

## 总量研究

## YCC：日本银行与金融市场的对决

## ——流动性洞见系列十二

## 要点

**核心观点：**2022H2以来，市场对日银能否维持YCC的质疑升温，日本汇市和债市的做空力量强劲。为了平衡政策目标和金融市场，日银于2022年12月超预期地扩大了YCC目标区间，但这一试图稳定市场的举措，反而助长了债市的做空力量。在政治和市场的双重压力下，日银却在1月政策操作中选择按兵不动。

向前看，日银推动实现“经济良性循环”和“通胀稳定在2%”的政策目标，仍存在较高的不确定性，美欧央行紧缩政策等外部冲击有望减弱，完全放弃负利率和QQE政策的概率不高。同时，考虑到薪资涨幅正在向有利的方向演进，叠加来自政治和市场的压力，YCC政策面临进一步调整的可能。日银政策调整，将对海外投资者的套息交易、日本国内投资者的海外头寸摆布产生影响，但主要冲击美国和欧洲市场，对中国影响较为有限。

## 日本银行YCC政策的攻与守

2022年3月以来，伴随着美联储持续大幅收紧货币政策，日元兑美元汇率持续大幅贬值，日本国债收益率曲线明显上移。全球市场中越来越多的投资者押注日银难以维持YCC，针对日元和日债的做空规模持续攀升；但日银认为，增长和通胀的稳定性，仍有赖于超宽松的货币政策，多次承诺将维持宽松的货币政策不变。

市场做空力量持续占据上风，日本国债收益率曲线在上移中逐渐扭曲，成交活跃度日渐下降，日元汇率持续大幅贬值，迫于金融市场颓势，日银于2022年12月意外扩大YCC目标区间。政策宣布后，做空力量更加猛烈地向日银施压，1月3日至1月16日，日银合计购债17.10万亿日元，远超9万亿日元的购债限额。在政治和市场的双重压力下，日银却在1月政策操作中按兵不动。

## 日本银行会完全放弃YCC政策吗？

日银货币政策正常化的开启，有赖于“经济良性循环”和“通胀稳定维持在2%”的政策目标达成，或者修改2013年共同声明确定的政策目标。

短期来看，日本增长和通胀的稳定性，仍然有待于进一步检验，在不确定性仍未消除的背景下，日银很难完全放弃负利率和QQE政策(含YCC政策)。同时，美欧央行紧缩政策等外部冲击有望减弱，日银维持YCC的短期冲击性压力正在趋弱。但在政治和金融市场的压力下，YCC政策的目标区间存在进一步扩大的可能性。4月后，随着日银政策委员会人事调整结束，以及美联储加息可能终止，日银政策的不确定性也有望随之降低。

中期来看，若薪资上涨和通胀的持续性能够持续验证，“经济良性循环”目标的达成则可能推动政策正常化的开启，在此之前，更多是探讨政策部分退出的可能性和路径。

## 日银货币政策调整如何冲击金融市场？

日本国内来看，若日银退出YCC政策(甚至是退出QQE政策)，国债收益率曲线将进一步上行，恶化日本央行资产负债表，并增加日本财务省财政收支平衡压力。海外市场来看，日元是全球套息交易中主要融资货币之一，若日银退出YCC政策，则将引发日债收益率和日元汇率的显著波动，进而通过套息交易者的投资组合调整影响全球金融市场，但程度可能较为有限。

**风险提示：**美联储货币紧缩再度加剧；日本国内经济复苏超预期；日本内阁或者日本银行政策委员会发生重大变动。

## 作者

## 分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002  
010-56513108  
gaoruidong@ebsecn.com

## 分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004  
021-52523802  
liuwah@ebsecn.com

## 相关研报

欧债危机 2.0：市场在担忧什么？——流动性洞见系列十一（2022-11-07）

美元指数何时有望见顶？——光大宏观周报（2022-09-25）

人民币汇率急贬，未来怎么走？——流动性洞见系列十（2022-09-05）

超常态的资金利率还能维持多久？——流动性洞见系列九（2022-08-18）

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七（2022-05-24）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌——流动性洞见系列四（2022-01-25）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

