

海外宏观周报

如何理解日本央行上调 YCC 目标

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn
李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



平安观点：

- **本周焦点简评：如何理解日本央行上调 YCC 目标？** 2022 年 12 月 20 日，日本央行意外调整了收益率曲线控制（YCC）目标：将 10 年期日本国债的收益率目标浮动区间从 $\pm 0.25\%$ 上调至 $\pm 0.5\%$ 。我们认为，主要有以下三方面原因：首先，日本收益率曲线控制使期限利差过度扭曲，增大了市场风险。其次，日本央行干预债券收益率的难度和成本上升。再次，日本货币政策需要更加重视通胀风险。不过需要强调的是，提振日元汇率不是本次政策调整的主要考量。展望未来一段时间，日本央行货币政策进一步调整的风险上升。**进一步上调 YCC 目标、或全然放弃 YCC 政策、甚至转变货币宽松立场（开启加息），都是可能的政策选项。**这可能为日本经济、日本金融市场乃至全球金融市场带来新的风险。对日本经济而言，财政支出能力或进一步受限，从而威胁经济增长前景。对日本债券市场而言，日债波动风险可能上升。对日元汇率而言，**日元汇率反弹或得到加持，但前提是排除日债波动风险。**对全球市场而言，**日本央行政策变动可能对美债市场乃至全球金融市场带来冲击。**日本货币政策收紧，或引发日元融资成本上升，这一成本压力或波及全球市场。美债市场或首当其冲。
- **海外经济跟踪：**1) 美国住房市场大幅降温，成屋销售、营建许可、新屋开工均超预期下跌，新屋销售有所增长。2) 美国密歇根通胀预期指标超预期降温，PCE 物价指数如期回落。3) 美国 12 月消费者信心有所改善，就业市场依然强劲。4) 欧元区消费者信心指数小幅回升，英国三季度 GDP 超预期萎缩。
- **全球资产表现：**1) **全球股市：**全球股市涨跌互现，欧洲股市与部分新兴股市收涨，其余多数地区股市收跌。美股方面，道指整周涨 0.9%，纳指、标普 500 整周分别跌 1.9% 和 0.2%。2) **全球债市：**美债收益率普遍走高，10 年期美债收益率上涨 27BP 报 3.75%，刷新 11 月末以来高位。3) **大宗商品：**大宗商品价格集体收涨，布伦特和 WTI 油价整周分别大涨 6.2% 和 7.1%，分别收于 83.92 和 79.56 美元/桶。原油连续第二周累计上涨，并创 10 月上旬以来最大单周涨幅。4) **外汇市场：**日元领涨，美元指数小幅下跌。美元指数整周小跌 0.5%，收于 104.3。
- **风险提示：**地缘冲突发展超预期，全球通胀压力超预期，全球经济下行压力超预期，海外货币政策走向超预期等。

一、如何理解日本央行上调 YCC 目标

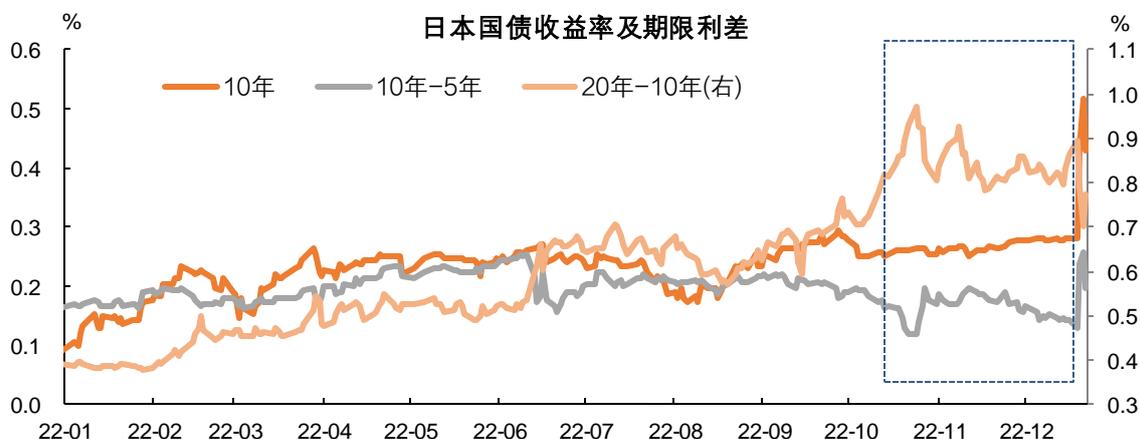
2022 年 12 月 20 日，日本央行意外调整了收益率曲线控制（YCC）目标：将 10 年期日本国债的收益率目标浮动区间从 $\pm 0.25\%$ 上调至 $\pm 0.5\%$ 。此外，日本央行表示，在市场功能下降的情况下，委员会一致决定重新评估其收益率曲线控制措施的操作。日本央行还宣布了例行计划外债券购买操作，提出从 12 月 21 日起以固定利率无限额购买 10-25 年期日本国债；并将 1-3 月日本国债购买规模提高至 9 万亿日元/月。

