

日央行转向，对于国内有哪些关注点？

证券研究报告

2022年12月23日

海外宏观点评（2022-12-23）

摘要

第一，日央行后续或持续放宽 10 年政府债券波动区间，在美债见顶大背景下可能持续压缩美日利差，进而推动美元走弱。

第二，日央行转向或意味着潜在竞争性贬值结束，一方面缓解人民币贬值压力，另一方面对我国出口有可能是好事。

第三，日央行转向进一步说明当前全球通胀压力依然高企。

日央行转向提醒我们，疫情后即便经济复苏相对温和，在货币宽松和汇率的影响下，结构性通胀或输入性通胀压力也有转变为持续通胀压力的可能。

如果明年我国经济如期实现复苏，我国央行结束降息周期的可能性同样会上升。

风险提示：海内外疫情扩散超预期，国内经济增速超预期，国内外宏观政策转向超预期。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：广义基金大幅减持-2022年11月中债登和上清所托管数据点评》 2022-12-22
- 2 《固定收益：天风总量每周论势 2022 年第 46 期 - 天风总量联席解读（2022-12-21）》 2022-12-22
- 3 《固定收益：2023 年债市展望之社融怎么看？-年度策略专题》 2022-12-20

内容目录

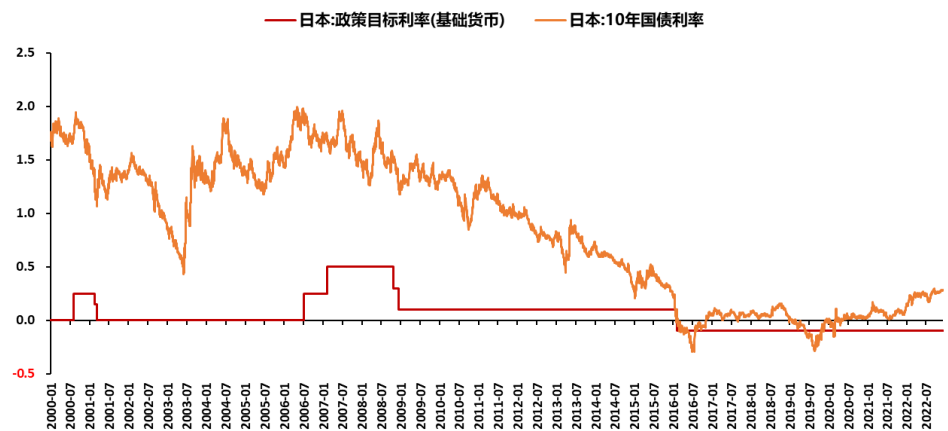
1. 如何理解日央行决议?	3
2. 对国内债市意味着什么?	6

图表目录

图 1: 日央行政策利率与 10 年国债收益率 (%)	3
图 2: 日本长端国债利率 (%)	4
图 3: 不同等级日本企业债有效收益率 (%)	4
图 4: 日本 CPI 同比 (%)	5
图 5: 日本通胀与工资增速 (%)	5
图 6: 日本失业率与劳动参与率 (%)	5
图 7: 日本适龄劳动力人口数与雇佣员工数变化 (百万人)	5
图 8: 日央行货币政策决议主要内容摘要	6
图 9: 美元兑日元与美日十年国债利差 (%)	7
图 10: 十年 TIPS 与十年美债 (%)	7
图 11: 美日政策利率 (%)	7
图 12: 日本政策利率与美元	7
图 13: 美元兑日元同比与出口同比 (%)	7
图 14: 各国通胀同比增速 (%)	8

12月20日，日央行12月议息会议决议发布¹，宣布将10年期日本政府债券（JGB）收益率波动区间由正负0.25%放宽至正负0.5%，2016年以来首次将10年期日本政府债券（JGB）收益率波动区间放宽至0.5%。如何看待日央行此次调整？对国内债市意味着什么？

