

证券研究报告 / 宏观数据

日央行为何再度调整 YCC 政策？

---2023 年 10 月日本货币政策点评

报告摘要：

日本银行在 10 月 31 日的货币政策决策会议上继 7 月之后又一次对货币政策做出调整，政策变更的核心在于进一步推进 YCC 政策的灵活化操作，对长端利率的管理方法彻底转为弹性控制。此次货币政策调整的核心依然是 YCC 的具体操作办法，日央行一方面继续维持了 0% 的控制目标，但另一方面将 0.5% 的控制范围上调到 1%，且对这一收益率上限的控制方式由刚性转为弹性，这与日本经济新闻在 10 月 30 日晚间的报道基本一致。

对于日央行为何再次对 YCC 政策进行调整及日本货币政策未来的走向，市场上主要流行有以下几种观点，一是实现货币政策紧缩以抑制通胀，二是为了进一步遏制日元持续走低的趋势，三是日本超宽松货币政策的目标业已达成，目前正在逐步推动货币政策正常化。但这三种观点在对日本的经济形势、日央行货币政策核心目标及其落地标志的判断有所不足，因此对日央行政策调整的解释也有所偏颇。

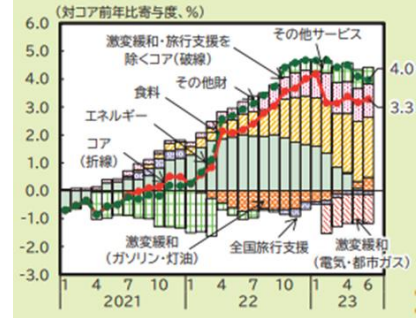
对于日央行本次调整货币政策的原因，我们依然维持 7 月货币政策会议时的基本观点，本次的货币政策调整更多还是在美长端利率大幅上升的背景下，为了防止国债收益率曲线过度扭曲，冲击金融市场稳定性而采取的预防性举措。日央行的整体货币政策基调依然是维持既有的宽松政策，以实现其持续稳定的物价安定目标。而本次 YCC 政策的主要目的依然是希望通过对 10 年期国债收益率灵活化的控制以保障异次元货币政策框架整体的稳定性。这次调整与其被是一次紧缩，不如说是对日央行现行宽松政策的保障。

关于日央行未来的货币政策走向，我们认为这需要分两个层面进行讨论。第一层面是 YCC 政策具体操作方法，这一层面主要受日美利差的影响，日央行更可能在现有框架下对 10 年期国债收益率进行机动控制。第二层面则是对日央行整体货币政策基调的判断，日央行货币政策的目标始终是实现持续稳定的物价安定目标，这使得日央行货币政策的转向只能在长期慢性通缩物价结构出现明确瓦解迹象后才可能开始。这一进程的重点观察指标是工资增速，如果明年春斗中基础工资增速可以达到 3% 及以上，我们判断日央行将正式启动货币政策正常化进程。

本次日央行对 YCC 政策的具体操作办法进行调整后，日本股市及外汇的走势都与市场预期发生较大分歧，汇率不升反降，股市则是不降反升。对日股的走势我们认为这在一定程度上可以标志着日股驱动要素正在从分母端逐步切换至分子端。我们认为随着长期慢性通缩物价结构的瓦解，日本经济逐渐恢复正常化，居民部门工资增速提升，企业价格控制能力得以恢复，其内需部门的业绩将出现量价齐升的态势，而这将使得日股整体走势有着更为坚实的基础。并且，随着投资群体的世代交替，日本居民部门的风险偏好有望得到修复，股票在其资产配置中的巨大空间将在资金面上对日股长期走势给与支撑。

