

日央行转向，对于国内有哪些关注点？

证券研究报告

2022年12月23日

海外宏观点评（2022-12-23）

摘要

第一，日央行后续或持续放宽 10 年政府债券波动区间，在美债见顶大背景下可能持续压缩美日利差，进而推动美元走弱。

第二，日央行转向或意味着潜在竞争性贬值结束，一方面缓解人民币贬值压力，另一方面对我国出口有可能是好事。

第三，日央行转向进一步说明当前全球通胀压力依然高企。

日央行转向提醒我们，疫情后即便经济复苏相对温和，在货币宽松和汇率的影响下，结构性通胀或输入性通胀压力也有转变为持续通胀压力的可能。

如果明年我国经济如期实现复苏，我国央行结束降息周期的可能性同样会上升。

风险提示：海内外疫情扩散超预期，国内经济增速超预期，国内外宏观政策转向超预期。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：广义基金大幅减持-2022年11月中债登和上清所托管数据点评》 2022-12-22
- 2 《固定收益：天风总量每周论势 2022年第46期 - 天风总量联席解读（2022-12-21）》 2022-12-22
- 3 《固定收益：2023年债市展望之社融怎么看？-年度策略专题》 2022-12-20

内容目录

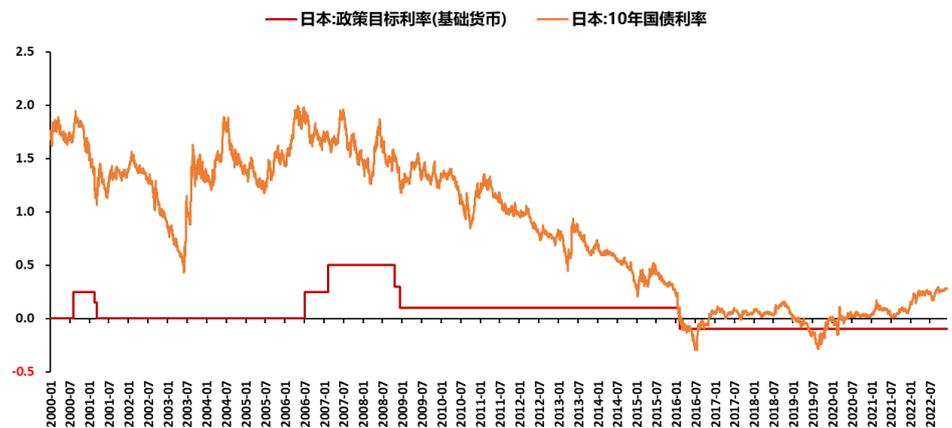
| | |
|----------------------|---|
| 1. 如何理解日央行决议? | 3 |
| 2. 对国内债市意味着什么? | 6 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图 1: 日央行政策利率与 10 年国债收益率 (%) | 3 |
| 图 2: 日本长端国债利率 (%) | 4 |
| 图 3: 不同等级日本企业债有效收益率 (%) | 4 |
| 图 4: 日本 CPI 同比 (%) | 5 |
| 图 5: 日本通胀与工资增速 (%) | 5 |
| 图 6: 日本失业率与劳动参与率 (%) | 5 |
| 图 7: 日本适龄劳动力人口数与雇佣员工数变化 (百万人) | 5 |
| 图 8: 日央行货币政策决议主要内容摘要 | 6 |
| 图 9: 美元兑日元与美日十年国债利差 (%) | 7 |
| 图 10: 十年 TIPS 与十年美债 (%) | 7 |
| 图 11: 美日政策利率 (%) | 7 |
| 图 12: 日本政策利率与美元 | 7 |
| 图 13: 美元兑日元同比与出口同比 (%) | 7 |
| 图 14: 各国通胀同比增速 (%) | 8 |

12月20日，日央行12月议息会议决议发布¹，宣布将10年期日本政府债券（JGB）收益率波动区间由正负0.25%放宽至正负0.5%，2016年以来首次将10年期日本政府债券（JGB）收益率波动区间放宽至0.5%。如何看待日央行此次调整？对国内债市意味着什么？

图 1：日央行政策利率与 10 年国债收益率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

1. 如何理解日央行决议？

2016年9月后，日央行引入定量和定性货币政策宽松（QQE）框架，该框架主要由两部分组成：第一部分是收益率曲线控制，即日央行通过市场操作控制短期和长期利率；第二部分是通胀超调承诺，即承诺继续扩大基础货币，直到CPI（所有项目减去新鲜食品）的同比增长率超过2%，并以稳定的方式保持在目标之上。

10年期日本政府债券（JGB）收益率正是收益率曲线控制中的长期利率，放宽其波动区间至正负0.5%，意味着日央行QQE宽松立场边际调整。

日央行修改收益率曲线控制意欲何为？

日央行会议决议给出了初步解释²，按照先后顺序：

第一，为了改善市场运行，同时保持宽松金融状况。

今年以来，受海外金融市场影响，日本债市运行状况有所恶化。受套利交易影响，不同期限债券的利率、以及现货和期货市场间的关系出现扭曲。

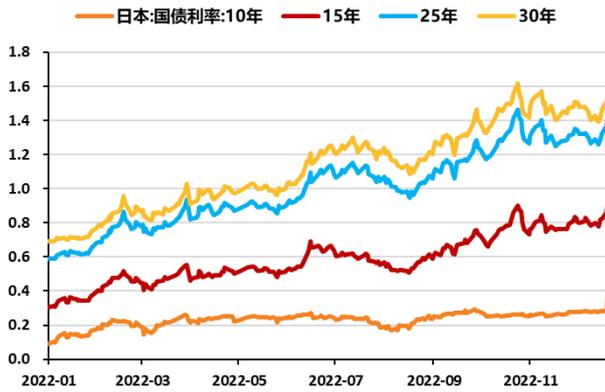
具体而言，因为预期基准收益率可能上行，投资者不愿以较低利率购买政府债券或其他公司债券，导致日本债券市场成交持续低迷，甚至出现连续数日无成交局面³。债券市场流动性枯竭，也导致公司债券发行受阻，货币政策传导不畅。除了日央行重点购买的期限国债外或高等级企业债外，其他长端国债利率或中低等级企业债利率均出现了较快上行。

¹ https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2022/k221220a.pdf

² https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2022/k221220a.pdf

³ <https://www.cls.cn/detail/1152537>

图 2：日本长端国债利率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 3：不同等级日本企业债有效收益率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

第二，尽管日本经济前景仍存在极高不确定性，但日本经济已经有所改善，并可能持续复苏。同时物价水平有所上涨，通胀预期也有所提升。

决议指出，尽管仍然受公共卫生风险与大宗商品价格上涨的影响，但日本经济活动已经开始回升。国内出口和工业生产成上升趋势，供应链瓶颈制约影响逐渐减弱。企业利润总体上处于较高水平，企业固定投资有所回升。就业和收入状况总体上适度改善，私人消费略有增长。企业财务状况总体上有所缓和。随着从收入到支出的良性循环，日本经济预计将继续以高于其潜在增长率的速度增长。

而在物价水平方面，由于能源、食品和耐用品等商品价格上涨，剔除新鲜食品外的消费者价格指数同比升至 3.5% 左右，通胀预期也有所上升。

决议同样指出，日本经济仍存在极高的不确定性，有必要适当注意金融和外汇市场走势及其对日本经济和通胀的影响。

数据来看，日央行 10 月议息会议后，日本通胀压力确有抬头迹象。10 月 CPI（非能源与新鲜食品）同比首次破 2%，并且 CPI 同比与 CPI（非新鲜食品）同比持续上行，再将日本通胀归结为输入性通胀或暂时性能源通胀也不现实。

11 月 14 日，黑田行长在公开演讲中表示⁴，日本通胀上升的原因是，一方面，反映国际商品价格上涨和日元贬值导致的进口商品价格上涨，已经逐步转嫁到国内商品价格上涨。

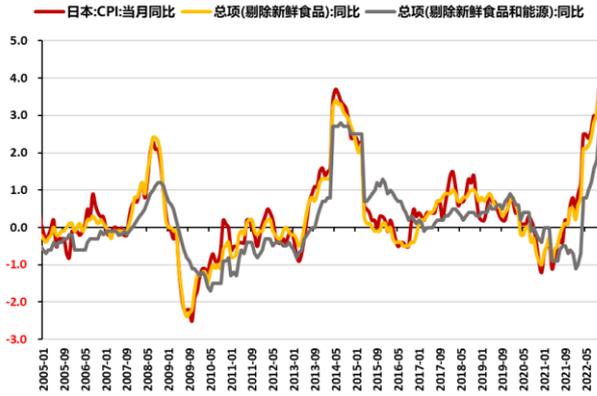
另一方面，企业工资设定行为也很重要。黑田预计，随着产出缺口改善，劳动力市场收紧将继续推升工资价格。特别是，随着疫情影响减弱，服务业劳动力需求将恢复，服务业工资上涨将逐步从非正式雇员向正式员工蔓延，尤其是在中小型企业。

而从长期趋势看，尽管日本劳动年龄人口一直在下降，但 2013 年以来近十年，由于女性和老年人劳动力参与率增加，雇员总数增加了 400 多万。目前日本额外劳动力供应空间正在逐步缩小，成为未来薪资上涨的重要供给端因素。

也就是说，无论是从当前物价成本，还是工资趋势来看，日本面临的工资通缩压力可能都将逐步扭转。疫情可能加速了这一进程。工资是能够持续稳定物价水平在 2% 目标以上的重要支持。一旦工资通缩势头确认扭转，日央行后续可能持续偏向收缩。

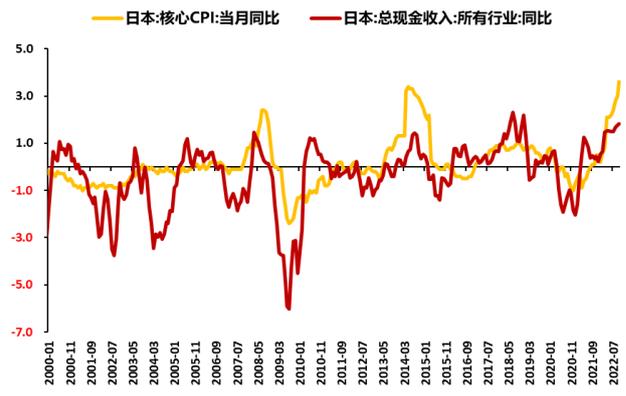
⁴ https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2022/ko221114a.htm/

图 4：日本 CPI 同比 (%)



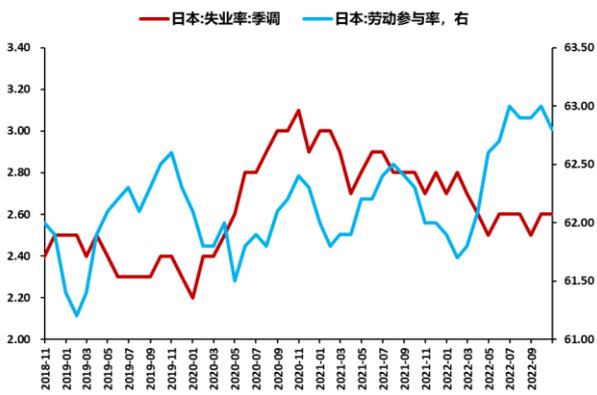
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 5：日本通胀与工资增速 (%)



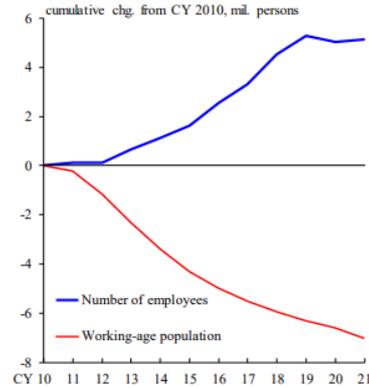
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 6：日本失业率与劳动参与率 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 7：日本适龄劳动力人口数与雇佣员工数变化 (百万人)



资料来源：BOJ、天风证券研究所

因此，考虑到日本经济基本面特别是通胀态势的转变与后续发展，即便日央行将改善市场运行放在解释操作变化的第一顺位，将基本面变化放在第二顺位，我们还是认为，基本面因素特别是通胀压力是促使日央行调整的核心原因。

第三，日央行决议以外，黑田行长即将于 2023 年 4 月卸任⁵，日央行在黑田卸任前小幅调整 YCC，或有提前试探市场反应的意味。

⁵ https://www.boj.or.jp/en/about/organization/policyboard/gv_kuroda.htm/

图 8：日央行货币政策决议主要内容摘要

| | 2022年12月 | 2022年10月 | 2022年9月 |
|----------------|---|---|--|
| 政策利率 | 短端政策利率维持-0.1%；将长端政策利率-JGB收益率维持在0%附近。 | 短端政策利率维持-0.1%；将长端政策利率-JGB收益率维持在0%附近。 | 短端政策利率维持-0.1%；将长端政策利率-JGB收益率维持在0%附近。 |
| 收益率曲线控制 | 增加JGB购买量，将10年期JGB波动区间从正负0.25%放宽至正负0.5% | 将以0.25%的固定利率购买10年期JGB债券，除非投标不被响应 | 将以0.25%的固定利率购买10年期JGB债券，除非投标不被响应 |
| 疫情应对工具 | | | <p>尽管疫情影响依然存在，但金融状态总体得到缓和，将逐步退出针对疫情的融资应对工具。</p> <p>1) 金融机构为应对疫情发放的贷款支持延期6个月，于2023年3月底结束。</p> <p>2) 对金融机构的贷款支持延期3个月，于2022年12月底结束。</p> <p>3) 延续对中小企业融资的抵押业务。</p> |
| 资产购买指引 | <p>1) 必要时购买交易所交易基金ETFs和房地产投资信托基金J-REITs，上限分别为12万亿日元和1800亿日元。</p> <p>2) 将以疫情前大致相同速度购买CP和公司债券，使其未偿余额接近疫情前水平，分别为2万亿日元和3万亿日元。</p> | <p>1) 必要时购买交易所交易基金ETFs和房地产投资信托基金J-REITs，上限分别为12万亿日元和1800亿日元。</p> <p>2) 将以疫情前大致相同速度购买CP和公司债券，使其未偿余额接近疫情前水平，分别为2万亿日元和3万亿日元。</p> | <p>1) 必要时购买交易所交易基金ETFs和房地产投资信托基金J-REITs，上限分别为12万亿日元和1800亿日元。</p> <p>2) 将以疫情前大致相同速度购买CP和公司债券，使其未偿余额接近疫情前水平，分别为2万亿日元和3万亿日元。</p> |
| 基本面评估 | <p>1) 金融市场存在扭曲，公司债券发行受影响；</p> <p>2) 日本经济逐步复苏；</p> <p>3) 物价水平升至3.5%左右，通胀预期有所上升；</p> <p>4) 日本经济仍存在极高不确定性，有必要适当注意金融和外汇市场发展对日本经济和物价水平的影响。</p> | | <p>1) 日本经济逐步复苏；</p> <p>2) 物价水平升至2.5-3%左右，通胀预期有所上升；</p> <p>3) 日本经济仍存在极高不确定性，有必要适当注意金融和外汇市场发展对日本经济和物价水平的影响。</p> |
| 货币政策立场 | 日央行将继续采取定量和定性货币宽松（QQE）并执行收益率曲线控制，旨在以稳定方式实现2%的通胀目标。将继续扩大基础货币，直至非新鲜食品CPI同比稳定超过2%以上。 | 日央行将继续采取定量和定性货币宽松（QQE）并执行收益率曲线控制，旨在以稳定方式实现2%的通胀目标。将继续扩大基础货币，直至非新鲜食品CPI同比稳定超过2%以上。 | 日央行将继续采取定量和定性货币宽松（QQE）并执行收益率曲线控制，旨在以稳定方式实现2%的通胀目标。将继续扩大基础货币，直至非新鲜食品CPI同比稳定超过2%以上。 |

资料来源：BOJ、天风证券研究所

2. 立足国内债市，对于日央行的变化有哪些关注点？

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_50470

