

日央行“靴子”落地，美联储还能“嘴硬”多久

核心观点：美日利率决议较市场预期鸽派，美国二次通胀风险增加，预计下半年美联储将推动金融环境收紧，届时美股美债将下跌，美元上涨。

相关研究报告

<<新质生产力是唯一解：基建先行，应用为王>>—2024-03-20

<<纽约社区银行：风险不具备普遍性，关注美联储压力测试结果——3月第三期>>—2024-03-04

证券分析师：张冬冬

电话：

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522040001

日本央行结束负利率政策靴子落地，声明偏鸽，未来日央行政策难以成为影响全球资产价格的关键点。3月19日，日本央行宣布利率决议，结果符合市场预期，但对购债的表态偏鸽。声明结束后市场 sell facts，日元兑美元走跌。决议主要有以下三点：一是结束负利率政策，为2007年来首次加息。此次加息改变了此前三层分级利率框架，改为单层利率体系。预计将小幅推升 TONA（日本银行间无抵押隔夜拆借利率）直0-0.1%区间。二是结束 YCC 控制，并维持购债规模。YCC 控制在2023年10月就已名存实亡，影响不大。但日央行对长端利率一旦上升将灵活增加债券购买的表态预计将推动日债曲线呈现小幅熊平走势。长端利率上限封死，意味着日元借出成本整体变化较小，难以对日元套息交易产生实质影响。三是不再购买 ETF 和 JREITS，实际2023年开始日本央行已基本停止 ETF 和 JREITS 购买，因此对市场影响较小。

展望未来，日本此次利率正常化更可能是周期性的，言论日本彻底走出通缩为时尚早。日本利率正常化为周期性而非长久性的缘由有以下几点：一是劳动力市场难有大幅改善。疫情后日本老龄化并未得到根本改善，当前日本失业率维持历史低位的同时，劳动参与率已来到1998年以来最高，劳动力市场已接近饱和，难以进一步推动日本经济潜力增长。二是日本实际产出增长低迷，工业实际产出量更是低于疫情前水平，不支持日本利率长期提高。去年三四季度日本产出不及市场预期，如果产出增长无法持续，那么薪资增长很可能重复2017-2018年以薪资增长大幅放缓修复与实际产出增长的背离。此外，日本工业实际产出量未恢复到疫情前水平，距离2008年峰值更是有较大差距，证明日本距离外需拉动经济增长的正循环仍有较大距离。三是日本经济泡沫破裂后，长期依赖进口拉动经济增长，最终表现为日元贬值，进口成本增加下，国内需求长久补贴贸易需求，家庭消费表现持续低迷，且疫情后家庭整体加杠杆极为有限，无法证明日本内需已恢复至长期走出通缩的程度。

3月美联储议息会议较去年12月更为鹰派，但会议前市场对2024年降息次数减少的押注升温，会议后预期证伪市场按照宽松进行交易。会议结果主要有以下几点：一是小幅下调了2024年失业率预期并上调核心PCE预期和经济增长预期，说明联储对经济不着陆的担忧增加。二是2025和2026年降息预测下调，长期利率由12月的2.5%上升到2.6%，大部分官员认为长期中性利率有一定上移。三是表明了很快将减缓缩表，债券组成向全部为国债的方向前进，但并不是现阶段关注点。停止缩表后准备金将达到充足但不过量的程度，会尽可能避免2019年流动性风险重演。

美联储 3 月利率决议保持耐心将显著放大二次通胀风险，预计美联储下半年将推动金融环境收紧，并上调中性利率预估，届时美元上涨，美股和美债下跌。由于美国是直接融资为主导的经济体，宽松的金融环境意味着美国企业信用利差走低以及股市走高，这又反过来促进美国信贷和实体经济的增长。美国商业、工业以及商业地产的贷款标准收紧程度已全面下行，直接导致美国开年后通胀和经济数据连续超预期。随着铜、原油等商品技术层面的突破，以及美联储去年底转鸽后对需求方面的刺激，商品通胀预计在接下来几个月全面回归，2 月商品通胀环比增速已大幅反弹可能只是开始。从房价领先时间来看，住房租金通胀可能于下半年开始反弹。届时两者合理可能导致下半年美国通胀数据大幅反弹。

