

全球央行转向边际宽松背景下，日央行会加码宽松吗？

一、全球央行转向边际宽松背景下，日央行会加码宽松吗？

■ 日本央行 6 月货币政策会议宣布维持基准利率不变，即准备金账户中政策利率部分-0.1%，10 年期日债收益率 0 左右，维持资产购买不变，符合预期。日本央行认为，日本经济正有缓慢扩张趋势。尽管出口和工业产出受到全球经济下滑影响有所弱化，国民收入和支出仍表现良好，公司利润和市场情绪整体保持乐观，企业固定投资持续增长，私人消费在波动中缓慢增长，就业率和收入稳定增长，房地产投资保持平稳，公共部门投资保持高位，但 CPI 同比增长率在 0.5% 到 1% 之间，仍未达 2% 通货膨胀目标。预期日本经济将持续扩张。国内需求将保持上升趋势，收入和支出在企业 and 家庭部门都保持着良性循环，随着国外经济逐渐恢复，预期出口将缓慢增长，多数委员认为只要产出缺口持续为正、中长期通货膨胀预期上升，CPI 增长率将有可能达到 2% 目标水平，但一人认为 CPI 增长率达到 2% 水平的可能性很低。日本经济未来仍面临一定下行风险。全球经济下行可能会对日本企业和家庭部门造成一定影响，美国宏观政策、中国等新兴出口经济体的发展、英国脱欧等都有可能对日本经济产生负面影响。货币政策仍保持负利率、量化质化宽松和收益率曲线控制。日本将持续推进 QQE 政策直到 CPI 增长率达到 2% 水平并保持稳定，决定延长低利率政策至 2020 年春季，但有一名委员认为应引入前瞻性指引政策以阐明政策利率和价格稳定目标之间的关系，才有可能尽快达到 2% 的目标增长水平，另一名委员认为货币政策和财政政策的协调尤为重要，如果央行下调中长期通货膨胀预期，就应该承诺采取额外的宽松政策。我们认为当前日本经济周期性走弱，通缩压力依然存在，日本央行或加码宽松。海外需求是日本经济的重要支撑，随着外部需求的走弱，出口对经济增长的贡献将下降；日本国内方面，私人企业设备投资方面，需求面的趋弱将对其形成拖累；私人消费短期尚可但缺乏内生动力支撑；私人住宅投资短期有支撑，政府支出将对经济形成正面贡献，但难以弥补私人部门需求的走弱。价格角度来看，虽然日本暂时小幅摆脱通缩，当前通胀水平总体仍很低，仍面临潜在通缩风险，距离实现 2% 通胀目标更是有很长的距离。2013 年以来，日本央行不断扩大货币政策宽松规模，总体取得了较好效果，企业利润率提升，就业改善，经济增速回升，通缩压力得到改善。但日本经济仍然面临很多问题，包括人口老龄化、劳动力短缺、政府债务攀升、长期通胀低迷等多方面。当前日本经济周期性走弱，通缩压力依然存在，日本央行或加码宽松。

二、全球央行观察

- 中国央行：为维护半年末流动性平稳，开展 14 天期逆回购操作。
- 美联储：部分官员支持降息。圣路易斯联储主席 Bullard 表示，认为通胀走弱背后的因素不太可能是暂时性的；希望通过降息来缓冲通胀的进一步走低和经济增速放缓。
- 欧央行：部分官员表示可能需要额外的政策刺激。欧央行行长德拉吉表示，更多次的降息是央行的工具之一；QE 具有很大的空间；如果经济前景没有改善，需要额外的刺激措施；央行的通胀目标是对称的。
- 日本央行：黑田东彦表示继续实施宽松政策是适当的。
- 其他央行：英国、巴西、印尼央行维持基准利率不变。

三、文献推荐

- 利率对购房的影响：对抵押贷款保险费的分析（FED）。

风险提示：贸易摩擦加剧造成全球经济增速大幅放缓；英国无协议脱欧造成全球经济不确定性的增加。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

正文如下:

一、全球央行转向边际宽松背景下，日央行会加码宽松吗？

日本央行 6 月货币政策会议宣布维持基准利率不变，即准备金账户中政策利率部分-0.1%，10 年期日债收益率 0 左右，维持资产购买不变，符合预期。

日本央行认为，日本经济正有缓慢扩张趋势。尽管出口和工业产出受到全球经济下滑影响有所弱化，国民收入和支出仍表现良好，公司利润和市场情绪整体保持乐观，企业固定投资持续增长，私人消费在波动中缓慢增长，就业率和收入稳定增长，房地产投资保持平稳，公共部门投资保持高位，但 CPI 同比增长率在 0.5% 到 1% 之间，仍未达 2% 通货膨胀目标。预期日本经济将持续扩张。国内需求将保持上升趋势，收入和支出在企业和家庭部门都保持着良性循环，随着国外经济逐渐恢复，预期出口将缓慢增长，多数委员认为只要产出缺口持续为正、中长期通货膨胀预期上升，CPI 增长率将有可能达到 2% 目标水平，但一人认为 CPI 增长率达到 2% 水平的可能性很低。**日本经济未来仍面临一定下行风险。**全球经济下行可能会对日本企业和家庭部门造成一定影响，美国宏观政策、中国等新兴出口经济体的发展、英国脱欧等都有可能对日本经济产生负面影响。**货币政策仍保持负利率、量化质化宽松和收益率曲线控制。**日本将持续推进 QQE 政策直到 CPI 增长率达到 2% 水平并保持稳定，决定延长低利率政策至 2020 年春季，但有一名委员认为应引入前瞻性指引政策以阐明政策利率和价格稳定目标之间的关系，才有可能尽快达到 2% 的目标增长水平，另一名委员认为货币政策和财政政策的协调尤为重要，如果央行下调中长期通货膨胀预期，就应该承诺采取额外的宽松政策。

当前日本经济周期性走弱。海外需求是日本经济的重要支撑，随着外部需求的走弱，出口对经济增长的贡献将下降。2018 年以来受外需走弱影响，日本实际出口整体呈现下降趋势，带动实际 GDP 同比增速持续走弱。当前中国经济依然面临下行压力，美国经济也出现走弱迹象，欧元区经济也整体趋弱，日本出口难有大的改善。同时，随着外部经济不确定性的增加，日元的避险属性也将得到体现，将会阶段性造成日元汇率的走高，对日本出口造成制约。国内方面来看，**私人企业设备投资方面，需求面的趋弱将对其形成拖累。**2013 年以来企业利润率整体开始走高，现在已经处于比较高的水平，与此同时，企业利润增速已经开始明显放缓。私人部门扣除船舶及电力公司的订单也已经开始走弱，显示企业设备投资可能难以有效改善。另一方面，从调查数据来看，短观数据显示企业商业环境预期已开始走弱，其中电力机械、运输机械、汽车等行业明显走弱，企业景气判断指数（BSI）设备分项已经走弱，无论是大中小各种企业。**私人消费方面，短期存在提前透支可能，但缺乏内生动力支撑。**首先，劳动力市场趋紧下现金收入的增加，以及股价上涨带来的财富效应，将对私人消费有一定支持；其次，消费税上调将导致私人消费的提前透支。参考 2014 年 4 月消费税上调（由 5% 提高至 8%），私人消费支出在消费税上调之前提前释放，短期之内起到了刺激消费、拉动经济的作用，但也造成了私人消费的提前透支，加税之后，私人消费支出大幅走弱。为避免消费税上调对经济再次负面冲击，日本政府两度延期税率上调法案至今年 10 月。虽然政府做了缓冲措施，但消费提前透支将难以避免，四季度消费预计将大幅下滑；最后，与私人消费密切相关的消费者信心指数已经呈现走弱态势，其中耐用品购买意愿也整体下降，表明在总需求整体趋弱的背景下，私人消费也将较弱。**私人住宅投资短期有支撑，政府支出将对经济形成正面贡献，但难以弥补私人部门需求的走弱。**

价格角度来看，虽然日本暂时小幅摆脱通缩，当前通胀水平总体仍很低，仍面

临潜在通缩风险，距离实现 2% 通胀目标更是有很长的距离。2018 年以来，核心通胀整体回升但仍持续处于低位，其中核心通胀（剔除新鲜食品）同比增速在 0.7% 至 1.0% 之间，核心通胀（剔除新鲜食品和能源）同比增速在 0.2% 至 0.5% 之间。虽然日本暂时小幅摆脱通缩，当前通胀水平总体仍很低，仍面临潜在通缩风险，距离实现 2% 通胀目标更是有很长的距离。通胀持续走弱与日本经济的温和扩张、劳动力市场的趋紧形成鲜明对比，主要受到以下几点因素影响。短期来看，首先，由于经济低增速和持续的通缩，居民和企业形成了工资和价格不会轻易改变了通缩预期，导致通缩前景难以改善；其次，面对日益趋紧的劳动力市场，企业通常选择节省劳动力，如雇佣兼职员工，以及通过使用科技设备和精简现有业务流程，提升劳动生产率以吸收成本上升的压力，制约了通胀的上升。日本央行研究也认为日本企业生产率相对较低，特别是在非制造业中还有很大的提升空间。最后，随着全球需求的趋弱，原油等工业原材料价格也将逐步走弱，将通过进口价格影响日本国内通胀水平，通胀也难以走高。长期来看，日本人口老龄化的积聚也是其面临长期通缩的重要原因。日本央行研究认为，日本人口增长放缓以及老龄化速度的加快是造成通缩压力重要原因之一。

我们认为当前日本经济周期性走弱，通缩压力依然存在，在全球央行转向边际宽松背景下，日本央行或加码宽松。2013 年以来，日本央行不断扩大货币政策宽松规模，总体取得了较好效果，企业利润率提升，就业改善，经济增速回升，通缩压力得到改善。但日本经济仍然面临很多问题，包括人口老龄化，劳动力短缺，政府债务攀升，长期通胀低迷等多方面。当前日本经济周期性走弱，通缩压力依然存在，在全球央行转向边际宽松背景下，日本央行或加码宽松。

二、全球央行观察

1. 中国央行：为维护半年末流动性平稳，开展 14 天期逆回购操作

国内货币市场利率回落。6 月 21 日，R007、DR007、Shibor3M 分别较上周（6 月 14 日）下降 45.52bp、21.95bp、5.20bp 至 2.05%、2.28%、2.90%。下周无公开市场操作到期。

香港货币市场利率上升，Libor-Hibor 利差回升。6 月 21 日，Hibor 隔夜、1 周、3 个月较上周（6 月 14 日）分别上升 52.89bp、30.79bp、0.99bp 至 2.26%、2.42%、2.41%；1 周 Libor-Hibor 利差回升至 24bp。

2. 美联储：部分官员支持降息

美联储副主席克拉里达表示，利率距离零下限有一定距离，美联储在行动中有充足的灵活性；美联储有保持经济持续增长所需的工具；劳动力市场强劲，但近期有所走软；支持采取更宽松立场的情形有所增加。

明尼阿波利斯联储主席 Kashkari 表示，将在 FOMC 会议上选择降息 50bp，预计长期通胀预期为 1.7%；在通胀稳定在 2% 水平之前，美联储应该保证不加息。

圣路易斯联储主席 Bullard 表示，认为通胀走弱背后的因素不太可能是暂时性的；希望通过降息来缓冲通胀的进一步走低和经济增速放缓。

3. 欧央行：部分官员表示可能需要额外的政策刺激

欧央行行长德拉吉表示，更多次的降息是央行的工具之一；QE 具有很大的空间；如果经济前景没有改善，需要额外的刺激措施；央行的通胀目标是对称的。

欧央行副行长 Guindos 表示，资产购买是欧洲央行工具之一，若通胀持续低迷，欧央行准备好采取措施。

欧央行管委雷恩表示，欧央行已经做好采取合适措施的准备，除非经济情形有所改善；将考虑重启资产购买。

4. 日本央行：黑田东彦表示继续实施宽松政策是适当的

日本央行行长黑田东彦表示，继续实施宽松政策是适当的，降息、资产购买、基础货币均是政策选项之一；当前灵活考虑 10 年期国债收益率区间是适当的，可能会将利率保持在低位至 2020 年春季之后；当前不会改变 ETF 购买。

5. 其他：英国、巴西、印尼央行维持基准利率不变

6 月 20 日，英国央行维持利率 0.75% 不变，下调英国第二季度 GDP 增速预期至 0%；巴西央行维持基准利率 6.50% 不变；印尼央行维持基准利率在 6% 不变。

三、文献推荐

利率对购房的影响：对抵押贷款保险费的分析

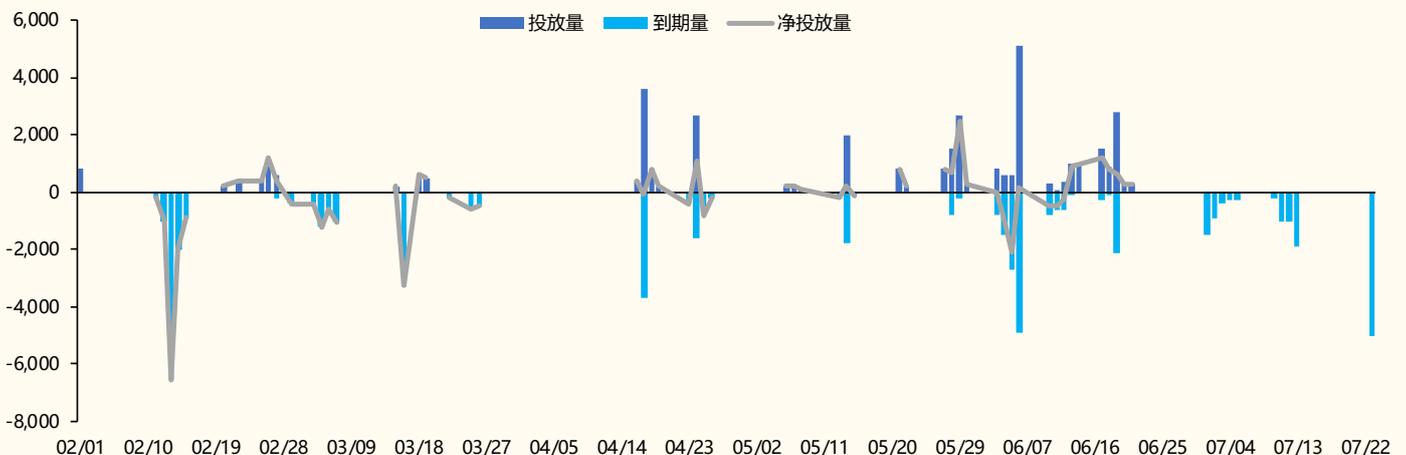
Neil Bhutta and Daniel Ringo

(来源：FED，地址：

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2017086pap.pdf>)

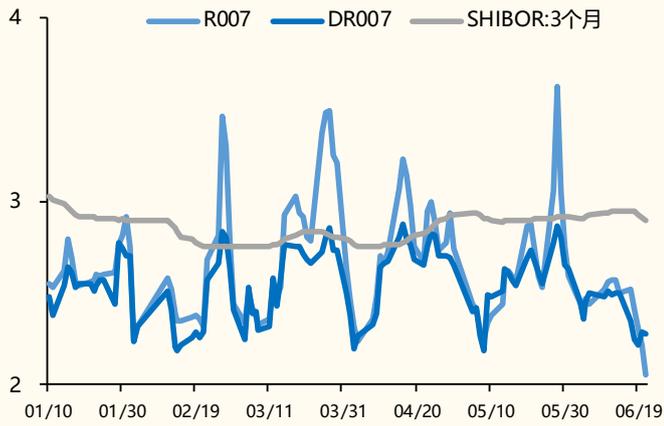
我们利用大型政府抵押贷款计划突然和意外的价格变化来研究利率对房地产市场的影响。联邦住房管理局 (FHA) 向大多数首付、低信用评级借款人提供保险，其中大多数是首次购房者。FHA 向借款人收取年度抵押贷款保险费 (MIP)，2015 年 1 月，FHA 突然下调 MIP，即 FHA 借款人的实际利率降低 50 个基点。使用不连续回归，我们发现 MIP 减少使 FHA 依赖人口中的购房数量增加了近 14%。对保费削减的反应与借款人收入呈负相关，相对高收入的借款人没有观察到明显的反应。我们发现购房增加的部分原因是 MIP 减少，有助于缓解债务支付收入比限制，从而允许更多的申请获得批准。最后，没有发现 MIP 减少提高房价的证据。

图表 1：近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



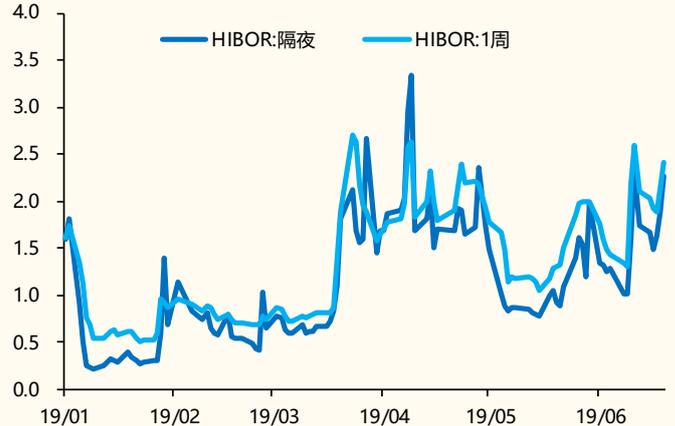
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2: 国内货币市场利率下降 (%)



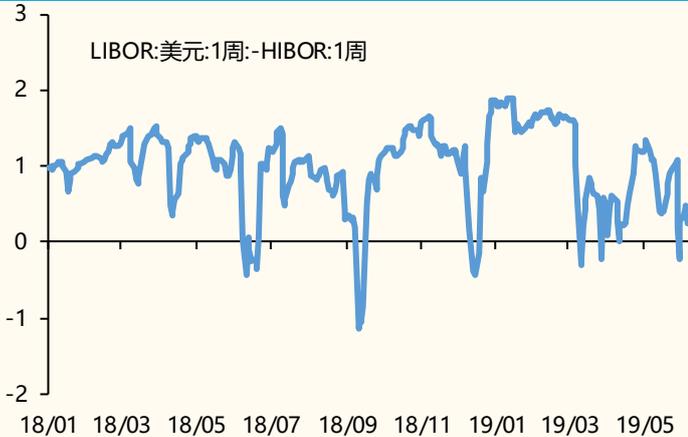
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 香港货币市场利率上升 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: Libor-Hibor 利差回升 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: CME 数据显示的美联储降息概率 (6.22)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 225-250bp)				
	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275
2019/7/31		32.30%	67.70%	0.00%	0.00%
2019/9/18	23.80%	58.50%	17.70%	0.00%	0.00%
2019/10/30	37.50%	42.30%	10.70%	0.00%	0.00%
2019/12/11	39.60%	28.80%	6.10%	0.00%	0.00%
2020/1/29	36.10%	21.50%	4.20%	0.00%	0.00%
2020/3/18	33.90%	18.80%	3.50%	0.00%	0.00%
2020/4/29	32.10%	17.00%	3.10%	0.00%	0.00%

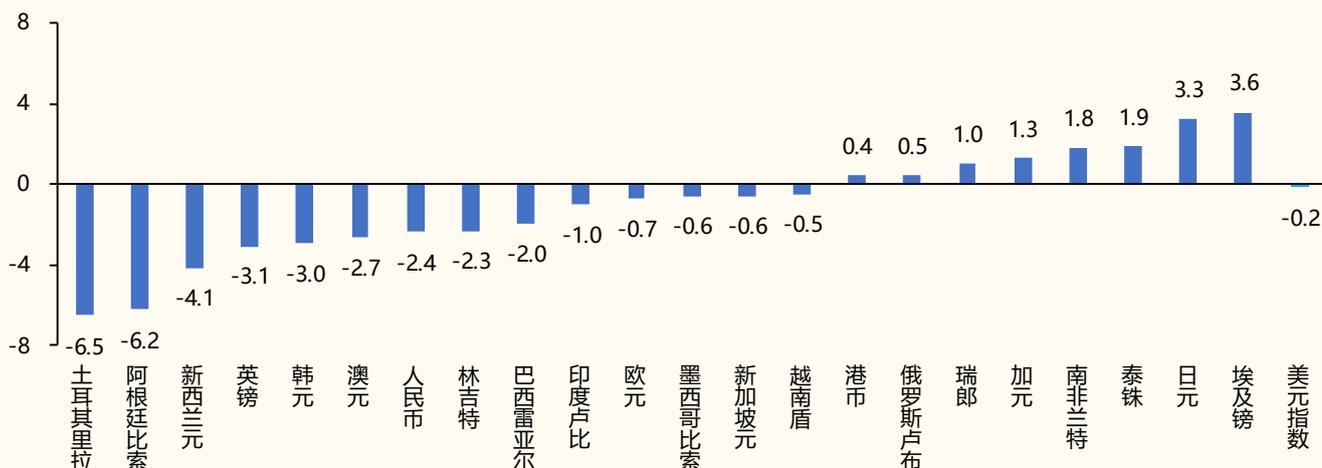
来源: CME, 国金证券研究所

图表 6: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



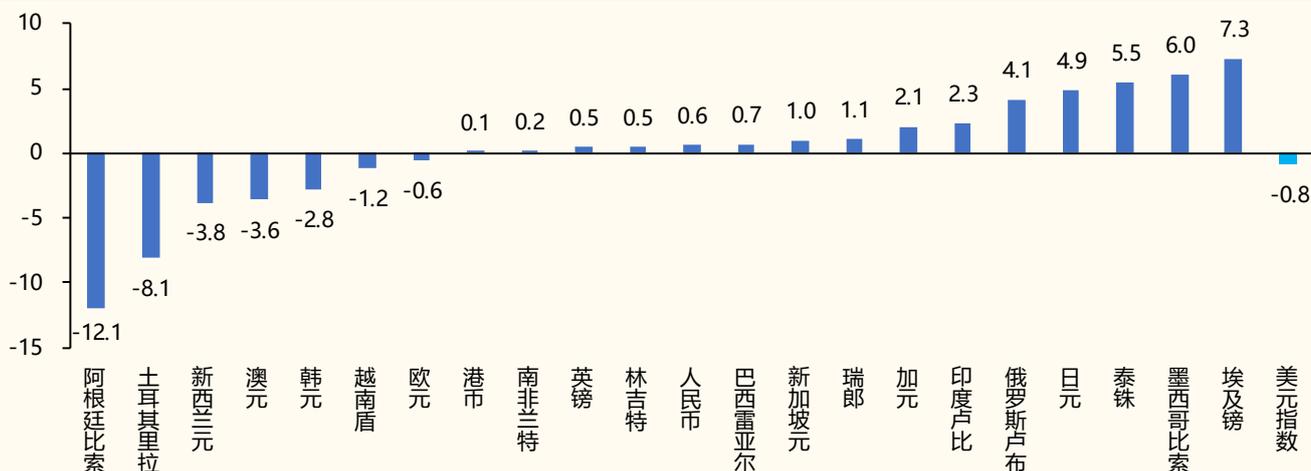
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 近三个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 近半年主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 上周中国央行公开市场操作表述

日期	上周中国央行公开市场操作表述
6月21日	为维护半年末流动性平稳, 以利率招标方式开展了300亿元14天期逆回购操作, 利率2.70%
6月20日	为维护半年末流动性平稳, 以利率招标方式开展了300亿元14天期逆回购操作, 利率2.70%
6月19日	为维护半年末流动性平稳, 对当日到期的2000亿元中期借贷便利(MLF)等量续做的基础上, 对中小银行开展增量操作, 总操作量2400亿元, 期限1年, 利率3.30%; 同时开展14天期逆回购操作400亿元, 利率2.70%
6月18日	为维护半年末流动性平稳, 以利率招标方式开展了900亿元14天期逆回购操作, 利率2.70%
6月17日	从2019年5月15日开始, 对服务县域的农村商业银行实行较低存款准备金率, 分三次实施到位。今日为实施该政策的第二次存款准备金率调整, 释放长期资金约1000亿元。 在此基础上, 为对冲税期、政府债券发行缴款等因素的影响, 维护半年末流动性平稳, 以利率招标方式开展了1500亿元14天期逆回购操作, 利率2.70%

来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 10: 上周美联储官员关于货币政策的言论

日期	美联储官员	投票权	上周讲话要点
6月22日	美联储理事布雷纳德	2019年	美国消费者支出稳健，消费者信心高企。
6月21日	明尼阿波利斯联储主席Kashkari	2020年	将在FOMC会议上选择降息50bp，预计长期通胀预期为1.7%；在通胀稳定在2%水平之前，美联储应该保证不加息。
6月21日	美联储副主席克拉里达	2019年	利率距离零下限有一定距离，美联储在行动中有充足的灵活性。 美联储有保持经济持续增长所需的工具； 劳动力市场强劲，但近期有所走软；支持采取更宽松立场的情形有所增加。
6月21日	圣路易斯联储主席Bullard	2019年	认为通胀走弱背后的因素不太可能是暂时性的； 希望通过降息来缓冲通胀的进一步走低和经济增速放缓。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 11: 上周欧央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	上周讲话要点
6月20日	欧央行副行长Guindos	资产购买是欧洲央行工具之一，若通胀持续低迷，欧央行准备好采取措施
6月20日	欧央行管委雷恩	欧央行已经做好采取合适措施的准备，除非经济情形有所改善；将考虑重启资产购买。
6月18日	欧央行行长德拉吉	更多次的降息是央行的工具之一；QE具有很大的空间； 如果经济前景没有改善，需要额外的刺激措施；央行的通胀目标是对称的。
6月17日	欧央行执委科尔	欧元区经济表现并非那么糟糕，服务和建筑行业表现相当良好。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 12: 上周日本央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	上周讲话要点
6月20日	日本央行行长黑田东彦	继续实施宽松政策是适当的，降息、资产购买、基础货币均是政策选项之一； 当前灵活考虑10年期国债收益率区间是适当的，可能会将利率保持在低位至2020年春季之后。 当前不会改变ETF购买。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 13: 上周其他国家央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	上周讲话要点
----	------	--------

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11854



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn