

## 日本负利率时代结束，对我国影响几何

3月19日，日本央行宣布加息10个基点，将政策利率从-0.1%至0上调至0%-0.1%；取消国债收益率曲线控制（YCC）政策，一年后将停止购买商业票据及公司债；停购日股ETF及房地产投资信托基金（REITs）。这为日本2016年以来长达8年的负利率政策画上句号，也意味着全球负利率时代的终结。

### 回顾：日本是如何进入负利率时代的

2008年金融危机冲击全球经济，欧美主要经济体通过快速下调利率以及实施资产购买计划等量化宽松货币政策刺激经济，而在金融市场不稳定性仍大、经济修复效果不佳等背景下，负利率政策应运而生，由瑞典在2009年打响负利率头号枪，随后，欧洲多个国家地区陆续效仿。

2016年，日本央行正式踏入负利率政策，将短期基准利率降至-0.1%，同时宣布实施以收益率曲线控制为操作目标（YCC）的量化宽松政策，即在控制短端政策利率-0.1%的同时，将10年期日债收益率控制在0%附近，当10年期日债收益率突破区间上限，央行便购买日债，使得收益率回到目标区间之内。

图、2000年以来日本政策目标利率及10年期日债收益率走势



来源：Wind、广州期货研究中心

YCC 是日本量化宽松政策中最重要的一环，一方面通过收益率曲线的管理，传递持续宽松的货币政策信号，以营造通胀回升的预期，刺激消费，另一方面，短端 QE 买债和长端不定期买债均意味着财政扩张有一定规模保障，有利于以政府投资带动经济发展，再者日债收益率维持低位意味着日元汇率维持低位，有利于出口。而弊端方面，严格执行 YCC 使得日债交易有所“扭曲”，10 年期日债流动性不佳，其他期限利差波动较大，使得利率曲线形态可能“变异”，同时日元长期贬值趋势使得对外汇管理干预失效。

YCC 操作并非一成不变，去年底以来的调整已逐步为市场提前打下即将退出的预防针。2016 年，日本央行将 10 年期日债收益率波动区间设为正负 0.1%，2018 年扩大为正负 0.2%，2021 年扩大至正负 0.25%，2022 年扩大至正负 0.5%，2023 年 7 月扩大至正负 1%，10 月将 1% 的绝对上限改为参考上限，即 YCC 操作自去年底以来便失去意义。

## 复盘：日本货币政策对全球金融市场的影响

得益于长期零利率或负利率环境，日元是全球最主要的套息货币，当其他经济体经济增长向好，投资者倾向于借日元投资其他货币，当其他经济体增长下行，投资者倾向于还日元卖出其他货币，因此日元套息头寸的变化、汇率的走势也是全球资本流动性的重要指标。若日本央行退出负利率时代，将打破过去十几年的全球套息交易框架，进而对全球流动性市场的流向及结构产生一定影响。

复盘 2006 年 7 月至 2008 年 10 月的加息周期，日本央行将基准利率从 0% 上调两次至 0.5%。该轮货币紧缩周期发生在美联储加息之后，且在周期内遇到 2008 年金融危机诱发美联储货币政策快速转向。从金融市场及大类资产表现看，加息理论上对应日元升值，但实际走势节奏受市场交易 price-in 的程度影响，且后期汇率走势受美联储货币政策转向主导。股市方面，日本加息在短期内对风险情绪有负面影响及情绪传染，全球股市有所下跌，但反应时间通常在 1-2 个月之内。对商品而言，由于当时总需求情况为全球经济接近衰退，因此商品指数整体走弱。而对我国的股、债市场影响并不显著。

图、日本上一轮加息周期资产表现

月度涨跌幅%	2006-07	2006-08	2006-09	2006-10	2006-11	2006-12	2007-01	2007-02	2007-03	2007-04	2007-05	2007-06	2007-07	2007-08	2007-09
美元指数	0.20	-0.29	1.10	-0.80	-2.79	0.88	1.09	-1.17	-0.79	-1.78	1.04	-0.47	-1.35	0.01	-3.86
美元兑日元	0.17	2.41	0.67	-1.02	-1.01	2.82	1.38	-1.80	-0.58	1.35	1.94	1.12	-3.80	-2.24	-0.84
日元兑人民币	0.01	-2.28	-0.91	-0.43	0.58	-2.59	-2.60	2.25	0.27	-1.68	-2.37	-1.73	3.02	2.34	-0.14
美元兑人民币	-0.28	-0.18	-0.63	-0.37	-0.45	-0.44	-0.40	-0.47	-0.09	-0.37	-0.71	-0.46	-0.55	-0.17	-0.66
标普500	0.51	2.13	2.46	3.15	1.65	1.26	1.41	-2.18	1.00	4.33	3.25	-1.78	-3.20	1.29	3.58
日经225	-0.31	4.42	-0.08	1.69	-0.76	5.85	0.91	1.27	-1.80	0.65	2.73	1.47	-4.90	-3.94	1.31
上证综指	-3.56	2.85	5.65	4.88	14.22	27.45	4.14	3.40	10.51	20.64	6.99	-7.03	17.02	16.73	6.39
CRB商品指数	0.99	-5.95	-7.12	0.09	5.12	-4.44	-1.97	3.71	1.44	-1.32	-0.40	1.37	2.65	-4.73	8.07

来源：Wind、广州期货研究中心

## 展望：日本退出负利率，对我国影响几何

3 月 19 日日本央行利率决议公布后，日元贬值，10 年期日债收益率回落，日股低开高走，说明市场此前已对本次加息有充分预期，本次会议总体收紧力度低于预期。去年底来日本央行调整 YCC 区间，已逐步向市场释放政策转向的指引。从基本

面看，经济增长出现温和复苏，企业利润持续改善，通胀方面工资和物价之间的良性循环向好，上周五日本“春斗”谈薪涨幅 5.3% 可观，更是加大了市场对加息的押注。本次利率决议释放信号偏鸽，明确提出根据当前的增长和通胀预期走势，不会快速连续加息，而对于未来的利率路径并没有给出明确指引，对通胀目标的达成亦维持谨慎态度。

结合关于日本通胀内生动能不够强劲的判断，我们认为日本央行进入快速加息周期可能性不大，对大类资产特别是国内金融市场的影响有限，特别是今年下半年美联储货币政策转向概率较大，对全球流动性负面影响有限。但需要密切关注日本通胀走势，若有进一步超预期数据或事件出现，使得日元套息交易逻辑发生根本性改变，则不可避免对国际资本流向产生扰动。

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497 号

分析师：方旻 期货从业资格：F03105216 投资咨询资格：Z0021334 邮箱：[fang.min@gzf2010.com.cn](mailto:fang.min@gzf2010.com.cn)

免责声明：本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！