



宏观研究报告

2023年9月20日

周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@gtjas.com.hk

转鹰，是日本央行的必然选择

日本去年曾大规模使用外汇储备干预日元汇率



数据来源: Wind, 国泰君安国际

- 本周是超级央行周，市场的目光都放在美联储的议息会议上，尽管油价超预期飙升给美联储带来了些许压力，但美联储大概率会保持利率不变。但与此同时，周五日本央行的议息反而值得关注，从日本央行官员的表态来看，日本央行可能给市场发出明确的鹰派信号。
- 对于日本央行而言，眼下需要考虑的因素主要是以下两个，首先，日本未来的通胀表现将如何；其次，如果迟迟不进行货币政策紧缩，那么日元将面临进一步的抛压，并可能引发被动干预。
- 我们的预测表明，日本的核心通胀大概率会在未来的 4-6 个季度内保持在 4% 以上的水平，这远高于日本央行大约 2% 的通胀目标，换言之，日本央行的紧缩步伐需要显著加快。
- 汇率则促使日本央行进一步加码货币紧缩，目前日元兑美元的汇率再度接近 150 的水平，而负利差是日元贬值的根本原因。与去年大幅干预外汇市场相比，日本央行目前更有条件采取货币政策紧缩的举措，来避免消耗自身的外汇储备。
- 如果日本央行在年内退出负利率政策，也可能会宣布先行缩表，因为这可以减少资产和负债的错配带来的损失。从这个角度而言，日本央行的货币政策正常化有着清晰的路线图，即首先调整 YCC，接着减少资产购买甚至主动缩表，最后开始加息。
- 由于目前已近年底，日本央行的未来几次议息会议上几乎都会进一步宣布新的货币政策紧缩决定。换言之，如果本周的议息会议不展现出鹰派立场，那么未来几次会议上日本央行则可能要更加鹰派。说到底，日本央行已经落后于曲线，以时间换空间的余地已经非常有限。

本周是超级央行周，市场的目光都放在美联储的议息会议上，尽管油价超预期飙升给美联储带来了些许压力，但美联储大概率会保持利率不变。但与此同时，周五日本央行的议息反而值得关注，从日本央行官员的表态来看，日本央行可能给市场发出明确的鹰派信号。

日本货币政策正常化预期升温，日债收益率明显上行。9月9日，日本央行行长植田和男接受日本媒体《读卖新闻》的采访，虽然其表示实现通胀目标仍有一段距离，应对宽松货币政策应保持耐心，但关于负利率的相关表态出现边际转鹰。植田和男认为，如果2023年底前有足够的数据和信息指向日本工资持续上涨继续推升通胀，日本央行将退出负利率。植田和男的表态释放偏鹰信号，日本货币正常化预期升温，日本国债收益率明显上行。截至9月20日，日本10年期国债收益率升至0.71%左右，创2013年9月以来新高。

图 1：日本产出缺口边际收敛，预计将逐步弥合



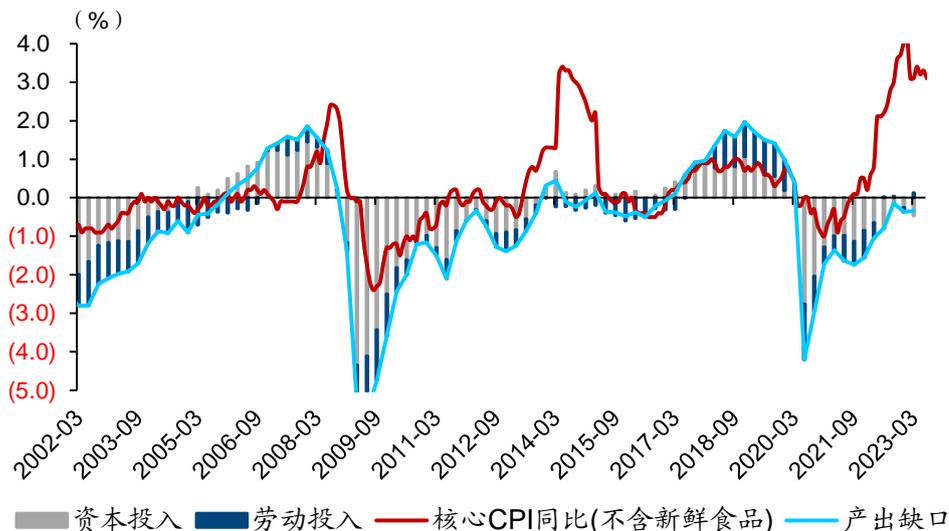
数据来源：Wind, 国泰君安国际

对于日本央行而言，眼下需要考虑的因素主要是以下两个，首先，日本未来的通胀表现将如何；其次，如果迟迟不进行货币政策紧缩，那么日元将面临进一步的抛压，并可能引发被动干预。

