



# 时隔 17 年日本央行首次加息，对全球资本市场影响几何？

联合资信 主权部|程泽宇

## 主要观点

- 日本央行采取较为温和谨慎的政策调整方式，沿着“调整 YCC 政策、退出 YCC 政策、退出负利率政策”的步骤，稳步走向货币政策正常化的道路
- 本次日本央行退出长达十余年的负利率货币政策，主要是为了缓解日本的粘性通胀、释放日元贬值压力以及增加日本债券市场的流动性
- 日本央行退出负利率政策会在一定程度上削弱政府的债务可持续性 & 偿付能力，还会加速日本投资组合从海外债券转向日本本国债券，但考虑到欧美等西方国家的债券利率依旧具有较大的投资优势，回撤资金或将有限且对海外债市的冲击程度相对可控
- 日本央行温和的货币调整策略对资本市场的影响较小，短期内日本股市依旧波动向好、汇率调整幅度较为有限，但中长期日本股市存在一定调整压力，且日元有望重回升值区间



联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



当地时间 2024 年 3 月 19 日，日本央行召开货币政策会议决定结束负利率政策，这是日本央行近 17 年来首次加息，也标志着日本维持了约 11 年的超宽松货币政策开始走向正常化。

**日本央行采取较为温和谨慎的政策调整方式，沿着“调整 YCC 政策、退出 YCC 政策、退出负利率政策”的步骤，稳步走向货币政策正常化的道路**

为了扭转 1990 年以来日本经济停滞和通货紧缩的局面，2012 年 12 月安倍晋三再度出任日本首相后推出“安倍经济学”超宽松的经济刺激计划，通过“三箭齐发”让日本经济摆脱“通缩心态”并重回经济增长态势。安倍政府任用黑田东彦出任日本央行行长，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。2016 年 9 月黑田东彦在 QQE 的基础上引入国债收益率曲线控制（YCC）政策，日本央行一直将 10 年期日本国债收益率的波动目标区间设定在 0% 附近，并将此作为维持整体市场低利率的重要手段。

为防止经济走向过热、释放汇率贬值压力以及增加债券市场的流动性，日本央行采取较为温和谨慎的政策调整方式，沿着“调整 YCC 政策、退出 YCC 政策、退出负利率政策”的步骤，稳步走向货币政策正常化的道路。2022 年 12 月，日本央行宣布放宽 YCC 目标收益率由  $\pm 0.25\%$  上调至  $\pm 0.5\%$  左右；2023 年 4 月，“平衡派”经济学家植田和男正式出任日本央行行长，标志着日本央行逐步开始调整持续十余年之久的量化宽松政策；2023 年 7 月，日本央行宣布进一步调整 YCC 政策，在允许 10 年期日本国债收益率在目标水平  $\pm 0.5\%$  左右波动的情况下，以区间上限为参考，更加灵活地进行收益率曲线控制，此举旨在放松 YCC 上限至 1.0% 左右；2024 年 3 月，日本央行决定结束 YCC 政策，同时将政策利率由 -0.1% 提高至 0%~0.1% 区间，并停止购买交易型开放式指数基金和房地产投资信托基金，标志着日本维持了十余年的超宽松货币政策走向正常化。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1 2020 年以来日本 10 年期国债收益率走势