为什么我们认为四季度可能会降息——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

## 目 录

1、 日银 YCC 政策的攻与守.....	3
2、 日本银行会完全放弃 YCC 政策吗? .....	7
3、 日银政策调整如何冲击金融市场? .....	13
4、 风险提示.....	14

## 图目录

图 1: 日本国债收益率曲线在 10 年期附近严重扭曲.....	3
图 2: 日元汇率(相较于美元)在 2022 年持续大幅贬值 .....	3
图 3: 日本央行持有的国债占比已经超过 50% .....	4
图 4: 2022 年以来, 日本债券市场运作效率大幅下降.....	4
图 5: 美日政策利率和市场利率的利差在 2022 年持续走阔.....	5
图 6: 2022 年 3 月后, 海外投资者大幅做空日债 .....	5
图 7: 日本国债收益率曲线在 10 年期限附近过度下凸 .....	5
图 8: 2022 年以来, 日本企业债券净融资能力明显下降 .....	5
图 9: 日本进出口增速在 2021 年下半年开始明显分化 .....	6
图 10: 贸易差额的逆转导致日本经常账户收支明显恶化 .....	6
图 11: 日本企业投资和居民消费信心指数均明显下行 .....	7
图 12: 2022 年以来日银外汇储备大幅减少 .....	7
图 13: 20 世纪 90 年代以来日本银行货币政策梳理.....	8
图 14: 日本本轮通胀高企主要源于食品和能源等输入性因素 .....	9
图 15: 日本企业生产成本的高企向消费者传导有限.....	9
图 16: 2022 年日本居民部门的可支配收入和生活支出低迷.....	9
图 17: 日本劳动力市场紧俏成为薪资上涨的潜在动力 .....	10
图 18: 日本薪酬涨幅仍处于较为温和的态势.....	10
图 19: 日本央行持续下调经济增长(Real GDP)前景.....	10
图 20: 日本央行持续上调核心通胀(Core CPI)前景 .....	10
图 21: 疫情防控影响下, 日本旅游业受到明显冲击.....	11
图 22: 扩大 YCC 目标区间后, 日银仍被迫大量购入日债 .....	11
图 23: 日银货币政策委员会现任委员立场梳理.....	12
图 24: 日本实际经济增速常年低于美欧等发达经济体 .....	12
图 25: 隔夜利率掉期数据显示, 投资者预期日银将于 2023 年两次上调基准利率 .....	12
图 26: 日本中央银行和政府的预算约束.....	13
图 27: 日本财务省在国债低利率期间进行了大量融资 .....	13
图 28: 海外投资者的日元套息交易余额应不超过 22 万亿日元 .....	14
图 29: 日本持有约 540 万亿日元的海外证券头寸 .....	14
图 30: 日本国内投资者持有的海外证券主要分布在欧美 .....	14
图 31: 全球负收益率债券规模已经降至不足 1 万亿美元 .....	14

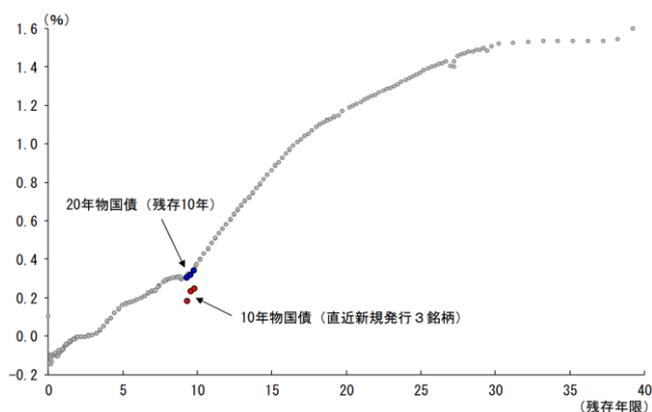
## 1、 日银 YCC 政策的攻与守

YCC 政策是否还有维持的必要，日本银行和市场投资者产生了显著分歧。2022 年 3 月以来，伴随着美联储持续大幅收紧货币政策，日元兑美元汇率持续大幅贬值，日本国债收益率曲线明显上移。全球市场中越来越多的投资者押注日银难以维持收益率曲线控制(YCC)，针对日元和日债的做空规模持续攀升；但日本银行认为，经济增长和通胀的稳定性，仍有赖于继续实施超宽松的货币政策，多次承诺将维持宽松的货币政策不变。

**政策干预难掩金融市场颓势，日银被迫于 2022 年 12 月议息会议，扩大 YCC 政策目标区间。**虽然日银承诺将维持宽松的货币政策不变，但市场中的做空力量并未因此减弱。在 2022 年 12 月议息会议之前，一是，日本国债收益率曲线明显上移，在日银实施收益率控制的 10 年期附近，仅有日银持续买入的 3 只标的券收益率在 0.25%以内，剩余期限在 10 年期附近的 20 年期国债，收益率均明显高于 0.25%。二是，日本国债市场的成交日渐稀疏，日银数据显示，2022 年 11 月，有 4 个交易日 10 年期国债零成交；12 月 1 日至 19 日(议息会议结束前)，便有 4 个交易日 10 年期国债零成交。三是，美元兑日元汇率长时间处于 140-150JPY/USD 之间。

2022 年 12 月 20 日，日本银行公布 12 月利率决议，出其不意地将 10 年期国债收益率目标区间从 $\pm 0.25\%$ 扩大至 $\pm 0.5\%$ ，并将长期国债的买入限额由每月 7.3 万亿日元提升至每月 9.0 万亿日元。在决议公布前，由于汇市和债市压力，市场对日银可能调整政策操作已有预期，但市场普遍预期时间节点可能会在 2023 年 4 月新行长上任后。因而，此次政策调整在节奏上明显超出了市场预期，决议公布后，美元兑日元汇率由前一交易日(即 2022 年 12 月 19 日)的 136.91JPY/USD 下跌至当日的 131.70JPY/USD，并于 10 个交易日内(2023 年 1 月 2 日)下跌至 130.76 JPY/USD；10 年期日债收益率则由前一交易日的 0.28%上行 15BP 至当日的 0.43%，并于次一交易日进一步上行至 0.52%。

图 1：日本国债收益率曲线在 10 年期附近严重扭曲



资料来源：日本银行，日本证券业协会，光大证券研究所；数据说明：日本银行选取的 2022 年 12 月 19 日的截面数据，数据由日本银行处理制图，原始数据由日本证券业协会提供。

图 2：日元汇率(相较于美元)在 2022 年持续大幅贬值



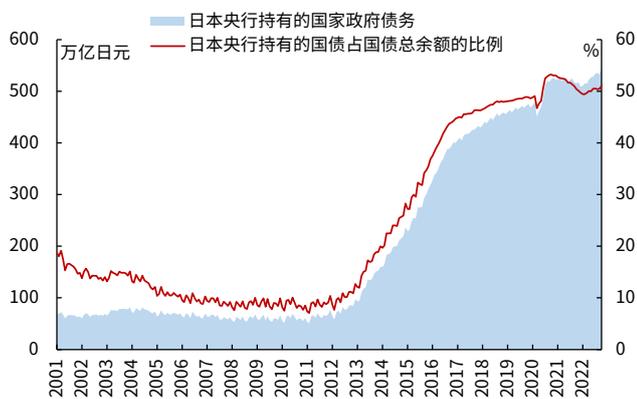
资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2023 年 1 月 17 日

日银扩大 YCC 目标区间的直接原因在于，修复扭曲的国债收益率曲线，恢复债券市场的交易和融资能力，改善金融市场机能。2013 年 4 月，正式出任日本银行总裁(日本央行行长)的黑田东彦，基于日本银行与日本政府签署的共同声明<sup>1</sup>，推出质化和量化宽松政策(QQE)，进一步扩大量化宽松政策(QE)时期的国债购买规模，并承诺长期持有已经购入的国债并保证在实现 2%的通胀目标之前不会改变该项政策；随后的 2016 年 9 月，日银又在 QQE 的基础上引入收益率曲线控制政策(YCC)，承诺将 10 年期日债的收益率控制在 0%附近，否则就会从国债市场购买 10 年期国债，使之回到 0%附近。

在日本银行开启 QQE 政策之前的 2013 年 3 月，日本银行持有的日本政府债务仅占日本政府债务余额的 14.22%，随后，日本银行在债券市场持续大量购入各期限日本国债，日本银行持有的政府债务占政府债务余额的比例也一路上行至 2022 年 10 月的 51.02%。随着日本银行持有的国债的比例持续上行，债券市场其他主体持有的国债比例在持续下降，并且有相当一部分比例的国债被银行和保险公司等机构，以持有至到期为目的持有，进而导致国债交易活跃度持续下滑，并且国债定价被严重扭曲。

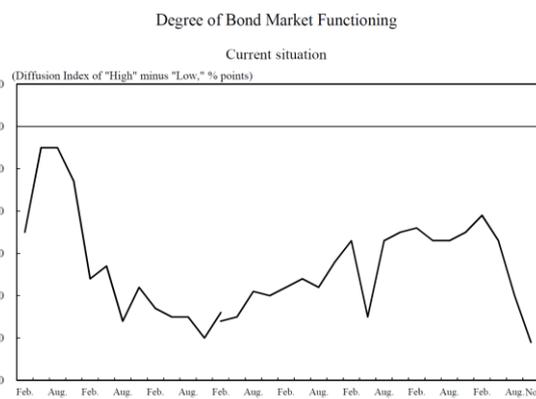
图 3：日本央行持有的国债占比已经超过 50%



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 10 月

图 4：2022 年以来，日本债券市场运作效率大幅下降



资料来源：日本银行，光大证券研究所

数据截至 2022 年 11 月

2022 年 3 月以来，在美欧消费者通胀持续走高并且超出预期的背景下，美欧央行持续大幅收紧货币政策；而受益于较为温和的通胀环境，日银则持续维持着 -0.1% 的政策利率，并将 10 年期国债收益率控制在  $\pm 0.25\%$  的区间之内。日本和美欧等经济体货币政策的差异，导致美日和欧日政策利差持续走阔，并带动市场利率利差也快速走阔。

日本债券市场的境内外投资者行为，受此影响均产生了明显变化，并严重降低了日本债券市场的交易和融资能力。一方面，海外投资者从 2022 年 3 月开始大幅做空日本中长期国债，日本国内投资者对于扭曲定价的国债的信心也在持续下降，导致国债收益率曲线变得更加陡峭，并且在 10 年期限附近过度下凸，进而导致日本债券市场的国债交易活跃度明显下降，甚至连续多个交易日零成交。另一方面，日本国债收益率曲线是企业债券发行的定价基准，被政策压的过低的国债收益率明显抑制了企业债券的发行，日本普通公司债券的净融资额持续下降。日银于 2022 年 11 月进行的债券市场运作效率调查显示，日本债券市场的运作效率大幅下降。

<sup>1</sup> 2013 年 1 月 22 日，日本政府与日本央行签署联合声明，该声明承诺央行尽快实现 2% 的通胀目标。随后，日本央行宣布，为了摆脱通货紧缩和促进经济发展，日本将从 2014 年开始实施每月定期购入资产的“无限期”货币宽松措施。

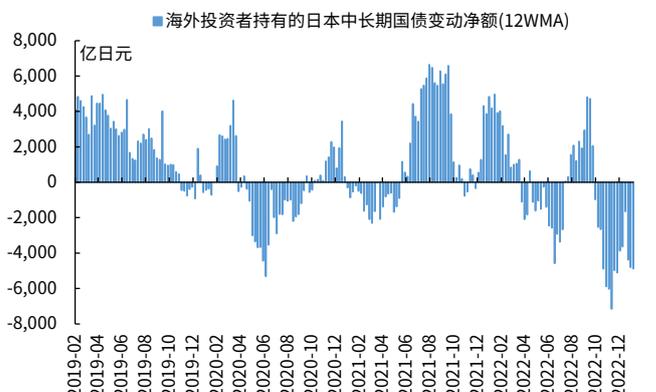
在此背景下，日银于 2022 年 12 月 20 日宣布，将 10 年期国债收益率目标区间从  $\pm 0.25\%$  扩大至  $\pm 0.5\%$ ，试图通过放大长端国债收益率的波动区间，重新激活债券市场的交易和融资能力。政策宣布当日，10 年期日债收益率上行 15BP 至 0.43%。

