



周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@qtias.com.hk

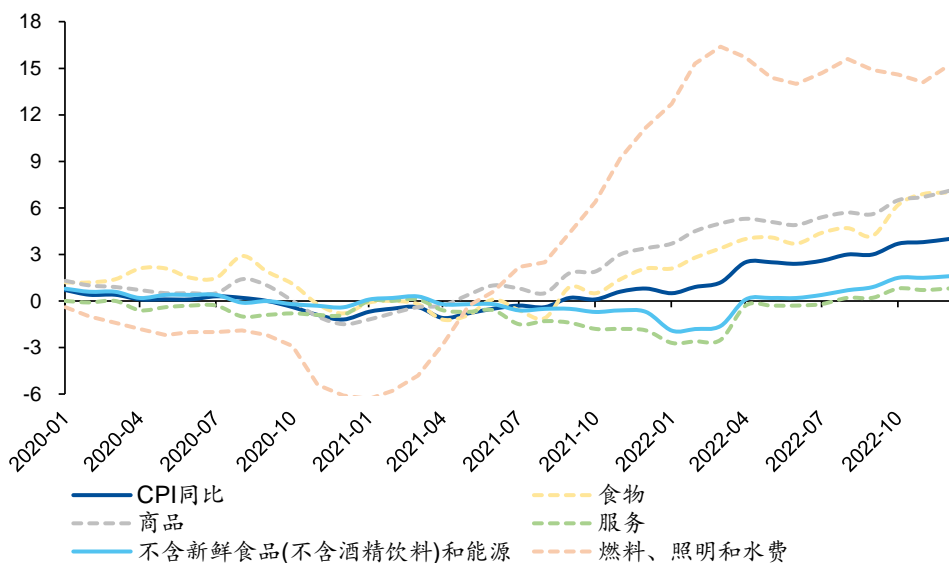
孙英超

+852 2509 2603

billy.sun@qtias.com.hk

日本央行的“情人结”：植田和男会离开 YCC 么？

通胀是影响日本货币政策的重要因素



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 随着日本现任央行行长黑田东彦退休时间的临近，继任日本央行行长人选再次成为了市场关注的焦点。2月14日情人节当天，经济学家、日本央行前政策委员会成员植田和男被正式提名为下一届日本央行行长。
- 市场固然非常关注这位新行长的背景，其与伯南克师出同门，也让这位新行长自带光环。与此同时，由于植田不是现任央行官员，市场也因此预期其在主导货币政策正常化上不会有太重的历史包袱。
- 但需要指出的是，日本的政治经济格局已经出现了新的变化。岸田文雄首相致力于“新资本主义”方案，意味着其愿意推动薪资和相关产业的发展。国防开支的大幅增加也意味着日本政府需要寻找新的税源。总体而言，日本经济在供给和需求方面都会出现新的变化。
- 薪资的上升以及相关的“内生”因素将推动日本通胀水平的进一步抬升，与此同时，作为传统制造强国，日本的“再工业化”和在关键工业领域的开支增加，也意味着日本经济试图寻找新的动能。但今天公布的日本2022年第四季度GDP不及预期，也意味着日本经济增长前景仍然面临很多挑战。
- 技术上而言，日本央行应该将此前执行的宽松政策“倒序化”，即首先调整并取消YCC，然后取消负利率政策，最终取消QE等举措。但正像我们在本文中强调的，以YCC为代表的货币政策如何调整，只是表象。根本上而言，日本政治和经济的新局面，意味着超宽松货币政策已经走入死胡同。

植田和男：新行长，新问题

随着日本现任央行行长黑田东彦退休时间的临近，继任日本央行行长人选再次成为了市场关注的焦点。2月14日情人节当天，经济学家、日本央行前政策委员会成员植田和男被正式提名为下一届日本央行行长。

作为在学术界颇有影响、并与美联储前主席伯南克师出同门的植田和男，是2023年情人节最受关注的金融人物。但坦率而言，其学术背景很难对日本货币政策的走向产生太大的影响，结合现实找到合理的方案，才是植田和男工作的重点。

回首过去几周，日本继任央行行长人选几经波折。在市场先后有消息指出最热门人选、现任央行副行长雨宫正佳已拒绝出任央行行长；“日本银行首屈一指的国际派”中曾宏已出任亚太经济合作组织（APEC）顾问理事会主席一职，可能亦变相拒绝了日本央行行长提名的情况下，植田和男最终走到了台前。