本次日本央行退出长达十余年的负利率货币政策，主要是为了缓解日本的粘性通胀、释放日元贬值压力以及增加日本债券市场的流动性

随着 2022 年全球主要央行转向强势加息，日本央行持续宽松的逆周期调节政策暴露出一些负面效应，货币政策亟待调整。具体来看，一是持续走高的粘性通胀与超宽松货币政策存在一定矛盾。2022 年俄乌冲突引发大宗商品价格飙升，由于日本严重依赖大宗商品进口，3 月能源 CPI 同比增幅攀升至 20.8% 的历史新高，相应带动日本的物价水平由通货紧缩逐步转为通货膨胀。之后随着全球供应链修复以及地缘政治风险回落，能源价格得到显著抑制，日本能源 CPI 同比增幅在 2023 年 2 月以后转为负数。但由于日本劳动力市场转暖，出现了工资成本推动型温和通胀，叠加食品及住房等价格走高，粘性通胀支撑日本物价保持高位，2024 年 1 月日本 CPI 增幅为 2.2%，已经连续 22 个月高于日本央行 2% 的通胀目标。持续走高的刚性通胀会抬升市场的通胀预期，相应带动债券收益率上行，与日本央行超宽松的货币政策存在一定矛盾。此外，日本春季薪资谈判初步结果出炉，日本最大工会 Rengo 宣布，其下属工会在今年的工资谈判中争取到平均 5.28% 的总工资涨幅，高于上一年的 3.8%，创近 30 年来的最大涨幅。日本工会年度薪资谈判结果强劲，意味着日本有望实现工资一通胀的良性循环，因此可持续的工资增长助推日本央行结束负利率政策。

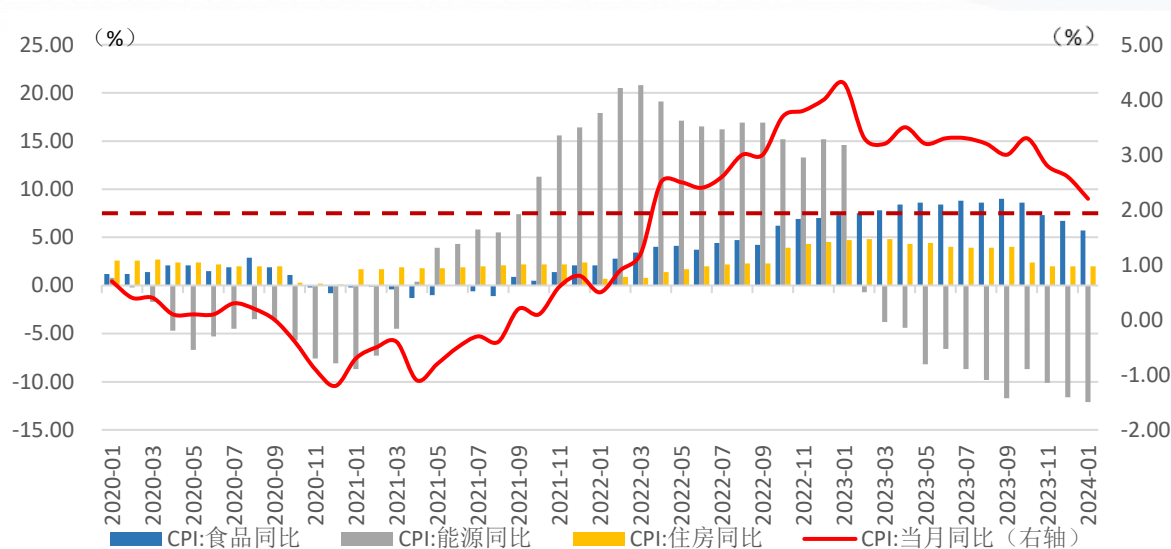


图2 2020年以来日本的通胀结构及走势

二是日美利差严重倒挂加剧了日本资本外流以及日元贬值。随着2022年全球主要央行转向强势加息，日本央行持续超宽松的逆周期调节政策增大了金融市场的套利压力。截至2024年3月15日，1年期、5年期、10年期日美国债利差由疫情前（2020年初）的-166个、-175个和-183个BP纷纷走扩至-499个、-394个和-351个BP，不同期限债券利率之间以及现货和期货市场之间的套利空间愈发显著，加剧了日本的外资流出压力。2022年日本资本和金融项目中的证券投资流出超26万亿日元，受此影响美元兑日元汇率一度飙升至150以上，年内日元贬值超15%。2023年日元继续保持贬值态势，11月14日日元汇价更是跌至33年来的最低水平，进一步加剧日本的输入性通胀压力。

