

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜 张润锋

日央行终结负利率时代，之后呢？

阅读摘要

3月19日，日本央行修改超宽松货币政策框架，核心政策调整包括3个方面：(1) **短端取消负利率**；(2) **长端取消收益率曲线控制**；(3) **日央行停止ETF、J-REITs的购买**，购买国债金额大致不变。

整体来看，日央行“量价齐动”，相比以往较为谨慎的态度，此次明显节奏更快。我们认为主要原因有以下几点：(1)从短端利率(-0.1%)适用的准备金比率(4.9%)及市场利率(均值：0.72%)数据观察，**长短端利率的约束力(binding)均在逐渐减弱**。日央行实际是移除了已不再具有实质约束的基准利率限制，会议后日元下跌套息交易并未受到较大影响可以佐证此点。(2) **通胀中枢(1月CPI: 2.2%)抬升**，春斗超预期涨薪也为未来“工资-通胀”循环提供支撑；(3) **劳动力市场整体偏紧**，失业率保持低位。(4)日央行在全球其他主要经济体利率保持不变的“窗口期”走出“负利率”，也有**风险控制**的考量。

调整宽松框架之后，日本经济将面临新的问题：(1) **价格是否能稳定在温和增长区间？**关键是通胀能否从“成本输入型”转化成“内需拉动型”，归根结底还是内需扩大的问题。(2) **提高利率之后，企业投资是否能够持续？**产能利用率、资产收益率中枢下移是否会制约日本经济增长。(3) **较长期内日元升值可能性较高**，预期会增大日本出口企业的压力，不利于出口增长。(4) 2023年日本政府的债务率超过250%，利率提升之后日本政府2025财年预期付息增加3.7万亿日元，相当于人均2.94万日元债务。基于以上问题，我们认为日央行后续**迅速加息的概率偏低，更大可能是调整购债规模来平滑收益率曲线及资产价格波动**，并关注日本经济的变化相机抉择。

从资产价格变动来看，**日股仍有向上空间，但需关注下行压力**。日本央行减持ETF，以及日股和美股的关联性依然对日股具有不确定影响。**日债收益率短期或有上移超1.0%可能，但上移空间有限**。未来10年期国债中枢或有上移可能，但目前日本经济复苏仍较为温和，利率快速大幅上涨或掣肘经济增长、引致日央行干预，故上行空间也有限。**日元方面，市场已于月初计入大部分货币政策正常化预期**，叠加日美套汇交易受会议影响有限，会后日元不升反贬，但后续日元汇率走势依然很大程度上取决于美联储货币政策走向，与日本经济增长表现，全球贸易回暖、特别是半导体制造业向上提振增长动能，日元汇率中枢转强仍是基本研判。

注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

日央行终结负利率时代，之后呢？

一、日本央行 3 月货币政策会议释放哪些关键信号？

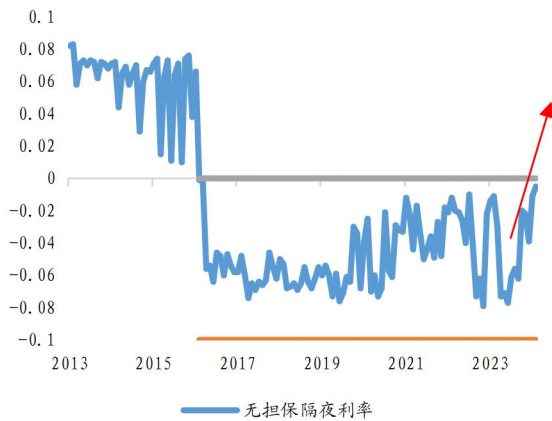
（一）会议核心要点：修改超宽松政策框架，退出负利率、取消 YCC、停止部分资产购买，但维持国债购买量、保留对长端利率的干预余地、不排除重新使用旧工具

3 月 19 日，日本央行修改超宽松货币政策框架，同时取消负利率及收益率曲线控制，并停止 ETF、J-REITs 的购买。向市场传递以下 3 个重要信号：

1. 利率方面：（1）短端取消负利率，将银行在央行的三层准备金结构¹恢复至两层，对超额准备金支付 0.1% 的利率，从而引导无担保隔夜利率回升至 0-0.1% 之间（目前在 -0.1%-0 之间，见图表 1）；**（2）长端取消收益率曲线控制（YCC**，2023 年 10 月至今为以 1% 为参考价购买 10 年期国债），保留当利率出现大幅波动时灵活购债。

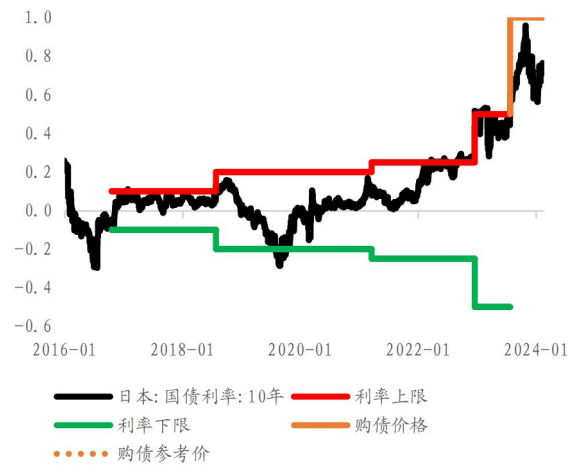
¹ 在三层准备金结构下，基础准备金、宏观附加准备金、政策利率准备金分别适用+0.1%、0、-0.1%的利率。

图表 1：目前无担保隔夜利率在-0.1%-0 之间



数据来源：CEIC、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 2：YCC 实施以来 10 年期国债收益率

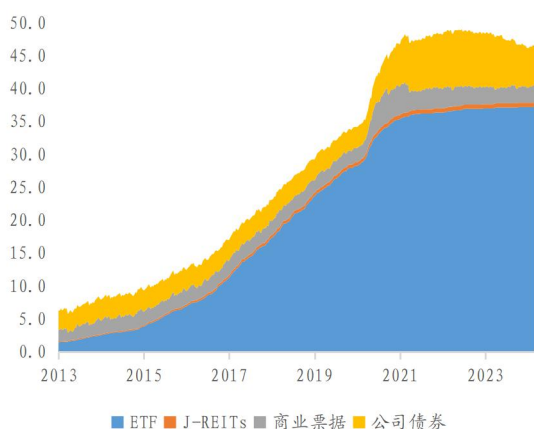


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 资产购买方面：（1）日央行停止 ETF、J-REITs 的购买，并将在一年内停止商业票据及公司债券的购买。（2）日央行将继续以与之前大致相同的金额²购买国债。ETF、J-REITs 方面，根据日央行资产负债表，2021 年以来日央行基本停止增持 J-REITs、2023 年以来日央行基本停止增持 ETF。日央行持有的商业票据及公司债券金额亦分别在 2021、2022 年开始下降。国债方面，自 2023 年初起，日央行每季度的购债计划已在“碎步式”缩减，随本次会议公布的二季度购债计划缩减幅度加大（见图表 5），未来日本央行料相机抉择，若复苏斜率较高或逐步减少购债额甚至停止购债，但若复苏依旧较缓，不排除日央行继续维持当前购债速度、甚至加大购债力度的可能。

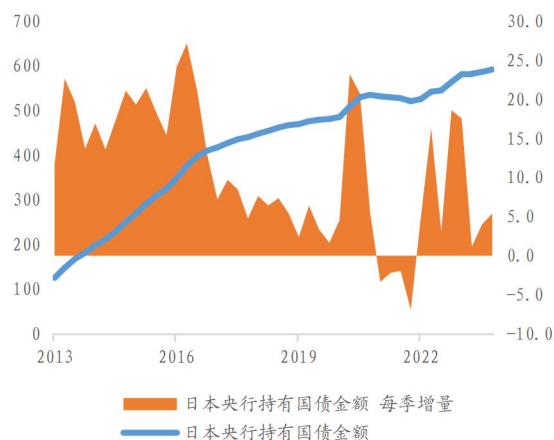
² 目前约为每月 6 万亿日元。

图表 3：日央行持有的 ETF、J-REITs、商业票据及公司债券（万亿日元）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 4：即使在放松 YCC 后的 2023 年三、四季度，日本央行仍在继续增持日本国债（万亿日元）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 5：日本央行国债季度购买计划（亿日元）

	1 年以下	1-3 年	3-5 年	5-10 年	10-25 年	25 年以上	通胀调整债券	浮动利率债券
2023Q1	1500	4250-5750	5000-6500	5750-7750	2000-4000	1000-3000	600	300
2023Q2	1500	3500-6500	4250-7250	4750-8750	1000-5000	500-3500	600	300
2023Q3	1500	3500-6500	4000-7500	4500-9000	1000-5000	500-3500	600	-
2023Q4	1500	3500-6500	4000-7500	4500-9000	1000-5000	500-3500	600	-
2024Q1	1500	3000-6500	3500-7500	4000-9000	1000-5000	500-3500	600	-
2024Q2	1500	3000-4500	3500-5000	4000-5500	1000-2000	500-1000	600	-

数据来源：日本央行、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

3. 前瞻指引方面，日央行认为超宽松货币政策已完成其历史使命，春季工资谈判显示“工资-通胀”循环得到强化，物价持续稳定目标已在望。

二、日央行为何快节奏结束负利率

此次，日央行“量价齐动”，同时退出“负利率”、收益率控制，并减少了资产购买。虽然仍保持“相机”购买政

府债券购买，但相比以往较为谨慎的态度，我们认为日央行此次货币政策明显节奏更快。主要原因有以下几点：

（1）首先，长短端利率的约束力逐渐减弱。短端利率适用的准备金占比有限；长端来看，市场利率较少触及长端利率 1% 的上限。从这点判断，日央行调整基准利率节奏虽快，但主要是放松了约束力很小的政策利率，此时放松基准利率市场变化预期可控。

（2）经济数据对于退出“量化宽松体系”有一定支持：首先，通胀中枢抬升，春斗超预期涨薪也为未来“工资-通胀”循环提供支撑。其次，劳动力市场整体偏紧，失业率保持低位。目前日本劳动市场整体供不应求，劳动力市场热度预期可以维持。另外，日央行在全球其他主要经济体利率保持不变³的情况下走出“负利率”，也有风险控制的考量，避免政治共振。

1. 长短端利率约束力减弱，放松之后预期风险可控。

长端来看 YCC 目前约束力已经较弱。10 年期国债收益率上限制放宽至 1% 之后，市场利率几乎未冲击该水平（见图表 6）。取消该限制之后预期影响可控，市场利率不会大幅跳升。但日央行仍保留了回旋余地，若利率上升幅度、速度超过央行容忍度，不排除日央行继续入市压制利率。

短端来看原因有二，首先，适用负利率的准备金占比相

³ 预期大概率美联储 3 月 20-21 日议息会议维持利率不变。

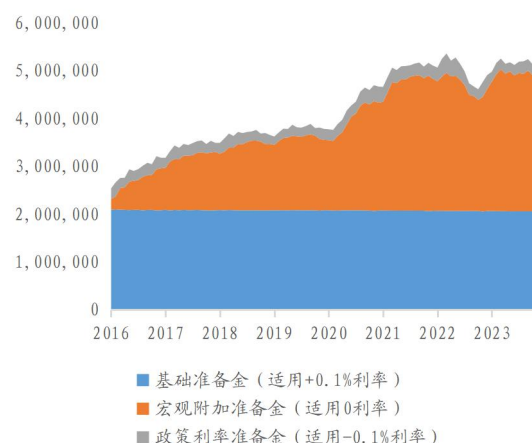
对较低影响有限。截至 2024 年 1 月适用-0.1%的政策利率准备金占银行总准备金比例为 4.9%，明显低于实施负利率之初（2013 年 2 月）的 8.8%（见图表 7）。其次，2023 年以来信贷增长趋势较好，2023 年初至今，日本银行业贷款及贴现平均同比增长率为 4.2%，远高于 2013-2022 年均值 3.0%，或表明信贷投放增长良好，即使对超额准备金支付正利率，也难以重演 2013-2015 年银行将资金回存央行的情形。

图表 6：两次放松 YCC 后，10 年期国债收益率并未冲击利率上限



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 7：适用负利率的准备金占比相对较少



数据来源：日本央行、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

2. 通胀中枢抬升，“春斗”带来“工资-通胀”循环。

2024 年 1 月 CPI 同比增 2.2%，剔除生鲜食品及能源的 CPI 同比增 3.5%。二者虽较 2023 年均值有所回落（3.3%、4.0%），但中枢已显著高于 1991-2021 年均值（0.4%、0.3%），基本摆脱通缩。春季工资谈判中薪资的超预期涨幅料将推动“工资-通胀”良性循环中“进口价格上升-工资上涨-产品

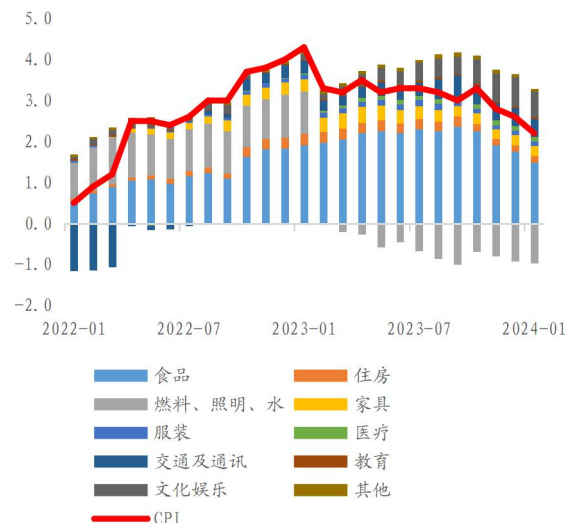
价格上涨-企业对产品及服务实施多样化定价”⁴由前三阶段向最后一个阶段的转化。

图表 8：日本家庭收入领先家庭支出及零售增速，目前家庭收入有改善迹象



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 9：通胀中枢上升，服务通胀逐步占主导



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

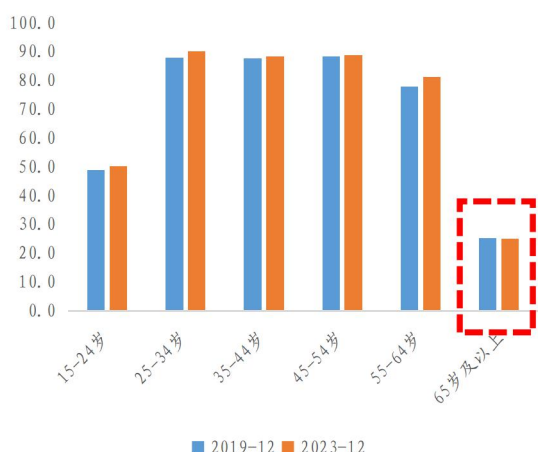
3. 就业市场偏紧，整体供不应求。

截至 2023 年 12 月，日本总招聘岗位数 245.1 万、未恢复至疫情前的 266.0 万，且自 2023 年初（255.6 万）略微回落。但供给端因老龄化加深，劳动参与率继续提升空间有限。在人口持续负增长背景下，日本劳动参与率已从 2013 年的 59% 附近提升至目前的约 63%。各年龄段中，55-64 岁人群劳动参与率抬升最为明显（目前较 2012 年末提升超 12%），但疫后 65 岁及以上人群劳动参与率已难以提升、甚至有所下滑（见图表 5）。随着 55-64 岁人群日

⁴ 2023 年 12 月 6 日，冰见野良三在大分县金融经济会议上的发言中提出形成“工资-通胀”循环的四个阶段，第 1 阶段为企业在销售价格中反映进口价格上涨，第 2 阶段为工资反映一般价格水平的上涨，第 3 阶段为企业在销售价格中反映出劳动力成本的增加，第 4 阶段为企业的定价政策变得多样化，除了低价产品和服务外，也销售高价值的产品和服务。

