



# 日本央行“意外”调整货币政策，产生影响几何？

联合资信 主权部 | 程泽宇

## 主要观点

- 7月日本央行利率决议“意外”释放出退出超宽松货币政策的信号，但本次货币政策调整依旧较为温和且谨慎，短期内发生货币政策“急速转弯”的可能性较低，中长期将稳步走向货币政策正常化的道路
- 为增加债券市场的流动性、释放汇率贬值压力以及缓解日本的通胀压力，日本央行亟待通过调整YCC政策来恢复经济的可持续发展，其中通胀压力高企成为本次日本央行调整货币政策的最主要原因
- 日本央行调整YCC政策会加速日本投资组合从海外市场转向日本，短期内会对美国、欧洲以及澳大利亚等国的国债造成一定回撤冲击，但回撤资金或将有限且对海外债市的冲击程度相对可控
- 日元汇率和全球风险资产短期内或有所波动，但调整幅度或将有限；中长期日本央行YCC政策有望稳步退出，日元汇率和全球风险资产或将面临一定调整压力



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



7月日本央行利率决议“意外”释放出退出超宽松货币政策的信号，但本次货币政策调整依旧较为温和且谨慎，短期内发生货币政策“急速转弯”的可能性较低，中长期将稳步走向货币政策正常化的道路

2023年4月，经济学家植田和男正式出任日本央行行长，市场预期其上任后会带动日本货币政策逐步回归正常化，因此市场紧密关注日本央行将如何调整已持续十余年之久的大规模量化宽松政策。在7月日本央行公布最新利率决议之前，市场普遍预期日本央行将维持收益率曲线控制（YCC）政策不变。但是，7月28日日本央行“意外”宣布调整YCC政策，变化主要体现在两点：一是在允许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。“灵活地进行收益率曲线控制”这一说法尽管是温和调整YCC曲线的措辞，但日本央行此举旨在放松YCC上限至 $1.0\%$ 左右（非硬性限制）。二是为减轻对债券市场功能的影响，日本央行将调整固定利率操作，每个工作日以 $1\%$ （高于此前 $0.5\%$ ）的利率购买10年期日本国债，释放出将退出超宽松货币政策的信号。

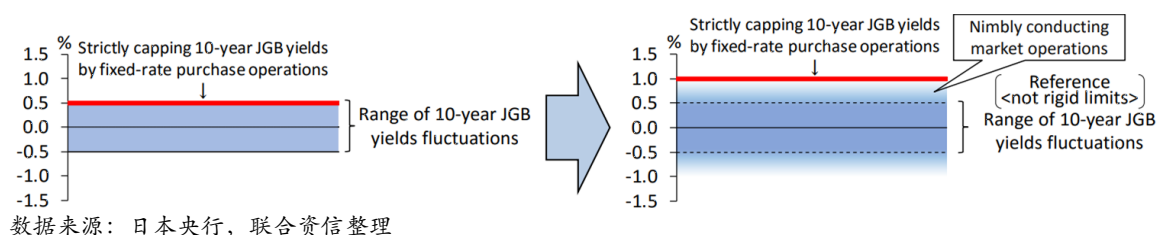


图1 7月日本央行收益率曲线控制政策调整

虽然本次日本央行的货币政策调整释放出收紧信号，但调整方式依旧较为温和谨慎，短期内发生货币政策“急速转弯”的可能性较低。一方面，由于日本长期奉行负利率政策，日本国内外投资者都以日元作为避险货币和零成本货币，如果日本央行大幅调整货币政策，可能会加速投资者降低日元负债并增加日元资产，进而引发全球资本市场的波动和重新配置。植田和男也多次公开释放“鸽派”信号，表明当下的宽松货币政策是合理的，以缓解市场情绪并防止金融市场剧烈波动。另一方面，日本政局此前曾出现“七年六相”的动荡局面，而安倍政府的上台不仅结束了这一动荡局面，还结束了日本政坛自1989年以来的“扭曲国会”现象，安倍所在政党自民党在日本政坛的影响力较为深远。“安倍经济学”的长期推行与安倍政府所绑定，尽管安倍晋三因遇刺离世，但现任首相岸田文雄与安倍同属日本自民党，执政理念保持一致，岸田文雄之所以启用“平衡派”植田和男，也是希望在各方利益平衡下以温和的方式逐渐调整货币政策，因此短期内不会出现货币政策的“急速转弯”。从长远看，日本央

