

左右为难

——2023 年 10 月日本央行议息会议点评

10 月 30 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，但删去了以±0.5%为十年期国债收益率波动范围的表述，并将 1%从刚性上限调整为参考上限。由于 7 月 31 日日本十年期国债收益率就已突破 0.5%，近期已在逼近 1%关口，日本央行本次政策调整实质上只是对现状的一种无奈默认。从现象看，这是日本央行在保卫汇率和坚持 YCC 之间“左右为难”；从本质看，这是日本央行在全球高利率环境和国内复苏基础尚不牢固之间“左右为难”。前瞻地看，全球高利率将持续冲击日元汇率，“超宽松”政策的终结或已只是时间问题。由于日本经济复苏的内生动能仍不牢固，长期看日本仍将是货币政策相对宽松的西方经济体。

一、经济：复苏基础尚不牢固

从短期看，日本央行认为日本经济可能会继续温和复苏，但海外经济放缓会带来下行压力。一方面，居民部门消费动能在收入增长支撑下保持韧性。另一方面，宽松的金融条件仍将对企业投资活动构成提振。此外，在海外经济动能放缓的影响下，生产和出口可能会暂时止增。从长期看，日本央行认为潜在增长率已提升至 0.5%左右。数字化和人力资本投资可能已经提升了生产力水平，资本存量也在企业投资驱动下加速增长。最终，日本央行在季度经济预测中大幅提升了 2023-2024 财年的经济增速预测值。2023 财年实际 GDP 增速预测中值上调 0.7pct 至 2.0%，2024 财年预测中值上调 0.2pct 至 1.2%。尽管 2025 财年预测中值没有上调，但是预测值下沿被上调 0.2pct 至 1.0%。

日本央行认为通胀水平将在一段时间内维持在 2%上方。从短期看，预计 2024 财年 CPI 通胀仍将在包括油价在内的输入性通胀影响下保持韧性。从长期看，随着产出缺口转正、工资持续增长和通胀预期上升，日本或将摆脱“低通胀”时代。最终，日本央行在季度经济预测中全面

上调了 2023-2025 财年通胀预测值。2023 财年除生鲜食品外 CPI 通胀预测中值上调 0.3pct 至 2.8%，2024 财年预测中值上调 0.9pct 至 2.8%，2025 财年预测中值上调 0.1pct 至 1.7%。

日本央行认为劳动力市场可能已经并将长期处于供小于求的状态，薪资增长可能成为趋势。从供给看，妇女和老年人的劳动参与率均已处于高位，劳动力供给进一步扩张的空间已经不大；从需求看，企业部门利润水平持续改善、投资活动也在金融条件宽松支撑下趋于扩张。

日本央行强调，由于长期低增长和通缩的经历，以“工资和物价不会轻易上涨”为假设的行为和心态已经在社会中占据了主导地位，必须密切监测工资和物价之间的良性循环是不是已经具有可持续性。首先，不同于美国居民实际薪资同比增速随通胀回落而转正，日本居民实际薪资同比增速反而是随通胀上行而转负，薪资增长趋势仍然停留在名义层面。其次，继二季度 GDP 数据后，10 月 PMI 数据再度指向经济内生动能的走弱，PMI 数据在服务业转弱带动下年内首次跌至荣枯线以下，这显然不是海外经济放缓所能解释的范畴。

二、政策：默认现状

日本央行宣布将继续维持负利率政策和新 YCC 框架，但放弃了以 ±0.5% 为波动范围的表述，1.0% 也由刚性上限正式变为参考上限。短期政策利率保持在 -0.1%；10 年期国债收益率保持在 0 附近，以 1% 为“上限参考”。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%，10 月会议他再次反对让收益率曲线控制变得更为灵活。考虑到 7 月 31 日日本十年期国债收益率就已正式突破 0.5%，且近期已在逼近 1% 关口，日本央行的政策调整只是对现状的一种默认。

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：日元下跌

日本股市上涨, 日经 225 指数收涨 0.53%; 日本国债收益率曲线小幅熊陡。1 年期收益率上涨 2bp 至 0.009%, 10 年期国债收益率上涨 5bp 至 0.940%, 日中一度攀升至 0.955% 的十年高位; 日元大幅下跌。日元兑美元汇率收跌 0.73% 至 150.15。

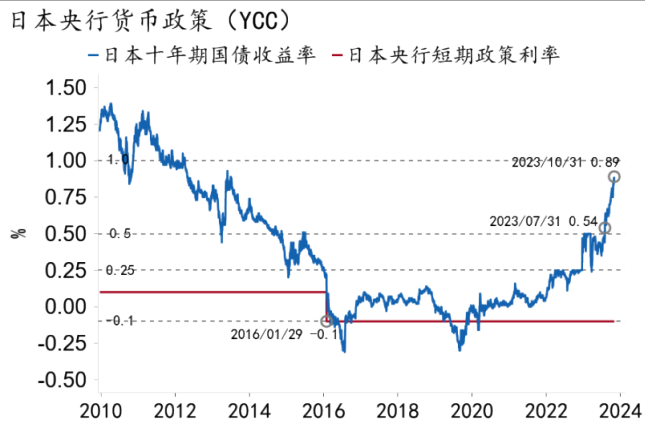
四、前瞻：短期紧缩, 长期宽松

日本央行实质性退出 YCC 或已只是时间问题。尽管日本央行对日本经济的认识仍然清醒且谨慎, 但是海外利率上行和日元汇率贬值已不允许日本央行继续坚持超宽松政策。从长期看, 日本经济复苏基础仍不牢固, 日本或仍将是货币政策相对宽松的西方经济体。

(评论员：谭卓、张巧栩、王天程、安敬鑫)

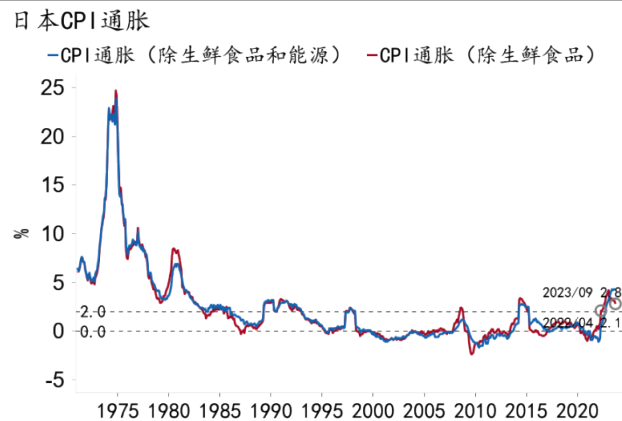
附录

图 1: 日本十年期国债收益率持续上行



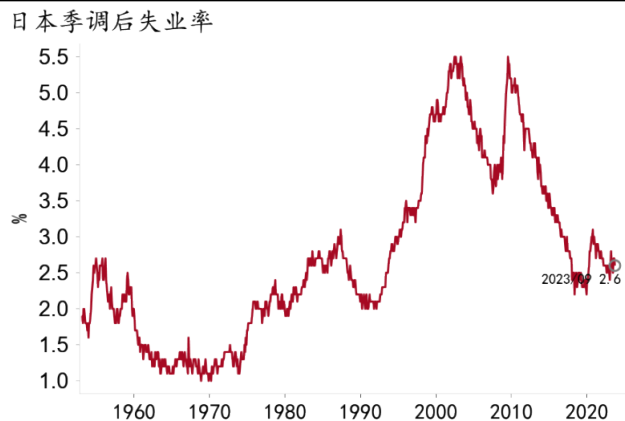
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 日本通胀水平已在 2% 上方保持了 18 个月



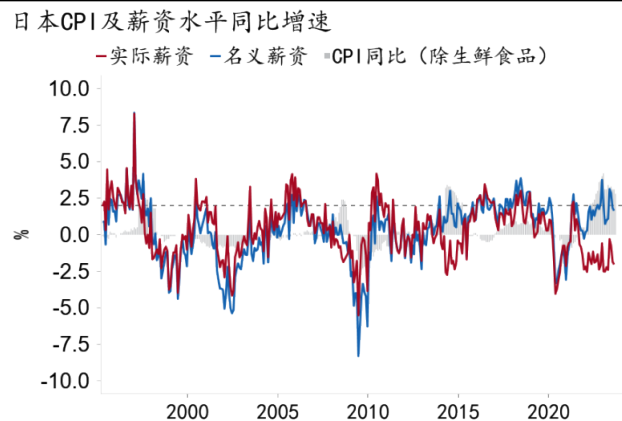
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 日本失业率水平处于低位



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 日本实际薪资同比增速持续为负



资料来源: Macrobond、招商银行研究院