

## 告别低通胀，依然低增长

### ——日本央行 2024 年 1 月议息会议点评

1 月 23 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，将十年期国债收益率保持在 0 附近，上限 1%，符合市场预期。

值得注意的是，日本央行对经济增长和通货膨胀的态度截然相反。尽管经济增长已经出现了转弱迹象，但日本央行仍然保持乐观，认为收入和支出之间的良性循环将支撑长期增长；尽管通胀水平已经连续 21 个月位于 2% 上方，但日本央行仍然高度谨慎，经济预测指向他们并不认为 2% 以上的通胀是可持续的。与此同时，日本央行选择忽视名义薪资增长但实际薪资下跌的问题，继续将全部精力集中在提振通胀上。

前瞻地看，如果实际收入增速持续为负，摆脱“低通胀”和摆脱“低增长”就不能画上等号。叠加美联储行将步入降息周期，即使通胀水平继续保持在 2% 上方，日本央行的转鹰空间也已非常有限。

#### 一、经济：聚焦通胀

**短期转冷不改长期乐观**，日本央行对经济的看法总体依旧积极。2023 年实际增速预测值从 2.0% 下修至 1.8%，2024 年预测值从 1.0% 上修至 1.2%，2025 年预测值维持在 1.0% 不变。从短期看，海外经济放缓和国内政策退坡令日本经济面临下行压力，2023 年三季度实际经济增速已经转负；但从长期看，收入和支出间的良性循环仍将进一步强化，日本经济仍将以高于潜在水平的速度增长。

**短期达标不改长期谨慎**，日本央行密切关注“薪资-物价”螺旋的可持续性。受油价下行影响，日本央行将 2024 财年 CPI 通胀（除生鲜食品）预测值从 2.8% 下调至 2.4%，但将 2024 财年和 2025 财年核心 CPI 通胀预测值维

持在 1.9% 不变，即日本央行仍然不认可内生通胀能够长期维持在 2% 上方。截至 2023 年 12 月，日本 CPI 通胀（除生鲜食品）已经连续 21 个月位于 2% 上方。尽管读数已经跌至 2.3%，但这更多来自于油价下行的影响，剔除油价影响的核心 CPI 通胀水平仍然高达 3.7%，远高于目标值 2%。然而，与长达 30 年的低通胀经历相比，本轮通胀达标的时间仍然不够长。

对日本央行来说，将通胀稳定在 2% 上方是比稳定经济增长更为重要的任务。当被问及如何看待实际收入增速为负时，植田和男答非所问，表示关键点仍然是让通胀水平稳定转正。

## 二、政策：继续宽松

日本央行宣布维持现行利率政策不变。短期政策利率维持在 -0.1%，十年期国债利率维持在零附近，上限 1%，符合市场预期。

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。

植田和男在新闻发布会中释放了“鹰鸽参半”的信号。植田和男表示，预计日本经济将继续复苏，若价格目标实现在望，将考虑是否还应维持负利率政策。另外，植田和男还表示通胀的不确定性仍然较高，并且强调如有需要将毫不犹豫地加码宽松政策。

## 三、市场：日元止跌

日本股市持续上涨。日经 225 指数涨至 1990 年 2 月以来的最高点 36984.51，日内涨幅达 1.17%；日本国债收益率曲线小幅牛平。1 年期收益率保持不变，10 年期国债收益率小幅下跌 1.4 个基点至 0.643%；日元止跌。议息会议前一周，日元汇率一度跌至去年 11 月底以来的最低水平，日本央行公布决议后，美元兑日元短线拉升约 50 点至 147.35。

## 四、前瞻：告别低通胀，依然低增长

从长期看，日本经济可能正经历“告别低通胀，依然低增长”的范式转换期。一方面，通胀水平已经在2%上方保持了21个月；另一方面，实际收入增速已经连续26个月同比下跌。即使名义薪资和物价水平之间的正向循环得以成功建立，持续低迷的实际收入水平也将对实际增长继续构成拖累，叠加美联储行将步入降息周期，日本央行的转鹰空间已然不大。

**(评论员：谭卓 张巧栩 王天程 安敬鑫)**

附录

图 1：日本央行保持货币政策不变

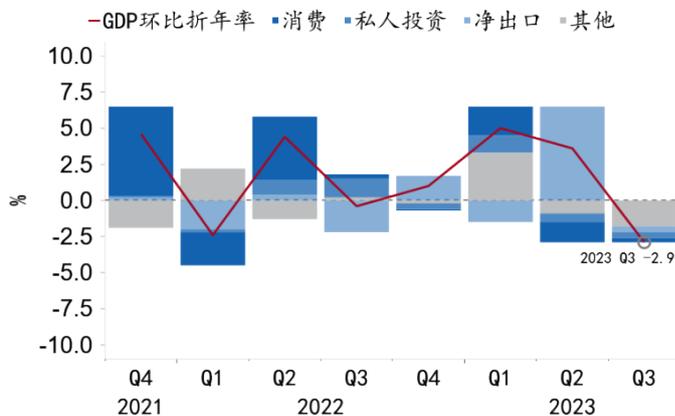
日本央行货币政策 (YCC)



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 2：三季度日本经济增长环比转负

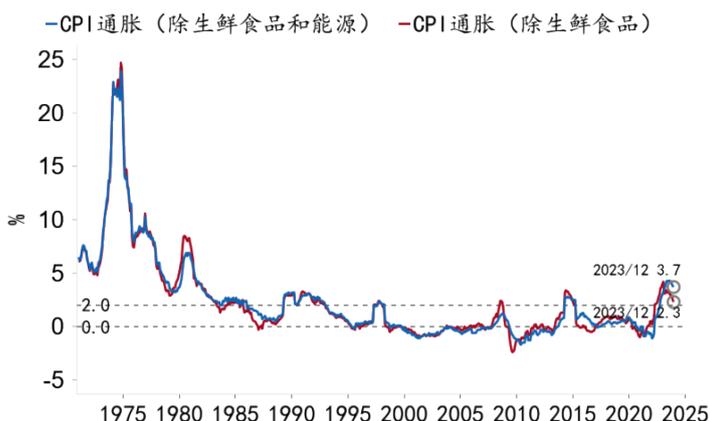
日本实际GDP季度环比折年率及拆分



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 3：日本通胀水平持续位于 2% 上方

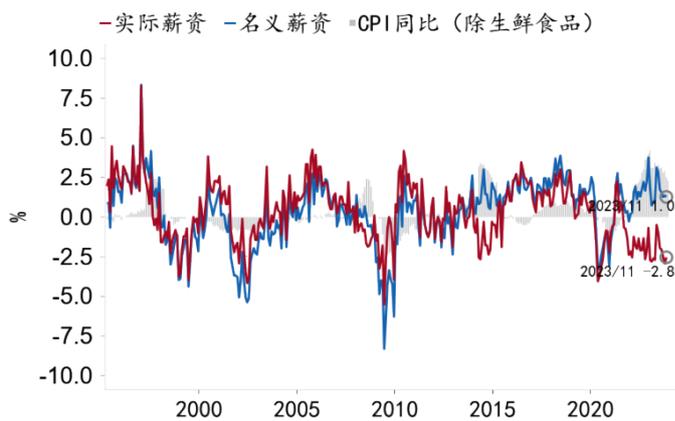
日本CPI通胀



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 4：日本实际收入增速持续为负

日本CPI及薪资水平同比增速



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院