

宏观报告

证券研究报告

2024年03月20日

写在日本负利率时代结束之际

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-开门红，完成 5% 还需要多少？》2024-03-19
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24 年 3 月第 3 周》2024-03-19
- 3 《宏观报告：宏观报告-美国房地产市场五大特点》2024-03-19

日本股市的上涨与日本央行退出负利率与 YCC 等非常规货币政策，使得投资者开始更加关注日本的正常化进程。这既包括了经济正常化，又包括货币政策正常化。

日本 2023 年实际 GDP 同比 1.9%，名义 GDP 在通胀的推动下更是高达 5.7%，但其经济面临的结构性问题开始显现。

首先是日本内需持续疲软，个人消费连续三个季度环比收缩，实际薪资增速尚未转正，资本开支也未见持续性好转。

其次是日本劳动力与资本等生产要素供给不足，压制产出缺口难以转正。

当前的通胀水平给日本央行提供了提高利率和货币正常化的政治理由，仍需在控制通胀和支持经济增长之间寻求平衡。

日本企业名义利润增长的可持续以及居民财富的保值与增值也是日本正常化的关键一环。

正是因为存在这些困难，日央行回归货币政策“正常化”的步伐非常地犹豫和缓慢。

24 年 3 月的日央行会议终于走出了“正常化”的第一步。日本央行宣布退出负利率、YCC、停止购买 ETF 和 REITS 以及逐渐放缓购买商票与企业债。尽管涉及多方面的变化，但实质上这是一个非常温和的货币政策调整。

货币政策的正常化是建立在经济正常化基础之上的。经济是否能显著增长，通胀与薪资是否能良性循环，产出缺口是否能弥合，都是日本央行未来进一步收紧货币政策立场的前置条件。

风险提示：日本春斗最终结果超预期，日央行后续加息力度超预期，日元汇率升值超预期

日本股市的上涨与日本央行退出负利率与 YCC 等非常规货币政策，使得投资者开始更加关注日本的正常化进程。这既包括了经济正常化，又包括货币政策正常化。

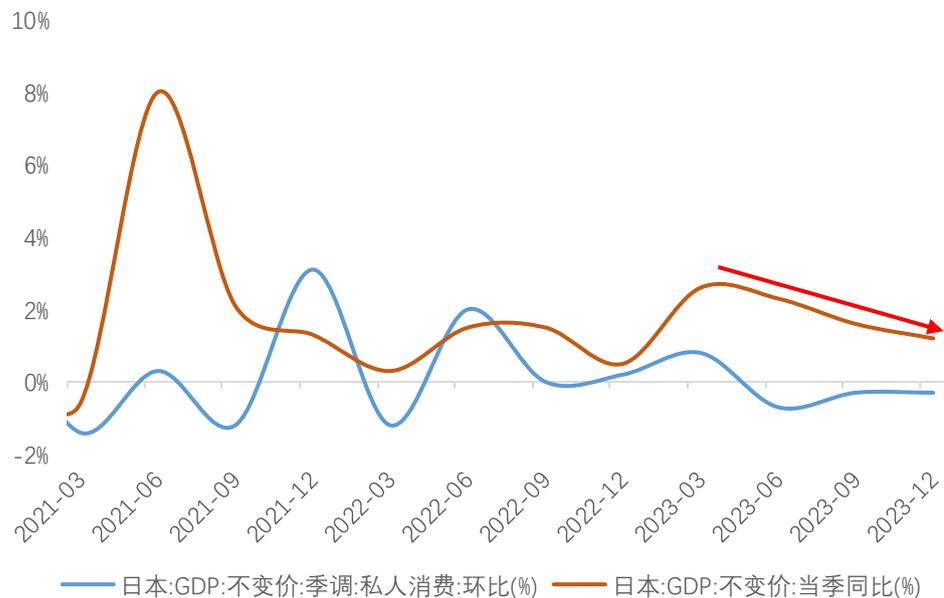
日本经济在 2022 年 3 月逐步放开疫情管控后，私人消费在 2022Q2-2023Q1 期间连续四个季度增长；随后受益于游客入境限制的解除，2023Q2 日本旅游收入呈现脉冲式恢复。

日本 2023 年全年实际 GDP 同比 1.9%，名义 GDP 在通胀的推动下更是高达 5.7%，但其经济面临的结构性问题开始显现，经济“正常化”进程有所曲折。

首先是日本内需持续疲软，个人消费连续三个季度环比收缩，实际薪资增速尚未转正，资本开支也未见持续性好转。

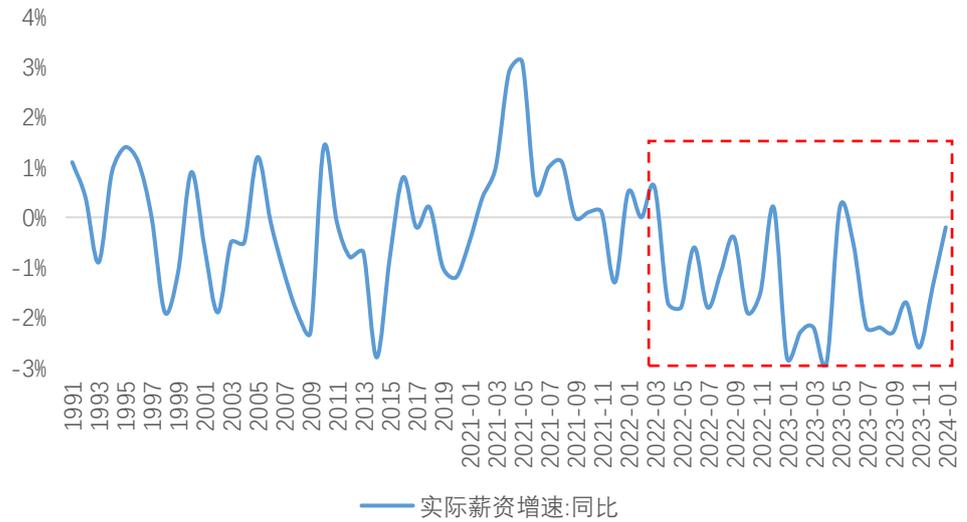
日本曾面临技术性衰退的新闻报道，因为 2023 年下半年连续两个季度实际 GDP 环比折年率负增长。后来第四季度上修勉强实现 0.4% 正增长，但整体增长乏力。2023 年全年，日本实际 GDP 同比增速持续回落，2023Q4 仅为 1.2%。

图 1：日本私人消费环比连续收缩，实际 GDP 同比亦持续回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

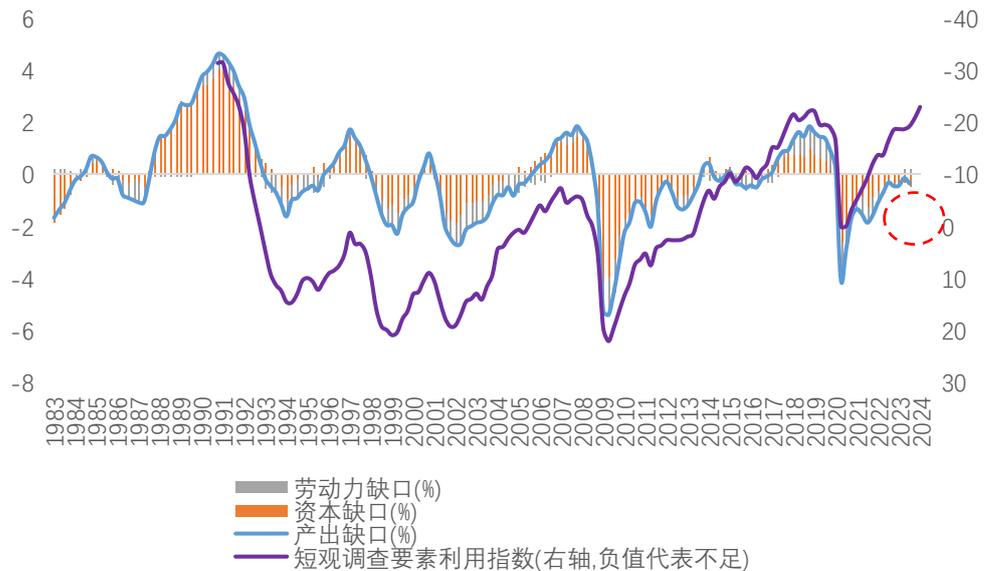
图 2：日本实际薪资同比增速长期为负



资料来源：日本厚生劳动省，e-Stat，天风证券研究所

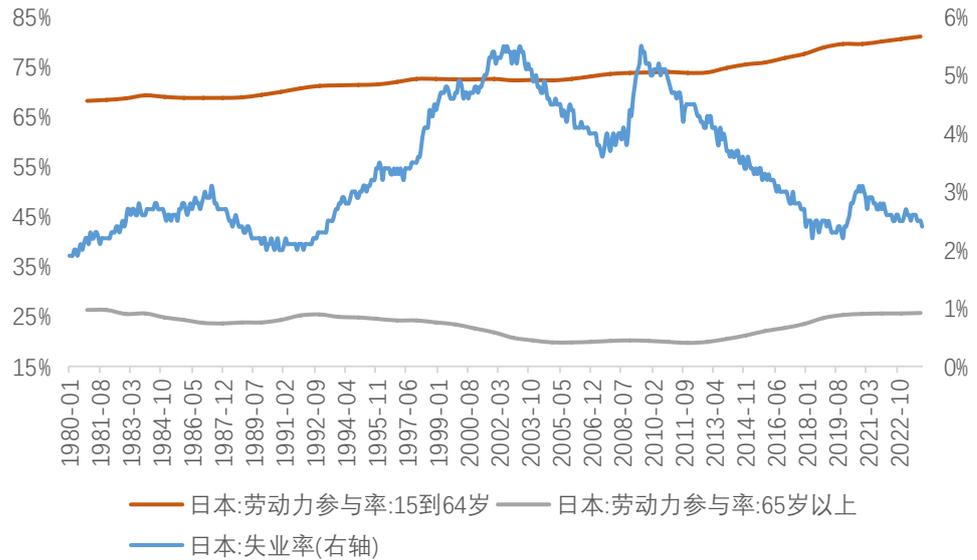
其次是日本劳动力与资本等生产要素供给不足，压制产出缺口难以转正。当前日本劳动力供给已经接近饱和，劳动力使用指数和资本利用指数已经接近相对高点，但产出缺口未明显转正。

图 3：日本产出缺口难以转正



资料来源：日本央行，天风证券研究所

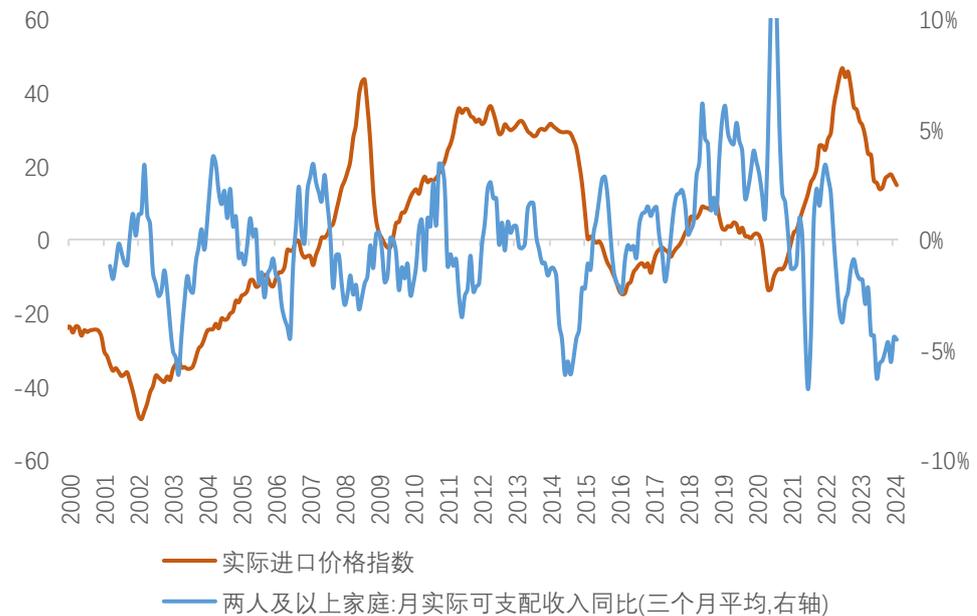
图 4：日本失业率处历史低位，劳动参与率回到历史高点



资料来源：Wind，天风证券研究所

通胀是日本经济的核心问题。2023 年全年日本核心 CPI 同比录得 3.1%，是 1982 年来最高水平；扣除日元贬值影响后的实际进口价格保持相对高位，居民实际可支配收入持续受损。

图 5：日本实际进口价格指数保持相对高位，压制居民实际购买力



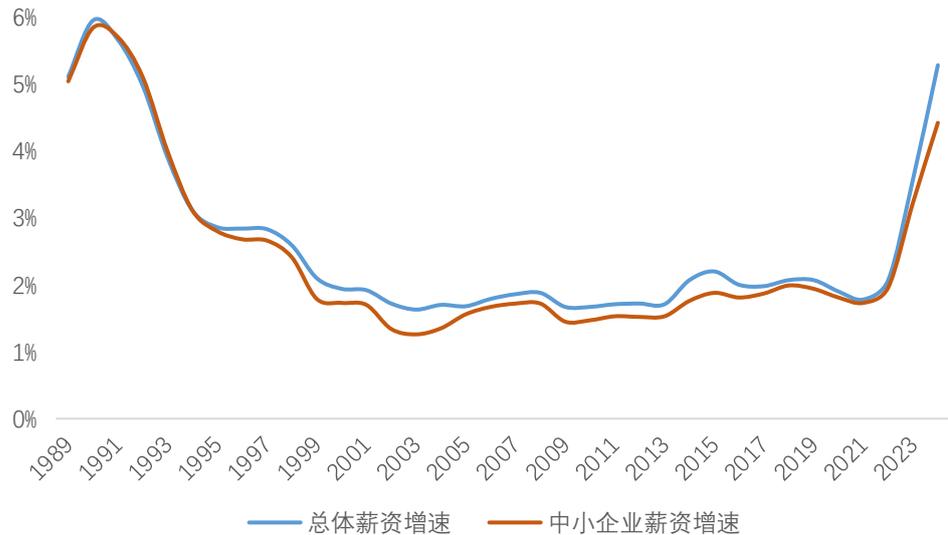
资料来源：Wind，天风证券研究所

日本央行认为通胀和薪资逐渐构成了良性循环。但是去年中小企业整体薪资增速为 3.23%；其中基本薪资增速仅为 1.96%，仍低于 3.1%的核心 CPI 增速。

今年春斗的工会谈判显示大企业的平均薪资增速为 5.28%，其中基础薪资上涨约 3.7%；中小企业平均薪资增速为 4.42%，其中基础薪资增速为 2.98%。

尽管当前的薪资增速可以改善日本居民的实际购买力，但经历了长期低通胀环境的老百姓或产生了天然的通胀厌恶情绪，未来拉动私人消费的力度依然存疑。

图 6：2024 年春斗初步达成薪资增速创 90 年代初以来新高



资料来源：Rengo, 天风证券研究所

由于日元大幅贬值，日本的制造业成本相对全球已经不高，工资水平开始具有吸引力。台积电在熊本的投资带来了当地经济繁荣，然而半导体以外的日本产业并没有出现显著的投资变化。原因或是本土企业已经适应了长期低增长环境，对未来的投资计划却普遍持有谨慎态度。

例如日本最重要的汽车产业，过去一年丰田汽车取得了出色的业绩，这得益于其在美国市场的优秀表现。由于发达国家放缓了激进的汽车纯电动化步伐，这给更擅长于混动技术而非纯电技术的丰田汽车提供了短暂的繁荣机会。

但是未来经济进一步正常化离不开科技的发展和生产力的提升，日本经济能否在科技产业上有所突破依然存疑。

如果仅为追求安逸而忽视技术创新，可能会逐渐失去竞争力。电动化和智能化已经是汽车产业的未来趋势，然而日本汽车业似乎坚持传统燃油车和轻混技术，注重成本和效率。这种策略可能带来短期盈利，但对长期可能不利。

持续高于 2% 的目标通胀水平和居民对于生活品价格上涨的厌恶，给了日本央行提供了提高利率和货币正常化的政治理由。但剩余劳动力短缺和科技产业进步迟缓，又让日央行需在控制通胀和支持经济增长之间保持了摇摆。

货币政策的正常化可谓是“千呼万唤始出来”。

迄今为止，日本央行会议以及各位委员发言中均特别关注工资上涨和通胀问题，尤其强调期待工资与通胀的良性循环。

我们将日本的“薪资-通胀”动态同美欧比较，无论是价格上涨的广度还是幅度，都仅与疫情前的美欧相当。日本价格调整的比例分别在 8%-10% 之间，而美欧疫情前在分别为 10% 与 8.5%。

在日本，如此频次的价格调整虽然可贺，但面对整体通胀厌恶型社会，或许还不够。

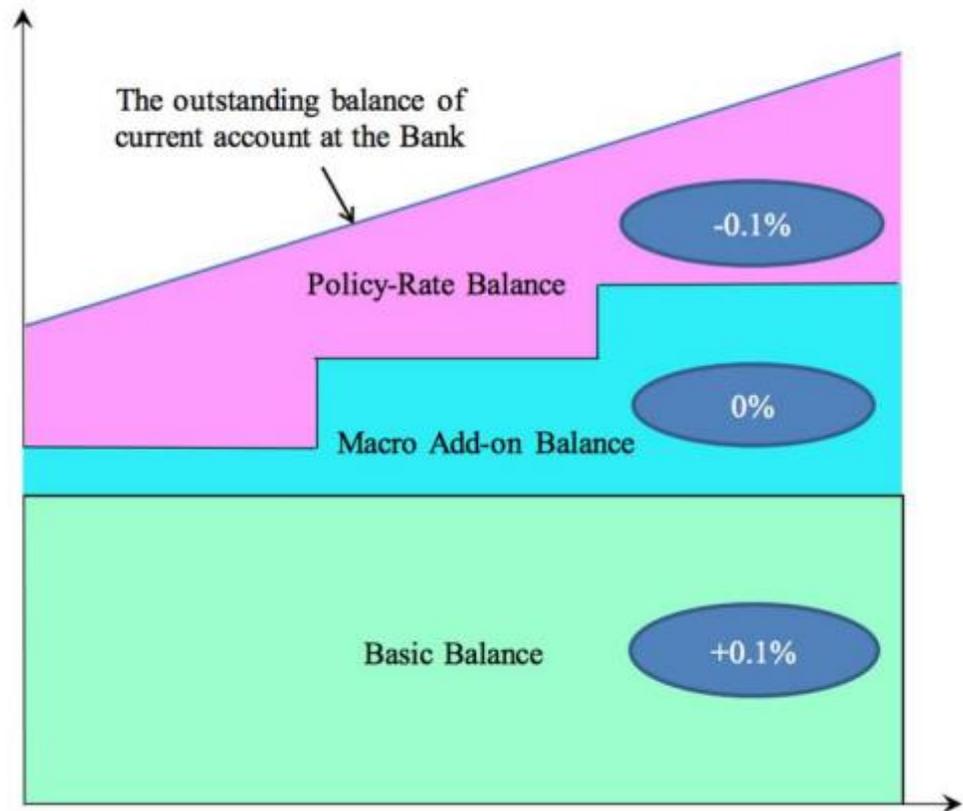
除此之外，日本虽然企业利润在上升，但劳动份额仍持续下降。在名义利润持续修复后，如何平衡资本利润与劳动所得的关系，是日本经济未来面临的又一个难点。

日本企业名义利润增长的可持续以及居民财富的保值与增值也是日本正常化的关键一环。正是因为存在这些困难，日央行回归货币政策“正常化”的步伐非常地犹豫和缓慢。

24年3月的日央行会议终于走出了“正常化”的第一步。日本央行宣布退出负利率和YCC（收益率曲线控制）、停止购买ETF和REITS以及逐渐放缓购买商票与企业债。尽管涉及多方面的变化，但实质上这仍然是一个非常温和的货币政策调整。

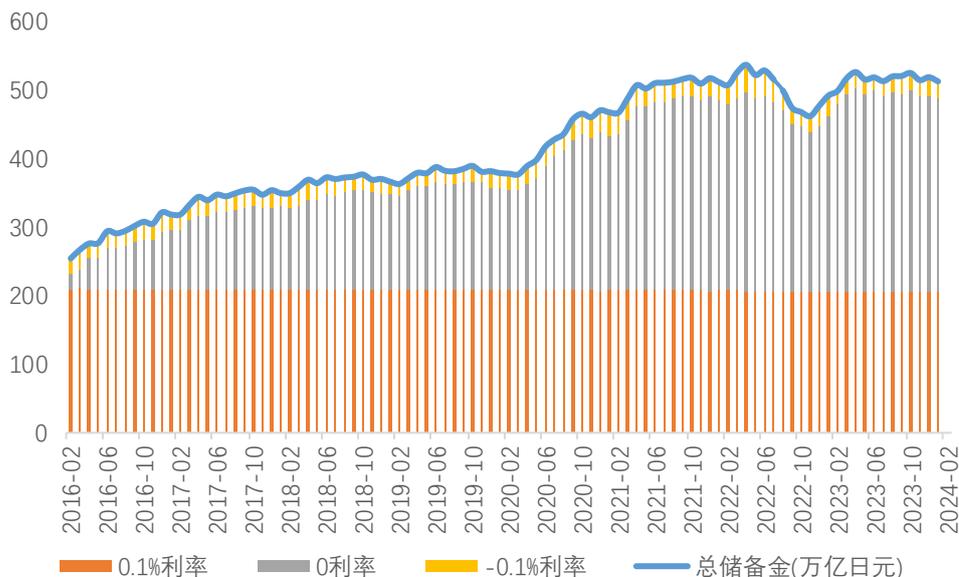
2016年开始的负利率政策实际上是将其银行的准备金从两档分为三档，对其中约5%的准备金征收-0.1%的负利率。此次退出负利率是将三档准备金改为传统的两档制（法准+超准），对超准部分适用0.1%利率。未来日本央行货币政策更多依赖于短端政策利率调整。

图7：此前负利率框架下，准备金分为三档



资料来源：BOJ，天风证券研究所

图8：适用负利率的准备金仅有约25万亿日元，占全部比例不足5%



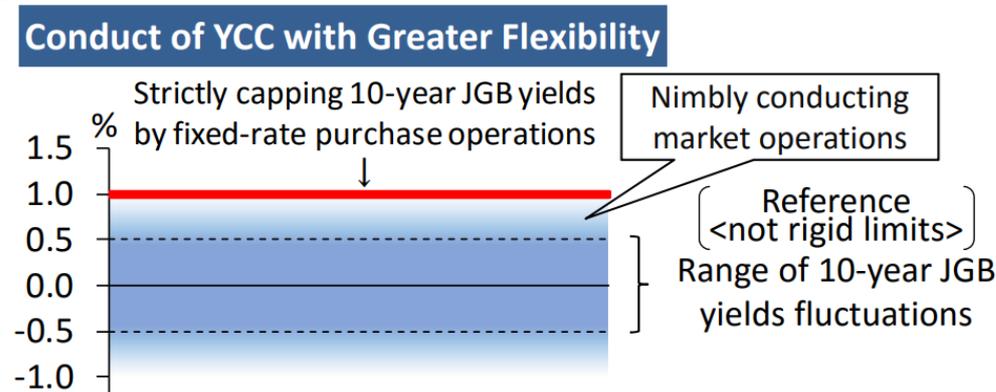
资料来源：BOJ，天风证券研究所

2016 年实施的收益率曲线控制（YCC）通过日本央行大规模购买国债将长端利率目标（10 年期国债）保持在 0%左右。初期波动范围为±0.1%，随后波动范围不断扩大，2023 年 10 月将 1%目标从刚性上限改成参考上限。实质上已可以看作“半放松”YCC。

日本央行此次退出 YCC 是明确放弃了价格目标，但依然保持当前购债规模和频次。

日本央行也明确表示，在利率大幅抬升时会如往常一样通过固定价格（利率）购买等方式干预长端利率，这也可以被理解为给未来政策宽松留了后手，并未完全将长端利率交由市场定价。

图 9：此前的 YCC 框架下 1%就仅是参考上限



资料来源：日本央行，天风证券研究所

关于停止购买 ETF 和 REITS 等，日本央行最初的目的是为了压低风险溢价，但当前已无必要。同时，日本央行也未做任何关于卖出 ETF 的表述。实际上，去年日本央行已经几乎停止了 ETF 的购买。我们认为其已经购买的 ETF 或将长期留在日本央行资产负债表上。

图 10：海外投资者持续买入日股



资料来源：Wind，天风证券研究所

日本曾是全球低息融资的流动性蓄水池，根据 2022 年 BIS 的三年期衍生品市场调查，全球场外外汇衍生品中涉及日元的名义交易量约为 1.3 万亿美元，单边计算占全球比例约 8.3%。

日央行小步缓走的货币政策正常化对全球流动性的冲击有限。

一方面，尽管套息交易的融资成本有所提高，但是依然低于其他主要国家，套息交易仍可进行。

从国际投资者的角度看，日本所有银行对外日债权作为套息交易的观测指标，其规模并未明显受到此前长端放松后的影响。考虑到日本整体政策利率仍保持在 0-0.1% 区间，且未来加息幅度与速率或将十分缓和，套息交易规模或不会受到太大影响。

图 11：日本银行对外日元债券规模保持稳定



资料来源：BIS，Wind，天风证券研究所

另一方面，日央行加息的节奏与日元升值速率会有所对冲。日元升值对于出口（包括旅

游业)、日本企业海外利润回流以及日本在海外持有资产的资本收益都会有明显影响。

退出负利率或难以改变日本国内投资者对外投资趋势。从日本国内投资者的角度看，自2022年下半年开始，日本对外投资组合净头寸与美日10年期利差同步趋势上行，利差的波动对净头寸组合变动影响有限。

货币政策的正常化是建立在经济正常化基础之上的。经济是否能显著增长，通胀与薪资是否能良性循环，产出缺口是否能弥合，都是日本央行未来进一步收紧货币政策立场的前置条件。

图 12：美日利差小幅收窄或带来日本对外投资头寸减少，但幅度有限



资料来源：BOJ, Wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com