日本央行此前维持 YCC 目标，主要有三方面原因：一是，日本央行认为日本暂时走高的通胀不是需求引发的，货币政策不宜对此反应。二是，日本央行认为，“弱日元”对日本经济而言利大于弊，且稳定汇率不是央行的主要目标。三是，货币政策框架不宜轻易变化，否则可能引发市场剧烈波动。正如 2022 年 6 月中旬市场押注日本央行放弃 YCC，导致日债期货暴跌。

如何理解本次上调 YCC 目标？我们认为，主要有以下三个原因：

首先，日本收益率曲线控制使期限利差过度扭曲，增大了市场风险。日本 YCC 政策主要是捍卫 10 年期日债利率不超过 0.25% 这一红线，但对其他期限日债利率并未明确目标。2022 年 9 月以来，10 年期日债利率基本都保持在略高于 0.25% 的位置，日本央行通过购债艰难地捍卫着这一目标。与此同时，其他期限日债利率在缺乏央行干预的背景下更快攀升，这也导致了日债收益率曲线的“扭曲”。例如，10 年与 5 年日债利差过快收窄（10 月 21 日曾低于 0.12%、创 2020 年 9 月以来新低），20 年与 10 年日债利差大幅走阔（10 月 24 日曾升至 0.97%、创 2013 年以来新高，且基本处于历史最高水平）。这可能加大金融风险，正如日本央行声明中解释道：“不同期限债券利率之间的相对关系以及现货和期货市场之间的套利关系方面……如果这样的市场状况持续下去，可能会对金融状况产生负面影响”。值得一提的是，在 YCC 框架调整后，随着 10 年期日债利率跃升，上述期限利差水平得到了快速“修正”，基本重回 2022 年 10 月以前的水平。

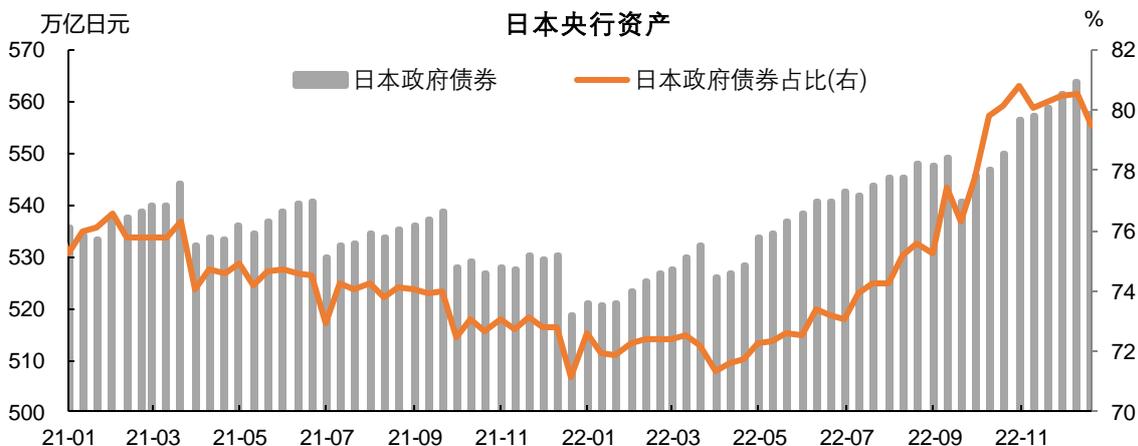
图表 1 2022 年 10 月以来，日本债券期限利差明显偏离历史表现



资料来源：Wind, 平安证券研究所

其次，日本央行干预债券收益率的难度和成本上升。2022 年 6 月以来，随着 10 年日债利率不断“破位”，央行被迫加大购债力度。尤其是，这样的压力是“前所未有的”，因 10 年日债利率此前长期保持在目标下方，日本央行仅通过预期引导已达到 YCC 目标（参考我们报告《日元贬值与日债风波下一步》）；但这一次，日本央行“真刀真枪”地入市干预，干预成本很大。从日本央行资产端看，2022 年四季度以来，其持有政府债券规模和占总资产中的占比均不断上升。而从日本国债的持有人结构来看，截至今年三季度末日本央行持有的日本政府债券份额按市值计算首次超过 50%。

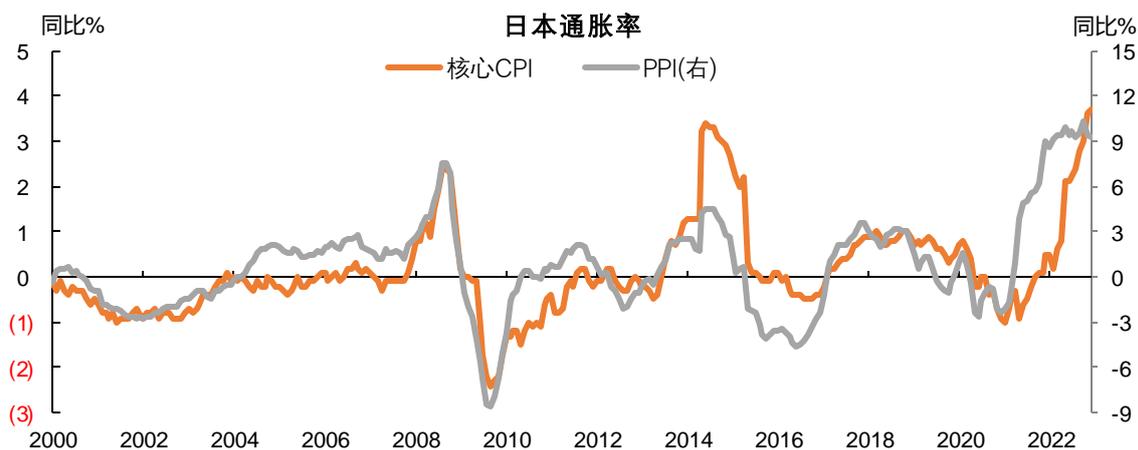
图表2 2022年四季度以来，日本央行持有政府债券规模和占比进一步上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

再次，日本货币政策需要更加重视通胀风险。事实上，日债利率的上行压力，一方面源于美欧央行强力紧缩，另一方面归因于日本国内通胀压力持续上升。继而市场不断怀疑央行 YCC 政策的可持续性，并且选择与央行“作对”。截至 2022 年 11 月，日本核心 CPI 同比已升至 3.7%，刷新 1980 年代以来新高；日本 PPI 同比自 2022 年以来持续保持在 9% 以上，曾于 9 月升破 10%。虽然日本通胀率相较美欧不算高，但对长期通缩的日本而言，目前的通胀压力已经十分明显。此外，日本央行漠视通胀的理由似乎也存在风险，虽然需求不足是不争事实，但供给因素引发的通胀仍可能破坏物价稳定、干扰经济增长，这已经是欧美的教训。我们认为，日本央行需要对通胀保持足够警惕。