日本产出缺口逐步弥合

首先我们需要关注日本的通胀展望，从历史经验来看，日本的通胀表现与产出缺口存在高度的相关性。而眼下，日本经济持续修复，产出缺口边际收窄，预计未来缺口将逐步弥合。产出缺口衡量实际产出与潜在产出之间的偏离，是由潜在产出引申出的概念，也是评估短期经济走势和通货膨胀压力的重要参考。随着疫后经济修复，日本产出缺口虽仍未回正（未回到2019年疫情前水平），但正处于持续上修弥合的阶段。据日本央行测算，2023年一季度日本产业缺口为-0.34%，较2022年四季度（-0.37%）边际收敛，且呈现上行趋势。

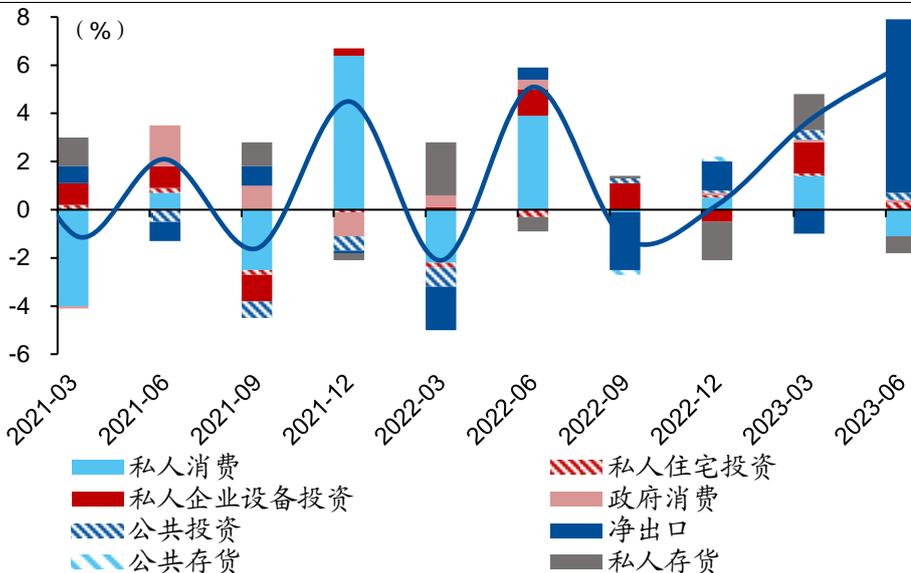
图 2: 日本产出缺口边际收敛, 预计将逐步弥合



数据来源: BOJ, 国泰君安国际

结构上, 2023 年日本经济增长主要依靠私人投资和出口。2023 年以来, 日本经济修复动能强劲, GDP 增速维持较高水平, 连续两个季度回升。二季度 GDP 环比折年增 6.0%, 增长超过同期美国 (2.4%) 和欧元区 (1.0%)。结构上, 净出口贡献较大, 拉动日本二季度 GDP 增长 7.2 个百分点, 而私人消费和投资的拉动边际回落。

图 3: 2023年二季度, 日本经济主要拉动项为库存投资以及出口



数据来源: Wind, 国泰君安国际

结合奥肯定律 (反映产出缺口和失业率间关系) 与 “通胀-失业” 型菲利普斯曲线, 产出与通胀纳入同一框架, 形成 “通胀-产出” 型菲利普斯曲线, 即:

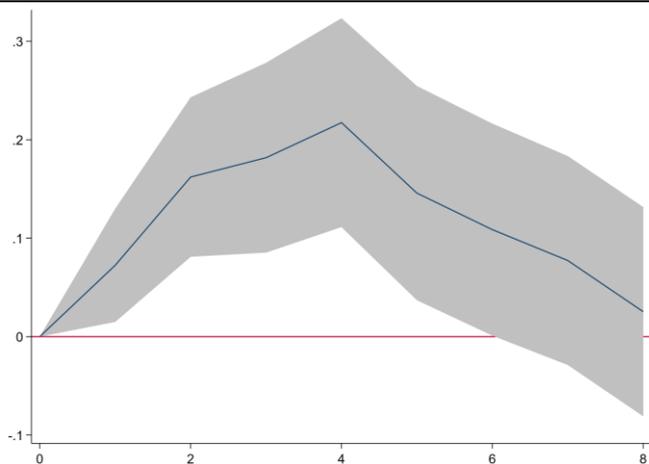
$$\pi_t = \beta(Y_t - Y_t^*)/Y_t^*$$

其中, Y_t 为实际产出, Y_t^* 为潜在产出, $\beta > 0$ 表示产出缺口对通胀率具有推动作用。究其原因, 实际产出反映的是社会总需求的整体情况, 而潜在产出则是衡量一定时期各个资源禀赋 (劳动力、资本、技术等) 充分

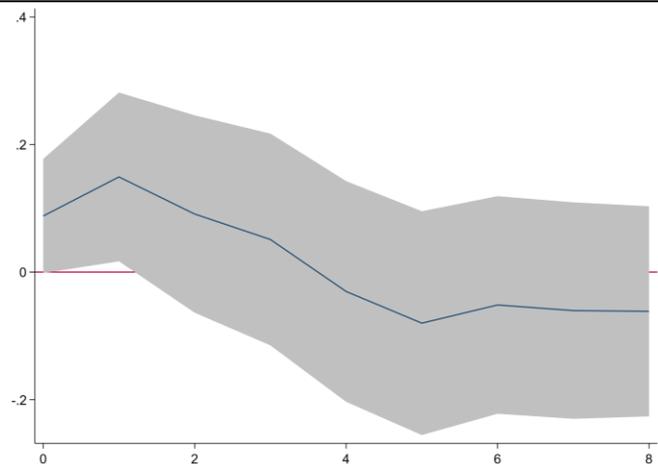
利用后所能提供的社会总产出，由此产出缺口为正或上行时（即实际产出正向偏离潜在产出），表明社会总需求处于边际扩张阶段，通胀水平存在上行压力。基于产出缺口以及核心CPI同比的双变量VAR（向量自回归）结果很好地证实了这一理论结果。具体来看，产出缺口的一单位正向冲击在6期内（6个季度）对核心CPI具有显著（95%显著性水平下）的拉动作用，这种正向作用在4期时达到最高。相反地，核心CPI对产出缺口的影响效果相对有限。

图 4：产出缺口一单位正向冲击带来的日本核心CPI未来8个季度的变动（日本核心CPI对产出缺口的脉冲响应）

图 5：日本产出缺口对核心CPI的脉冲响应



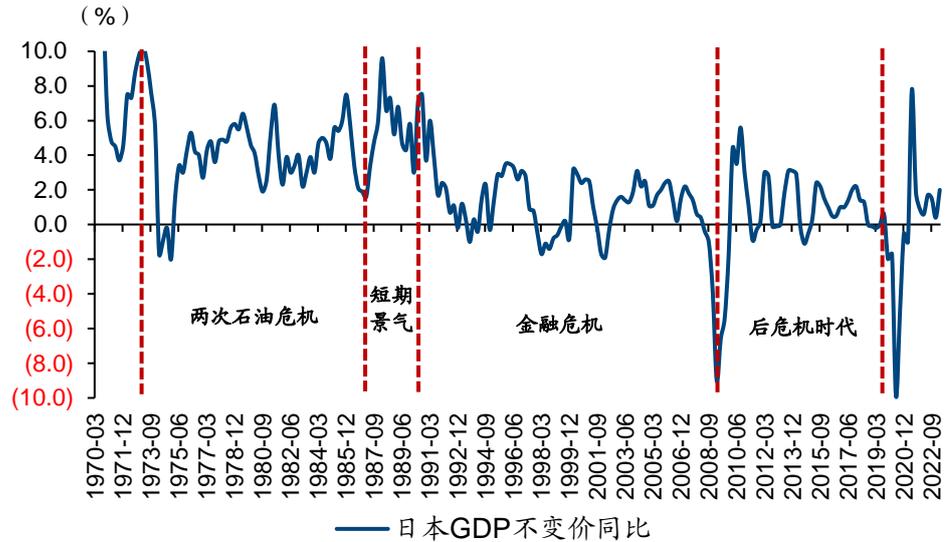
数据来源：国泰君安国际



数据来源：国泰君安国际

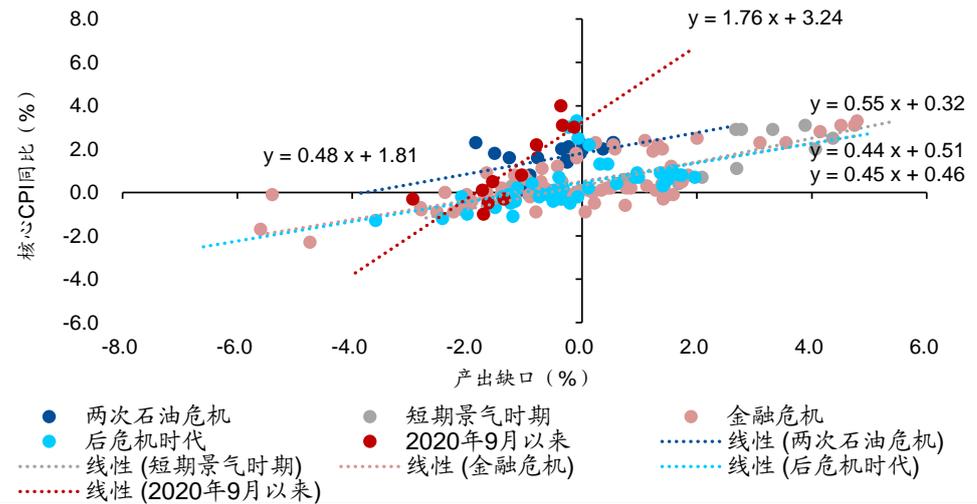
结合经济走势，1973 年以来的日本经济可以划分为五个阶段，分别为两次石油危机冲击阶段（1973 年 Q2-1987 年 Q1）、短期经济景气阶段（1987 年 Q2-1990 年 Q3）、金融危机阶段（1990 年 Q4-2009 年 Q3）、后危机时代（2009 年 Q4-2019 年 Q4）以及疫情后阶段（2020 年 Q3 至今）。通过分别构建日本经济五阶段的“核心通胀-产出”型菲利普斯曲线，可以发现疫情后曲线斜率明显抬升，即菲利普斯曲线扁平化表象有所改善，指向核心通胀对产出缺口的敏感度明显提高，这主要是因为 20 世纪 90 年代末日本房地产和股票市场泡沫破灭后，资产负债表衰退带来长期通缩均衡，即通缩状态下消费者生活成本降低或维持不变，工资上涨动力不足，工资长期稳定。而疫情后，供应链短缺叠加地缘政治问题，大宗商品价格飙升，通胀率逐步上行，打破日本原有通缩均衡，逐渐步入通胀“新”均衡，即通胀上行带来消费者生活成本提升，叠加失业率处于历史低位，居民涨薪诉求激增，通胀对产出缺口（社会超额总需求）更为敏感。

图 6: 结合经济走势, 日本经济可以划分为五个阶段



数据来源: Wind, 国泰君安国际

图 7: 2020年9月以来, 日本核心CPI (剔除新鲜食品) 同比对产出缺口变动更为敏感

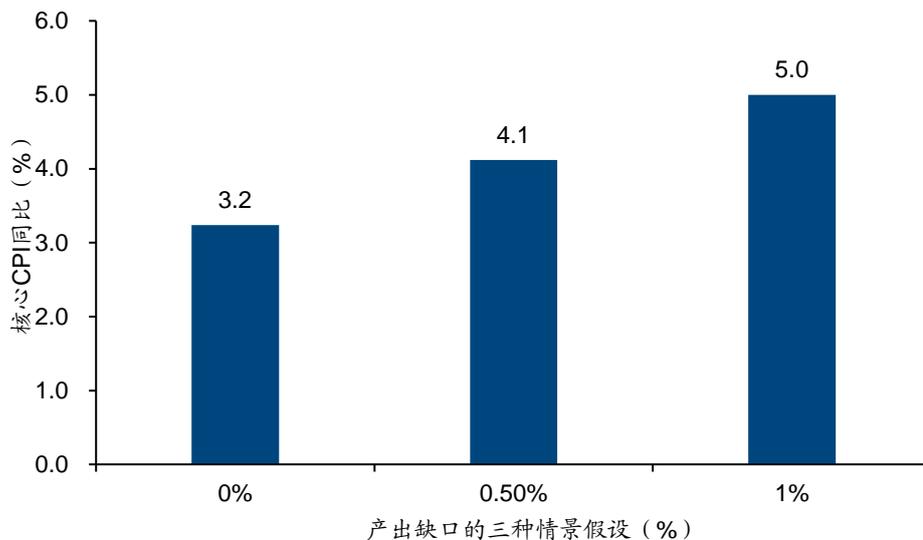


数据来源: Wind, 国泰君安国际

进一步线性拟合, 可以得到 2020 年 9 月疫情以来的“通胀-产出”型菲利普斯曲线为, $\pi_t = 1.76 \times Output\ gap_t + 3.24$ 。简单线性外推后, 我们认为在基准情况下 (产出缺口上修至 0.5%, 接近疫情前 2019 年平均的 0.63%), 核心通胀率将提升至 4.1%附近。即使在悲观情景下, 产出缺口未能回正 (0.0%), 核心通胀率也会维持在 3.2%左右的水平。换言之,

基于“通胀-产出”型菲利普斯曲线线性拟合, 日本产出缺口的弥合将进一步推升日本核心通胀。

图 8: 基准情况下 (产出缺口为0.5%), 核心通胀率将提高至4.1%

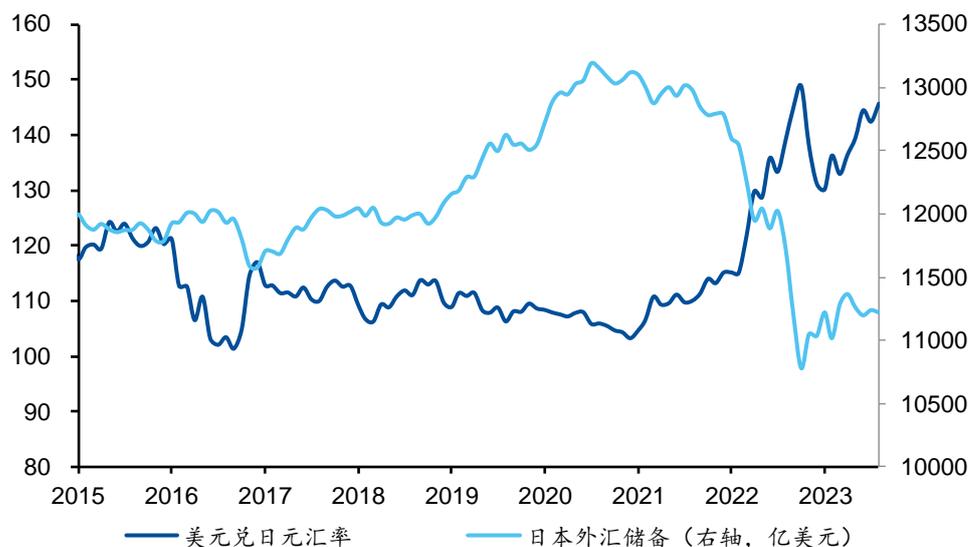


数据来源: 国泰君安国际

以上的分析可以看出, 日本的核心通胀大概率会在未来的4-6个季度内保持在4%以上的水平, 这远高于日本央行大约2%的通胀目标, 换言之, 日本央行的紧缩步伐需要显著加快。

汇率则促使日本央行进一步加码货币紧缩, 目前日元兑美元的汇率再度接近150的水平, 而负利差是日元贬值的根本原因。与去年大幅干预外汇市场相比, 日本央行目前更有条件采取货币政策紧缩的举措, 来避免消耗自身的外汇储备。从目前的各项紧缩政策选项来看, 日本央行调整YCC的路径有这样几条: 扩大10年目标区间和/或提高10年目标区间目标, 缩短收益率曲线目标; 从日本国债收益率目标转向日本央行购买数量目标。

图 9: 日本在去年使用大量外汇储备干预日元汇率



数据来源: 彭博, 国泰君安国际

日本央行会谨慎行事评估每个策略的优缺点：

- 进一步扩大 10 年收益率目标将需要对当前的 YCC 框架进行调整，但是波动幅度必须足够大，市场力量才能发挥主导作用，并最大限度地减少日本央行持续干预的需要。
- 转向基于数量看似更加简便，但如果收益率上升过快（可能会损害金融稳定性），则需要进行调整。
- 转为设定较短期的收益率目标将有助于确保短期收益率继续保持在低水平，直到持久实现 2% 的目标，但日本央行可能面临与目前的针对长端利率一样的困境。此外，一旦通胀风险比预期更早出现，货币刺激措施的退出必须更加强劲。

与此同时，如果日本央行在年内退出负利率政策，也可能会宣布先行缩表，因为这可以减少资产和负债的错配带来的损失。从这个角度而言，日本央行的货币政策正常化有着清晰的路线图，即首先调整 YCC，接着减少资产购买甚至主动缩表，最后开始加息。

由于目前已近年底，日本央行的未来几次议息会议上几乎都会进一步宣布新的货币政策紧缩决定。换言之，如果本周的议息会议不展现出鹰派立场，那么未来几次会议上日本央行则可能要更加鹰派。说到底，日本央行已经落后于曲线，以时间换空间的余地已经非常有限。

...感谢陈秋羽博士对本文作出的杰出贡献

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

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

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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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研究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.gtja.com.hk