明眼人都知道，YCC政策的走向才是日本新央行行长人选引发市场关注的原因，市场真正的问题是，新行长的立场到底是坚持“安倍经济学”的“鸽派”，还是以退出“超级宽松”为代表的“鹰派”？现任副行长雨宫正佳是否能获得任命，就成为了市场交易的分野。市场的第一反应是，如果雨宫留任，那么黑田东彦的政策将会在一定程度上得以延续，而如果雨宫无法留任，那么退出YCC将大概率成为市场短期炒作的焦点。从这个角度而言，植田和男的当选意味着新一轮退出YCC政策炒作的开端。

从过往的言论来讲，植田和男的言论偏向中立。他在央行任职期间，在理论上支持了1999年的“零利率政策”和2001年的“量化宽松政策”的实施。此前，植田和男曾这样评论日本当前的货币政策，他表示：“日本央行目前的货币政策是合适的，我认为目前有必要继续采取宽松措施”。但是在2022年7月，他在日经新闻上发表的专栏评论中提出“日本走向可持续的2%通胀目标是漫长的”，但也表示在未来某个时刻需要认真审视和讨论宽松货币政策的未来。

岸田文雄：“安倍经济学”渐行渐远

需要指出的是，植田和男是岸田文雄政府提名的第一位央行行长，他也将为可能出现的“岸田经济学”代言。在这里，我们需要了解岸田文雄提出的“新资本主义”（“New Capitalism”），这个在2021年由岸田文雄首次提出的概念在当年并未收获影响，但却越来越值得关注。

“新资本主义”认为，尽管“没有增长就无法分配”的提法是事实，但“没有分配就无法增长”同样也是事实。为实现经济增长，供给方的创新和生产率的提高必不可少，但与此同时，也必须增加国民的可支配收入，拉动消费。“春斗”预期的抬升就是“新资本主义”落地的最直接体现。

在今年初的一次媒体采访中，岸田文雄明确表示，政府希望看到结构性的工资上升，这意味着需要增加对劳动力的投资，也需要调节“增长与分配”。在一些核心领域比如说半导体，政府将加大投入。在岸田的设想中，新资本主义由几个重要的投资组成：对人力资源的投资、对科技和创新的

投资、对创业企业的投资以及对数字化和低碳经济的投资（investment in human resources,” “investment in science, technology and innovation,” “investment in startups,” and “investment in decarbonization and digitalization”）。

从货币政策来看，植田和男作为岸田政府提名的重要官员，他需要在工资增长与经济增长之间取得新的政策平衡，因为工资增长会推动通胀，这意味着货币政策的收紧，但经济增长却需要相对友好的货币政策环境，这也意味着代表着超级宽松货币政策的 YCC 政策大概率需要调整。

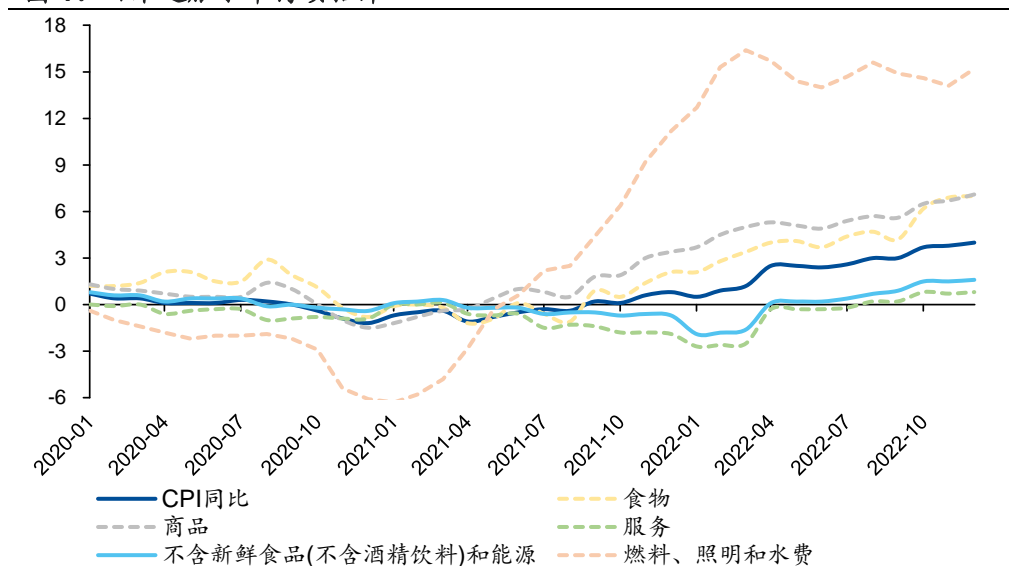
与此同时，岸田政府也大力推动增加财政支出，在日本央行过去的几次议息会议中，来自政府的代表也多次提及将安排较大规模的财政支出，同时，岸田政府也推动大幅增加国防开支。而无论是相关的投资和支出，都意味着日本需要一个强劲的经济增长点。

