

言语乐观，行为谨慎

——2023 年 9 月日本央行议息会议点评

9 月 22 日，日本央行宣布维持负政策利率、收益率曲线控制和资产购买计划。不同于美欧英央行持续致力于将通胀降至 2%，日本央行仍在致力于将通胀水平长期稳定维持在 2% 上方。一方面，日本央行对经济和通胀的预期开始变得乐观；另一方面，他们仍然不能确信高于 2% 的通胀读数是可持续的。前瞻地看，通胀读数维持在 2% 上方叠加日元持续贬值或将导致日本央行小幅收紧货币政策，但长期内生动能的疲弱或令日本央行在更长的时间维度上继续“落后曲线”。

一、经济：开始乐观

日本央行对经济的预期开始变得乐观。日本央行在 7 月议息会议声明中的相关表述为“日本经济活动存在极大不确定性，面临重大下行风险”，9 月相关表述转变为了“日本经济温和复苏，可能会继续温和复苏，存在极大不确定性”。结构上看，日本央行认为当前日本出口和工业生产保持平稳，企业利润保持较高水平，企业固定资产投资适度增长，就业和居民收入情况适度改善。

日本央行开始相信通胀回暖的可持续性。日本央行在 7 月议息会议声明中的相关表述为“日本物价面临重大下行风险，未来发展存在极大不确定性”，9 月相关表述转变为了“近期通胀读数的下行主要来自政府干预下能源价格的回落，未来可能在产出缺口、薪资增速等因素影响下进一步上行”。

不同于美欧英央行聚焦于将通胀降至 2%，日本央行的关注点始终是如何将通胀升至 2%，并在议息会议声明中明确表示“必要时将毫不犹豫地采取额外的宽松措施”。尽管除生鲜食品外的 CPI 通胀已经在 2% 上方保持了 17 个月，但日本央行始终担心其背后的内生动能是不可持续的。从 GDP 数据上看，日本央行的担忧也不无道理。二季度日本经

济的支撑项已经变成了出口,代表内生动能的消费和私人投资则双双转负。

二、政策：按兵不动

日本央行宣布将继续维持负利率政策和新 YCC 框架,符合预期。短期政策利率保持在-0.1%; 10 年期国债收益率区间保持在±0.5%, 刚性买入上限保持在 1%。本次决议获全票通过,中村丰章于 7 月议息会议反对将十年期国债收益率上限上调至 1%, 9 月会议他没有投出反对票,彰显了委员会内部对于当前经济温和复苏态势的一致预期。

日本央行宣布维持资产购买计划不变。将视需要购买交易所交易基金(ETF)和日本房地产投资信托基金(J-REITs),年余额增幅上限分别为¥12 万亿和¥1,800 亿。CP 余额维持在¥2 万亿左右,购买速度对标新冠疫情之前,CP 余额也将逐步回归疫前水平¥3 万亿。

日本央行继续重申,宽松政策将保持至除生鲜食品外的通胀读数以稳定的方式维持在 2% 上方。

三、市场：日元贬值

日本股市下跌。日经 225 指数收跌 0.52%; 日本国债收益率曲线小幅熊平。1 年期收益率上涨 0.007pct 至-0.036%, 10 年期收益率维持在 0.746%; 日元下跌。美元兑日元汇率收涨 0.54% 至 148.37。2 年期和 10 年期美日利差分别抬升至 5.07% 和 3.7%, 进一步彰显美日政策差异及美国经济的强势预期,为日元贬值持续增添基本面支撑。

四、前瞻：紧缩压力仍存

从短期看,日本薪资增速和服务通胀保持强劲,叠加货币贬值带来的输入性通胀,日本通胀仍将保持在 2% 上方。在此基础上,日元贬值问题或将逐渐成为焦点,日本央行货币政策仍有可能进一步收紧。从长期看,日本经济内生动能的走向仍然是一个未知数,可能仍不能脱离低利率的支撑,日本仍将是主要西方国家中货币政策相对宽松的经济体。

(评论员：谭卓、张巧栩、王天程、安敬鑫)

附录

图 1：日本央行继续坚持负利率和收益率曲线控制

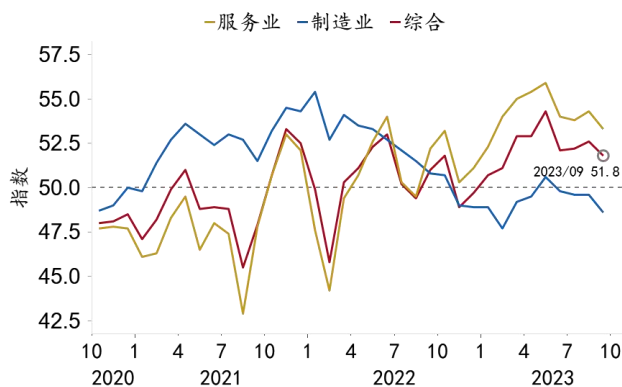
日本央行货币政策 (YCC)



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：日本综合 PMI 指数位于荣枯线上方

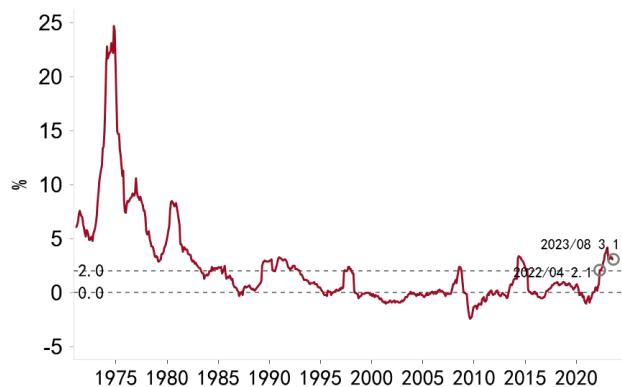
日本 S&P Global PMI 指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：日本 CPI 通胀已在 2% 上方保持了 17 个月

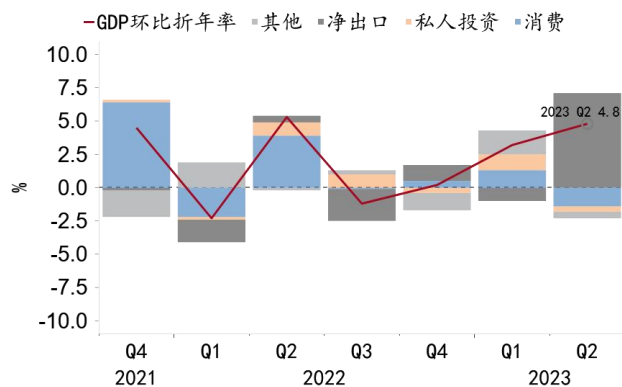
日本 CPI 通胀 (除生鲜食品)



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：二季度日本经济的支撑是出口

日本实际 GDP 季度环比折年率及拆分



资料来源：Macrobond、招商银行研究院