

为何日央行仍将保持大规模宽松？

主要结论：

一、为何日央行仍将保持大规模宽松？

- 25 日，日本央行货币政策会议维持政策利率不变。其中短期利率方面，准备金账户中政策利率部分保持-0.1%利率，长期利率方面，10 年期国债收益率保持在零左右。日本央行还对利率前瞻指引做了进一步明确，表示将在很长一段时间保持当前极低短期、长期利率水平，具体时间至少在 2020 年春季左右。经济展望方面，日本央行下调 GDP 增速，通胀增速预期基本保持不变。我们认为，当前日本经济整体趋弱，通缩压力依然存在，日本央行货币政策仍将保持大规模宽松。海外需求是日本经济的重要支撑，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，随着外部需求的进一步走弱，出口对经济增长的贡献将进一步下降；国内私人企业设备投资方面，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，需求面的趋弱将对其形成拖累；私人消费方面，消费税的上调将对私人消费造成提前透支，短期支撑消费，但在总需求整体趋弱的情况下，消费者信心指数已经呈现走弱迹象，显示私人消费缺乏内生增长动力。政府支出将保持较高水平，主要受 2020 年奥运会相关建设以及其他政府开支等支持，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%通胀目标更是有较长的距离。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。当前日本经济整体仍趋弱，通缩压力依然存在，日本央行货币政策将保持持续的宽松。

二、全球央行观察

- 中国央行：将建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架。人行副行长刘国强央行表示，实施稳健的货币政策，坚持不搞“大水漫灌”，营造有利于降低小微企业融资成本的货币金融环境。
- 美联储：关注下周四（5 月 2 日）美联储公布利率决议及政策声明，预计将维持政策利率不变。
- 欧央行：部分官员表示将在 6 月决定 TLTRO 具体细节。欧央行副行长 Guidos 表示，欧央行有多种潜在货币政策工具可供选择，包括 QE，从未讨论过购买股票的可能性；预计下半年经济增速将加快。欧央行执委 Cœuré 表示，负利率不是当前的最大问题，目前没有理由要采取分层利率；如果国际贸易问题得到解决，预计下半年将恢复经济增长。
- 日本央行：黑田东彦表示通胀目标的实现还需要时间。日本央行行长黑田东彦表示，日本央行货币政策决定取决于经济数据，很可能仍需要时间才能实现物价目标，不会在 2020 年春季之前考虑加息。日本央行货币政策司主管前田荣治表示，如有必要进一步宽松，有多种方式可用，需要密切关注其对金融系统的影响。
- 其他央行：俄罗斯、土耳其、瑞典和加拿大央行维持政策利率不变。

三、文献推荐

- 不确定性冲击，货币政策和长期利率（FED），货币政策传导效果如何取决于实际经济活动？（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、为何日央行仍将保持大规模宽松?

25 日,日本央行货币政策会议维持政策利率不变。其中短期利率方面,准备金账户中政策利率部分保持-0.1%利率,长期利率方面,10 年期国债收益率保持在零左右。日本央行还对利率前瞻指引做了进一步明确,表示将在很长一段时期保持当前极低短期、长期利率水平,具体时间至少在 2020 年春季左右。资产购买方面,维持国债余额每年 80 万亿日元速度增长;维持交易所交易基金(ETF)和日本房地产投资信托基金(J-REITs)余额分别以每年 6 万亿日元、900 亿日元的速度增长不变,对于商业票据(CP)和公司债券(Corporate Bonds)余额分别保持在 2.2 万亿日元和 3.2 万亿日元。同时,日本央行扩大了合格担保品范围,对于公司债券评级扩大至 BBB 及其以上;放宽证券借贷便利(SLF)的条件,并引入 ETF 借贷便利,以便暂时向市场提供所持有的 ETF,提高 ETF 市场流动性。

经济展望方面,日本央行下调 GDP 增速预期,通胀预期基本保持不变。具体来看,经济增速预期方面,2018 财年 GDP 增速预期从 0.9%下调至 0.6%,2019 财年 GDP 增速预期从 0.9%下调至 0.8%,2020 财年从 1%下调至 0.9%,2021 财年 GDP 预期为 1.2%。通胀方面,在不考虑消费税上调影响的情况下,2018 财年核心 CPI(剔除新鲜食品)预期为 0.8%,与此前持平,2019 财年核心 CPI 预期为 0.9%,下调 2020 年核心 CPI 增速预期至 1.3%(此前为 1.4%),2020 财年核心通胀预期 1.6%。

会后,日本央行行长黑田东彦表示,通胀目标的实现还需要时间,将根据需要对货币政策进行调整,意即货币政策在长期内将保持宽松。黑田东彦表示,日本央行的政策决策取决于经济数据,2020 年春季之前不会考虑加息,前瞻指引至少适用到 2020 年春季。这与此前黑田东彦的多次讲话相一致,此前也曾多次表示,继续实施宽松政策是非常重要的,仍然存在进一步实施宽松政策的空间;下调利率、增加资产购买规模、扩大基础货币都在宽松选项当中;不认为现在通胀目标需要改变;需要关注随着负利率持续时间变长,金融系统中中介功能可能受到负面影响

我们认为,当前日本经济整体趋弱,通缩压力依然存在,日本央行货币政策仍将保持大规模宽松。海外需求是日本经济的重要支撑,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,随着外部需求的进一步走弱,出口对经济增长的贡献将进一步下降;国内私人企业设备投资方面,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,需求面的趋弱将对其形成拖累;私人消费方面,消费税的上调将对私人消费造成提前透支,短期支撑消费,但在总需求整体趋弱的情况下,消费者信心指数已经呈现走弱迹象,显示私人消费缺乏内生增长动力。政府支出将保持较高水平,主要受 2020 年奥运会相关建设以及其他政府开支等支持,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

日本经济整体仍趋弱，通缩压力依然存在，日本央行货币政策将保持持续的宽松。

二、全球央行观察

1. 中国央行：将建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架

国内货币市场利率小幅波动。4月26日，R007、DR007、Shibor3M分别较上周（4月19日）波动-2.6bp、1.9bp、7.9bp至2.73%、2.70%、2.90%。

24日，人行进行二季度TMLF操作，规模2674亿元，期限为一年，到期可根据金融机构需求续做两次，实际使用期限可达到三年；操作利率3.15%，较同期限MLF利率低15bp。

25日，人行副行长刘国强央行表示，下一步要实施稳健的货币政策，坚持不搞“大水漫灌”，营造有利于降低小微企业融资成本的货币金融环境。要灵活运用货币政策工具，保持流动性合理充裕和市场利率平稳运行，扩大再贷款、再贴现等工具规模，抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架，要将释放的增量资金用于民营和小微企业贷款。推广债券融资支持工具，确保2019年民营企业发债融资规模、金融机构发行小微企业专项金融债券规模均超过2018年水平。

香港货币市场利率小幅上升，Libor-Hibor利差回落。4月26日，Hibor隔夜、1周、3个月较上周（4月18日）分别波动-7bp、39bp、10bp至1.64%、2.19%、2.06%；25日，1周Libor-Hibor利差回落至1.3bp。

2. 美联储：关注下周四（5月2日）美联储货币会议决议

关注下周四（5月2日）美联储公布利率决议及政策声明，预计将维持政策利率不变。

3. 欧央行：部分官员表示将在6月决定TLTRO具体细节

欧央行副行长Guidos表示，将在6月决定长期再融资操作（TLTRO）的更进一步细节；欧央行有多种潜在货币政策工具可供选择，包括QE，从未讨论过购买股票的可能性；预计下半年经济增速将加快。

欧央行执委Cœuré表示，负利率不是当前的最大问题，目前没有理由要采取分层利率，但需要密切关注；如果国际贸易问题得到解决，预计下半年将恢复经济增长。

4. 日本央行：黑田东彦表示通胀目标的实现还需要时间

日本央行行长黑田东彦表示，日本央行货币政策决定取决于经济数据，很可能仍需要时间才能实现物价目标，不会在2020年春季之前考虑加息；当前没必要改变房地产信托基金（J-REITs）购买计划。

