

告别负利率，再往何处行？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



事项：

- 2024 年 3 月 19 日，日本银行公布最新利率决议，宣布正式退出负利率与收益率曲线控制（YCC）政策。当日，市场交易“宽松”，美元兑日元升破 150 关口，10 年日债利率下行，日经 225 指数收涨 0.66%、重回 4 万大关。

平安观点：

- 日银告别负利率与 YCC。**日银会议声明首次以“货币政策框架的变化”为标题，认为未来有望实现 2% 的通胀目标，“QQE 框架下的 YCC 和负利率政策已经完成其使命”。具体来看：1) 将基准利率从 -0.1% 上调至 0-0.1% 区间。2) 继续购买日本国债，规模与此前基本持平；如果日债利率快速攀升，日银将考虑临时增加购债规模。3) 不再购买 ETF 和房地产投资信托；将逐渐减少商业票据和企业债券的购买量，且预计约一年后停止购买。植田和男讲话称，保持宽松的环境很重要，预计存款和贷款利率不会大幅上行。
- 市场为何交易“宽松”？**一方面，市场对于日银转向之举已有相对充分的预期。日本工资增速乐观，经济保持温和增长，为日银转向铺路。同时，在本次会议前，部分投资者预期日银可能加息 20BP 至 0.1%，这意味着日银本次加息 10BP 的举措可能被认为相对谨慎。另一方面，本次会议缺乏有关后续政策利率走向的线索。对于担忧日银过快加息的投资者而言，“没有消息就是好消息”，对于本次会议的整体感受偏鸽派，触发宽松交易。
- 日银再往何处行？**日银或不急于退出“零利率”。1) 退出负利率是日本货币政策正常化的关键一步；但在零利率的基础上再加息则属于常规政策，紧迫性相对不强。2) 2016 年日银开启负利率主因油价下跌、日元升值；如今这两大背景均出现不同程度的“逆转”。3) 由于基数原因，一季度日本 CPI 可能保持在 2% 以上，为日银转向创造了良好窗口。但是，近期经济数据其实不算扎实，日本通胀能否真正稳定在 2% 附近，仍有待观察。
- 市场影响几何？**日银谨慎对待继续加息的问题，可能弱化市场波动。1) 日债：在取消 YCC 以前，日债的定价权已经基本回归市场，更主要受海外流动性环境以及日银购债的影响。单次加息或不足以引发资金大量回流日本、严重冲击美国等全球债市。2) 日元：一方面，退出负利率，暂不影响日元作为融资货币的地位。另一方面，如果日银转向比较谨慎，日元汇率可能更大程度上取决于美国利率走向。此外，日元不过快升值，可能也是日银希望看到的。3) 日股：首先，如果日元不明显升值，日股所受冲击便有限。其次，面对较高的股票投资回报率，日本存款利率和债券利率的有限上行，或不足以令投资者放弃日股。最后，日股的根本驱动力来自基本面及估值政策，这些并不因日银转向而改变。
- 风险提示：**日本通胀不及预期，日本经济不及预期，日银政策变化超预期等。

