

日本央行 1 月会议点评

日本央行“按兵不动”，YCC 三月调整可能性降低

日本央行在 1 月 18 日的货币政策会议上“按兵不动”；经济基本面暂不支持货币政策立刻转向，日本央行也需要时间评估 12 月 YCC 调整的冲击，但基于“维护金融市场有效性”的 YCC 调整的可能性仍存；市场战术性调整押注日本央行调整 YCC 的交易，但目前可能难以完全放弃该交易方向。我们预计本次 BOJ 会议对大类资产短期冲击有限。

1 月 18 日货币政策会议结束后，日本央行宣布保持 YCC 以及资产购买计划不变，并对贷款类政策和相关工具做出了一些调整以鼓励更积极的金融机构信贷投放。在对 2023 财年的展望中，相较 10 月的预期值，日本央行将实际 GDP 增长预期从 1.9% 下调至 1.7%，但大致维持了 CPI（除新鲜食品）将同比增长 1.6% 的预期。在记者会上，日本央行行长黑田东彦仍然强调经济基本面不支持货币政策快速转向，重申了日本央行维持宽松货币政策以支持经济并推升通胀水平可持续的维持在 2% 以上的立场和决心。他认为金融市场有效性问题会逐步缓解，市场和日本央行需要更多时间来适应新的 YCC 区间并观察可能的冲击，并且目前尚无进一步扩展区间的必要性。我们理解本次日本央行选择“按兵不动”可能是仍需时间观察市场对于新区间的适应程度，同时等待国内的关键薪资谈判落地和海外的通胀和经济走势进一步明朗化。未来数月，在经济增速面临外忧，而薪资增速尚难支持通胀持续高于 2% 政策目标的前提下，我们预计日本央行可能仍较难立刻舍弃 YCC 以及 QQE，但是以“维护金融市场有效性”为理由进行 YCC 调成的可能性仍存，尽管目前看起来在黑田东彦任期内继续推进的可能性较低。

- 尽管近期在输入型通胀的冲击下，日本 CPI 持续走高至接近 4% 的水平，但是日本央行仍然认为核心 CPI 会在 2023 和 2024 财年放缓至 2% 左右，彭博统计的经济学家一致预期也显示该指标会在 2023 年 3 季度重回 2% 下方。日本央行行长黑田东彦认为可持续通胀的关键在于可持续的工资增速（尤其是大企业的全职员工的薪资增速）。该指标近期并未快速上升，而黑田东彦表示他认为薪资增速只会“渐进地走高”。综合而言，我们认为目前日本的通胀情况尚未到达需要日本央行立刻放弃支持性货币政策的水平。
- 不过，日本央行为维护金融市场有效性再次调整货币政策的基础仍然是存在的：1) 相较日本企业债和互换市场的国债曲线，日本即期国债曲线在 8-10 年期限是显著扭曲的 2) 在日本即期国债曲线中，受到 BOJ 影响的 on the run 10 年期国债收益率显著低于不太受 BOJ 影响的剩余期限约为 10 年的国债收益率，并且也同时显著低于剩余期限约 8-9 年的国债收益率。这一情况在 12 月的 YCC 调整之后尚未显著改善。
- 尽管根据彭博统计，会前大部分经济学家都认为日本央行倾向于“按兵不动”，但是近日持续走高的日本 10 年期国债远期和互换收益率以及走强的日元都显示市场在会前持续押注货币政策进一步调整。今天日本央行的“按兵不动”则迫使市场重新调整相关仓位和预期：决议后日元快速走弱，日本和美国 10 年期国债即期，远期和互换收益率快速下行，美股和日股指期货短时冲高，大宗商品调整幅度则相对较小。这一走势同 2022 年 12 月 BOJ 出乎意料地调整 YCC 时的走势基本是相反的。类似于 12 月，我们预计本次会议对大类资产市场的冲击也将是短暂的，而 BOJ 暂时的“按兵不动”也有助于缓和海外资金回流日本对于资产价格中长期冲击的担忧。我们认为今天的市场变动更多是预期和仓位的调整，而并不是市场已经完全放弃押注日本央行进一步调整货币政策的可能性。
- **风险提示：**日本央行后续超预期大幅调整货币政策，市场恐慌式抢跑日本央行引发相关资产抛售。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：周亚齐

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

证券分析师：刘立品

(8610)66229236

lipin.liu@bocichina.com

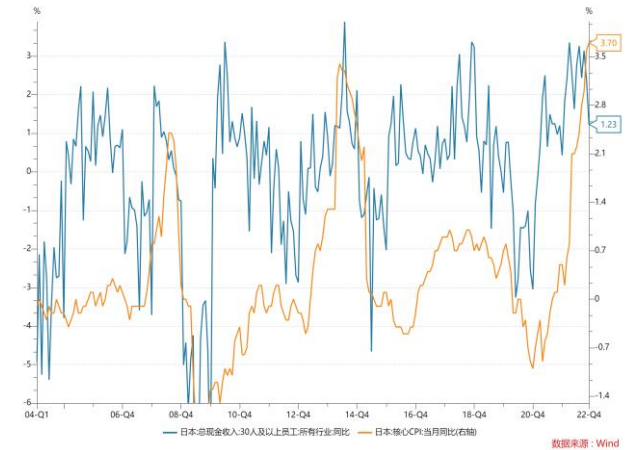
证券投资咨询业务证书编号：S1300521080001

图表 1. 日本 CPI 同比增速变动情况



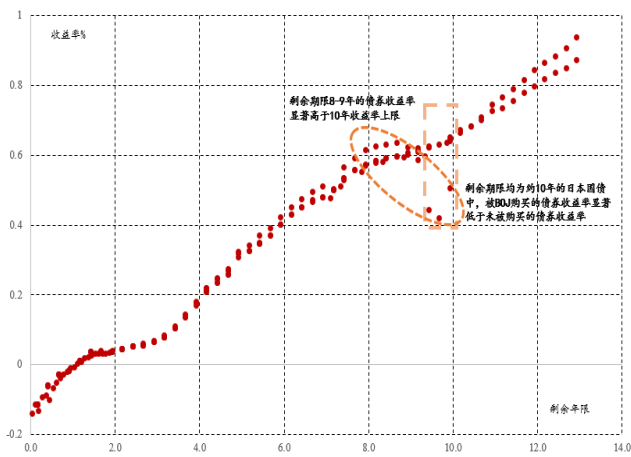
资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 日本薪资增速并未持续维持在较高水平



资料来源: Wind, 中银证券

图表 3. 日本国债即期收益率曲线(0-14yr 部分)



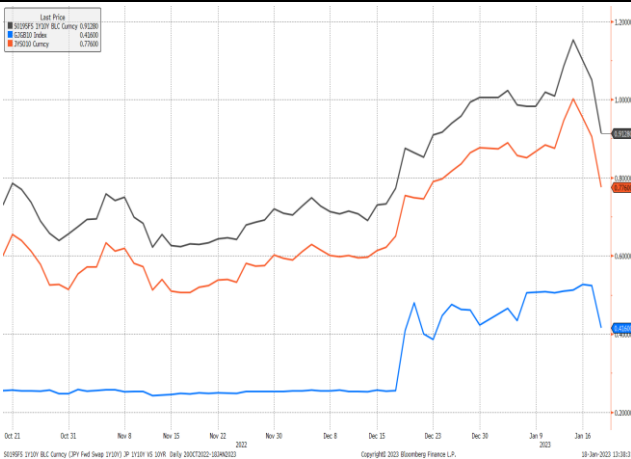
资料来源: 彭博, 中银证券; 1月17日数据

图表 4. 日本国债即期收益率曲线(绿色) VS AA 级企业债曲线(红色) & 互换市场国债收益率 (蓝色)



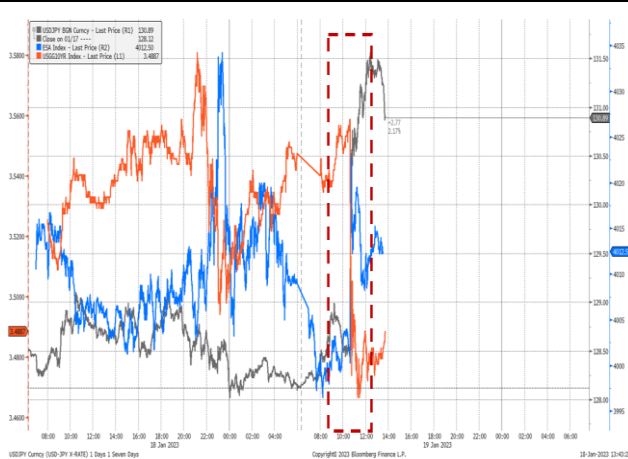
资料来源: 彭博, 中银证券; 1月17日数据

图表 5. 日本 10 年期国债即期(蓝色), 互换 (橘色) 以及 1 年期远期 (黑色) 会后快速回落



资料来源: 彭博, 中银证券; 截至北京时间1月18日13:47

图表 6. 决议公布后美股期货 (蓝色), 美元兑日元 (灰色) 快速冲高, 美债 10 年收益率(橘色)快速下行



资料来源: 彭博, 中银证券; 截至北京时间1月18日13:47

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_51460