图 5：美日政策利率和市场利率的利差在 2022 年持续走阔



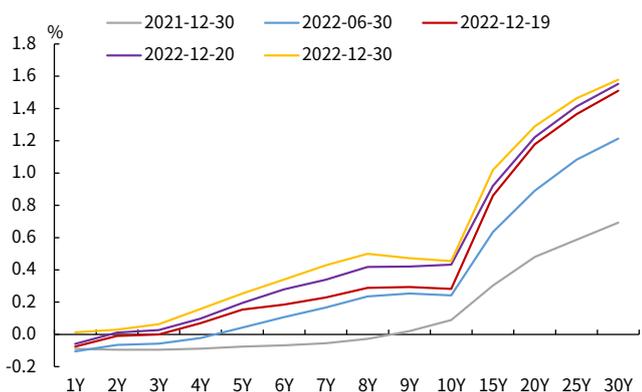
资料来源：万得，光大证券研究所；数据说明：政策利率选自各国基准利率，利差均为美国利率减去相应日本利率之差，数据截至 2022 年 12 月 31 日。

图 6：2022 年 3 月后，海外投资者大幅做空日债



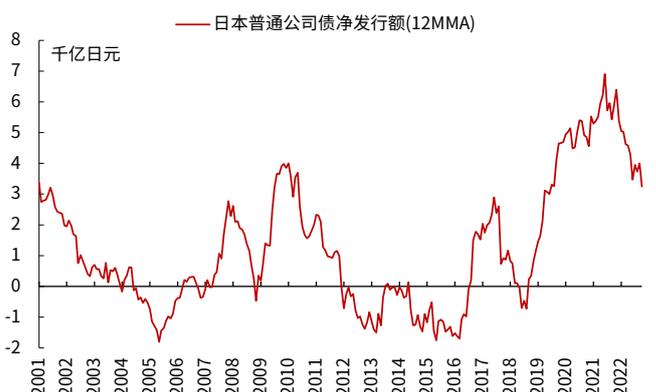
资料来源：日本财务省，光大证券研究所 数据截至 2023 年 1 月 7 日

图 7：日本国债收益率曲线在 10 年期限附近过度下凸



资料来源：万得，光大证券研究所；数据说明：图中数据为标注日期下的日本国债收益率曲线，其中横轴表示剩余期限，单位为年。

图 8：2022 年以来，日本企业债券净融资能力明显下降



资料来源：万得，光大证券研究所 数据截至 2022 年 10 月

日银扩大 YCC 目标区间更为深层次的原因在于，能源和粮食等国际大宗商品价格维持高位，叠加日美货币政策错位引致的日元贬值，导致企业生产成本明显上行，不利于日银“创造并嵌入一个经济良性循环”政策目标的达成。

2013 年 4 月，日本银行在推出 QQE 政策后，黑田东彦曾在经团联会议上对这一政策的目标进行阐述，“本行的目标是创造并嵌入一个经济良性循环，即物价适度上涨，销售和利润增加，工资、消费提振和物价适度上涨”<sup>2</sup>。也就是说，日银推出 QQE 政策(包括 2016 年 9 月附加的 YCC)的目的是，通过对推动企业销售、利润和职工工资增长提供支持，以实现可持续和稳定的通胀目标。

通过黑田东彦行长的阐述，可以看到，日银持续 10 多年维持超宽松货币政策的重要原因在于，希望将通胀维持在 2% 的水平，而推升通胀的方式便是在经济增

<sup>2</sup> 賃金上昇を伴う形での「物価安定の目標」の持続的・安定的な実現に向けて，日本経済団体連合会審議委員会における講演，日本銀行総裁黒田東彦，2022 年 12 月 26 日。

