

## 日特估的中场故事： 日央行退出负利率点评

### 投资要点：

3月19日，日央行公布3月议息会议结果，加息10BP至0附近，结束持续八年的负利率政策，同时宣布取消国债收益率曲线控制政策（YCC），整体符合市场预期：（1）取消负利率：如期加息10BP，将政策利率由-0.1%提升至0%-0.1%区间，结束了2016年2月以来实行超8年的负利率政策；（2）取消收益率曲线控制政策（YCC）：不再提及0%的日本10年期国债收益率目标，只强调将短期利率作为基础的政策工具；（3）强调维持宽松的金融环境；（4）资产购买：日央行继续以之前大致金额购买国债，若长期利率快速回升，可能增加国债购买金额；取消购买日股ETF和房地产投资信托基金（J-REITs），逐步减少商业票据和公司债券购买金额，并在一年内停止购买；（5）经济展望：日本经济有望继续温和复苏，且运行在潜在增长率上，2024年CPI增速有望保持在2%以上。

日本央行退出负利率基本符合市场预期，其加息的背后，主要源于日本再通胀推进良好，已大幅摆脱通缩格局：（1）核心CPI持续高于2%：自2022年4月以来，核心CPI持续位于日本央行2%的目标线上。往后看，在2024年全球通胀有望继续降温背景下，日本CPI同比（剔除食品）有望从2023年底的2.8%降至2.4%附近；（2）工资-通胀螺旋效应突出：就业市场紧平衡下，工资-通胀螺旋效应突出，2024年日本“春斗”更是创出30多年来最大涨幅，为居民薪资上涨提供支撑；（3）日股和房地产的财富效应明显：2023年以来，日本股市和房地产价格持续上行，对增厚居民资产、通过财富效应刺激内需发挥重要作用。

再通胀下，日特估叙事或尚未走完：（1）日元和日债已充分预期，后续仍有一定上行（升值）空间，但幅度或相对有限：市场对日本央行退出负利率已有充分预期，对债市和汇率市场短期影响较小，后续在日本货币政策正常化背景下，日元汇率、日债收益率仍有一定升值（上行）空间，但幅度或相对有限；（2）日股阶段性或面临压力，但再通胀推进下，日特估叙事或尚未走完：年初以来日股已积累较大涨幅，叠加美国二次通胀风险下、美元流动性可能持续带来扰动，日股或面临一定回调压力。但全年视角看，再通胀推进下，日股企业盈利仍有支撑，基本面仍偏稳健，而资金面上，内资和外资仍有较大提升空间，对应“日特估”叙事或尚未走完。

风险提示：一是日本央行后续加息超预期；二是日股企业盈利不及预期；三是美联储后续表态偏鹰。

### 团队成员

分析师 燕翔  
 执业证书编号：S0210523050003  
 邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 许茹纯  
 执业证书编号：S0210523060005  
 邮箱：xrc30167@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、《日本大类资产 50 年：复盘与展望》 — 2023.02.21
- 2、《如何理解日本央行政策调整》 — 2023.08.02
- 3、《日本失去三十年经济与股市复盘》 — 2023.07.05



## 正文目录

1 日央行结束持续八年的负利率和 YCC 政策.....	3
2 再通胀温和推进，为日央行加息提供勇气.....	4
3 再通胀下，日特估叙事或尚未走完.....	6
4 风险提示.....	8