行将沿着“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。

**为增加债券市场的流动性、释放汇率贬值压力以及缓解日本的通胀压力，日本央行亟待通过调整 YCC 政策来恢复经济的可持续发展，其中通胀压力高企成为本次日本央行调整货币政策的最主要原因**

日本央行自 2016 年开始实施 YCC 政策，即日本央行通过购买国债操作控制短期和长期利率，将短期国债收益率维持在-0.1%，将 10 年期国债收益率维持在 0%。但长此以往，日本央行对收益率曲线的极端控制引发了一系列问题，不利于经济的可持续发展。

**一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。**日本央行持有国债占比由 2012 年末的 10% 左右逐步飙升至 2022 年末的 51%，随着日本央行持有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，央行货币创造后直接 50% 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。

**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 2023 年 6 月末，1 年期、5 年期、10 年期日美利差由疫情前的-156 个、-167 个和-188 个 BP 纷纷走扩至-553 个、-405 个和-338 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。2021 年和 2022 年日本资本和金融项目中的证券投资分别流出 22 万亿日元和 19 万亿日元，受此影响，2022 年美元兑日元汇率一度飙升至 150 以上，日元较年初贬值超 45%，2023 年上半年日元继续贬值，较年初贬值约 10%（截至 6 月末），日元汇价跌至 33 年来的最低水平。

**三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。2023 年 1 月日本 CPI 增幅飙升至 4.3%，创 1981 年 7 月以来新高，其中日本能源 CPI 同比增幅仍高达 14.6%，成为推动日本物价走高的主要原因。之后能源价格得到显著回落，日本能源 CPI 同比增幅在 2023 年 6 月下降至-6.6%，但由于食品价格持续走高，当月 CPI 增幅仍高达 3.3%，连续 14 个月高于日本央行 2% 的通胀目标，说明日本通胀粘



性较大。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，与当下日本央行超宽松的货币政策存在一定矛盾。此外，由于日本之前长期处于通货紧缩之中，2023年6月日本的通胀压力（3.3%）8年来首次超过美国（3.0%），日本央行还将核心CPI预期由1.8%上调至2.5%，表明通胀压力已经成为日本央行需要及时应对的首要问题，也成为本次日本央行调整货币政策的最主要原因。

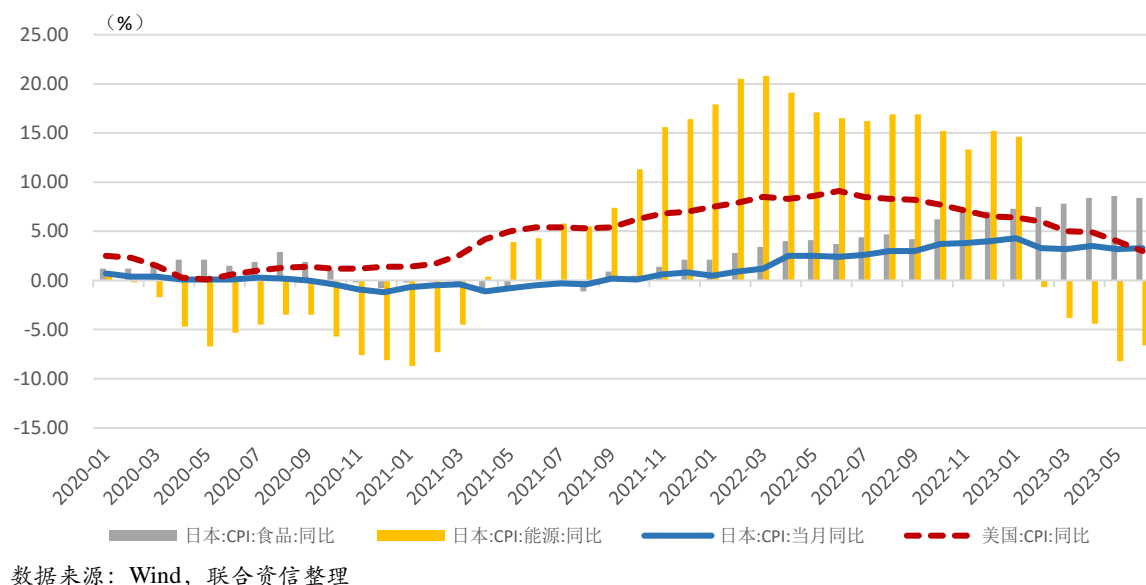


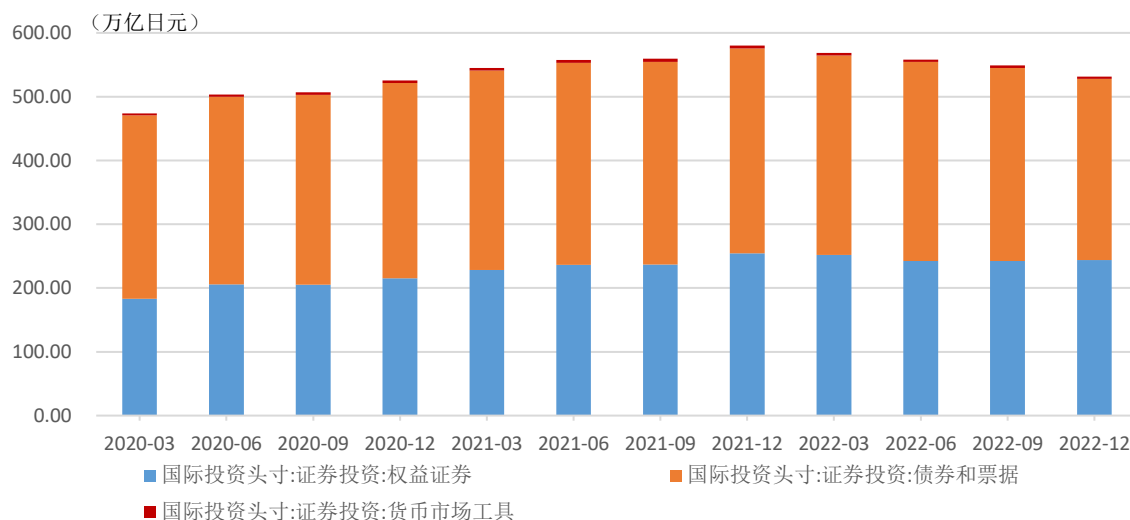
图2 2020年以来日本和美国的CPI增幅

日本央行调整YCC政策会加速日本投资组合从海外市场转向日本，短期内会对美国、欧洲以及澳大利亚等国的国债造成一定回撤冲击，但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10年期国债收益率对全球资产定价起到“全球风险资产锚”的效果，日本央行调整YCC政策会导致欧美债市资金回流日本。目前日本央行是全球唯一一个仍在执行货币宽松政策的主要发达经济体央行，关键短期利率依旧维持在-0.1%不变，而美联储联邦基金利率已经通过11次加息上升至5.25%—5.50%区间，欧洲央行政策性利率（边际借贷便利利率）也通过9次加息后达到4.50%。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。根据国际清算银行（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。