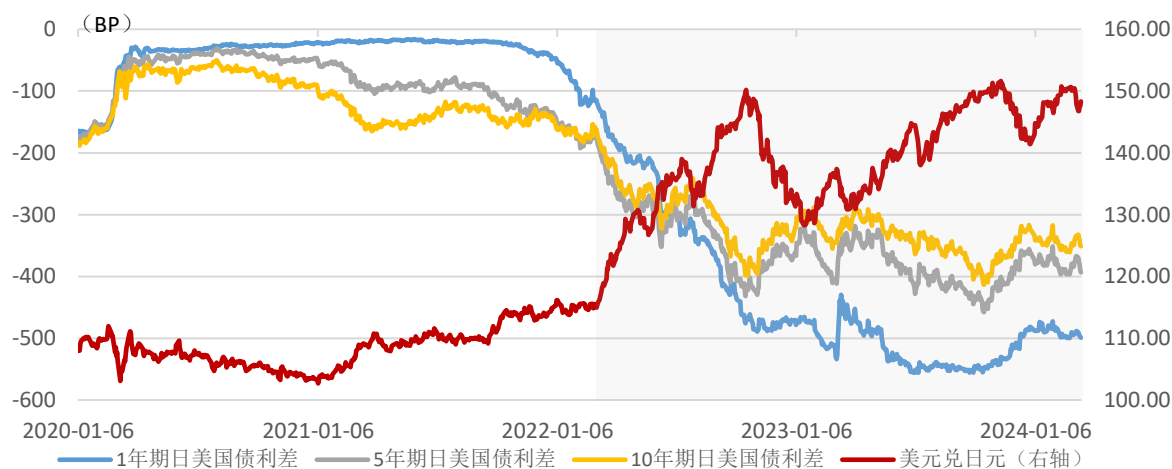
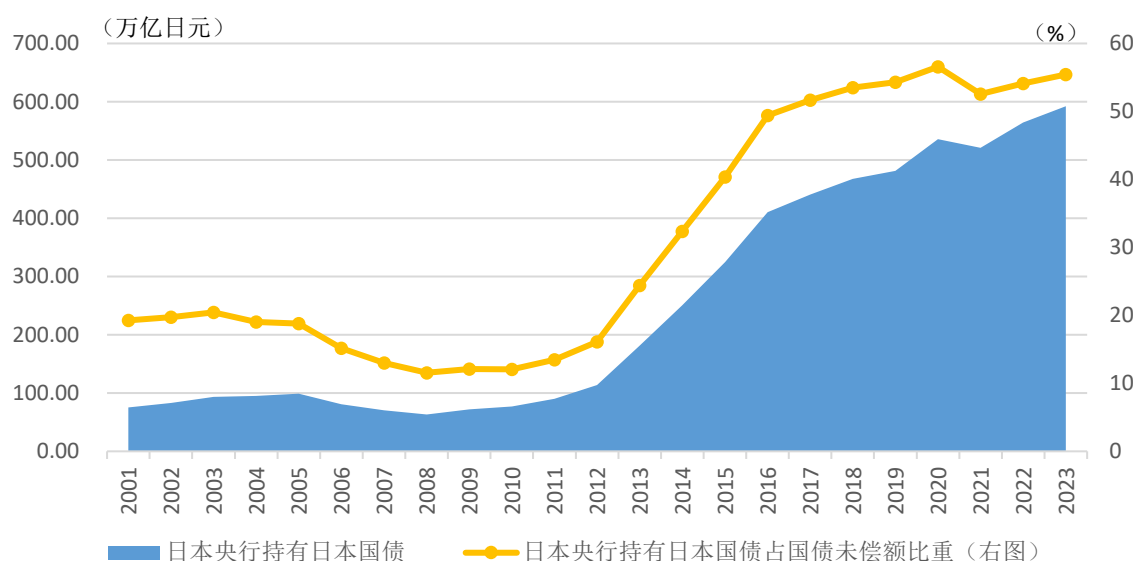


图3 2020年以来各期限日美利差及日元汇率走势



三是日本国债交易活跃度下滑，对日元信用和金融体系造成直接冲击。为维持 YCC 政策，日本央行需要大幅购买国债以保持低利率水平，导致日本央行持有国债占比由 2012 年末的 10% 左右逐步飙升至 2023 年末的 55%。随着日本央行持有国债比例的持续上行，债券市场其他主体持有的国债比例相应下降，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到期为目的，导致国债交易活跃度持续下滑，且国债定价被严重扭曲。再者，日本央行流动性供给的 50% 左右直接流入财政，导致日元脱离了市场流动性，引发了挤出私人投资者、加剧市场流动性枯竭的担忧，长此以往会对日元信用和金融体系造成直接冲击。



数据来源：Wind，联合资信整理

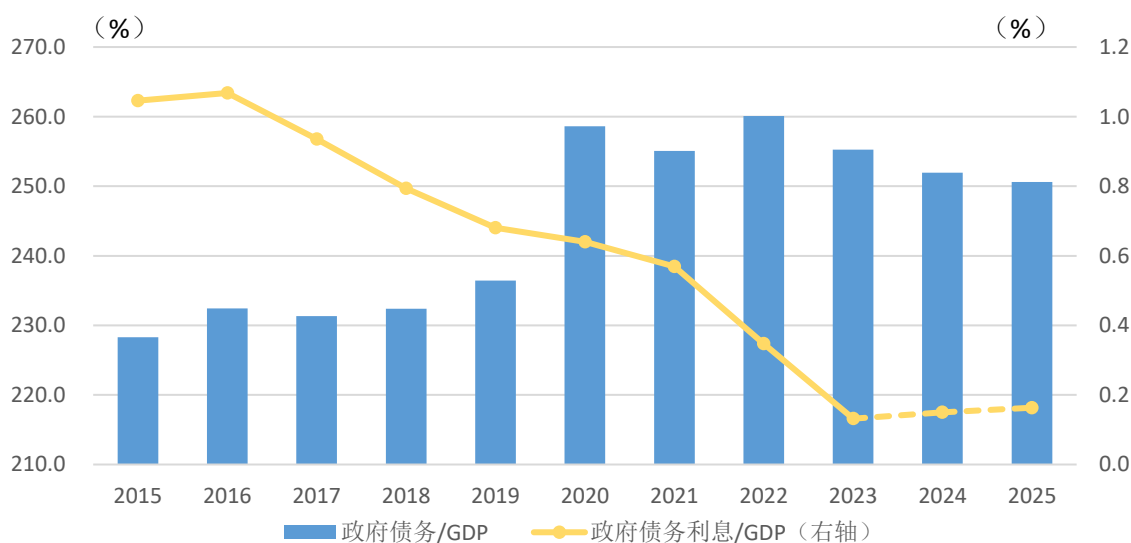
图 4 日本央行持有国债情况

日本央行退出负利率政策会在一定程度上削弱政府的债务可持续性及其偿付能力，还会加速日本投资组合从海外债券转向日本本国债券，但考虑到欧美等西方国家的债券利率依旧具有较大的投资优势，回撤资金或将有限且对海外债市的冲击程度相对可控

为配合“安倍经济学”的实施，日本政府常年采取扩张型财政政策，尤其是新冠疫情暴发后，日本政府先后通过了总规模达 235 万亿日元（约合 2.1 万亿美元）的紧急经济救助计划，导致政府债务攀升至历史新高。截止 2023 年末，日本一般政府债务规模已经攀升至 1,500 万亿日元，相当于 GDP 的比值超过 255%，债务压力位居全球前列。受益于超宽松的货币政策，疫情以来日本政府年度债务利息相当于 GDP 的平均比值仅为 0.5% 左右，2023 年日本政府利息费用更是下降至 7,756 亿日元，较 2022 年减少近 60%。本次日本央行退出负利率政策，虽然仅仅加息 10 个 BP，但依旧对庞

