

宏观动态跟踪报告

如何看待日银转向与日元走向

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **日银年末拒谈转向。**日本银行 2023 年末会议备受关注，市场“转向预期”已然先行，近日期债利率和日元汇率同步上升。然而，本次会议意外维持“鸽派指引”，鲜有谈及“转向”。植田行长表态整体持观望态度，薪资问题仍是焦点。本次会议后，市场“转向预期”有所降温：美元兑日元反弹至 144.5，10 年日债利率下降 2BP 至 0.62%，日经指数整日上涨 1.4%。
- **日银转向的预期和变数。**主流预期显示，日银或于 2024 年 4 月左右退出负利率；有可能先加息、后退出收益率曲线控制（YCC），日银或想保留对日债利率的控制能力，防范加息引发的流动性骤然紧缩风险；部分预期 2024 年 1 月调整 YCC 目标，仍会设置一定的目标区间，防止日债利率大幅飙升。我们认为，日银转向的节奏仍有不确定性，具体将取决于以下三方面因素：一是，通胀会否回落。本轮美欧通胀走势领先于日本，近一年美欧通胀已显著改善，日本通胀回落或许只是时间的问题。二是，实际工资增速能否转正。2023 年以来日本实际工资同比增速持续为负；2024 年的“春斗”显得尤为关键。三是，美国经济能否刚好“软着陆”。如果 2024 年美国小幅降温，美联储选择“预防式降息”，对日元流动性收紧提供一定缓冲，进而为日银转向创造良好环境。但是，假如美国经济“过热”或“过冷”，均可能阻碍日银转向。一方面，如果美国经济“不着陆”、通胀回升，美联储或推迟降息、美债利率维持高位，日银或碍于流动性风险而推迟转向；另一方面，如果美国经济“硬着陆”，日本经济金融环境或受波及，这也会削弱日银转向的底气。
- **日债、日元下一步。日债走向变数较大：**一方面，日银放弃 YCC 以及可能的加息，势必带来日债利率上行压力。但另一方面，如果美联储降息以及美债利率下行，全球流动性压力缓和，则可能对冲甚至掩盖日债利率上升的压力。**日元汇率修复的空间充足：**日元基本处于 1980 年代以来最弱势的水平；**基准情形下，日元汇率有望逐步回到 130 附近，**即 2023 年初水平。不过，日元升值的节奏未必连贯：首先，美联储降息节奏仍有争议。据 CME FedWatch，市场预期美联储 2024 年降息 6 次（150BP），明显多于美联储点阵图显示的 3 次（75BP）。其次，日本银行转向的节奏仍不确定。日银实际转向有可能比预期的更慢更谨慎，比如再次微调 YCC 而不是彻底放弃，或者只是“口头加息”试探市场而推迟实际行动。最后，日美“经济差”会否扩大。日本 2023 年三季度实际 GDP 环比转负，与美国经济的强势增长背离。如果 2024 年日美经济表现持续背离，日元升值空间或受限。
- **风险提示：**日本通胀走势超预期，日本工资增速不及预期，美国经济“软着陆”未兑现等。

日本银行 2023 年末会议备受关注，市场期望找寻货币政策转向的线索。然而，日银会议维持鸽派表述，市场预期落空。我们认为，基准情形下，日银或于 2024 年 4 月左右退出负利率，同时不过早放弃收益率曲线控制，以防止日债市场过度波动。然而，日银实际政策选择仍有较大变数，具体取决于通胀、工资以及美国经济走势。在此背景下，日债利率的方向未定，日元有望逐步升值，但节奏未必连贯。

一、日银年末拒谈转向

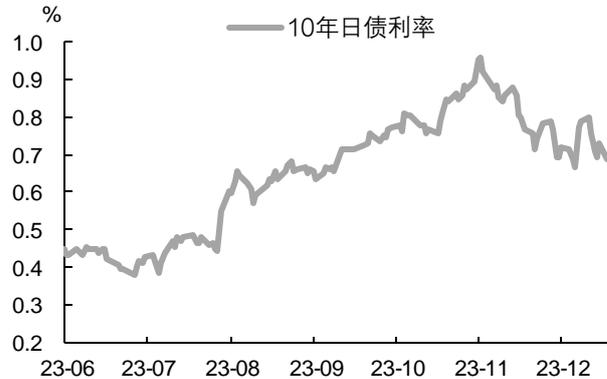
日本银行年末会议备受关注，市场“转向预期”已然先行。12 月 6-7 日，日本银行一、二把手再度公开讨论退出负利率政策，激起市场对货币政策转向的预期。行长植田和男表示，“从年底到明年（2024 年）在货币政策的处理问题上将变得更具难度；如果加息的话，有多种选项可以用于调整政策利率”。继而，市场高度关注日银 2023 年的年终会议，以期寻找更多政策转向的蛛丝马迹。因转向预期升温，近期日债利率和日元汇率同步上行：12 月 7-15 日，10 年日债利率累计上升 6.1BP 至 0.73%；美元兑日元累计跌 3.5%，由 147.3 跌至 142.2。