日本央行货币政策司主管前田荣治表示，如有必要进一步宽松，有多种方式可用，需要密切关注其对金融系统的影响。

5. 其他央行：俄罗斯、土耳其、瑞典和加拿大央行维持政策利率不变

4月26日，俄罗斯央行维持基准利率7.75%不变；

4月25日，土耳其央行维持基准利率24.00%不变；瑞典央行维持基准利率-0.25%不变；

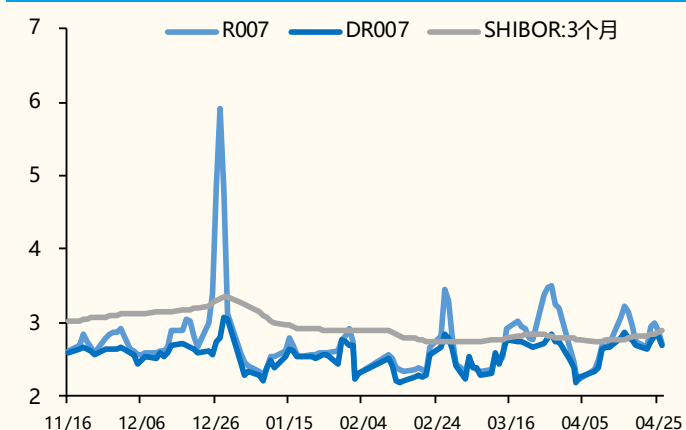
4月24日，加拿大央行维持基准利率1.75%不变。

图表 1: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



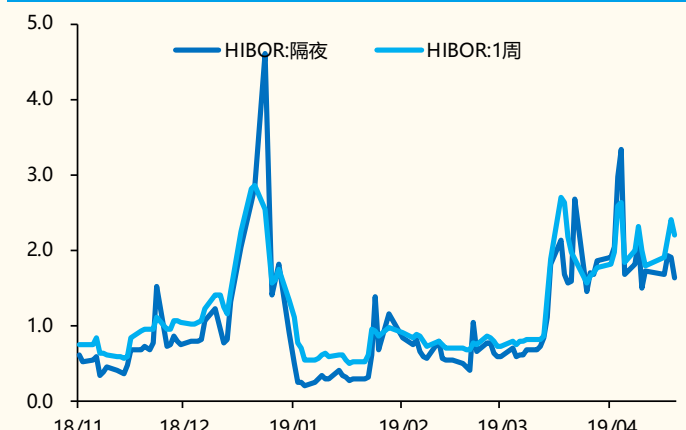
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 国内货币市场利率小幅波动 (%)



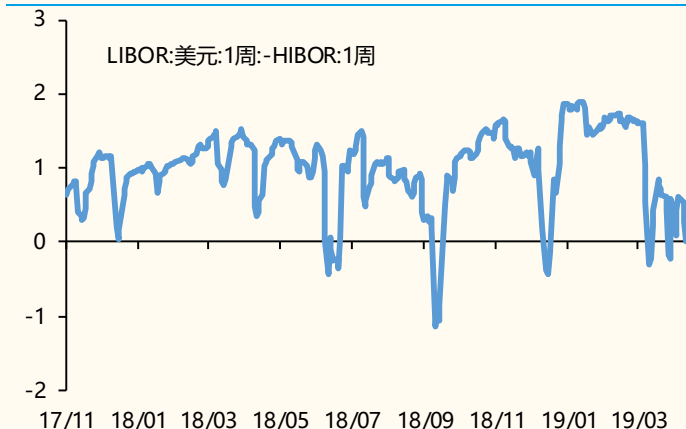
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 香港货币市场利率小幅上升 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: Libor-Hibor 利差回落 (%)



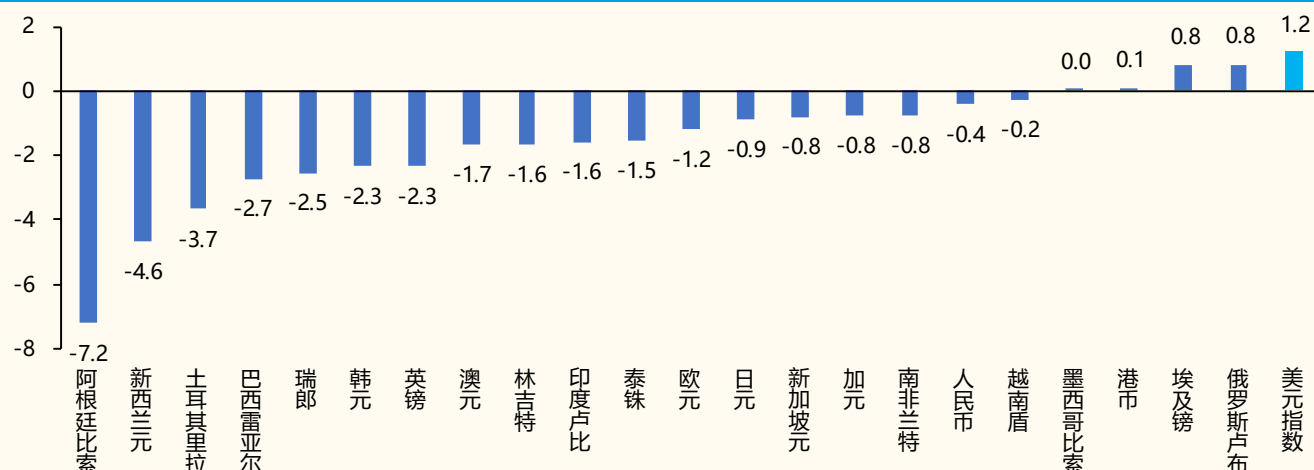
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: CME 数据显示美联储将维持利率不变 (4.27)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 225-250bp)		
	200-225	225-250	250-275
2019/5/1	2.5%	97.5%	0.00%
2019/6/19	19.9%	79.6%	0.00%
2019/7/31	29.2%	67.3%	0.00%
2019/9/18	38.0%	51.8%	0.00%
2019/10/30	39.6%	45.7%	0.00%
2019/12/11	40.8%	36.2%	0.00%
2020/1/29	40.2%	31.4%	0.00%

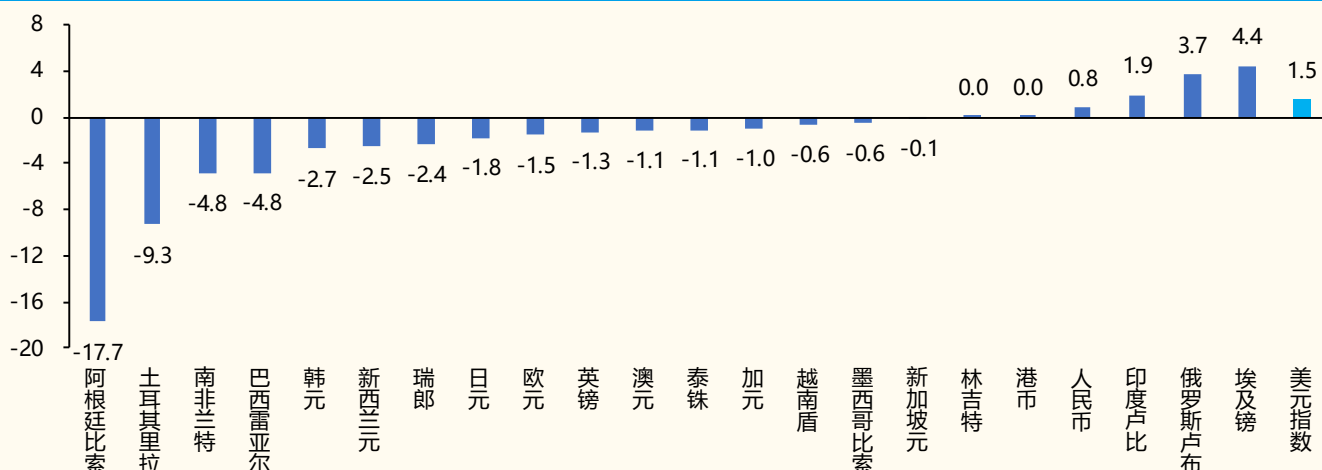
来源: CME, 国金证券研究所

图表 6：近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度（%）



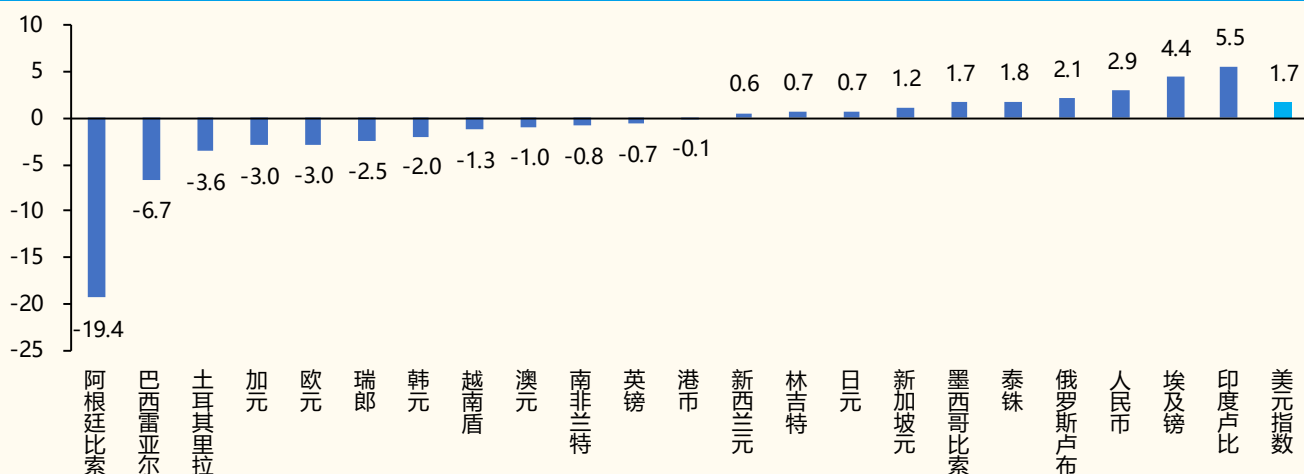
来源：Wind，国金证券研究所

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
4月26日	临近月末财政支出增加，可对冲央行逆回购到期等因素的影响，为维护银行体系流动性合理充裕，不开展逆回购操作
4月25日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。
4月24日	开展定向中期借贷便利（TMLF）操作2674亿元，期限1年，利率3.15%
4月23日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。
4月22日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。

来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 10：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
4月26日	欧洲央行管委Rehn	缓慢的通胀增速可能会长期降低通胀预期
4月25日	欧央行副行长Guidos	将在6月决定长期再融资操作（TLTRO）的更进一步细节。 欧央行有多种潜在货币政策工具可供选择，包括QE，从未讨论过购买股票的可能性。 预计下半年经济增速将加快。
4月23日	欧央行执委Cœuré	负利率不是当前的最大问题，目前没有理由要采取分层利率，但需要密切关注。 如果国际贸易问题得到解决，预计下半年将恢复经济增长。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 11：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
4月25日	日本央行行长黑田东彦	日本央行的决定取决于数据，不会在2020年春季之前考虑加息 当前没必要改变日本地产信托基金（J-REITs）购买计划
4月23日	日本央行货币政策司主管前田荣治	如有必要进一步宽松，有多种方式可用，需要密切关注其对金融系统的影响

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 12：上周其他国家央行官员关于货币政策的言论

国家	日期	央行官员	上周讲话要点
加拿大	4月24日	加拿大央行行长	加拿大和美国两国的经济并不同步。 加拿大经济下滑将是暂时的；将根据经济数据来决定加息或降息。
韩国	4月26日	韩国央行行长李柱烈	韩国经济处于艰难时刻，不认为一季度的糟糕表现会持续

来源：Wind，国金证券研究所整理

三、文献推荐

1. 不确定性冲击，货币政策和长期利率

Gianni Amisano, Oreste Tristani

（来源：FED，地址：

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2019024pap.pdf>）

我们运用美国宏观经济和收益率数据估计的结构性一般均衡模型，研究了货币

政策与长期利率之间的关系，生产率冲击的条件方差或“不确定冲击”是模型重要的部分。首先，不确定性冲击考虑了风险溢价的逆周期变动；其次，不确定性冲击引起预防性储蓄需求的变化，这会影响预期的未来实际利率。通过风险溢价和预期未来实际利率的变化，不确定性冲击对长期名义利率的变化的影响约为 1/2。长期收益率的其他影响因素则包括传统自回归冲击引发的通胀预期的变化。我们模型表明，长期通胀预期与基于 20 世纪 80 年代和 90 年代的调查数据的预期一致，但在 21 世纪初则不那么一致。

2. 货币政策传导效果如何取决于实际经济活动？

Horacio Sapirza, Judit Temesvary

(来源: FED, 地址:

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2019023pap.pdf>)

我们使用 1986 年至 2008 年间的季度商业银行层面数据，研究了美国货币政策银行信贷渠道 (BCC) 的传导效果与实际 GDP 增长之间的关系。发现，在低经济增速时期，货币政策信贷渠道效果更好。货币政策通过信贷渠道在低增长期间刺激经济活动更有效，在高经济增速时期，避免经济过热效果则较弱。同时，我们还发现货币政策信贷传导渠道比此前所认为的更广，包括更广泛的信贷类别和银行机构，强调了该渠道的重要性。

图表 13: 中国央行资产负债表 (单位: 亿人民币)

资产	2019-03	较上月变动	负债	2019-03	较上月变动
国外资产	218,109.66	129.63	储备货币	303,711.03	141.77
外汇	212,536.65	-4.60	货币发行	81,310.67	-6,221.57
货币黄金	2,663.61	31.19	其他存款性公司存款	209,648.14	6,717.43
其他国外资产	2,909.41	103.04	非金融机构存款	12,752.22	-354.08
对政府债权	15,250.25	0.00	不计入储备货币的金融性公司存款	4,693.39	148.07
其中: 中央政府	15,250.25	0.00	发行债券	315.00	0.00
对其他存款性公司债权	93,667.54	-7,240.25	国外负债	819.25	-353.89
对其他金融性公司债权	4,708.59	50.80	政府存款	31,407.14	-7,109.48
对非金融性部门债权	26.97	-0.57	自有资金	219.75	0.00
其他资产	16,789.62	-596.37	其他负债	7,387.06	-483.23
总资产	348,552.63	-7,656.76	总负债	348,552.63	-7,656.76

来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

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_12879

