

2024年04月27日

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

日本干预汇率的可能性有多大？

——海外观察：2024年4月日本央行会议

投资要点

- **事件：**日本央行保持政策利率在0%-0.1%不变，维持购债速度不变。
- **核心观点：**日本央行当前的货币政策仍然偏向宽松，前瞻指引略微偏鹰，为市场留下想象空间。然而，考虑到日元汇率的贬值尚未显著推高通胀，日本通胀继续超预期上行的压力不大，日央行可能不会急于加息。与此同时，考虑到日元的快速贬值及其可能对经济产生的负面影响，日本财政部干预汇率的可能性较大。市场也对日央行未来可能的干预措施保持高度关注，加剧了日元汇率的波动性。
- **会议决议符合市场预期。**本次会议声明十分简短，体现了2024年3月起实行的以利率为调控抓手的新货币政策框架的特点。政策总体仍保持宽松立场，前瞻指引略微偏鹰。除了利率前景外，市场关注的重点在于日央行是否会出手干预汇率。
- **经济展望凸显滞胀风险。**本次会议发布的经济展望中，日央行将2024年GDP预测的中位值从1.2%下调至0.8%，2024年核心通胀预测从2.4%上调至2.5%，反映出对于经济滞胀风险的预期。尽管今年通胀可能走高，日央行仍预期2025和2026年的通胀率会在2%的政策目标附近波动。
- **前瞻指引略微偏鹰。**日本央行行长植田和男表示，如果通胀继续上行将会加息。尽管日央行表示将与3月会议上宣布的相同的速度购买日本国债与公司债，但在政策声明中去除了明确购债规模为每月6万亿日元的脚注，为政策留下了操作空间，也为市场留下了自行想象的余地。
- **日央行暂时不会因汇率贬值而调整货币政策，会密切关注汇率对经济和物价的影响。**日央行表示，货币政策不以汇率为目标，但汇率确实会通过影响经济基本面和物价，进而影响货币政策决定。目前来看，日元汇率贬值还未对通胀产生大的影响，但不排除未来汇率会成为问题。日央行会继续观察日元汇率对经济的影响。由于日本较为依赖进口，日元贬值后，进口商品价格的上升可能会传导到消费者价格上，从而推高通胀率。市场也较为关注日央行对于日元汇率的态度，记者会开始后一个半小时，日元汇率突然出现巨大波动，先是升值至154.99，然后又快速重新贬值至156.33。可以看出，市场对于日央行是否会干预汇率非常敏感。
- **我们认为日央行近期继续加息的可能性较小，但日本政府出手干预汇率的可能性较大。**日本通胀的同比增速虽然在2%以上，但过去几个月连续下行，日本目前面临的通胀压力不大，日央行不必急于加息。日元汇率干预通常由日本财政部决策、由日央行执行。由于美国通胀很可能趋势性反弹，美联储年内降息可能性变小，市场对美联储货币政策预期的进一步调整，可能导致日元下跌的势能继续积累。从历史上看，日本财政部通常在日元汇率波动剧烈、迅速且单方向变动时干预汇率，特别是当汇率波动对日本经济有显著负面影响时。4月25日，在本次会议召开前一天，日元汇率就已贬至155（USD/JPY）的关键水平，会议召开后，更是突破156。日本财政部有较大可能性决定通过直接买入日元的方式来干预汇率。
- **风险提示：**汇率波动风险；政策调整不确定性；外部经济影响。

正文目录

1. 日央行会议决议符合市场预期	4
2. 日本干预汇率的可能性较大.....	4
3. 风险提示	5

图表目录

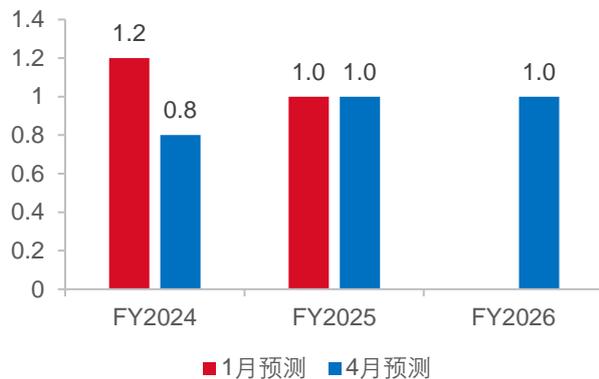
图 1 日央行实际 GDP 同比增速预测, %	4
图 2 日央行核心 CPI (除新鲜食品外) 预测, %	4
图 3 日本 CPI 通胀率, %	5
图 4 美元兑日元汇率, %	5

1. 日央行会议决议符合市场预期

会议决议符合市场预期。本次会议声明十分简短，体现了 2024 年 3 月起实行的以利率为调控抓手的新货币政策框架的特点。政策总体仍保持宽松立场，前瞻指引略微偏鹰。除了利率前景外，市场关注的重点在于日央行是否会出手干预汇率。

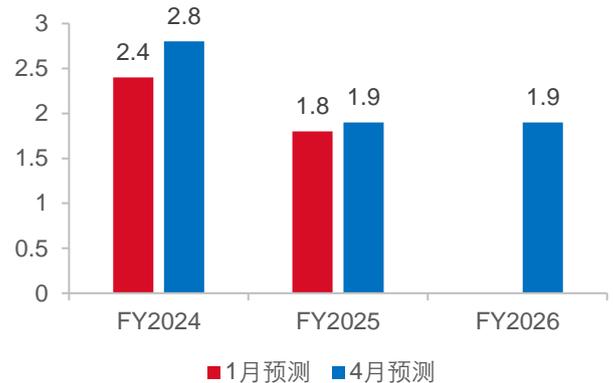
经济展望凸显滞胀风险。本次会议发布的经济展望中，日央行将 2024 年 GDP 预测的中位值从 1.2% 下调至 0.8%，2024 年核心通胀预测从 2.4% 上调至 2.5%，反映出对于经济滞胀风险的预期。尽管今年通胀可能走高，日央行仍预期 2025 和 2026 年的通胀率会在 2% 的政策目标附近波动。

图1 日央行实际 GDP 同比增速预测，%



资料来源：日央行，东海证券研究所

图2 日央行核心 CPI (除新鲜食品外) 预测，%



资料来源：日央行，东海证券研究所

前瞻指引略微偏鹰。日本央行行长植田和男表示，如果通胀继续上行将会加息。尽管日央行表示将以与 3 月会议上宣布的相同的速度购买日本国债与公司债，但在政策声明中去除了明确购债规模为每月 6 万亿日元的脚注，为政策留下了操作空间，也为市场留下了自行想象的余地。

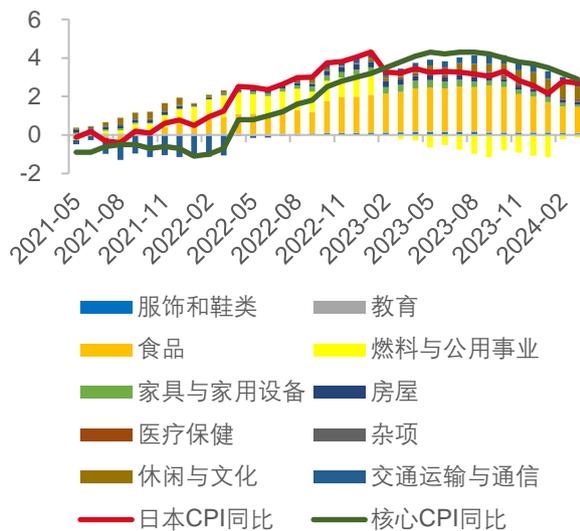
日央行暂时不会因汇率贬值而调整货币政策，会密切关注汇率对经济和物价的影响。日央行表示，货币政策不以汇率为目标，但汇率确实会通过影响经济基本面和物价，进而影响货币政策决定。目前来看，日元汇率贬值还未对通胀产生大的影响，但不排除未来汇率会成为问题。日央行会继续观察日元汇率对经济的影响。由于日本较为依赖进口，日元贬值后，进口商品价格的上升可能会传导到消费者价格上，从而推高通胀率。市场也较为关注日央行对于日元汇率的态度，记者会开始后一个半小时，日元汇率突然出现巨大波动，先是升值至 154.99，然后又快速重新贬值至 156.33。可以看出，市场对于日央行是否会干预汇率非常敏感。

2. 日本干预汇率的可能性较大

我们认为日央行近期继续加息的可能性较小，但日本政府出手干预汇率的可能性较大。日本通胀的同比增速虽然在 2% 以上，但过去几个月连续下行，日本目前面临的通胀压力不大，日央行不必急于加息。

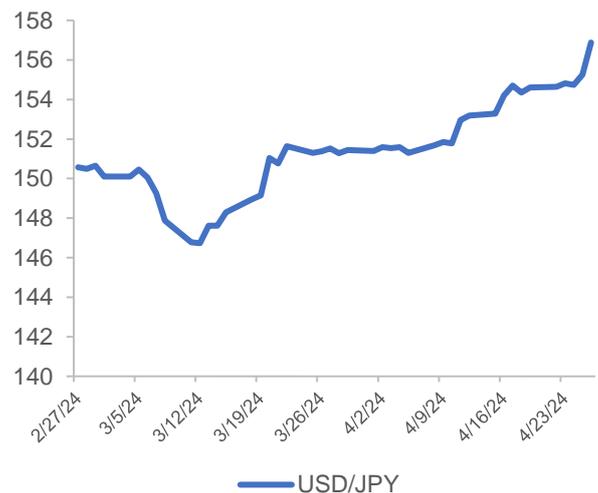
日元汇率干预通常由日本财政部决策、由日央行执行。由于美国通胀很可能趋势性反弹，美联储年内降息可能性变小，市场对美联储货币政策预期的进一步调整，可能导致日元下跌的势能继续积累。从历史上看，日本财政部通常在日元汇率波动剧烈、迅速且单方向变动时干预汇率，特别是当汇率波动对日本经济有显著负面影响时。4月25日，在本次会议召开前一天，日元汇率就已贬至1美元兑155日元，会议召开后，更是突破1美元兑156日元。日本财政部有较大可能性决定通过直接买入日元的方式来干预汇率。

图3 日本 CPI 通胀率，%



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图4 美元兑日元汇率，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

3.风险提示

汇率波动风险：日元贬值可能加剧，若无有效干预，将影响进口成本和通胀预期。

政策调整不确定性：日央行未来政策走向不明确，市场需警惕意外的政策调整或声明。

外部经济影响：全球经济与政策环境变化快，特别是美联储的政策动向可能对日元产生重大影响。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089