



月度日本宏观洞察：用提前升息来拯救日元？

核心观点：日本经济基本面在过去一个月的变化似乎并不利于短期内升息。不过企业部门向好的趋势得以继续维持，我们相信今年晚些时候日本仍会升息（仍预计在 10 月）。我们不认为日本央行减少国债购买的操作会引起债券市场的高度波动。汇率方面，我们不能完全排除日本央行会为了日元贬值而提前于 7 月升息，但可能性仍相当低。日本政府或更倾向于通过财政部干预外汇市场来管理汇率预期。在干预手段受制较多的情况下，我们预计日元短期内贬值压力仍在，不过中期有望回升。

在过去的一个月，日本经济基本面的变化似乎并不利于短期内升息：

- 1. 私人消费依然较弱，尽管边际改善。**调整旅游后的消费活动指数 4 月略微回升（环比+0.5%），仍依然处在相对较低水平上（图表 1）。耐用品消费有所改善，但是非耐用品消费继续走低。服务消费表现较为稳定。此外，商品零售销售额 5 月略微升高，消费者信心指数在 4-5 月连续下滑之后终于在 6 月反弹 0.2 个百分点到 36.6（图表 2）。
- 2. 对外贸易转弱。**日本 5 月实际出口指数再下滑 12.3 到 145.2，然而实际进口指数维持韧性，导致实际贸易逆差 5 月有所扩大（图表 3）。
- 3. 双核心 CPI 通胀率继续下滑。**虽然排除了生鲜食物的核心 CPI 5 月上升 0.3 个百分点到 2.5%，但是这主要是因为能源价格的上升。进一步排除了能源价格的双核心 CPI 通胀率继续下行 0.3 个百分点到 2.1%（图表 4）。除了食品 CPI 继续下跌之外，服务业 CPI 亦再微跌 0.1 个百分点到 1.6%（图表 5）。对整体 CPI 有先导性意义的东京双核心 CPI 6 月虽然略微回升，但是未显著体现春斗结果对服务业价格的传导。毕竟 4 月核心工资同比增速也仅加快 0.1 个百分点（图表 6）。不过 6 月东京 CPI 显示由于日元贬值造成的进口商品价格上升似乎已经逐渐传递至 CPI。此外，短观调查显示企业价格预期仍较为乐观：企业预计一年后的通胀率预测维持在 2.4% 的水平上不变，三年和五年预期各上调 0.1 个百分点到 2.3% 和 2.2%（图表 7）。

不过企业部门向好的趋势得以继续维持，我们相信今年晚些时候仍会升息：

- 1. 7 月 1 日公布的二季度短观调查（Tankan）显示大型企业商业信心继续维持在较高水平上。**虽然汽车安全测试丑闻有进一步发酵风险，但是制造业商业信心依然上升 2 个百分点到 13%。或由于消费仍低迷，非制造业商业信心微跌 1 个百分点到 33%（图表 8）。企业投资计划方面，所有企业预计资本扩张 10.6%，高于此前 3 月调查的 4.5%。虽然这一数据相较去年同期的 12.4% 略低，但是从历史数据的角度来看依然是一个较高的水平。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024 年 7 月 3 日

浦銀國際

宏观洞察

月度日本宏观洞察



扫码关注浦银国际研究

2. **大多数硬数据亦表现良好。**在投资方面，领先于企业投资的私人机械订单4月数据继续改善。但是领先于建筑业投资的已动工私人非住宅建筑5月有所下跌（图表9）。在生产方面，不论是工业生产还是出货在4-5月均较一季度改善（图表10）。

日本6月议息会议表态在我们看来则较为中性，但相比4月会议略偏鹰。在该会议中，日本央行宣布7月开始减少国债购买（现时每月购买6万亿元），具体规模与和商业银行、证券公司等开会讨论后将于7月议息会议中公布。根据日本央行的表示，减少购买的规模或是显著的，但我们认为由于日本央行提前与各界金融机构协商的关系，该操作或还不至于引起债券市场的高度波动。

在升息方面，尽管央行表示减少国债购买和升息决议并无关联，但并未完全排除7月升息可能性。然而，由于双核心通胀走低，以及私人消费以及出口持续低迷，我们认为7月升息的可能性比我们上个月发布年中展望的时候更低。不过市场计入的升息预期在日元持续贬值和短观调查发布后有所回升（图表11）。考虑到经济前景不明朗，我们仍维持10月升息到0.25%（目前0-0.1%区间）且明年再继续升息的预测。该预测的基本假设是大部分春斗薪资协商结果将自夏天起逐渐体现在工资上，帮助核心通胀温和上升以及私人消费改善，与此同时美国经济今年并没有进入衰退（具体请参见：[2024年中期宏观经济展望：平波缓进，渐入佳境](#)）。

