

日本央行3月会议点评

负利率“如期”终结

日本央行“如期”结束2016年以来的负利率时代，退出量化宽松，但仍将保持政策宽松温和。投票结果显示日本央行内部对此时结束负利率政策仍有争议，经济数据也显示较高通胀的可持续性尚不稳固。记者会上，植田和男确认工资和通胀上行的“良性循环”已经实现，但认为实现通胀目标“仍有距离”。会议结果或已被提前计价，日元资产逆转“紧缩交易”，全球市场反应有限。

- **日本央行结束2016年以来的负利率时代，退出量化宽松，但仍将保持政策宽松温和。**在3月19日货币政策会议结束后，日本央行认为稳定而持续地实现2%通胀目标已经是“可预见的”(in sight)，负利率政策和包括收益率曲线控制(YCC)在内的量化宽松政策(QQE)已经完成了历史使命，但考虑到目前经济活动和通胀形势尚不完全稳固，金融条件仍将被维持在温和宽松(accommodative)的状态。因此，日本央行将基准利率从-0.1%上调至0-0.1%，结束YCC框架，在声明中不再提及0%的日本10年期国债收益率目标。另还取消对日股ETF和J-REIT（不动产信托投资基金）的购买计划，并将在一年内逐步降低直至取消对商业票据和企业债的购买。但日本央行仍将继续购买国债，并将在长端利率快速上升的情况下加大购买力度，并同时保留了对特定地区的再贷款计划。
- **投票结果显示日本央行内部对此时结束负利率政策仍有争议，经济数据也显示较高通胀的可持续性尚不稳固。**不同于上次议息会议决定的全票通过，本次会议九个委员中的两位认为目前工资稳定增长（尤其是中小企业）的前景尚不清晰，因此反对结束负利率政策。在声明中附带的经济展望部分，日本央行也提到近期持续高于2%的通胀增速仍依赖于进口商品价格的抬升，而服务业价格和通胀预期则是“温和”(moderately)上升。实际上，尽管日本最大工会的“春斗”的5.28%的涨薪结果强于去年，但更具广泛性的由日本厚生劳动省公布的劳动现金收入同比增速在2024年1月仅录得约2%的上涨，较2022年末约4%的增速显著回落，显示薪资增速的可持续性尚不稳固。
- **记者会上，植田和男确认工资和通胀上行的“良性循环”已经实现，但认为实现通胀目标“仍有距离”。**在记者会上，日本央行行长植田和男确认工资和通胀上行的“良性循环”已经实现，但对于持续稳定地实现2%通胀目标尚无100%的信心，因此强调维持货币政策温和和宽松的必要性。与此同时，植田和男避免对未来货币政策可能的进一步调整给出明确指引。就汇率而言，植田和男认为如果汇率问题影响到了经济和通胀，日本央行将会考虑采取相应对策。就经济发展而言，植田和男认为全球经济增长回落和国内消费疲软都是日本经济当前面临的下行风险。
- **会议结果或已被提前计价，日元资产逆转“紧缩交易”，全球市场反应有限。**在本次会议结束之前，就不断有报道提及本次会议可能会结束负利率和量化宽松政策，因此市场或已经提前对此计价。今日会议坐实之后，叠加会议声明和记者会的政策指引相对鸽派，市场反而开始逆转了前期的“紧缩交易”。实际上，日元指数在3月上旬出现过较强的上涨，但近期已经重新回落。美元兑日元则在会后再次上破150。类似的，日本10年期国债收益率也曾在2月末至3月中旬期间出现过持续上行，但近期也开始回落，并且在会后进一步回落至接近0.7%。日经225则是在3月上旬回调后近期重新开始走高，其上行势头在会议前后整体延续。其它资产方面，本次会议之后美元指数随日元走弱而走强，美债和美股等全球资产变动则相对较小。
- **风险提示：**日本通胀走势偏离预期，日本央行超预期大幅调整货币政策。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：周亚齐

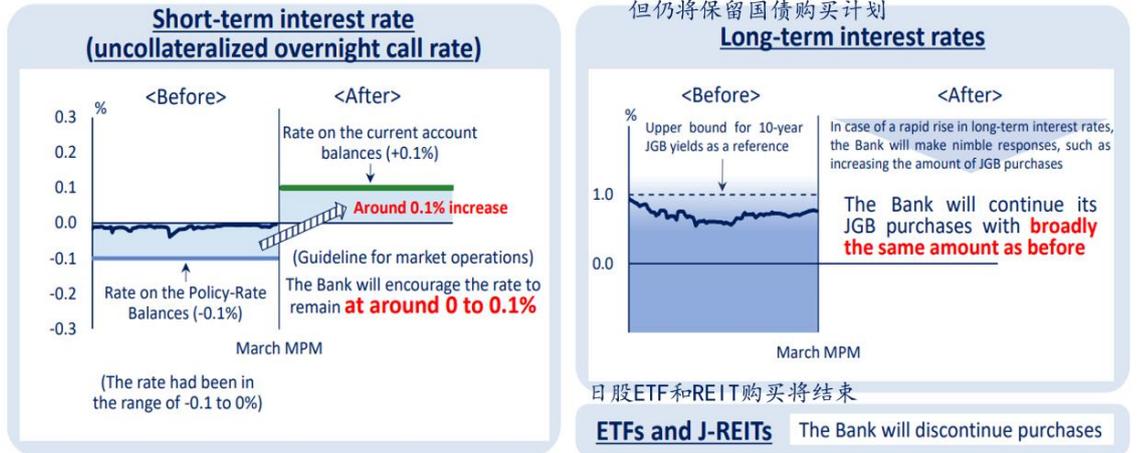
yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