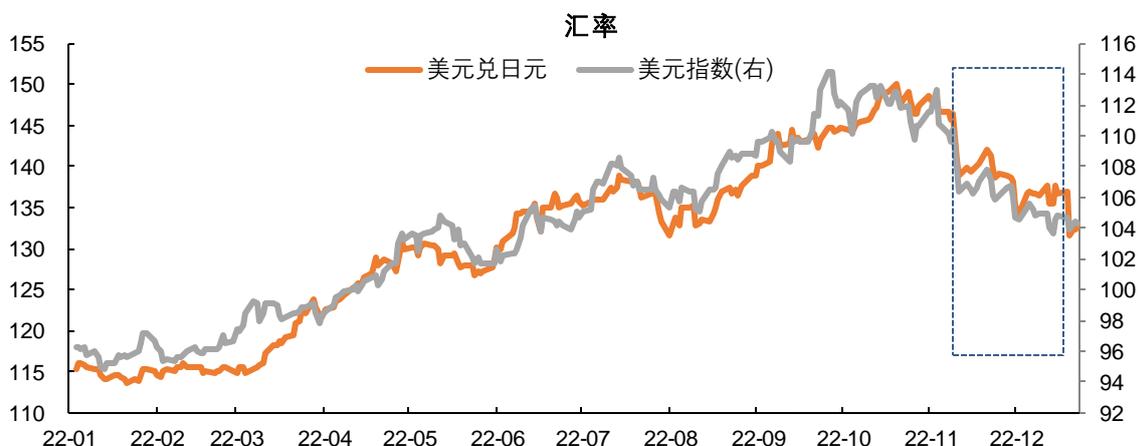
图表3 日本核心 CPI、PPI 增速均刷新本世纪历史新高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

不过需要强调的是，提振日元汇率不是本次政策调整的主要考量。一方面，维持汇率稳定的职责在日本财务省而非日本央行，继而日本央行历来对汇率问题保持漠视。另一方面，2022 年 11 月以来，随着美国通胀降温、美联储暗示放缓加息节奏，美元指数已经阶段回调，美元兑日元汇率也从近 150 的水平回落至 135 附近、为 9 月以来最低水平。在此节点上，仅日元贬值压力更不足以驱动日本央行的政策调整。

图表4 2022年11月以来，美元汇率回落、日元汇率反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

展望未来一段时间，日本央行货币政策进一步调整的风险上升。首先，日本央行目前并未放弃宽松的政策立场。正如其本次声明强调，YCC 框架的调整旨在平滑收益率曲线的同时“保持宽松的金融条件”。黑田行长也表示，此次调整并非退出 YCC 战略的一步。然而，我们认为，日本央行执行 YCC 乃至维持货币宽松的定力已然不够坚定。此次 YCC 框架的调整一定程度上表现出，日本央行内部已经开始对 YCC 政策产生怀疑。未来一年，美欧央行仍有一定加息空间，且政策可能维持紧缩立场。在此背景下，如果未来日本通胀压力继续上升，日本央行维持 YCC 和货币宽松的合理性或进一步打折。因此，**进一步上调 YCC 目标、或全然放弃 YCC 政策、甚至转变货币宽松立场（开启加息），都是可能的政策选项。2023 年 4 月，被认为是“安倍经济学”坚定支持者的黑田行长将卸任，日本货币政策或更具备调整契机。**

若日本央行货币政策框架发生调整，可能为日本经济、日本金融市场乃至全球金融市场带来新的风险。

对日本经济而言，财政支出能力或进一步受限，从而威胁经济增长前景。事实上，随着通胀压力上升，近期日本国内对货币宽松“副作用”的担忧加剧，包括金融市场功能下降、日元贬值等直接影响，以及由于货币宽松过于坚定而派生的“财政纪律不足”问题。随着本次 YCC 框架调整以及日债利率上行，日本财政压力将进一步加剧。截至 2022 财年，日本政府支出中，“国家清偿债务”费用较疫情前高出约 2 万亿日元，占比已经基本回升至新冠疫情前水平（22-23%）。未来，如果偿债成本进一步上升，用于民生保障的财政支出空间或更受挤占，日本税收压力也会增大，最终可能削弱经济增长前景。

