

## 如何理解日本央行政策调整

### 事件：

2023年7月28日，日本央行在结束为期两天的货币政策会议后宣布，维持现行超宽松货币政策不变。将短期利率继续维持在负0.1%的水平，并通过购买长期国债，使长期利率维持在零左右。与此同时，根据市场动向，央行将增加操作中的弹性，允许作为长期利率控制目标的新发10年期国债收益率在一定程度上突破央行的上限目标，在0.5%至1%之间波动。

### 投资要点：

#### ➢ 日本货币政策对于日本股市影响重大

在本次日本央行决议发布前夜，市场有关于日本央行可能放宽收益率曲线控制政策（YCC）的传闻。该传闻一度诱发当天凌晨的美股跳水下跌以及当天上午的日股低开。根据我们此前报告《日本失去三十年经济与股市复盘》（20230705）分析，2013年以来的日本股市上涨与日本央行实施更加激进的QQE政策、不遗余力地大幅宽松扩表有紧密关联。日本货币政策一旦大幅收紧将对日本股市造成冲击，风险也可能传导到欧美市场。

#### ➢ 市场对于“弹性化”控制的分歧逐渐消除

随着日本央行决议消息的发布，日本股市迎来大幅波动。“维持现行超宽松货币政策不变，将短期利率继续维持在负0.1%的水平，长期利率控制目标继续维持正负0.5%不变”消息传出后日股由跌转涨、日元汇率贬值。但随着“央行将增加操作中的弹性”消息传出，市场开始产生分歧，日股转跌、日元升值。但在收盘前及后面两个交易日，市场分歧逐渐消除，多数认为日本央行本次政策灵活调整并不构成全面收紧，对市场冲击有限。

#### ➢ 日本货币政策全面收紧短期可能性不大

我们认为，本次日本调整货币政策诱因是美联储7月底加息操作带来的汇率压力。考虑到美联储加息已接近尾声，日美利差进一步扩大概率较低，日元汇率贬值压力有望随着美联储政策转向得到缓解。同时，根据日本央行发布的经济与物价形势展望报告，日本央行将2023财年核心CPI上涨预期从4月的1.8%上调至2.5%。2024财年通胀预期调降至1.9%，2025年的通胀预期仍然维持在1.6%，均低于2%的政策目标。对2023财年实际GDP增速预期中值从4月的1.4%下调为1.3%。通胀的快速回落和经济增速的不温不火，很难支撑起日本货币政策的全面收紧。尤其是考虑到历史上日本曾经过早退出宽松政策对经济造成伤害，本届日本央行大概率将在观察到更持续的经济基本面改善和通胀企稳才会收紧货币政策，短期可能性不大。

#### ➢ 风险提示

历史经验不代表未来；经济复苏不及预期；政策效果不及预期。

### 团队成员

分析师 燕翔  
执业证书编号：S0210523050003  
邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 金晗  
执业证书编号：S0210523060002  
邮箱：jh30159@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯  
执业证书编号：S0210523060005  
邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

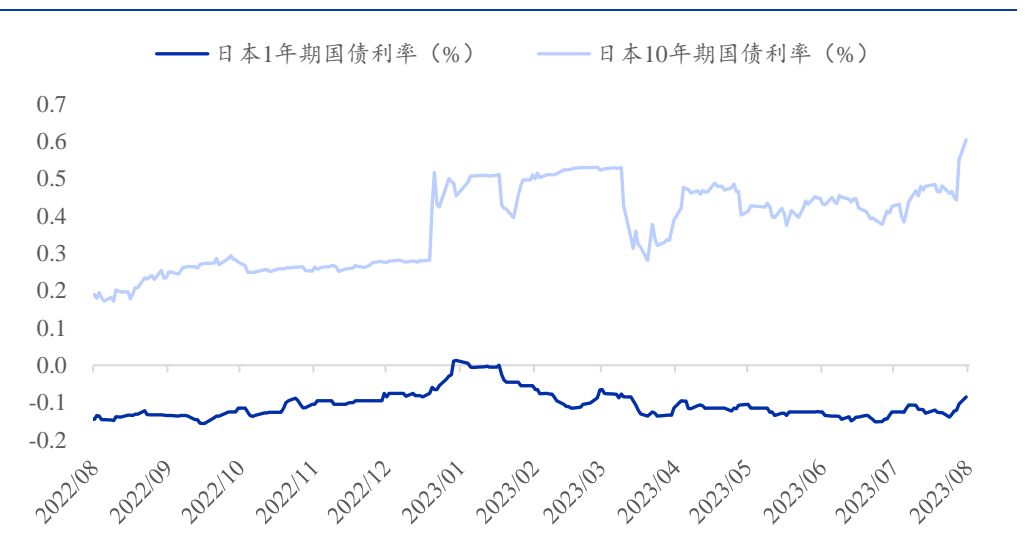
分析师 朱成成  
执业证书编号：S0210523060003  
邮箱：zcc30168@hfzq.com.cn

分析师 沈重衡  
执业证书编号：S0210523060006  
邮箱：szh30173@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、《“恢复扩大消费 20 条”政策解读》— 2023.07.31
- 2、《综合施策协同发力，活跃市场提振信心》— 2023.07.31
- 3、《一周综评与展望：信心开始恢复》— 2023.07.30

**图表 1：央行决议后日本 10 年期国债利率升破 0.5%**



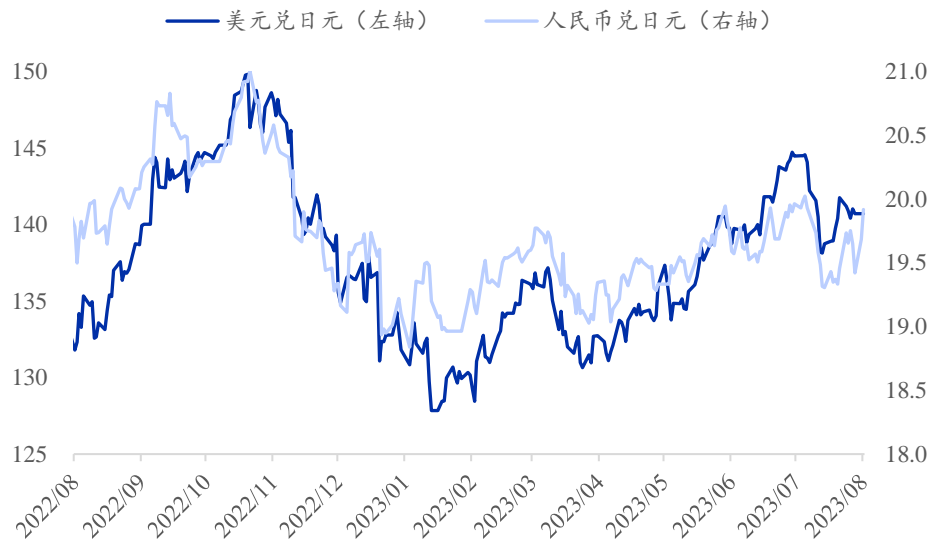
来源：wind，华福证券研究所

**图表 2：央行决议后日本股票指数企稳回升**



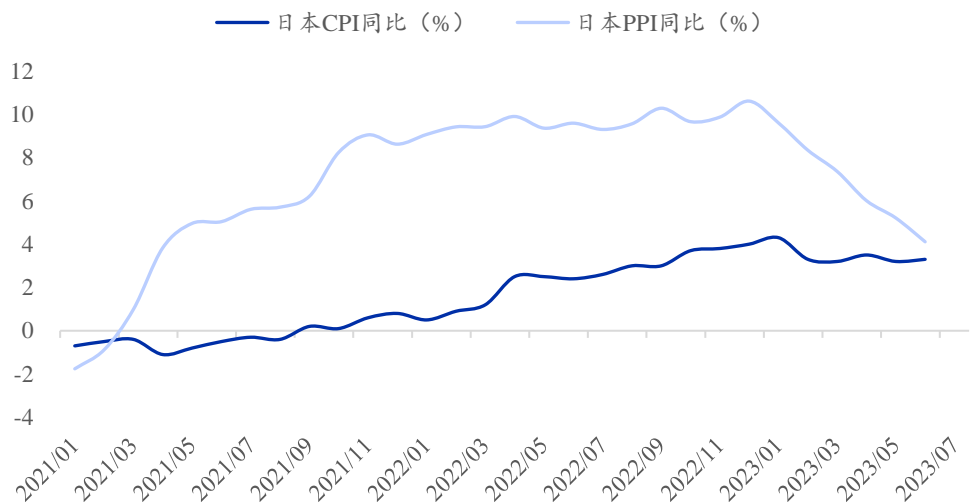
来源：wind，华福证券研究所

**图表 3：央行决议后日元汇率出现小幅贬值**



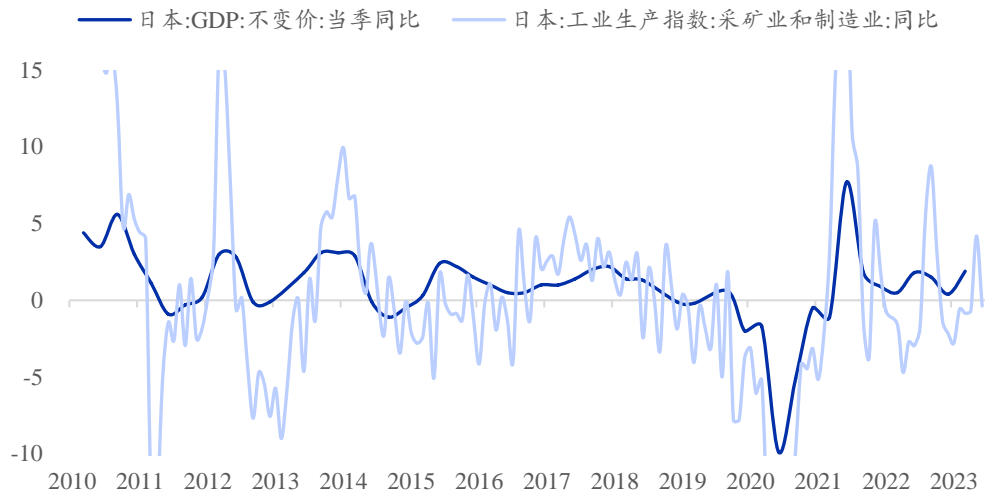
来源：wind，华福证券研究所

**图表 4：日本通胀特别是 PPI 出现持续回落**



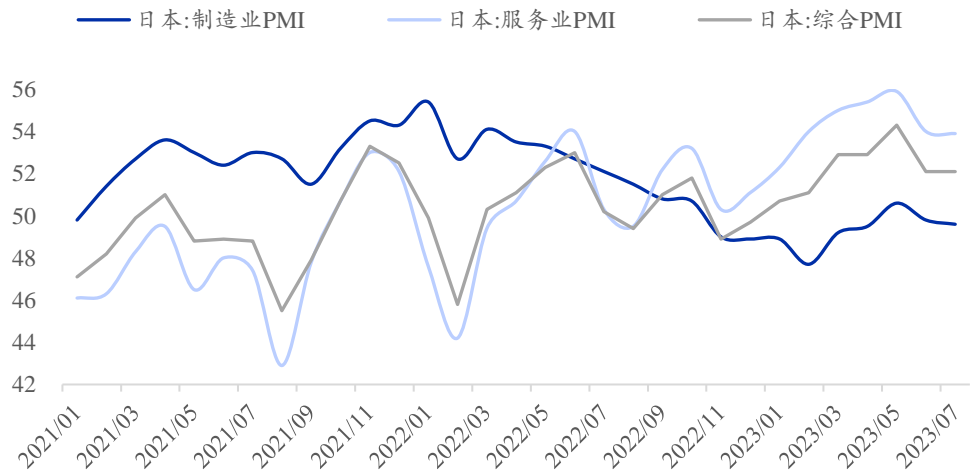
来源：wind，华福证券研究所

**图表 5：日本经济复苏能否持续仍有待观察**



来源：wind，华福证券研究所

**图表 6：日本服务业保持较高景气度但制造业已跌破 PMI 荣枯线**



来源：wind，华福证券研究所

### 风险提示

历史经验不代表未来；经济复苏不及预期；政策效果不及预期。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn