

相关研究

《政策更积极：加强逆周期调节——7月政治局会议解读》2023.07.24

《广义财政或更积极——2023年6月财政数据点评》2023.07.20

《结构如何变化？——二季度经济数据点评》2023.07.18

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Tel:(021)23154148

Email:wyyq14704@haitong.com

不“彻底”的退出 ——日央行“转向”点评

投资要点:

- **日本：“负利率时代”终结。**3月19日，日央行将短期基准利率上调至0%-0.1%，取消收益率曲线控制，并停止购买日股ETF和房地产投资信托基金(J-REITs)。我们认为，通胀或是主要的考虑因素。一方面，当前通胀压力较大；另一方面，日央行对通胀前景乐观。
- **市场：为何反应“不寻常”？**其一，日央行退出了“负利率”，但实际影响有限，受影响资金比重仅5%左右；日央行并未完全退出宽松，仍承诺继续购买国债；其三，YCC政策背后的隐形压制仍在，强调长期利率快速上行将有所行动；其四，日本央行停止购买ETF和J-REITs的影响微小，存量份额不足5%。
- **展望：后续有何动作及影响？**日本经济和通胀前景有待观察。一方面，2023年下半年以来，经济主要靠外需，内需较为疲弱，能否持续有待观察；另一方面，能否如央行预期的形成良好的“工资-通胀”螺旋也有待考察。日央行在进一步收紧货币政策方面或保持谨慎。日元或日债的短期表现或仍弱，海外资金大幅调整的概率或相对有限。
- 若日央行进一步收紧，股债可能面临调整压力；日本股债的调整，也会导致部分金融机构投资的亏损，增加金融机构的经营、甚至破产风险；此外，也可能会带来资金的部分回流。
- **风险提示：**日央行货币政策调整超预期

目 录

1. 日本：“负利率时代”终结	4
2. 市场：为何反应“不寻常”？	5
3. 展望：后续有何动作及影响？	7

图目录

图 1	日本经济和通胀在较长时间较为低迷 (%)	4
图 2	日本 CPI 与核心 CPI 仍相对较高 (%)	4
图 3	日本潜在通胀同比增速也处于历史高位 (%)	4
图 4	2024 年日本“春斗”涨薪幅度显著 (%)	5
图 5	日本居民对未来五年的通胀预期仍然较高 (%)	5
图 6	负利率所对应的金融机构准备金占比较低 (%)	6
图 7	日央行仍在持续增持国债	6
图 8	YCC 政策背后的隐形压制仍在 (%)	7
图 9	日央行 ETF 与 J-REITS 资产增量变化 (十亿日元)	7
图 10	内需与外需对日本实际经济增速的拉动 (百分点)	8
图 11	日本通胀与名义工资增速 (%)	8
图 12	美日利差仍处高位 (%)	8
图 13	主要经济体国际投资净头寸 (十亿美元)	9
图 14	日本海外投资分布情况 (%)	9

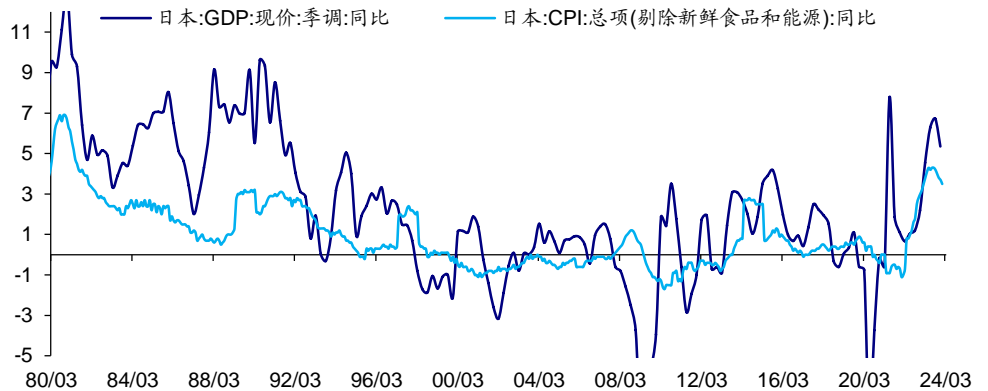
1. 日本：“负利率时代”终结

3月19日，日本央行宣布将短期基准利率（无抵押隔夜拆借利率）区间上调至0%-0.1%。这是日央行自2007年2月以来的首次加息，也宣告着日央行退出了自2016年开始的“负利率时代”。同时，日央行也取消了自2016年开始的收益率曲线控制政策（YCC），不再将长期利率控制在0%附近。此外，日央行还表示将停止购买日股ETF和房地产投资信托基金（J-REITs）。

日本为何持续了多年的“负利率”和YCC政策？日本在90年代房地产泡沫破裂后，经济在较长时间内面临低通胀与低增长压力，传统货币政策提振经济的效果也相对有限。为提振经济，日本前首相安倍在2012年再次当选首相后，便开启超宽松的货币政策、宽松的财政政策、促进经济增长的结构性改革，即“安倍三支箭”，希望能挽救低迷的日本经济。

并进一步，在2016年将金融机构的超额存款准备金率从0.1%下调至-0.1%，以及执行收益率曲线控制（YCC）政策，将10年期国债收益率维持在0%附近的水平，来刺激经济增长和推升通胀。自此日本进入“负利率时代”以及“收益率曲线控制时代”。

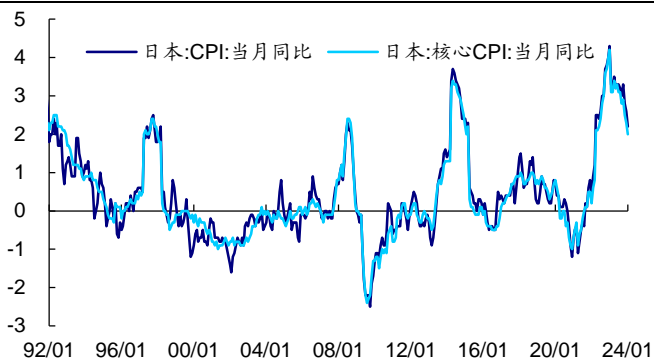
图1 日本经济和通胀在较长时间较为低迷（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

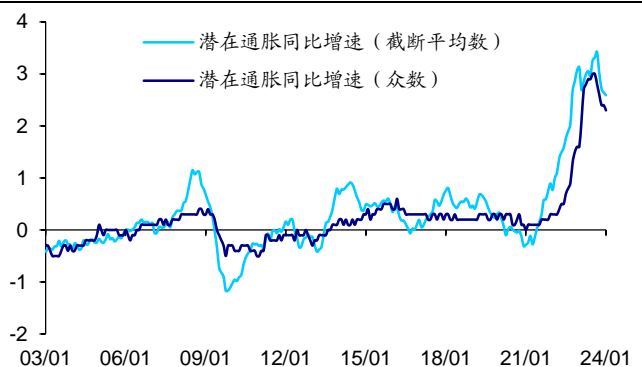
日本为何选择退出了宽松政策？我们认为，通胀或是主要的考虑因素。一方面，当前通胀压力较大。截止1月，日本核心CPI同比为2%，虽然有所回落，但仍处高位；并且剔除食品和能源的核心CPI同比仍高达3.5%，仍为1981年以来高位。此外，日本潜在通胀水平也同样处于2001年有数据以来相对高位。这表明，日本通胀压力较大，并未明显缓解，日央行早该收紧货币政策。

图2 日本CPI与核心CPI仍相对较高（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 日本潜在通胀同比增速也处于历史高位（%）



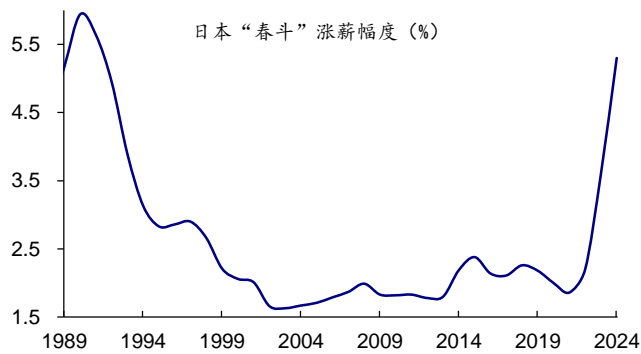
资料来源：Bank of Japan，海通证券研究所

另一方面，日央行对通胀前景乐观。日本持续了多年的经济低迷和通胀低迷，为了摆脱通缩环境，日央行不得不持续维持宽松。而当前不仅现实通胀位于较高水平，通胀预期水平也有明显提升，例如，日央行调查显示，日本居民对未来五年的通胀预期处于较高水平。

加之，2024年日本“春斗薪资”涨幅高达5.28%，明显高于2023年的3.60%，为30多年来最大增长。这也增强了日央行对于未来维持持续和稳定的通胀的信心。例如，日央行在声明中指出，“负利率”政策和YCC政策发挥了作用，未来有望稳定且持续地实现2%的通胀目标；日央行行长植田和男也在新闻发布会中指出，确认了薪资和物价之间的良性循环。

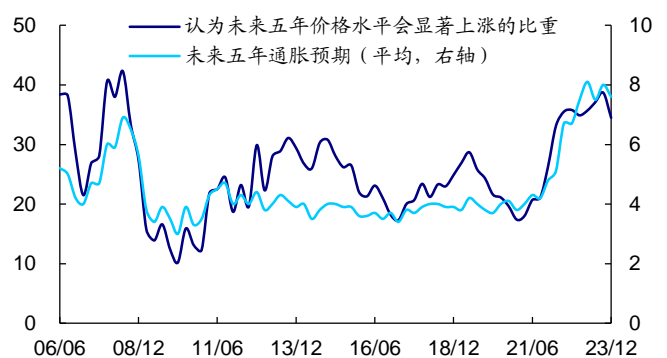
此外，日本经济在过去一年以来，表现相对稳定，也为日央行的转向提供了支撑。

图4 2024年日本“春斗”涨薪幅度显著(%)



资料来源：Bank of Japan，海通证券研究所

图5 日本居民对未来五年的通胀预期仍然较高(%)



资料来源：Bank of Japan，海通证券研究所

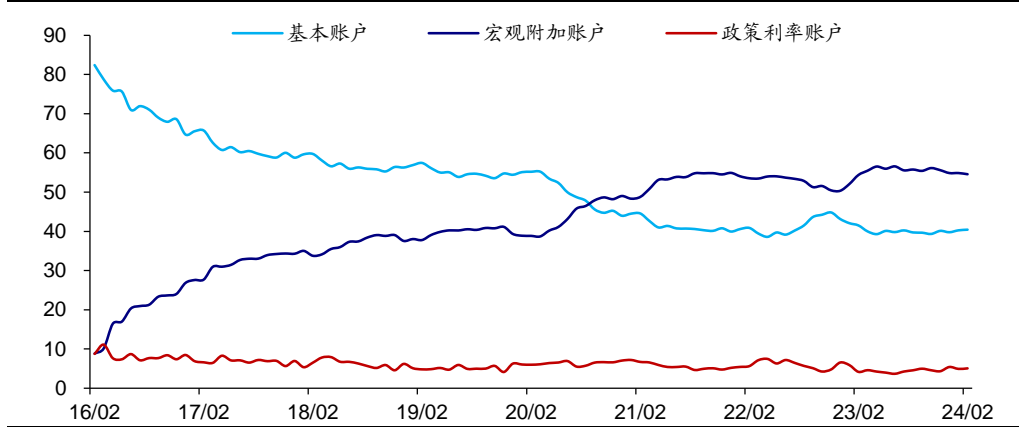
2. 市场：为何反应“不寻常”？

日央行历史性地退出了实行多年的负利率政策和YCC政策等超级宽松政策，但日元反而大幅贬值，日股表现突出。例如，声明公布后，美元兑日元在波动中从149附近再度贬值到150以上，基本吐回了3月以来的涨幅；日经225指数也在波动中重新翻红，再度突破40000点；日本10年期国债收益率也回落2.8BP至0.77%。

市场为何反应如此“不寻常”？我们认为，这或与日央行提前的预期引导以及此次政策调整较为温和，并未彻底退出宽松政策等因素有关。

其一，日央行退出了“负利率”，但实际影响有限。日央行采取的是三层存款利率体系，负利率并非针对金融机构的所有准备金，仅针对政策利率账户内的资金，即金融机构过多的存放在日央行中的资金。

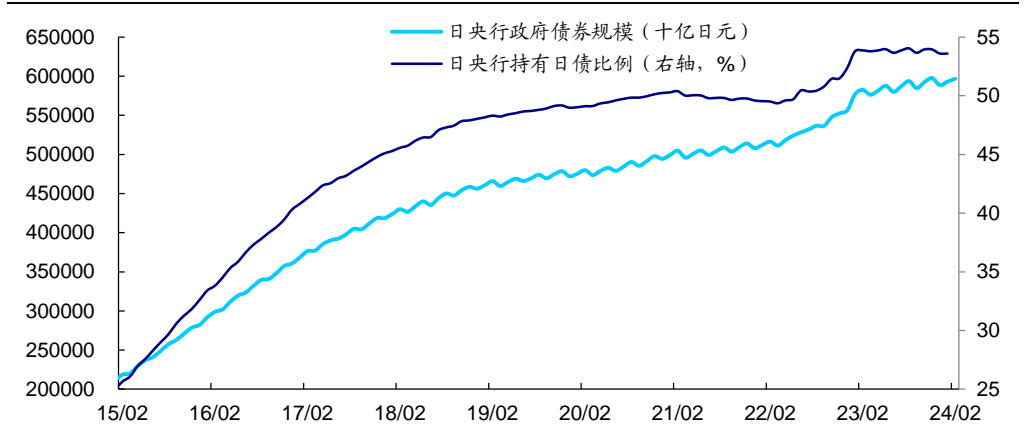
从历史数据来看，该部分资金比重相对较小，例如，截止2月，政策利率账户资金占比仅5%左右。加之，市场此前已经预期日央行将退出“负利率”。因而，这一政策调整对金融机构以及实体经济的影响相对较小。

图6 负利率所对应的金融机构准备金占比较低 (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

其二，日央行并未完全退出宽松。日本央行强调，鉴于当前的经济和通胀前景，预计宽松的金融条件将暂时维持，当需要放松政策时，将考虑各种工具。此外，日央行表示，如果长期利率快速上升，将作出灵活操作，如增加对国债的购买量和进行固定利率的国债购买操作等。

根据日本央行资产负债表显示，截止 2 月，过去一年，日央行购买了 14.3 万亿日元的国债，持有日债比例已经超过 53%。

图7 日央行仍在持续增持国债


资料来源：CEIC，海通证券研究所

其三，YCC 政策背后的隐形压制仍在。2022 年 12 月，日央行将 10 年期国债利率波动范围从 $\pm 0.25\%$ 扩大至 $\pm 0.5\%$ ；2023 年 7 月将波动范围扩大到 $\pm 1.0\%$ ；2023 年 10 月，日央行又进一步放松 YCC 政策，仅将长期收益率 1% 上限作为参考。

2023 年 10 月的调整相当于实质上地放松了 YCC 的限制，此后日本 10 年期国债利率短暂地逼近了 1%。不过，后面又有所回落，2024 年以来日本 10 年期国债利率基本在 0.6%-0.8% 的区间内波动。

因而，虽然日央行取消了长债利率的目标区间管控，但日央行对彻底退出宽松仍保持谨慎，并强调若长期利率快速上行将作出反应，日央行的隐形压制仍未完全消除。

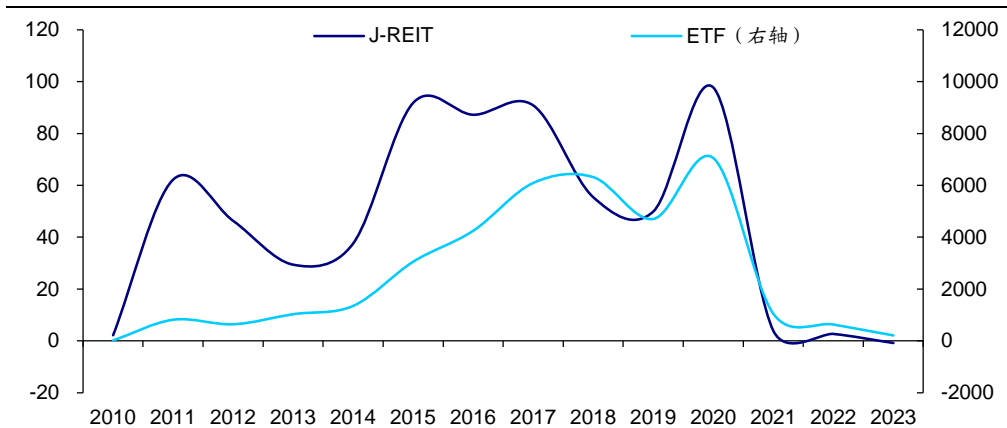
图8 YCC 政策背后的隐形压制仍在 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

其四，日本央行停止购买 ETF 和 J-REITS 的影响微小。日央行宣布停止购买 ETF 和 J-REITS，不过，从存量规模上看，ETF 与 J-REITS 规模在日央行总资产的比重相对较小，截止 2 月，二者合计占比不足 5%。

从增量变化上来看，自 2021 年以来，日央行已几乎不再增持这两类资产。其中，2023 年 J-REITS 资产净流出 8 亿日元，ETF 净流入也仅为 2100 亿日元，并且自 2023 年 10 月起净购买量为 0。

因而，尽管日央行宣布不再购买这两类资产，但对市场的影响相对有限。加之，日央行也未表明未来将如何处置存量的 ETF 与 J-REITS 资产。

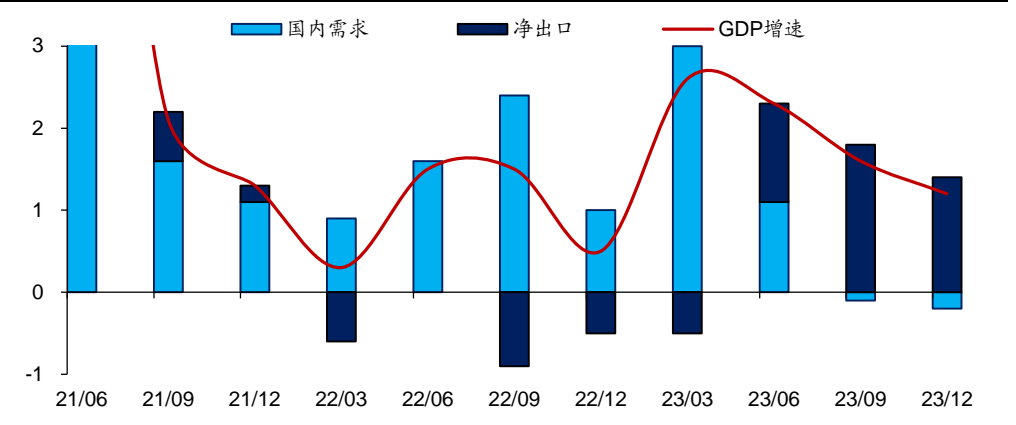
图9 日央行 ETF 与 J-REITS 资产增量变化 (十亿日元)


资料来源: CEIC, 海通证券研究所

3. 展望：后续有何动作及影响？

日本经济和通胀前景有待观察。一方面，虽然日本在 2023 年经济增长相对强劲，但自 2023 年下半年以来，拉动日本经济增长的主要是外需，这很大程度上是受美国的经济韧性和日元的持续贬值的影响。而实际上，内需在 2023 年下半年以来表现并不好，2023 年三季度与四季度分别拖累经济增长 0.1 和 0.2 个百分点。后续日本内需能否在加薪之下有所提振，还有待观察。

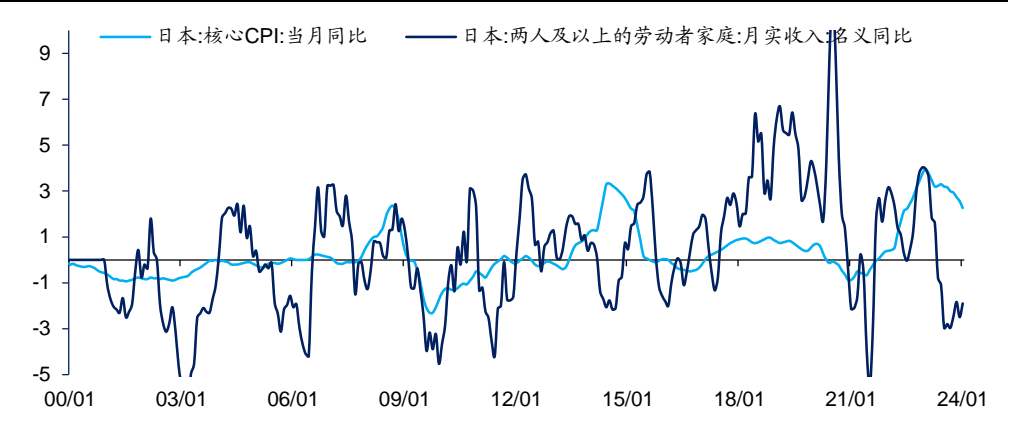
图10 内需与外需对日本实际经济增速的拉动（百分点）



资料来源：Wind，海通证券研究所

另一方面，尽管今年“春斗”薪资增长5.28%，但能否如央行预期的形成良好的“工资-通胀”螺旋还有待考察。因而，在经济增长面临一定风险，以及是否能持续和稳定实现2%通胀目标仍有待观察的情况下，日央行在进一步收紧货币政策方面或保持谨慎。

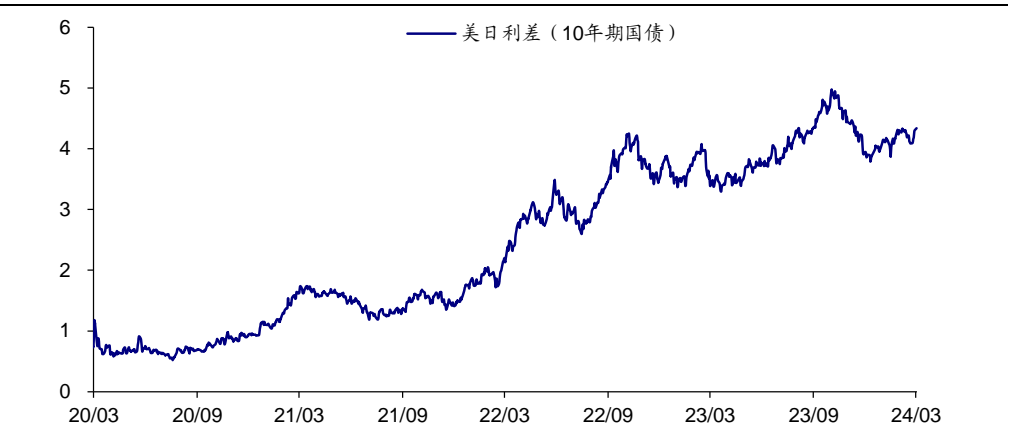
图11 日本通胀与名义工资增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

考虑到，美国经济韧性仍偏强，美日经济差依然明显；美日利差持续维持在3.5%以上的高位；加之，日央行货币政策仍在持续宽松，日元或日债短期表现或仍弱，海外资金大幅调整的概率或相对有限。

图12 美日利差仍处高位（%）

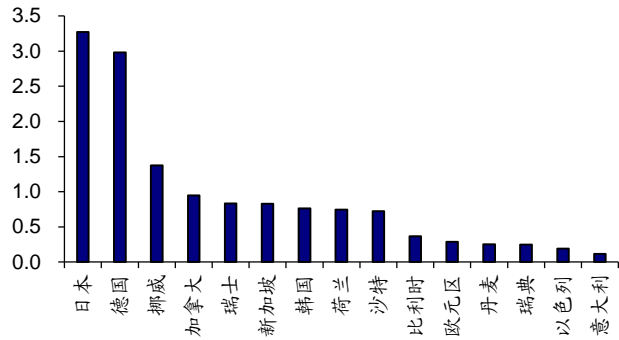


资料来源：Wind，海通证券研究所

若日央行进一步收紧，影响如何？一方面，一旦宽松政策进一步收紧，股债可能面临调整压力；另一方面，日本股债的调整，也会导致部分金融机构投资的亏损，增加金融机构的经营、甚至破产风险。

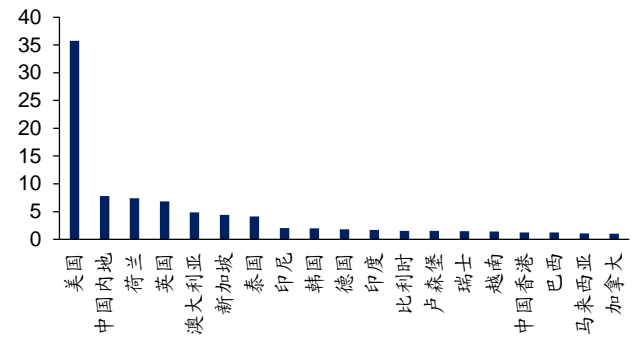
此外，日本是全球海外净投资规模最大的经济体，随着日本货币政策的进一步调整，利率的上行，可能也会带来资金的部分回流，将对日本海外投资资产产生一定扰动。例如，从日本海外投资分布来看，日本证券投资主要集中在美国，尤其是美国的长债。

图13 主要经济体国际投资净头寸（万亿美元）



资料来源：IMF，海通证券研究所，截至 2023Q2。

图14 日本海外投资分布情况 (%)



资料来源：日本财务省，海通证券研究所，截至 2022 年。

风险提示： 日央行货币政策调整超预期

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。