

日银异动：一次性政策调整，还是持续紧缩开端？

报告发布日期

2022年12月29日

研究结论

- 12月20日上午，日本银行（BOJ）在12月份货币政策会议（MPM）上意外调整货币政策，将收益率曲线控制策略（YCC）的目标区间扩容25bp：以0为10年期日债收益率中枢，目标区间从 $\pm 25bp$ 调整至 $\pm 50bp$ 。
- YCC调整的动机：**目前政策可持续性的关键症结在于贸易赤字—日元贬值的负循环压力。9月以来财务省大规模的汇率干预，证明此前的YCC政策可持续性已经遭遇严重挑战。此外，YCC还造成了金融机构利润挤压、日债（JGB）市场功能失灵等副作用。
- YCC调整的时机：**-1）12月MPM当周是圣诞节，随着节日季临近，市场交易清淡，日银“圣诞突袭”面对的持续做空日债的力量相对较为薄弱。-2）11月Fed利率会议之后，美联储边际转鸽，美债收益率曲线从10月底开始已经出现幅度可观的下沉。对于日银尝试松动YCC来说，当前是一个难得的外部压力缓和的窗口期。-3）12月MPM之前不久，刚刚公布了11月东京都会区CPI读数，CPI同比3.8%，大超预期。随后的货币政策边际调整，可能在更大程度上获得控制通胀风险作用的认可；-4）此前实施的YCC政策内容可持续性已经遭到了严重破坏，黑田凭借其魄力，抓住当下这个确定性的机会窗口，为BOJ的下一任班子保留了更大的腾挪空间、时间。
- 在完成了YCC区间的调整之后，BOJ下一步有两个政策选项：**-1）上调基准利率，终结负利率；-2）退出YCC。至于日银是否、何时作出下一步政策调整，就不再仅仅是策略性的时机考虑，而是需要回归到货币当局决策的根本性目标和依据。
- 日银近年来真正具有根基性的政策目标，是实现持续稳定的通胀。**一切政策设计和调整，以实现可持续的2%通胀目标为最终依据。而这个目标又可以进一步凝练为**日本就业市场上的工资增速目标**。当前日银、岸田政府以工资为代表的政策关注点的共振，迹象已经比较清晰了，工资问题将持续扮演日银的关键决策依据。
- 23Q1可能是塑造BOJ后续政策路径的关键窗口期，催化剂在于：**-1）春斗实现的工资增速是否能够逼近3%；-2）人事换届进程。期间BOJ将在1月、3月、4月召开3次货币政策会议，其中3月会议是黑田任上最后一次MPM。
- 除了日本自身因素之外，外部因素也对后续BOJ政策路径存在关键影响。**展望23年，Q1本身也是外部货币政策演进的重要窗口期，期间预计Fed、ECB同步接近加息终点，外部环境看起来将更像是趋势缓和。风险在于：-1）Fed转向交易在22Q4已经较为充分。相较于预期，政策偏鹰的风险确实大于偏鸽的风险；-2）期间通胀发生意外性的上扬。
- 影响：**-1）政策不确定性增加。市场将会更加畏惧BOJ的政策不确定性，此后每一次BOJ货币政策会议前后，市场的反应和波动可能都会更加强烈。-2）套息交易头寸收缩。当利率上升，日元升值，套息交易将不可避免出现部分逆转，头寸收缩带来全球范围内的流动性紧缩效应。-3）资金配置回流日本本土市场。利差收窄之后，日债相对于海外资产的相对配置价值上升，本国投资者可能考虑从海外资产当中抽身，增加日债配置。在政策有序退出，日元有序升值情况下，影响有限。
- 风险情形：全球利率上行环境下的BOJ转向。**如果2023年全球利率上行、央行政策紧缩的环境延续，那么日银加入紧缩队伍有可能形成市场的负面螺旋，对流动性形成较大的挤压。

风险提示

日银货币政策调整具有不确定性。
日本通胀和工资增速超预期的风险。

证券分析师

王仲尧 021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

孙金霞 021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

曹靖楠 021-63325888*3046
caojingnan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010001