大的存量政府债务产生巨大影响。目前，日本财政收入对政府债务的保障能力已经不足 15%，如果日本央行逐步提升基准利率，在日本政府庞大的债务规模下，每年政府利息支出将会大幅增长，直接削弱政府的债务可持续性 & 偿付能力。

另一方面，日本货币退出负利率政策会加速日本投资组合从海外债券转向日本本国债券，短期内或对美国、欧洲以及澳大利亚等国的国债造成一定回撤冲击。日本央行退出负利率政策会带动日元汇率与日本国债收益率双双上涨，无形间大幅压缩日元利差交易的实际收益，带动借贷资本纷纷回流日本，国际清算银行（BIS）数据显示，截至 2022 年末，日本商业银行出借国际投资者的海外敞口总规模约为 2 万亿美元。考虑到日本投资者不但持有巨额美国国债，还买入大量欧洲与澳大利亚等高收益国债，若日本国债收益率继续回升会导致日本与其他国家之间的国债利差持续缩小，或导致日本投资者纷纷抛售美国、欧洲、澳大利亚等高收益国债将资金回流国内，无疑将加剧全球国债收益率上涨压力。但考虑到欧美等西方国家的债券利率依旧具有较大的投资优势，回撤资金或将有限且对海外债市的冲击程度相对可控。



注：2024 年和 2025 年数据为预测值；

数据来源：IMF，联合资信整理

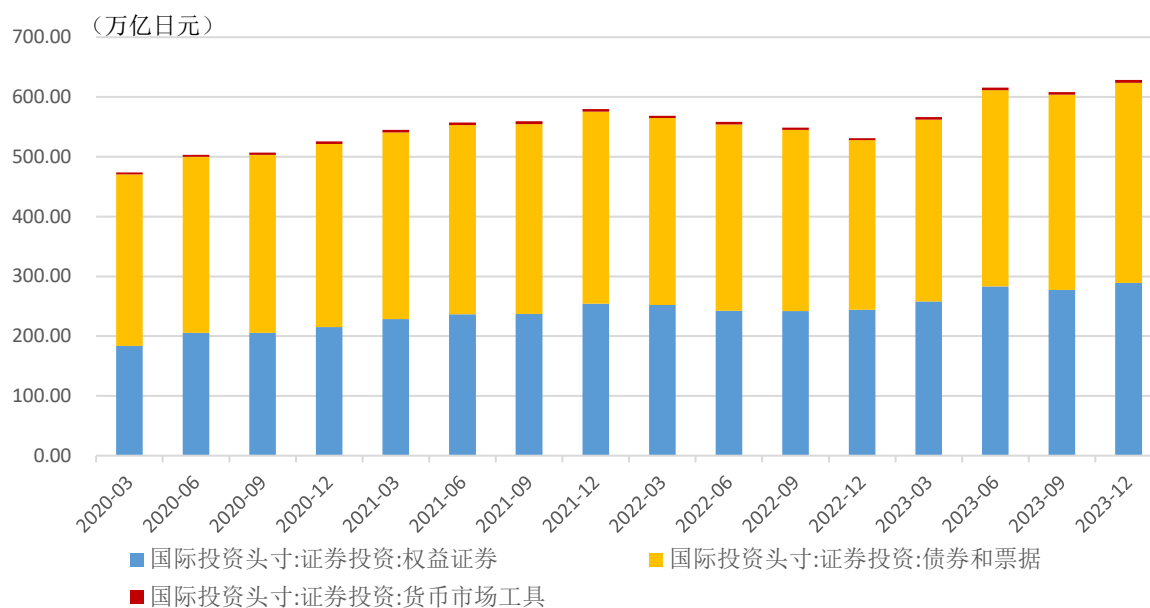
图 5 2015 年以来日本政府债务及利息变化情况

日本央行温和的货币调整策略对资本市场的影响较小，短期内日本股市依旧波动向好、汇率调整幅度较为有限，但中长期日本股市存在一定调整压力，且日元有望重回升值区间

日本 10 年期国债收益率对全球资产定价起到“锚定”作用，由于日本是当下全球唯一一个仍在执行零/负利率的主要发达经济体，日元作为全球利率洼地，具备避险货币和零成本货币的属性。而美联储的联邦基金利率已经在多次加息后上升至