图表 1. 日本央行结束负利率和量化宽松

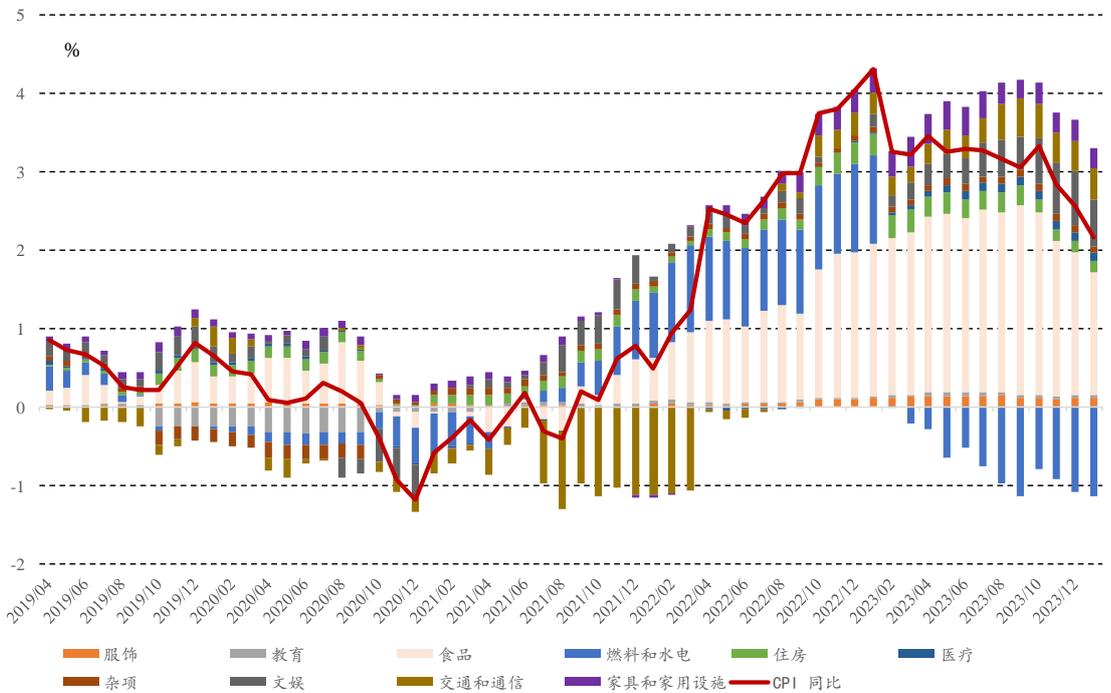
短端利率调整：由-0.1%-0.0% 上升至0.0%-0.1%

长端利率调整：曲线10年期国债收益率1.0%上限，但仍将保留国债购买计划



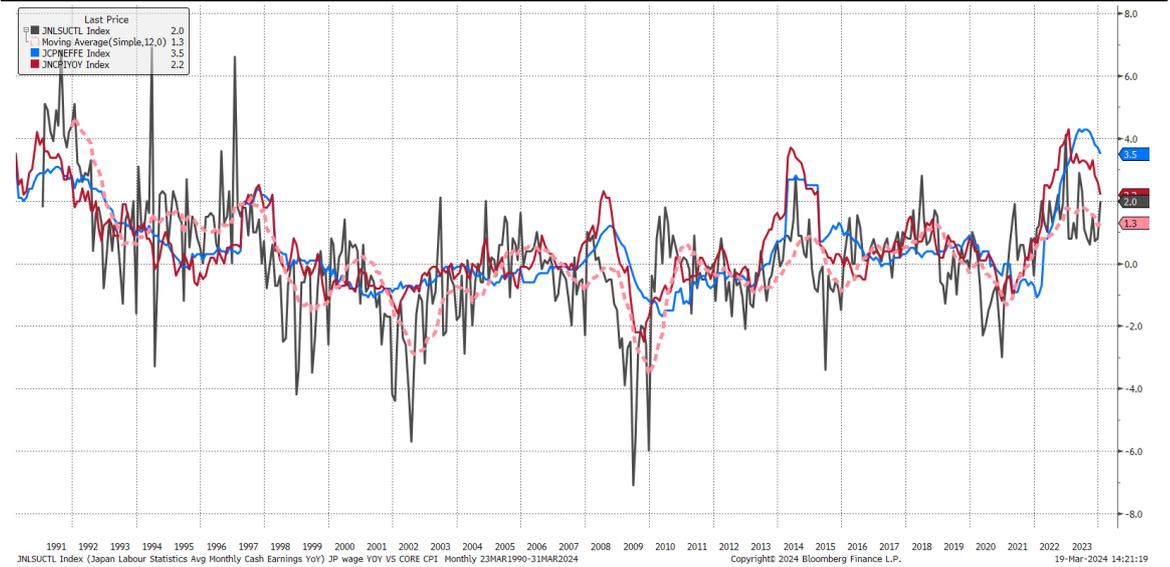
资料来源：日本央行，中银证券

图表 2. 日本 CPI 同比增速分析：商品通胀仍是主要贡献项目



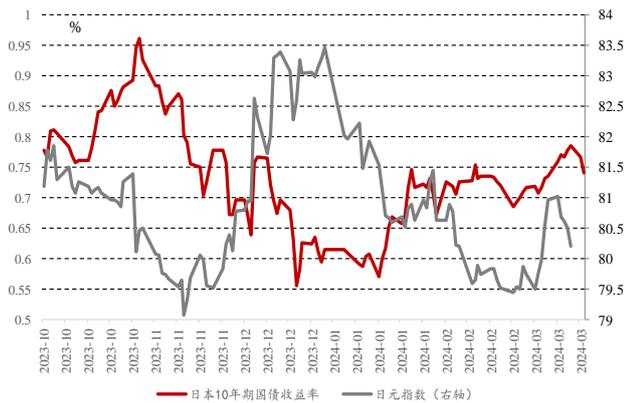
资料来源：彭博，中银证券

图表 3. 日本 CPI 同比增速 vs 劳工现金收入同比增速



资料来源：彭博，中银证券 *灰色线为日本劳工现金收入同比增速，粉色虚线为其12个月移动均值；蓝色线为日本核心CPI同比增速，红色线为日本CPI同比增速

图表 4. 日元指数和日本 10 年期国债收益率近半年走势



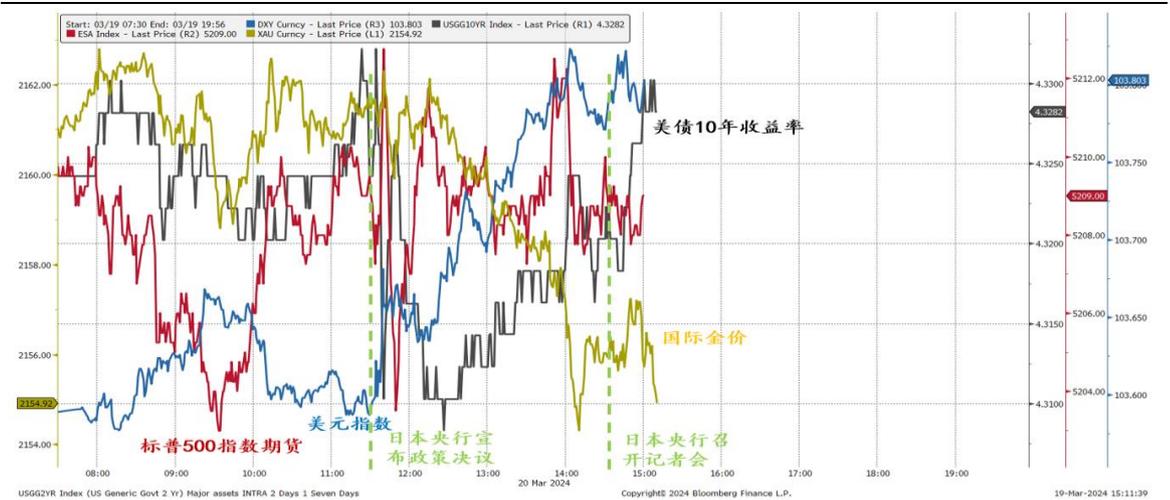
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 日经 225 近半年走势



资料来源：彭博，中银证券

图表 6. 主要资产价格在日本央行召开前后的变动



资料来源：彭博，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371