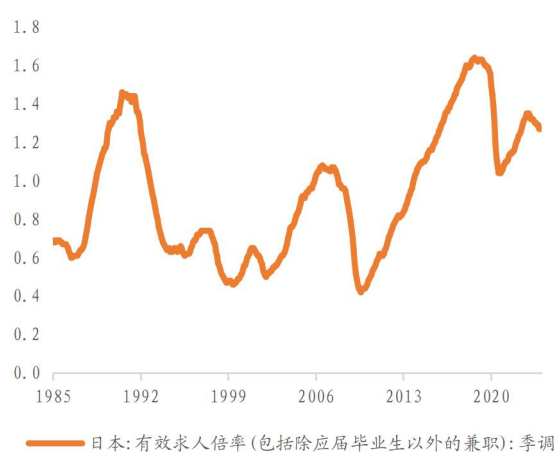
渐年长，未来劳动力供给或更加紧张。供不应求格局下，失业率持续下降，2024年1月失业率继续降至2.4%，远低于1991-2021年的失业率均值3.7%。新增就业人口在2023年11月末有较大改善，其中制造业新增就业受出口转好提振快速回升。2024年1月有效求人倍率⁵升至1.35，低于疫情前的1.72（2018年12月）但逐步接近泡沫经济时代峰值1.58（1990年9、10月，见图表6），劳动力市场的紧张推动了2024年春季工资谈判初步涨薪5.3%。

图表 10：疫情后 65 岁以上劳动力参与率难以继续提高，反而下降



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 11：有效求人倍率回升至近泡沫经济时代峰值



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

三. 量化宽松之后，日本经济仍面临的不确定性

调整宽松框架之后，日本经济仍面临各方面问题：

（1）目前通胀温和增长，但后续需关注通胀能否从“输入型”转化成“内需拉动型”。从推升通胀的因素来看，虽然目前成本推升的通胀在逐渐减弱，但后续需求拉动能否将

⁵ 有效招聘岗位/有效求职人数。

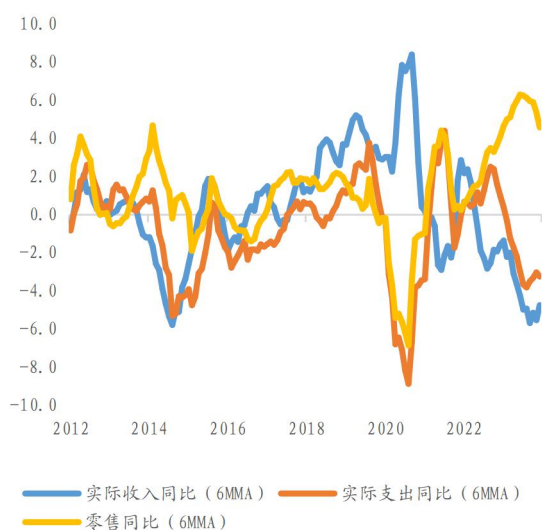
价格水平维持在温和增长区间仍有不确定性。进口商品价格指数同比从2022年7月49.5%的峰值回落至2024年2月的0.18%，2023年下半年至今服务⁶对通胀拉动率持续在1%以上。但从消费数据来看，消费端因前期通胀制约商品消费、开放入境后的旅游修复脉冲回落而复苏较缓。前期受输入型通胀影响，家庭实际收入同比自2022年10月以来连续16个月负增，拖累居民消费支出及零售增速，但年初居民实际收入跌幅收窄至-2.1%(2023年均值-4.8%，见图表12)。随着2024年春季工资谈判初步涨薪5.3%远高于去年的3.8%⁷，推动实际收入、实际支出及零售陆续回升。但收入效应提振消费通常需要较长时间的传递，后续价格指数能否稳定增长依然需要观察。

(2) 企业投资不足始终是市场质疑“超宽松货币政策”效力的重要依据。截至2023年末，产能利用率指数较1991年初下降了24.6%，非金融企业ROA较1991年初下降了0.3%，企业设备投资支出较1991年初增长了20.9%(见图表13)。提高利率之后，企业投资是否能够持续，产能利用率、资产收益率中枢下移是否会制约日本经济增长亦存在不确定性。

⁶ 包括医疗、交通、教育、文化娱乐及其他服务。

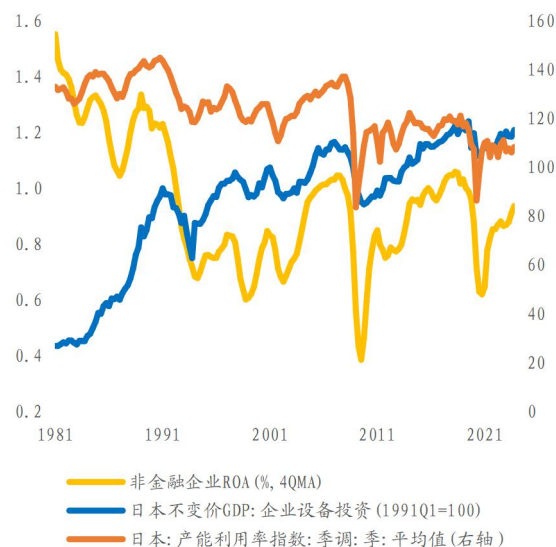
⁷ 2023年3月17日，首批总计805家企业回答结果，涨薪幅度3.80%；3月24日，公布1,290家企业(含上一批，下同)涨薪幅度3.75%；4月5日，公布2,482家企业涨薪幅度3.70%；4月13日，公布3,066家企业涨薪幅度3.69%；5月10日，公布3,681家企业涨薪幅度3.67%；6月5日，公布4,475家企业涨薪幅度3.66%；7月5日，公布5,272家企业涨薪幅度3.58%(最终结果)。

图表 12：日本家庭收入领先家庭支出及零售增速，目前家庭收入有改善迹象



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 13：产能利用率持续处于低位、非金融企业 ROA 中枢下移

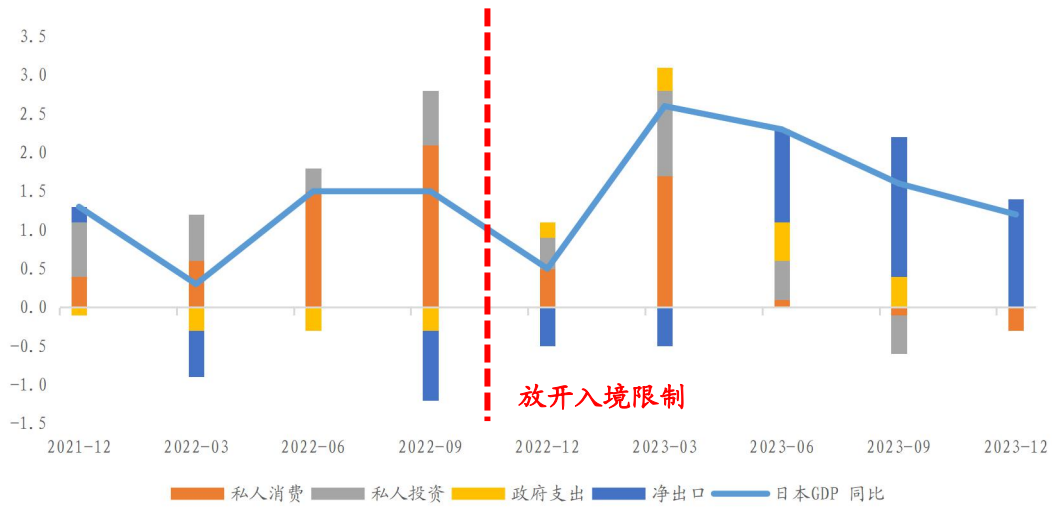


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（3）出口增长可能受到抑制。议息会议结束后日元有所贬值，但长期看利率中枢依然有走升的可能性，预期较长时期内日元升值可能性较高。2023 年二季度至今外需较为强劲是拉动二季度 GDP 上升的主要原因，所有出口品类均录得明显增长，而 2023 年下半年至今由制造业周期回升驱动⁸。日元升值预期会增大日本出口企业的压力，对出口增长有所抑制。

