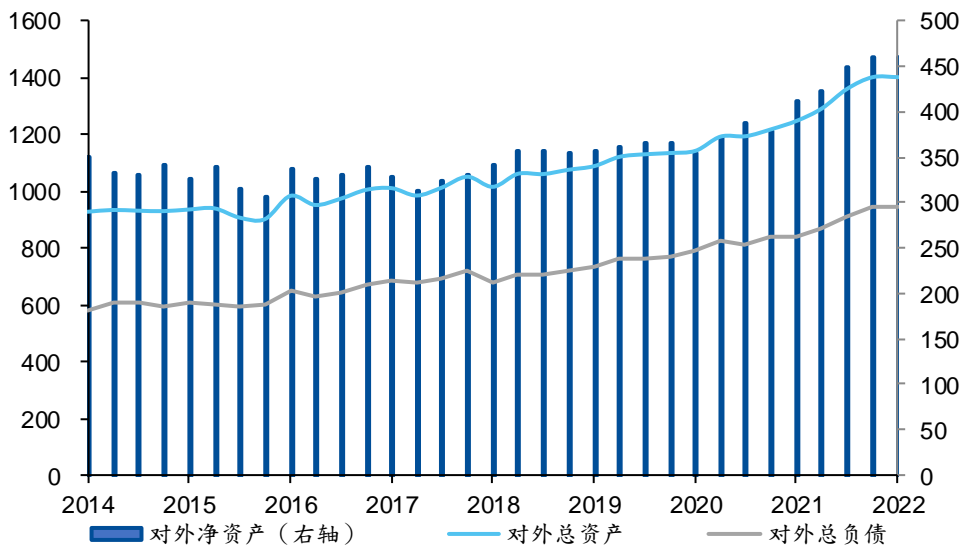




即将告别的超级货币宽松时代？

日本居民持有 450 万亿日元的海外净资产



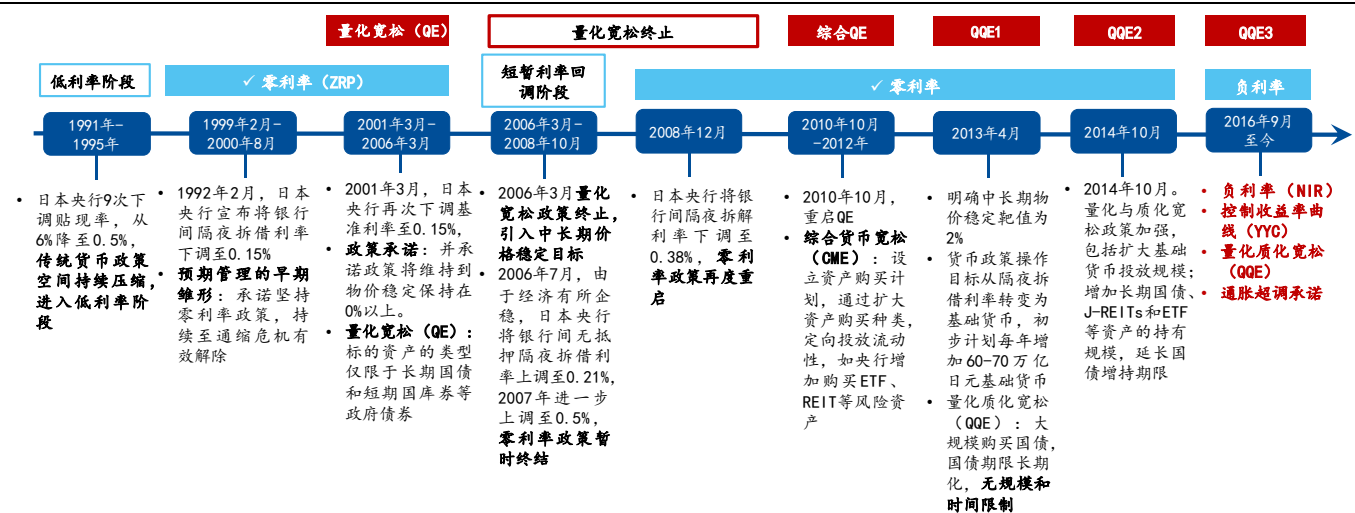
数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 日本央行的下一步举动牵动着市场的神经。作为全球最后一个仍然实施负利率的大型经济体，日本央行距离退出宽松似乎只有一步之遥。对于全球市场而言，这是一个时代的告别。
- 由于长期的负利率，日本居民持有大约 3.5 万亿美元的海外投资净资产。货币政策的变动可能对这些海外资产带来长期影响，这也可能带来巨大的全球资产价格的波动。
- 樱花季尚未到来，但投资者的眼中，樱花已经盛开——“退出”交易已经抢跑。这会带来市场的波动，也会让政策的制定变得痛苦甚至难堪。
- 我们很难在这个时点对日本央行在过去 30 年的货币政策作出准确的评价。但梳理 30 年来的宽松历史，是一项值得的工作。在日本央行的各种操作中，我们看到了坚持，也看到了摇摆。看到了创新，也看到了守旧。看到了历史，也看到了未来。
- 任何的创新都可能画上休止符。日本央行正处在这样的十字路口，如果说通胀本来是“等待戈多”，但当它不期而至时，大多数人似乎还没有做好准备。
- 作为“安倍经济学”的忠实拥趸，日本央行行长黑田东彦的任期将满，未来的接任人选也将成为市场关注的焦点。有消息称，下一任日本央行的行长人选将在 2 月 10 日被提名，而新行长的背景也将会被市场严格审视。如果说黑田东彦开创了日本超级宽松货币政策的新时代，那现在很可能是该说 Sayonara 了。

一、日本“QQE+YCC+2%通胀目标”货币政策框架的前世与今生

自 1991 年以来，受房地产泡沫冲击和人口高度老龄化的影响，日本经历了经济低迷与结构转型期。为摆脱通缩困境并刺激经济增长，日本央行进行一系列探索与创新，大致可以划分为五个阶段：1991-2001 年低利率阶段走向零利率的阶段、2001-2006 年第一轮量化宽松的的阶段、2010-2013 年第二轮量化宽松的的阶段、2013-2016 年量化质化宽松 QQE 阶段（Quantitative and Qualitative Monetary Easing）以及 2016 年至今实施的“QQE+YCC+2%通胀目标”框架阶段。2016 年 9 月，在与通缩风险对抗近三十年后，日本央行在负利率（无担保隔夜拆借利率下调至 -0.1%）的基础上，引入收益率曲线控制目标（Yield Curve Control, YCC）的 QQE，并推出通货膨胀超调承诺（Inflation-overshooting Commitment），由此新货币政策框架形成。

图 1：1991 年以来日本货币政策调控历程



数据来源：日本央行，国泰君安国际

1.1. 日本央行货币政策目标强调物价稳定

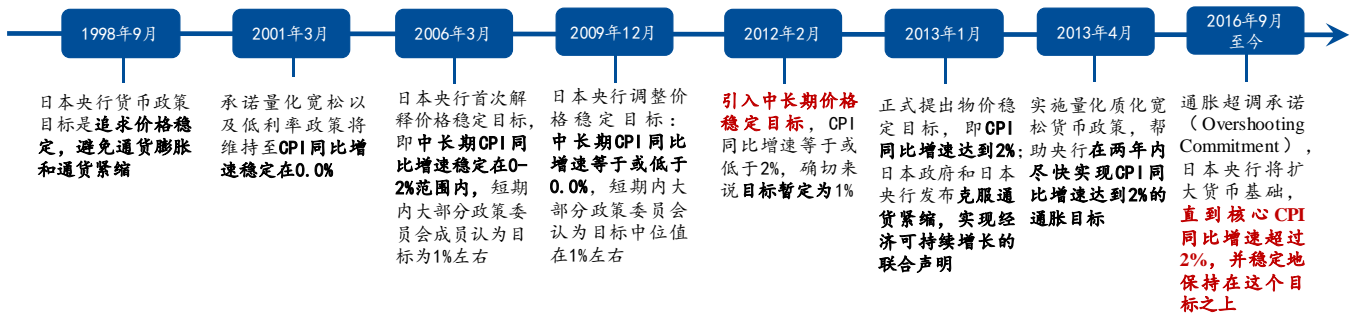
货币政策框架的出发点就是货币政策目的是什么。货币政策目标体系包括操作目标、中介目标以及最终目标，形成“操作目标—中介目标—最终目标”的货币政策传导机制¹。

1997年修订的《日本银行法》第2条规定，日本央行以实现物价稳定为目标，从而促进国民经济的健康发展。不同于美联储就业最大化和价格稳定的二元式政策目标，日本央行货币政策目标更强调物价稳定。但是

¹ 货币政策目标体系包括操作目标、中介目标以及最终目标。操作目标是央行通过货币政策工具直接影响的指标，如商业银行存款准备金（包括法定存款准备金和超额存款准备金）数量、短期货币市场利率、基础货币等操作目标，进而影响金融系统的流动性水平；中介目标或中间变量是央行观察货币政策调控和传导效果的指标，用以判断货币政策的松紧程度；最终目标理论上包括经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡，且在不同阶段侧重点有所不同。

相较美国和欧洲，日本通胀目标制确立较晚，通胀预期的锚定作用偏弱。2013年1月，日本央行调整原先模糊的目标设定，引入通胀目标制，设置定量标准，即日本央行将在未来两年内尽快使得CPI同比增速达到2%。2016年9月，日本央行进一步推出通胀超调承诺，即“央行将扩大基础货币供应量，直到核心CPI（剔除新鲜食品但包括能源）的同比增速超过2%，并以温和方式保持在2%以上”，以期通过前瞻性指引措施引导公众通胀预期的形成。

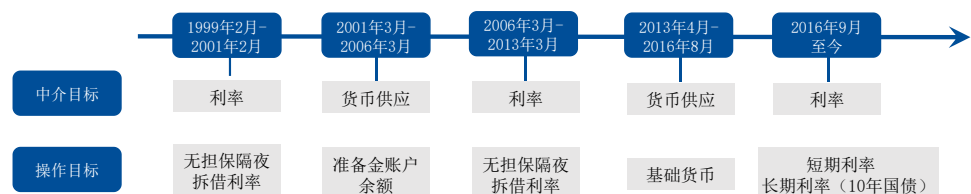
图 2：日本央行针对通胀目标表述的演进过程



数据来源：日本央行，国泰君安国际

“QQE+YCC+2%通胀目标”框架下，日本央行的中介目标是市场利率，以长短利率为操作目标。20世纪90年代以来，日本货币政策中介目标随日本央行货币政策的调整与创新而不断切换。2001年3月，量化宽松政策（QE）下，中介目标从利率转为货币供应，相应地，操作目标由无担保隔夜拆借利率切换为商业银行在央行的准备金账户余额。随后，QE终结，中介目标切换回利率。2013年4月，量化质化货币政策框架（QQE）下，中介目标再次转为货币供应，操作目标为基础货币投放，在零利率的基础上扩大非传统货币政策力度。2016年9月，带有收益率曲线控制的QQE框架下，中介目标再度回归利率，即短期政策利率征收利率的同时，还调控长端利率，使十年期国债利率维持在0%左右，从而对收益率曲线形态进行整体调控。

图 3：1999 年以来日本央行不同时期货币政策中介目标和操作目标



数据来源：日本央行，国泰君安国际

1.2. 货币政策操作工具

政策利率、公开市场操作以及中央银行贷款是日本银行的三大主要货币工具。

政策利率方面（短期政策利率、长端利率），日本负利率政策的实施主要是通过改变利率走廊下限（超额存款准备金利率）来实现，从而影响货币市场利率、存款利率，进而传递到贷款利率。具体来说，日本设置包含负利率的分级利率体系，即央行准备金账户分三个级别，第一级对基础余额部分（Basic Balance）使用 0.1%的正利率，第二级对宏观附加余额部分（Macro Add-on）使用 0%的零利率，第三级对政策利率的余额部分（Policy-Rate Balance）使用-0.1%的负利率。日本央行向商业银行提供固定零利率的无限量隔夜贷款，但对商业银行存放在中央银行的常备账户征收一个“负利率罚息”，由此将银行间市场利率调控在-0.3-0%之间。

公开市场操作方面，与美联储公开市场在债券二级市场上通过临时性买断业务买卖国债的操作基本相同，日本央行的公开市场操作以债券买断业务为主。2001 年，日本银行正式推出量化宽松措施，通过长期持有政府证券至到期的方式向市场注入长期流动性。此后，数轮量化宽松措施均以公开市场操作为基础实施。此外，2006 年日本银行推出以回购协议为核心的政府证券回购操作，丰富了公开市场的操作方式。

中央银行再贷款方面，日本银行 2001 年推出补充贷款便利措施，在传统中央银行贷款中补充隔夜期限中央银行再贷款，2006 年推出针对集合抵押品的新型中央银行贷款，2010 年推出 4 年期超长期中央银行再贷款，2010 年、2011 年和 2013 年推出针对外币的中央银行再贷款，2011 年、2016 年和 2020 年推出针对特殊事件冲击的定向再贷款措施。需要特别强调的是，在 2006 年后日本银行推出的中央银行再贷款衍生工具是通过公开市场操作的方式进行实施，是中央银行再贷款工具与公开市场操作模式相结合的创新型货币政策工具。

图 4：日本央行负利率下的量化质化宽松货币政策内容

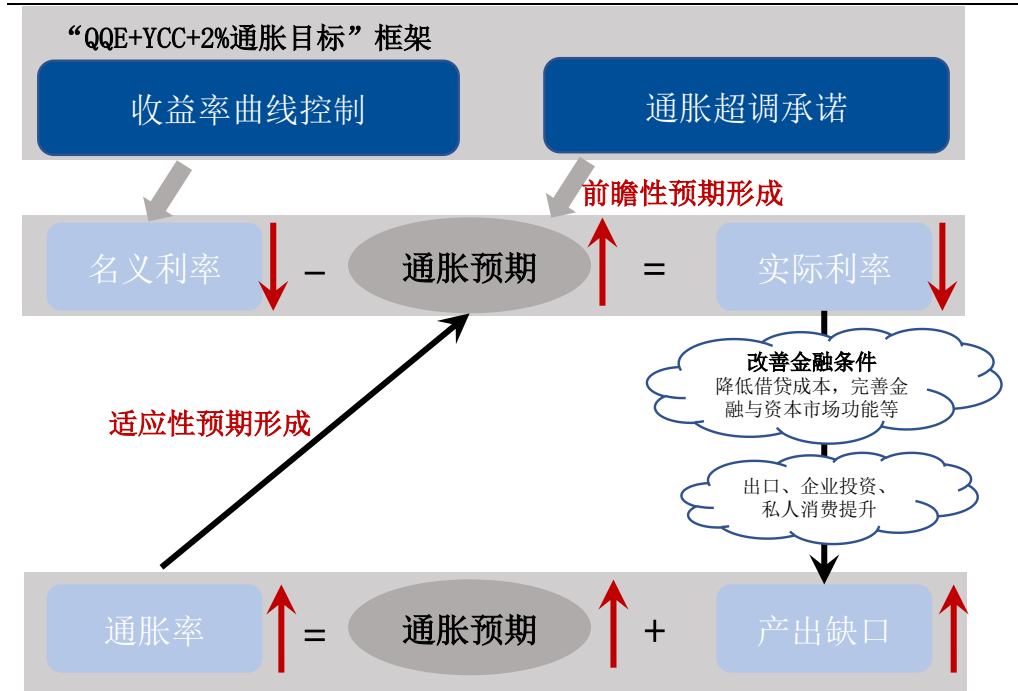
政策工具	政策手段	具体方式
利率	引入负利率	将存款准备金划分为三个等级，分别采用正利率、零利率和负利率
质化	调控金融市场	每年增加80万亿日元基础货币
量化	购买资产	控制每年购买长期国债、企业债、商业票据、ETF、J-REIT资产规模

数据来源：日本央行，国泰君安国际

1.3. 货币政策的作用机制

日本量化宽松的主要目的是扭转公众通缩和经济下行的预期，降低实体经济融资成本，扩大投资与消费，以期形成“通胀预期上升-金融条件改善-企业投资增加-企业利润增长-家庭可支配收入增加-居民消费增加-国民经济健康发展”的良性循环。

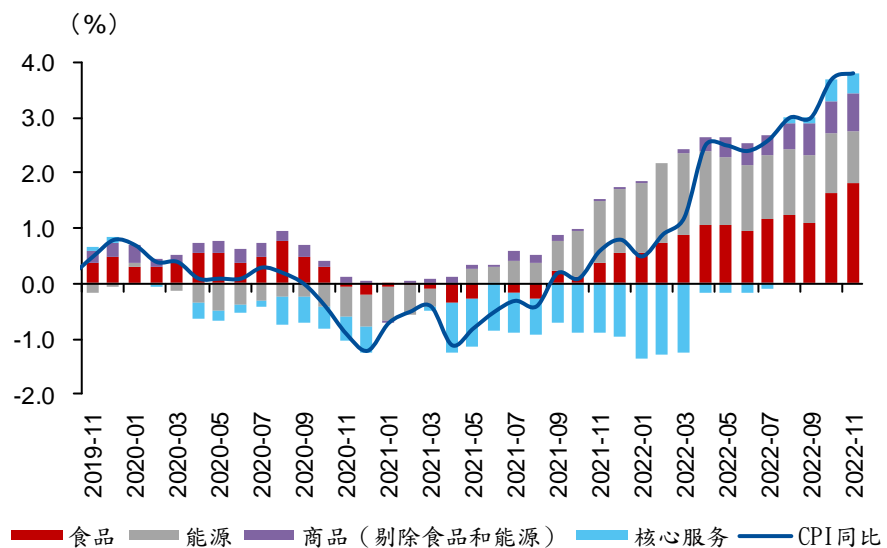
图 5：“QQE+YCC+2%通胀目标”政策框架的作用机制



数据来源：日本央行, 国泰君安国际

二、通胀“达标”、基本面边际修复，日本货币政策调整空间有所提升

图 6：2022 年，食品和能源推升日本 CPI，输入性通胀是主因



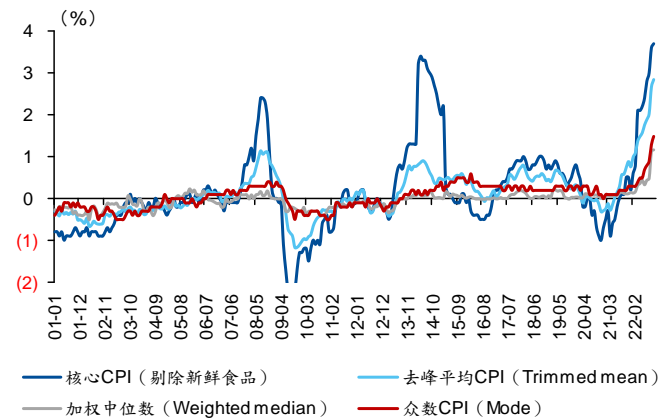
数据来源：日本央行, 国泰君安国际

2022 年，受俄乌冲突冲击等多重因素影响，能源、粮食等大宗商品价格大幅上涨，全球通胀“高烧难退”。输入性通胀压力加剧，叠加常态化防疫政策退出后服务型消费复苏，日本通胀持续上涨。2022 年 4 月以来，核心通胀（剔除新鲜食品）维持在 2%，通胀“达标”。2022 年 11 月，日本通胀率进一步上行，CPI 升至 3.8%，CPI 核心通胀率至 3.7%。从日本通胀的整体表现来看，在 2023 年内通胀仍大概率显著高于日本央行 2% 的控制目标。由于日本将在 3 月份进行年度的薪资谈判，在通胀高企的背景下，市场也大致预期本轮谈判会显著推高日本企业在明年的用工成

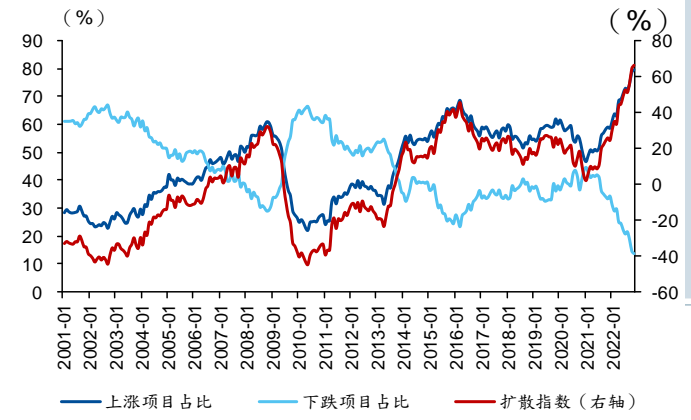
本，而这可能会在更长的时间维度内提升通胀。

图 7：日本核心潜在通胀处于历史高位

图 8：从核心通胀各类子项目看，涨价项目持续在 60% 以上



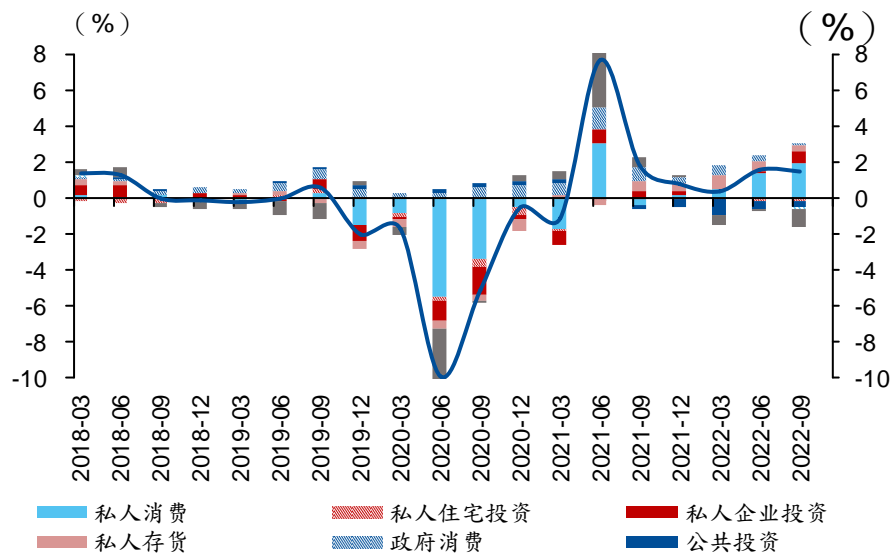
数据来源：日本央行, 国泰君安国际



数据来源：日本央行, 国泰君安国际

2022 年，常态化防疫政策退出后服务型消费复苏，投资回暖，支撑 GDP 回升。从日本经济的整体表现来看，与很多发达国家不同，日本的整体经济尚未恢复至疫情前的水平，这也意味着经济仍然有修复的动能。与此同时，通胀的上升也提升了企业的投资意愿，日元在 2022 年的大幅贬值也让一些企业开始考虑减少海外投资、并转向国内投资。综合这些因素来看，日本经济大概率仍会在 2023 年保持相对良好的成长。目前日本央行给出的预期大约在 2% 左右，这相对应很多国家可能会在今年陷入“衰退”，已经是一个非常不错的表现。

图 9：2022 年，日本消费与投资回暖，支撑 GDP 回升



数据来源：日本央行, 国泰君安国际

综合以上的信息，一个清晰的结论是，日本央行需要在未来的一段时间内认真考虑国内的经济和通胀状况，而审慎进行货币政策正常化的操作。由于超级宽松货币政策实施已久，因此过快退出可能会对全球金融市场带来巨大的冲击。由于长期的低利率，日本居民将大量的资产投资于海外，这形成了大约 450 万亿日元（约为 3.5 万亿美元）的对外投资净头寸，相当于日本 GDP 的 37% 左右。市场也因此担忧，伴随着日本货币政策的正常化，部分日本的海外投资可能会转移回日本国内，而这

也可能对全球的资本流动带来影响和不确定性，尤其考虑到日本央行等机构持有万亿美元规模的美国长期国债，一旦出现大规模的资本流动，全球金融市场都可能受到相应冲击。

由于黑田东彦行长的任期将满，未来的接任人选也将成为市场关注的焦点。有消息称，下一任日本央行的行长人选将在 2 月 10 日被提名，而新行长的背景也将会被市场严格审视。如果说黑田东彦开创了日本超级宽松货币政策的新时代，那现在很可能该说 Sayonara 了。

感谢陈秋羽博士为此文作出的贡献

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发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 除晋商银行(02558.HK)、郑州银行(06196.HK)、亿华通(02402.HK)、顺丰房托(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值的1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的腾讯控股 (00700 HK)、阿里巴巴-S W (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-S W (09618 HK)、百度集团-S W (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)、中国联塑 (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, 或将会为本研究报告所评论的联想集团 (00992 HK)、中国移动-H 股 (00941 HK)、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-S W (09988 HK)、网易-S (09999 HK)、京东集团-S W (09618 HK)、中芯国际 (00981 HK)、阿里健康 (00241 HK)、百度集团-S W (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之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、牵头经辨人、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研究报告中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