黄金的大幅拉涨或在定价美联储对中性利率的低估。自 3 月以来，黄金价格快速上行并突破历史新高，如此大幅度且快速的上涨难以用央行购金来进行解释，同时期对地缘政治风险敏感的原油和天然气反而是震荡走跌的。因此黄金价格的快速上行要么是在定义未来美国经济大萧条下名义利率大幅下行，要么是在定义美联储低估中性利率高度，未来通胀将大幅反弹，两者都将造成实际利率的大幅下行并推高黄金价格。从其余资产端走势来看，黄金定义美联储低估中性利率高度的可能性更大。一是 3 月份黄金上涨中金银比走低，与工业需求相关度更高的白银上涨幅度更大。二是原油裂解价差和美国盈亏平衡通胀率自去年底美联储表态鸽派后大幅走高，意味着原油需求增长以及未来通胀上行风险大幅增加。

配置建议：增配美元。预计美元指数难以跌破 100 的支撑，美元指数任何拉回都是战略配置的机会。

风险提示：美国经济衰退超预期；美联储上调通胀目标；非美经济体增长超预期。

目录

一、 日本央行结束负利率政策靴子落地，声明偏鸽，未来日央行政策难以成为影响全球资产价格的关键点5	
（一）结束负利率政策：基准利率由-0.1%上调至 0-0.1%，为 2007 年来首次加息	5
（二）结束 YCC 控制，但维持购债规模	6
（三）不再购买 ETF 和 JREITS	7
二、 美联储 3 月利率决议保持耐心将显著放大二次通胀风险，预计美联储下半年将推动金融环境收紧，届时美元上涨，美股和美债下跌	12
（一）二次通胀愈行愈近	16
（二）乐观的通胀预期将转变	18
三、 风险提示	21

图表目录

图表 1: 负利率结束后, 日本 TONA 利率运行区间将被小幅推升	5
图表 2: 日债曲线结构预计将小幅熊平	6
图表 3: 2023 年日本几乎没有购买新的 ETF 和 JREITS	7
图表 4: 日本老龄化并未改善	8
图表 5: 劳动力市场难以支撑日本经济潜在增长水平	9
图表 6: 日本产出疲弱, 数据不及预期, 家庭消费支出低迷	9
图表 7: 2017-2018 年薪资与产出背离后, 以薪资放缓修正	10
图表 8: 经济泡沫破裂后, 日本经济对出口依赖程度增加	10
图表 9: 日本工业产出量仍低于疫情前, 距离 2008 年更有较大差距	11
图表 10: 日本家庭部门杠杆率仍旧低迷	11
图表 11: 日元贬值时大企业对小企业景气领先扩大, 升值时领先优势缩小	12
图表 12: 小幅下调 2024 年失业率预期并上调核心 PCE 预期	13
图表 13: 点阵图维持 2024 年降息 3 次预测, 但调降 2025 年和 2026 年降息预测	13
图表 14: 大部分官员调升了对通胀的预测	14
图表 15: 大部分官员调升长期利率预期	14
图表 16: 会议前市场对全年降息次数减少的押注升温	15
图表 17: 议息会议后市场对 5 月降息预期有所增加	15
图表 18: 市场计价 2024 年降息 3 次与美联储预期一致	16
图表 19: 美国金融环境显著宽松, 国债收益率维持低位	17
图表 20: 信贷调查显示商业和工业收紧标准调降	17
图表 21: 信贷调查显示商业和工业收紧标准调降	18
图表 22: 金银比走低, 盈亏通胀率走高, 二次通胀风险加大	19
图表 23: 鲍威尔去年底转鸽后, 原油裂解价差回升	19
图表 24: 美国通胀各项已结束下行趋势	20
图表 25: 三四季度住房租金通胀反弹风险大幅增加	20

