

## 宏观动态跟踪报告

## 日本央行下一步：新行长植田和男的政策理念

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号  
S1060523010001  
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

## 研究助理

李泉剑 一般证券从业资格编号  
S1060122030023  
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 2023年2月14日，日本政府向国会提名原日本央行审议委员、经济学者植田和男出任日本央行行长，同时提名内田真一、冰见野良三为新的日本央行副行长。本文从当前日本的经济形势入手，结合植田和男以往的政策、学术观点，探讨未来日本货币政策的可能走向。
- 当前，日本央行极度宽松的货币政策仍面临调整压力。2022年12月日本核心CPI达到4.0%，刷新1980年代以来新高，2023年1月东京地区的CPI同比更是由前值的3.9%升至4.4%，表明当前日本通胀压力仍在持续增长。而在2022年12月日本央行意外上调YCC目标后，海外投资者持续做空日债，做多日元，央行与市场间的博弈更加白热化。
- 但我们认为，即使被认为是“平衡派”的植田和男就任日本央行行长后，其货币政策“急转弯”的概率也相对较低。一是，日本通胀的可持续性仍有待观察；二是，货币政策的调整或受财政压力牵制；三是，大幅调整货币政策可能引发金融市场动荡；四是，美联储紧缩放缓，一定程度上降低了日本货币政策调整的必要性；最后，植田和男近期表态仍支持宽松的货币政策。作为“前瞻性指引”的创立者，植田和男长期以来相当重视央行的信誉问题，或不愿贸然进行大刀阔斧的改革。
- 从中长期来看，日本央行货币政策调整的可能性及必要性进一步上升。一方面，随着时间的推移，非常规货币政策的刺激效果将持续减弱。植田和男认为，在长时间的经济停滞后，收益率曲线将会自动趋于平缓，这将限制非常规货币政策的作用。另一方面，大规模资产购买等政策的副作用正在持续显现。日本央行在2016年将政策调控目标转向国债利率后，债券市场的价格发现能力大幅下降，这对银行等金融机构的中介职能产生了不可忽视的负面影响。同时，最为“鸽派”的雨宫正佳并未获得提名，反映出岸田政府对当前货币政策的态度或已出现转变。
- 总之，尽管中长期来看日本央行的货币政策有必要做出改变，但学者出身的植田和男就任后，短时间内可能并不会对当前的货币政策做出较大调整，更可能采取小幅、渐进的方式进行微调，以免引起市场的大幅震荡。而在此之前，日本央行有可能开展对当前非常规货币政策的审查工作，以产生类似“前瞻性指引”的作用。此外，植田和男以往的政策观点也使得其可能更重视与国内外相关机构的沟通，并推动货币政策与财政政策更好地进行协作，以提高日本的长期潜在增长率。

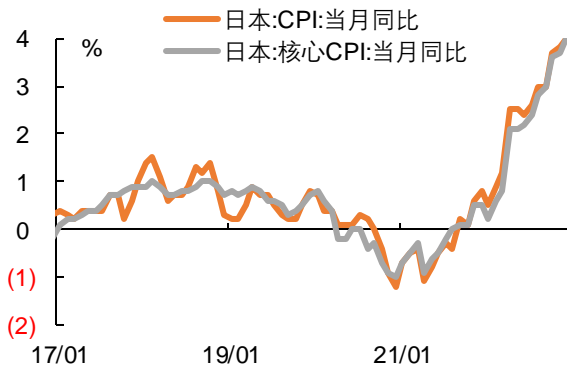
2023年2月14日，日本政府向国会提名原日本央行审议委员、经济学家植田和男出任日本央行行长，同时提名内田真一、冰见野良三为新的日本央行副行长。据日本经济新闻等多家媒体报道，此前黑田东彦继任者的热门人选——雨宫正佳拒绝担任日本央行行长一职。实际上，植田和男获得提名大幅超出预期，市场对其亦知之甚少。因此，本文从当前日本的经济形势入手，结合其以往的政策、学术观点，探讨未来日本货币政策的可能走向。

## 一、短期政策或难“急转弯”

植田和男（Kazuo Ueda）于1951年出生于日本静冈县，现年71岁。1974年毕业于东京大学理学部，1980年获得麻省理工大学博士学位，师从前美联储副主席斯坦利·费希尔（Stanley Fischer），与前美联储主席伯南克（Ben Bernanke）、前欧央行行长德拉吉（Mario Draghi）等师出同门。从履历上看，植田和男在政策与学术界均有所建树：一方面，他长期在东京大学等日本顶级学府执教，并曾任东京大学经济系主任；另一方面，植田和男在政策界也曾身居要职：1985年至1987年，植田和男担任大藏省财政金融研究所主任研究官。1998年至2005年，植田和男就任日本央行政策委员会审议委员，也正是在此期间，日本央行首次实施了“零利率”与“量化宽松操作”。此后，植田和男以东京大学研究生院经济学研究科教授的身份回到大学，2008年作为内阁府调查会会长，撰写了描绘日本增长战略的21世纪版《前川报告》。

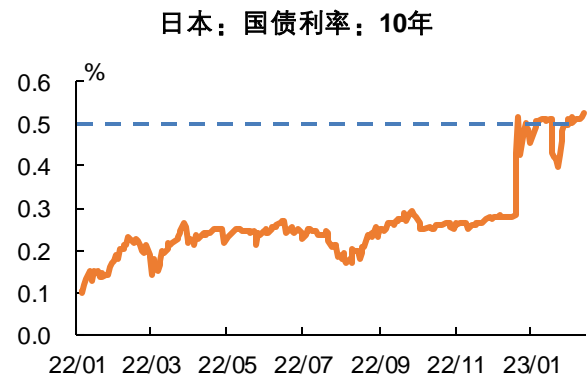
当前，日本央行极度宽松的货币政策仍面临调整压力。2022年12月日本核心CPI达到4.0%，刷新1980年代以来新高，2023年1月东京地区的CPI同比更是由前值的3.9%升至4.4%，表明当前日本通胀压力仍在持续增长。1月26日，国际货币基金组织（IMF）表示，日本通胀具有上行风险，建议日本央行调整政策，提高收益率曲线控制政策的灵活性，为加息做好准备。而在2022年12月日本央行意外上调YCC目标后，海外投资者持续做空日债，做多日元，央行与市场间的博弈更加白热化。即使在2023年1月18日日本央行并未继续调整YCC政策后，海外投资者也并未大举购入日本中长期债券，10年期日债利率仍保持在政策上限的0.5%左右。

图表1 日本CPI同比持续上行



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 近期日本国债收益率再度触及YCC上限



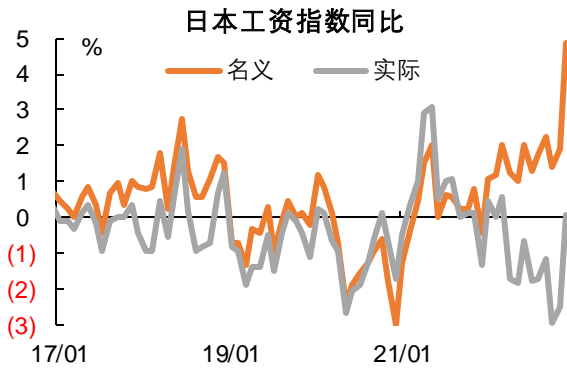
资料来源：Wind, 平安证券研究所

但我们认为，即使被认为是“平衡派”的植田和男就任日本央行行长后，日本货币政策“急转弯”的概率也相对较低。

一是，日本通胀的可持续性仍有待观察。一方面，当前日本通胀压力的上升，很大程度上是由于日元贬值叠加原油价格上涨带来的输入性通胀所致。但2022年下半年开始，随着地缘政治局势的缓和以及美欧经济基本面的转弱，原油价格持续回落，日本所面临的输入性通胀压力也将持续减弱。另一方面，日本国内的工资涨幅尚不足以支撑居民消费的扩张。2022年12月，日本名义工资指数同比由前值的1.9%跃升至4.8%，但主要是由于冬季奖金增长所致，若仅考虑合同现金收入，2022年12月日本国内的工资上涨幅度尚不到2%。而在扣除通胀因素的影响后，日本实际工资指数同比仅上涨0.1%。日本央行在1月的货币政策会议中也表示，2023财年日本CPI同比可能再度降至2%以下，实现价格稳定的目标仍有很远的距离。植田和男此前也曾表示，“新冠之后的经济复苏叠加日元走软，可能会产生更强的需求，但鉴于全球范围内的经济增速放缓，实

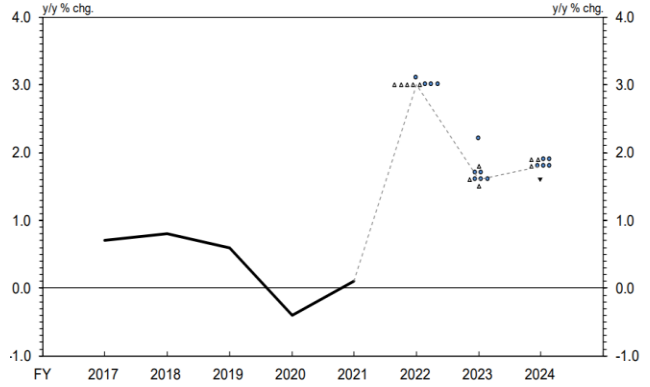
现可持续的 2%通胀率之路仍然漫长”，“从这个角度看，在通胀率暂时超过 2%时仓促加息，将对经济和通胀产生不利影响，并阻碍实现中长期足够宽幅加息的目标。例如，2000 年和 2006 年的加息并没有持续很长时间”<sup>1</sup>。

图表3 日本实际工资增速仍低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 日本央行预测 2023 年核心 CPI 回落至 2%以下



资料来源: 日本央行, 平安证券研究所

二是，货币政策的调整或受财政压力牵制。截至 2022 财年，日本政府支出中，“国家清偿债务”费用较疫情前高出约 2 万亿日元，占比已经基本回升至新冠疫情前水平（22-23%）。未来，若偿债成本进一步上升，用于民生保障的财政支出空间将更受挤占，日本税收压力也会增大，最终可能削弱经济增长前景。植田和男认为，日本极度宽松的货币政策并未取得预想中的效果，一个重要原因在于在各种结构性因素的作用下，日本经济增长能力及中性利率均出现下降。如果不通过政府结构性改革，提高日本的潜在增长率，日本货币政策的效果将持续受限<sup>2</sup>。从中可以看出，植田和男并非“货币政策万能论”的支持者，其反而认为财政政策与货币政策的相互配合至关重要，通过财政政策能够加强货币政策的效果。

三是，大幅调整货币政策可能引发金融市场动荡。自 2013 年黑田东彦接任日本央行行长以来，日本极度宽松的货币政策已持续超过 10 年，无论是金融市场还是实体经济均对当前政策的延续性形成了一定的“预期”。一旦市场对于政策转向形成预期，日债抛售或将接踵而至，正如 2022 年 6 月中旬市场押注日本央行放弃 YCC，导致日债期货暴跌一样。植田和男此前也曾表示，“长期利率控制是一种不适合微调的机制，若利率上限小幅上调，市场对后续加息的预期可能会进一步导致大量政府债券抛售”<sup>3</sup>。

四是，美联储紧缩放缓，一定程度上降低了日本货币政策调整的必要性。2022 年四季度以来，随着美国通胀拐点的出现，美联储加息步伐不断放缓，单次加息幅度由 75BP 降至 25BP，并有较大概率在 2023 年上半年停止加息。当前市场甚至预期下半年美联储或将转为降息。若日本央行在此情况下选择转变货币政策立场，则无异于“逆水行舟”，不仅难以取得预期的政策效果，甚至可能由于国际资本的流动给本国经济带来更大的冲击。而作为具有国际化背景的学者，植田和男对货币政策的外溢性具有深刻见解，这也决定了美联储的政策操作可能同样是其调整政策立场的约束之一<sup>4</sup>。