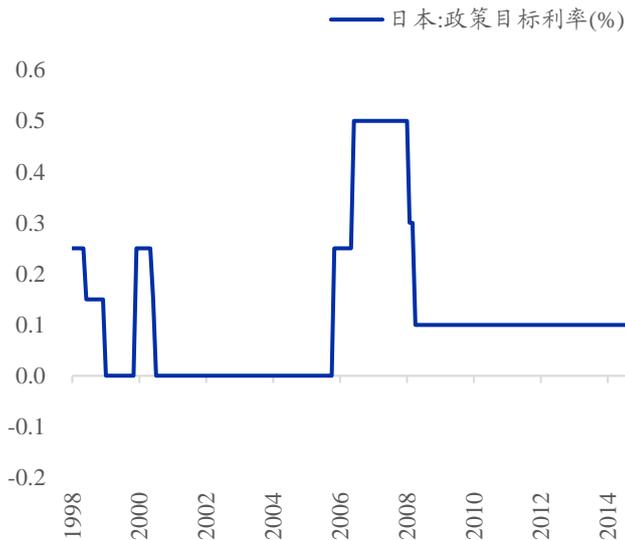
## 图表目录

图表 1：3 月日本央行加息 10BP，政策利率回至 0 附近.....	3
图表 2：2016 年以来 YCC 政策先后经历 7 轮调整.....	4
图表 3：截至 2023 年底，日本核心 CPI 在 2% 以上.....	5
图表 4：后续日本 GDP 或温和下行但仍在潜在增速上.....	5
图表 5：截至 2024 年 1 月，日本失业率维持低位.....	5
图表 6：2024 春斗薪资要求创 1994 年以来记录.....	5
图表 7：截至 2023 年底，日本核心 CPI 在 2% 以上.....	6
图表 8：截至 2023 年底，日本失业率历史低位徘徊.....	6
图表 9：年初以来日本 10 年期国债利率上行至 0.8%.....	7
图表 10：3 月以来美元兑日元略有回落.....	7
图表 11：截至 3 月中旬，日经 225 的 PE-TTM 升至 22X 附近.....	7
图表 12：截至 3 月中旬，日股外资流入占比仍处于偏低水平.....	8

### 1 日央行结束持续八年的负利率和 YCC 政策

3月19日，日央行公布3月议息会议结果，加息10BP至0附近，结束持续八年的负利率政策，同时宣布取消国债收益率曲线控制政策（YCC），整体符合市场预期：（1）**取消负利率**：如期加息10BP，将政策利率由-0.1%提升至0%-0.1%区间，结束了2016年2月以来实行超8年的负利率政策，同时也是全球最后一个放弃负利率政策的经济体；（2）**取消收益率曲线控制政策（YCC）**：不再提及0%的日本10年期国债收益率目标，只强调将短期利率作为基础的政策工具；（3）**强调维持宽松的金融环境**：基于对后续增长和通胀情况的展望，日央行将继续维持宽松的金融环境；（4）**资产购买**：日央行继续以之前大致金额购买国债，若长期利率快速回升，可能增加国债购买金额；取消购买日股ETF和房地产投资信托基金（J-REITs），逐步减少商业票据和公司债券购买金额、并在一年内停止购买；（5）**经济展望**：日本经济有望继续温和复苏，且运行在潜在增长率上，2024年CPI增速有望保持在2%以上。其中，出口和工业生产温和回落，但企业固定投资仍在上升趋势，消费也维持韧性。

图表 1：3月日本央行加息10BP，政策利率回至0附近



来源：Wind、华福证券研究所

**图表 2：2016 年以来 YCC 政策先后经历 7 轮调整**

时间	日央行主要操作
2016.09	1) 短期政策利率设置为-0.1%； 2) 10 年期国债收益率控制在 0%附近
2018.07	1) 短期政策利率设置为-0.1%； 2) 10 年期国债收益率控制在 0%附近； 3) 允许 10 年期国债收益率在±0.2%内浮动
2021.03	1) 短期政策利率设置为-0.1%； 2) 10 年期国债收益率控制在 0%附近； 3) 允许 10 年期国债收益率在±0.25%范围内浮动
2022.12	1) 短期政策利率设置为-0.1%； 2) 10 年期国债收益率控制在 0%附近； 3) 允许 10 年期国债收益率在±0.5%范围内浮动
2023.07	1) 短期政策利率设置为-0.1%； 2) 10 年期国债收益率控制在 0%附近； 3) 将±0.5%作为 10 年期国债利率的参考值，并通过央行购债将利率控制在 1%以下
2023.10	1) 短期政策利率设置为-0.1%； 2) 10 年期国债收益率控制在 0%附近； 3) 将 1%作为 10 年期国债利率上限的参考值
2024.03	1) 短期政策利率设置为 0%-0.1%； 2) 删除 10 年期国债利率控制目标和上限的相关表述

来源：日本央行、华福证券研究所

日央行行长植田和男召开新闻发布会，内容与利率决议通告基本符合：**(1) 央行加息的影响**：强调加息只适用短端利率，若长期利率大幅上升，日央行也会灵活增加债券购买，并不认为存款和贷款利率此后会大幅上升；**(2) 通胀达到预期目标的可能性**：通胀持续位于 2%以上，实现央行 2%目标的可能性越来越大，从而导致日央行决定提高短端利率；**(3) 下一次加息的触发条件**：如果后续通胀预测明显超调，或即使预测中值保持不变，但通胀前景的上行风险明显增加，可能会导致政策改变；**(4) 对未来的通胀预期**：从 5 到 10 年的时间跨度来看，日本通胀的预期可能在 1%-1.5%左右，当前实际利率可能深陷负值区域，除非中性的实际利率非常接近负值区域，否则可以说日本的货币状况是宽松的。

