

超宽松时代终结

——日央行议息会议点评（2024年3月）

3月19日，日本央行宣布终结负政策利率、收益率曲线控制和资产购买计划。至此，以“负利率”为代表的超宽松时代正式终结。

2024年“春斗”¹涨薪幅度创1992年以来新高，叠加通胀连续2年位于2%上方，日本央行相信薪资和价格之间的正向循环已经具备可持续性，超宽松政策也就完成了历史使命。

由于长期低通胀、低涨薪的经历，日本央行内部的鸽派力量仍然存在，故退出超宽松政策的过程显得十分谨慎，大规模购债仍将继续，加息步伐也极其缓慢，“套息交易”仍有存在基础，日本央行仍然大幅落后曲线。但从长期看，日本物价和薪资增长已经具备了一定的内生性和可持续性，“加息交易”或将徐徐展开。

一、经济：确认正向循环

“春斗”薪资涨幅创1992年以来新高，日本央行认为薪资与价格之间的正向循环已经具备可持续性。日本央行在决议文本中表示，政策委员会评估了薪资和价格之间的良性循环，并判断“2%”通胀目标已经可以持续、稳定地被实现。通胀来源亦已发生转换，输入性通胀在减少，来自薪资增长和通胀预期上行的通胀则在增加。

随着从收入到支出的良性循环不断强化，日本央行认为长期看经济增长将高于潜在产出。不可否认的是，短期看日本经济仍有下行压力。一方面，海外经济放缓影响了出口，另一方面，薪资增长弱于物价增长影响了消费。然而，从“春斗”结果看，薪资增长或将反超物价增长，与此同时企业利润

¹“春斗”指日本每年春季（2-3月）进行的，工会与各行业企业之间的薪资谈判。谈判由日本劳动组合总联合会（Rengo）组织，工会与企业会达成关于年内薪资水平增长额的协议。



增长将持续支撑私人投资，长期看日本经济前景依然乐观。

二、政策：缓步退出宽松

日本央行认为超宽松政策已经完成历史使命，宣布退出负利率政策和收益率曲线控制。9位委员中的7位同意加息10bp，将超额准备金利率升至0.1%，无抵押隔夜拆借利率升至0-0.1%，正式结束了持续8年的负利率政策。9位委员中的8位同意结束国债收益率曲线（YCC）政策，但仍将按照6万亿日元/月的规模继续购买日本国债以维持宽松的金融条件，这一操作超出了市场预期。

日本央行宣布停止资产购买计划。委员会全票通过将停止购买交易所交易基金（ETF）和日本房地产投资信托基金（J-REITS）。此外，日本央行将逐步降低CP与公司债券的持仓数量，并在未来一年内暂停购买。

受长期低通胀、薪资增长停滞影响，日本央行内部的鸽派声音仍然存在。野口旭反对退出负利率，认为“春斗”结果不能反映中小企业的涨薪趋势，中村丰明同时反对退出负利率和收益率曲线控制，认为委员会得出“薪资-价格正向循环已经可持续”这一结论是过于武断的。

三、市场及展望：套息交易仍未逆转

近年来，由于日本长期维持低息环境，日元成为了全球套息交易（Carry Trade）中的主要融资货币——即通过低息借入日元，投资境外的高息货币资产获取收益。在本次议息会议中，日央行结束了长达8年的负利率时代，令市场担心原本的套息交易模式是否会有所逆转？又是否会对全球资产造成扰动？

我们认为整体影响有限。一方面，全球其他重点央行早已处于高息政策当中，日央行此次加息属于“掉队”的一方。因此，尽管日本将政策利率上抬至0-0.1%，但放到全球来看，日元仍然属于低息货币，预计无法导致套息

交易的趋势性逆转。另一方面，市场已经充分预期日央行本次的加息，且日央行的表态整体偏鸽，对市场造成的扰动预计有限。

日元呈现“买预期卖现实”的交易特征，加息政策落地后日元出现贬值。展望未来，影响日元的核心变量仍然是美日利差。短期来看，在美联储降息预期依旧反复的背景下，美债利率中枢偏高，而日债利率上行幅度有限，**日元预计将维持偏弱形态**。中长期来看，日元仍有结构性升值的机会，不过需等待美联储降息时点的明确；日债收益率曲线小幅牛平，日本央行仍会继续购债，且给出了稳定收益率水平的软性承诺；经济预期转暖、本币贬值叠加国债收益率下行，日股保持上行态势。前瞻地看，随着加息交易的进一步开展，日债收益率曲线仍将整体抬升，日股可能在经济回暖的影响下继续走牛。

美债逻辑上利空，但实际影响有限。日央行加息对美债的传导路径有两条：一是情绪上的利空影响。二是由于套息交易逆转，资金卖出美债，回流日元造成美债下跌。但是我们认为，本次加息并没有撼动日元作为全球融资货币的基础逻辑，对美债造成的扰动相对有限；**美股主要取决于美国自身的经济基本面和美联储货币政策等因素，日本央行加息影响较小**。需要注意的是，日本央行加息，可能引起市场对美联储降息进程的重新评估，以及全球投资者重新配置资产，但由于日本利率仍远低于美国，这种影响非常有限。

日央行加息对 A 股资金面影响有限，跨境资本流动更多取决于美联储以及 A 股自身的基本面。

四、前瞻：可持续的“薪资-物价”螺旋

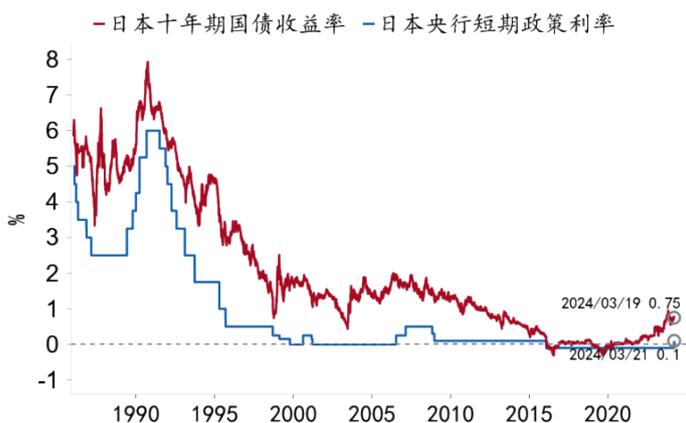
我们认为日本薪资和物价水平的温和增长均已具备可持续性。老龄化带来劳动力议价能力提升是一个全球性趋势，这将带来名义薪资的增长，并同时提振消费动能和通胀水平，企业利润随之改善，私人投资转为扩张，从收入到支出的正向循环也就得到了进一步加强。

(评论员：谭卓 刘东亮 张巧栩 王天程 陈峤 安敬鑫)

附录

图 1：日本央行宣布退出负利率和收益率曲线控制

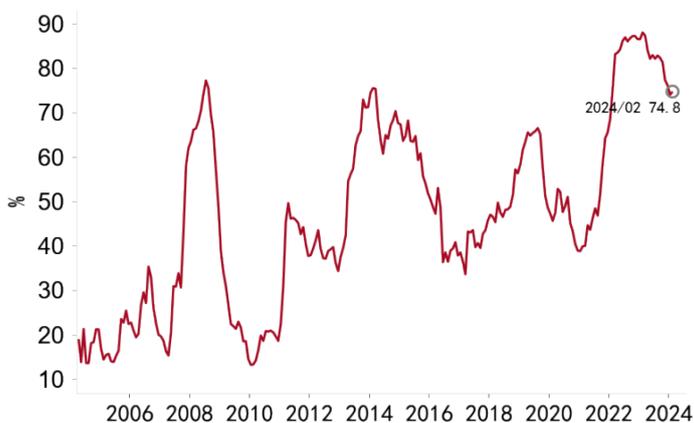
日本央行货币政策



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 3：日本通胀预期处于高位

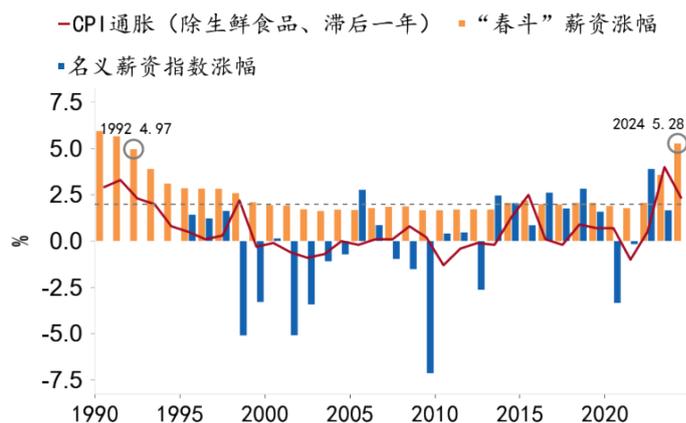
日本内阁府调查：认为未来1年通胀将超2%的家庭占比



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 2：“春斗”薪资涨幅创 1992 年以来新高

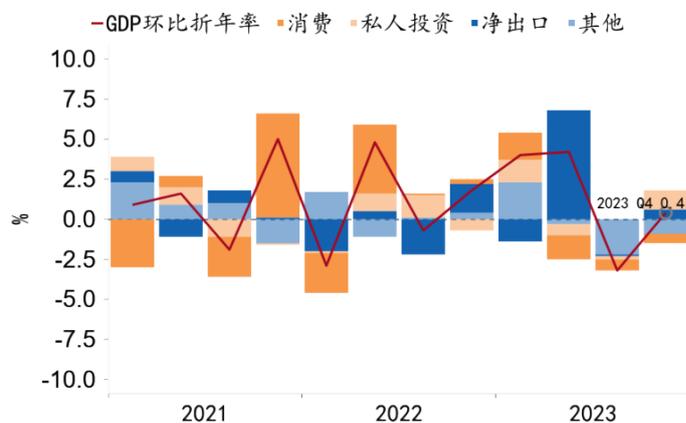
日本通胀及薪资增速



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院

图 4：日本经济出现阶段性减速

日本实际GDP季度环比折年率及拆分



资料来源：MACROBOND、招商银行研究院