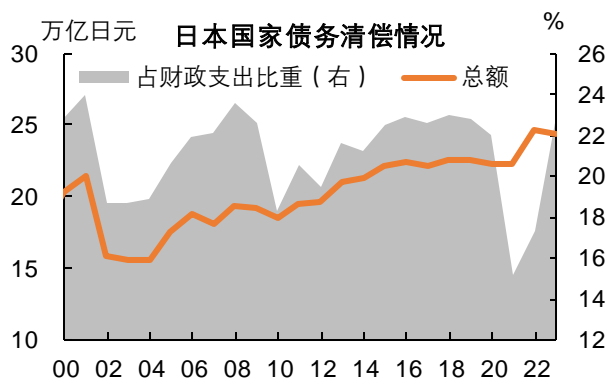
<sup>1</sup> <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCD273Z80X20C22A6000000/>

<sup>2</sup> <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCD282RV0Y2A420C2000000/>

<sup>3</sup> <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCD273Z80X20C22A6000000/>

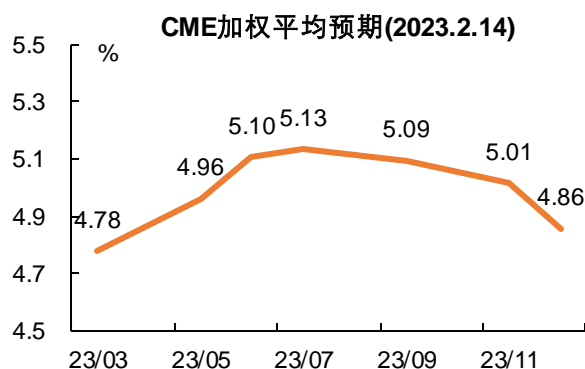
<sup>4</sup> Gerlach-Kristen, Petra & McCauley, Robert N. & Ueda, Kazuo, 2016. "Currency intervention and the global portfolio balance effect: Japanese lessons," Journal of the Japanese and International Economies, Elsevier, vol. 39(C), pages 1 -16.

图表5 日本政府债务压力明显反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 市场预期 2023 年下半年美联储或转为降息



资料来源: CME, 平安证券研究所

最后，植田和男近期表态仍支持宽松的货币政策。植田和男在今年2月10日接受NHK采访时表示，对于目前日本央行的“大规模货币宽松政策”，“货币政策必须根据经济和物价的现状和前景来进行。从这个角度来看，我认为目前的央行日本的政策是合适的。我认为在当前情况下有必要继续放松货币政策”。作为“前瞻性指引”的创立者，植田和男长期以来相当重视央行的信誉问题，或不愿贸然进行大刀阔斧的改革。2000年8月，尽管日本仍面临通缩压力，但日本央行仍然违背了“前瞻性指引”，在货币政策决策会议上以7票赞成、2票反对的结果解除了零利率，将政策利率从0上调至0.25%，其中植田和男正是投票反对退出零利率的委员之一。

## 二、中长期改革或“在路上”

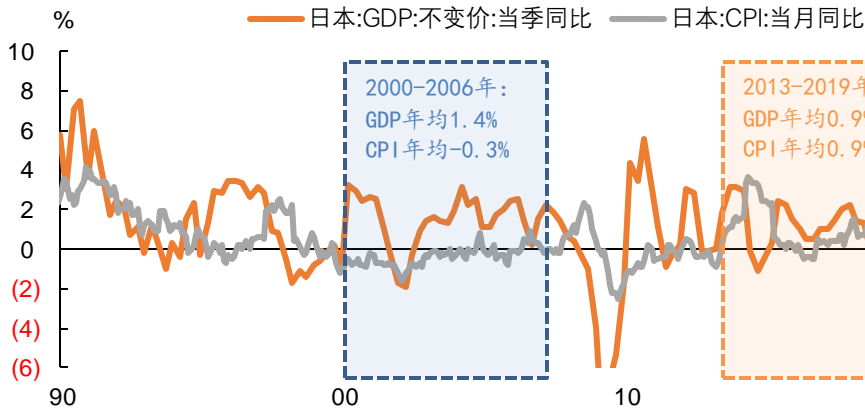
不过从中长期来看，日本央行货币政策调整的可能性及必要性进一步上升。

一方面，随着时间的推移，非常规货币政策的刺激效果将持续减弱。自2013年黑田东彦接任日本央行行长以来，“安倍经济学”及其所倡导的“大胆的货币政策”在大行其道，仅疫情前的2013-2019年，日本央行资产负债表就扩大了262%。但如此宽松的货币政策并未起到明显的效果，在此期间日本实际GDP年均增长率仅为0.9%，低于全球金融危机前2000年-2006年的1.4%，而CPI年均增速为0.9%，同样低于政策目标的2%。

相比于黑田东彦，植田和男对非常规货币政策的观点则更加客观：尽管其承认零利率等非常规货币政策在应对危机或衰退时的作用，但他同时也提出在长时间的经济停滞下，收益率曲线将会自动趋于平缓，这将限制非常规货币政策的作用<sup>5</sup>。

<sup>5</sup> Kazuo Ueda, 2012. "Deleveraging and Monetary Policy: Japan since the 1990s and the United States since 2007," Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, vol. 26(3), pages 177-202, Summer.

图7 新冠疫情前日本央行“大胆的货币政策”并未取得预想效果



资料来源: Wind, 平安证券研究所

另一方面，大规模资产购买等政策的副作用正在持续显现。2022年6月以来，随着10年日债利率不断“破位”，央行被迫加大购债力度。2022年三季度末开始，日本央行持有的日本国债占余额的比例突破50%，而2023年1月日本央行的国债购买规模更是达到了创纪录的23.7万亿日元，因此当前日本国债市场流动性已受到明显影响。植田和男在2018年就撰文指出，长时间的非常规货币政策带来了明显的副作用：日本央行在2016年将政策调控目标转向国债利率后，债券市场的价格发现能力大幅下降，这对银行等金融机构的中介职能产生了不可忽视的负面影响，而日本央行购买ETF的行为同样影响了股市的正常运行<sup>6</sup>。

同时，最为“鸽派”的雨宫正佳并未获得提名，反映出岸田政府对当前货币政策的态度或已出现转变。现任日本央行副行长的雨宫正佳（Masaya Amiya）曾长期负责宽松货币政策的设计与实施，此前曾被视为日本央行行长的有力竞争者。但出人意料的是，雨宫正佳拒绝了日本政府的提名。据日本经济新闻报道，雨宫正佳拒绝的主要原因在于，“日本央行的下一个制度将需要对其长期货币宽松政策进行审查和修改。我是实施宽松政策的一方之一，我认为我无法客观公正地审查它”。在2022年7月日本前首相安倍晋三遇刺身亡后，岸田政府对于经济政策无疑拥有了更大的自主性。雨宫正佳的态度说明，岸田政府对于下一任日本央行行长的期望可能远不止维持现状，可能在不远的将来，“安倍经济学”将迎来审视甚至终结。

我们认为，尽管中长期来看日本央行的货币政策有必要做出调整，但学者出身的植田和男就任后，短时间内可能并不会对当前的货币政策做出较大调整，更可能采取小幅、渐进的方式进行微调，以免引起金融市场的大幅震荡。而在此之前，日本央行有可能开展对当前货币政策的审查工作，以产生类似“前瞻性指引”的作用。此外，植田和男以往的政策观点也使得其可能更重视与国内外相关机构的沟通，并推动货币政策与财政政策更好地进行协作，以提高日本的长期潜在增长率。

<sup>6</sup> <https://www.nikkei.com/article/DGXXKZO34265910X10C18A8KE8000/>

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033