

相关研究

《重启之路——2023年海通宏观年度展望》2022.12.04

《财政“四本账”：核算与联系——财政分析框架之一》2022.11.23

《人民币汇率如何走——汇率研究框架一》2022.11.22

通胀和利率：选哪个？

——2023 为何要关注日本央行？

投资要点：

- 去年 12 月，日本央行意外调整 YCC 政策，将波动范围从 $\pm 0.25\%$ 扩大至 $\pm 0.5\%$ 。那么，日本央行“破防”的关键因素是什么？日本央行“破防”后有何影响？以及日本央行的货币政策框架是否会再度动摇，后续如何演绎？日本央行变着方式的宽松，维持了那么多年，当前突然有了调整，若后续进一步调整政策，影响其实是不容小觑的。2023 年日本央行的变化，需要我们重点关注，本篇专题拟对这些问题进行探析。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Tel: (021)23154148

Email:wuyq14704@haitong.com

目 录

1. 日本央行，为何“破防”？	4
2. “破防”之后，有何影响？	7
3. 日本央行：艰难的两个选择.....	10

图目录

图 1	日本 10 年期国债利率 (%)	4
图 2	日本通胀来到 90 年代以来新高 (%)	5
图 3	日本通胀主要分项的拉动 (%)	5
图 4	日本贸易差额与日元汇率走势	5
图 5	国外投机者近期持续做空日元	6
图 6	日本央行去年 12 月的购债规模达历史新高 (亿日元)	6
图 7	日本央行持有的日债比例超过 5 成 (%)	7
图 8	日本债券市场流动性压力指数近期快速上升	7
图 9	日央行过去 3 轮调整 YCC 政策后债市走势 (调整日=0)	8
图 10	日本收益率曲线中 10 年期收益率过低 (%)	8
图 11	日本股市走势与日央行持有股票资产走势	8
图 12	日央行过去 3 轮调整 YCC 政策后股市走势 (调整日=100)	8
图 13	外国投资者对于日本股票净投资趋势 (周度, 十亿日元)	9
图 14	外国投资者对于日本中长债净投资趋势 (周度, 十亿日元)	9
图 15	日本国债持有者分布 (%)	9
图 16	日本保险机构资产配置情况 (%)	9
图 17	主要经济体国际投资净头寸 (十亿美元)	10
图 18	日本海外投资分布情况 (%)	10
图 19	日本国家债务清偿趋势	10
图 20	日本核心潜在通胀也已上行至有数据以来新高 (%)	11
图 21	与 10 年期日元 OIS 相比, 日本国债利率还存在向上调整的空间	11
图 22	市场预期日本隐含政策利率显著上升 (%)	12

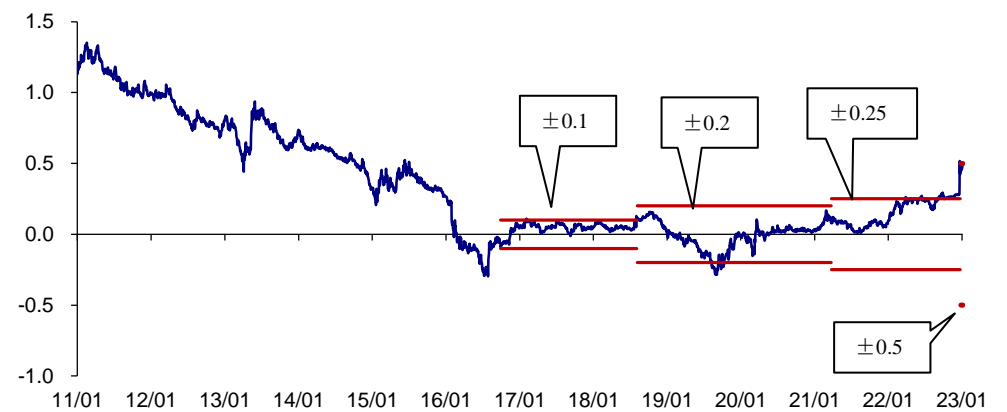
1. 日本央行，为何“破防”？

日本央行“破防”。2022年12月20日，日本央行在12月议息会议中宣布调整YCC（收益率曲线控制）政策，将10年期国债利率波动范围从 $\pm 0.25\%$ 扩大至 $\pm 0.5\%$ 。上一次调整还发生在2021年3月，将波动范围从 $\pm 0.20\%$ 扩大至 $\pm 0.25\%$ 。

