

# 日本央行货币政策点评

## 退出负利率政策

### ◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001  
证券分析师：季家辉 021-61761056 jijiahui@guosen.com.cn 执证编码：S0980522010002

### 事项：

3月19日，日本央行在货币政策会议后宣布修改货币政策框架，退出负利率和收益率曲线控制政策。

### 评论：日本央行历史性政策转向

回顾2016年，为解决通缩和经济增长问题，日本央行先后推出“负利率”政策（即将超额准备金利率降至-0.1%）和带有收益率曲线控制（设置长端利率的波动区间）的量化和质化货币宽松政策框架。并提出通胀超调承诺，即央行承诺扩大基础货币投放，直至CPI同比增速超过2%的物价稳定目标并保持在2%以上。

而今日本CPI通胀已连续22个月高于目标水平，企业涨薪事件更意味着未来日本大概率出现薪资-通胀的良性循环。这为日本央行政策转向提供前提条件。

### 经济基本面：经济温和复苏，逐渐走出通缩

整体来看，日本央行认为日本经济将继续以高于潜在增长率的速度增长，指出日本内需将保持韧性，企业涨薪将强化收入-支出的良性循环。

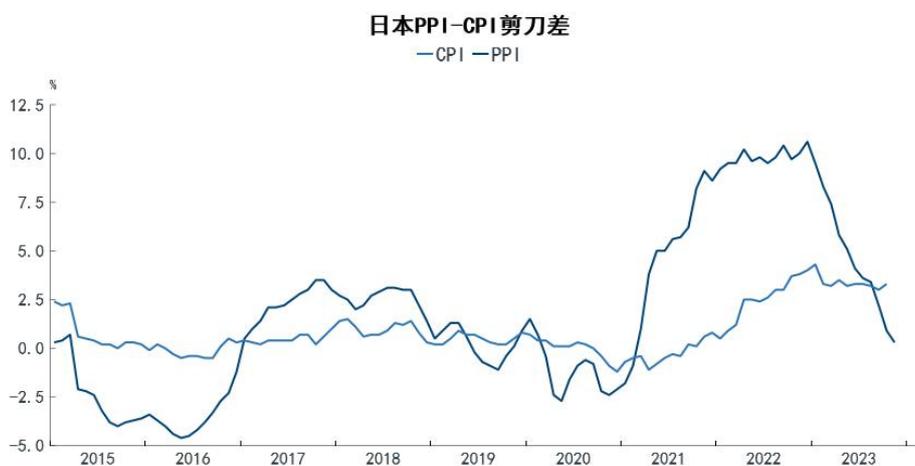
我们认为今年日本经济增长将会向“内需强、外需弱”的特征转变。消费方面，2023年日本居民的储蓄率显著下降，说明消费意愿开始上升。而随着企业涨薪有序进行，预计居民收入改善将对消费形成进一步支撑。投资方面，2023年日本贸易逆差持续收窄、PPI-CPI剪刀差显著收敛，意味着企业盈利明显改善，将会对企业投资起到较好的刺激作用。出口方面，目前全球大部分央行加息接近尾声，预计2024年日元汇率进入升值周期，产品竞争力下降；此外，2024年欧美经济增长走弱的可能性较高，需求不足将进一步对出口形成拖累。

图1: 2023 年日本居民储蓄率下降, 消费意愿上升



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图2: 日本 PPI-CPI 剪刀差收敛



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

通胀方面, 日本 CPI 通胀已连续 22 个月高于央行“2%”的目标水平, 目前 CPI 和核心 CPI 同比逐渐稳定至 2%和 2.5%左右。近期进口成本上升带来的输入性通胀有所减弱, 服务价格温和上涨, 通胀预期温和上升。我们认为 2024 年日本 CPI 通胀仍将高于 2%, 一是国际地缘政治冲突加剧背景下日本进口成本上升或使输入性通胀再度升温; 二是日本政府的通胀补贴政策将于今年 4 月到期。人为压制因素消失, 日本通胀或出现补偿性反弹; 三是企业涨薪一定程度将促使薪资-通胀结构形成, 对通胀形成进一步支撑。

图3: 日本 CPI 通胀开始企稳



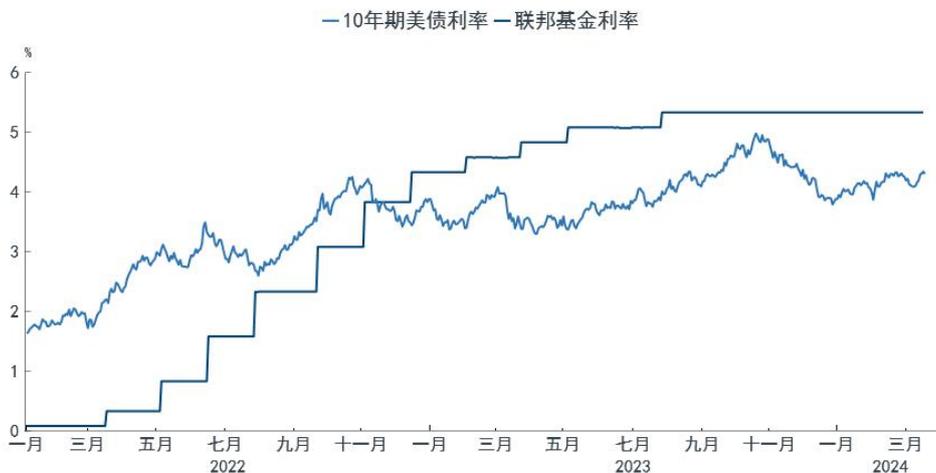
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

## 货币政策：宽松有余，紧缩不足

日本央行货币政策调整主要包括以下操作：(1) 调升无抵押隔夜利率至 0-0.1% 的水平。(2) 继续以 6 万亿日元每月的规模购买日本国债，但会采取额外操作以应对长端利率快速上升情况。(3) 结束 ETF 和 REITS 购买；1 年内逐渐减少 CP 和公司债购买规模直至结束购买。(4) 提供新的贷款支持计划以刺激银行借贷。

总体来看，本次日本央行货币政策正常化操作主要有两个方面：一是调升政策利率，二是减少资产购买，我们认为二者对经济和风险资产定价的负面影响有限。(1) 短端利率上升难以传导至长端利率。一方面，日本央行仍承诺会通过国债购买操作直接压低长端利率水平；另一方面，以本轮美联储加息周期为例，在市场流动性冗余的环境下，政策利率对长端利率的引导效果不佳，收益率曲线将趋于平坦化。(2) 央行减少非国债类资产购买的实质性影响不大。从当前日本央行非国债类资产购买规模来看，近一年以来日本央行 ETF 和 JREITS 的购买量基本趋于零；CP 和公司债的净买入量分别为 0.02 万亿和 -2.1 万亿日元。事实上，日本央行早已提前开始减少非国债类资产购买操作。(3) 日元升值预期下，日本风险资产价格上涨的可能性反而更大。短期来看，接近 0% 的资金利率水平下，市场风险偏好不会出现太大调整。相反，日元升值预期下会吸引资金流入日本市场，从而进一步推高日本的风险资产价格。

图4: 参照美国, 短端利率上升对长端利率的引导效果不佳



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 日本央行提前减少非国债类资产购买



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

日本通胀变化超预期; 国际地缘政治形势紧张超预期;

### 相关研究报告：

- 《宏观经济数据前瞻-2024 年 1-2 月宏观经济指标预期一览》 ——2024-03-05
- 《全国两会政府工作报告解读-稳中求进实施经济政策》 ——2024-03-05
- 《2 月 PMI 数据解读-节日消费带动非制造业超季节性改善》 ——2024-03-01
- 《LPR 调降解读-存款利率有望阶段性成为“利率锚”》 ——2024-02-20
- 《春节假期海外金融市场事项一览-亚太地区股市一枝独秀》 ——2024-02-17

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032