

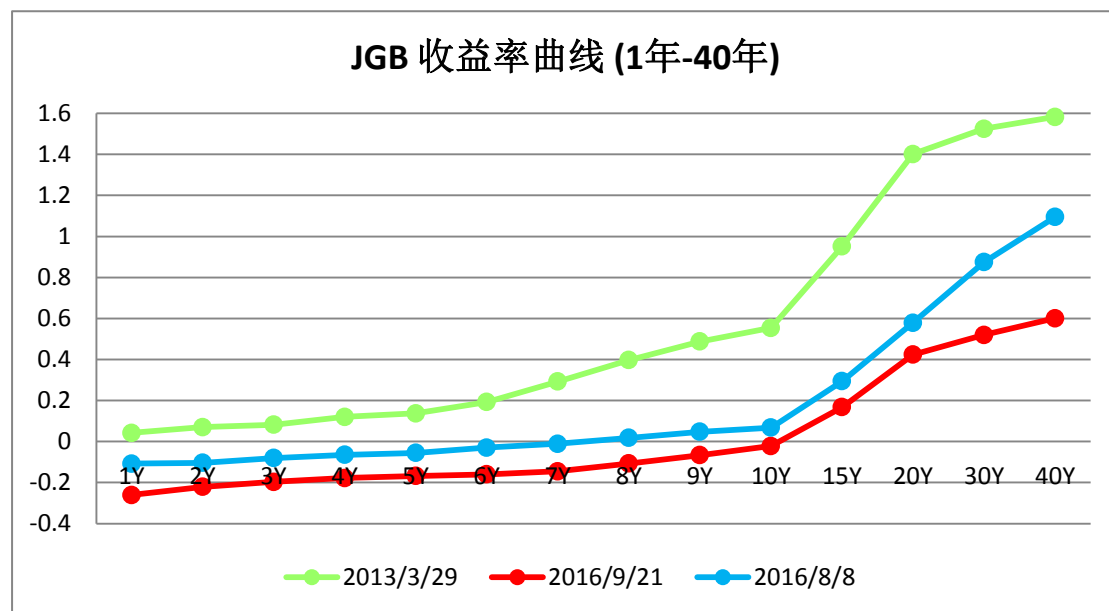
日本央行现行货币政策分析（下）

四、日本央行当前政策难以持续——债券市场的运行机制

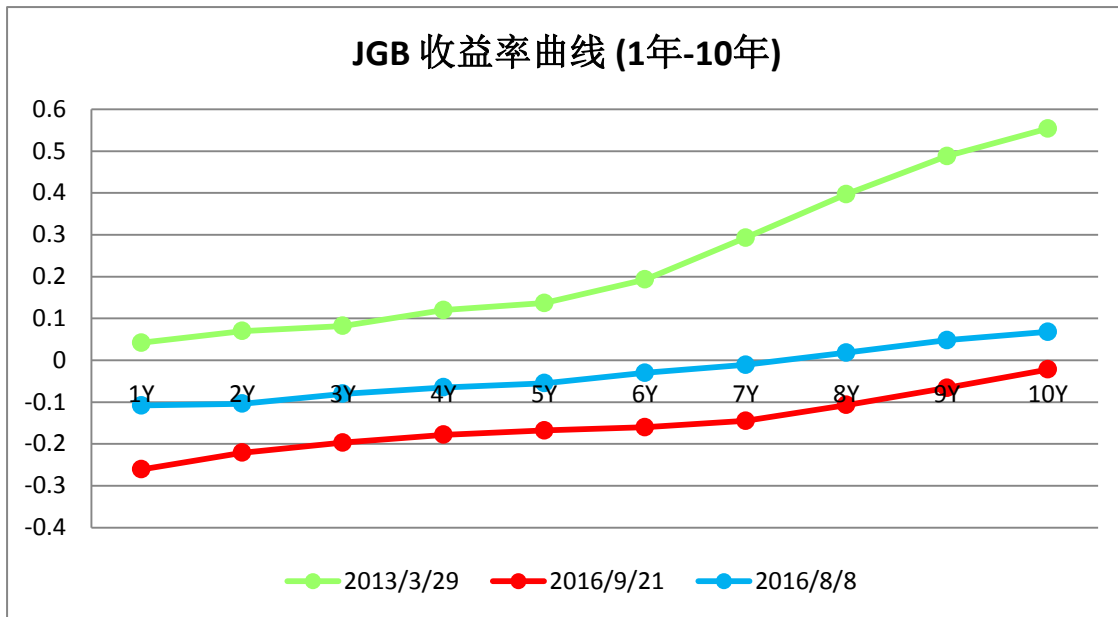
日本央行的购债行为导致国债供给大幅下降，国债对投资者的吸引力也逐渐降低。这些导致日本国债收益率曲线的扁平化和波动性的大幅减少，令债券市场对经济的定价功能日益丧失。

➤ 国债市场的定价功能

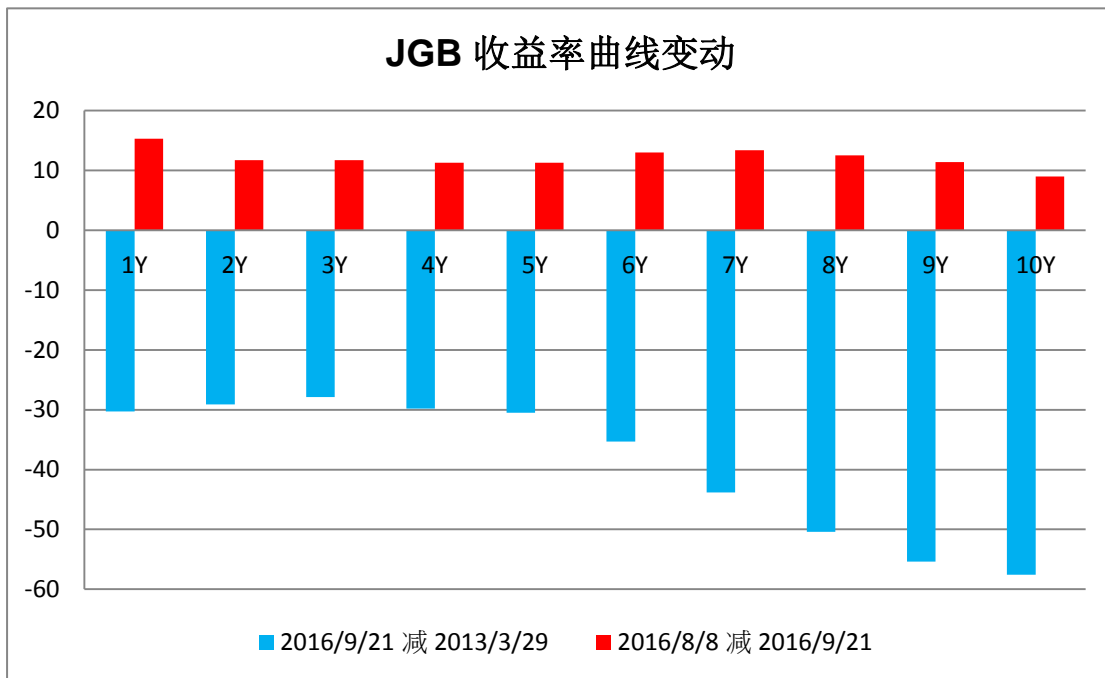
从2013年4月份引入QQE到2016年8月，日本的基准收益率曲线已大幅下行，短端收益率下行约30BP，长端下行约50BP。但从2016年9月份推出“控制收益率曲线的QQE”政策以来，日本的国债收益率曲线实际是上行的状态：1年至10年期限向上平移约11BP，超长的30Y和40Y期限分别上行35和50BP。