通胀难见顶，宽松货币政策有压力

从以上的分析可以看出，央行行长的政策态度虽然可以在一定程度上影响未来的货币走势，但是政治和经济的基本面才是影响货币政策走向的核心因素。目前来看，除了岸田文雄相对激进的政策之外，日本整体的经济状况仍在给宽松的货币政策不断加压。

2022 年伊始，受俄乌冲突的影响，能源、粮食等大宗商品价格大幅上涨，全球通胀“高烧难退”。经过对通胀的解构后可以看出，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，是日本通胀持续上涨的表观原因。虽然日本的整体通胀水平显著低于其他西方主要经济体，但是在欧盟及美国通胀已经有了明显回落的情况下，日本通胀水平仍在不断走高，尚未出现见顶的迹象。

图 1：日本通胀水平持续抬升

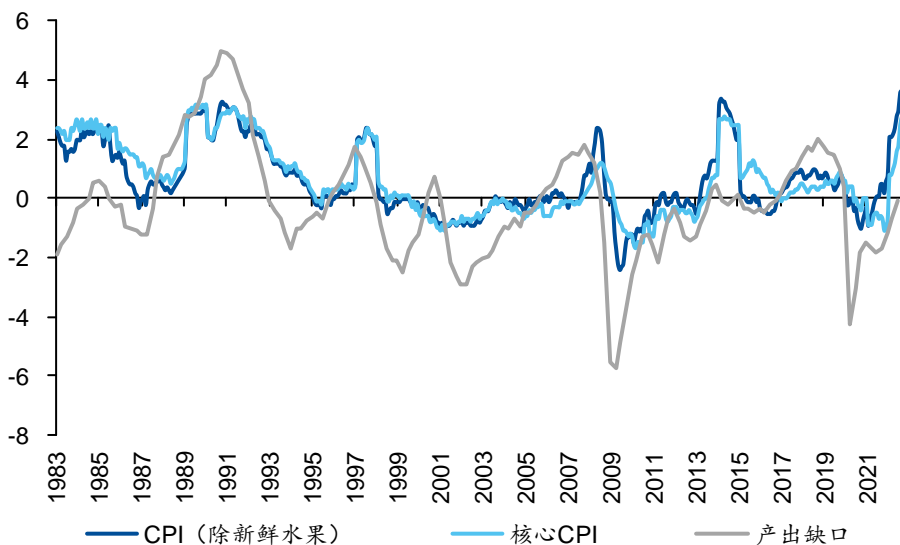


数据来源：Choice, 国泰君安国际

“外生”的通胀压力之外，“内生”的通胀压力不断上升，才是 YCC 面临的重大考验。从历史经验来看，产出缺口往往领先于日本的通胀率，从目前的趋势来看，日本的通胀缺口已经有转正的迹象，而通胀率已经处于历史高位附近。按照这样的趋势和相关度，日本的整体通胀水平在未来几个

季度可能会进一步抬升。

图 2：日本产出缺口领先于通胀表现

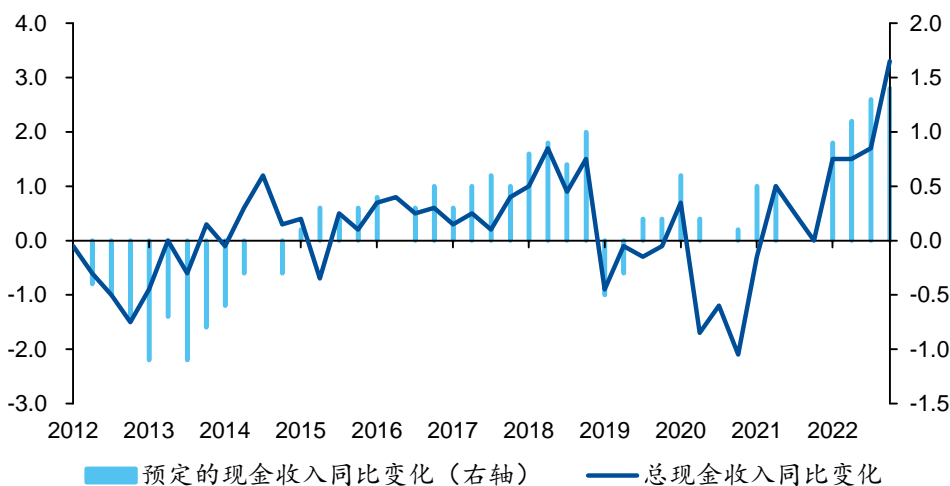


数据来源：Choice, 国泰君安国际

薪资压力显著上升

当工资上涨的压力开始成为美国及欧盟通胀中枢上行的核心逻辑后，工资压力是否会推升日本的通胀水平也开始成为一个重要问题。根据日本官方最新公布的工资调查，日本 2022 年第四季度总现金收入同比增速由第三季度的 1.7% 大幅提升至 3.3%。

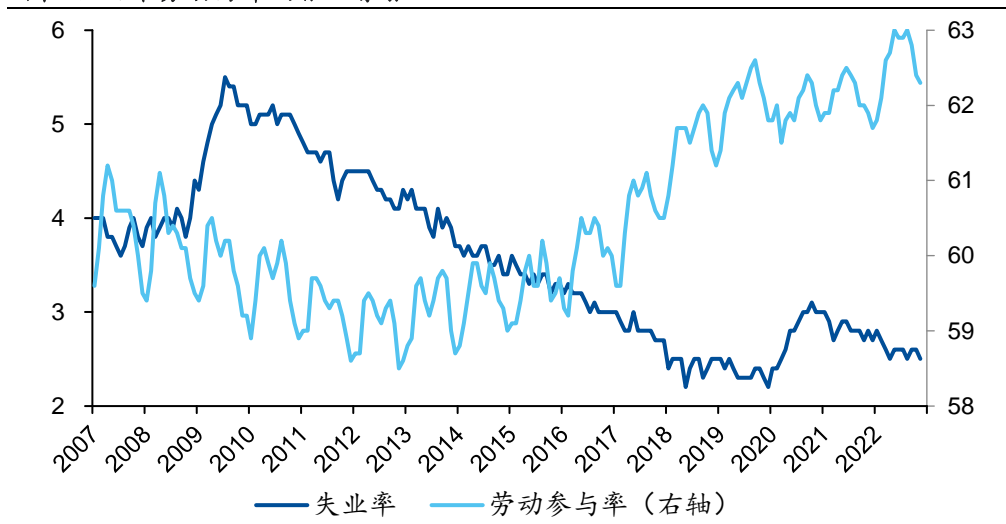
图 3：日本 2022 年第四季度薪资增速大幅提高



数据来源：Choice, 国泰君安国际

与此同时，日本的劳动力市场依旧火热。根据日本厚生劳动省的最新数据，日本 2022 年 12 月劳动参与率较上月基本持平为 62.3%，失业率也依旧维持在史低的 2.5%，紧张的劳动力市场表明未来工资仍有上涨压力。

图 4：日本劳动力市场依旧紧张



数据来源：Choice, 国泰君安国际

在这样的背景下，今年 3 月份的春斗将在很大程度上影响通胀预期。春斗，又称“春季生活斗争”、“春季工资斗争”，是日本工会每年春季组织的为提高工人工资而进行的谈判。1954 年，合化工人联合会主席太田薰提出此案，1955 年开始第一次春斗。此后，每年都由各大工会联合组成“春斗联合委员会”来组织春斗谈判。