长中嵌入一个良性循环。2022 年以来，日本消费者通胀持续上行，CPI 和核心 CPI 同比增速同时于 2022 年 4 月突破 2.0%，并分别于 8 月和 9 月突破 3.0%。但是，日本消费者通胀的上行却并非来自于“经济良性循环”，而是粮食和能源等国际大宗商品价格持续高位运行所带来的输入型通胀。

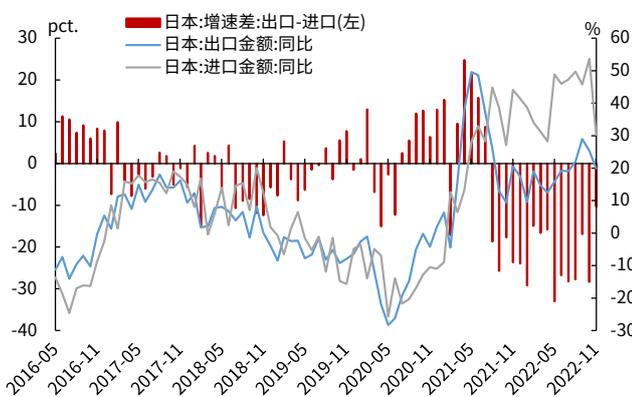
日本由于本身自然资源禀赋较差，矿产、能源等原材料资源主要依赖进口，2021 年以来，矿产、能源等国际大宗商品价格持续上涨，2022 年伴随着俄乌冲突的加剧，能源和粮食价格持续高位运行，导致日本进口增速逐渐明显高于出口增速，经常账户收支显著恶化，日元汇率也持续走低。高位运行的大宗商品价格，叠加持续贬值的日元汇率，导致日本国内的生产成本持续走高，带动通胀高企。但是在这样的通胀过程中，日本企业的利润率却并未得到显著提升，企业部门的投资信心反而持续下行，居民部门也由于生活成本高企等因素降低了消费预期。

在此背景下，日银维持超宽松的货币政策，进一步强化了国际资本对日元的做空力度，以及日元汇率的下跌预期。2022 年 9 月 22 日，在美联储宣布加息 75BP 的次日，日银宣布维持负利率和 QQE 政策框架不变，盘中美元兑日元汇率快速上行。为了打击投机需求对日元的单边做空，同时，对冲日元汇率下跌对企业生产和居民生活成本的进一步冲击，日本财务省和日银在尾盘介入市场，抛售美元购入日元，动用了创历史新高的外汇储备 2.84 万亿日元，也是 1998 年以来日银首次动用外汇储备干预外汇市场。

日银借助外汇储备干预外汇市场取得实际效果相对有限，被迫放宽 YCC 目标区间。一方面，日本财务省持有的外汇储备规模，在 2022 年 11 月已经降至约 1.11 万亿美元，而日本外汇市场单日交易额便高达数千亿美元，日本政府和日银想通过外汇储备守住日元汇率的难度非常高。另一方面，在美元流动性持续收紧、日元流动性持续宽松的背景下，守住日元兑美元汇率与日银的货币政策操作存在非常强的冲突。

因而，为了进一步缓和企业生产和居民生活成本所面临的冲击，并修复债券市场的交易和融资能力，日银选择了调整 YCC 政策操作力度，将 10 年期国债收益率目标区间从  $\pm 0.25\%$  扩大至  $\pm 0.5\%$ ，以期减缓海外投资者对日债和日元的做空力度。政策宣布后，美元兑日元汇率由前一交易日的 136.91JPY/USD 下跌至当日的 131.70JPY/USD，日元贬值态势得到进一步扭转。

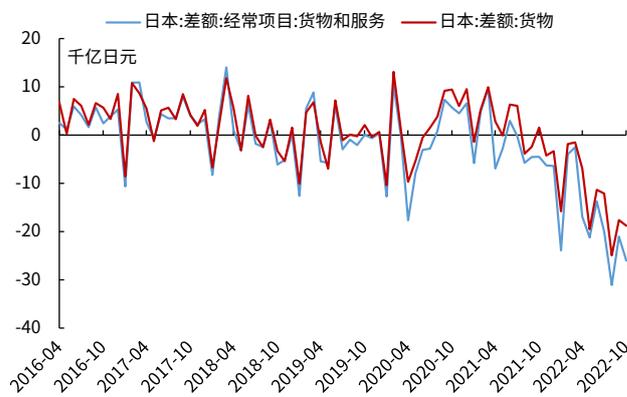
图 9：日本进出口增速在 2021 年下半年开始明显分化



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 11 月

图 10：贸易差额的逆转导致日本经常账户收支明显恶化



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 10 月

图 11：日本企业投资和居民消费信心指数均明显下行



资料来源：Sentix，日本经济社会研究所，光大证券研究所 数据截至 2022 年 12 月

图 12：2022 年以来日银外汇储备大幅减少



资料来源：万得，光大证券研究所；汇率数据截至 2022 年 12 月，储备数据截至 11 月

**YCC 目标区间调整对市场压力缓和有限，反而加剧了市场对赌日银放弃 YCC 的决心。在政治和市场的双重压力下，日银却于 2023 年 1 月议息会议选择按兵不动。**在日银将 10 年期国债收益率目标区间扩大至±0.5%后，10 年期日债收益率在短时间内便上行至目标区间上沿。日银购买国债的压力并没有因为政策调整而减弱，反而因为市场预期日银会进一步调整政策而增大。

日银数据显示，1 月 12 日和 1 月 13 日，日银分别于当日购入国债 4.55 万亿日元和 4.94 万亿日元，续创日银单日最高购债规模；1 月 3 日至 1 月 16 日，日银合计购债 17.10 万亿日元，远超 12 月议息会议拟定的每月 9 万亿日元的购债限额。在此背景下，金融市场对日银将会进一步扩大 YCC 目标区间，甚至是直接退出 YCC 政策的预期明显升温，在 1 月议息会议召开前的几个交易日，10 年期日债交易收益率一度突破 0.50% 的上限，并且美元兑日元汇率一路贬值。

2023 年 1 月 18 日，日本银行公布 1 月利率决议，决定维持 2022 年 12 月的货币政策操作不变。黑田东彦在随后的新闻发布会上表示，“不认为有必要进一步扩大收益率区间，YCC 政策完全可持续……必要时会毫不犹豫地加码宽松……通胀仍有上行风险，但无法持续实现 2% 的通胀目标”。日本银行并没有迁就市场预期，而是选择按兵不动，借用更多的时间来观察 2022 年 12 月政策调整后的实际效果，避免进一步加重市场的做空预期。利率决议公布后，日元兑美元汇率大幅走弱，美元指数和日债大幅走强。