5.25%~5.50%区间，日本央行超宽松的货币政策衍生出日本国内可投金融资产收益率低下、日元汇率持续走低等问题，越发彰显出海外金融资产的套利空间，因此国际资金通常会以低利率在日本借入日元并在全球其他市场买入高回报资产来进行套利。

日本是全球重要的债权国，截至 2023 年四季度末，日本国际投资头寸的证券投资规模达到 628 万亿日元（约合 4.2 万亿美元），创 2003 年有数统计以来新高，其中证券和票据投资头寸最高（345 万亿日元），其次为权益类投资头寸（289 万亿日元）。不难看出，日本庞大的国际投资头寸将会对全资本市场产生较大影响。目前正处于日本央行和美联储均走向货币政策调整的关键节点，考虑到日美央行的调整节奏均较为谨慎，预计 2024 年日美央行利差的收窄幅度控制在 100 个 BP 以内，且二季度发生资本大幅跨境调整的可能性很小，但三季度后跨境流动将会逐步增多，预计 2025 年日美利差会进一步收窄，或引发明显的国际资本布局调整。



数据来源：Wind，联合资信整理

**图 6 2020 年以来日本国际投资头寸证券投资的变化情况**

从外汇市场看，因日元长期处于贬值通道而成为低成本的融资货币，国际投资者通常会借入日元为购买高收益资产提供资金，本次日本央行退出负利率政策将直接影响日元的供需。从短期看，在 3 月利率决议前，美元兑日元的一周隐含波动率已经跃升至 11.64%，为 1 月 5 日以来的最高水平，同时用于对冲日元升值风险的美元兑日元一周风险逆转指数也大幅走高，说明市场已经准备应对日元可能走高带来的汇率风险。再者，加息同时日本央行也表示，鉴于世界第四大经济体的脆弱增长，其“预计宽松的金融状况将暂时维持”，不会激进加息，温和的货币调整策略对日元外汇市场的短期冲击较小。因此，在日本央行宣布退出负利率政策的当天，美元兑日元汇率一

度走高至 150，并未出现日元走强的趋势。考虑到日本央行发生货币政策“急速转弯”的可能性极低，日元汇率不具有急速攀升的风险，因此短期内日元会以双向波动为主，但调整幅度较为有限。从长期看，随着日本央行逐步收紧货币政策和美联储加息周期走向尾声，两国央行货币政策会逐步开启逆周期调节，届时会在一定程度上吸引资金从美元等外国资产回流日本，带动日元重回升值区间，相应美元有所承压，或进一步削弱美元资产的投资价值。

从股票市场看，本次日本央行小幅加息 10 个 BP 的象征意义大于实际意义，短期内由于日股的经济基本面保持稳定，故日本股市受日本央行货币政策调整的影响很小。在日本经济走出“失落的三十年”的主基调下，投资者情绪依旧较为乐观，在日本央行退出负利率当天日经 225 指数突破 40,000 点，最终收涨 0.66%，预计短期内日本股市依旧波动向好。从中长期看，考虑到日本经济较为依赖对外贸易，受全球经济需求疲软影响，或削弱贸易对经济的拉动作用，叠加日本央行推进货币政策正常化，或令日本经济复苏前景承压，对日本股市上涨造成一定阻碍。再加上美联储以及欧洲央行会逐步转向货币宽松，有助于提振投资者的风险偏好，预计部分日本的风险资金会从日本股市流出，流向有降息支撑的欧美股市，并对其他国家的风险资产产生一定传导效应。



## 联系人

投资人服务    010-85679696-8759    [chenye@lhratings.com](mailto:chenye@lhratings.com)

## 相关研究

[【特别评论】日本央行“意外”调整货币政策，产生影响几何？](#)

[【特别评论】日本央行即将迎来新行长，货币政策将如何调整？](#)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。