图 1：日央行政策利率与 10 年国债收益率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

1. 如何理解日央行决议？

2016年9月后，日央行引入定量和定性货币政策宽松（QQE）框架，该框架主要由两部分组成：第一部分是收益率曲线控制，即日央行通过市场操作控制短期和长期利率；第二部分是通胀超调承诺，即承诺继续扩大基础货币，直到CPI（所有项目减去新鲜食品）的同比增长率超过2%，并以稳定的方式保持在目标之上。

10年期日本政府债券（JGB）收益率正是收益率曲线控制中的长期利率，放宽其波动区间至正负0.5%，意味着日央行QQE宽松立场边际调整。

日央行修改收益率曲线控制意欲何为？

日央行会议决议给出了初步解释²，按照先后顺序：

第一，为了改善市场运行，同时保持宽松金融状况。

今年以来，受海外金融市场影响，日本债市运行状况有所恶化。受套利交易影响，不同期限债券的利率、以及现货和期货市场间的关系出现扭曲。

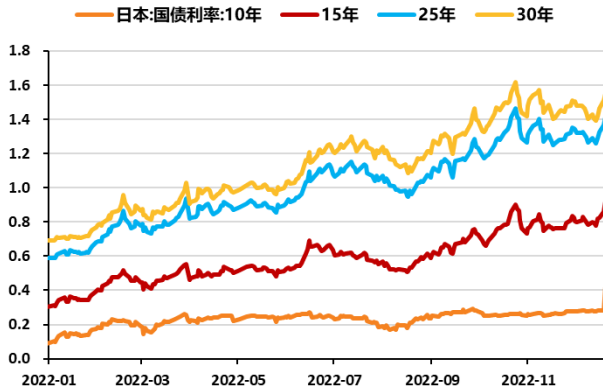
具体而言，因为预期基准收益率可能上行，投资者不愿以较低利率购买政府债券或其他公司债券，导致日本债券市场成交持续低迷，甚至出现连续数日无成交局面³。债券市场流动性枯竭，也导致公司债券发行受阻，货币政策传导不畅。除了日央行重点购买的期限国债外或高等级企业债外，其他长端国债利率或中低等级企业债利率均出现了较快上行。

¹ https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2022/k221220a.pdf

² https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2022/k221220a.pdf

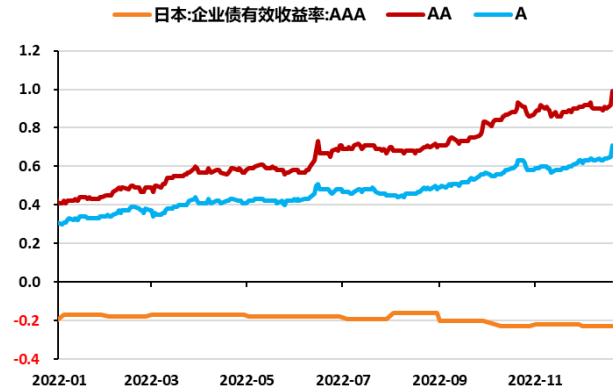
³ <https://www.cls.cn/detail/1152537>

图 2：日本长端国债利率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 3：不同等级日本企业债有效收益率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

第二，尽管日本经济前景仍存在极高不确定性，但日本经济已经有所改善，并可能持续复苏。同时物价水平有所上涨，通胀预期也有所提升。

决议指出，尽管仍然受公共卫生风险与大宗商品价格上涨的影响，但日本经济活动已经开始回升。国内出口和工业生产成上升趋势，供应链瓶颈制约影响逐渐减弱。企业利润总体上处于较高水平，企业固定投资有所回升。就业和收入状况总体上适度改善，私人消费略有增长。企业财务状况总体上有所缓和。随着从收入到支出的良性循环，日本经济预计将继续以高于其潜在增长率的速度增长。

而在物价水平方面，由于能源、食品和耐用品等商品价格上涨，剔除新鲜食品外的消费者价格指数同比升至 3.5% 左右，通胀预期也有所上升。

决议同样指出，日本经济仍存在极高的不确定性，有必要适当注意金融和外汇市场走势及其对日本经济和通胀的影响。

数据来看，日央行 10 月议息会议后，日本通胀压力确有抬头迹象。10 月 CPI（非能源与新鲜食品）同比首次破 2%，并且 CPI 同比与 CPI（非新鲜食品）同比持续上行，再将日本通胀归结为输入性通胀或暂时性能源通胀也不现实。

11 月 14 日，黑田行长在公开演讲中表示⁴，日本通胀上升的原因是，一方面，反映国际商品价格上涨和日元贬值导致的进口商品价格上涨，已经逐步转嫁到国内商品价格上涨。

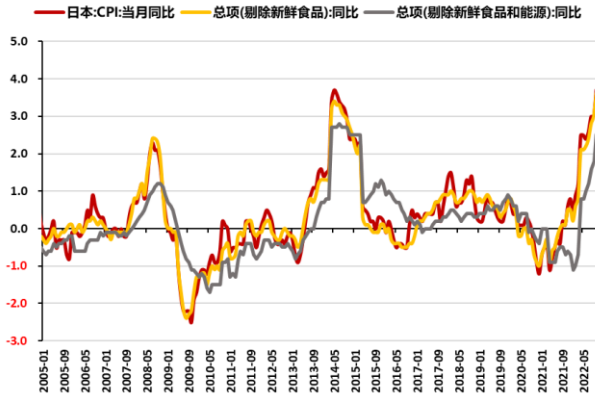
另一方面，企业工资设定行为也很重要。黑田预计，随着产出缺口改善，劳动力市场收紧将继续推升工资价格。特别是，随着疫情影响减弱，服务业劳动力需求将恢复，服务业工资上涨将逐步从非正式雇员向正式员工蔓延，尤其是在中小型企业。

而从长期趋势看，尽管日本劳动年龄人口一直在下降，但 2013 年以来近十年，由于女性和老年人劳动力参与率增加，雇员总数增加了 400 多万。目前日本额外劳动力供应空间正在逐步缩小，成为未来薪资上涨的重要供给端因素。

也就是说，无论是从当前物价成本，还是工资趋势来看，日本面临的工资通缩压力可能都将逐步扭转。疫情可能加速了这一进程。工资是能够持续稳定物价水平在 2% 目标以上的重要支持。一旦工资通缩势头确认扭转，日央行后续可能持续偏向收缩。

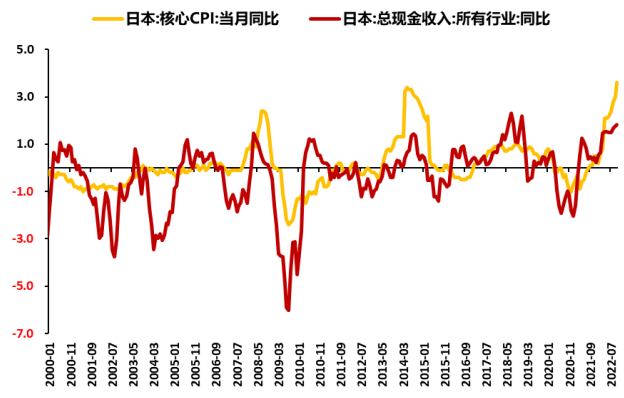
⁴ https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2022/ko221114a.htm/

图 4：日本 CPI 同比 (%)



