

宏观研究/动态点评

2020年12月18日

朱洵 SAC No. S0570517080002
研究员 SFC No. BQK711
021-28972070
zhuxun@htsc.com

易恒 SAC No. S0570520100005
研究员 SFC No. AMH263
evayi@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：美国零售增速暂时回落》2020.12
- 2《宏观：FOMC 点评：增长、通胀预期转暖不改宽松基调》2020.12
- 3《宏观：年底前财政扩张加速落地》2020.12

日央行议息：维持宽松基调、推进结构性改革

日本央行 12 月议息维持基准利率不变、继续 QQE，超宽松货币政策基调不变。日本财政+货币政策边际增加结构性改革支出、以及支持企业融资的力度，而对居民的直接现金补贴边际削减。工业+外贸可能是未来 2-3 个季度日本经济增长的主要看点。受益于国内疫情控制相对较好、生产较快重启、出口复苏，10-11 月日本经济意外指数大幅走高（实际数据强于彭博一致预期）。但社会就业压力仍在、通胀持续低迷，日本央行仍对经济增长前景保持谨慎。

日本央行将继续 QQE、保持扩表，增加商业票据和公司债券购买规模，延长企业贷款支持计划，维持超宽松货币政策基调。11 月份日本央行扩表幅度为 1%；日本当月 M2 增速为+9.1%，较去年同期上行 6.4 个百分点，为近 20 年来的高点。日央行当前资产结构中，绝大部分仍是日本政府债，截至 12 月 10 日，今年日本央行共购买 5.6 万亿日元商业票据+企业债券。12 月议息，日本央行决定将原定于 2021 年 3 月末结束的企业特别融资支持计划（符合条件的企业可申请期限不超过 1 年的零利率贷款）延长 6 个月、持续到明年 9 月末；增加购买 15 万亿日元的商业票据和公司债券；不改变控制收益率曲线的 QQE 框架。

日本新一轮财政刺激或更专注于中长期经济结构性改革，对居民的直接现金补贴或有减退。12 月 8 日，日本首相菅义伟表示将制定新一轮总规模为 73.6 万亿日元（约 7080 亿美元）的经济刺激方案，其中财政刺激约为 40 万亿日元——计划 5.9 万亿日元用于疫情防控、18.4 万亿日元用于经济结构性改革（数字化-减少碳排放等）、5.6 万亿日元用于自然灾害应对、2020/2021 财年各预留 5 万亿日元储备金。相对上半年一次疫情后的经济刺激计划，新一轮财政刺激主要的变化在于未对中小企业、个体户、家庭等主体提供新的（抗疫）现金补贴，而更侧重于中长期的经济结构性改革投入。

在此前的现金补贴等刺激措施带动下，日本居民消费从一次疫情冲击中较快修复，但通胀走势和预期仍然疲弱；日本央行利率政策短期很难调整。疫情大幅影响了日本入境外国游客数量，日本此前推出的旅游补贴计划“Go To Travel”对刺激消费起到一定对冲效果。该计划于今年 7 月 22 日启动、持续到今年 12 月 28 日，对日本境内旅游费用给予较大规模补贴。截至 10 月份，日本商业销售额当月同比已回升至+22.2%，批发和零售均表现旺盛。但 10 月 CPI 和核心 CPI 同比仍为负增长，可能仍受到疫情冲击家庭就业和收入预期的影响。

日本国内疫情控制相对较好，工业生产和外贸复苏有望成为未来 2-3 个季度日本经济增长的主要看点。截至 12 月中旬，日本每日新增疫情暂仍只有 2000 余例，远低于英、法、美等国。今年 Q3 日本 GDP 同比-5.7%、跌幅较今年 Q2 收窄 4.6 个百分点，净出口和居民消费的改善对经济增长环比修复的贡献最大。尽管对居民的直接现金补贴可能暂缓，消费进一步上行空间有限；但欧美消费旺盛对拉动日本生产和出口有积极意义，截至 10 月数据，日本出口当月同比跌幅已从 6 月份低点-25.5%收窄到-2.3%；同期日本机械订单指数跌幅也大幅收窄，Q4 有望同比转正。

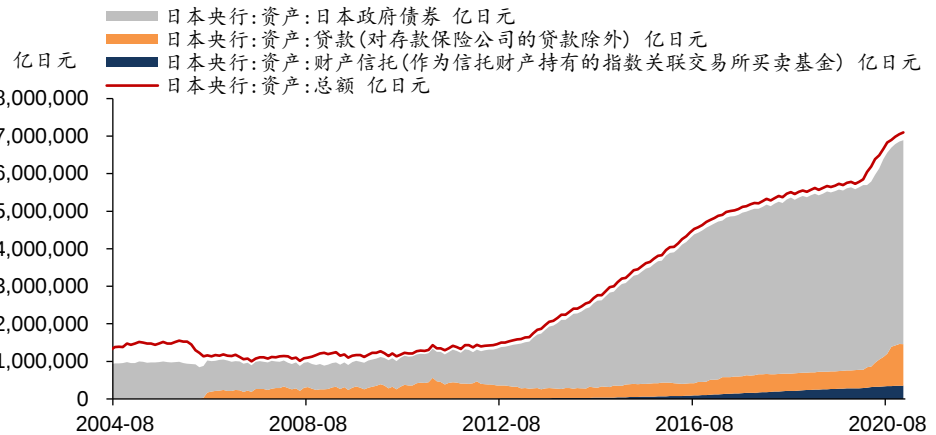
风险提示：二次疫情和疫苗量产应用的不确定性、日本经济复苏弱于预期。

图表1：日本央行9月、10月、12月议息会议表态，对经济活动表述和展望的对比

日本央行9月、10月、12月货币政策会议观点及近期官员表态				
	9月17日议息表述	10月29日议息表述	12月18日议息表述	总结
经济活动	日本经济已经触底反弹并正在逐步复苏。虽然国内需求可能会维持在较低水平，但受益于海外需求的恢复，出口和生产已触底反弹。	在疫情影响仍在的情况下，预计未来日本经济将温和增长。此后，随着疫情影响消退和海外经济恢复，预计经济将进一步改善。	经济缓慢复苏，出口和工业生产继续增长，私人消费逐渐恢复，但企业固定资产投资有下降趋势。	出口和工业生产是经济近期亮点
物价情况	由于疫情冲击、油价下跌、旅行活动减少等影响，物价指数可能暂时为负，随着经济的改善，预计未来将转正。	物价指数可能暂时保持相对疲软，降价预期不会普遍出现。但央行应警惕物价和通胀预期的下行风险。	受疫情冲击、之前油价下跌、旅行活动减少等影响，CPI同比为负，随着负面影响的消散和经济好转，CPI将逐渐转正。	对通胀的预期展望小幅好转
货币政策	支持公司融资和维持就业仍然是当务之急，继续实施宽松的货币政策以支持经济，从而实现价格稳定的目标。	3月份以来实施的货币宽松措施产生了积极效果，避免了失业率和破产率的迅速上升，企业融资没有出现严重问题。未来要是继续支持企业融资，并保持金融市场的稳定。	日本央行将持续强力宽松。延长紧急贷款计划，增加商业票据和公司债券购买。	继续强力宽松，支持企业融资，保持金融稳定

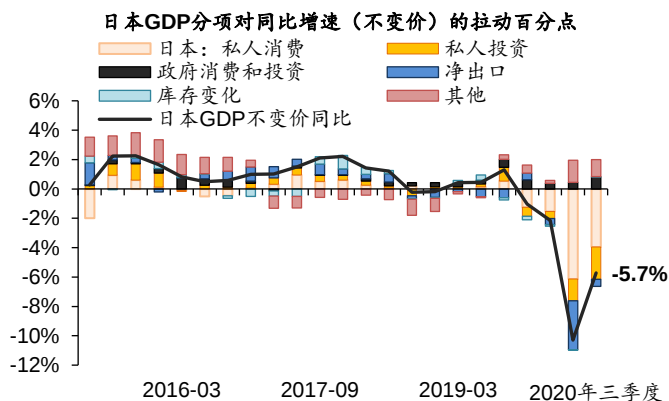
数据来源：Bloomberg, BOJ, 华泰证券研究所

图表2：日本央行资产负债表结构



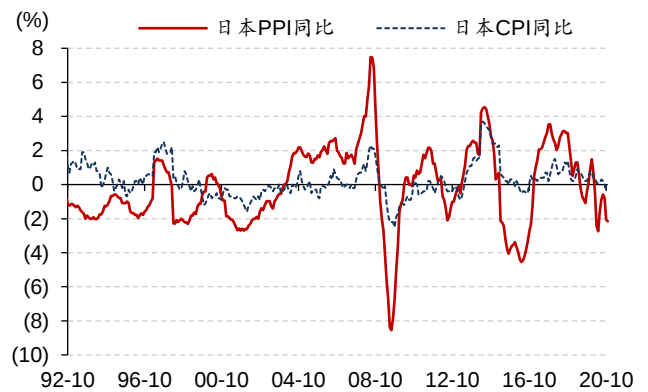
数据来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

图表3：日本三季度 GDP 同比跌幅收窄



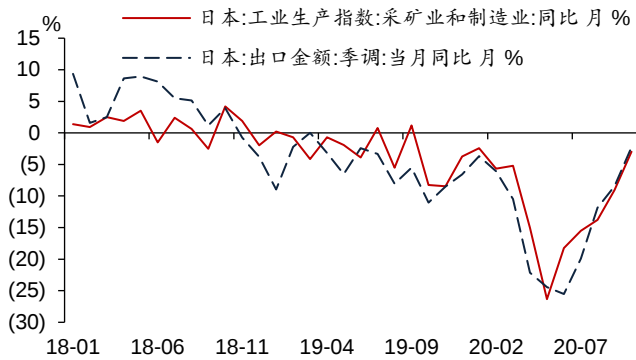
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表4：日本通胀表现仍然低迷



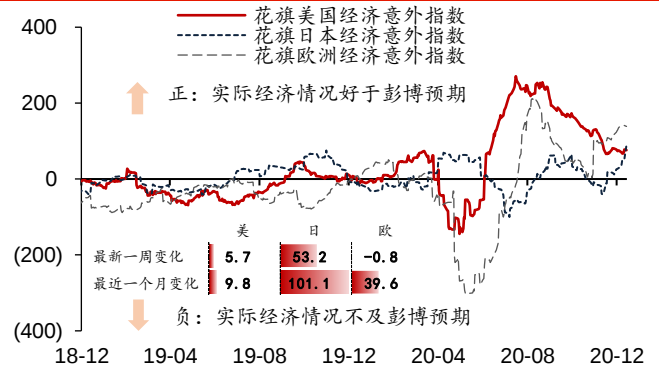
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表5：日本工业生产和出口快速修复



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表6：日本经济意外指数改善幅度较大



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表7：日本宏观经济热力图

宏观指标		2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01
日本	GDP 同比%				-5.7			-10.3			-2.0		
	出口 季调同比 %			-2.3	-8.5	-11.9	-19.9	-25.5	-24.4	-22.2	-10.5	-6.1	-3.7
	进口 季调同比 %			-9.9	-17.4	-19.8	-22.2	-19.8	-20.1	-8.2	-9.7	-13.9	-4.4
	贸易差额 亿日元			3143	4400	3651	1162	-3116	-4963	-8925	-1814	3758	-2475
	商业销售额 同比 %			22.2	9.1	9.5	8.9	9.5	-1.6	5.0	17.8	-3.9	-4.3
	产能指数 同比 %			-0.9	-0.5	-0.3	-0.4	-0.1	-0.2	-0.1	-0.4	-0.4	-0.3
	机械订单 同比 %			-0.6	-1.1	-16.5	-19.4	-22.6	-20.3	-10.2	0.9	-7.7	3.8
	新屋开工 同比 %			-8.3	-9.9	-9.1	-11.3	-12.8	-12.0	-12.4	-7.6	-12.3	-10.1
	失业率 季调 %			3.1	3.0	3.0	2.9	2.8	2.9	2.6	2.5	2.4	2.4
	CPI 同比 %			-0.4	0.0	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.4	0.4	0.7
	核心CPI 同比 %			-0.7	-0.3	-0.4	0.0	0.0	-0.2	-0.2	0.4	0.6	0.8
	PPI 同比 %			-2.2	-2.1	-0.8	-0.6	-0.9	-1.6	-2.8	-2.5	-0.5	0.7
	制造业PMI			49.0	48.7	47.7	47.2	45.2	40.1	38.4	41.9	44.8	47.8
	消费者信心指数			33.6	33.3	32.8	29.3	29.5	28.5	24.1	21.3	31.1	38.2
	一周回购利率 %			-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1
	M1 同比 %			14.1	14.1	14.3	14.0	13.2	12.3	9.2	7.1	6.2	5.9
	M2 同比 %			9.1	9.0	9.0	8.6	7.9	7.2	5.1	3.7	3.2	2.8
	名义有效汇率 同比 %				0.2	-0.5	-1.3	2.7	2.3	5.8	8.5	7.3	2.7
	实际有效汇率 同比 %				-0.4	-1.5	-2.4	1.6	1.2	4.9	7.2	5.4	0.3
	央行资产负债总额 百亿日元	70977	70530	69823	68999	68290	66589	64895	63859	61903	60443	58492	57834

数据来源：Bloomberg, Wind 华泰证券研究所

风险提示

二次疫情和疫苗量产应用的不确定性，影响日本经济复苏弱于预期。

免责声明

分析师声明

本人，朱洵、易垲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师朱洵、易恒本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

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_717

