

宏观点评 20221220

日本央行意外“加息”透露了什么信号？

2022 年 12 月 20 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

■ 日本央行终于搭上了 2022 年加息的“末班车”。在美联储刚刚放缓加息节奏的时候，日本央行却意外宣布扩大国债利率波动的区间——实质上的效果相当于加息，日债利率可以上涨到更高的水平，而这是日本社会融资利率的重要基准。我们在此前报告中已经提示今年下半年的一个重要的灰犀牛是日本央行放宽 YCC（收益率曲线控制政策）区间的范围，而且我们提示日央行会采取超预期的方式（虽然今天距离年底只有 10 天了）。那么在这个时点上日本的“反常”对于全球经济和市场意味着什么？

■ 我们主要从三个层面进行分析，从政策上看，我们认为日本央行意外“加息”确认了海外货币政策迎来了紧缩放缓的拐点；但是短期看，年末全球流动性将面临大考，对流动性敏感的资产将面临阶段性冲击，对中国来说港股可能首当其冲；从政策变化背后因素来看，明年国内可能要警惕疫情优化后的通胀超预期冲击。

■ 日本央行意外“加息”标志着海外货币政策迎来了紧缩拐点。YCC 作为日本央行主要的利率政策工具，其调节十分缺乏灵活性，在一轮经济周期中，日本利率的调整频率和幅度远远不及其他欧美发达经济体，例如 2015 年至 2018 年的紧缩周期中，美联储加息 9 次，加息 225bp，日央行 YCC 区间仅扩大一次，上调 10bp。而 2021 年以来的本轮紧缩周期，YCC 区间已经调整两次、累计扩大 30bp。

除此之外，考虑到 2023 年全球经济放缓的风险、美联储继续加息的空间有限以及日元的贬值压力将大幅缓解，我们预计 YCC 区间再次上调的可能性不大，欧美央行加息峰值也陆续出现，向前看，我们对于 YCC 的解读是海外货币政策迎来了由快到慢的紧缩拐点。

■ 从核心资产层面，日本央行的“火上浇油”会更加坚定美联储放缓紧缩的决心。日本央行 YCC 的调整影响最大的市场可能就是美债。因为之前很长一段时间利用低息的日元购买美债赚取利差是全球最流行的 carry trade 之一。今年以来由于债券和汇率的大幅波动，海外投资者持续减持美债，叠加美联储的缩表，美债市场流动性下降、收益率波动明显，YCC 无疑会进一步加剧这一情形——如图 4 所示，日本央行扩大 YCC 区间往往会导致日本对外债券投资减少甚至萎缩。作为美国最核心的资产，美债市场的稳定性会直接影响美联储的政策态度（具体可参考 2019 年和 2020 年），预计美联储在后续的紧缩以及预期引导上会更加谨慎。

■ 对全球资产有何影响？对债市冲击大于股市，对欧美市场冲击大于新兴市场。重仓美国是日本对外投资最大的特点，我们从日本对外投资的分布情况来看，债券投资多于权益投资，其中权益资产主要集中在美国，债券投资则更加分散，除了美国还有欧洲主要国家。值得注意的是日本对于欧美之外的市场投资规模较小，而且更青睐权益，以全球最大的养老金日本 GPIF 为例，2021 年其在中国的投资约 16 万亿日元，基本上全为权益。

因此从外资流动的角度来说，日本 YCC 政策对于中国市场的直接影响比较有限。

■ 不过短期内临近年末，YCC 的调整将使得全球流动性面临大考，对相关市场造成冲击，对于中国来说港股会比较脆弱。应该说日本 YCC 调整选择的时点对于市场来说并不友好，一般而言由于年末考核的原因，全球主要银行金融机构临近年末时通常倾向于控制甚至适当缩减资产负债规模，往往会带来资金基本面的紧张。

2022 年由于地缘政治形势紧张、美联储加速紧缩等原因，全球流动性整体持续恶化，YCC 短期内可能会进一步加剧这一紧张的环境，这也是日本央行要额外扩大月度国债购买规模的重要原因之一。但许多流动性敏

相关研究

《解读中央经济工作会议：多大决心？哪些抓手？》

2022-12-17

《11 月经济：数据的“坏消息”是政策的“好消息”？》

2022-12-16

感的资产在年末仍将面临大考，对于中国来说，港股往往是首当其冲。

- **除了市场方面的影响，可能另一个耐人寻味的关键词可能是“通胀”。**由于商品价格大涨、汇率大幅贬值等因素，日本国内通胀大涨，10月已经升至3.7%，上一次出现如此高的通胀还要回到1991年。尤其值得注意的是日本疫情在3月逐步放开，8月确诊达峰后，CPI环比开始明显加速，10月季调环比增长0.6%，创下2014年4月以来新高。此前一直秉持要保持宽松的日本央行，在年末突然改弦易张，背后很有可能受到通胀加速的影响。