联系人

吴泽青 wuzeqing@orientsec.com.cn

相关报告

标题	日期
英国政治变局：通货膨胀、党内分歧与新财政预算法案	2022-12-01
2023 海外宏观年度展望：下山的路	2022-11-30
美国：通胀新变化，联储转向点？	2022-11-08

目录

YCC 调整的动机：可持续性动摇，调整是必然	4
YCC 调整的时机：尝试理解日银的策略性选择	6
“圣诞突袭”之后：一次性政策调整，还是持续紧缩开端？	7
下一步是什么？	7
决策依据（观测指标）是什么？关键在通胀&工资	7
催化剂 1：“春斗”	9
催化剂 2：日银换届	10
外部因素：当 Fed 鸽时，BOJ 转鹰？	10
总结&前瞻	11
影响	11
政策不确定性增加	11
套息交易头寸收缩	12
资金配置回流日本本土市场	12
风险情形：全球利率上行环境下的 BOJ 转向	13
风险提示	14

图表目录

图 1: BOJ12 月 MPM 声明.....	4
图 2: 美日 10y 利差 (bp) vs 美元兑日元汇率 (YTD)	5
图 3: 日本贸易差额 (百万日元) vs WTI 原油价格 (美元)、美元兑日元汇率.....	5
图 4: JGB 收益率期限结构 (%): YCC 调整前 (12.19) vs 调整后 (12.28)	6
图 5: JGB 持有者结构 (%): 2022 年 9 月.....	6
图 6: 日元 OIS (%) : 12.19 vs 12.23	7
图 7: 美债收益率曲线 (%): 10.21 vs 12.23	7
图 8: 日本 CPI、核心 CPI 同比 (%)	8
图 9: 日本 CPI 同比的分项拉动 (%)	8
图 10: 岸田政府以加薪为核心政策纲领之一: 2022《税改大纲》	8
图 11: 日银政策委员会成员名单	9
图 12: 工资同比增长: 分项拆解 (%)	10
图 13: 历年春斗实现的工资增长目标 (%)	10
图 14: 联邦基金利率期货隐含的加息预期	11
图 15: 欧元 OIS 隐含的加息预期	11
图 16: 23 年 4 月前后的关键事件节点	11
图 17: 日元—美元日均外汇交易规模 (百万美元)	12
图 18: 美元指数、美元兑日元 (逆序, 阴影表示美元、日元同步走强)	12
图 19: 日本投资者持有的海外资产规模和类别 (2021, 亿日元)	13
图 20: 日本投资者净买入海外资产规模累计 (十亿日元): 2009 至今.....	13
图 21: 美日利差、汇率对冲成本、美日汇率对冲后利差 (bp)	13
图 22: 日本投资者海外债券净买入规模 (十亿日元)	13

东京时间 12 月 20 日上午，日本银行（BOJ）在 12 月份货币政策会议（MPM）上意外调整货币政策，将收益率曲线控制策略（YCC）的目标区间扩容 25bp：以 0 为 10 年期日债收益率中枢，目标区间从 $\pm 25\text{bp}$ 调整至 $\pm 50\text{bp}$ 。其他政策内容不变：维持负的基准利率不变（ -0.1% ），并进一步扩大日债购买，以捍卫新的 YCC 策略目标。

近几个交易日，在经历了政策意外的初次冲击后，市场逐渐归于平静。现在，重要的问题是：**BOJ 当前政策调整，究竟是“一次性”的紧缩冲击，还是一段持续性紧缩路径的开端？市场是否应当将 BOJ 进一步政策调整纳入 2023 年宏观环境的风险考量之中？**以及：-1）如果进一步调整，可能是什么操作？-2）可能出现在什么时段？-3）决策依据，或者说观察指标是什么？-4）可能产生怎样的影响？

图 1：BOJ12 月 MPM 声明

- b) Conduct of yield curve control
- While significantly increasing the amount of JGB purchases,¹ the Bank will expand the range of 10-year JGB yield fluctuations from the target level; from between around plus and minus 0.25 percentage points to between around plus and minus 0.5 percentage points.
- The Bank will offer to purchase 10-year JGBs at 0.5 percent every business day through fixed-rate purchase operations, unless it is highly likely that no bids will be submitted. In order to encourage the formation of a yield curve that is consistent with the above guideline for market operations, the Bank will make nimble responses for each maturity by increasing the amount of JGB purchases even more and conducting fixed-rate purchase operations.
- (2) Guidelines for asset purchases (a unanimous vote)
- With regard to asset purchases other than JGB purchases, the Bank decided to set the following guidelines.
- a) The Bank will purchase exchange-traded funds (ETFs) and Japan real estate investment trusts (J-REITs) as necessary with upper limits of about 12 trillion yen and about 180 billion yen, respectively, on annual paces of increase in their amounts outstanding.
- b) The Bank will purchase CP and corporate bonds at about the same pace as prior to the novel coronavirus (COVID-19) pandemic, so that their amounts outstanding will gradually return to pre-pandemic levels, namely, about 2 trillion yen for CP and about 3 trillion yen for corporate bonds. In adjusting the amount outstanding of corporate bonds, the Bank will give due consideration to their issuance conditions.

数据来源：BOJ、东方证券研究所

YCC 调整的动机：可持续性动摇，调整是必然

理解这次政策调整，需要首先认识到一个事实：此前实施的 YCC 政策可持续性已经较差，或早或晚，BOJ 都需要调整。

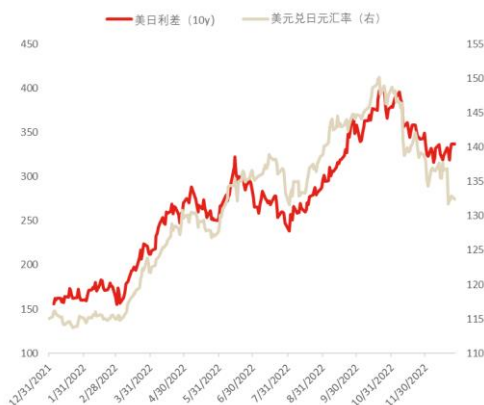
目前政策可持续性的关键症结在于贸易赤字—日元贬值的负循环压力。

今年在日本在实施超级量宽的过程中，产生了一些政策的“副作用”，首当其冲的是日元汇率问题。高通胀压力下，今年包括美国、欧洲、瑞士、加拿大、澳大利亚在内的全球多数央行进入了持续大幅加息的政策轨道，而日本则始终坚持负利率（NIRP）并坚守收益率曲线控制的政策目标区间（10y 日债收益率多数时候徘徊在 25bp 的区间上限附近），导致海外—日本利差大幅走阔，在利率的层面上引导日元呈现出持续贬值趋势，美元兑日元汇率（USDJPY）从年初的 115 一度上冲至峰值 150。

而以 YCC 为代表的 BOJ 超级量宽政策，最终服务的政策目的是提振需求、经济景气 and 日本的长期增长中枢。现在，日元大幅贬值导致同政策目标之间产生了矛盾。原因在于今年大宗商品涨价严重，日本又在贸易结构上高度倚赖能源等大宗商品进口，导致出现了大量的经常账户赤字。而

在此时发生的日元贬值，产生的主要作用不再是助推出口，而是进一步恶化输入性通胀和日元计价的经常账户赤字。这又导致贸易差额作为关键的基本面因素，反向加剧日元贬值，从而货币政策的超级宽松，在 22 年宏观环境之下促成了经济基本面恶化、汇率贬值之间的负循环。

图 2：美日 10y 利差 (bp) vs 美元兑日元汇率 (YTD)



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 3：日本贸易差额 (百万日元) vs WTI 原油价格 (美元)、美元兑日元汇率



