中银研究

# 经济金融热点快评

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

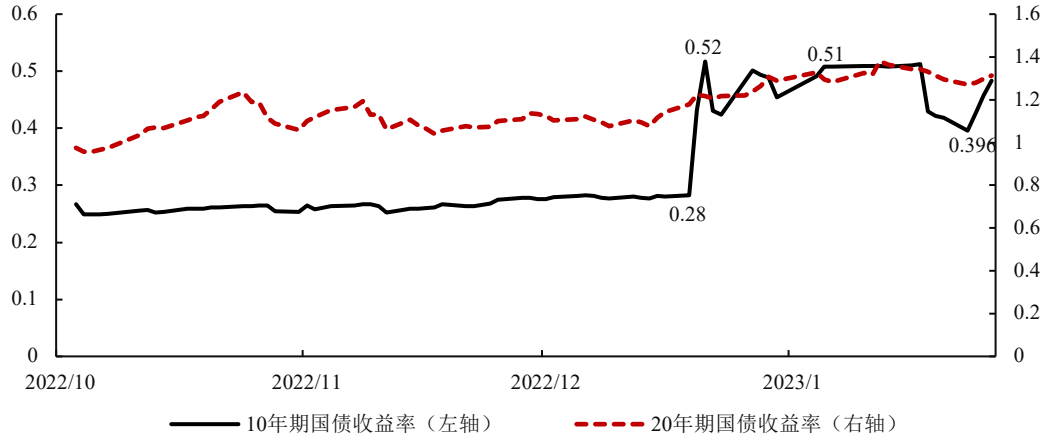
2023 年 1 月 30 日　2023 年第 21 期（总第 980 期）

## 日本国债收益率创新高，央行采取举措捍卫收益率曲线

2023 年 1 月 27 日，日本央行宣布，将从 2023 年 2 月 1 日至 2028 年向金融机构提供五年期抵押贷款，以加大资金供应来捍卫收益率曲线控制政策（Yield Curve Control，简称 YCC），突显日本央行坚守 YCC 政策的决心。

**第一，国债收益率创新高，日本央行疯狂购债护上限。一是国债收益率频繁升破 0.5%临界值，国债收益率居高不下。**自 2022 年 12 月 20 日日本央行放松 YCC 政策区间后，日本国债收益率一度飙升至 0.52%，为 2015 年以来最高。2023 年 1 月 5 日，日本 10 年期国债收益率连续 13 天维持在 0.5%水平之上。2023 年 1 月 12 日，日本 20 年期日债收益率高达 1.38%，刷新近 9 年新高（图 1）。**二是日本央行单日购债规模接连创下历史记录。**因日本国债收益率持续徘徊在交易限制区间上限，日本央行宣布开展计划外购债操作。2022 年 1 月 12 日和 13 日，日本央行单日购债规模分别为 4.6 万亿日元、5 万亿日元以上，连续两天更新了日本央行 140 多年历史中的最大单日购债幅度。

**图 1：日本国债收益率走势（%）**




资料来源：Wind

**第二，债市流动性枯竭和通胀上行双重压力，日本央行维持 YCC 政策面临挑战。一是日本央行在国债市场的份额超过一半，日债流动性持续恶化。**一方面，伴随国债收益率上行，日本央行国债购买规模不断扩大。截至 2022 年 9 月底，日本央行在国债市场的份额首次超过 50%，并于 2023 年年初进一步提升，创历史新高。另一方面，日本央行持续购债行为导致国债收益率曲线长期扭曲，难以反映市场真实资金供求情况，交易量和市场效率大幅下降，债券市场的功能急剧恶化。**二是通胀预期上升，或面临“工资-价格螺旋”上升风险。**2022 年 12 月，日本核心消费者价格同比上涨 4.0%，是央行 2%目标的两倍，创 41 年新高。2023 年 1 月，日本东京核心消费者价格指数同比上涨 4.3%，高于市场预期，是自 1981 年以来最强劲的数据。同时，2022 年 11 月，日本职位空缺率升至近 44 年最高水平，劳动力市场紧张，通胀或面临“工资-价格螺旋”上升风险。

**第三，日本央行通过调整“共同担保资金供给操作”以平滑收益率曲线，但恐收效甚微。一是为保持债券市场流动性，日本央行持续调整“共同担保资金供给操作”。**随着国债市场流动性持续恶化，日本央行多次调整“共同担保资金供给操作”，主要表现为延长贷款期限和增加利率灵活性。通过这种操作，日本央行以极低利率向金融机构发放贷款，金融机构可将融资资金投资于日本国债以实现息差收益，最终达到日本央行不直接购债也可以平滑收益率曲线的目的。2023 年 1 月 4 日，日本央行将提供贷款期限由 1 年延长至 2 年；2023 年 1 月 18 日，日本央行进一步将贷款利率从原来固定为 0%变更为“基于市场实际情况决定各个期限贷款利率”的方式，贷款期限扩大至 10 年以内，并于 2023 年 2 月 1 日至 2028 年向金融机构提供五年期抵押贷款。**二是“共同担保资金供给操作”恐收效甚微，YCC 政策仍将承压。**一方面，“共同担保资金供给操作”并非长久之计，金融系统风险随之增加。“共同担保资金供给操作”的利率设定由日本央行决定，利率过低在为金融机构带来足够套利空间的同时，还会产生资源错配问题，同时伴随道德风险，对金融市场有效运行造成冲击。另一方面，套利行为还取决于金融机构对利率的预期走势。如果金融机构预期未来利率呈现上行趋势，则可能改变投资策略或暂时不投资日本国债，进而无法实现平滑收益率曲线的效果。此外，该项措施还受限于金融机构的资产负债表情况，最终效果仍存在不确定性。

**第四，日本央行可能进一步扩大 YCC 政策目标区间，提高长期收益率灵活性。**由于国债市场流动性枯竭、通胀风险预期上升以及“共同担保资金供给操作”效果存在不确定性，日本央行应考虑在长期收益率问题上加强灵活性，适度上调 10 年期国债收益率目标，扩大国债收益率交易区间，为政策回旋确保更多空间。同时，准备在通胀上行之时迅速提高短期利率，提前做出应对加息的预案。

（点评人：中国银行研究院　初晓）

审稿：边卫红
单位：中国银行研究院
联系方式：010 - 6659 2776

联系人：初晓
单位：中国银行研究院
联系方式：010 - 6659 6624