风险提示：长期慢性通缩物价结构顽固性高于预期。

相关数据



相关报告

《【东北宏观】从再融资压力看美国经济强劲的持续性》

--20231028

《【东北宏观】原材料带动利润降幅进一步收窄》

--20231028

《【东北宏观】美国 2023 年三季度 GDP 数据点评：美国经济动能目前仍然强劲，紧缩政策继续》

--20231028

《【东北宏观】以史为鉴，财政货币如何选择？》

--20231027

《【东北宏观】建设国债、特别国债历史梳理及对比》

--20231025

证券分析师：张陈

执业证书编号：S0550522110002

13683268105

zhangchen2@nesc.cn

目 录

1.	YCC 政策彻底转向弹性控制	3
2.	日央行为何再次调整 YCC 政策	4
3.	日央行货币政策及日股行情展望	6

图表目录

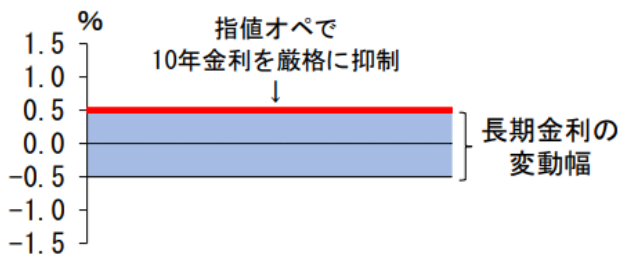
图 1:	完全刚性控制范围示意图	3
图 2:	刚性控制与弹性控制范围相结合示意图	3
图 3:	完全弹性控制示意图	3
图 4:	日本的通胀主要由外生供给冲击推动	4
图 5:	日本长期面临的物价问题是通缩而非通胀	4
图 6:	日央行一定程度上乐见日美利差扩大以维持通胀	5
图 7:	不同通胀上升预期人群所占比例	5
图 8:	企业的交易条件有所改善	5
图 9:	对 10 年期国债利率的机动调控可以防止收益率曲线再度扭曲	6
图 10:	近几次 CPI (除生鲜食品) 预测的比较	7
图 11:	日本基本工资变化情况	7
图 12:	工资-通胀循环正在逐渐启动	8
图 13:	同欧美相比, 日本居民部门对股票的配置存在巨大空间	8

1. YCC 政策彻底转向弹性控制

日本银行在 10 月 31 日的货币政策决策会议上继 7 月之后又一次对货币政策做出调整，政策变更核心在于进一步推进 YCC 政策的灵活化操作，对长端利率彻底转为弹性控制。此次货币政策调整的核心依然是 YCC 政策中对 10 年期国债收益率的操控办法，日央行一方面继续维持了 0% 的控制目标，但另一方面将 7 月会议中维持的 0.5% 的控制范围上调到 1%，且对这一收益率上限的控制方式由刚性转为弹性，这与日本经济新闻在 10 月 30 日晚间的报道基本一致。

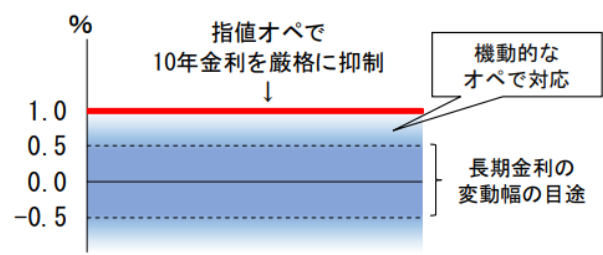
日央行在 2016 年导入 YCC 政策之后其主要操作办法是完全刚性控制，即通过公开市场操作在每个工作日无限量地购入长期政府债券以确保 10 年期国债收益率不超过日央行所规定的固定范围。在 2023 年 7 月货币会议后则开始采用了刚性弹性相结合的控制方法，即虽然将收益率控制范围固定在 $\pm 0.5\%$ ，但是允许收益率在一定情况下超过这一水平，而在 1% 的位置继续使用无限制购债维持的刚性约束。本次会议后日央行虽然依然规定了 1% 的 10 年期国债收益率上限，但在实际操作上则允许 10 年期国债收益率在一定范围内超过 1% 的目标水平，这意味着日央行 YCC 政策的调控方法彻底转为了弹性控制。

图 1：完全刚性控制范围示意图



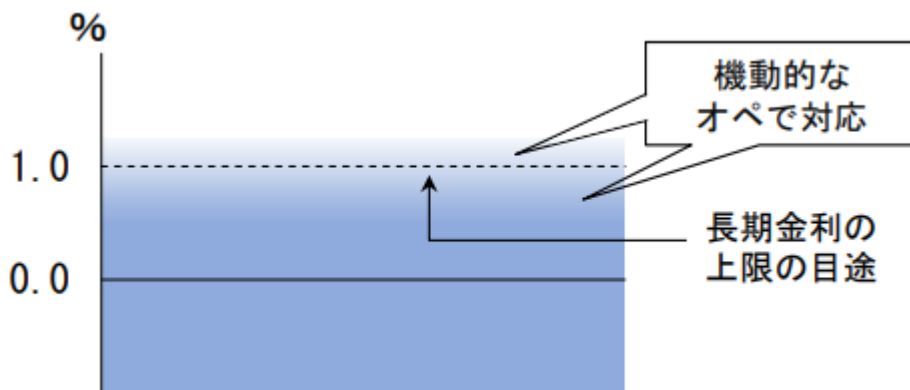
数据来源：日本银行，东北证券

图 2：刚性控制与弹性控制范围相结合示意图



数据来源：日本银行，东北证券

图 3：完全弹性控制示意图



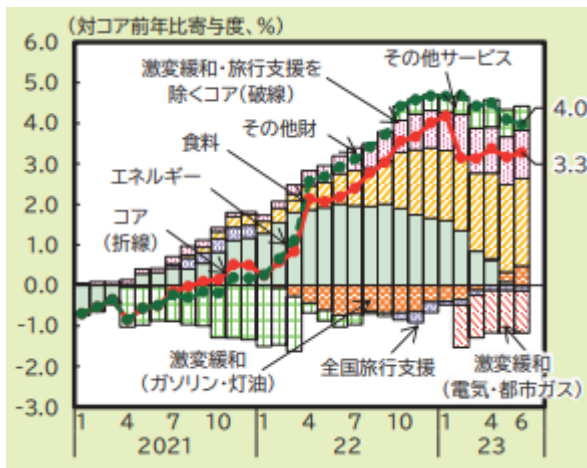
数据来源：日本银行，东北证券

2. 日央行为何再次调整 YCC 政策

对于日央行为何再次对 YCC 政策进行调整及日本货币政策未来的走向，市场上主要流行有以下几种观点，一是实现货币政策紧缩以抑制通胀，二是为了进一步遏制日元持续走低的趋势，三是日本超宽松货币政策的目标业已达成，目前正在逐步推动货币政策正常化。

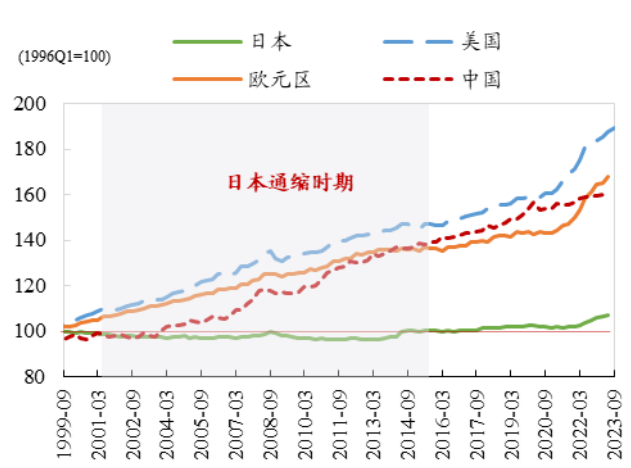
先看第一种观点，这一观点的主要依据是日本自 2022 年以来的通胀持续上升且维持高位，使得不少人用理解欧美的方式认为日央行需要通过紧缩货币政策来抑制通胀。但是正如我们在先前的专题中所强调的那样，日本通胀的形势主要有两个特点，一是其通胀的驱动中枢目前仍然是外生供给冲击，二是对日本而言，长期困扰其经济的物价问题绝不是通胀而是物价长期板结。在这二两个特点的基础上，我们认为本轮通胀对日本与对欧美的意义截然不同。这次通胀对日本来说是一次冲破旧有物价结构的契机，对日央行来说，他们所关注的物价风险更多是通胀因为外生冲击影响的衰退而过早下行而非通胀上行，因此这一日央行调整货币政策的主要目的是为了抑制通胀的观点并不成立。

图 4：日本的通胀主要由外生供给冲击推动



数据来源：日本内阁府，东北证券

图 5：日本长期面临的物价问题是通缩而非通胀



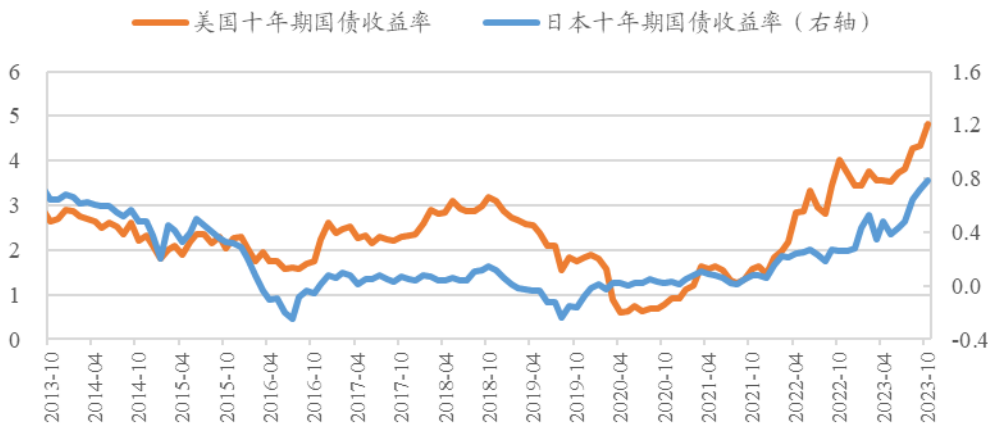
数据来源：Wind，东北证券

再看第二种观点，这种观点认为在全世界主要经济体维持高利率水平的大背景下，日元汇率自从 2022 年年初以来便持续贬值，日本如想遏制这一利率下调趋势就必须提高利率。这一观点在某些层面具有正确性，即目前持续贬值的日元相当程度上是受日美长期利差不断走阔导致资本账户资金不断流出的影响。根据植田在本次记者发布会上的发言，日央行也期待日元汇率可以沿着基本面较为稳定地上下波动，这次对 YCC 政策的调整在一定程度上考虑了因利差扩大日元贬值引发的对金融市场波动加剧的影响。

但是我们认为，在另一层面，日央行对汇率的关注主要还是集中在汇率波动对物价的影响。从日央行的核心目标出发，当下的日元的走低在一定程度上可以促使因外生供给冲击压力而产生的通胀进一步延长，有助于日本国内通胀预期和工资增速的抬升。这一通过日元贬值迫使通胀抬升的效果在 2013-2014 年实施量化质化宽松时期正是日央行所积极促成的。因此我们认为，尽管日央行在今年 7 月和 10 月对 YCC 政策的调整中会考虑日元贬值对金融市场波动加剧的影响，但从整体货币基调上来看，日元汇率维持较低水平反而是日央行所乐见其成的。日央行不会因为当下的日元贬值趋势而调整其货币政策的整体基调，尤其是负利率政策。这也是日元汇率在 10 月 30 日晚日经发布日央行或调整货币政策的新闻时有大幅抬升但在日央行正式

