



## 宏观研究

## 【粤开宏观】负利率结束，日本能否从“名义复兴”走向“实际复兴”

2024年04月09日

## 投资要点

## 分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

## 研究助理：廖佐夫

邮箱：liaozuofu@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】我国就业市场全景图谱与三大重点就业人群分析》2024-04-07

《【粤开宏观】分税制改革30年：评述、问题与未来改革方向》2024-03-27

《【粤开宏观】如何看待“基数效应”和“两年平均增速”》2024-03-25

《【粤开宏观】经济数据“开门红”的亮点与隐忧》2024-03-18

《【粤开宏观】工资收入的基本特征、影响因素及政策建议》2024-03-13

## 摘要

3月19日，日本央行宣布结束负利率和收益率曲线控制（YCC）政策，并停止购买日股交易所交易基金（ETF）和日本不动产投资信托基金（J-REITs）等风险资产，货币政策向正常化迈出关键一步。与此同时，日央行表示将继续维持宽松的货币环境以支持经济和物价持续回暖。决议公布后，市场普遍将此次操作解读为鸽派加息，日元大幅走弱。

## 一、日央行为何退出负利率：通胀可持续性上升，稳定通胀目标有望达成

当前2%的稳定通胀目标有望达成，是日央行退出负利率的核心原因。与欧美国家类似，日本此轮通胀主要受外部成本因素推动，而加强通胀可持续性需要内部的“工资—物价”形成良性循环。日央行选择退出负利率，表明其对“工资—物价”良性循环的形成抱有信心。我们认为，这一信心主要来自于日本此轮再通胀与疫情前相比的三点变化：一是基本工资涨幅加速提升；二是服务通胀抬升有望对物价水平形成持续支撑；三是长期通胀预期持续上升。

## 二、加息但不紧缩的背后：日本经济复苏的基础尚不牢固

日央行政策立场看似矛盾，实际上与日本经济现状较为匹配。日央行退出负利率的政策决定主要基于对通胀可持续性的乐观预期，但一方面“工资—物价”循环的建立仍有待数据确认，另一方面通胀可持续性的上升并不意味着实际经济增长的可持续性上升。当前实际经济复苏的基础还不牢固，日本经济仍面临诸多内外挑战。

当前日本经济复苏仍然处于“名义复兴”阶段。无论是通胀持续超过2%、工资涨幅破5%，还是市场较为关注的股市创下新高以及企业利润达到高位，本质上是商品市场、劳动力市场和资本市场的价格出现大幅上涨，从而在账面上呈现出复兴景象。而实际经济虽然温和复苏，但复苏的势头能否持续仍有较高的不确定性，经济增长的成色有待验证。

## 三、经济内部的良性循环是“名义复兴”迈向“实际复兴”的关键

日本能否将“工资—物价”的良性循环拓展为“企业投资—居民消费”的良性循环，是其经济能否从“名义复兴”走向“实际复兴”的关键。而达成这一目标仍需要多方政策相互配合。一言以蔽之，日本股市创新高等反映了日本宏观经济和企业盈利的明显改善，但日本经济持续稳定恢复还有待政策发力和制度改革同步推进。

风险提示：日央行货币政策超预期



## 目 录

一、日央行为何退出负利率：通胀可持续性上升，稳定通胀目标有望达成 .....	3
二、加息但不紧缩的背后：日本经济复苏的基础尚不牢固 .....	4
三、经济内部的良性循环是“名义复兴”迈向“实际复兴”的关键 .....	5



3月19日，日本央行宣布结束负利率和收益率曲线控制（YCC）政策，并停止购买日股交易所交易基金（ETF）和日本不动产投资信托基金（J-REITs）等风险资产，货币政策向正常化迈出关键一步。与此同时，日央行表示将继续维持宽松的货币环境以支持经济和物价持续回暖。决议公布后，市场普遍将此次操作解读为鸽派加息，日元大幅走弱。

日央行退出负利率，主要基于对日本通胀可持续性的乐观预期。而在加息的同时继续维持宽松的货币环境，主要反映日央行对日本经济复苏前景的担忧。当前日本经济复苏的基础并不牢固，预计短期内货币政策仍将采取谨慎姿态呵护实际经济增长，而未来日央行货币政策正常化的具体路径仍有较大不确定性，取决于实际经济增长情况。

## 一、日央行为何退出负利率：通胀可持续性上升，稳定通胀目标有望达成

通胀是日央行货币政策的锚点。当前2%的稳定通胀目标有望达成，是日央行退出负利率的核心原因。“安倍经济学”推出之后，日本先后经历了2013-2015年以及2017-2019年的两轮再通胀，一度帮助日本逐步走出慢性通缩的阴影，但两轮再通胀都缺乏持续性，物价增速最终都回到零。而疫情之后，日本的通胀黏性明显增强，总体通胀率自2022年4月、核心通胀率自2023年2月之后始终处于2%的目标水平之上。在此背景下，日央行认为物价上涨的可持续性上升，因此负利率政策已经完成使命，退出负利率顺理成章。

与欧美国家类似，日本此轮通胀主要受外部成本因素推动，而加强通胀可持续性需要内部的“工资—物价”形成良性循环。疫情冲击下，全球大宗商品价格飞涨，日本能源、粮食等大宗商品进口依赖度较高，能源与食品价格成为推动日本通胀的主要因素。然而，成本推升型通胀往往是暂时性的，一旦国际市场价格回落，通胀压力便会随之减轻。日央行所期待的通胀，是温和可持续的通胀。这意味着当前由外部成本因素主导的通胀需要由内需接棒，通过“工资—物价”良性循环形成需求端的持续拉动力。日央行选择退出负利率，表明其对“工资—物价”良性循环的形成抱有信心。我们认为，这一信心主要来自于日本此轮再通胀与疫情前相比的三点变化。

第一，基本工资涨幅加速提升。“春斗”是日本工会在每年春季组织的为提高员工薪资而进行的劳资谈判。“春斗”的调薪包括基本涨薪（base-up）和年功涨薪（seniority）两个部分。1990年代中期以后的“春斗”涨薪绝大部分属于例行的年功涨薪，也就意味着日本员工的基本工资在二十年间几乎没有增长。这在一定程度上解释了日本经济为何陷入慢性通缩。然而，基本工资的涨幅从去年开始加速提升。2023年“春斗”涨薪幅度3.58%，其中2.1%为基本涨薪，大幅高于近十年0.5%左右的平均水平。而根据3月15日宣布的结果，今年“春斗”平均工资涨幅达5.28%，为1991年以来的最大涨幅，其中基本工资涨幅预计将超过3%，同样创下近三十年新高。基本工资的上调意味着日本在实现“工资—物价”良性循环的路上迈出了第一步。

第二，服务通胀抬升有望对物价水平形成持续支撑。2000年之后，日本服务业的物价水平便陷入停滞。即便近十年出现两轮总体物价水平的再通胀，服务通胀也“岿然不动”。疫情管制放开之后，日本服务通胀开始明显提升，并从2023年下半年开始稳定在2%的水平之上。服务通胀提升主要受益于疫情期间受压抑的服务消费需求的集中释放，这部分需求既包括日本本国居民的服务消费需求，也包括疫情管制放开后海外游客赴日旅游的消费需求。由于服务需求对收入的敏感性较强，收入提升有望继续助力服务需求继续回升。



第三，长期通胀预期持续上升。长期通胀预期的高低对经济能否形成“工资—物价”循环至关重要。如果长期通胀预期较高，则劳动者将要求更高工资以弥补未来通胀损失。相反，如果居民与企业认为通胀只是暂时性的，则工资水平并不会大幅上升。日央行报告显示，日本居民和企业的中长期通胀预期仍将温和抬升，这意味着员工将继续要求更高的工资，而企业也将加大对工资和价格的调整力度，有助于“工资—物价”循环的形成。

在此基础上，日本经济呈现出温和复苏的迹象，为日央行退出负利率创造出有利条件。2023 年日本名义 GDP 增速达 5.7%，实际 GDP 增速为 1.9%，均是近年来较高水平。同时，日本企业利润率保持较快增长，总体利润中枢由负转正。日本股市自 2023 年以来快速上涨，日经 225 指数在 2024 年 2 月超过 1989 年的高点，创下历史新高。这些都是结束负利率政策的积极信号。加上美联储预计将开启降息周期，为减少货币政策周期错位而导致的汇率波动，日央行选择在 3 月和 4 月的政策窗口期退出负利率符合市场预期。

## 二、加息但不紧缩的背后：日本经济复苏的基础尚不牢固

尽管日央行终结负利率政策，但短期内宽松的货币环境仍将延续。日央行行长植田和男表示将考虑广泛的政策宽松选项，预计存款和贷款利率不会大幅上行，并承诺将继续购买国债。这表明日央行虽然退出负利率，但短期内不会退出零利率，也不会中止非常规货币政策或是转向紧缩政策。

这一政策立场看似矛盾，实际上与日本经济现状较为匹配。日央行退出负利率的政策决定主要基于对通胀可持续性的乐观预期，但一方面“工资—物价”循环的建立仍有待数据确认，另一方面通胀可持续性的上升并不意味着实际经济增长的可持续性上升。当前实际经济复苏的基础还不牢固，日本经济仍面临诸多内外挑战。

从实际经济增长看，尽管 2023 年全年实际 GDP 增速达 1.9%，但同比增速逐季下滑，环比增速也在 2023 年三季度转负，而四季度环比初值依然负增长，在被上修之后才避免了连续两个季度环比负增的技术性衰退。从结构上看，支撑内需的居民消费和企业投资仍然缺乏内生动力。实际居民消费已连续三个季度下滑，2023 年的涨薪成果并未完全体现。而私人非住宅投资相较 2022 年虽然有所上涨，但主要由企业对知识产权等虚拟资产投资的增长所拉动。在利润高增的情况下，企业的实物投资意愿并不强。同时，海外经济增长有所放缓，日本外需的不确定性也将加大。鉴于日本经济内生动力偏弱，经济周期易受外部周期影响，外部冲击有可能将经济拖入衰退，从而让前期积累的经济增长成果前功尽弃，日央行在当前节点以鸽派姿态退出负利率有其必要性。

从价格看，“工资—物价”循环的建立仍有待数据确认。尽管今年 3 月的“春斗”结果表明物价向工资传导这一步已经完成，但 3% 左右的基本工资涨幅可能并不足以让工资反过来向物价传导。一是“春斗”覆盖的雇员数量仅占日本劳动力人口的 16% 左右，包括中小企业在内的劳动力市场整体加薪幅度仍存不确定性。二是从实际收入看，疫后日本实际工资指数不增反降，说明工资涨幅并未跑赢通胀。今年的涨薪能否让实际工资整体止跌转升是居民消费能否企稳回升的关键。三是劳动收入占国民收入比重在疫情后也呈下降趋势，表明劳动者并未在劳动生产率的增量分配中获得优势。这说明企业还有很大空间容纳工资上涨，并不需要将工资上涨的成本立即转嫁给消费者。因此，尽管日本已经向“工资—物价”循环的建立迈出了坚实的第一步，但循环能否真正建立起来仍需要进一步确认。

综合而言，当前日本经济复苏仍然处于“名义复兴”阶段。无论是通胀持续超过 2%、



工资涨幅破 5%，还是市场较为关注的股市创下新高以及企业利润达到高位，本质上是商品市场、劳动力市场和资本市场的价格出现大幅上涨，从而在账面上呈现出复兴景象。而实际经济虽然温和复苏，但复苏的势头能否持续仍有较高的不确定性，经济增长的成色有待验证。

### 三、经济内部的良性循环是“名义复兴”迈向“实际复兴”的关键

过去三十年的经验表明，日本经济难以单纯依靠内生动力摆脱“低增长低通胀”的长期均衡。一方面，较低的潜在经济增速加剧日本经济脆弱性，经济增长很容易因外部负面冲击的影响而被中断；另一方面，劳动力市场以及僵尸企业等供给侧结构性因素往往会削弱需求侧的刺激效果，导致政策的有效性下滑。这些因素所造成的低增长低通胀反过来又强化企业和居民的长期预期，导致其减少消费和投资，从而让经济陷入长期停滞。

此次疫后再通胀的确让人看到了日本经济打破原有均衡的可能性。外部冲击带来的价格上涨成功提升了工资水平，而“工资—物价”循环的建立，理论上可以通过收入效应和财富效应提升居民消费，还能通过提升企业盈利促进投资。

往后看，日本能否将“工资—物价”的良性循环拓展为“企业投资—居民消费”的良性循环，是其经济能否从“名义复兴”走向“实际复兴”的关键。而达成这一目标仍需要多方政策相互配合。日央行大概率在此次加息后采取谨慎姿态，以留出空间观察经济和通胀走势。财政政策方面，日本政府计划从 2024 年 6 月实施为期一年的所得税和住民税减免政策，预计将提振日本经济内需。此外，若劳动力市场流动性、人口老龄化以及企业新陈代谢等供给侧结构性问题不能得到缓解，需求侧的良性循环也无法顺利实现。去年下半年以来，日本居民消费与企业实物投资走弱，表明经济增长的堵点尚未完全打通。一言以蔽之，日本股市创新高等反映了日本宏观经济和企业盈利的明显改善，但日本经济持续稳定恢复还有待政策发力和制度改革同步推进。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)