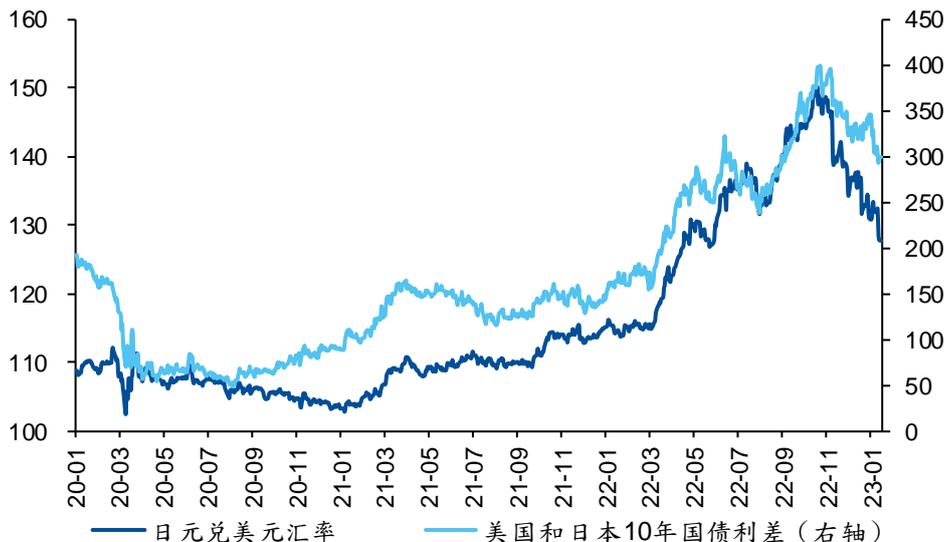




## 市场与日本央行的“明牌”豪赌

市场加码押注日本央行“转向”



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 日本央行本周的议息会议牵动着金融市场的神经。市场也开始押注日本央行会继续寻求货币政策“转向”。
- 从债券市场的交易来看，对于日本央行转向的押注在不断上升，甚至因此出现了日本持有部分券种超过 100% 的状况——由于日本央行在买入大量债券后，又将部分债券借出给卖空机构，为了维持收益率稳定，央行再买入，这导致了市场在微观交易结构上出现了这些奇怪的现象。
- 本周的日本央行议息会议是黑田东彦任内的倒数第二次议息会议，从目前的情况来看，黑田谋求连任的可能性较小。多方消息表明，岸田文雄政府有意与主张超级宽松的“安倍经济学”保持一定距离，这让相对“鹰派”人选择接任央行行长的概率上升。
- 日本较为强劲的经济增长、上升的薪资以及火热的劳动力市场，都意味着日本的通胀水平面临上升的压力。
- 对于日本央行而言，有如下四个选项：(1) 按兵不动；(2) 进一步扩大 YCC 区间；(3) 取消“负利率”，并实施“零利率”；(4) 取消 YCC。
- 从这些选项来看，日本央行短期之内存在“硬刚”及“按兵不动”的可能性，但从经济和通胀的实际走势来看，日本央行必然会在某个时点上选择退出超级宽松政策，因此市场的“预期”先行并非无的放矢。

## “转”还是“不转”？

正当日本首相岸田文雄加紧与美英等国首脑密集会晤，并敲定一系列外交及防务的协议之时，日本央行本周的议息会议也牵动了金融市场的神经。如果说岸田文雄的一系列增加国防开支的政策将在中长期之内改变亚太地区的地缘政治格局，那么日本央行的货币政策决议则可能重塑全球金融市场的格局。

本周的日本央行议息会议是黑田东彦任内的倒数第二次议息会议，从目前的状况来看，黑田谋求连任的可能性较小。多方消息表明，岸田文雄政府有意与主张超级宽松的“安倍经济学”保持一定距离，这让现任的日本央行副行长雨宫正佳接任的可能性变小，而另一位日本央行前副行长中曾宏由于与黑田东彦保持着一定的距离，因而成为岸田政府治下更有力的行长继任者。此外，一直对超级宽松货币政策持批评态度的日本央行前副行长山口广秀也被认为是下一任行长的热门候选人。

值得注意的是，针对日本央行可能退出 YCC 政策而蒙受巨大损失的风险——由于日本央行持有超过一半的日本国债，国债收益率飙升将导致日本央行的巨大按市值计价的损失——中曾宏曾表示，“我们不排除日本央行或蒙受亏损的可能性……但日本央行收入的短期波动不会影响政策的制定。”