图表5 截至 2022 财年，日本政府支出中“国家清偿债务”占比已经基本回升至新冠疫情前水平



请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

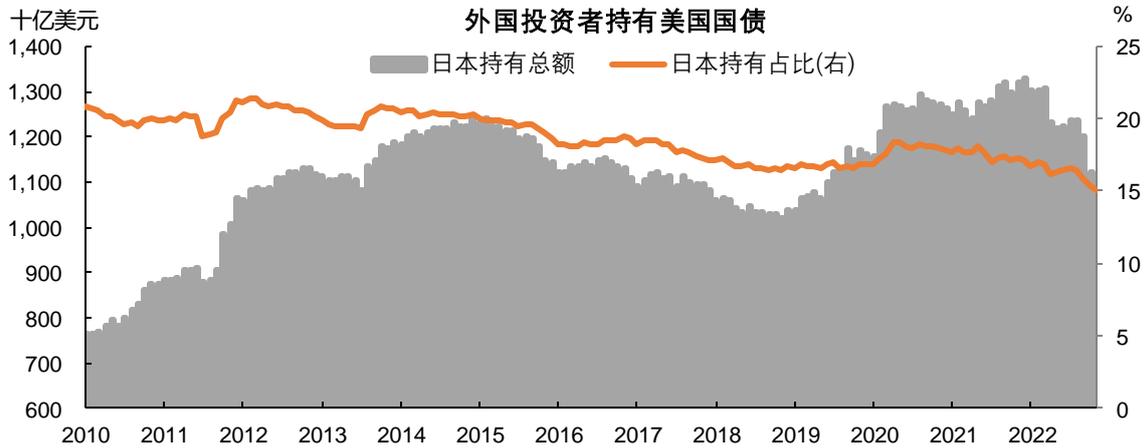
资料来源: Wind, 平安证券研究所

对日本债券市场而言，日债波动风险可能上升。本次 YCC 框架调整，一定程度上可视为日本央行面对日债抛售压力的一次“让步”。未来一段时间，不排除市场进一步押注 YCC 框架调整，进而引发日债市场波动。

对日元汇率而言，日元汇率反弹或得到加持，但前提是排除日债波动风险。历史经验显示，日元汇率在美欧衰退背景下，“避险属性”有望回归（参考我们报告《日元“避险属性”再审视》）。本次 YCC 框架调整可能进一步为日元提供支撑，截至 12 月 23 日当周，日元兑美元汇率大幅反弹近 3%。不过，日元汇率波动的风险或也值得警惕，如果日债市场未来发生抛售行为，日元汇率可能阶段性承压。

对全球市场而言，日本央行政策变动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。截至目前，日本仍然是美债最大外国持有国。虽然新冠疫情以来，随着美债增发，日本新购美债相对克制，日本持有美债占比有所下滑，但截至 2022 年 10 月仍保持 15% 左右份额。日本货币政策收紧，或引发日元融资成本上升，这一成本压力或波及全球市场。其中，美债市场或首当其冲。截至 12 月 23 日当周，10 年期美债收益率整周上涨 27BP 至 3.75%，刷新近一个月以来高位。

图表6 在所有海外投资者中，日本持有美债份额仍高达 15% 左右



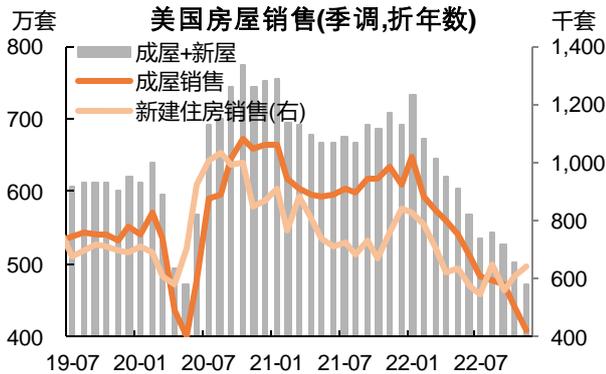
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、海外经济跟踪

2.1 美国经济：地产大幅降温，通胀指标超预期回落，消费者信心改善，就业市场依然强劲

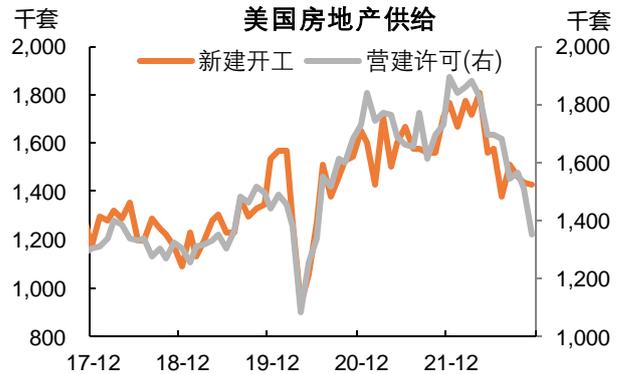
美国住房市场指标继续大幅降温。美国全国房地产经纪人协会发布的数据显示，11 月美国成屋销售环比下降 7.7% 至 409 万套，差于市场普遍预计的下降 5.9% 且为 2020 年 5 月以来最低值。美国成屋销售已连续下滑 10 个月，延续了自 1999 年有可比数据以来连续下滑时间最长的记录，较今年 1 月的近期峰值下降了约 37%；11 月美国新屋销量增长 5.8% 至 64 万套，高于预期 60 万套，10 月的销量被向下修正为 60.5 万套；美国 11 月新屋开工环比跌 0.5% 至 142.7 万户，为连续第三个月下滑，预期 140 万户，前值为 143.4 万户；11 月营建许可环比跌 11.2% 至 134.2 万户，为 2020 年新冠疫情爆发初期以来的最大跌幅，预期为 148 万户，前值为 152.6 万户。由于美联储预计明年将进一步加息，加上美国经济陷入衰退的可能性，美国房地产市场在明年大概率依然疲软。

图表7 美国成屋销售创 2020 年 5 月以来新低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

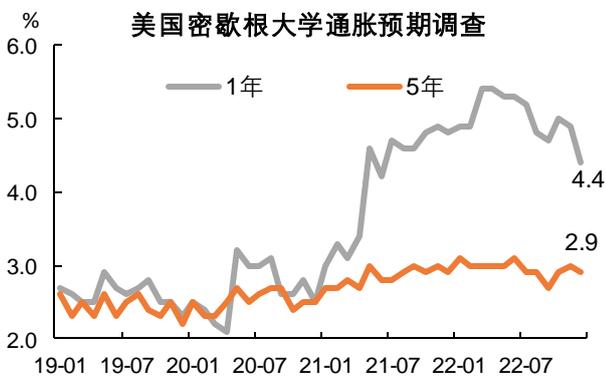
图表8 11 月营建许可创疫情爆发以来最大跌幅



资料来源: Wind, 平安证券研究所

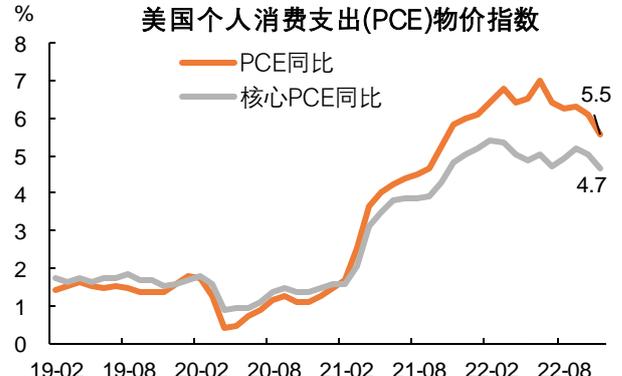
美国密歇根通胀预期指标超预期回落，PCE 物价指数如期降温。12 月 23 日周五，美国密歇根大学公布数据显示，美国消费者对未来五年的通胀预期降至 2.9%，低于预期与前值 3%；对未来一年的通胀预期为 4.4%，创 2021 年 6 月以来新低，低于预期和前值 4.6%。此外，美联储最青睐的通胀指标 PCE 也持续降温。美国商务部公布的数据显示，美国 11 月 PCE 物价指数同比增长 5.5%，与市场预期持平，前值 6%，为连续第五个月放缓，且创 2021 年 10 月以来新低。剔除食品和能源价格的核心 PCE 物价指数 11 月同比增长 4.7%、市场普遍预期 4.6%、前值 5%。11 月核心 PCE 物价指数环比增长 0.2%，与市场预期一致，前值修正值为 0.3%。美国通胀正在进入连续的下滑区间，但仍未达到美联储寻求暂停加息的程度。

图表9 1 年期通胀预期创 2021 年 6 月以来新低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

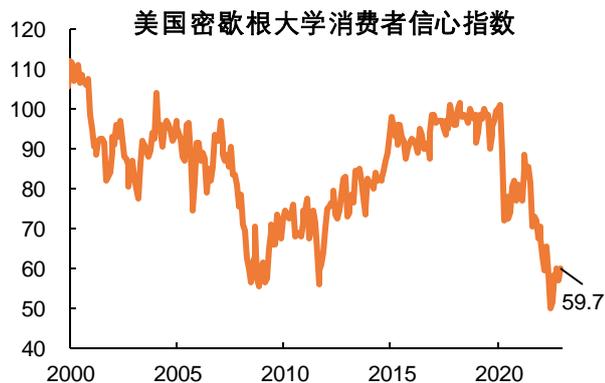
图表10 美国 11 月 PCE 物价指数如期回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

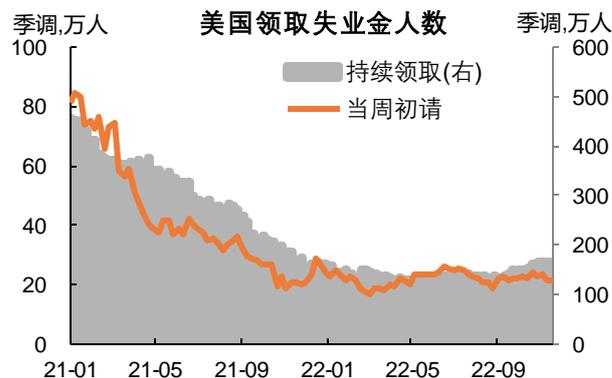
美国 12 月消费者信心有所改善，就业市场依然强劲。12 月 23 日周五，密歇根大学公布的报告显示，美国 12 月密歇根大学消费者信心指数从 11 月份的 56.8 上升至 59.7，高于预期的 59.1。尽管该指数在 12 月份有所增长，但持续了一整年的高通胀仍使得美国消费者的情绪较为低迷。截至 12 月 17 日当周，美国初请失业金人数小幅上升至 21.6 万人，但仍低于预期 22.2 万人，前值经向上修正为 21.4 万人。截至 12 月 3 日当周，美国续请失业金人数为 167.2 万人，低于预期 167.5 万人，前值经向上修正为 167.8 万人。低于预期的初请与续请失业金人数意味着美国劳动力市场依然紧张，为美联储明年继续加息提供支撑。

图表11 美国 12月消费者信心指数小幅回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 美国初请与续请失业金人数均低于预期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

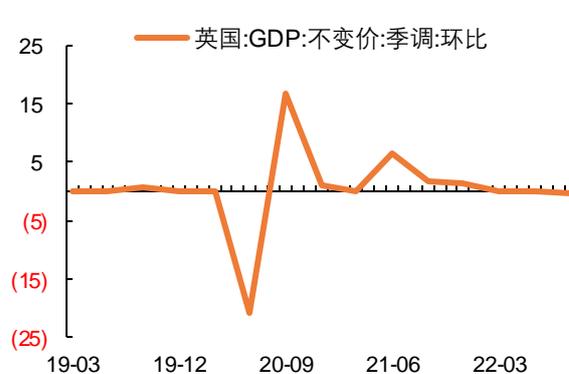
2.2 欧洲经济：欧元区消费者信心指数小幅回升，英国三季度 GDP 超预期萎缩

12月20日公布的数据显示，欧元区12月份消费者信心指数初值较前值-23.9小幅回升，录得-22.2，低于市场预期的-22。该指数虽然已连续3个月回升，但仍远低于疫情前水平，消费者对欧洲未来经济的预期较为悲观。英国国家统计局周四公布的数据显示，英国7-9月国内生产总值(GDP)较前三个月下降0.3%，此前预计收缩0.2%。与4-6月的环比小幅增长0.1%相比，经济有所下滑。英国第三季度经济收缩的速度较预期更快，且短期内通胀仍将处于高位，经济前景黯淡，衰退预期进一步增强。

图表13 欧元区消费者信心指数小幅回升



图表14 英国三季度 GDP 超预期萎缩



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_50571