公布决议后反而有所贬值的原因，即货币政策调整依然只停留在维持金融市场稳定的程度，不及市场的紧缩预期。

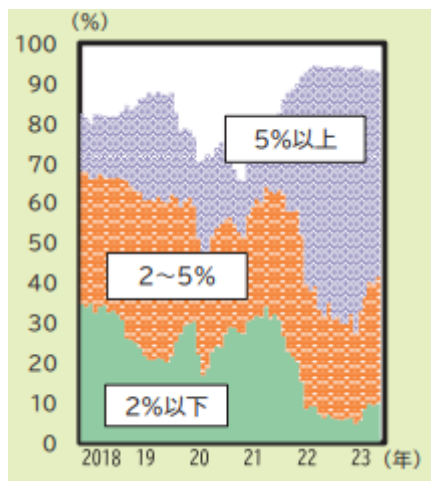
图 6：日央行一定程度上乐见日美利差扩大以维持通胀



数据来源：Wind，东北证券

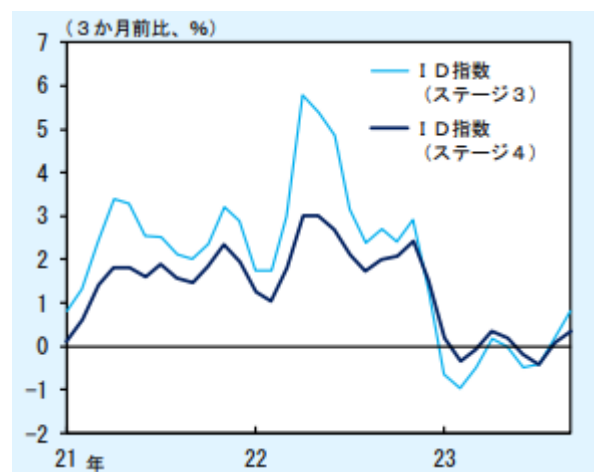
关于第三种观点，市场上有声音认为因为近期日本 GDP 的超预期上行以及日本 CPI 的已经连续 17 个月超过 2% 的通胀目标意味着日央行的目标已经实现，所以目前的货币政策调整是退出超宽松货币政策框架的前奏。但是我们认为，判断日央行目标实现与否最重要的不是经济和物价指标，而是企业能否顺利实现价格转嫁和工资增速以及通胀预期的抬升。从这三项标准来看，通胀预期开始上行，企业交易条件逐渐改善，工资增速也有所提升，居民在长期通缩环境下形成的行动惯习出现转变倾向，长期慢性通缩型物价结构开始了瓦解进程。但是这一进程的推动远不如经济及物价指标的那般显著，植田在本次记者会上也直言日央行长期政策目标的实现正面临诸多不确定性，目前也无法判断持续安定的物价稳定目标能否实现。因此我们认为根据经济和物价指标判断日央行已实现其目标因而本次 YCC 政策操作办法的调整是退出异次元货币政策框架的观点也并不妥当。