## 2、日本银行会完全放弃 YCC 政策吗？

日本推出超宽松货币政策的目标在于，通过宽松的金融环境推动企业和居民部门的资产负债表修复，进而在经济增长中嵌入一个良性循环，引导通胀稳定在 2.0% 附近。

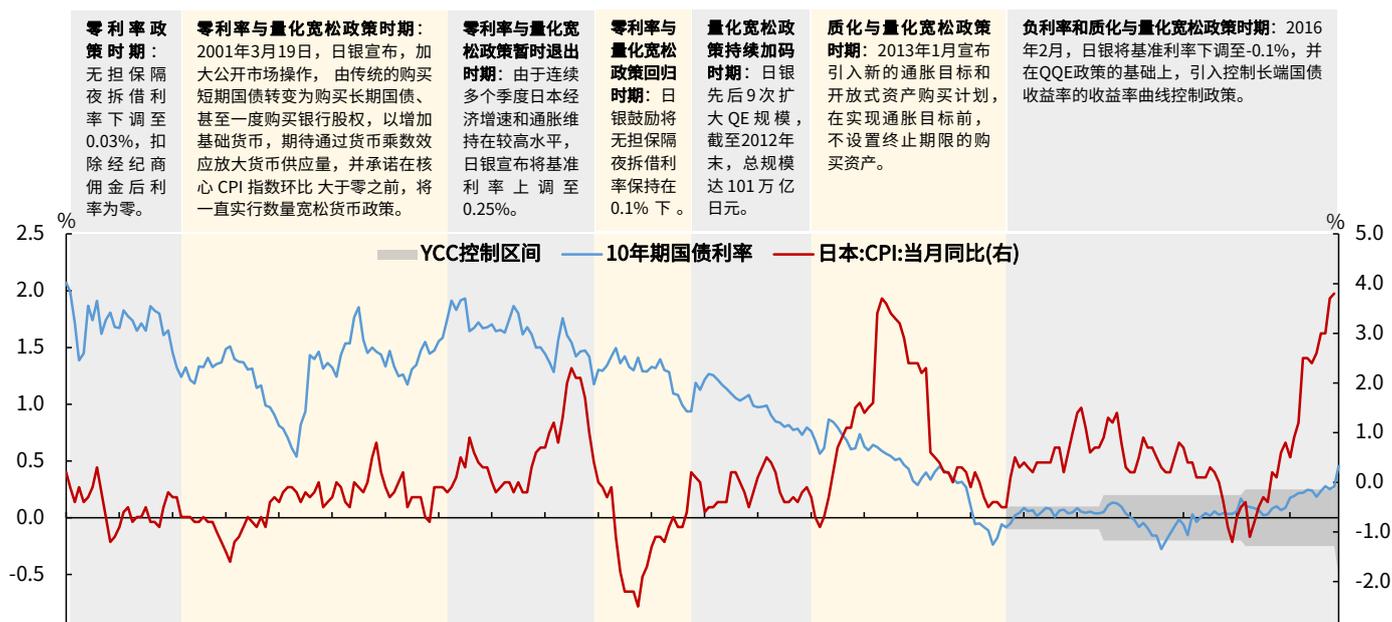
20 世纪 90 年代开始，随着日本泡沫经济的破灭，日本面临经济长期低迷、金融市场动荡、不良债权问题加剧的局面。日本央行先后五任行长三重野康、松下康雄、速水优、福井俊彦和白川方明采取了一系列旨在刺激经济复苏、走出通缩的扩张性货币政策，主要包括 1999 年之前的低利率政策以及 1999 年之后的零利率政策和量化宽松政策。但是这一系列政策，均未能推动日本经济持续复苏或将通胀持续维持在合意水平。

2012年12月26日，安倍晋三再度出任日本首相，随后提出一系列旨在推动日本经济复苏的刺激政策(安倍经济学)，推动日本政府和日本银行在2013年1月签署共同声明，并任用黑田东彦出任日本银行总裁。2013年4月，黑田东彦推出质化和量化宽松政策(QQE)，进一步扩大量化宽松政策(QE)时期的国债购买规模，并承诺长期持有已经购入的国债并保证在实现2%的通胀目标之前不会改变该项政策；随后，又在2016年9月在QQE的基础上引入YCC，承诺将10年期日债的收益率控制在0%附近，否则将会就会从国债市场购买10年期国债，使之回到0%附近。

在推出QQE政策后，黑田东彦曾在经团联会议上对这一政策的目标进行阐述，“本行的目标是创造并嵌入一个经济良性循环，即物价适度上涨，销售和利润增加，工资、消费提振和物价适度上涨”。也就是说，日银推出QQE政策(包括2016年9月附加的YCC)的目的是，通过对推动企业销售、利润和职工工资增长提供支持，以实现可持续和稳定的通胀目标。

通过对日本银行政策路径的梳理，可以发现，若日本银行决定退出QQE或者YCC政策，存在两种可能性：一是，日银已经将“经济良性循环”嵌入日本经济增长中，通胀可以持续和稳定的维持在2.0%附近；二是，日本银行决定修改2013年与日本政府达成的共同声明，修改2.0%的通胀目标或者实现路径。

图 13: 20 世纪 90 年代以来日本银行货币政策梳理



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\\_51522](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51522)