在本次会议之前，市场已经开始抢跑并押注日本央行将会在本次议息会议上进一步调整甚至放弃 YCC 的政策，因此日本国债收益率明显上升，同时日元出现了快速升值，并开始逼近 125 的关口。

与此同时，日本央行也在加码购买国债，似乎表现出对维护超级宽松货币政策的决心，但从债券市场的交易来看，对于日本央行转向的押注在不断上升，甚至因此出现了日本持有部分券种超过 100% 的状况——由于日本央行在买入大量债券后，又将部分债券借出给卖空机构，为了维持收益率稳定，央行再买入，这导致了市场在微观交易结构上出现了这些奇怪的现象。

## 通胀预期可能调升

日本央行到底如何决策仍然存在不确定性，但对于任何央行的决策而言，真正值得关注的永远是经济和通胀这两个议题。与美联储和欧洲央行不同的是，日本央行的季度经济预测分别在 1 月、4 月、7 月和 11 月。由于去年 12 月并非预测调整的月份，因此在那次会议上进行 YCC 政策的调整，在很大程度上超出了市场的预期。而本次会议上，日本央行将更新经济和通胀的预测，以此为基础进行货币政策正常化的进一步调整，存在更大的合理性。

在 2022 年 11 月份的预测中，日本央行显著调升了从 2022 年至 2024 年的 CPI（除新鲜食品外）预测值，3 年的通胀预测分别调升了 0.6、0.2 以及 0.3 个百分点，与此同时，日本的 GDP 预测值在 2022 年被调降了 0.4 个百分点，但 2023 年和 2024 年的变化不大。值得注意的是，在全球经济陷入“衰退”的大背景下，日本经济增速仍可能在今年保持大约

2%的增长。由于近期中国经济预期被明显调升，日本在今年的经济表现甚至可能比2%高出一截。

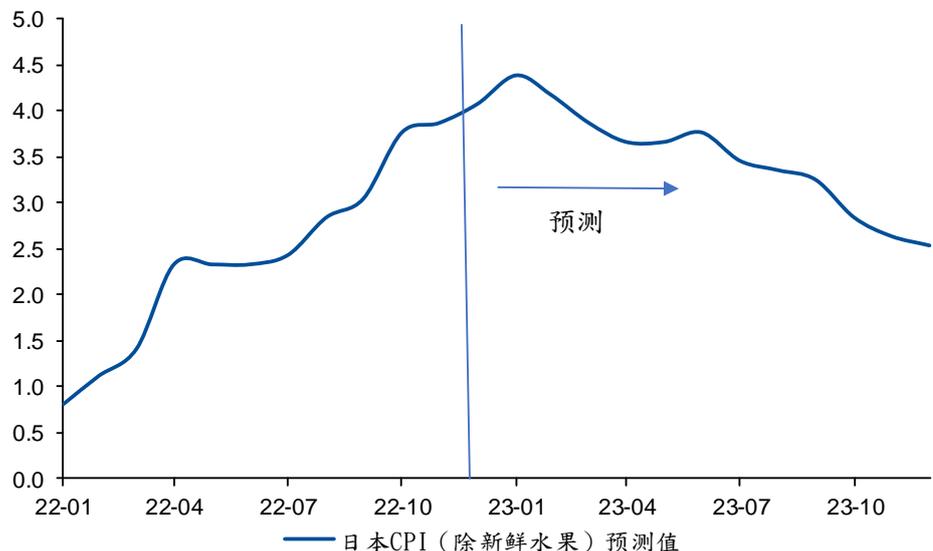
图 1：2022年11月份日本央行最新经济预测的主要变动

	Real GDP	CPI (all items less fresh food)
Fiscal 2022	+1.8 to +2.1 [+2.0]	+2.8 to +2.9 [+2.9]
Forecasts made in July 2022	+2.2 to +2.5 [+2.4]	+2.2 to +2.4 [+2.3]
Fiscal 2023	+1.5 to +2.0 [+1.9]	+1.5 to +1.8 [+1.6]
Forecasts made in July 2022	+1.7 to +2.1 [+2.0]	+1.2 to +1.5 [+1.4]
Fiscal 2024	+1.3 to +1.6 [+1.5]	+1.5 to +1.9 [+1.6]
Forecasts made in July 2022	+1.1 to +1.5 [+1.3]	+1.1 to +1.5 [+1.3]

数据来源：BOJ, 国泰君安国际

另一个值得关注的问题是对于通胀的预期，日本央行此前预测 CPI 通胀率在今年的中值是 1.6%，但从近期的 CPI 走势来看，这样的预测值明显偏低。我们的测算显示，日本的 CPI 通胀在今年大概率会突破 3%，甚至可能达到 3.5%。经济的强劲表现、劳动力市场的紧张以及薪资增速是推动通胀的核心因素。

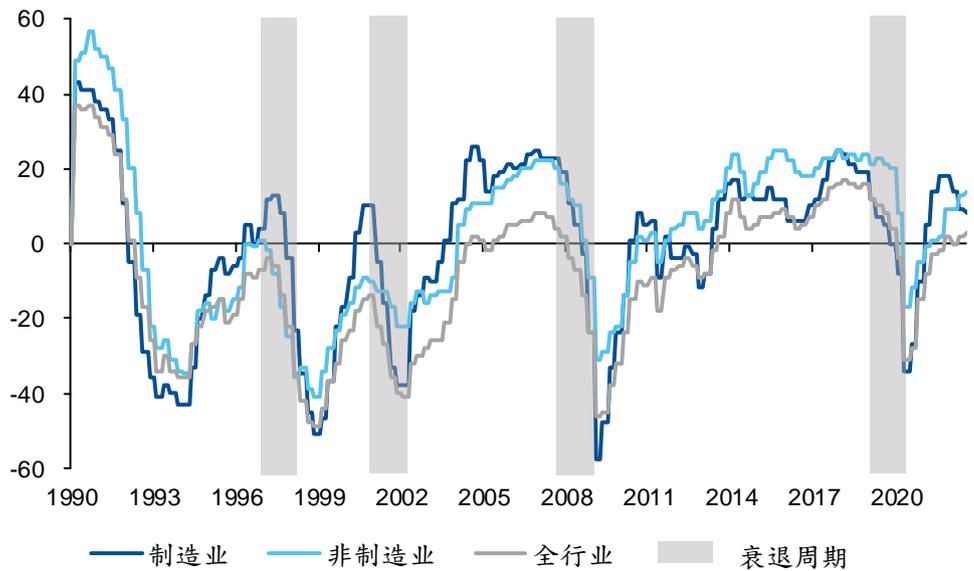
图 2：日本通胀水平仍将处于高位



数据来源：Choice, 国泰君安国际

与多数发达经济体陷入经济放缓甚至“衰退”不同，日本经济仍然处于扩张区间之内。市场非常关注的 Tankan 指数（类似于 PMI 指数）也处于 50 以上的扩张区间内。从日本央行自身的表述来看，支撑经济的主要力量是私人投资和消费，并且对未来一段时间的经济展望保持乐观。从这个角度而言，市场有理由相信通胀缓解不是一个很快可以实现的场景。

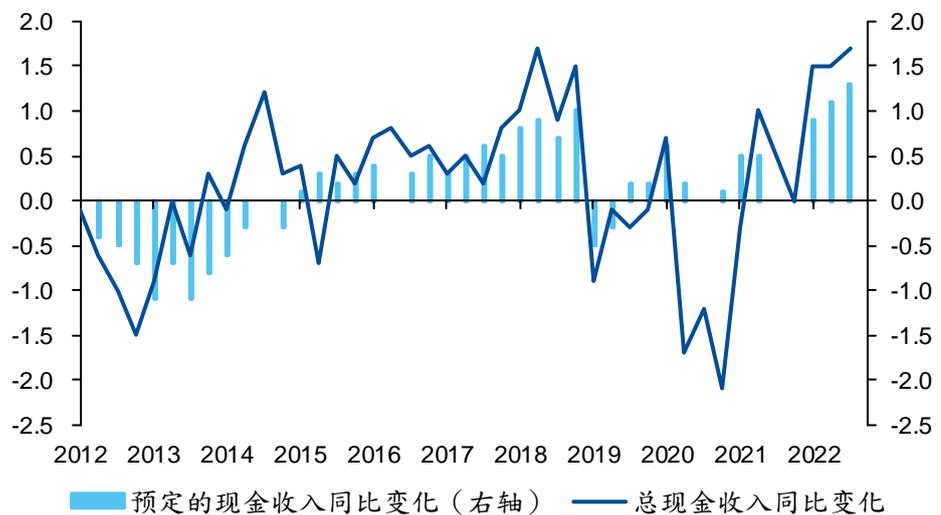
图 3：日本经济仍处于扩张区间



数据来源：Choice, 国泰君安国际

从薪资的表现来看，日本的通胀压力短期内仍然难以缓解。日本首相岸田文雄一直积极推动增加雇员收入，与此同时，日本政府呼吁企业增加工资以抵消物价上涨，增加了人们对春季传统工资谈判 Shunto 的期望。日本工会总联合会正寻求企业加薪 5%，为 1995 年以来的最高增幅。由于 Shunto 谈判会影响到绝大多数企业的用工成本，因此今年 3 月份的这次谈判也将备受市场关注。

