

宏观点评 20240319

日股重上4万，日央行“升”不逢时？

2024年03月19日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 日本央行历史性转向挑选的时点确实不好。前有英伟达时代时代的 BTC 大会，后有众说纷纭的美联储议息会议，更意外的是资本市场的“不买账”：面对加息，日股（日经 225）涨破 40000，日元（美元兑日元）跌破 150。日本央行“升不逢时”背后，一方面是对宽松“放手”的犹豫，另一方面则是靴子落地后市场更加聚焦美联储。我们认为这种“剪不断理还乱”的宽松对日股是好事，但对 A 股则谈不上利多；日元短期内有贬值压力，但无疑是低估的。

■ 过往的经历，还是让日本央行心有余悸，政策虽然转向，但还是留下“后手”。上一次日本央行开启加息实在 2006 年初，之后的故事已经成为各种教科书和新闻中的“反面材料”被反复讨论。因此对于一个“时代”的结束，其实日本央行是留了一手的。具体来看，本次会议有如下三个要点值得关注：

■ 一是退出负利率，将短端利率目标上调 10bp，可谓是负利率时代落下帷幕。不过退出的形式值得关注，此前我们常说的负利率并非实施在全部资金，因为日本央行只是对金融机构准备金账户中部分资金实行-0.1%的利率。日央行自 2016 年以来，实行的三层利率框架：基本账户（利率为 0.1%）、宏观附加账户（利率为 0）以及政策利率账户（利率为-0.1%）。本次央行调整的是银行储备的三层利率架构中的其中一层，即负利率所对应的部分(Policy-Rate Balance)。

由此可见，日本央行对于短端利率的调整仍较为谨慎。一方面，负利率所对应部分占超额储蓄不足 5%；另一方面，从过去 1 年来看，无担保隔夜利率已经基本靠近 0 附近，负利率的实际意义已日渐式微，即便退出负利率，影响也十分有限。

■ 二是 YCC “名亡”，但仍旧“实存”。虽然日央行明面结束 YCC，但维持长债的购买，实则是尽可能的保持 QE 可持续性。早年由于 QQE 框架下的日央行仍难以实现其 2%的通胀目标，日本央行货币政策的重心将由过去的“量”转为了“利率”，在 2016 年引入 YCC 政策的同时保持每个月的购债量。近年来，日央行先后多次扩大 10 年期国债收益率的控制区间。

直至去年年底 YCC 实则就变得不是那么刚性，日本央行的调整也不再是以往的逐步上调“绝对”上限，而是对上限做出了模糊化处理：长端利率从“严格限制区间”改为“参考区间”。因此 YCC 实则自去年年底就已“名亡”，但即便是日央行不再对区间设限，其仍保留干预的选项，给宽松留有余地。

■ 三是停止购买 ETF，但“副作用”较小。购买 ETF 的举措实际上是为了给股市“托底”，按惯例，在日股跌幅达到 2%或以上时，日本央行就会买入交易所交易基金。考虑到日央行去年只购买了 3 次 ETF，上周股市大跌后日本央行也不愿意介入市场来看，其不愿购买更多 ETF 的迹象变得更加明显。同时基于全球比较逻辑以及企业盈利好转的背景下，日股再次跌入熊市深渊的概率较小。有鉴于此，即便日本央行结束对 ETF 的购买，对日股的影响也较为有限。

■ 总的来说，此次日央行虽然时隔 10 年终于结束负利率时代，回归货币正常化，但实则也揭示了一个不争的事实，即日央行尚未完全放弃宽松模式。这更多的可能是对通胀和经济之间的“再平衡”：

■ 一方面，薪资增速快速上升的背景下，日央行的及时“出手”无疑有助于稳定市场通胀预期。春斗“好成绩”成为本次“催熟”负利率的核心原因。显然刚结束的 2024 年春斗结果使市场对于通胀的信心快速上升：2024 年“春斗”初步结果显示，日本最大工会 Rengo 争取到的年度工资涨幅达到 5.28%，高于前一年的 3.8%，更创下 30 年来最大涨幅。而且 CPI 通胀中值也已经摆脱了上世纪 90 年代以来 0 附近的低位，呈现