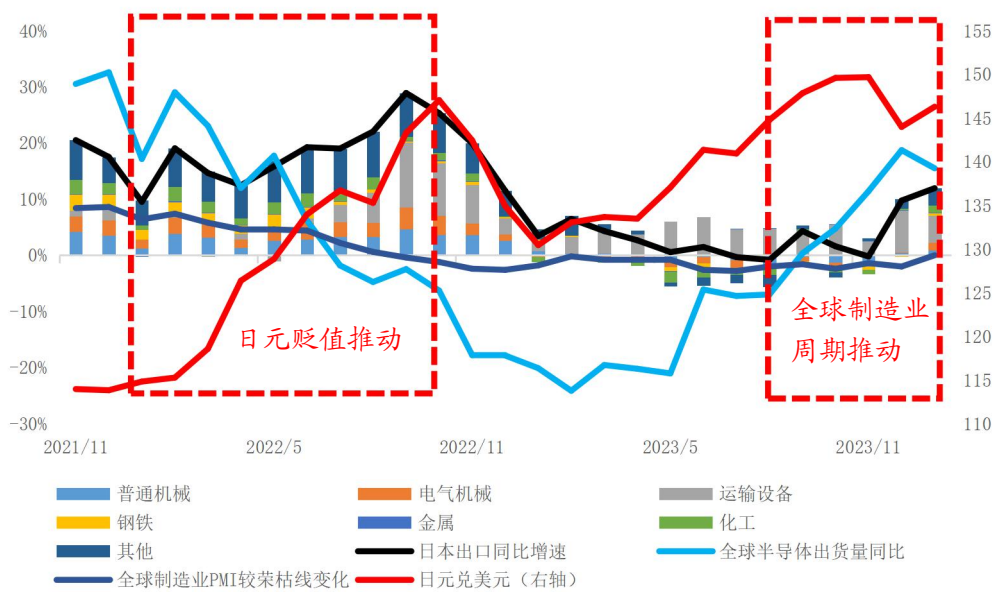
⁸ 此次贸易上升主要由运输设备、化工及电气机械等日本优势制造产品出口拉动，增速持续扩大。

图表 14：日本各部门对实际 GDP 的拉动率（同比，%）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 15：日本外需的 N 型复苏



数据来源：CEIC、WIND、WSTS、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（4）日本政府债务付息压力上升，掣肘货币政策实质收紧节奏。截止 2023 年末，日本政府债务总额超过 1,286 万亿日元，创历史新高，同时债务率（债务总额/GDP）达到 255%左右。随着利率上限放开，日本政府付息总额将膨胀：

根据日本财务省估算，利率上升 1%带来的 2025 财年政府债券的利息和本金支付将比预期增加 3.7 万亿日元，相当于人均 2.94 万日元左右的债务。但由于一半以上的债务由日本央行持有，长期来看债务可持续性受到影响预期有限。

四、日本金融市场走势展望

1. 日股：仍有向上空间，亦需关注向下压力。

虽然日经 225 在年初以来涨幅较大，已突破 1989 年前高，但得益于企业盈利的强劲增长消化估值，日经 225 最新滚动市盈率波动较大，但仍与最近十年均值（20.3）接近，叠加本次会议加息幅度不大，未来估值下调空间料有限。随着薪资增长推动内需回暖，日本二季度起有望迎来内外景气共振向上的局面，股市具备一定盈利增长基础。综合来看，在估值泡沫不大、盈利有望继续增长的背景下，仍具备一定上涨空间。但同时，亦不排除年内美联储降息时点延后、美股下行，并通过日美股市联动性所形成的外部压力，以及年内日央行停止增持国债或减持 ETF 所形成的流动性压力。

2. 日债：收益率短期或有上移超 1.0%可能，但受日央行政策余地及企业投资收益率限制，上移空间有限。

因本次会议引导短期利率上行 0.1%，且 10 年期国债收益率上限被放开，短端利率的上行将通过收益率曲线传导至长端利率，未来 10 年期国债中枢或有上移可能。但目前市场利率较少冲击利率上限，并且日本经济复苏斜率仍较温和，

日央行预测今明两年经济增速仅略高于 1.0%，非金融企业 ROA 也仅为 1.0%。利率快速大幅上行将对经济增长、尤其是企业投资产生抑制，或招致日央行的干预，因此长债收益率上行的幅度或较有限。

3. 日元：市场已于月初计入大部分货币政策正常化预期，叠加本次会议对日美套汇交易影响有限，短期日元承压，未来中枢走升仍是基本研判。

月初美元兑日元自 150 升值至 146 基本计入日央行货币正常化的大部分预期、且本次会议未对后续继续加息做出表态，叠加此前两次放开 YCC 后日债市场利率未触碰上限，会议对美日利差影响有限，因此会议后日元不升反贬值。往后看，日元汇率走势依然很大程度上取决于美联储货币政策走向，以及日本经济表现。2023 年初日本 CPI 升至 4% 以上时美元兑日元汇率升值至 130；2022 年底日央行三次动用外汇储备维稳日元汇率时美元兑日元为 150，预计未来也将在 130-150 区间内震荡。