YCC政策为2016年9月首次提出，是日本央行在评估QQE（Quantitative and Qualitative monetary easing）政策和带有负利率的QQE政策效果的基础上，引入的新货币政策框架，即带有YCC的QQE。其主要目的在于加强QQE政策和带有负利率的QQE政策，以尽快实现2%的通胀目标。

新的货币政策框架主要包含两个方面的内容：其一是YCC（为新框架的核心），即日本央行控制短期和长端利率水平。具体操作方式为，将短端基准利率水平设定为-0.1%；将长端10年期国债利率维持在0%附近波动（首次引入时，波动范围为 $\pm 0.1\%$ ），一旦10年期国债利率水平突破目标范围，日本央行将主动买入国债。其二是通胀超调承诺，即日本央行承诺继续扩大基础货币，直到观察到CPI同比持续稳定在2%以上。

图1 日本10年期国债利率（%）



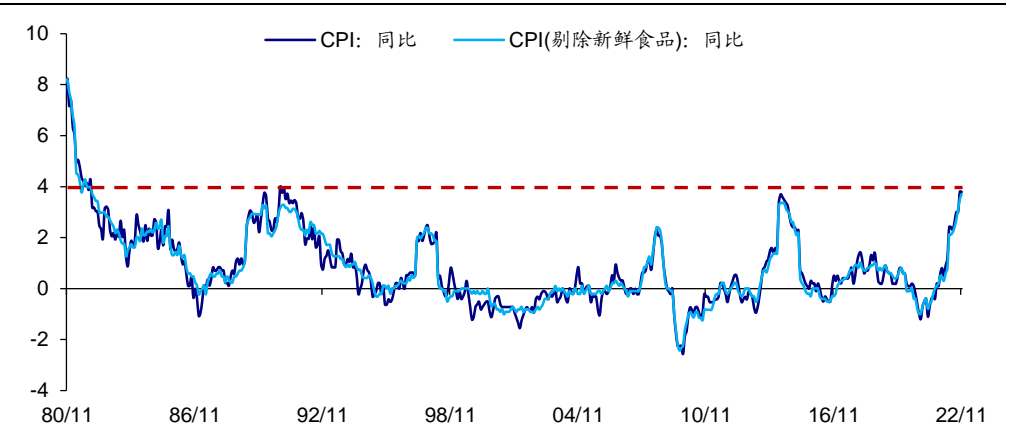
资料来源：日本央行官网，海通证券研究所

相比之前的YCC区间的调整，本次调整的幅度是比较大的。那么，日本央行为何“破防”呢？通胀的压力是非常重要的底层原因。在1999年以来的20多年的时间内，日本超过65%的时间通胀水平都在0%及以下，接近5成的时间通胀水平为负。这也是日本持续采取宽松货币政策的关键所在。

但当前日本则面临着较大的通胀压力。截至2022年11月，日本CPI同比已经上行至3.8%，为1991年以来新高；日本央行长期盯住的核心CPI同比（通常是剔除新鲜食品）也上行至3.7%，为1981年以来新高，已经连续8个月稳定在2%以上，连续3个月稳定在3%以上，持续超出日本央行的目标水平。即使是考虑剔除食品和能源后的通胀也高达2.8%，为近30年以来的高点。

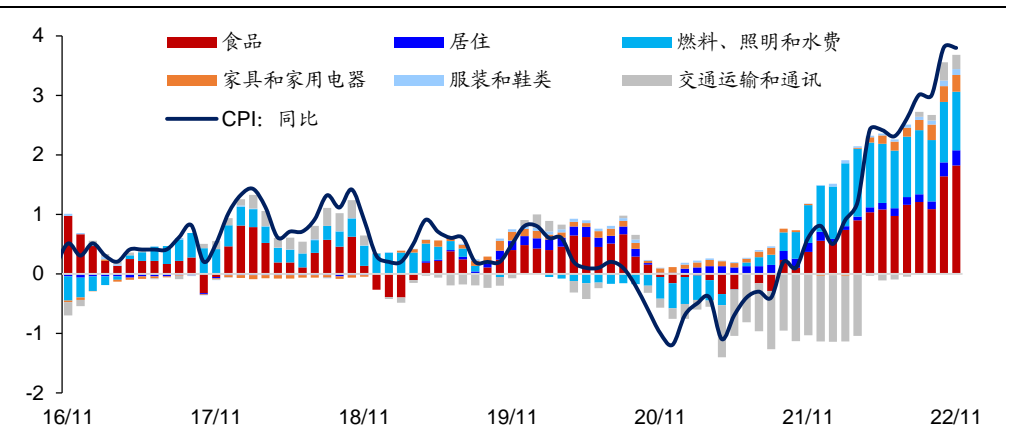
从结构来看，除交通运输和文娱娱乐外，日本各分项通胀都有明显的上行。其中，商品通胀达到了80年代以来的新高，服务通胀也上行至2015年以来新高。日本日益增长的通胀压力，促使日本国债收益率面临着明显的上行压力。

图2 日本通胀来到 90 年代以来新高 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

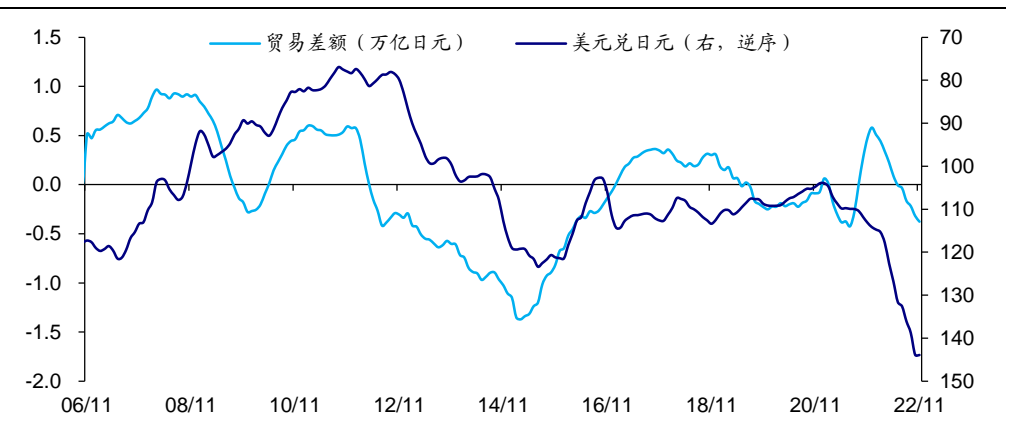
图3 日本通胀主要分项的拉动 (%)



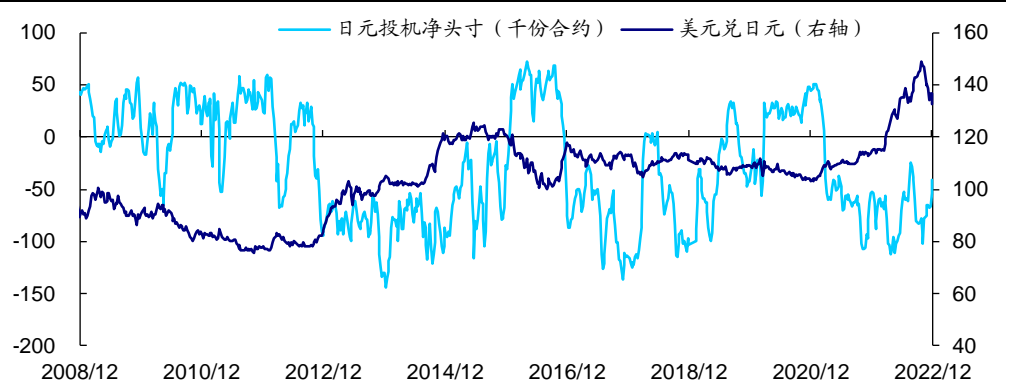
资料来源: Wind, 海通证券研究所

日元汇率大幅贬值也是触发的重要原因。2022 年以来，在美联储持续偏鹰的背景下，全球主要经济体纷纷加息，而日本依然维持超强的宽松政策，汇率面临较大的贬值压力。在 2022 年 10 月中旬，日元对美元汇率一度跌破 150，较年初贬值了 30% 多。而为了维护汇率，日本外汇储备也下降至 2011 年水平。汇率的大幅贬值其实也增大了日本的通胀压力，日本输入型通胀压力加剧，例如，日本 PPI 进口价格指数一度上升至 49%，为 80 年代以来的新高，日本贸易逆差持续扩大。

图4 日本贸易差额与日元汇率走势



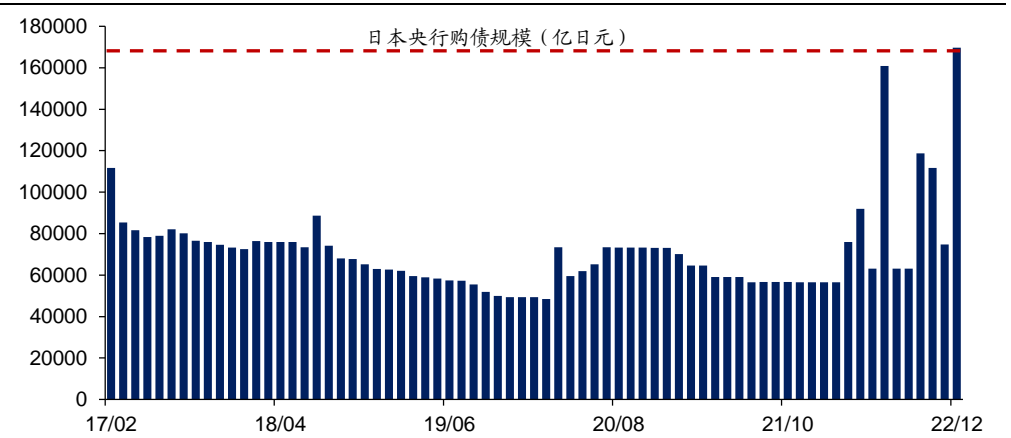
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 国外投机者近期持续做空日元


资料来源：CFTC, Wind, 海通证券研究所

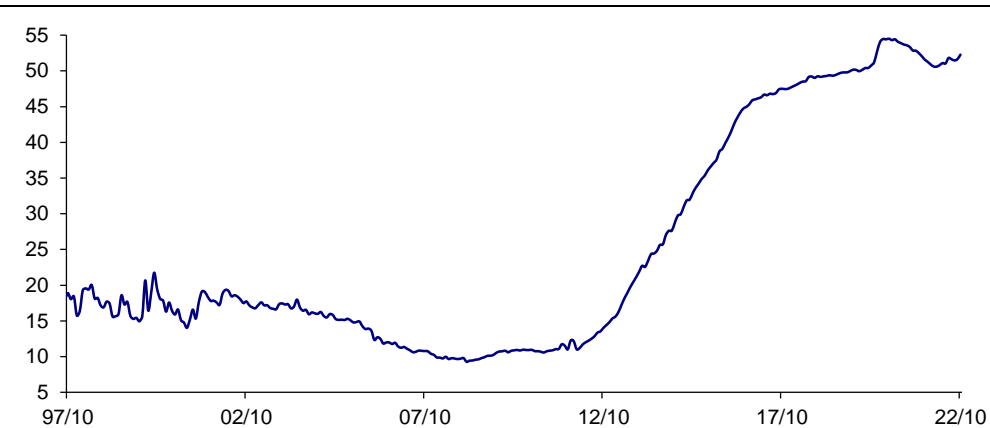
通胀压力的抬升，汇率贬值压力的增加，也加剧了全球交易者做空日本债券资产的情绪。因为如果通胀不降温，利率就很难一直维持在低位，即使现在不加息，未来也要加息。自2022年9月开始，日本10年期国债利率水平持续位于0.25%的上方，明显超出央行之前设定的0.25%上限。而日本央行为了维持YCC政策，不得不持续购债。截至10月，日本央行持有日债的比例已经高达52.3%。根据日本央行公布数据显示，日本央行在去年12月购债规模达到2002年有数据以来新高，去年全年购债规模超过100万亿日元。

在12月20日YCC政策调整前，日本15年期到40年期国债利率上行幅度平均超过70BP，而10年期国债利率不到20BP，这说明没有被管理的国债利率水平已经大幅抬升。

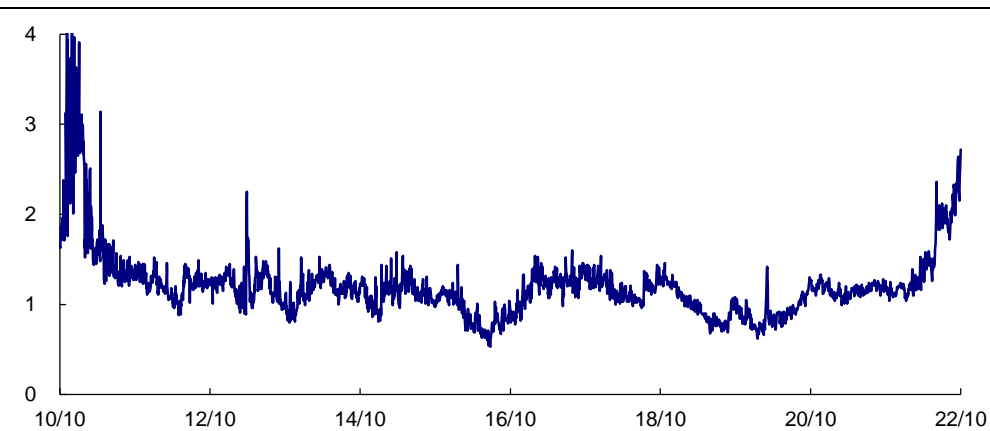
图6 日本央行去年12月的购债规模达历史新高（亿日元）


资料来源：BOJ, 海通证券研究所

日债市场流动性压力也快速上行。因而，日本央行早已不堪重负，调整YCC政策也只是时间问题。

图7 日本央行持有的日债比例超过5成(%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

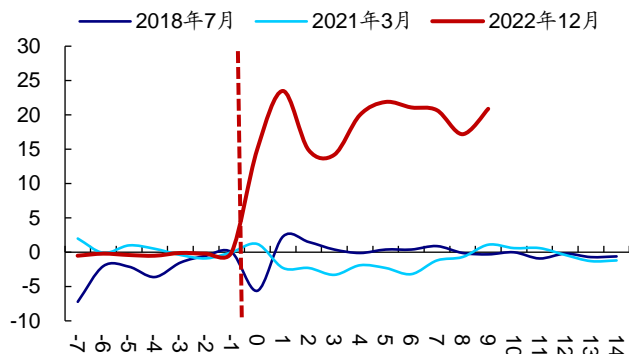
图8 日本债券市场流动性压力指数近期快速上升


资料来源: Wind, 海通证券研究所

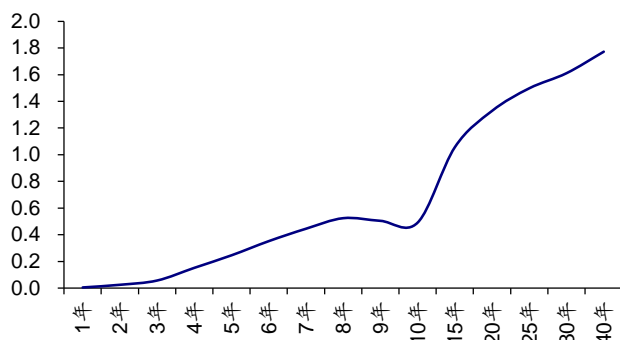
2. “破防”之后，有何影响？

日本央行的“破防”，意味着宽松政策有所逆转，那么之前受益于宽松政策的资产或将面临调整压力。

最直接的冲击，是对日本债券市场。自2013年日本央行开启QQE以来，日本央行持有日本国债的份额持续攀升。截至2022年10月，日本央行持有日本国债的份额超过5成，是日本国债的最大投资方。与本轮不同的是，过去2轮YCC政策调整并未引起债市的大幅波动，反而是本轮调整，日本国债利率大幅上行，背后主要是日本通胀压力的大幅抬升。

图9 日央行过去3轮调整YCC政策后债市走势(调整日=0)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 横轴为天数, 调整日为第0天。

图10 日本收益率曲线中10年期收益率过低(%)


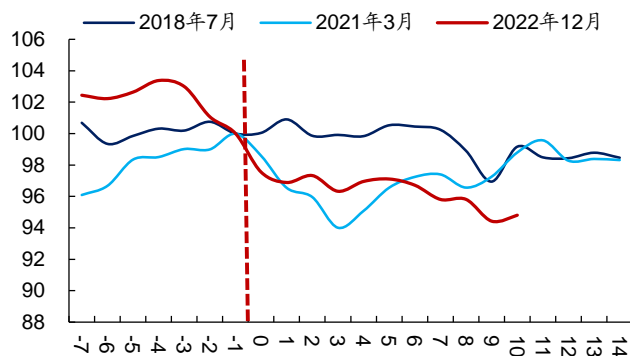
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至1月4日。

日本股票市场也会受到一定的冲击。一方面, 日本央行自02年开始不断买入股票类相关资产, 目前已经占日本央行总资产的5%以上, 一度成为日本股市的最大投资者。低利率环境, 再加上日本央行的持续购买, 促使了日经指数的不断上行。

因而, 一旦宽松政策有所逆转, 股市也面临调整压力。回顾过去几轮YCC政策调整, 股市都出现下跌。而此次调整后, 日经225指数在当日便大跌2个多百分点; 截至1月5日, 日经225指数较YCC政策调整前下跌了5个多百分点, 高于过去几轮同期水平。

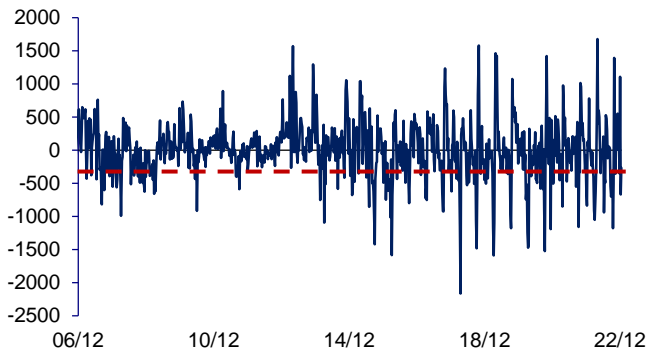
图11 日本股市走势与日央行持有股票资产走势


资料来源: Wind, 海通证券研究所

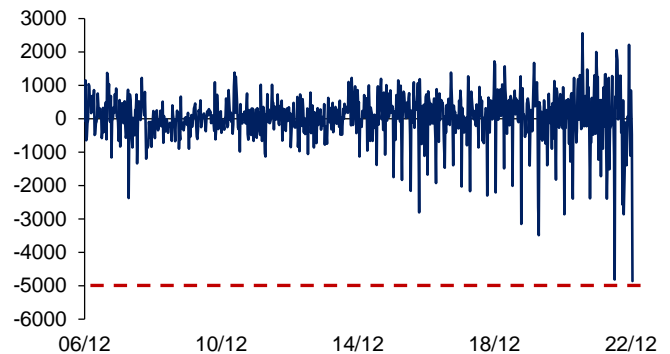
图12 日央行过去3轮调整YCC政策后股市走势(调整日=100)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 横轴为天数, 调整日为第0天。

从外国投资者来看, 资金在持续流出。根据日本财务省公布的周度数据显示, 在去年12月20日调整YCC政策后, 12月18日-12月24日当周, 外国投资者净卖出日本股票2651亿日元。而债市净卖出规模更大, 12月18日-12月24日当周, 外国投资者净卖出日本中长债48623亿日元, 为2005年有数据统计以来新高。此外, 日本国内投资者也在这一周净卖出日本中长债4595亿日元, 连续3周净卖出。

图13 外国投资者对于日本股票净投资趋势（周度，十亿日元）


资料来源：CEIC，海通证券研究所

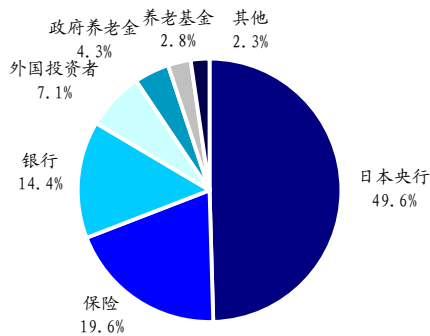
图14 外国投资者对于日本中长债净投资趋势（周度，十亿日元）


资料来源：CEIC，海通证券研究所

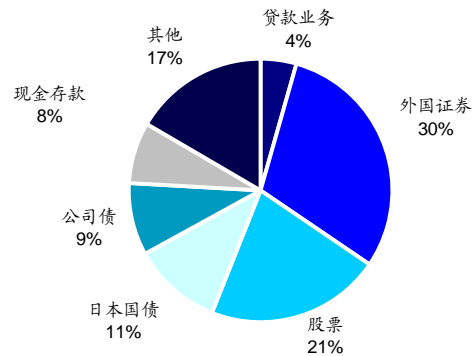
日本股债的调整，也会导致金融机构投资的亏损，增加金融机构的经营、甚至破产风险。

从非银金融机构来看，日本国债持有者中，除日本央行外，持有份额最多的是保险机构，接近 20%。进一步来看，日本保险机构配置日本国债的比重为 11%，仅次于外国证券和股票。一旦后续日本货币政策继续调整，日本股市和债市都将进一步调整，日本保险机构或将面临较大冲击。

例如，全球最大的养老金基金 GPIF（日本政府养老金投资基金）持有 52.3% 的债券（其中，日本国债占 27.3%），47.7% 的股票（其中，日本股票占 23.8%），截至 FY2022Q2 已经连续 3 个季度亏损。