相关研究

《经济“开门红”的宏观剧本》

2024-03-18

《1-2 月金融数据的三个不寻常》

2024-03-15

加速上涨趋势。此时，日央行调高利率、结束 YCC 等一定程度上稳定了市场的通胀预期。

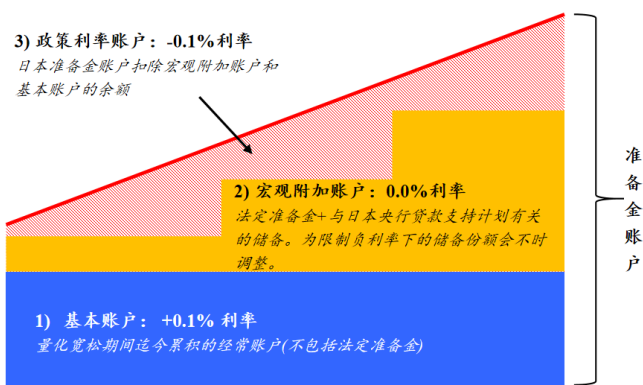
- **另一方面，为稳经济及稳市场，日央行不能够轻易说“放手”，对加息仍留有余地。**例如声明称，倘若收益率快速上升，仍可以相机抉择、不限量购买国债。这意味着日央行保持较为宽松的政策环境，更多是为了防止快速加息导致的对经济和市场的较大冲击。
- **鉴于植田并未暗示未来加息路径的态度，显然这是一次“鸽派”退出。**我们认为这主要源于两方面的原因，一则，由于植田行长的政治资本较为薄弱，相比于前任黑田行长，其行事作风更加谨慎；二则**通胀的全面上升存在不确定性**，随着商品通胀的逐步消退，以工资为基础的服务通胀会在多大程度上弥补商品通胀的下滑依然存疑，服务通胀上升的强度需要更长的时间才能被证伪。
- **因此日央行今年不再加息的概率明显更大。**诚然春斗成功“全垒打”有力的支持了日央行对薪资水平变化的看法，为加息扫除障碍，但更重要的是**工资压力向通胀的传导是否顺利**。值得注意的是，由于大多数公司从6月才能够开始调整到新的工资水平，在此基础上最早的通胀报告最早也要到7月才能够体现。而日央行可能需要看到3-6个月持续的数据好转，才能对通胀前景进行初步的评估。**因此整体来说，今年不加息的概率要高于加息。**
- **除此之外，值得注意的是日本央行本身的风格变化。**在黑田时代日本央行不太注重预期管理，机构参与者喜欢押注“惊喜”，比如2016年初实施负利率时期。但是新行长植田和男被誉为“日本伯南克”，应该是吸取了2013年伯南克治下美联储 Taper Tantrum（缩减恐慌）的教训，十分注重沟通而且至少纸面上“表里如一”，今天会议前就差把“标准答案”直接给新闻媒体了。
- **因此，今天日本市场的异动更可能是机构惯性押注强转向（多日元、空日债）之后的平仓行为**，往后看随着日本央行这个“小号”靴子的落地，市场关注的焦点又将回到美联储。当然中期而言，当前日元的低估是毫无疑问的。
- **对国内市场有何影响？**短期从资产关系上看，日元大幅贬值会影响人民币和A股；从替代关系上看，日本央行捉摸不透的“紧缩”对于日股是好事，对于A股则说不上利多。
- **风险提示：**政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

图1: 日本结束负利率时代

时间	短端利率目标	长期利率
1999-02	零利率 (ZIR)	/
2000-08	低利率, 短端利率 (无担保隔夜拆借利率) 目标为在0.15%-0.25%	/
2001-03	量化宽松(QE), 短端利率 (准备金账户余额) 目标在0%附近	/
2006-03	货币政策收紧, 短端利率 (无担保隔夜拆借利率) 目标从0%上调至0.5%	/
2008-10	货币政策初步宽松, 短端利率 (无担保隔夜拆借利率) 目标从0.5%逐步下调至0.1%	国债购买
2010-10	货币政策全面宽松 (CME), 短端利率 (无担保隔夜拆借利率) 目标设定为0-0.1%(实际为零)	国债购买
2013-04	量化宽松(QQE), 短端利率 (基础货币) 目标设定为0-0.1%(实际为零)	大量国债购买, 承诺每年购买50万亿日元的公债
2016-09	负利率 (NIR), 短端利率(1年期国债利率) 目标为 -0.1%	首次宣布收益率曲线控制(YCC)政策, 长端利率(10年期国债利率)目标0%, 允许波动范围±0.1%
2018-07	短端利率(1年期国债利率) 目标为 -0.1%	将长端利率(10年期国债利率)的允许波动范围从±0.1%扩大至±0.2%
2021-03	短端利率(1年期国债利率) 目标为 -0.1%	将长端利率(10年期国债利率)的允许波动范围从±0.2%放宽到±0.25%
2022-12	短端利率(1年期国债利率) 目标为 -0.1%	将长端利率(10年期国债利率)的允许波动范围从±0.25%放宽到±0.5%
2023-07	短端利率(1年期国债利率) 目标为 -0.1%	将长端利率+0.5%的“严格限制区间”改为“参考区间”, 10年期国债利率在一定程度上可以超出该区间
2023-10	短端利率(1年期国债利率) 目标为 -0.1%	10年期国债收益率上限以1%作为“参考”, 允许长期利率一定程度上超过1%的上限, 提高收益率曲线控制政策灵活性
2024-03	短端利率(1年期国债利率) 目标为 0-0.1%	废除收益率曲线控制(YCC)政策

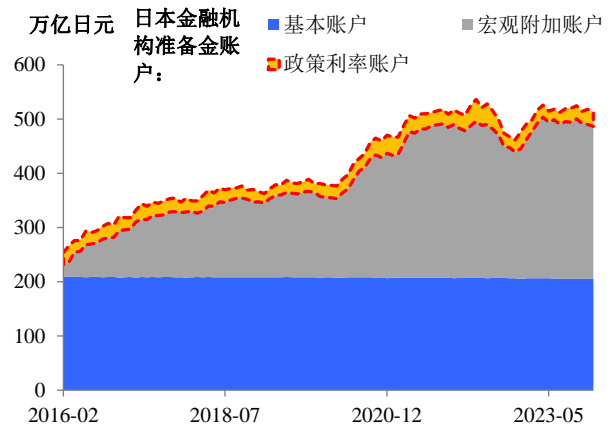
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2016年以来的日本三级利率制度



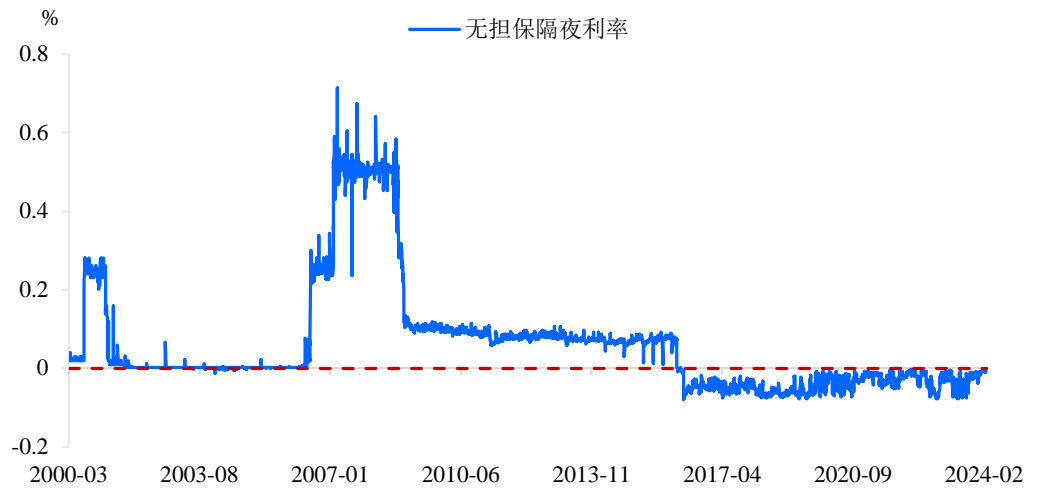
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 日本政策利率账户占比低



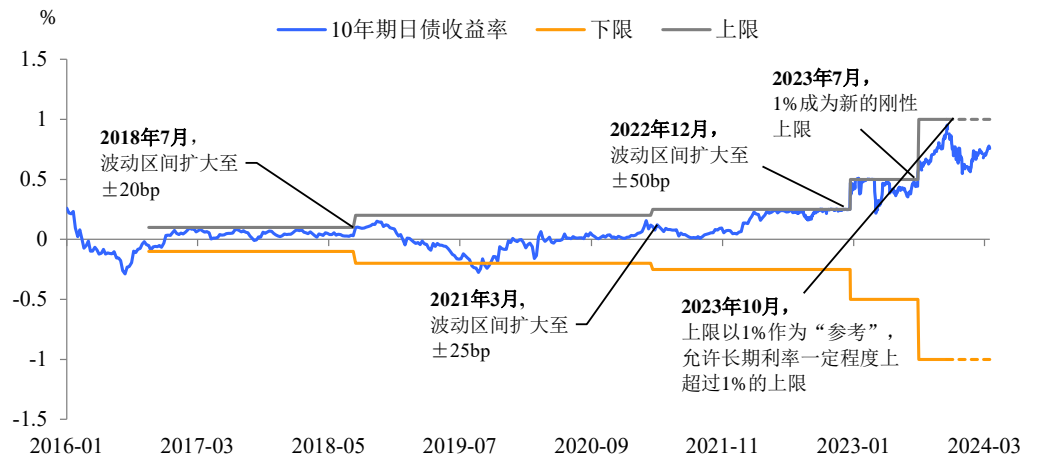
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 日本无担保隔夜利率已无限接近 0



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 日本取消 YCC 政策



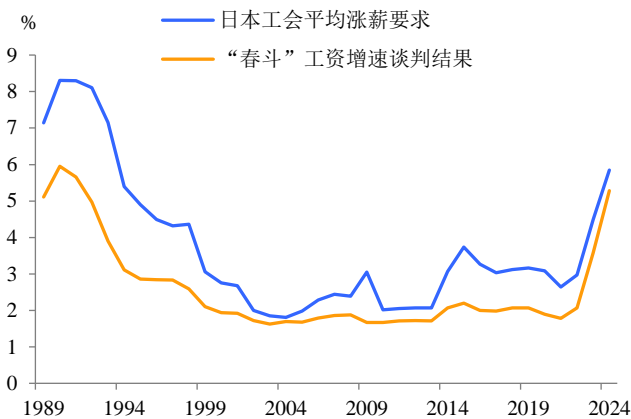
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 日本央行官员强调薪资对于通胀传导的重要性

官员	职位	时间	讲话
植田和男	央行行长	2024/1/23	工资上涨的前景正在逐渐影响销售价格，这导致服务价格逐渐上涨。 仍然认为服务通胀正在逐渐加速成为一种趋势。经济的发展符合我们对通胀的预测。核心通胀预测为1.9%，非常接近2%的目标。
内田真一	央行副行长	2024/2/8	当撤回大规模刺激措施时，是否会继续扩大我们的资产负债表，或者暂停购买计划并开始缩表，将取决于当时的经济发展情况。
植田和男	央行行长	2024/2/9	即使废除负利率，宽松条件仍有很高可能性继续存在。
植田和男	央行行长	2024/2/16	劳动力市场仍然紧张，可能促使企业通过价格上涨传导上升的成本。 正在关注春季工资谈判及其他各种因素的结果。希望确认薪资和物价的良性循环是否加强。
植田和男	央行行长	2024/2/22	预计企业在加薪方面将更加积极。 一旦日本央行判断持续实现2%的通胀指日可待，日本央行就“自然会”停止购买ETF和REITs等风险资产。
高田创	央行审议委员	2024/2/29	日本央行不会大幅减少政府债券购买量，并确保长期利率不会在结束债券收益率控制后突然飙升。
植田和男	央行行长	2024/3/7	一旦工资和通胀的正循环得到确认，将考虑撤销大规模刺激计划。
植田和男	央行行长	2024/3/12	由于成本压力缓解，消费正在温和改善，工资有望上涨。 如果通胀加速并需要进行货币紧缩，可以通过提高利率而不减少日本央行的债券持有未实现。
植田和男	央行行长	2024/3/13	春季工资谈判是值得关注的重点。必须审慎考虑是否出现了正向的工资-通胀循环，以决定是否具备了逐步退出刺激措施的条件。
Hideo Hayakawa	央行首席经济学家	2024/3/14	日本央行在结束负利率政策后，很可能会慢慢推进加息。日本央行在4月份取消负利率政策将更为合理，但之后会采取观望态度， 以检查通胀调整后的实际工资是否转为正增长。

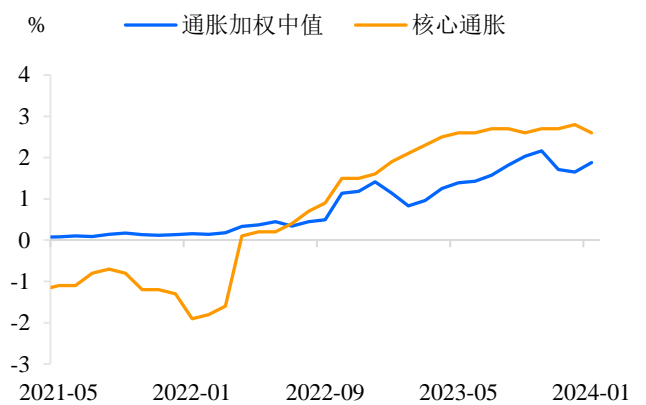
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 2024年“春斗”工资增速超预期



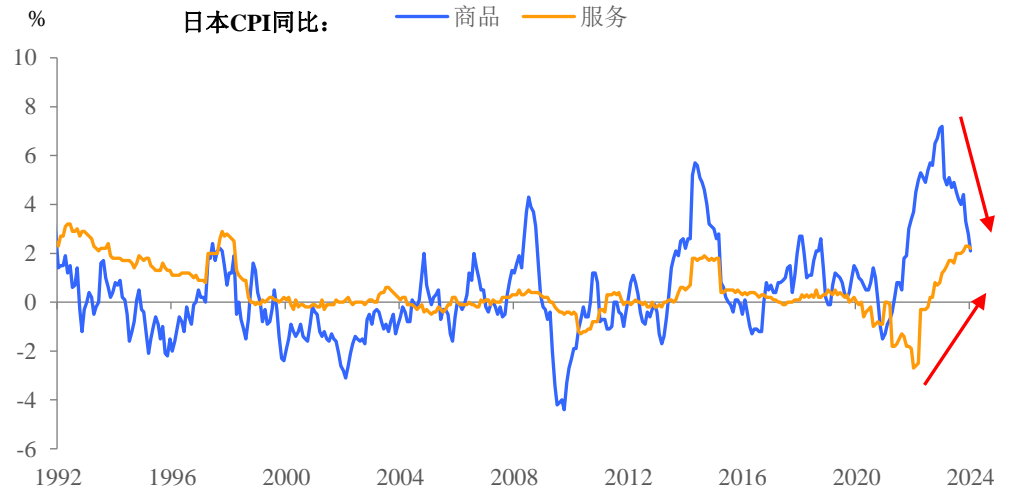
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: CPI 中值摆脱历史低迷重心



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9：服务通胀能在多大程度上抵消商品通胀的下行仍有不确定性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>