从债券市场看，随着全球负利率时代已经进入尾声，市场普遍认为日本央行的超宽松货币政策难以为继，于是早已提前布局。截至2022年四季度末，日本国际投资

头寸的证券投资规模年内回落约 49 万亿日元（约合 3,500 亿美元），三、四季度同比增幅均转为负值。2022 年日本国内投资者抛售了创纪录的 23.8 万亿日元（约合 1,810 亿美元）的海外债券，创 1996 年以来最高水平；同时净买入 30.3 万亿日元（约合 2,220 亿美元）的日本政府债券，创近 10 年以来的最高水平。截至 2022 年末，日本投资者在全球 20 个主要固定收益市场中的净卖出量占比为 70%，其中欧洲和澳大利亚的净流出量最大，日本也是美国国债最大的债权国，并连续多月减持美债，因此日本央行货币政策的收紧或引发全球债市的调整。



数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 2020年以来日本国际投资头寸证券投资的变化情况

日本央行调整 YCC 货币政策令日元汇率与日本国债收益率双双趋涨，无形间大幅压缩日元利差交易的实际收益，导致这些资本纷纷回流日本，引发全球国债价格调整。7 月 28 日日本央行调整 YCC 政策后，新发 10 年期日本国债收益率一度涨至 0.575%，突破 0.5% 上限并创 2014 年 9 月以来最高。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，日本 10 年期国债收益率走高同步引发全球债市调整，美国 10 年期国债收益率升幅超过 10 个 BP，两周多来首次盘中升破 4.0%；澳大利亚和欧元区的 10 年期国债/公债收益率盘中纷纷走高。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。不难看出，日本 YCC 政策调整会加速日本投资组合从海外债券转向日本本国债券，短期内会对美国、欧洲以及澳大利亚等国的国债造成一定回撤冲击，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。

日元汇率和全球风险资产短期内或有所波动，但调整幅度或将有限；中长期日本央行 YCC 政策有望稳步退出，日元汇率和全球风险资产或将面临一定调整压力

从外汇市场来看，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，但 7 月日本央行的利率会议释放加息信号，当天美元兑日元汇率一度跌至 138，日元汇率升值预期走强或引发套息交易平仓的风险，因为日元升值会给日元利差交易带来较大的汇兑损失，迫使日本投资机构更快撤回投向海外的套利投资资金。从短期看，虽然在 7 月利率决议前，美元兑日元的一周隐含波动率已经跃升至近 4 个月以来的新高，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升至 3 年以来新高，说明市场已经准备应对日元可能走高带来的汇率风险。但考虑到日本央行未来发生货币政策“急速转弯”的可能性较低，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。从中长期看，在日本央行逐步收紧货币政策和欧美央行加息周期走向尾声之间存在一定政策相反阶段，或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。

从全球资本市场来看，日本央行利率决议会影响全球风险情绪。2023 年以来，受益于美国经济“转着陆”预期增强以及科技创新红利支撑，美国三大股指纷纷走高，相应增强了美国投资者的风险偏好。7 月 27 日，日本央行提前放出讨论调整 YCC 政策的消息后，美股涨势迅速逆转，道琼斯工业指数终结 1987 年来最长连涨；7 月 28 日，日本央行的利率会议正式公布后，日经 225 指数一度收跌 0.4%，全球风险资产迎来小幅调整。综合来看，在日本经济走出持续约 30 年通货紧缩的主基调下，投资者情绪依旧较为乐观，预计短期内日本股市依旧波动向好，而美国股市在经济“软着陆”预期和人工智能技术快速发展的支撑下，股票市场短期内依旧向好发展，因此日本央行 YCC 政策调整短期内对全球风险资产的调整幅度较为有限。从中长期看，日本央行 YCC 政策有望稳步退出，日元升值压力或逐步加大，由于日元汇率与日本股市呈现“跷跷板”态势，因此日本股市存在一定调整压力，而日本股市调整对其他国家的风险资产也会产生一定传导效应。

## 联系人

投资人服务    010-85679696-8759    chenye@lhratings.com

## 相关研究

[【特别评论】日本首相安倍因病辞任，后安倍时代将何去何从？](#)

[【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。