（数据来源：路透）

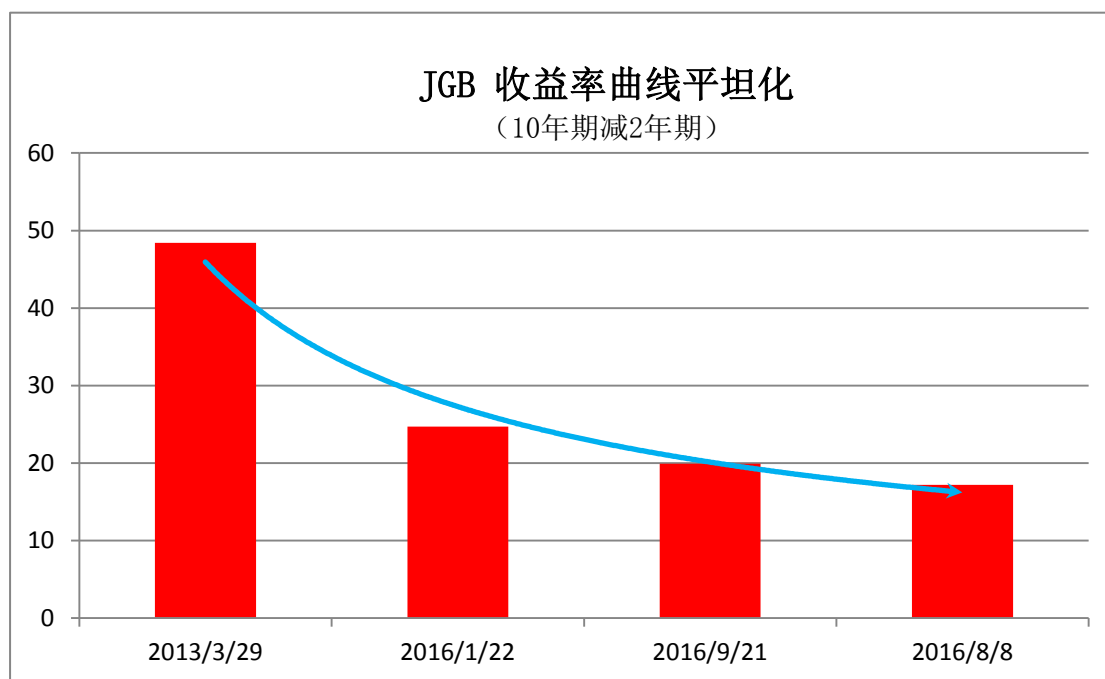


(数据来源: 路透)



(数据来源: 路透)

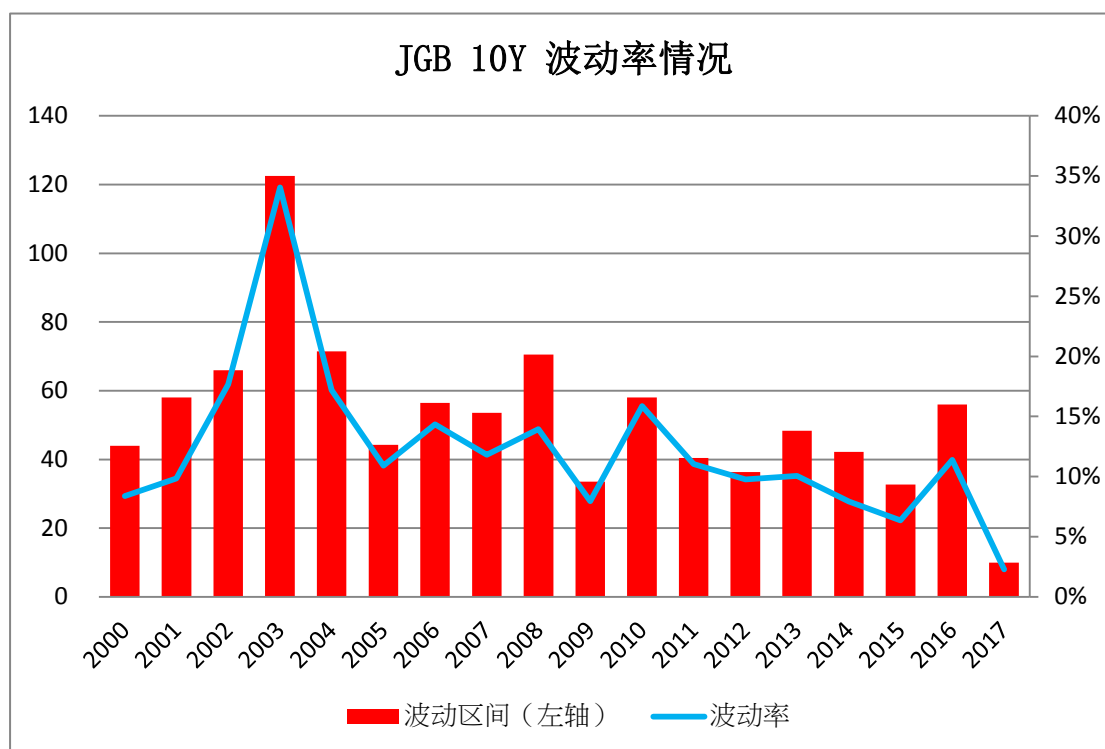
QQE 以来, 债券供给逐渐减少, 令日本国债的收益率曲线大幅平坦化, 极大地削弱了债券市场对经济的定价功能。



(数据来源: 路透)

➤ 国债市场的波动性

波动性上也折射出日本国债市场的运行机制日益被破坏。自“控制收益率曲线的QQE”政策以来，日本10年期国债的收益率波动性降到了历史的最低水平，其交易的活跃程度大大降低：到期收益率在2017年仅维持在0%-0.11%的区间，而其年波动率降到仅有2.3%的水平。从资产配置和交易的角度，日本10年期国债对投资者的吸引力均极大地降低了。交易活跃度锐减，令日本国债市场很难反映出投资者对经济的真实看法。



（数据来源：路透）

综合央行基础货币投放的能力及国债市场运行的机制，日本央行现行的“控制收益率曲线的QQE”政策很难持续下去。

五、结束的时点可能已日益临近

随着“控制收益率曲线的QQE”的进行，日本央行的委员们对政策的负面影响表示了关注。

➤ 6月份议息会议：2017年6月16日

提到：如果继续现在的购债速度，在2018年年央行将不可避免的面临购债困难的局面。为了保证购债的持续性和稳定性，建议央行将购债速度减少至每年新增45万亿日元。

➤ 日本国债市场会议：2017年7月5日

在每个季度举行的日本国债市场会议上，参会的委员也表示了对JGB市场运行机制逐渐被削弱的担忧。

波动性方面：随着日本央行市场占有率逐渐增加，日本国债收益率只有在在央行实施货币政策或海外利率波动剧烈时才有反应，其余时间波动性非常小。

市场吸引力方面：长期利率一直处在低位，被投资机构视为基准的30年期国债收益率持续低于1%。资本利得及依靠票息收入都显得不划算，投资者不愿意参与日本国债市场。

虽然中短端利率有所上行，但是其收益率落在负值区间，因此其对投资者的吸引力很弱。

市场的运行机制方面：成交量减少及市场参与者退出损害了国债市场的正常运行机制。

国债收益率对股票价格的波动及日本经济的改善几乎没有任何反应，表明日本国债市场的价格发现功能已经大大削弱。

虽然央行的货币政策是为了实现物价目标，但也应该考虑市场的运行情况。在未来央行退出时，非常担心由于市场深度不足而导致波动性突然提升。当利率波动加大时，市场的反应可能会很剧烈。建议央行在公开市场操作时，允许政策利率在某个区间内波动。

➤ **7 月份议息会议：2017 年 7 月 20 日**

虽然日本央行在其议息会议上重申维持当前货币政策不变的立场，但面对日益被扭曲的债券市场，日本央行官员在最近的政策会议上已经明确提出了“政策难以持续”这一担忧。

提到：虽然 CPI 预期仍然低迷，但已经朝着 2% 的目标行进。因此，央行应维持当前的货币政策，但已不需要更多的刺激。

提及了对于 JGB 市场功能的担心：为了达成央行的两个目标——物价稳定和金融体系稳定——央行应该给后者更多的权重。建议央行将金融机构超额准备金利率重新定为 0.1%，并废除对于收益率曲线的控制。

提及了缩减宽松政策的建议：将购债速度定为每年新增 45 万亿日元，之后再以有序和递进的方式减少债券购买。

六、如果退出，日本央行可能的选项

- ✓ 将购债速度定为每年新增 45 万亿日元
- ✓ 彻底放弃维持 10 年期国债收益率在 0.11% 的价位
- ✓ 将维持 10 年期国债收益率在 0.11% 的价位改为维持其在某个价位区间

但无论哪种选择，都会令市场产生“日本央行已经承认当前的货币政策不可持续”的猜测，从而引起市场的剧烈变化。

七、对市场可能的影响

如前所述，当前日本央行几乎已经成为其国债市场的唯一买家。而这种由于流动性唯一提供方——中央银行——突然撤离而导致剧烈波动的情况，在 2015 年已经经历过两次，瑞士中央银行放弃支持欧元兑瑞士法郎 1.2 的汇价，以及中国人民银行的 8.11 汇改。当日本央行终止现行政策时，也许会再次出现由流动性突然缺失而导致 JGB 和 USDJPY 的断崖式下跌。

- SNB： 2015 年 1 月 15 日，瑞士央行宣布不再购入欧元以支持 EURCHF 1.2 的汇价，导致 EURCHF 瞬时跳水 3400BP。



- PBOC 8.11 汇改：2015 年 8 月 11 日，中国外汇交易中心大幅上调 USDCNY 中间价，导致 USDCNY 跳空 900BP 高开，与前一日收盘价相比，当天最高上涨 1700BP。



综合以上所述，我们认为日本央行现行的货币政策难以持续，在未来的某个时刻日本央行将因为基础货币投放能力或国债市场运行机制受损而不得不退出当前的“控制收益率曲线的QQE”。而由于日本央行已成为国债市场上唯一的买家，其政策的退出或将令JGB和USDJPY产生断崖式的下跌，造成市场的剧烈动荡。而这种风险发生的时点可能会出现在今后每次日本央行的议息会议上，或当欧美国债收益率大幅飙升而带动日本10年期国债收益率逼近0.11%的时候。

八、对进口企业的风险管理建议

与日本进行贸易的进口商，由于其在未来有购买日元的需求，因此当未来日元大幅升值时，其将会承担一定的损失。因此，其实际上持有的是日元的空头头寸。那么，面临上述风险时，由于不知道改风险何时发生，因此可以通过期权的方式来进行风险管理。将期权的到期日定在每一次日本央行利率决议当天，行权价格定为期权交易发生时对应的远期价格。同时通过掉期将现金流移动到企业有实际现金流发生的日期。

例如：日本央行下一次货币政策是 2017 年 9 月 21 日，而企业实际需要购买日元的日期是 2017 年 9 月 30 日。2017 年 8 月 15 日企业决定买入 USDJPY 看跌期权，假设当天对应的 9 月 21 日的远期价格为 109.50。

那么，企业可以以如下的方式进行风险规避：买入 USDJPY 看跌期权，行权价=109.50，期权到期日为 2017 年 9 月 21 日。

➤ 情景一. 2017 年 9 月 21 日，日本央行宣布或暗示将退出现行的货币政策

USDJPY 价格将大幅低于 109.50，此种情况下，企业选择行权，锁定 109.50 的成本价格。但由于企业在 9 月 30 日才有现金流的实际发生，因此，企业通过 SWAP 将现金流移动到 9 月 30 日。假设 9 月 23 日到 9 月 30 日的掉期点数为-11BP，那么企业用于购买日元的成本价格为 $109.50-0.11=109.39$ 。将期权费考虑在内，企业用于购买日元的实际成本价格为： 109.39 -期权费。

➤ 情景二. 2017 年 9 月 21 日，日本央行维持现行的货币政策

USDJPY 不会有特别大幅的波动，企业不会面临大的风险。

USDJPY 价格低于 109.50：此种情况下，企业选择行权，锁定 109.50 的成本价格。但由于企业在 9 月 30 日才有现金流的实际发生，因此，企业通过 SWAP 将现金流移动到 9 月 30 日。假设 9 月 23 日到 9 月 30 日的掉期点数为-11BP，那么企业用于购买日元的成本价格为 $109.50-0.11=109.39$ 。将期权费考虑在内，企业用于购买日元的实际成本价格为： 109.39 -期权费。

USDJPY 高于 110：此种情况下，企业可以选择不行权，而以市场上 9 月 30 日那天的远期价格进行交易。假设当时的远期价格为 110.50，那么企业的实际成本价格为： 110.50 -期权费。

金融市场部 交易中心

2017/8/15