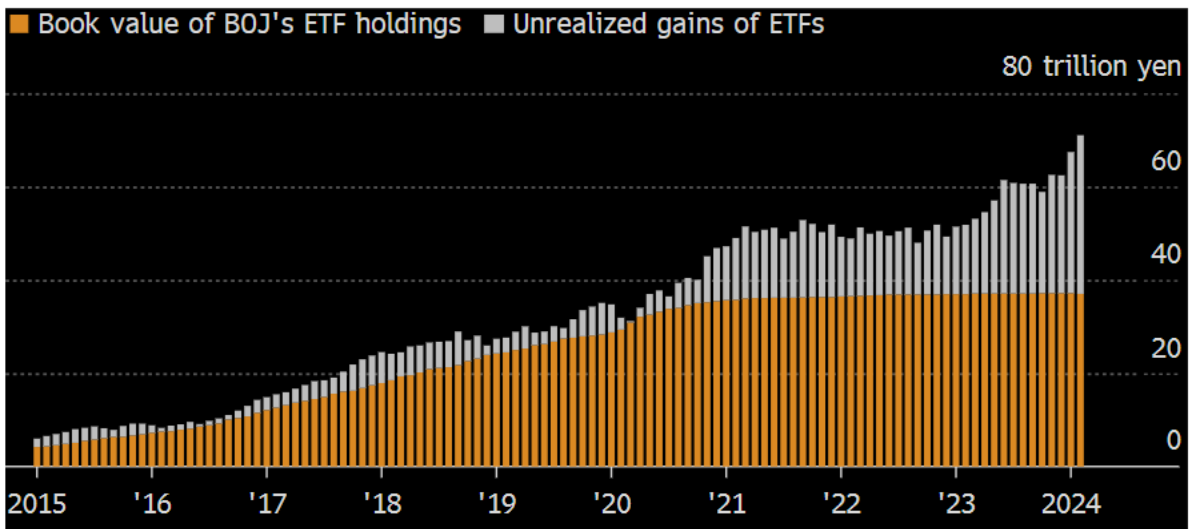
日本银行 2024 年 3 月宣告结束负利率与收益率曲线控制 (YCC)，但仍承诺维持购债，对未来利率路径缺乏指引。植田行长讲话强调目前仍然保持宽松的货币环境，预计存贷利率不会大幅上行。会议后，日本市场暂时上演“宽松交易”，日元走贬，日债利率下降，以及日股上涨。在日银告别负利率之际，市场将更加关注政策“再往何处行”。我们预计，由于经济和通胀前景仍存变数，日银或不急于退出“零利率”，且将与市场积极沟通，以尽量弱化后续政策转向引发的市场波动。

日银告别负利率与 YCC

2024 年 3 月 19 日，日本银行公布最新的政策声明，首次以“货币政策框架的变化”为标题，首段开门见山地宣布，日本银行认为“以可持续和稳定的方式实现 2% 的价格稳定目标，看起来是可以实现的 (it came in sight that the price stability target of 2 percent would be achieved in a sustainable and stable manner)”，因此，“量化加质化货币宽松 (QQE) 框架下的收益率曲线控制 (YCC) 和负利率政策，已经完成其使命”。具体来看，其宣布：

- 1) 将基准利率从 -0.1% 上调至 0-0.1% 区间。这是 2007 年以来首次加息，长达 8 年的负利率时代正式终结。
- 2) 继续购买日本国债，规模与此前基本持平；如果日债利率快速攀升，日银将考虑临时增加购债规模、且以固定利率购债。换言之，日银取消了将 10 年日债利率诱导在 1% 以内的目标，允许利率根据市场实际情况波动，但也将采取必要措施防止利率暴涨。
- 3) 不再购买 ETF 和房地产投资信托；将逐渐减少商业票据和企业债券的购买量，且预计约一年后停止购买。这些措施均始于 2010 年，2013 年黑田东彦担任行长后增加了 ETF 的买入。据彭博报道，截至 2024 年 2 月，日本银行持有的 ETF 账面价值约 37.2 万亿日元，由于股价上涨，其持有收益可达 32 万亿日元；不过自 2021 年以来日银基本没有增持 ETF，账面价值基本保持 37 万亿左右。而房地产投资信托在 2022 年 6 月后已经暂停购买。整体而言，上述举措的实际影响可能有限。

图表 1 2021 年以来日银基本没有增持 ETF，账面价值基本保持 37 万亿左右



资料来源：Bloomberg, 平安证券研究所

日本银行行长植田和男讲话称，保持宽松的环境很重要，预计存款和贷款利率不会大幅上行。具体来看：1) 在转向背景方面，其提到工资-物价进入良性循环，未来有望实现 2% 的通胀目标；“春斗”结果是退出负利率的重要因素，若物价进一步上升将开始加息。2) 在政策环境的描述上，其强调，保持宽松的环境很重要，宽松条件将支撑经济和物价，“宽松货币环境”的定义是实际利率低于中性利率；如有必要，日本央行将考虑广泛的政策宽松选项，包括过去使用过的工具。3) 在利率展

望方面，其预计存款和贷款利率不会大幅上行，将会根据经济情况决定适当的利率水平，加息步伐取决于经济和通胀。4) 在购债展望方面，其称，未来某个时点将考虑削减债券购买，日本央行持有日本国债对长期利率的累计影响不容忽视。