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

最初，无论政府还是 BOJ，在公开言论当中都坚称日元贬值可控，与经济基本面不存在矛盾，目的在于捍卫货币政策宽松立场和稳定市场预期。但是汇率-基本面的负循环毕竟是个无法否认的事实，日元大幅贬值最终还是导致日本财务省下场干预外汇市场，通过买入日元的方式支撑日元汇率：根据财务省公告，日本财务省 9 月 22 日单日干预外汇市场动用 2.83 万亿日元，10 月又投放了 6.3 万亿。即便日本外汇储备体量庞大，但是从下半年如此情形来看，YCC 政策的可持续性显然已经遭受了严重的挑战。

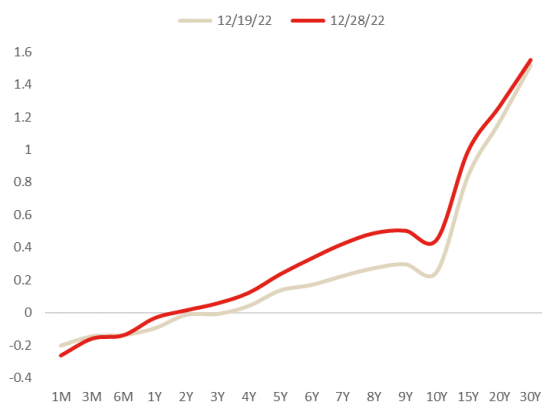
因此，放宽 YCC 目标区间，容忍 10y 日债收益率从 25bp 向 50bp 运行，利差收窄从而舒缓了日元的贬值压力，本质上是汇率贬值压力和利率上行压力之间的一次再平衡。此消彼长，11 月财务省也没有再继续进行外汇干预。

此外，YCC 还造成了金融机构利润挤压、日债 (JGB) 市场功能失灵等副作用。

由于 YCC 只在 10y 一个期限上设置了政策目标，今年多数时候，日债曲线的期限结构存在部分倒挂：5y 之后的部分十分平坦，而 7y 高于 10y。持续的曲线倒挂，伤害金融体系运行，挤压金融机构利润。而在 YCC 政策调整之后，10y 目标上限从 25bp 来到 50bp，曲线的倒挂得到修正，政策调整也就一并缓解了金融机构承受的压力。

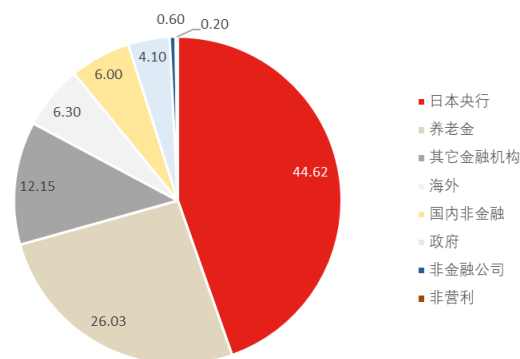
此外，BOJ 持续的大量购债，也使得 JGB 市场上的央行持有占比持续上升，再加上 YCC 的收益率目标控制，JGB 市场成交越发稀薄，市场功能失灵。但是，本轮 YCC 政策调整并不能解决这一问题，为了捍卫新的 YCC 目标，BOJ 决定扩大购债规模，这意味着将来日银可能还会在 JGB 供给当中吃进更大的比例，这种 JGB 市场功能失灵、交易萎缩的问题，在日银彻底放弃 YCC 前都不太可能得到解决。

图 4：JGB 收益率期限结构（%）：YCC 调整前（12.19）vs 调整后（12.28）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 5：JGB 持有者结构（%）：2022 年 9 月



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

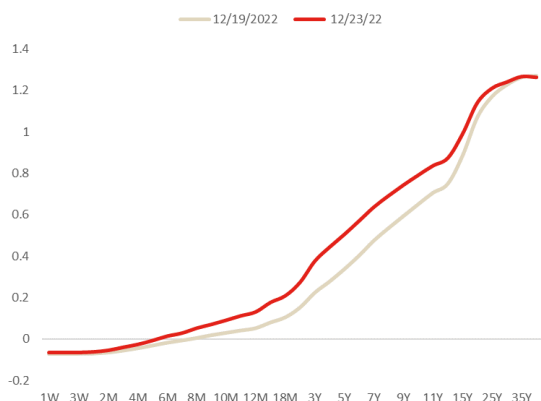
YCC 调整的时机：尝试理解日银的策略性选择

因此，市场并非对日银政策调整毫无预期。相较于动机，时机才是这次 BOJ 政策调整的预期差所在。

在 12 月货币政策会议之前，市场普遍将货币政策的调整同日银的人事换届挂钩，认为任何政策调整都更大概率在新任行长上台（23 年 4 月）之后再行推进。日元隔夜利率掉期（TONA OIS）在会前定价了 23 年约 30bp 的利率上行。但最终的结果是在 22 年圣诞假期前后，日银意外地实施了第一次 YCC 政策调整。以下几个方面或许有助于理解 BOJ 的时机选择：

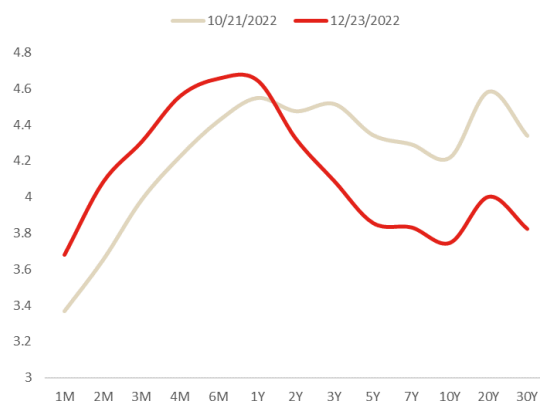
- 1) 12 月 MPM 当周是圣诞节，随着节日季临近，市场交易清淡，不少交易员已经进入假期状态，日银“圣诞突袭”面对的持续做空日债的力量相对较为薄弱。事后来看，10y 日债收益率在瞬时跳升后，有序向 50bp 靠拢，证明这波政策意外性冲击已经得到了较好的控制；
- 2) 11 月 Fed 利率会议之后，美联储边际转鸽，美债收益率曲线远端从 10 月底开始已经出现幅度可观的下沉。对于日银尝试松动 YCC 来说，当前是一个难得的外部压力缓和的窗口期。而这个窗口将来能否持续存在，Fed 政策预期和美债收益率是否还会反弹，是未知的；
- 3) 12 月 MPM 之前不久，刚刚公布了 11 月东京都会区 CPI 读数，CPI 同比 3.8%，核心 CPI（日本的核心 CPI 仅剔除新鲜食品）3.6%，大超预期。随后的货币政策边际调整，可能在更大程度上获得控制通胀风险作用的认可；
- 4) 市场此前猜测新任班子操刀政策调整，黑田平稳度过任期尾声，逻辑上合理。但事后来看，黑田班子选择在任内迈出政策调整的第一步，也存在其合理性。从上述“动机”分析中不难看出，此前实施的 YCC 政策内容可持续性已经遭到了严重破坏，既然早晚得调，不如抓住当下这个确定性的机会窗口。这样，黑田凭借其魄力，为 BOJ 的下一任班子保留了更大的腾挪空间、时间。

图 6：日元 OIS (%)：12.19 vs 12.23



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 7：美债收益率曲线 (%)：10.21 vs 12.23



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

“圣诞突袭”之后：一次性政策调整，还是持续紧缩开端？

政策落地之后，市场膝跳反射式的反应基本上完成了对本轮政策调整的定价。而接下来重要的问题是：本轮调整究竟是“一次性”的紧缩冲击，还是一段持续性紧缩路径的开端？市场是否应当将 BOJ 进一步政策调整纳入 2023 年宏观环境的风险考量之中？

下一步是什么？

在完成了 YCC 区间的调整之后，BOJ 下一步有两个政策选项：-1) 上调基准利率，终结负利率 (NIRP)；-2) 退出 YCC。

-1) 上调基准利率，终结负利率 (NIRP)。当前日本基准利率仍然维持在负区间 (-0.1%)，已是全球范围内较为少见的实施负利率政策的央行。而在 10y 日债利率上调之后，处于短端的基准利率具备了上调的空间（此前如向上调整，会导致整个利率曲线进一步扁平化）。将基准利率带离负区间（调至 0 或 0-0.1%）可能成为 BOJ 政策正常化的下一步。

-2) 退出 YCC。在 YCC 区间扩至 $\pm 50\text{bp}$ 之后，进一步扩大目标区间的操作意义可能已经较为有限。因此，YCC 策略调整的下一步更有可能是直接退出 YCC。当然，这步动作对市场产生的潜在冲击量级也必然远强于此次区间调整。BOJ 必须比这一次更加审慎地选择政策操作的时机。

决策依据（观测指标）是什么？关键在通胀&工资

当然，BOJ 后续政策会不会发展成为持续性的紧缩还是未知的。日银是否、何时作出下一步政策调整，就不再仅仅是策略性的时机考虑，而是需要回归到货币当局决策的根本性目标和依据。

日银近年来真正具有根基性的政策目标，是实现持续稳定的通胀。一切政策设计和调整，以实现可持续的 2% 通胀目标为最终依据。而这个目标又可以进一步凝练为日本就业市场上的工资增速目标。

从通胀水平来看，日本 CPI 和核心 CPI 同比在 4 月份双双突破 2%，此后一直站在 2% 的通胀目标以上。最新 11 月 CPI 同比 3.8%，核心 CPI 3.7%；稍具领先性的东京都区部 CPI 同比 3.7%，

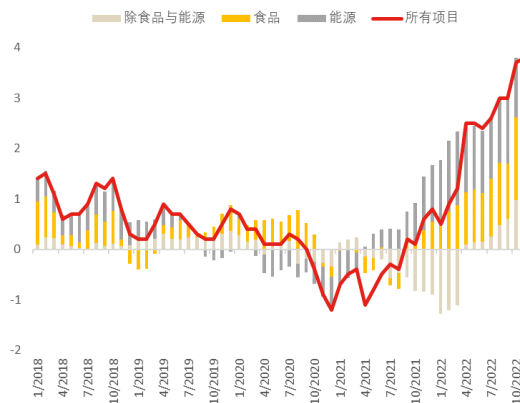
核心 CPI 3.6%，均处在持续上行的趋势当中。但日本当前的通胀主要受到大宗商品涨价助推，剔除能源、食品的 CPI 同比刚刚在 10 月份突破 2%，在 11 月达到 2.8%。

图 8：日本 CPI、核心 CPI 同比（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 9：日本 CPI 同比的分项拉动（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

工资增速当下可能是更重要的通胀观察指标。其一，从通胀的逻辑来看，工资增速一般在长期当中决定了核心通胀的中枢水平。追求持续稳定的通胀目标则绕不开工资增速的目标。其二，政策信号显示，当前 BOJ 和岸田政府都将工资增速目标放在了相当重要的位置。

BOJ 方面，下半年的政策沟通当中已经越发频繁地评论就业市场，甚至提及具体的薪资增速目标。黑田认为：只有 3% 的薪资增速，才能够确保实现 2% 的持续通胀目标。而在政府方面，我们一直认为工资问题是岸田政府经济政策纲领的核心要义。从竞选时期开始，岸田就大力标榜“新资本主义”或“岸田经济学”。为了区别于“安倍经济学”，岸田政府在宣传和政策设计当中着重强调了“工资增长”这根岸田经济学的主轴，在安倍晋三、菅义伟强调的增长政策之外，强调了分配政策的重要性。试图通过首先实现更加强力的工资增长壮大日本的广大中产阶级，带动整个经济的需求持续提升。

图 10：岸田政府以加薪为核心政策纲领之一：2022《税改大纲》

FY2022 Tax Reform (Proposals)

*Provisional Translation

(1) Tax Measure to Promote Wage Increases

- Large companies which have increased the total payroll of “continued employees” by more than 3% are allowed to take a tax credit (15% of the increased amount).
- Additional tax credits are given in the following cases;

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_50641