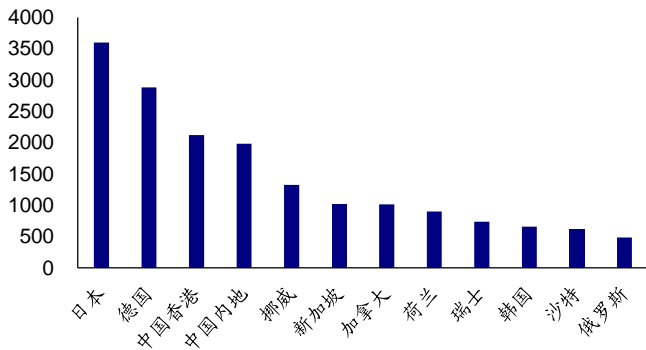
图15 日本国债持有者分布（%）


资料来源：日本财务省，海通证券研究所，截至 2022 年 2 季度。

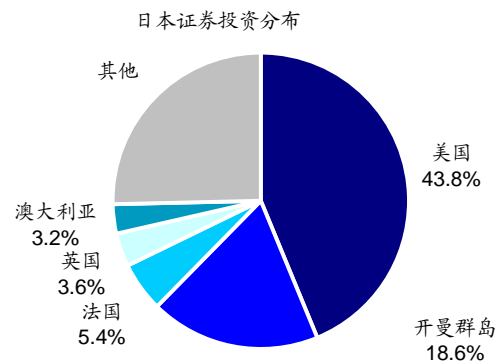
图16 日本保险机构资产配置情况（%）


资料来源：GIAJ，海通证券研究所，截至 2021 财年。

从全球流动性来看，日本是全球海外净投资规模最大的经济体，随着日本货币政策的调整，利率的上行，也可能会带来资金的部分回流，将对日本海外投资资产产生一定扰动。例如，从日本海外投资分布来看，日本证券投资主要集中在美国，尤其是美国的长债。

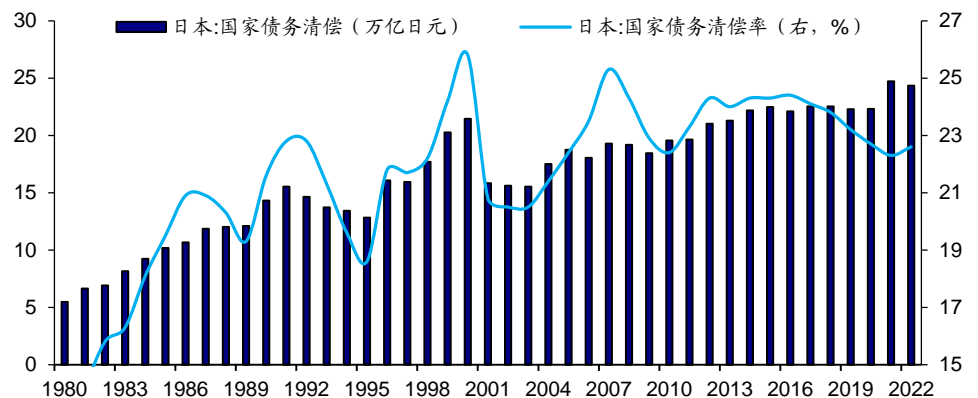
图17 主要经济体国际投资净头寸（十亿美元）


资料来源：IMF，海通证券研究所，截至 2021 年。

图18 日本海外投资分布情况（%）


资料来源：日本财务省，海通证券研究所，截至 2021 年。

此外，日本政府还本付息压力也将加大。自 2016 年实施 YCC 政策以来，日本国债收益率接近为 0%；不过，自 2021 年下半年后不断上行，尤其是近期的大幅上行，将使得日本政府还本付息增加，财政压力加剧。截至 2022 年 2 季度，日本政府杠杆率已经达到历史新高的 233.6%。

图19 日本国家债务清偿趋势


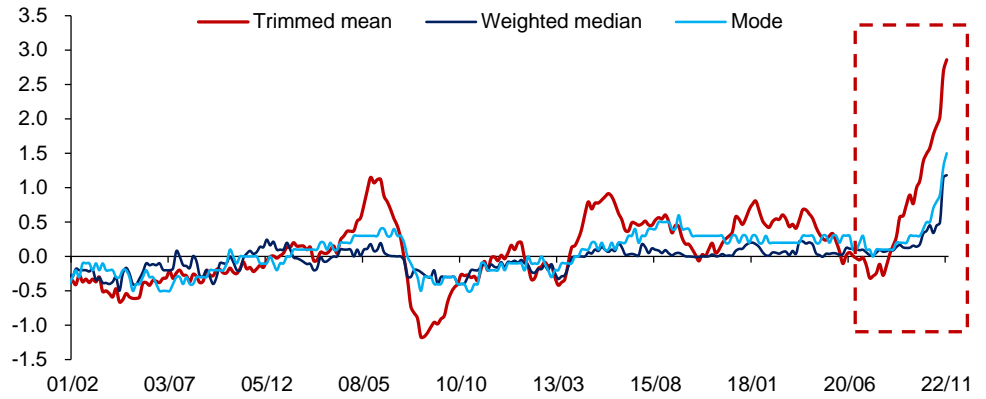
资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 日本央行：艰难的两个选择

日本央行后续货币政策变化的关键仍是日本通胀。当前日本通胀已经来到近 40 年来新高，核心通胀来到历史高位。尽管日本央行一再强调通胀压力主要来自原材料价格的上涨，日本工资收入没有明显抬升，但欧元区的通胀压力主要也不是来源于需求，而是来自原材料价格的上涨和供给端的约束。

此外，日本央行行长黑田东彦在 12 月 26 日演讲称，日本的劳动力市场状况预计将进一步收紧，企业的价格和工资设定行为也可能会发生变化。日本正处于打破泡沫经济破灭以来长期低通胀、低增长的关键时刻。

根据日本央行测算，截至去年 11 月，日本核心潜在通胀也已经上行至历史高位，无论是通过截尾平均测算，还是加权平均测算，均是如此。日本面临的通胀压力或持久。

图20 日本核心潜在通胀也已上行至有数据以来新高(%)


资料来源：BOJ，海通证券研究所，注：潜在通胀测算剔除了消费税上调、免费教育以及旅行补贴等政策的影响。

我们在报告《2023：货币与通胀，能否“和解”？》中指出，对于日本央行来说，有两个选择，一个是继续维系 YCC，不再上调利率上限，等待通胀能够自然回落。但这样短期内市场对日本国债的需求依然低迷，市场抛售或难停止，而日本央行将不得不继续加大购债，压力持续集聚。

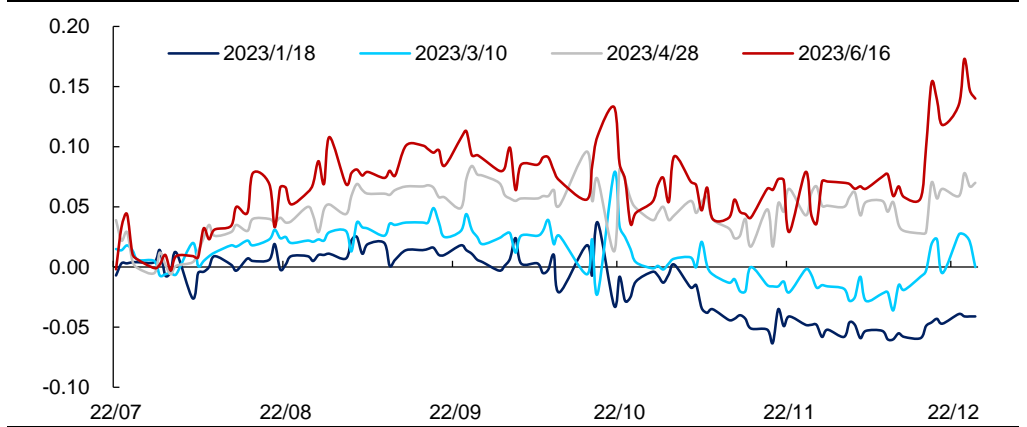
另一个选择是日本央行继续上调利率上限，甚至在 2023 年有放弃 YCC 的可能性，但这样做的冲击是巨大的。上文我们已经分析过，日本央行货币政策的调整将对各类资产价格以及金融机构产生较大的影响。例如，截至 2022 年 9 月底的半年，日本央行持有的日本国债已经出现了 8700 多亿日元的亏损。

当前市场预期日本央行未来将继续调整 YCC 政策，例如，10 年期日元 OIS 利率仍然持续高于日本 10 年期国债利率；且截至去年年底，市场也预期日本隐含政策利率水平大幅上行。

图21 与 10 年期日元 OIS 相比，日本国债利率还存在向上调整的空间


资料来源：Bloomberg，Wind，海通证券研究所

图22 市场预期日本隐含政策利率显著上升(%)



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所，截至2022年12月31日。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。