对于中国来说，当前通胀尚不构成问题，但是疫情优化以及确诊达峰之后，通胀环比加速也是大概率事件，届时政策会如何应对？日本央行的超预期举动可能算是敲响了警钟。

- **风险提示：**海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

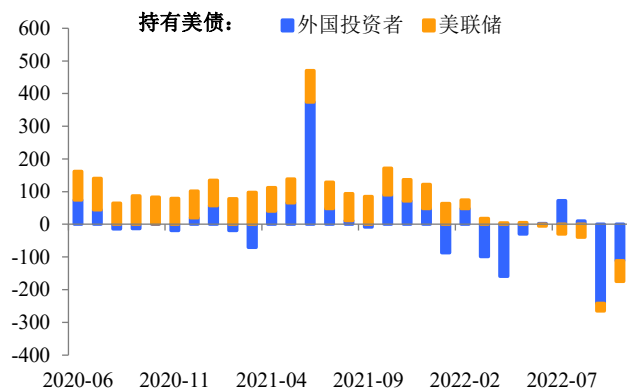
图1: 2022年12月日本第三次扩大YCC政策利率区间, 复苏为三次之最



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022年外国投资者和美联储减持美债

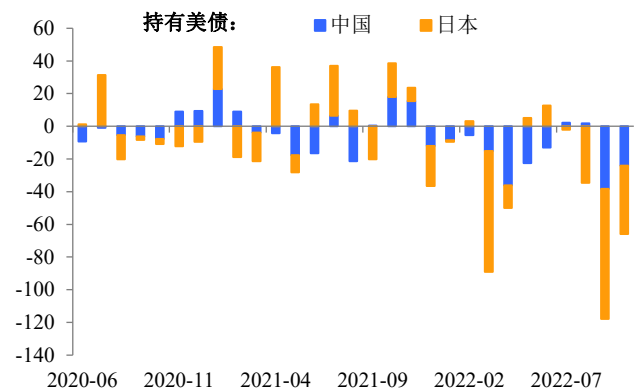
环比变化: 十亿美元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

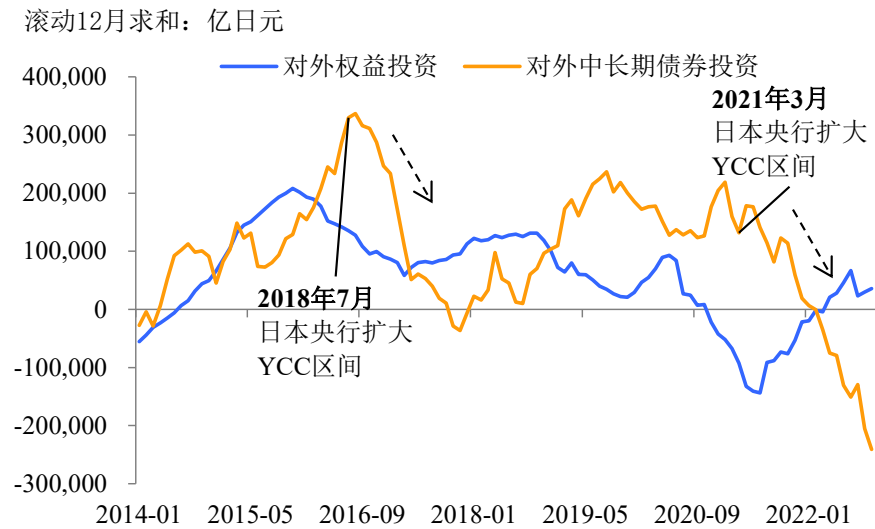
图3: 2022年中国日本减持美债

环比变化: 十亿美元



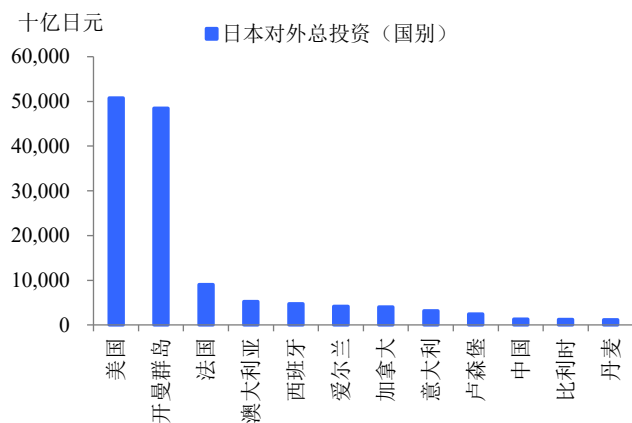
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：日本对外权益和中长期债券投资变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

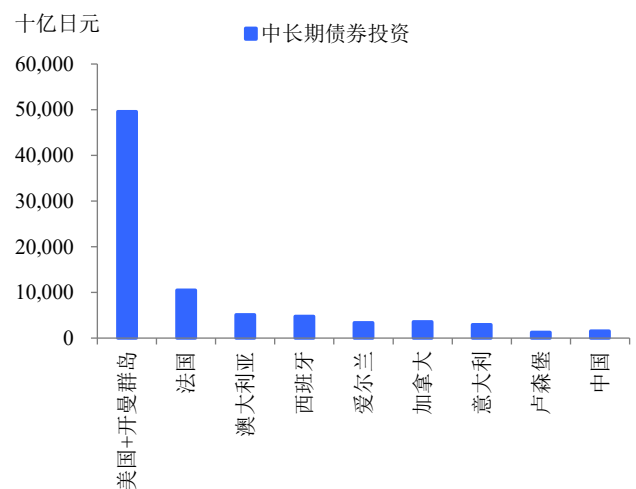
图5：日本对外证券投资国别总额



注：我们使用 2014 年以来累计值来代替投资存量，下同

数据来源：东吴证券研究所

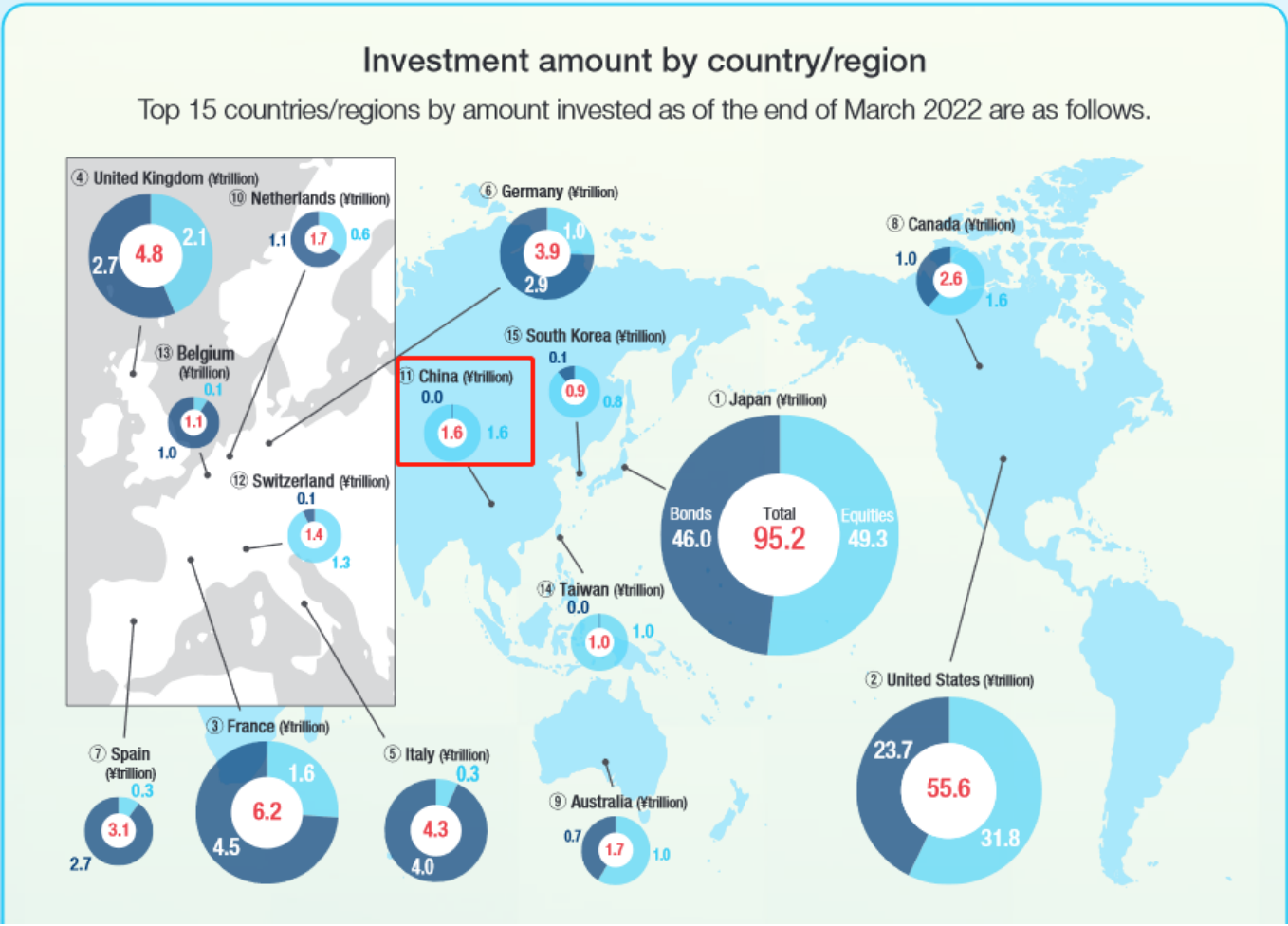
图6：日本中长期债券对外投资总额 TOP10



注：投向开曼群岛的资金往往最终流向美国市场，所以将两者合并分析

数据来源：东吴证券研究所

图7：以日本养老金 GPIF 为例，在中国投资体量小，且仅投资权益



数据来源：GPIF，东吴证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50408