市场为何交易“宽松”？

3月19日，日银宣布取消YCC和负利率后，市场交易“宽松”：债市方面，10年日债利率不升反降，午盘收于0.73%附近，日内下降3BP左右。汇率方面，日元汇率不升反贬，美元兑日元升破150关口，创两周以来最高。股票方面，日经225指数在经历大幅波动后，于午后开启上涨，当日收涨0.66%，指数重回4万大关。

一方面，市场对于日银转向之举已有相对充分的预期。近两周公布的数据显示，日本工资增速乐观，经济保持温和增长，为日银转向铺路。具体来看：1) 日本1月名义现金收入同比1.9%，高于预期的1.2%，经CPI调整后实际同比-0.3%，尽管尚未转正，已创近一年最高；2) 日本“春斗”结果积极，大型企业2024财年平均工资涨幅达5.28%，创33年以来最高。3) 日本2023年四季度GDP终值上修（环比折年0.4%，前值-3.2%），避免了技术性衰退。同时，在本次会议前，部分投资者预期日银可能加息20BP至0.1%，这意味着日银本次加息10BP的举措可能被认为相对谨慎。

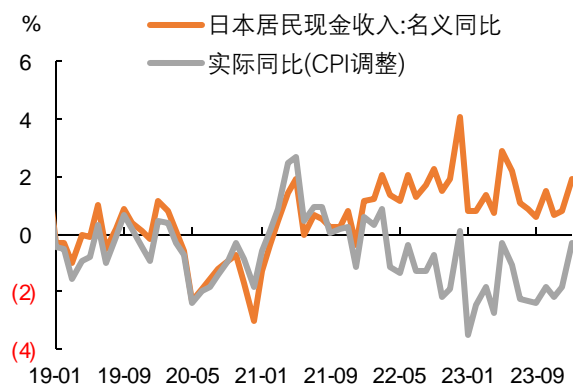
另一方面，本次会议缺乏有关后续政策利率走向的线索。在本次会议前，植田和男已经多次强调，“即使负利率结束，宽松的政策环境依然会持续”，暗示日银转向的步伐会保持谨慎。对于担忧日银过快加息的投资者而言，“没有消息就是好消息”，对于本次会议的整体感受偏鸽派，触发宽松交易。

日银再往何处行？

我们认为，日银有较强的意愿退出“负利率”，但不急于退出“零利率”。

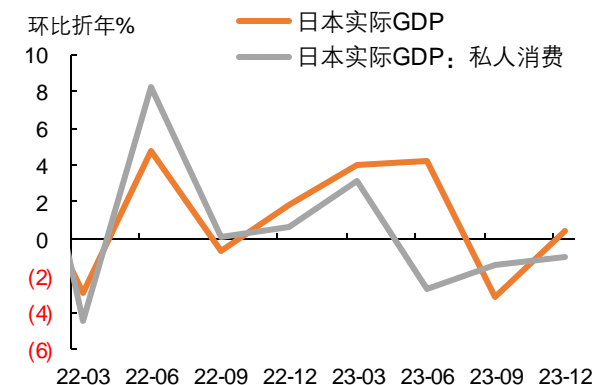
- 首先，站在货币政策空间的角度，货币政策正常化是发达经济体央行普遍向往的大方向，为下一次危机预留空间。退出负利率是日本货币政策正常化的关键一步；但在零利率的基础上再加息则属于常规政策，紧迫性相对不强。
- 其次，从经济增长的角度看，近期经济数据其实不算扎实，日本经济能否最终“摆脱通缩”尚待观察。譬如，经CPI调整后，日本居民现金收入实际增长-0.3%，尚未转正；日本四季度GDP增速转正主要由投资拉动，私人消费环比折年-1%，已连续三个季度萎缩，这或说明工资上涨能否真正支撑居民消费还有待观察。

图表2 日本名义现金收入加快增长，实际增速仍为负



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 日本四季度GDP终值转正，但私人消费疲弱

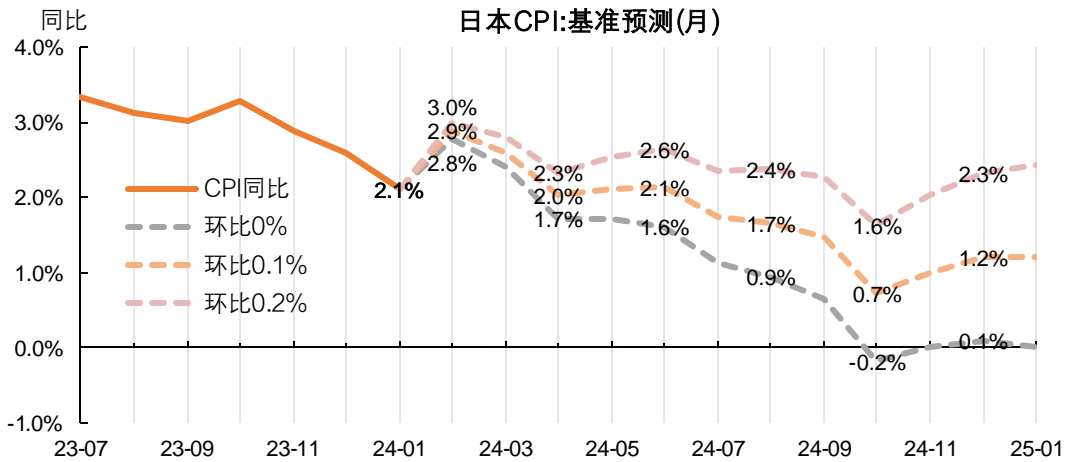


资料来源: Wind, 平安证券研究所

- 最后，从通胀演绎的角度看，由于基数原因，预计2024年一季度日本CPI和核心CPI同比均可能保持在2%以上，市场对于日本通胀复归的信心比较充分，为日银转向创造了良好窗口。但是，日本通胀能否真正稳定在2%附近，仍有待

观察。截至 2024 年 1 月，日本 CPI 在过去 12 个月和 6 个月的平均环比增速（年化）分别达到了 2.1% 和 2.3%，然而近 3 个月 CPI 出现负增长，平均环比年化为 -0.7%，暗示通胀企稳的难度不小。在此背景下，预计日银在退出零利率的决策上需要更多时间和耐心。

图表4 由于基数原因，2024 年一季度日本 CPI 同比可能保持在 2% 以上，但后续走势存在不确定性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

市场影响几何?

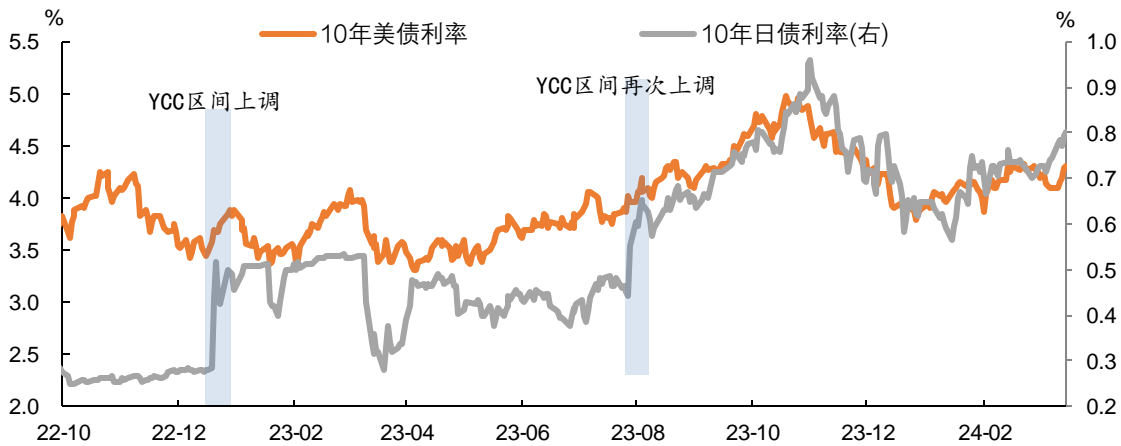
市场实际影响将高度取决于日银如何宣导政策利率的“下一步”。单次加息的实际影响相对有限，关键在于市场对于后续加息路径的判断；如果形成较快、较连续的加息预期，市场反应可能强烈，日元可能较快升值、股票和债券均受冲击；如果日银能够引导投资者相信“零利率”可能维持较久，政策利率上行节奏较缓，那么市场反应可能相对有限，日元可能维持弱势，股票和债券市场有望维持相对稳定。

我们认为，在零利率以后，日银会谨慎对待继续加息的问题，且将与市场积极沟通，以尽量弱化后续政策转向引发的市场波动。

先看日债。事实上，自日银在 2023 年 7 月上调 YCC 实质目标至 1% 后，10 年日债利率均未超过上限，且近四个月基本保持在 0.6-0.8% 区间窄幅波动。可以说，在取消 YCC 以前，日债的定价权已经基本回归市场，更主要受海外流动性环境以及日银购债的影响。加上，本次日银宣布将继续购买与此前差不多规模的日债，且保留加大购债的灵活性，这些举措进一步避免了日债遭遇情绪化抛售。

值得一提的是，单次加息或不足以引发资金大量回流日本、严重冲击美国等全球债市。一方面，过去两次 YCC 调整确实引发日债和美债利率阶段上升，但影响时间偏短、程度不大。回顾 2022 年 12 月和 2023 年 7 月的两次 YCC 调整，政策效应仅维持一周左右，期间 10 年日债利率和美债利率同步上行 20-30BP。另一方面，日本利率的上行理论上将引发资金回流，但实际影响取决于日元资产的收益率是否足够具有吸引力。如野村证券预计，只有当 20 年期日本国债收益率达到 2% 时，才会出现大规模资金回流，这意味着收益率还需要上升约 50 个基点。

图表5 过去两次 YCC 调整引发日债和美债利率阶段上升，但影响时间偏短、程度不大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

再看日元。如果日银后续加息决策维持谨慎，或者落后于市场预期，日元升值可能遇阻。

- 一方面，退出负利率，暂不影响日元作为融资货币的地位。据路透社 3 月 18 日报道，截至 2023 年 12 月，3 个月期美元兑日元套利交易的年化收益率为 7%；近期，由于日元汇率和日本国债收益率均上涨，截至目前的收益率为 5%左右，仍具有吸引力。
- 另一方面，如果日银转向比较谨慎，日元汇率可能更大程度上取决于美国利率走向。当前，美国经济维持韧性，“二次通胀”风险逐渐受到重视，美国短期降息概率较低，可能阻碍日元升值。截至 3 月 18 日，CME FedWatch 数据显示，利率期货市场认为 6 月降息概率减少至 55%，全年降息的押注不足 3 次，10 年美债利率也升至 4.34%、创年内新高。

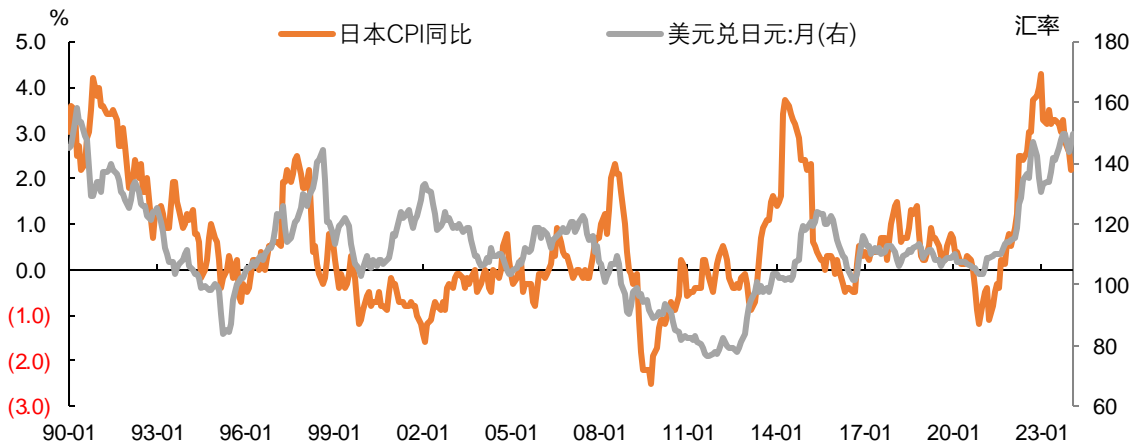
图表6 近两周，美国降息预期持续推迟，美债利率重回高位

CME FedWatch	2024.3.18	2024.3.15	2024.3.8	2024.3.1	2024.2.23	2024.2.16	2024.2.7
3 月降息概率	1.00%	2.0%	4.0%	4.0%	4.0%	10.0%	21.5%
5 月降息概率	8.70%	6.4%	24.1%	18.6%	26.2%	38.4%	68.1%
6 月降息概率	55.20%	58.8%	73.4%	63.3%	66.9%	81.6%	98.7%
全年降息次数	2.8	2.9	3.5	3.3	3.2	3.9	5.0
10 年美债利率	4.34%	4.31%	4.09%	4.19%	4.26%	4.30%	4.09%

资料来源: CME, 平安证券研究所

- 此外，日元不过快升值，可能也是日银希望看到的，因为日元过快升值可能阻碍需求复苏与物价回升。假设未来由于美国降息预期升温、或日本加息预期升温等原因，引发日元较快升值，日银可能通过维持或增加购债，加上口头鸽派引导，以稳定日元汇率。

图表7 日元汇率与日本CPI通胀率有较好历史相关性

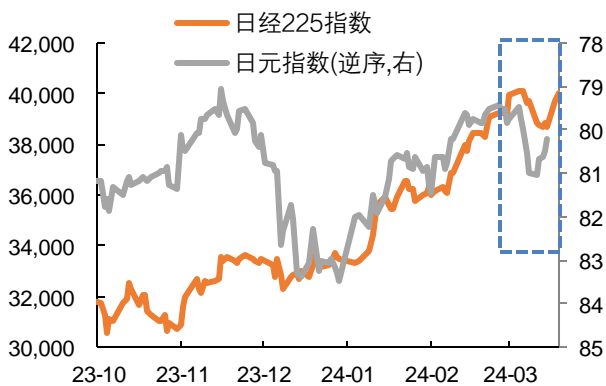


资料来源: Wind, 平安证券研究所

最后看日股。日银转向并不改变本轮日股上涨的核心驱动力，即经济基本面和估值提升前景。

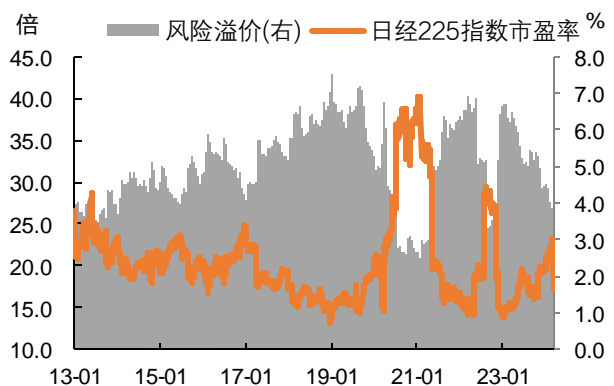
- 首先，如果日元不明显升值，日股所受冲击便有限。日元保持相对弱势，既有助于夯实日本企业海外业务收益，也有助于海外股票投资者管控融资成本。我们预计，日元汇率与日股仍将保持正相关性。
- 其次，面对较高的股票投资回报率，日本存款利率和债券利率的有限上行，或不足以令投资者放弃日股。截至 2024 年 3 月 18 日，日经 225 指数年内已累计涨 18.8%，近十年年化收益率也高达 10.7%。今年以来，日经 225 指数最高市盈率 (PE) 为 23.2 倍 (3 月 6 日)，假设 10 年日债利率升至 1%，日股风险溢价水平 (市盈率倒数与 10 年日债利率差值) 仍高达 3.3%，说明日股相对于日债的性价比仍高。
- 最后，日股的根本驱动来自基本面及估值政策，这些并不因日银转向而改变。如果说，日银转向的决策是日本经济和通胀的乐观前景，那么股票市场对加息应该“欢迎”而非“惧怕”。具体来看，我们在报告《全球比较框架下，再谈日股优势》中强调，基本面方面，日本通胀复归来积极影响，“涨价”被消费者逐渐接受，最终可以提振上市公司利润率；政策方面，日本交易所的估值督导措施已实施近一年，资本市场改革已由起步观察阶段进入到加速落地阶段。

图表8 日元弱势利于日股上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 日股风险溢价水平 (相对于 10 年日债) 仍高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示：日本通胀不及预期，日本经济不及预期，日银政策变化超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100071