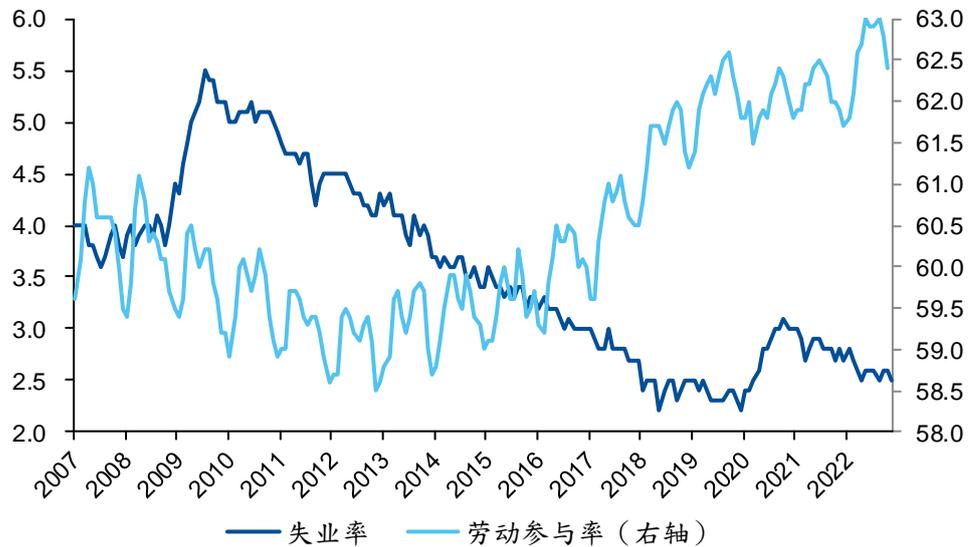
图 4：日本的薪资出现明显抬升



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

劳动力市场也表现出了相当程度的紧张。在劳动参与率不断提升的状况下，日本的失业率持续下行，并接近历史低点，这在很大程度上也意味着通胀中枢已经抬升。劳动力市场的表现既与经济的整体表现相印证，也在很大程度上表明日本央行将不得不面临货币政策正常化的长期选择。

图 5：日本劳动力市场十分火爆



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

### 日本央行将如何应对？

日本央行将如何应对？这才是市场最为关心的问题。稍微总结一下，日本央行有如下四个选项：**(1) 按兵不动；(2) 进一步扩大 YCC 区间；(3) 取消“负利率”，并实施“零利率”；(4) 取消 YCC。**

从这些选项来看，日本央行短期之内存在“硬刚”及“按兵不动”的可能性，但从经济和通胀的实际走势来看，日本央行必然会在某个时点上选择退出超级宽松政策，因此市场的“预期”先行并非无的放矢，对于市场而言，尽管在过去的一年当中多次押注退出 YCC 而受挫，但眼下的局面却是相对乐观的——当黑田东彦选择在去年 12 月份突然宣布调整 YCC 政策，这已经是一场“明牌”豪赌。

图 6：日本央行货币政策的演变

		操作目的	短期利率	(1) 对长期利率的影响	(2) 对风险溢价的影响	(3) 对现有账户实行负利率政策	(4) 对通胀预期的影响
1999.02-2000.8	零利率政策	无担保隔夜拆借利率	越低越好（实际为0%）	政策持续效应（前瞻性指导）			
2001.3-2006.3	量化宽松	准备金账户余额	接近于零	政策持续效应（前瞻性指导）			
2010.10-2013.4	全面宽松	无担保隔夜拆借利率	0 to 0.1%（实际为零）	*国债购买/固定利率资金-供给操作 *政策持续效应（前瞻性指导）	购买风险资产（商业票据、公司债券、交易所交易基金、房地产信托基金）		"价格稳定目标为2%"（2013.1）
2013.4-2016.9	量化质化宽松（QQE）	基础货币	接近于零→负利率（2016.1）	大规模国债购买	购买风险资产	负利率（2016.1）	强有力的承诺
2016.9-至今	量化质化宽松下的收益率曲线控制	短期和长期利率（短期利率政策+十年国债）	负利率	收益率曲线控制（操作目的：十年国债）	购买风险资产	负利率	通胀超调承诺

2023年1月16日

宏观研究报告

**个股评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

**行业评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

**利益披露事项**

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的上市法团的任何财务权益。
- 除晋商银行(02558.HK)、郑州银行(06196.HK)、亿华通(02402.HK)、顺丰控股(02191.HK)、泸州银行(01983.HK)、远大医药(00512.HK)外, 国泰君安国际或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本价值的1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团公司有, 或将会为在本研究报告所评论的腾讯控股(00700 HK)、阿里巴巴-SW(09988 HK)、吉利汽车(00175 HK)、中国外运-H股(00598 HK)、交通银行-H股(03328 HK)、京东集团-SW(09618 HK)、百度集团-SW(09888 HK)、金山软件(03888 HK)、新创建集团(00659 HK)、商汤-W(00020 HK)、中国有色矿业(01258 HK)、乐享互动(06988 HK)、广汽集团-H股(02238 HK)、中国联盟(02128 HK)、合景泰富集团(01813 HK)、旭辉控股集团(00884 HK)、正荣地产(06158 HK)、哔哩哔哩-W(09626 HK)、碧桂园(02007 HK)、雅居乐集团(03383 HK)、中国奥园(03883 HK)、龙光集团(03380 HK)、融创中国(01918 HK)、新世界发展(00017 HK)、新天绿色能源(00956 HK)、建设银行-H股(00939 HK)、复星国际(00656 HK)、中国中免(01880 HK)、洪九果品(06689 HK)、科济药业-B(02171 HK)、民生银行-H股(01988 HK)、协鑫新能源(00451 HK)、周大福(01929 HK)、彩虹新能源(00438 HK)、金融街物业(01502 HK)、国美零售(00493 HK)、中海物业(02669 HK)、奥园健康(03662 HK)、金科服务(09666 HK)、雅生活服务(03319 HK)、甘肃银行(02139 HK)、兖矿能源(01171 HK)、滨海投资(02886 HK)、华南城(01668 HK)、中国旭阳集团(01907 HK)、移卡(09923 HK)、威高股份(01066 HK)、中梁控股(02772 HK)、四环医药(00460 HK)、重庆银行(01963 HK)、东方证券-H股(03958 HK)、中广核电力-H股(01816 HK)、中广核新能源(01811 HK)、中广核矿业(01164 HK)、江苏宁沪高速公路(00177 HK)、药明康德(02359 HK)、绿城中国(03900 HK)、泉峰控股(02285 HK)、小鹏汽车-W(09868 HK)、奈雪的茶(02150 HK)、小米集团-W(01810 HK)、旭辉永升服务(01995 HK)、中石化冠德(00934 HK)、中石化炼化工程-H股(02386 HK)、上海石油化工股份(00338 HK)、中国石油化工股份-H股(00386 HK)、泡泡玛特(09992 HK)、晨鸣纸业(01812 HK)、理文造纸(02314 HK)、思摩尔国际(06969 HK)、中关村科技租赁(01601 HK)存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安或其集团公司有, 或将会为在本研究报告所评论的香港交易所(00388 HK)、银河娱乐(00027 HK)、长城汽车-H股(02333 HK)、友邦保险(01299 HK)、金沙中国有限公司(01928 HK)、快手-W(01024 HK)、小鹏汽车-W(09868 HK)、中信证券-H股(06030 HK)、瑞声科技(02018 HK)、舜宇光学科技(02382 HK)、国药控股-H股(01099 HK)、中国海洋石油(00883 HK)、药明生物(02269 HK)、美团-W(03690 HK)、中国铁塔-H股(00788 HK)、小米集团-W(01810 HK)、阿里巴巴-SW(09988 HK)、网易-S(09999 HK)、京东集团-SW(09618 HK)、中芯国际(00981 HK)、阿里健康(00241 HK)、联想集团(00992 HK)、中国移动-H股(00941 HK)、百度集团-SW(09888 HK)、吉利汽车(00175 HK)、比亚迪股份-H股(01211 HK)、建设银行-H股(00939 HK)、工商银行-H股(01398 HK)、中银香港(02388 HK)、中国银行-H股(03988 HK)、汇丰控股(00005 HK)、中国平安-H股(02318 HK)、中国人寿-H股(02628 HK)、腾讯控股(00700 HK)、融创中国(01918 HK)、龙光集团(03380 HK)、中国奥园(03883 HK)进行庄家活动。
- 受雇于国泰君安国际或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

**免责声明**

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辦人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。  
 国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本报告部的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼  
 电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com