

2024年03月19日

证券分析师

胡少华 S0630516090002
hush@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002
liusj@longone.com.cn

联系人

董澄溪
dcx@longone.com.cn

从负利率回归零利率时代

——海外观察：2024年3月日本央行会议

投资要点

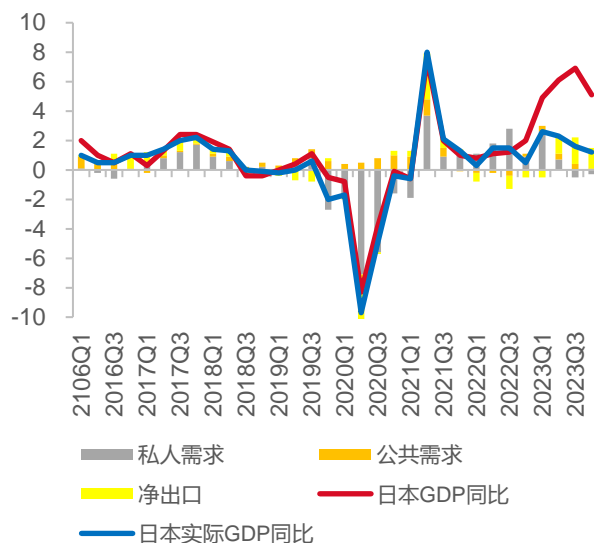
- **事件：**3月19日，日本央行宣布将基准利率的目标区间上调至0-0.1%，取消收益率曲线控制（YCC），取消购买ETF和J-REITS，逐步减少商业票据和公司债的购买量，但将继续购买长期国债。
- **核心观点：**日本央行终结负利率，但政策立场依然宽松。日本央行的信心受企业盈利和职工工资增长支撑，但通胀持续性仍不明确，近期继续加息的可能性不大。货币政策回归2013年前的传统框架，以无抵押隔夜拆借利率为操作目标，放弃对长端利率的价格型干预、仍维持数量型干预。扩表将继续，但总体幅度缩小。尽管退出负利率政策，短期市场利率可能仍将在零利率附近。目前来看，对无风险资产和流动性影响不大，对风险资产的影响可能被经济和通胀预期的改善对冲。未来如果继续加息可能带来较大影响。
- **职工工资和企业盈利走高支撑日央行信心，但是否能传导至物价有待观察。**日本央行在声明中指出，日本近期企业利润的持续改善，以及“春斗”后工资的上升，有望向消费者物价传导。然而，日本通胀目标是否能持续仍存疑问。自2023年开始，日本通胀率已经开始触顶回落，到2024年1月，日本央行看重的除新鲜食品外的CPI年率已经降至2%。“工资-价格”螺旋的形成取决于通胀预期、企业涨价能力等多方面因素，因此日本的工资上升是否能使通胀持续还有待观察。此外，“春斗”中大企业占比更高，中小企业的涨薪幅度偏小、速度偏慢，可能也会导致通胀无法持续。
- **货币政策回归2013年之前的传统框架，保持灵活性。**与2016年到本次会议之前的框架相比，（1）操作目标变为无抵押隔夜拆借利率，放弃对长端利率的价格型调控。该利率即银行间拆借市场的基准利率。日本央行从兼顾长短端利率，转变为主要关注短端利率。（2）超额准备金利率仍是日本央行直接进行操作的利率、取消准备金分层制度、超额准备金利率从无抵押隔夜拆借利率的下限变为上限。日央行将超额准备金利率设为0.1%，无抵押隔夜拆借利率即政策利率的目标区间设为0-0.1%。（3）继续对长端利率的数量型干预，但放弃干预金融市场风险资产价格。日央行将延续其国债购买操作，如果长期利率突然上升，还将上调购债规模。停止购买ETF、REITS，以及逐步退出公司债、商业票据的购买则意味着日央行将放弃对风险资产价格的直接干预。（4）推出新的资金拨备措施以刺激银行贷款。综合来看，日央行的“新”货币政策大框架与2010-2013年之间的货币政策框架相似。
- **货币政策调整的影响：从负利率时代回归零利率时代。**日本央行虽然表示出对通胀达标的信心，但其信心也不是特别充足。植田和男表示，他仍不能确定完全确定达到2%的价格目标。回顾历史，2010-2013年间，日本央行也曾将无抵押隔夜拆借利率设定在0-0.1%之间，同时购买国债，最后实际的市场短期利率落在0%附近。日央行目前的资产负债表中，国债占比远超其将停止购买的资产总量之和，日央行的总体扩表节奏仅将部分放缓。因此，日央行此番虽然退出负利率时代，但仍停留在零利率附近的宽松立场上。由于日央行对通胀持续的信心不足，估计短期继续加息的可能性不大。
- **对于金融市场的影响主要在于风险溢价。**在进一步退出扩表或者加息之前，对于资本市场的影响可能主要在于金融资产的风险溢价上，对于无风险资产以及流动性的影响不大。对于风险资产的影响，也将被经济和通胀预期的改善在一定程度上对冲。会后，由于日央行对进一步加息持谨慎态度、未来加息预期下调，日元小幅走软，日股主要指数上涨。
- **风险提示：**地缘政治风险；国际定价的大宗商品再通胀风险。

图1 日本通胀率, %



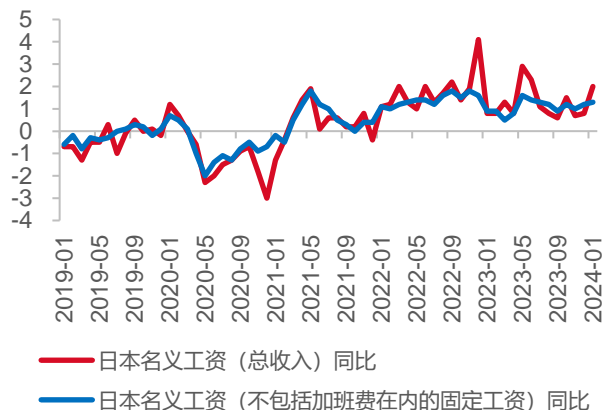
资料来源: 日本统计局, 东海证券研究所

图2 日本 GDP 同比增速, %



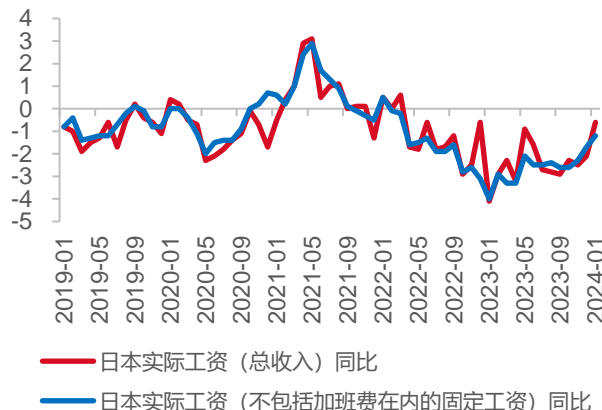
资料来源: 日本统计局, 东海证券研究所

图3 日本名义薪资增速, %



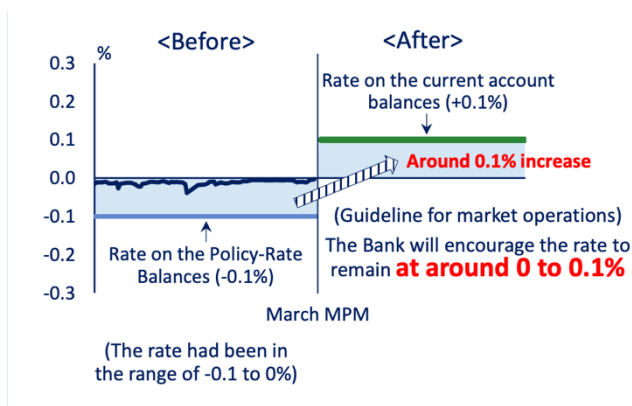
资料来源: 日本厚生劳动省, 东海证券研究所

图4 日本实际薪资增速, %



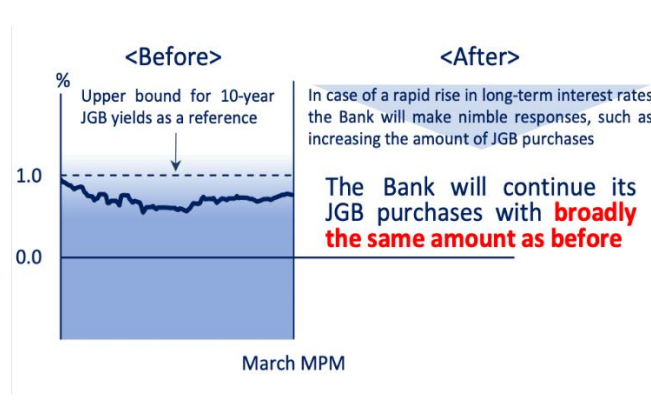
资料来源: 日本厚生劳动省, 东海证券研究所

图5 货币政策框架改变——短端利率, %



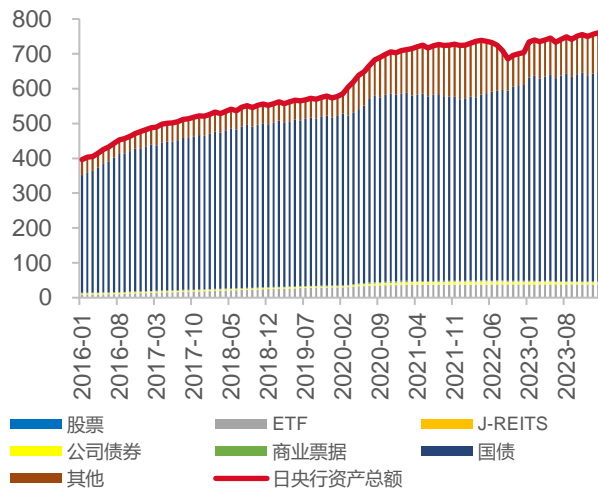
资料来源: 日本央行, 东海证券研究所

图6 货币政策框架改变——长端利率, %



资料来源: 日本央行, 东海证券研究所

图7 日央行持有资产结构, 万亿日元



资料来源: 日央行, 东海证券研究所

图8 日本无抵押隔夜拆借利率, %



资料来源: 日央行, 东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证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, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089