## 2 再通胀温和推进，为日央行加息提供勇气

日本央行退出负利率基本符合市场预期，其加息的背后，主要源于日本再通胀推进良好，已大幅摆脱通缩格局。体现在通胀数据上，截至 2024 年 1 月份，日本 CPI 同比、核心 CPI 同比分别为 2.2%、2.0%，核心 CPI 自 2022 年 4 月以来持续位于日本央行 2%的目标线上。往后看，在 2024 年全球通胀有望继续降温背景下，日本 CPI 同比（剔除食品）有望从 2023 年底的 2.8%降至 2.4%附近（日本银行预测口径），但反映实际需求的核 CPI 或仍有一定支撑。日本 CPI 同比（剔除食品）有望从 2023 年

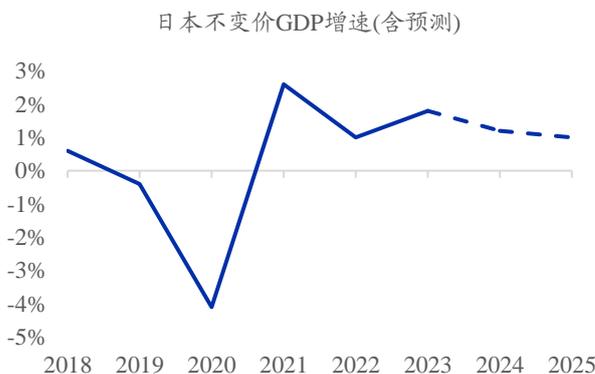
底的 2.8%降至 2.4%附近（日本银行预测口径），但反映实际需求的核心 CPI 或仍有一定支撑。体现在 GDP 数据上，根据日本央行的预测，2024 年日本经济或由 2023 年的 1.8%降至 1.2%附近，但整体仍然高于潜在增速（0.5%-1%之间）。而日本经济的韧性，主要源于再通胀进程仍在进程中，对应内需仍有较大潜力，尤其是居民消费和投资，对企业盈利持续构成支撑。

图表 3：截至 2023 年底，日本核心 CPI 在 2% 以上



来源：Wind、华福证券研究所

图表 4：后续日本 GDP 或温和下行但仍在潜在增速上



来源：日本央行、华福证券研究所

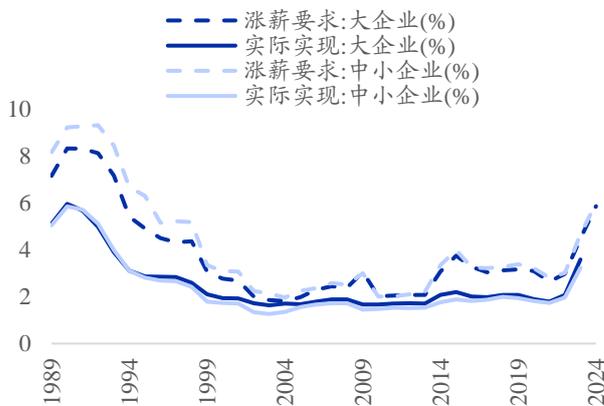
就业市场紧平衡下，工资-通胀螺旋效应突出，为居民薪资上涨提供支撑。截至 2023 年底，日本失业率、新增求人倍率分别为 2.4%、2.2%，均处于历史较低水平，反映日本就业市场较为旺盛。而 2024 年日本“春斗”更是创出 30 多年来最大涨幅。3 月 15 日，日本最大工会 Rengo 宣布，其下属工会在工资谈判中争取到 5.28% 的总工资涨幅，高于前一年 3.8%，创 30 多年以来最大涨幅。薪资强劲增长，意味着日本超工资-通胀的良性循环继续迈进一步，对提振内需至关重要。

图表 5：截至 2024 年 1 月，日本失业率维持低位



来源：Wind、华福证券研究所

图表 6：2024 春斗薪资要求创 1994 年以来记录



来源：Rengo、华福证券研究所

房地产和股票市场持续上涨，财富效应同样提振内需。2023 年以来，受益于日股良好的基本面、政策层面持续推进上市公司治理改革以及相对合理的估值水位，全

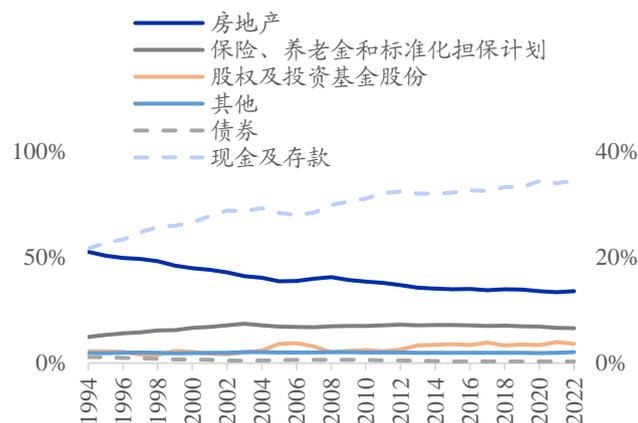
球资金大幅流入日股。以日经 225 衡量，日股在 2023 年取得 28.2% 的年度收益，2024 年以来继续上扬，突破 1989 年前高，截至 3 月 19 日累计收益 19.5%，在全球主要市场中保持领先。另一方面，受益于经济温和复苏，日本房地产同样明显上涨，2023Q1-Q3 东京房价指数（住宅）累计上涨 5.7%。而从日本居民资产负债表的构成看，截至 2022 年房地产、股权及投资基金占居民资产比重分别为 34.1%、9.1%。日本股市和房地产的持续上行，对于增厚居民资产、通过财富效应刺激内需发挥重要作用。

图表 7：2023 年以来日股和房价大幅上涨



来源：Wind、华福证券研究所

图表 8：房地产、股权及基金合计占居民资产超 40%



来源：Wind、华福证券研究所

### 3 再通胀下，日特估叙事或尚未走完

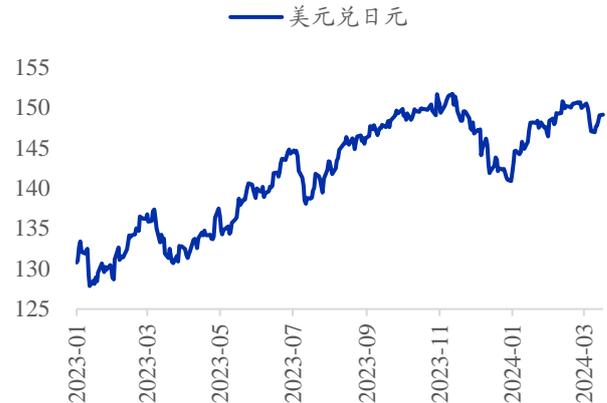
市场已有充分预期，对债市和汇率市场短期影响较小，后续在日本货币政策正常化背景下，日元汇率、日债收益率仍有一定升值（上行）空间，但幅度或相对有限。3 月以来市场已经对日央行可能在议息会议上宣布负利率有一定预期，体现为 10 年期国债利率由 2 月底的 0.7% 一度升至 0.8% 附近，美元兑日元汇率在 3 月上旬大幅回落，但随后略有回升。往后看，短期内日债和日元上行风险仍相对较小，一方面在于日央行整体仍维持偏宽松的金融环境，“疾风骤雨”式加息概率极低，且目前日本再通胀仍然存在一定变数，另一方面美元流动性或仍带来阶段性扰动。长期看，在日本货币政策正常化背景下，日元汇率升值、日债收益率上行或仍有一定空间，但幅度或相对可控，具体需持续观察。

图表 9：年初以来日本 10 年期国债利率上行至 0.8%



来源：Wind、华福证券研究所

图表 10：3 月以来美元兑日元略有回落



来源：Wind、华福证券研究所

日股阶段性或面临压力，但再通胀推进下，日特估叙事或尚未走完。往后看，在日本退出负利率的背景下，日股或阶段性面临压力，其一在于年初至今日经 225 累计涨幅近 20%，PE-TTM 升至 22X 附近，并未显著高估，但积累过高涨幅，短期或面临一定回调压力。其二在于周四美联储即将召开 3 月议息会议，目前看美国二次通胀风险不低，降息周期可能推迟，从而或对全球市场风险偏好带来制约。但全年视角看，再通胀推进下，日股企业盈利仍有支撑，基本面仍偏稳健。资金面上，内资和外资仍有较大提升空间。外资方面，EPFR 数据显示，2023 年下半年以来，外资流入日股规模明显提升，但占全球外资累计流入比重仍然处于历史偏低水平。内资方面，日本政府于 2024 年 1 月将 2014 年成立的小额投资免税制度（NISA）转型为新 NISA，新规定取消了对 NISA 免税持有期限的限制，并将年度投资限额 50 万日元增加到 120 万日元，增长账户的年度投资限额从 120 万日元增加到 240 万日元，投资类型也由限定为投资信托扩展为股票及股票类投资信托。新 NISA 制度建立，有助于加速居民金融资产从储蓄向股市流入，为日股提供可观的增量资金。

图表 11：截至 3 月中旬，日经 225 的 PE-TTM 升至 22X 附近





来源：Wind、华福证券研究所

图表 12：截至 3 月中旬，日股外资流入占比仍处于偏低水平



来源：EPFR、华福证券研究所

#### 4 风险提示

一是日本央行后续加息超预期；二是日股企业盈利不及预期；三是美联储后续表态偏鹰。

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn