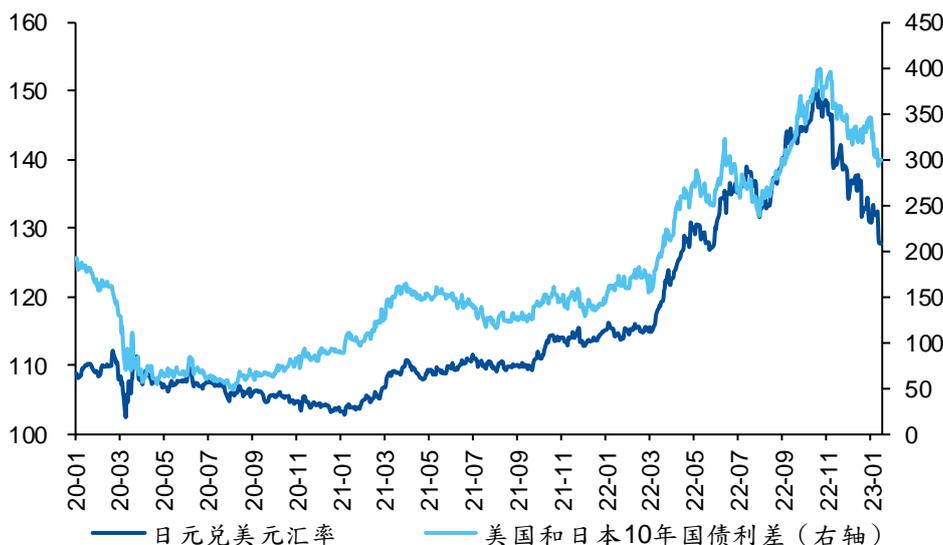




市场与日本央行的“明牌”豪赌

市场加码押注日本央行“转向”



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 日本央行本周的议息会议牵动着金融市场的神经。市场也开始押注日本央行会继续寻求货币政策“转向”。
- 从债券市场的交易来看，对于日本央行转向的押注在不断上升，甚至因此出现了日本持有部分券种超过 100% 的状况——由于日本央行在买入大量债券后，又将部分债券借出给卖空机构，为了维持收益率稳定，央行再买入，这导致了市场在微观交易结构上出现了这些奇怪的现象。
- 本周的日本央行议息会议是黑田东彦任内的倒数第二次议息会议，从目前的状况来看，黑田谋求连任的可能性较小。多方消息表明，岸田文雄政府有意与主张超级宽松的“安倍经济学”保持一定距离，这让相对“鹰派”人选择接任央行行长的概率上升。
- 日本较为强劲的经济增长、上升的薪资以及火热的劳动力市场，都意味着日本的通胀水平面临上升的压力。
- 对于日本央行而言，有如下四个选项：(1) 按兵不动；(2) 进一步扩大 YCC 区间；(3) 取消“负利率”，并实施“零利率”；(4) 取消 YCC。
- 从这些选项来看，日本央行短期之内存在“硬刚”及“按兵不动”的可能性，但从经济和通胀的实际走势来看，日本央行必然会在某个时点上选择退出超级宽松政策，因此市场的“预期”先行并非无的放矢。

“转”还是“不转”？

正当日本首相岸田文雄加紧与美英等国首脑密集会晤，并敲定一系列外交及防务的协议之时，日本央行本周的议息会议也牵动了金融市场的神经。如果说岸田文雄的一系列增加国防开支的政策将在中长期之内改变亚太地区的地缘政治格局，那么日本央行的货币政策决议则可能重塑全球金融市场的格局。

本周的日本央行议息会议是黑田东彦任内的倒数第二次议息会议，从目前的状况来看，黑田谋求连任的可能性较小。多方消息表明，岸田文雄政府有意与主张超级宽松的“安倍经济学”保持一定距离，这让现任的日本央行副行长雨宫正佳接任的可能性变小，而另一位日本央行前副行长中曾宏由于与黑田东彦保持着一定的距离，因而成为岸田政府治下更有力的行长继任者。此外，一直对超级宽松货币政策持批评态度的日本央行前副行长山口广秀也被认为是下一任行长的热门候选人。

值得注意的是，针对日本央行可能退出 YCC 政策而蒙受巨大损失的风险——由于日本央行持有超过一半的日本国债，国债收益率飙升将导致日本央行的巨大按市值计价的损失——中曾宏曾表示，“我们不排除日本央行或蒙受亏损的可能性……但日本央行收入的短期波动不会影响政策的制定。”

在本次会议之前，市场已经开始抢跑并押注日本央行将会在本次议息会议上进一步调整甚至放弃 YCC 的政策，因此日本国债收益率明显上升，同时日元出现了快速升值，并开始逼近 125 的关口。

与此同时，日本央行也在加码购买国债，似乎表现出对维护超级宽松货币政策的决心，但从债券市场的交易来看，对于日本央行转向的押注在不断上升，甚至因此出现了日本持有部分券种超过 100% 的状况——由于日本央行在买入大量债券后，又将部分债券借出给卖空机构，为了维持收益率稳定，央行再买入，这导致了市场在微观交易结构上出现了这些奇怪的现象。

通胀预期可能调升

日本央行到底如何决策仍然存在不确定性，但对于任何央行的决策而言，真正值得关注的永远是经济和通胀这两个议题。与美联储和欧洲央行不同的是，日本央行的季度经济预测分别在 1 月、4 月、7 月和 11 月。由于去年 12 月并非预测调整的月份，因此在那次会议上进行 YCC 政策的调整，在很大程度上超出了市场的预期。而本次会议上，日本央行将更新经济和通胀的预测，以此为基础进行货币政策正常化的进一步调整，存在更大的合理性。

在 2022 年 11 月份的预测中，日本央行显著调升了从 2022 年至 2024 年的 CPI（除新鲜食品外）预测值，3 年的通胀预测分别调升了 0.6、0.2 以及 0.3 个百分点，与此同时，日本的 GDP 预测值在 2022 年被调降了 0.4 个百分点，但 2023 年和 2024 年的变化不大。值得注意的是，在全球经济陷入“衰退”的大背景下，日本经济增速仍可能在今年保持大约

2%的增长。由于近期中国经济预期被明显调升，日本在今年的经济表现甚至可能比2%高出一截。

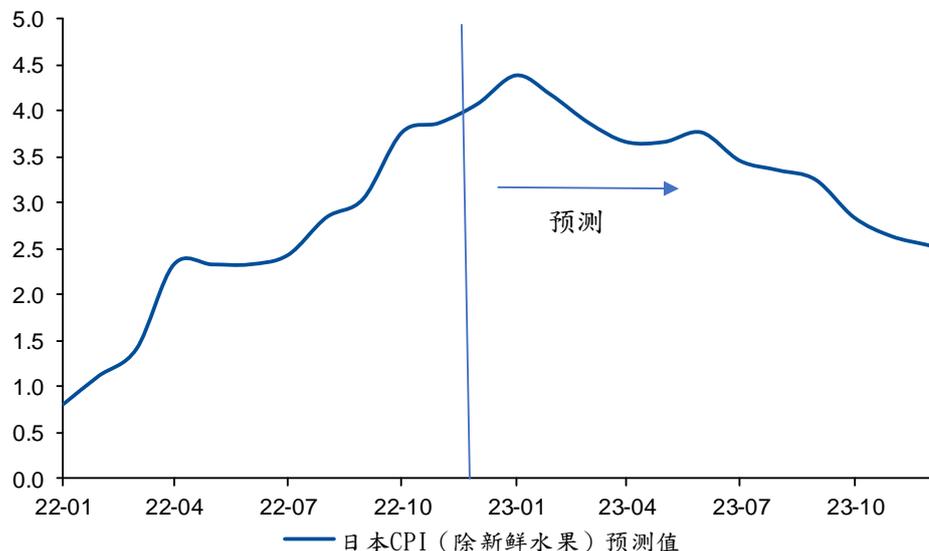
图 1：2022年11月份日本央行最新经济预测的主要变动

	Real GDP	CPI (all items less fresh food)
Fiscal 2022	+1.8 to +2.1 [+2.0]	+2.8 to +2.9 [+2.9]
Forecasts made in July 2022	+2.2 to +2.5 [+2.4]	+2.2 to +2.4 [+2.3]
Fiscal 2023	+1.5 to +2.0 [+1.9]	+1.5 to +1.8 [+1.6]
Forecasts made in July 2022	+1.7 to +2.1 [+2.0]	+1.2 to +1.5 [+1.4]
Fiscal 2024	+1.3 to +1.6 [+1.5]	+1.5 to +1.9 [+1.6]
Forecasts made in July 2022	+1.1 to +1.5 [+1.3]	+1.1 to +1.5 [+1.3]

数据来源：BOJ, 国泰君安国际

另一个值得关注的问题是对于通胀的预期，日本央行此前预测 CPI 通胀率在今年的中值是 1.6%，但从近期的 CPI 走势来看，这样的预测值明显偏低。我们的测算显示，日本的 CPI 通胀在今年大概率会突破 3%，甚至可能达到 3.5%。经济的强劲表现、劳动力市场的紧张以及薪资增速是推动通胀的核心因素。

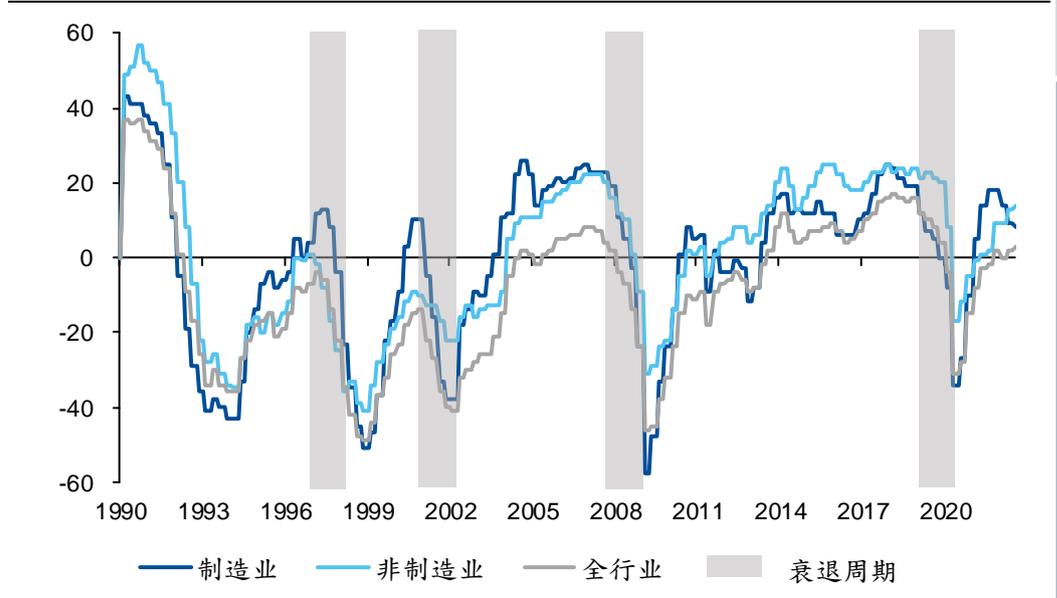
图 2：日本通胀水平仍将处于高位



数据来源：Choice, 国泰君安国际

与多数发达经济体陷入经济放缓甚至“衰退”不同，日本经济仍然处于扩张区间之内。市场非常关注的 Tankan 指数（类似于 PMI 指数）也处于 50 以上的扩张区间内。从日本央行自身的表述来看，支撑经济的主要力量是私人投资和消费，并且对未来一段时间的经济展望保持乐观。从这个角度而言，市场有理由相信通胀缓解不是一个很快可以实现的场景。

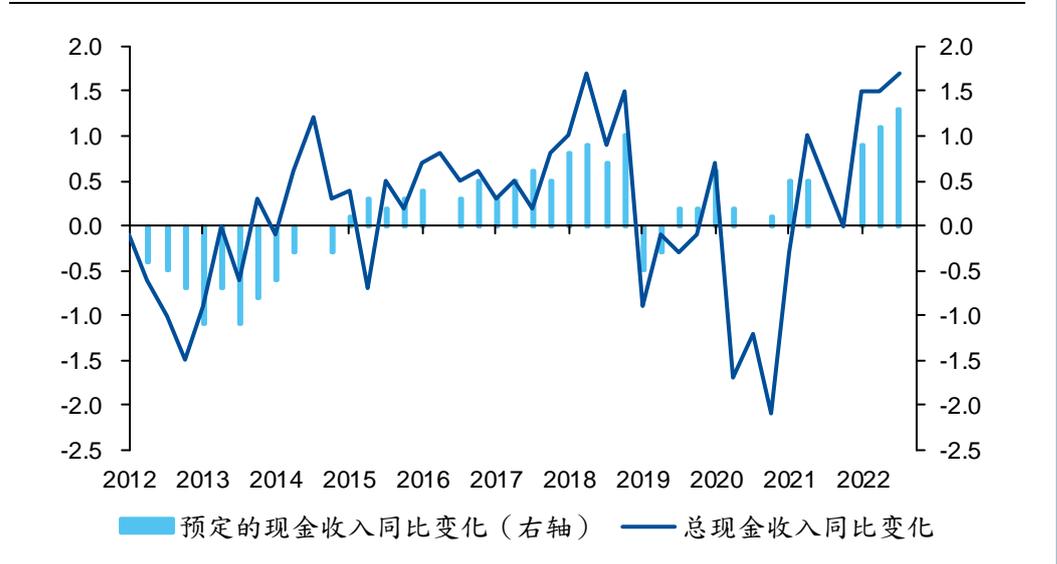
图 3：日本经济仍处于扩张区间



数据来源：Choice, 国泰君安国际

从薪资的表现来看，日本的通胀压力短期内仍然难以缓解。日本首相岸田文雄一直积极推动增加雇员收入，与此同时，日本政府呼吁企业增加工资以抵消物价上涨，增加了人们对春季传统工资谈判 Shunto 的期望。日本工会总联合会正寻求企业加薪 5%，为 1995 年以来的最高增幅。由于 Shunto 谈判会影响到绝大多数企业的用工成本，因此今年 3 月份的这次谈判也将备受市场关注。

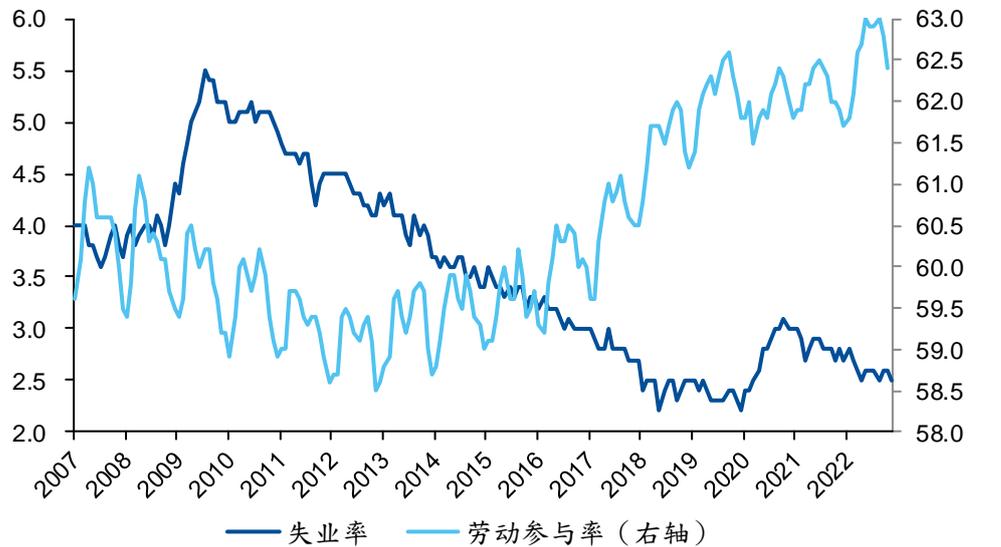
图 4：日本的薪资出现明显抬升



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

劳动力市场也表现出了相当程度的紧张。在劳动参与率不断提升的状况下，日本的失业率持续下行，并接近历史低点，这在很大程度上也意味着通胀中枢已经抬升。劳动力市场的表现既与经济的整体表现相印证，也在很大程度上表明日本央行将不得不面临货币政策正常化的长期选择。

图 5：日本劳动力市场十分火爆



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

日本央行将如何应对？

日本央行将如何应对？这才是市场最为关心的问题。稍微总结一下，日本央行有如下四个选项：(1) 按兵不动；(2) 进一步扩大 YCC 区间；(3) 取消“负利率”，并实施“零利率”；(4) 取消 YCC。

从这些选项来看，日本央行短期之内存在“硬刚”及“按兵不动”的可能性，但从经济和通胀的实际走势来看，日本央行必然会在某个时点上选择退出超级宽松政策，因此市场的“预期”先行并非无的放矢，对于市场而言，尽管在过去的一年当中多次押注退出 YCC 而受挫，但眼下的局面却是相对乐观的——当黑田东彦选择在去年 12 月份突然宣布调整

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_51490



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>