

【宏观专题】

从宏观视角定价日本股、汇的“四象限”

- ❖ **核心观点：**本篇报告尝试回答两个问题：一是回顾近期，日本货币政策究竟有何修改，对于未来政策路径有何指引？超宽松政策框架（QQE with YCC）下的操作基本全部停止，转为正常宽松，以短端利率作为主要政策调节工具。
- 二是展望中期，当下全球政策正常化（日美央行相向而行）的宏观背景下，如何看待日本股、汇走势？我们认为，从情景分析的角度，货币政策相对立场“日松美紧”+经济基本面“美强”的情景延续的概率更高，对资产的影响主要是日元偏弱、日股偏强。
- ❖ **一、回顾近期：日央行政策框架改了些什么？**
- 1、超宽松政策框架下的操作基本全部修改或停止，转为正常宽松，以短端利率作为主要政策调节工具。
- 2、对于未来政策路径的指引：（1）未来是否会再加息？植田给了两个说法作为指示：①潜在通胀继续上升，可能导致再度加息。②如果《经济和物价状况展望》报告中展望的价格前景明显上行，或者即使价格前景基准情形不变，但上行风险明显增加，就有理由调整政策。（2）是否会缩表？有未来某个时间开启缩表的打算，但目前还没有任何具体规划。
- ❖ **二、展望中期：宏观视角下如何看待日本资产走势？**
- 对于2024年的全球宏观而言，大主题即是政策转向，伴随日央行退出负利率，日美央行似乎终要迎来“双向奔赴”，在这个大背景下，日股、日元该置于何处，又将行至何方呢？
- （一）日本股汇定价的核心宏观要素是什么？
- 1、怎么看日股？分子端定价的核心在海外经济，因为日股海外营收占比高（图2）。分母端的定价可能受国内利率（国内金融环境松紧）、海外利率（海外投资者流动性松紧）的综合影响。2、怎么看日元？定价核心是利差（图4），背后是日美货币政策相对松紧。而且由于日本利率长期处于超低水平，利差的边际变化主要来自美国利率的变化。3、日元与日股的关系？日本股、汇定价之间的相互作用也是我们必须要考虑的因素。日元与日股主要呈负相关关系（图5），即日股上涨对应日元贬值。
- 综上，宏观视角如何定位日股、日元？核心在两个要素：一是日美货币政策相对松紧（重点是预期差），主导日元趋势；二是海外经济强弱（重点是美国），主要影响日股走势。（注：日本经济情况并非不重要，日美经济相对强弱其实在背后影响着日美货币政策相对松紧）。
- （二）核心宏观要素未来演变的可能情景是什么？
- 将日美货币政策相对松紧定义为纵轴“利率轴”，日越松或美越紧，对应利率轴越向上；将美国经济相对强弱定义为横轴“经济轴”，美基本面越好，对应经济轴越往右，以此区分四个未来可能情景。对于每个情景，我们给出了最可能对应的具体宏观背景。详见正文。
- （三）哪个情景概率最高？
- 我们认为，情景1（利率轴“日松美紧”+经济轴“美强”）概率更高，对资产的影响主要是日元偏弱、日股偏强。对应的宏观背景具体是：海外方面，美国经济趋向“软着陆”，联储降息有望落地，但幅度和次数的预期有一定回调。日本内部方面，通胀走势温和，日央行保持“小步慢行”的加息节奏。
- 1、经济轴：落在哪侧的概率高？或是右侧。从当前经济数据看，我们认为美国经济“软着陆”的概率>“不着陆”>“硬着陆”。详见正文。
- 2、利率轴：落在哪侧的概率高？或是上方。背后可能有两方面内涵：一是日本货币政策正常化较慢，金融环境整体偏宽松；二是美联储降息不及当下市场预期的3次。
- （1）为什么认为日本货币政策正常化偏慢的概率更高？主客观因素综合考虑：①日央行官员的态度？官员讲话透露的信息显示他们会非常谨慎地确认价格趋势。②日本通胀形势的特殊性？日本需要小心呵护民众的通胀预期。③日

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

电话：010-66500887

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

联系人：夏雪

邮箱：xiaxue@hcyjs.com

相关研究报告

《【华创宏观】美国地产：反弹 or 反转？——五大视角全扫描》

2024-03-26

《【华创宏观】哪些数据存在“同比口径”问题？》

2024-03-25

《【华创宏观】全球货币政策转向在即，如何赚钱？——美国风险探测仪系列六》

2024-03-25

《【华创宏观】近200个能耗标准，哪些在提升？——“更新”&“换新”系列四》

2024-03-24

《【华创宏观】如何快速且深入地了解QT？——海外论文双周志第22期》

2024-03-22

本通胀基本情况？潜在通胀距2%实际上仍有距离，叠加通胀宽度边际下滑（图14）、推升通胀的第二股力量，即工资-通胀循环的力量，也边际回落（图15）。

④日本经济基本面情况？短期视角下，三驾马车中的消费还存在不确定性；长期视角下，劳动生产率能否提升是关键。

⑤日元贬值对货币政策的反向影响？站在日本的角度，可能希望达成日元偏弱但不过弱的微妙平衡，促成日央行主动趋向“日松美紧”的调整方向。比如市场对美联储降息预期修正时，日央行鸽派姿态小步幅加息，一定程度上削弱了加息对日元的提振效果。

（2）为什么认为美国联储降息次数预期下修的概率更高？我们认为目前看到的联储转向降息的条件愈发受限。（详见《联储偏鸽，降息预期修正风险仍存——3月FOMC会议点评》）。

3、哪个轴的落点相对更难把握？即风险来源，或是利率轴。日美货币政策动向更难把握。详见正文分析。

❖ **风险提示：**分析框架不完备，日央行货币政策收紧超预期，美国经济超预期

投资主题

报告亮点

在当下全球主要经济体货币政策转向的大背景下思考如何观察日本资产，提出从宏观视角定位日本股、汇的情景分析法。

投资逻辑

从日本股、汇定价的核心宏观要素出发，对于其未来可能发展方向分情景讨论，指出当下数据趋势对应哪个情景概率可能最大，并给出不确定性来源。

目 录

从宏观视角定位日本股、汇未来“四象限”	6
一、回顾近期：日央行政策框架改了些什么？	6
（一）政策决议有何修改？	6
（二）未来政策路径如何？	7
二、展望中期：宏观视角下如何看待日本资产走势？	7
（一）日本股汇定价的核心宏观要素是什么？	7
1、怎么看日股？	7
2、怎么看日元？	8
3、日元与日股的关系？	8
4、综上，宏观视角如何定位日股、日元？	9
（二）核心宏观要素未来演变的可能情景是什么？	9
1、构建两条宏观要素轴：“经济轴”和“利率轴”	9
2、两轴联动划分四个象限，分别对应什么情景？	11
（三）哪个情景概率最高？	12
1、经济轴：落在哪侧的概率高？	12
2、利率轴：落在哪侧的概率高？	13
3、结论：哪个情景概率高？	16
4、哪个轴的落点相对更难把握？	16

图表目录

图表 1	3月会议后，超宽松政策转为正常宽松政策	7
图表 2	日本企业营收在海外	8
图表 3	海外名义 GDP 与日经 225 指数 EPS 走势更相关	8
图表 4	美元兑日元与美-日 1 年远期利率差走势对应	8
图表 5	日本股汇偏负相关	9
图表 6	海外投资者购买日股同时做空日元	9
图表 7	“经济轴”和“利率轴”两侧分别对应什么宏观假设背景？	10
图表 8	“经济轴”和日元汇率对日股的影响	11
图表 9	“经济轴” & “利率轴”四象限分析图	12
图表 10	美国：新增非农就业偏强+时薪增速放缓的韧性组合指向“软着陆”前景	13
图表 11	日本：家庭、企业、经济学家通胀预期	14
图表 12	日本：金融市场的通胀预期	14
图表 13	潜在通胀下滑，并未持续稳定达到 2%	14
图表 14	通胀宽度边际回落	15
图表 15	通胀的第二股力量边际下滑	15
图表 16	日本消费仍偏弱	15
图表 17	实际薪资增速与劳动生产率增速	15
图表 18	市场对日央行再加息时点有三种预期	16

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/368143004026006052>