2023 年“春斗”在即。今年劳方提薪要求达到 5%，是过去 20 年最高。现任首相岸田文雄的“新资本主义”也提升了普通劳动者的薪资预期。近日，日本经济研究中心（JERC）估计，2023 年春斗的平均加薪幅度为 2.85%，这个预测数据高于过去 26 年的实际最高加薪幅度。但即使如此，在扣除通胀的影响因素后，日本工人的实际工资也很难实现真正的增长。

由于“春斗”结果将在很大程度上决定日本整体工资水平的提升幅度，所以不论在劳方要求的加薪幅度抑或市场机构的预期角度而言，日本今年的工资水平都将面临可观的上行压力。

日本经济的“再工业化”

图 5：日本央行主要经济预测（%，2023 年 1 月作出）

	实际 GDP	除生鲜食物外 CPI	除生鲜食物及能源外 CPI
2022 年（2023.1 预测）	+1.9 至 +2.0 [+1.9]	+3.0 至 +3.0 [+3.0]	+2.1 至 +2.1 [+2.1]
2022 年（2022.10 预测）	+1.8 至 +2.1 [+2.0]	+2.8 至 +2.9 [+2.9]	+1.8 至 +1.9 [+1.8]
2023 年（2023.1 预测）	+1.5 至 +1.9 [+1.7]	+1.6 至 +1.8 [+1.6]	+1.7 至 +1.9 [+1.8]
2023 年（2022.10 预测）	+1.5 至 +2.0 [+1.9]	+1.5 至 +1.8 [+1.6]	+1.5 至 +1.8 [+1.6]
2024 年（2023.1 预测）	+0.9 至 +1.3 [+1.1]	+1.8 至 +1.9 [+1.8]	+1.5 至 +1.8 [+1.6]
2024 年（2022.10 预测）	+1.3 至 +1.6 [+1.5]	+1.5 至 +1.9 [+1.6]	+1.5 至 +1.8 [+1.6]

[*]内数值为预测数据中值

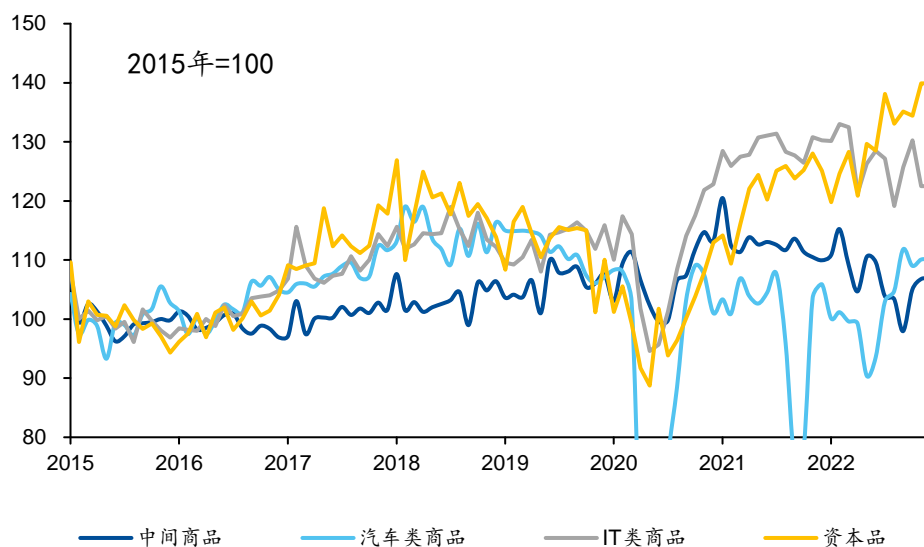
数据来源：日本央行, 国泰君安国际

作为影响货币政策的另一个核心因素，日本的经济增长具有上行动力。在日本央行 1 月最新的经济预测中，日本 2023 年实际 GDP 预期增速中值为

1.7%，这在全球主要经济体陷入衰退预期的环境下显得尤为亮眼。另一方面，在中国 2023 年经济预期大幅上调的背景下，日本经济增长也可能超预期。然而，今天公布的日本 2022 年第四季度 GDP 不及预期，也意味着日本经济增长前景仍然面临很多挑战。

作为重要的工业国，日本在出口端的强劲表现也值得关注。在 2021 年和 2022 年，日本出口均保持了两位数的同比增速。更加值得关注的是，剔除了价格影响后的实际出口增速也保持在较高的水平上。而这其中以资本品和 IT 类商品的表现最为突出。贸易在很大程度上可以作为经济的缩影，资本品主要包括用于生产制造的设备，而日本在这方面有自己的独特优势，与此同时，岸田文雄政府在半导体等关键工业领域也有相当的雄心，政策的加码也可能推动相关产业的进一步发展和升级。

图 6：日本资本品出口表现突出



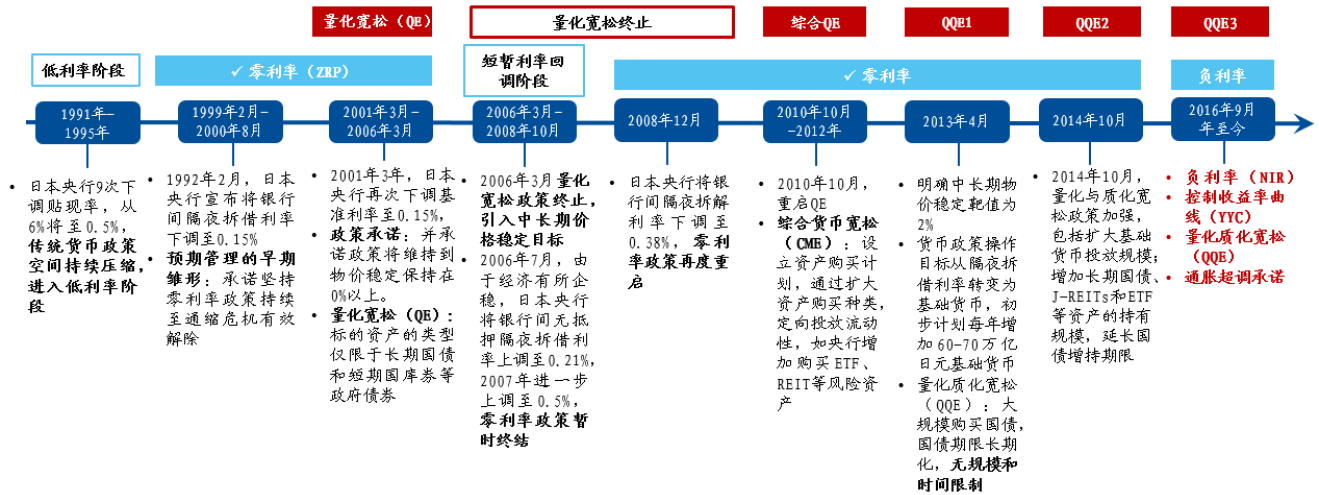
数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

新行长背后的日本政经新版图

综合而言，日本央行的新行长将面临着新的政治和经济态势，这位在学界有着卓越声誉的经济学家将在未来的 5 年任期内领导并推动日本货币政策的正常化进程。与此同时，日本央行在黑田东彦治下曾有数次让市场“出乎意外”的操作，这在一定程度上让市场与日本央行之间出现了某些隔阂，植田和男是否会致力于改善与市场的沟通，也值得进一步关注。

技术上而言，日本央行应该将此前执行的宽松政策“倒序化”，即首先调整并取消 YCC，然后取消负利率政策，最终取消 QE 等举措。但正如我们在本文中强调的，以 YCC 为代表的货币政策如何调整，只是表象。根本上而言，日本政治和经济的新局面，意味着超宽松货币政策已经走入死胡同。但对于投资者而言，日本央行的货币政策操作固然值得关注，新的货币政策背后的日本政经新版图才是更加值得关注的中期问题。

图 7：1991 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

2023年2月14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。
- 除远大医药(00512.HK)、泸州银行(01983.HK)、晋商银行(02558.HK)、顺丰房托(02191.HK)及郑州银行(06196.HK), 国泰君安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1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团公司有, 或过去12个月内有与本研究报告所评论的阜博集团 (03738.HK)、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)、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)、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)、快手-W (01024.HK)、小鹏汽车-W (09868.HK)、中信证券-H股 (06030.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)、小米集团-W (01810.HK)、阿里巴巴-SW (09988.HK)、网一-S (09999.HK)、京东集团-SW (09618.HK)、中芯国际 (00981.HK)、阿里健康 (00241.HK)、百度集团-SW (09888.HK)、中国铁塔-H股 (00788.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