图 7：不同通胀上升预期人群所占比例



数据来源：日本内阁府，东北证券

图 8：企业的交易条件有所改善



数据来源：日本银行，东北证券

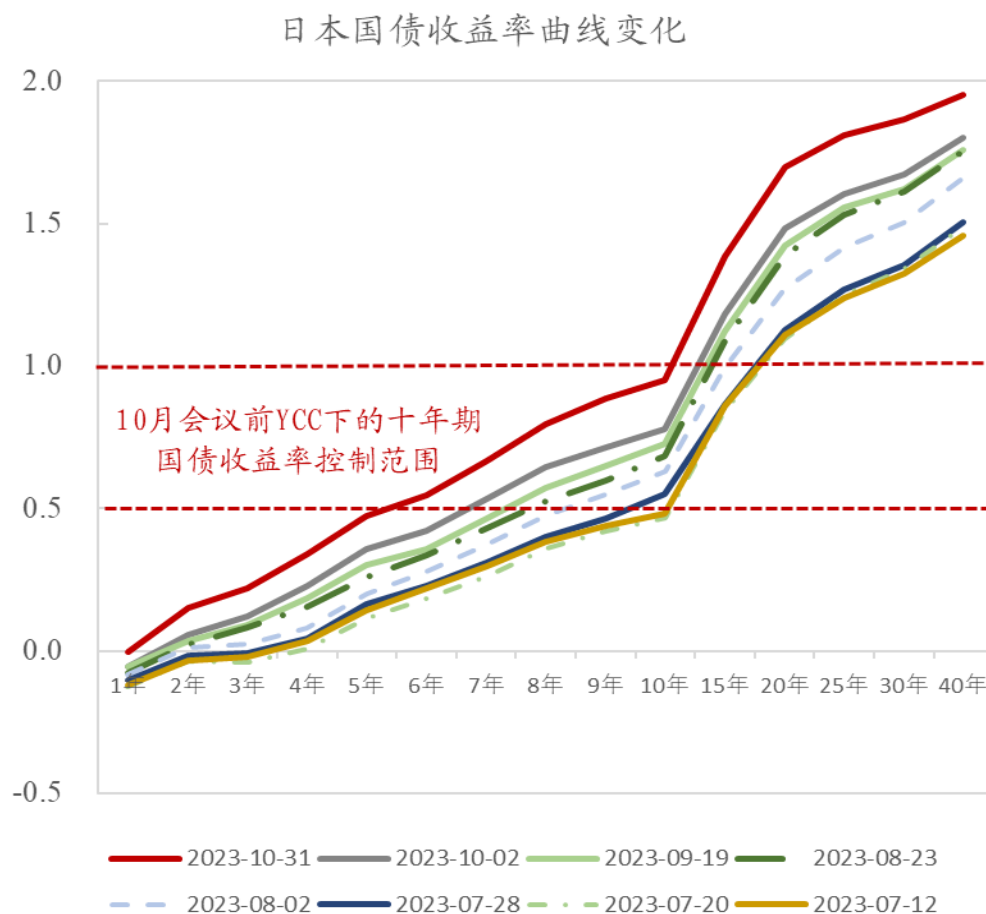
对于日央行本次调整货币政策的原因，我们依然维持 7 月货币政策会议时的观点，即本次的货币政策调整更多还是在美长端利率大幅上升的背景下，为了防止国债收益曲线过度扭曲，冲击金融市场稳定性而采取的预防性举措。日央行的整体货币政策基调依然是维持既有的宽松政策，以实现其持续稳定的物价稳定目标。而本次

YCC 政策的调整虽然在一定程度上有长短端实际利率已经进入负区间，为了避免宽松过度而停止了无限制购债的操作，但更主要的目的依然是希望通过对 10 年期国债收益率灵活化的控制以保障异次元货币政策框架整体的稳定性。这次调整与其被说是一次紧缩，不如说是对日央行现有宽松政策的保障。

3. 日央行货币政策及日股行情展望

关于日央行未来的货币政策走向，我们认为这需要分两个层面进行讨论。第一个层面是 YCC 政策具体操作方法，日央行更可能在现有框架下对 10 年期国债收益率进行机动控制。鉴于目前美国长端利率持续维持高位，能源价格开始抬升，在日元汇率持续走低和通胀水平超预期维持高位的背景下，市场会不断倾向于押注日央行将会“紧缩”货币政策，日债做空情绪浓烈，收益率曲线整体上移。而在 YCC 政策下，继续使用刚性约束将利率上限控制在某一固定水平会使得收益率曲线出现不必要的扭曲，进而严重破坏金融市场的中介职能。日央行对 10 年期国债收益率的控制彻底转向弹性约束正是为了防范这一风险，以更好地维护 YCC 政策的机能。因为目前影响日央行对 10 年期收益率曲线控制的主要是美债长端利率这一外部因素，所以对日央行 YCC 政策具体操作方法的展望更多需要根据美债走势进行判断。我们认为只要不发生促使长端美债继续上行的黑天鹅事件，目前以 1% 为上限，对 10 年期国债收益率进行机动控制的框架是可以防止收益率曲线再度扭曲，维护金融市场稳定性的。

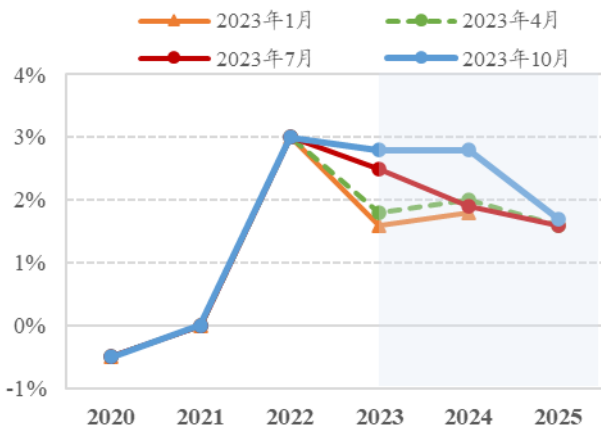
图 9：对 10 年期国债利率的机动调控可以防止收益率曲线再度扭曲



数据来源：Wind，东北证券

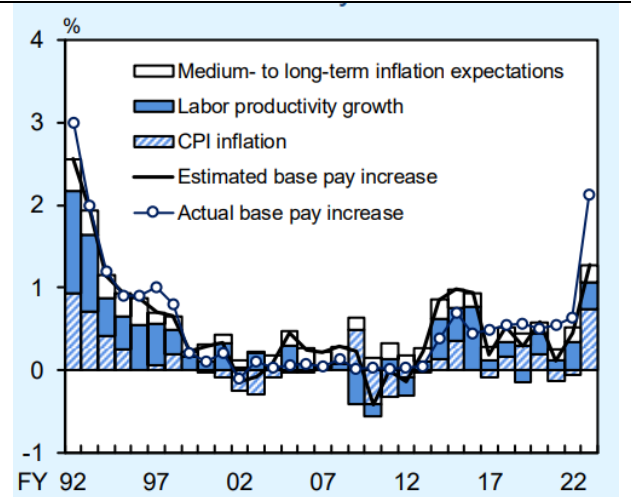
第二个层面则是对日央行整体货币政策基调的判断，正如我们在专题报告中所强调的那样，日央行货币政策的目标始终是实现持续稳定的物价安定目标，这使得日央行货币政策的转向只能在长期慢性通缩物价结构出现明确瓦解迹象后才可能开始。日央行在10月经济·物价形势展望中进一步上调了对2023年、2024年和2025年的通胀预测，其结果已经接近植田在4月记者会上所给出的3年通胀预测均超过2%的政策调整关口。经济·物价形势展望中对这次调整给出的主要理由是当下外生供给冲击所驱动的通胀有延续的趋势。但对日央行来说，对货币政策产生决定性影响的还是被植田称为“第二动力”的工资-通胀循环驱动，植田在记者发布会上表示这一驱动进程的发展尚在起步阶段。“第二动力”是打破长期慢性通缩物价结构的关键，观察这一动力发展进程的核心指标是工资增速。2023年的春斗（劳资谈判）中基础工资的涨幅达到2.1%，为1992年泡沫经济结束后的最高值。如果这一形势在明年可以延续，基础工资涨幅可以达到与2%通胀目标相整合的3%以上，那么日央行对今后3年通胀预测将全部上调至2%以上，日央行也会正式启动货币政策政策化进程，不仅是YCC政策，届时负利率和资产购买等政策也会开始调整。

图 10：近几年 CPI（除生鲜食品）预测的比较



数据来源：日本银行，东北证券

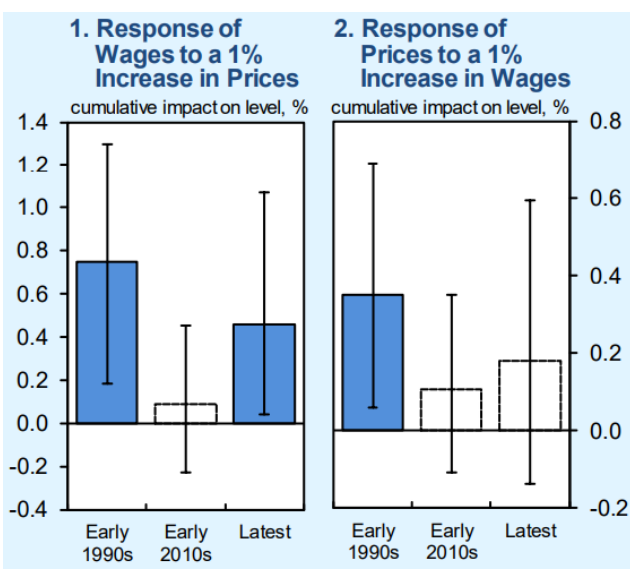
图 11：日本基本工资变化情况



数据来源：日本银行，东北证券

本次日央行对 YCC 政策的具体操作办法进行调整后，日本股市及外汇的走势都与市场预期发生较大分歧，汇率不升反降，股市则是不降反升。日元汇率继续走低的原因是前文所提及的日央行的政策调整不及紧缩预期，做空情绪恢复。而对日股的走势我们则认为这在一定程度上可以标志着日股的内部驱动要素正在从分母端切换至分子端。随着植田称之为“第二动力”的工资-通胀循环开始启动，内需部门企业的价格转嫁机制也逐渐通畅，近期内股行情虽然波动较大，但这很大程度上是半导体等外需主导部门企业造成的，内需部门企业股价则维持了相对较好的涨势。我们认为随着长期慢性通缩物价结构的瓦解，日本经济逐渐恢复正常化，居民部门工资增速提升，企业对价格的控制能力得以恢复，其内需部门的业绩将出现量价齐升的态势，而这将使得日股整体走势有着更为坚实的基础。并且，泡沫经济破灭后日本居民部门的财富长时间集中在现金、存款和保险等低风险资产上，在主要投资者群体迎来世代交替的当下，走出股灾 30 年的居民部门风险偏好有望得到修复，股票在其资产配置中的巨大空间将在资金面上对日股长期走势给与支撑。

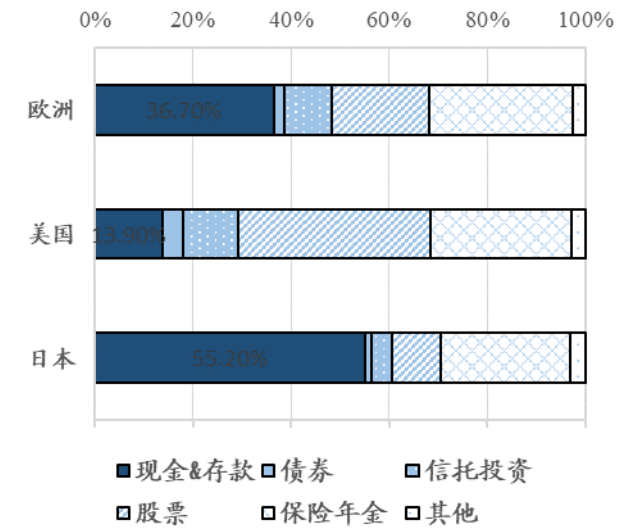
图 12: 工资-通胀循环正在逐渐启动



数据来源: 日本银行, 东北证券

风险提示: 长期慢性通缩物价结构顽固性高于预期。

图 13: 同欧美相比, 日本居民部门对股票的配置存在巨大空间



数据来源: 日本银行, 东北证券

研究团队简介:

张陈：北京大学经济学专业博士，拥有 3 年证券从业经验，金麒麟奖团队成员，曾在核心期刊发表多篇论文，在校期间参与多项国家社科基金项目。现任东北证券首席宏观分析师。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