图表1 近期日元升值



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 近期 10 年日债利率回落



资料来源：Wind, 平安证券研究所

日银 2023 年 12 月会议意外维持“鸽派指引”，鲜有谈及“转向”。12 月 19 日，日本银行公布最新利率决议。决策方面，维持负利率与收益率曲线控制（YCC）不变；经济表述方面，提到私人消费、非住宅投资增速温和增长，主要反映了第三季度相应指标环比跌幅的收窄；住宅投资表现仍持续相对低迷；剔除生鲜食品的核心 CPI 通胀率明显回落，而预计 2024 财年通胀可能高于 2%，而潜在通胀水平可能逐渐回到目标水平。政策展望方面，维持“鸽派指引”，未提供有关加息前景的任何暗示信息：预计仍将维持负利率政策和收益率曲线控制（YCC）政策，以确保通胀稳定于 2% 的目标水平；承诺必要时“毫不犹豫”地采取进一步货币宽松措施。

植田行长表态整体持观望态度，薪资问题仍是焦点。植田行长在记者会上表示，当前劳动力环境有所趋紧，企业利润上升，部分大企业甚至表态愿意继续提高 2024 年薪资水平；但由于经济存在高度不确定性，有许多企业仍未决定 2024 年是否继续加薪；日本央行倾向于继续观望，以等待更多证据确认工资和物价是否处于良性循环，即工资水平是否会上涨到足以将通胀长期维持在 2% 的目标附近。本次会议和记者会后，市场“转向预期”有所降温：美元兑日元反弹至 144.5，10 年日债利率下降 2BP 至 0.62%，日经指数整日上涨 1.4%。

不过，一个值得关注的细节是，日本内阁大臣首次出席日银会议，暗示日本政界或正施压政策转向。会议声明显示，日本内阁大臣新藤义孝出席了本次会议，这是自 2020 年 4 月以来日本内阁大臣首次出席日银会议。日本每日新闻和共同社等媒体的最新民调显示，岸田文雄政府的支持率，已跌至 2021 年内阁成立以来新低，主因民众对通胀压力和经济政策严重不满。因此，本次内阁大臣的出席，无论是否“作秀”，显示出岸田政府某种程度上希望货币政策转向以遏制通胀的政治诉求。

二、日银转向的预期和变数

主流预期显示，日银或于 2024 年 4 月左右退出负利率；有可能先加息、后退出 YCC；即便先调整 YCC 也会循序渐进，而不是贸然放弃。在本次会议前，大和证券、野村证券等日本金融机构预计，日本银行最早可能在 2024 年 1 月会议宣布退出负利率政策；至于转向方式，日本央行可能先加息，后退出 YCC 政策。之所以 YCC 政策不随负利率政策同步退出，主要考虑的是，日银或想保留对日债利率的控制能力，防范加息引发的流动性骤然紧缩风险。三菱日联摩根士丹利、摩根大通等机构则认为，日银可能于 2024 年 1 月调整 YCC 目标，仍会设置一定的目标区间，防止日债利率大幅飙升。

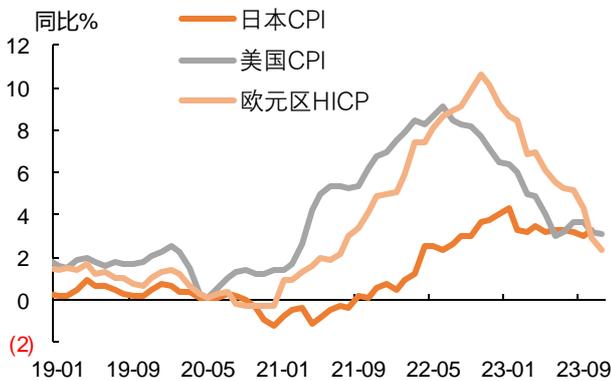
我们认为，日银转向的节奏仍有不确定性，具体将取决于以下三方面因素：

一是，通胀是否会回落。截至 2023 年 10 月，剔除生鲜食品后的日本核心 CPI 同比增速为 2.9%，连续 19 个月高于 2%；日本 CPI 同比读数同时超过美欧标题通胀率。不过，本轮美欧通胀走势领先于日本，近一年美欧通胀已显著改善，国际油价也趋于稳定，日本通胀回落或许只是时间的问题。实际上，日本 10 月核心 CPI 同比已从 2023 年 1 月的高位（4.2%）回落 1.3 个百分点，这也部分印证了此前日银关于“成本推动的通胀将会减弱”的观点。若通胀如期改善，日银可能对维持宽松货币政策更有耐心、推迟转向。

二是，实际工资增速能否转正。植田和男曾多次强调，正密切关注日本的收入趋势，认为这是决定长期实现可持续通胀的关键因素。在 2023 年春季劳资谈判（“春斗”）中，工人薪资获得近 26 年以来最大涨幅，令日本名义工资增速保持较高水平；然而，日本工资仍未跑赢通胀，2023 年以来实际工资同比增速持续为负。因此，2024 年的“春斗”显得尤为关键，如果日本实际工资收入仍未转正，日银考虑退出宽松货币政策时可能更显犹豫。

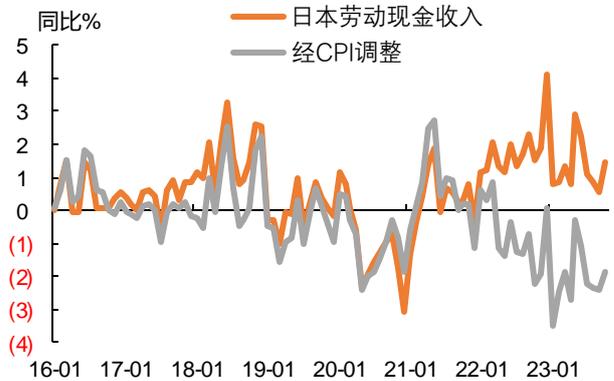
三是，美国经济能否刚好“软着陆”。如果 2024 年美国经济小幅降温，美联储选择“预防式降息”，对日元流动性收紧提供一定缓冲，进而为日银转向创造良好环境。但是，假如美国经济“过热”或“过冷”，均可能阻碍日银转向：一方面，如果美国经济“不着陆”、通胀回升，美联储或推迟降息、美债利率维持高位，日银或碍于流动性风险而推迟转向；另一方面，如果美国经济“硬着陆”，日本经济金融环境或受波及，这也会削弱日银转向的底气。

图表3 本轮日本通胀走势滞后于美欧



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表4 2023 年以来日本实际工资同比增速持续为负

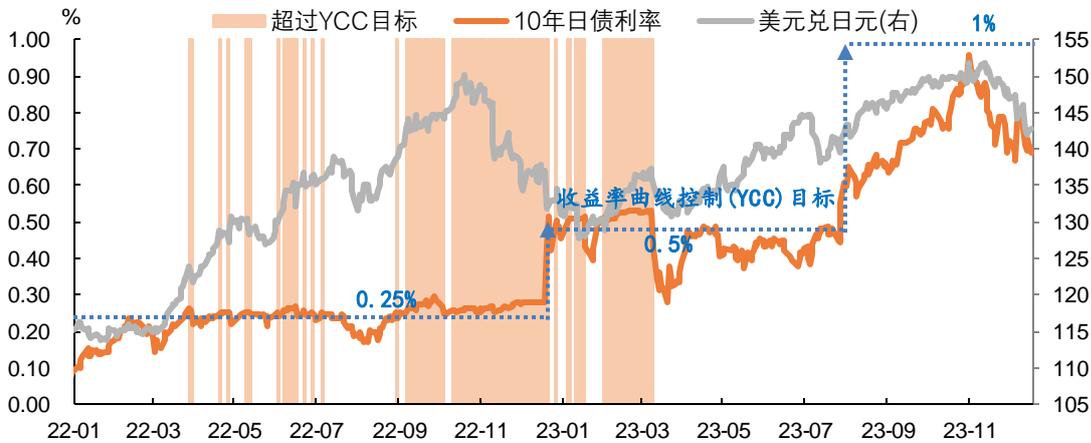


资料来源：Wind, 平安证券研究所

三、日债、日元下一步

日债走向变数较大。一方面，日银放弃 YCC 以及可能的加息，势必带来日债利率上行压力。2022 年 12 月以来，日银两次上调 YCC 目标区间，尽管节奏比较谨慎，但日债利率整体呈回升趋势。但另一方面，如果美联储降息以及美债利率下行，全球流动性压力缓和，则可能对冲甚至掩盖日债利率上升的压力。近期美联储降息预期的影响较大，尽管日银转向预期也在升温，但 10 年日债利率仍成功脱离 10-11 月 0.8-0.9% 的高位。

图表5 2022年12月以来，日银尝试调整YCC，日债利率回升、日元贬值

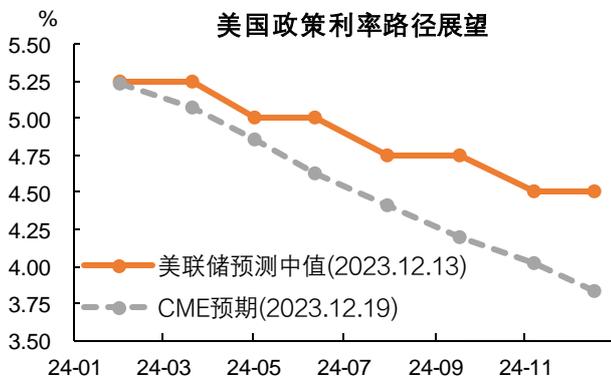


资料来源: Wind,平安证券研究所

日元汇率修复的空间充足。本轮日元贬值始于2022年3月，俄乌冲突令日本通胀上升、经济受冲击、市场利率被迫抬升，日元“避险属性”所依赖的低通胀、低利率环境遭遇破坏，引发日元持续贬值（参考报告《日元“避险属性”再审视》）。截至2023年四季度，美元兑日元一度升破150关口，日元基本处于1980年代以来最弱势的水平。展望2024年，伴随日本及全球通胀改善，日元汇率或许天然具备修复的基础；在此之上，尤其在2024年美欧货币政策可能转松的背景下，日本银行收紧政策对日元的支撑效应会更为明显。我们认为，基准情形下，日元汇率有望逐步回到130附近，即2023年初水平。

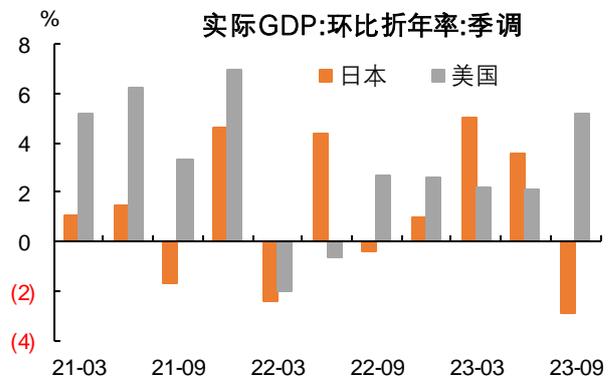
不过，日元升值的节奏未必连贯。首先，美联储降息节奏仍有争议。美联储2023年12月会议后，据CME FedWatch，市场预期美联储2024年降息6次（150BP），明显多于美联储点阵图显示的3次（75BP）。如果市场预期修正，美债利率回升，日元升值可能受阻。其次，日本银行转向的节奏仍不确定。鉴于植田行长是“预期引导”工具的发明者，近期其关于转向的言论可能旨在试探市场反应，未必是可信承诺。日银实际转向有可能比预期的更慢更谨慎，比如再次微调YCC而不是彻底放弃，或者只是“口头加息”试探市场而推迟实际行动。最后，日美“经济差”会否扩大。虽然日本经济在2023上半年表现良好，但三季度实际GDP环比转负，其中私人消费环比连续两个季度萎缩，与美国经济的强势增长背离。如果2024年日美经济表现持续背离，日元升值空间或受限。

图表6 市场降息预期领先于美联储



资料来源: 美联储,CME,平安证券研究所

图表7 2023Q3日美经济增长分化



资料来源: Wind,平安证券研究所

风险提示：日本通胀走势超预期，日本工资增速不及预期，美国经济“软着陆”未兑现等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层