我们不能完全排除日本央行会为了日元贬值而提前于7月升息，但可能性仍相当低。关于日元贬值，日本央行行长植田和男在6月议息会议后表示会审视汇率波动的范围和持续性，以及其对本土价格乃至加薪的影响。然而在我们看来，不论是表示升息和减少购债不冲突还是提及汇率和通胀的关系，均是植田和男为了平衡市场对日元贬值预期的话术。按照经济基本面来说，升息还未到时间。

此外，升息目前可能并不是日本政府抵御日元贬值压力的最优工具。在我们看来，近期日元进一步贬值（至历史新低的161）和美元指数的进一步走强以及日本经济数据乏力（尤其是通胀数据）有关，日美10年期国债收益率差近期其实是有所减小的（图表12）。也就是说，即便日本央行使用提前升息作为抵抗汇率贬值的工具，利差的减少也并不一定可以帮助日元改善当前的贬值趋势。

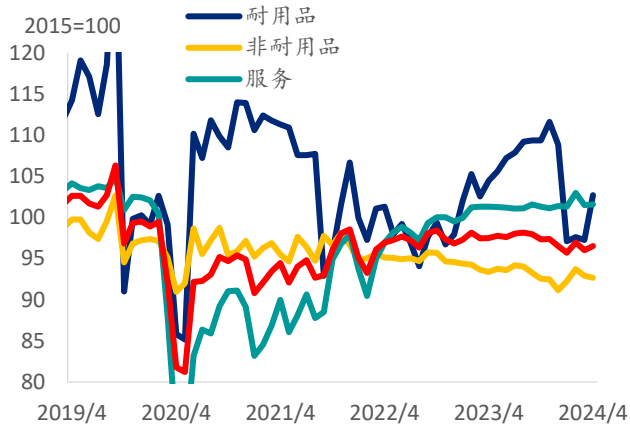
而且，相比两国10年期国债收益率3.4%的差值，15个基点的升息对收窄两者利差而言或只是杯水车薪，或会轻易被潜在偏鹰的美联储立场而引起的美国国债收益率上升所吸收。

总而言之，我们仍相信日本政府或更倾向于通过财政部干预外汇市场来管理汇率预期，且不能排除近期有另一轮财政部干预操作的可能性。不过相对于美元兑日元汇率的具体点位，日元贬值的速度和起因或也是日本政府关心的因素。然而，如果接下来7月5日发布的消费活动指数和7月8日发布的5月工资数据较强，那么我们也不能完全排除7月升息的可能性。

在干预手段受制较多的情况下，我们预计短期内日元贬值压力仍在。不过伴随着美联储预计在9月开始降息，日本央行在10月升息，两国息差收窄且经济形势差异开始分化，我们仍相信中期日元兑美元汇率将会升值。然而，基于近期变化，我们将年底美元兑日元汇率点位调整至150-155区间内，相较于年中展望时的145-150之间。

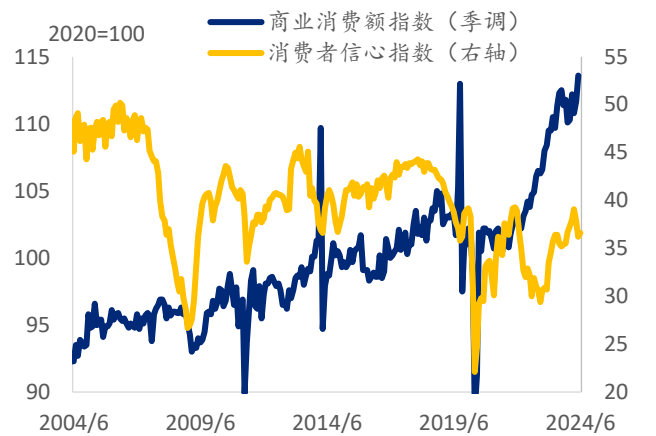
风险提示：工资增速并未如期体现春斗结果、私人消费迟迟不改善、财政部干预外汇市场的操作失效。

图表 1: 调整旅游后的消费活动指数 4 月略微回升 (环比+0.5%), 仍依然处在相对较低水平上



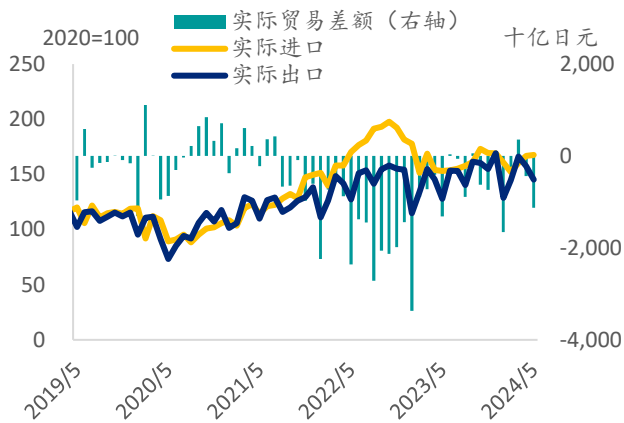
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 2: 商品零售销售额 5 月略微升高, 消费者信心指数终于在 6 月反弹



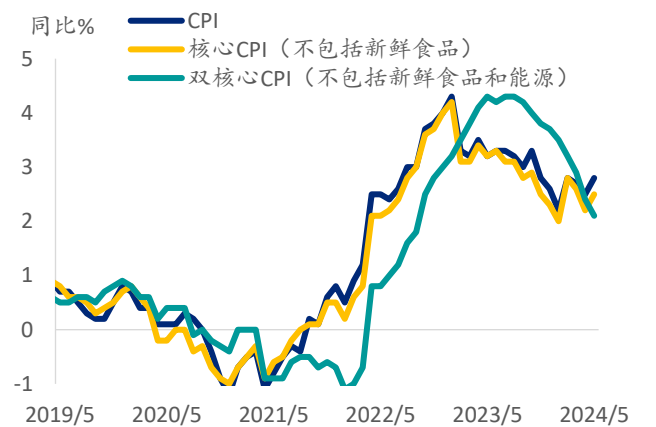
资料来源: CEIC, 同花顺, 浦银国际

图表 3: 5 月日本实际出口指数再下滑 12.3 到 145.2



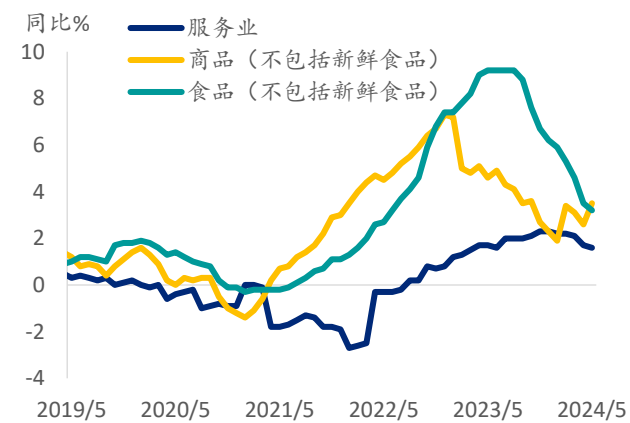
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 4: 虽然排除了新鲜食物的核心 CPI 5 月上行, 进一步排除了能源价格的双核心 CPI 继续下跌



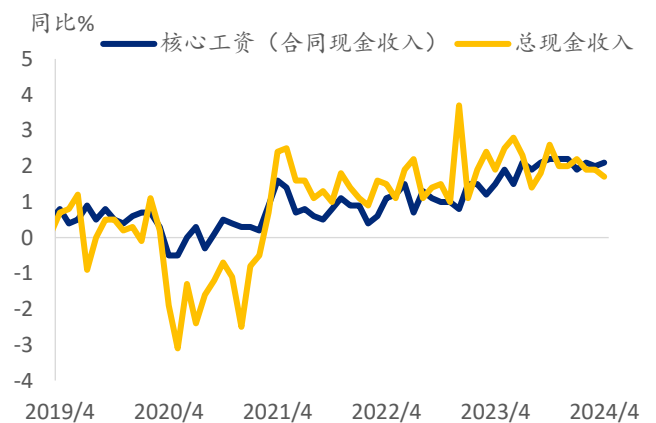
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 5: 除了食品价格继续下行之外, 服务业 CPI 也继续温和下降



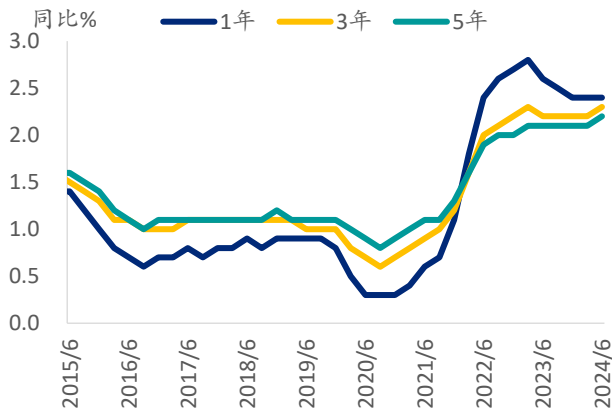
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 4 月核心工资同比增速加快仅 0.1, 显然尚未体现春斗薪资协商结果



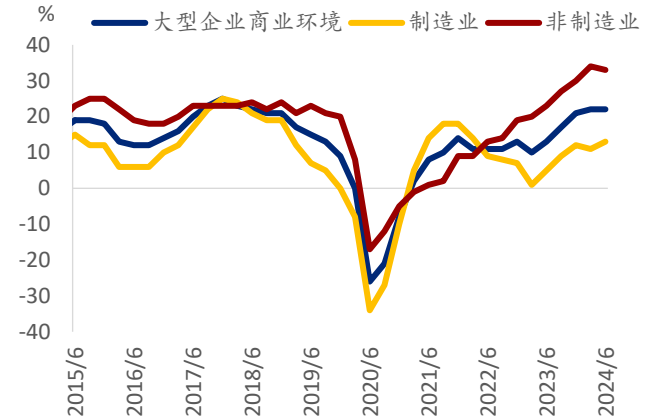
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 7: 二季度短观调查显示企业价格预期仍较为乐观



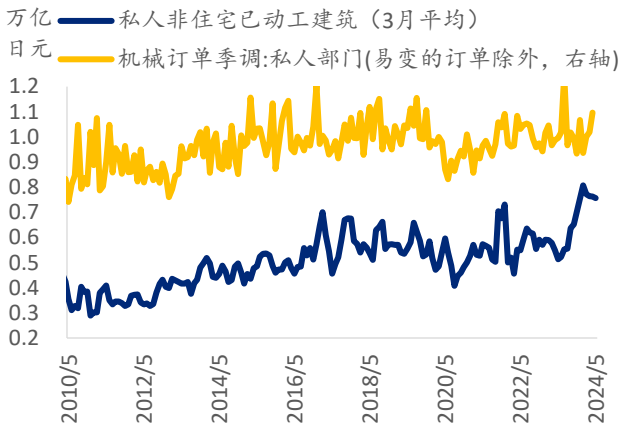
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8: 短观调查显示大型企业商业信心继续维持在较高水平上



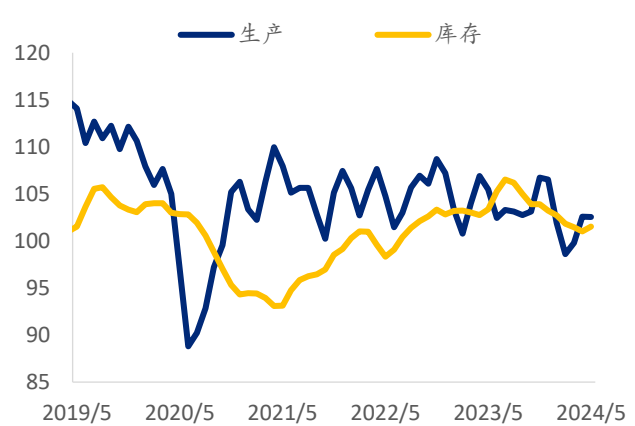
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 9: 私人机械订单 4 月数据继续改善。但是已动工私人非住宅建筑 5 月有所下跌



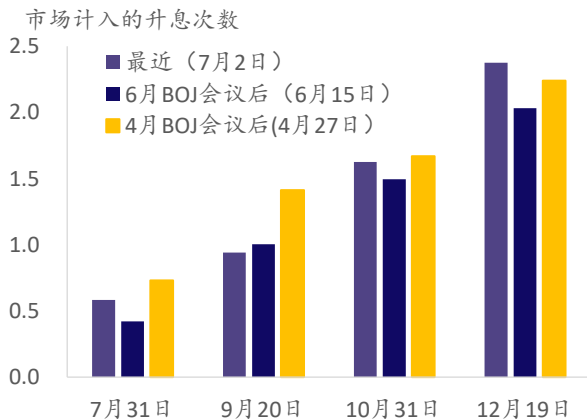
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 10: 在生产方面, 不论是工业生产还是出货在 4-5 月均较一季度改善



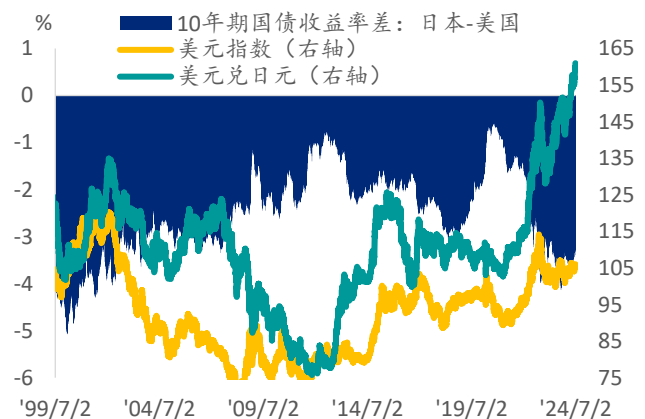
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 11: 市场计入的 7 月升息概率在 6 月议息会议后跌至不足 5 成, 近期又有所回升



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 12: 尽管日元继续贬值, 但是日美国债收益率差其实在收窄



资料来源: 同花顺, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