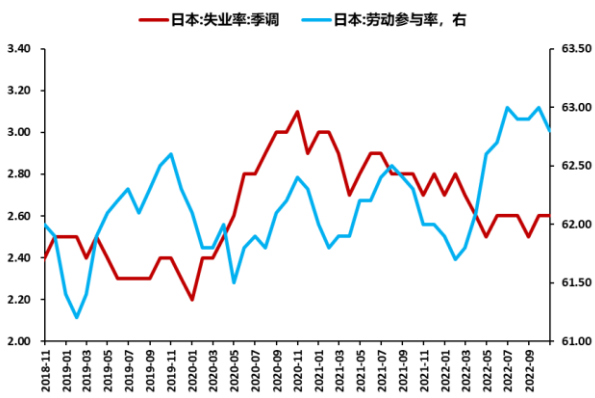
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 5：日本通胀与工资增速 (%)



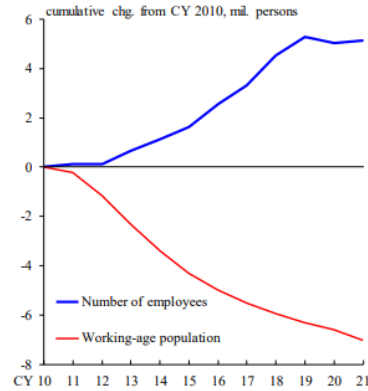
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 6：日本失业率与劳动参与率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 7：日本适龄劳动力人口数与雇佣员工数变化 (百万人)



资料来源：BOJ、天风证券研究所

因此，考虑到日本经济基本面特别是通胀态势的转变与后续发展，即便日央行将改善市场运行放在解释操作变化的第一顺位，将基本面变化放在第二顺位，我们还是认为，基本面因素特别是通胀压力是促使日央行调整的核心原因。

第三，日央行决议以外，黑田行长即将于 2023 年 4 月卸任⁵，日央行在黑田卸任前小幅调整 YCC，或有提前试探市场反应的意味。

⁵ https://www.boj.or.jp/en/about/organization/policyboard/gv_kuroda.htm/

图 8：日央行货币政策决议主要内容摘要

	2022年12月	2022年10月	2022年9月
政策利率	短端政策利率维持-0.1%；将长端政策利率-JGB收益率维持在0%附近。	短端政策利率维持-0.1%；将长端政策利率-JGB收益率维持在0%附近。	短端政策利率维持-0.1%；将长端政策利率-JGB收益率维持在0%附近。
收益率曲线控制	增加JGB购买量，将10年期JGB波动区间从正负0.25%放宽至正负0.5%	将以0.25%的固定利率购买10年期JGB债券，除非投标不被响应	将以0.25%的固定利率购买10年期JGB债券，除非投标不被响应
疫情应对工具			<p>尽管疫情影响依然存在，但金融状态总体得到缓和，将逐步退出针对疫情的融资应对工具。</p> <p>1) 金融机构为应对疫情发放的贷款支持延期6个月，于2023年3月底结束。</p> <p>2) 对金融机构的贷款支持延期3个月，于2022年12月底结束。</p> <p>3) 延续对中小企业融资的抵押业务。</p>
资产购买指引	<p>1) 必要时购买交易所交易基金ETFs和房地产投资信托基金J-REITs，上限分别为12万亿日元和1800亿日元。</p> <p>2) 将以疫情前大致相同速度购买CP和公司债券，使其未偿余额接近疫情前水平，分别为2万亿日元和3万亿日元。</p>	<p>1) 必要时购买交易所交易基金ETFs和房地产投资信托基金J-REITs，上限分别为12万亿日元和1800亿日元。</p> <p>2) 将以疫情前大致相同速度购买CP和公司债券，使其未偿余额接近疫情前水平，分别为2万亿日元和3万亿日元。</p>	<p>1) 必要时购买交易所交易基金ETFs和房地产投资信托基金J-REITs，上限分别为12万亿日元和1800亿日元。</p> <p>2) 将以疫情前大致相同速度购买CP和公司债券，使其未偿余额接近疫情前水平，分别为2万亿日元和3万亿日元。</p>
基本面评估	<p>1) 金融市场存在扭曲，公司债券发行受影响；</p> <p>2) 日本经济逐步复苏；</p> <p>3) 物价水平升至3.5%左右，通胀预期有所上升；</p> <p>4) 日本经济仍存在极高不确定性，有必要适当注意金融和外汇市场发展对日本经济和物价水平的影响。</p>		<p>1) 日本经济逐步复苏；</p> <p>2) 物价水平升至2.5-3%左右，通胀预期有所上升；</p> <p>3) 日本经济仍存在极高不确定性，有必要适当注意金融和外汇市场发展对日本经济和物价水平的影响。</p>
货币政策立场	日央行将继续采取定量和定性货币宽松（QQE）并执行收益率曲线控制，旨在以稳定方式实现2%的通胀目标。将继续扩大基础货币，直至非新鲜食品CPI同比稳定超过2%以上。	日央行将继续采取定量和定性货币宽松（QQE）并执行收益率曲线控制，旨在以稳定方式实现2%的通胀目标。将继续扩大基础货币，直至非新鲜食品CPI同比稳定超过2%以上。	日央行将继续采取定量和定性货币宽松（QQE）并执行收益率曲线控制，旨在以稳定方式实现2%的通胀目标。将继续扩大基础货币，直至非新鲜食品CPI同比稳定超过2%以上。

资料来源：BOJ、天风证券研究所

2. 立足国内债市，对于日央行的变化有哪些关注点？

第一，日央行转向会影响美债美元。

一方面，日央行后续可能持续放宽 10 年国债的收益率区间，在 10 年美债见顶情况下，美日利差可能持续收窄，带动日元走强。历史上看，日本过去两次加息都发生在美联储加息后期，期间美元都有所回落。

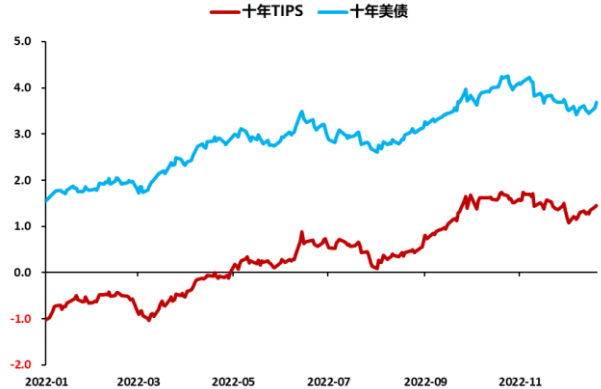
另一方面，日元套利交易是压低美债风险溢价的重要成因，日央行转向将打击日元套利交易，从而通过十年 TIPS 推升十年美债。

图 9：美元兑日元与美日十年国债利差（%）



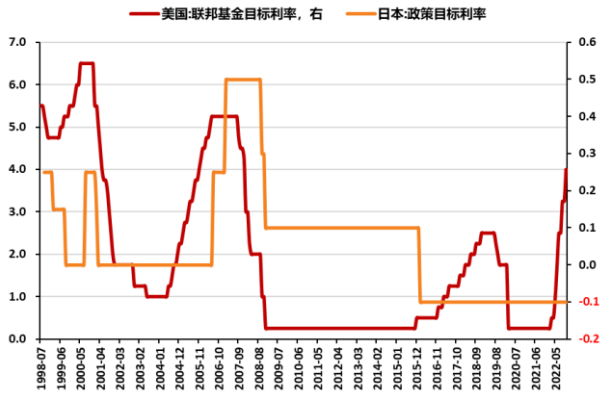
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 10：十年 TIPS 与十年美债（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 11：美日政策利率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 12：日本政策利率与美元



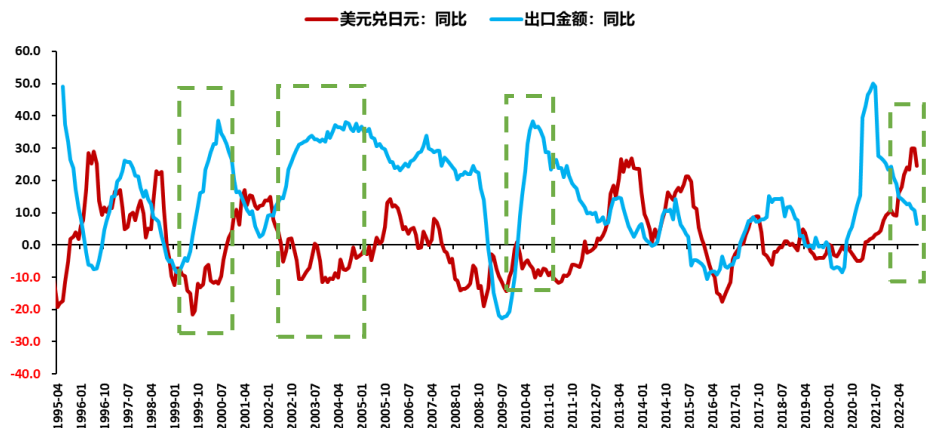
资料来源：WIND、天风证券研究所

第二，日央行转向或意味着人民币汇率贬值压力进一步缓解。

日元汇率贬值往往可能带来竞争性贬值压力，今年年初以来，日元大幅贬值，这在一定程度上，增加了中国应对各方面困难的压力。

从出口角度考虑，往往在全球经济出现较大下行或者波动时，日本央行会无视他国而率先或主动或放任日元汇率贬值，导致其他出口国更为被动。此前中日出口结构差异较大，现在差距在缩小，日元贬值无疑对中国出口不利，日央行转向，日元结束竞争性贬值，一方面缓解人民币贬值压力，另一方面对我国出口有可能是好事。

图 13：美元兑日元同比与出口同比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

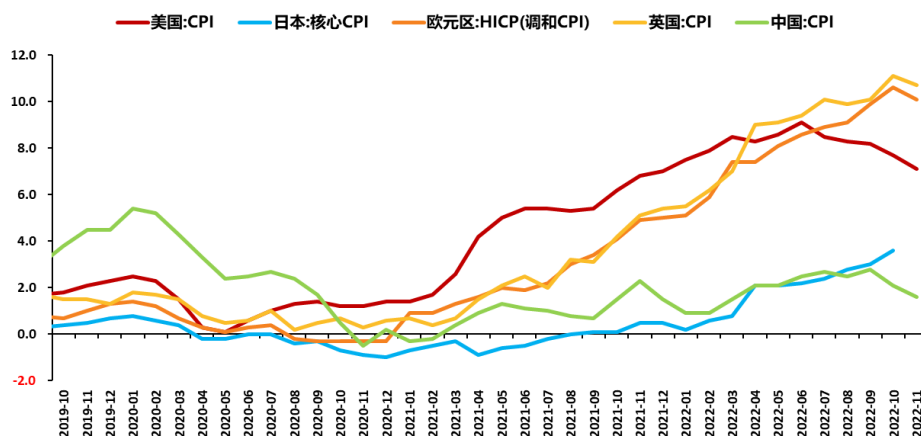
第三，日央行转向进一步说明当前全球通胀压力依然高企。

一方面，日央行转向后，全球主要发达经济体均已转向，意味着疫情后全球经济进一步转向高通胀高利率环境。

另一方面，日央行转向提醒我们，疫情后即便经济复苏相对温和，在货币宽松和汇率的影响下，结构性通胀或输入性通胀压力也有转变为持续通胀压力的可能。日央行⁶预计 2022 年日本实际经济增速 2%，略高于其长期经济潜在增速，但目前日本已出现全面通胀苗头。

如果明年我国经济如期实现复苏，我国央行结束降息周期的可能性同样会上升。

图 14：各国通胀同比增速（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

⁶ https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2022/data/ko221114a2.pdf

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com