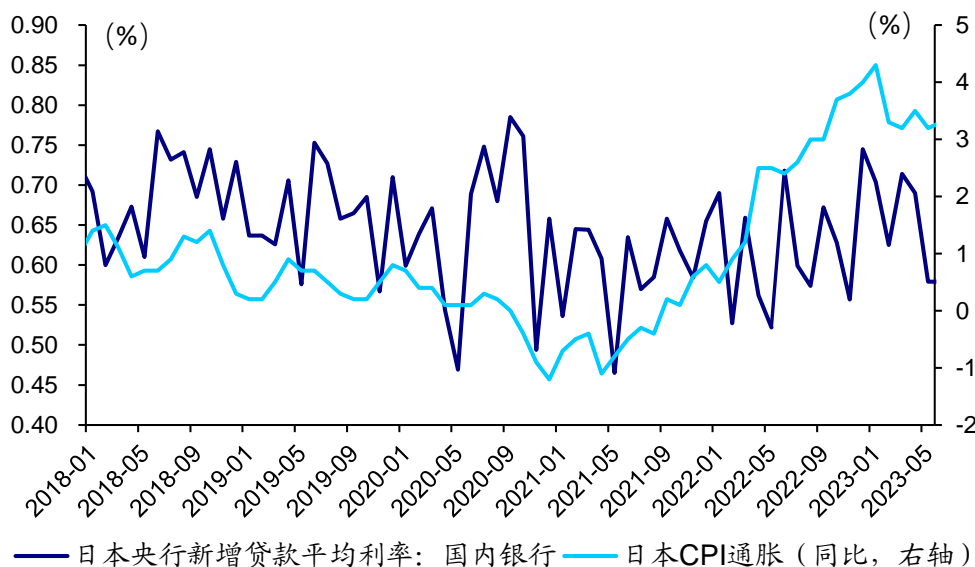




日本央行“动”了什么？

日本通胀率显著高于贷款利率



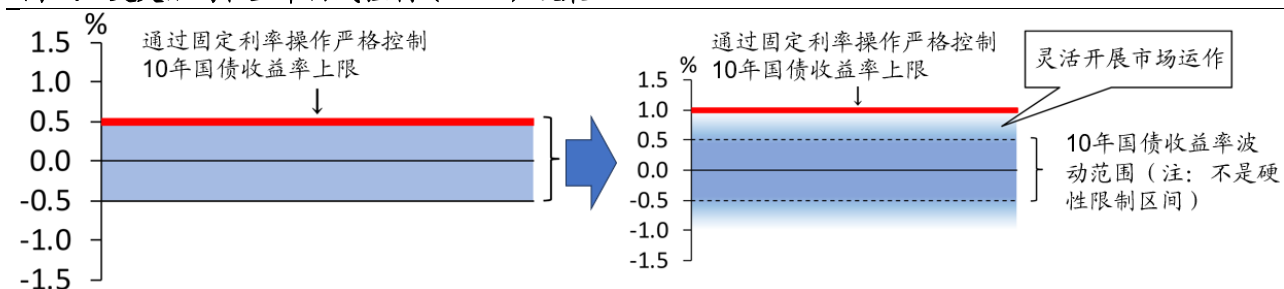
数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 7月28日，日本央行宣布将更灵活地执行收益率曲线控制（YCC）政策。其未来将灵活控制10年期国债收益率，允许10年期国债收益率在 $0\% \pm 0.5\%$ 之外波动；与此同时，为减轻对债券市场功能的影响，日本央行将调整固定利率操作，每个工作日以1%的利率购买10年期日本国债。这一调整意味着日本开始退出其极度宽松货币政策，但操作仍然偏谨慎。
- 日本央行略超预期调整YCC政策，成为撬动全球利率的又一个“垫脚石”，这对于全球资本市场的定价都会产生巨大的影响。
- 日本通胀明显上行、借贷利率处于低位，这会在很大程度上鼓励企业的投资和雇佣行为，因为利率极低、但通胀上升，在某种程度上意味着“干啥都能挣钱”，这将驱动日本国内的资产价格，进一步加剧通胀预期。
- 从某种角度上来看，虽然日本央行已经显著落后于曲线，但是我们不认为其能在短期内完成“补课”。由于宽松货币政策长达30年之久，日本央行未来的紧缩操作也将大概率是“碎片式”和“渐进式”的，其实施节奏应该是“倒序”式，即先取消或改变最近实施的宽松举措，再逐步类推。
- 对于全球资本市场而言，日本央行的“意外”似乎意味着利率的上行和风险偏好的下行。对于日本央行的收紧，市场短期可能会有一些“不适应”，但基于基本面考量，股票市场的走势仍然与经济和企业本身更相关，因此也不必过度关注日本央行货币政策正常化的“溢出效应”。

更灵活的收益率曲线控制（YCC）政策

7月28日，日本央行宣布将更灵活地执行收益率曲线控制（YCC）政策。根据日本央行公布文件，其未来将灵活控制10年期国债收益率，允许10年期国债收益率在 $0\% \pm 0.5\%$ 之外波动；与此同时，为减轻对债券市场功能的影响，日本央行将调整固定利率操作，每个工作日以1%的利率购买10年期日本国债。

图 1: 更灵活的收益率曲线控制（YCC）政策



数据来源：日本央行，国泰君安国际

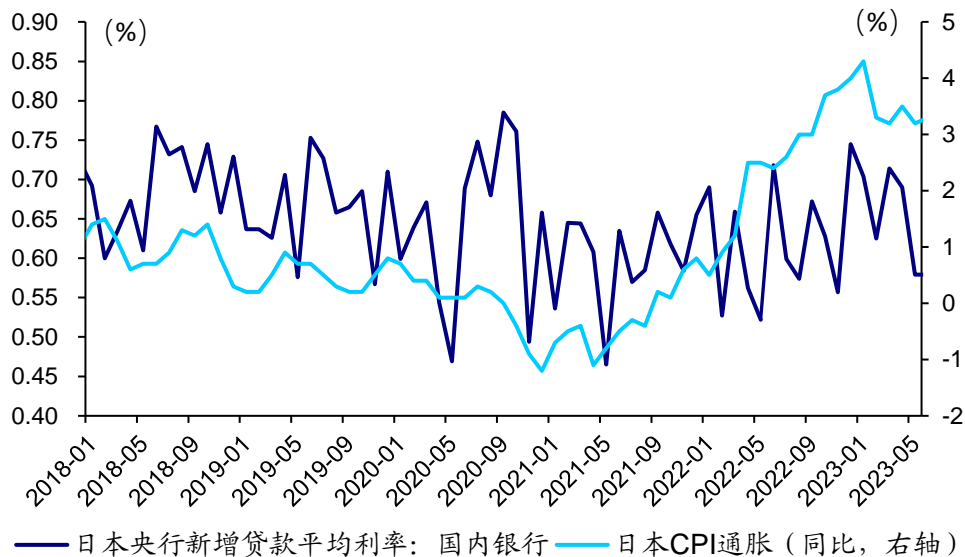
日本央行对 YCC 政策调整示意图（图 1）已经指明 YCC 政策的波动范围放宽至 1%，只不过基于对长期以来低利率环境的考量，一次性从 0.5% 放宽到 1% 对市场可能会引起较大冲击，因此这个调整会是循序渐进的，日本央行将视情况决定具体的调整节奏与进度。

撬动全球利率的“垫脚石”

日本央行略超预期调整 YCC 政策，成为撬动全球利率的又一个“垫脚石”。这也意味着日本将逐步开始货币政策正常化的进程，这对于全球资本市场的定价都会产生巨大的影响。

日本央行的举动看似“超预期”，但却是经济基本面运行的必然结果。由于经济从去年下半年开始明显复苏，同时通胀开始惯性上行，日本央行距离实现 2% 的通胀目标已经越来越近，甚至可能存在 overshooting 的可能性。与此同时，通胀明显上行、借贷利率处于低位，这会在很大程度上鼓励企业的投资和雇佣行为，因为利率极低、但通胀上升，在某种程度上意味着“干啥都能挣钱”，这将驱动日本国内的资产价格，进一步加剧通胀预期。从日本经济第一季度 GDP 的数据来看，企业投资和居民消费成为经济的主要推动力，从这个角度而言，如果利率持续处于低位，那么企业投资意愿仍将处于高位，这会拉动雇佣和工资水平。

图 2: 日本通胀率明显高于贷款利率



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

与此同时，日本的整体制造业库存水平也开始显著上升，这一方面反映出对于需求的乐观，也体现出企业在利率相对较低时有强烈的补库意愿。相对较好的盈利也会带来资本市场的正向反馈，这也会进一步加强外资对日本股市的兴趣。

图 3: 日本存货水平显著上升



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

从这些角度而言，日本央行调整超级宽松货币政策是必然的，甚至从某种角度上来看，日本央行已经显著落后于曲线。随之而来的问题是，即便日本央行调整货币政策，是否意味着其能在短期内完成“补课”呢？

答案是否定的。由于宽松货币政策长达 30 年之久，日本央行未来的紧缩操作也将大概率是“碎片式”和“渐进式”的，其实施节奏应该是“倒序”式，即先取消或改变最近实施的宽松举措，再逐步类推。

与此同时，货币政策向金融系统的传导也需要时间，在实施中也会有很多的现实阻碍。因此，日本央行大概率会在较长时间内持续落后于曲线。这也意味着日本经济的整体“偏热”趋势不太会因为货币政策的正常化而出现根本改变。

对于全球资本市场而言，日本央行的“意外”似乎意味着利率的上行和风险偏好的下行。但事实上，发达经济体的利率趋势性上行已经形成，货币政策的收紧只是其“印证”，并不是驱动其上行的“外生变量”，因此对于日本央行的收紧，市场短期可能会有一些“不适应”，但基于基本面考量，股票市场的走势仍然与经济和企业本身更相关，因此也不必过度关注日本央行货币政策正常化的“溢出效应”。

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	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

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	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 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。
- (2) 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。
- (3) 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的1%或以上。
- (4) 国泰君安或其集团公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安及其集团公司个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安及其集团公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 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