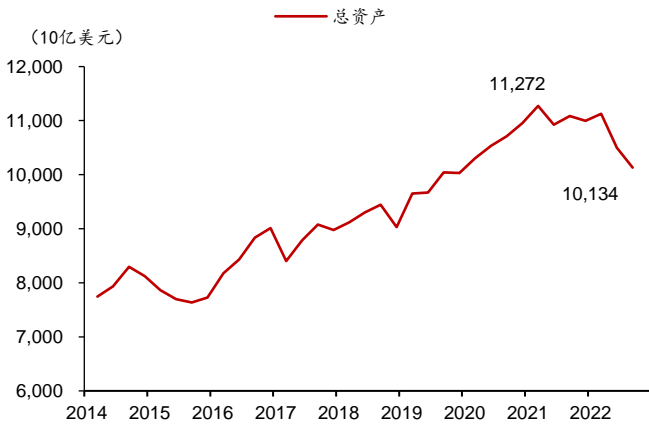
资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表28: 美日利差收窄将推动日元升值



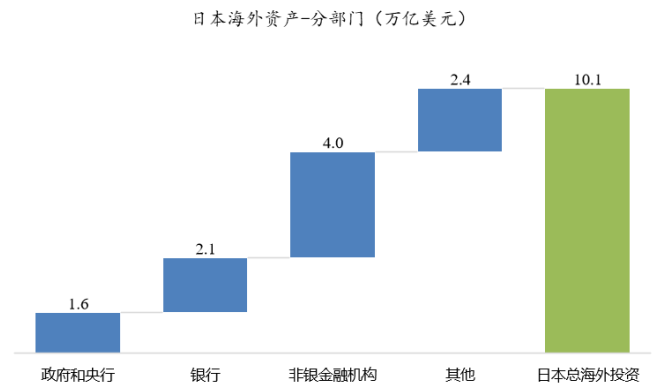
资料来源: Wind, 华泰研究

图表29: 日本持有海外资产的规模为 10 万亿美元



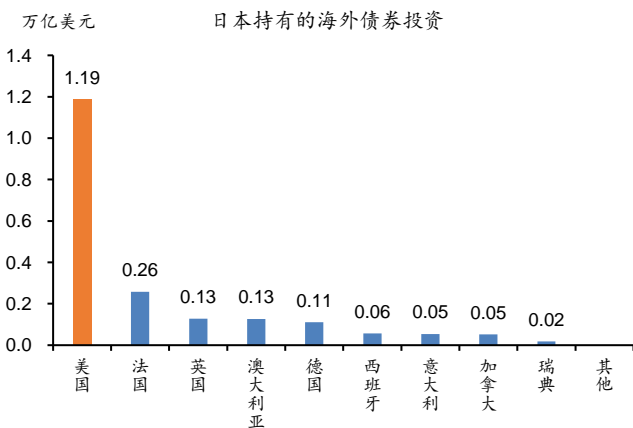
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表30: 2022年3季度日本海外资产-分部门



资料来源: CEIC, 华泰研究

图表31: 日本持有的海外债券分布



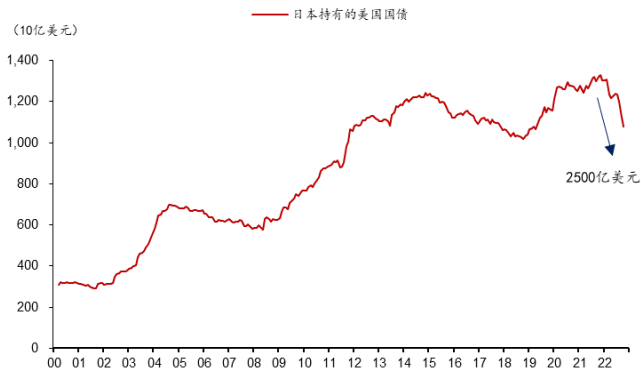
资料来源: CEIC, 华泰研究

图表32: 考虑汇率对冲后美债收益率对日本投资者没有吸引力



资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表33：日本持有美国国债自高点下降 2500 亿美元



资料来源：Wind, 华泰研究

图表34：G10 货币的套息交易回报



资料来源：Bloomberg, 华泰研究

图表35：借入日元的套息交易回报



资料来源：Bloomberg, 华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人，易峘，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师易岷本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司