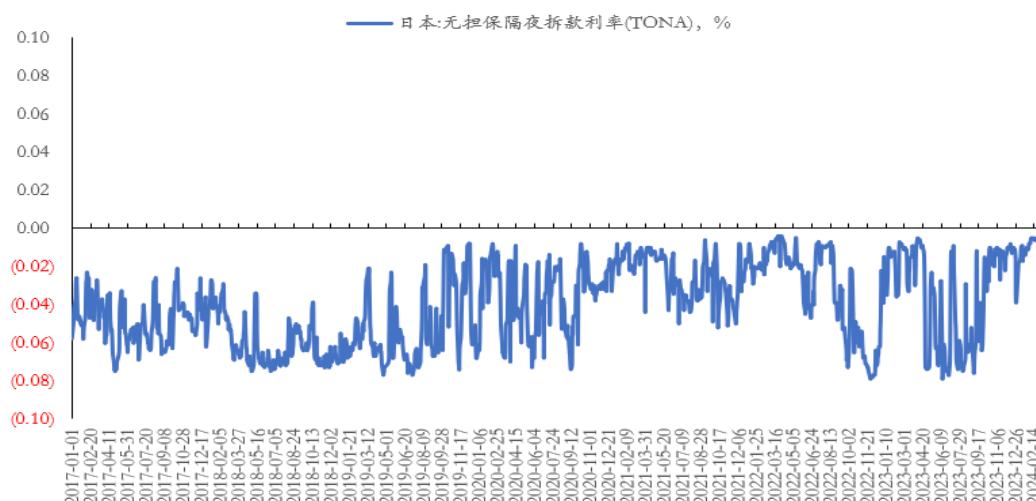
一、日本央行结束负利率政策靴子落地，声明偏鸽，未来日央行政策难以成为影响全球资产价格的关键点

3月19日，日本央行宣布利率决议，结果符合市场预期，但声明偏鸽。声明结束后市场 sell facts，日元兑美元走跌。决议主要有以下三点：

(一) 结束负利率政策：基准利率由-0.1%上调至 0-0.1%，为 2007 年来首次加息

日央行结束负利率政策框架，三层分级利率改为单层利率体系，将小幅度推升 TONA 利率。2016 年日本央行为保持实现 2%通胀目标，在 QQE 的基础上引入负利率，建立基本余额 (basic balance, 利率 0.1%)、宏观附加余额 (macro add on balance, 利率 0%) 以及政策利率余额 (policy rate balance, 利率 -0.1%)。三层分级制度事实上建立起了日本的利率走廊：准备金过剩的银行愿意以 0% 的利率借给准备金低于基本余额和宏观附加余额的银行，因此负利率政策期间日本的 TONA（银行间无抵押隔夜拆借）利率因此始终处于 -0.1%-0.1% 区间。从准备金的角度来看，本次结束负利率政策实际仅影响准备金中政策余额部分，占总权重仅约 5%，影响较为有限。从基准利率角度来看，本次结束负利率预计将推升 TONA 利率至 0-0.1%（法定准备金利率与超额准备金利率之间），利率上行有限。

图表1：负利率结束后，日本 TONA 利率运行区间将被小幅推升

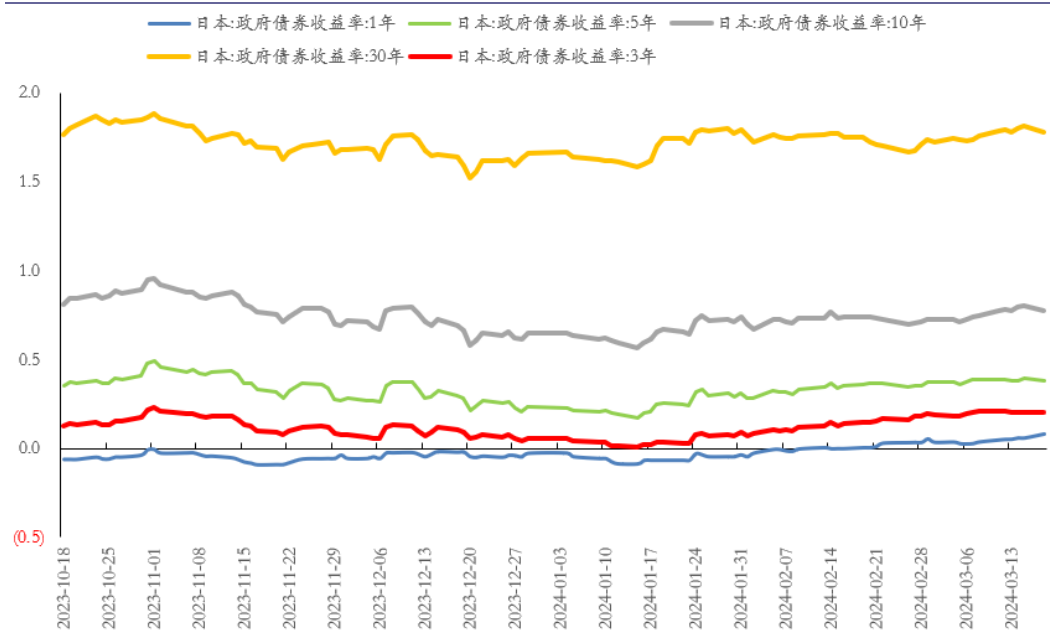


资料来源：iFind，太平洋证券整理

(二) 结束 YCC 控制，但维持购债规模

市场对结束 YCC 控制已有充分的预期，往后看在日央行仍不愿意看到长端利率大幅上行的表态下，日债曲线将呈现长短端利差缩小的熊平走势。2023 年 10 月日本央行已将 1% 的 10 年期国债收益率固定控制改为参考上限，YCC 控制名存实亡，因此市场对结束 YCC 控制预期已久，对市场影响不大。但在市场较为关注的购债规模方面，日本央行表态较为鸽派。日本央行明确表示未来 3 个月将继续维持购买规模，并一旦看到长端利率上升，会灵活增加债券购买。这意味着日本央行不愿意看到长端利率大幅走升，市场也就难以对此进行交易。从日债各期限的走势来看，自去年 10 月 YCC 控制名存实亡以来，长端利率整体震荡走低，短端利率震荡走高，长短利差缩短，债券呈现熊平走势。3 月利率决议声明后，这一走势得到强化。日债曲线小幅熊平的走势也意味着日元的借出成本整体不会有过大的变化，难以对日元套息交易产生影响。

图表2：日债曲线结构预计将小幅熊平

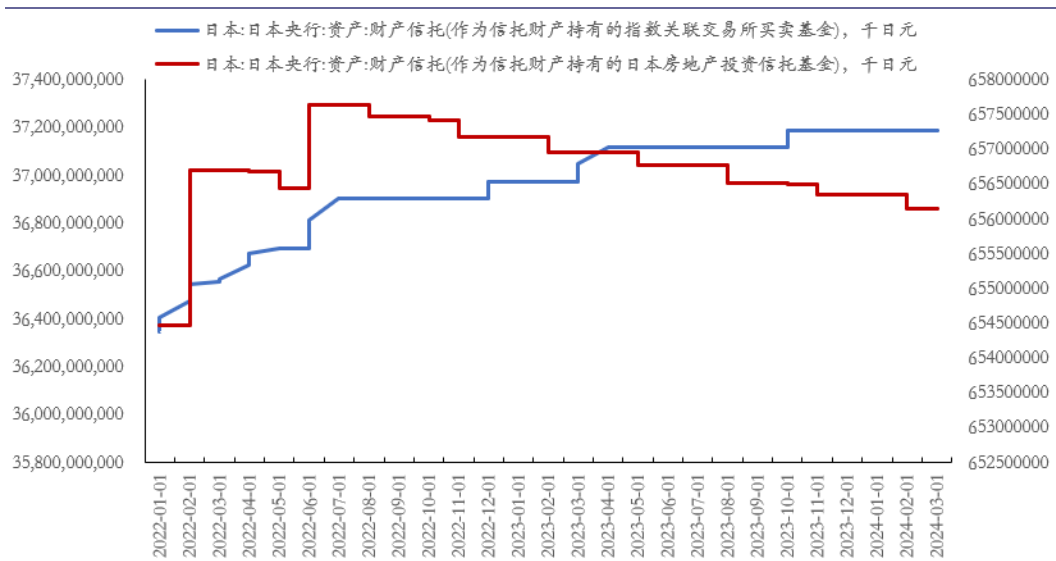


资料来源：iFind，太平洋证券整理

(三) 不再购买 ETF 和 JREITS

2023 年开始日本央行基本已停止购买 ETF 和 JREITS，因此市场对此预期较为充分，对资产价格走势影响较小。

图表3：2023 年日本几乎没有购买新的 ETF 和 JREITS



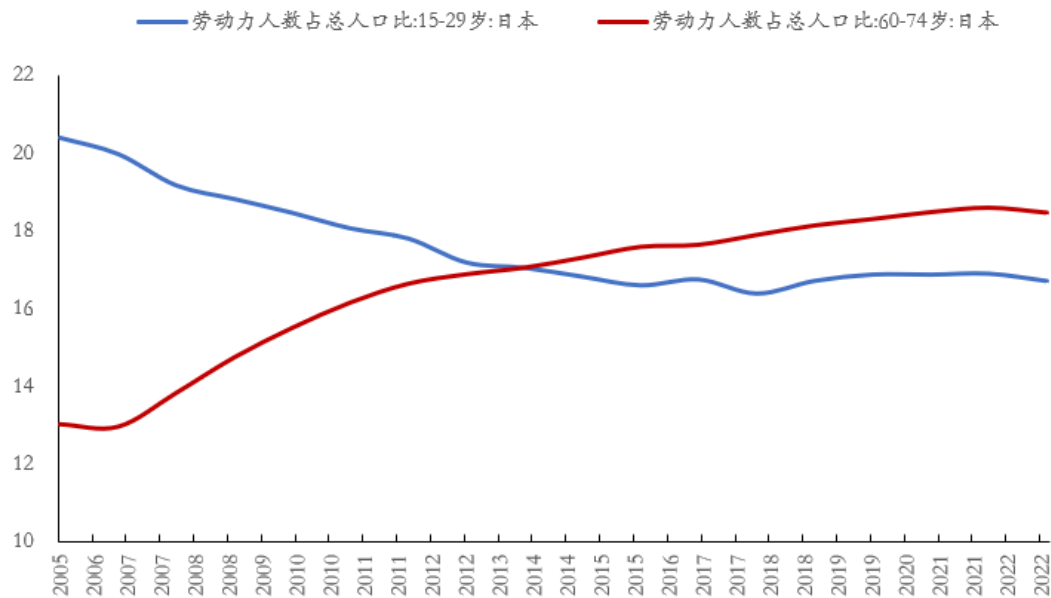
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

总体来看，此次日本利率决议的大部分内容早已被市场所交易，被市场关注的购债方面则声明鸽派，日本央行不愿意长端利率大幅上行的态度决定了日债曲线小幅熊平的走势，日元套息交易中的成本端变化有限，难以对套息交易产生实质影响。

展望未来，日本此次利率正常化更可能是周期性的，人口老龄化、实际产出尤其是工业产出下行以及内生需求长久补贴贸易需求的经济结构决定了日本中性利率提高幅度有限，言论日本已彻底走出通缩为时尚早。日本利率正常化为周期性而非长久性的缘由有以下几点：一是劳动力市场难有改善。疫情后日本老龄化并未得到根本改善，60-74 岁劳动力人口占比仍居高不下，而 15-29 岁青壮年劳动里人口占比维持低迷。当前日本失业率维持历史低位的同时，劳动参与率已来到 1998 年以来最高，这意味着当前的劳动力市场已接近饱和，难以进一步推动日本经济潜力增长。二是日本实际产出增长低迷，工业实际产出量更是低于疫情前水平，不支持日本利率长期提高。

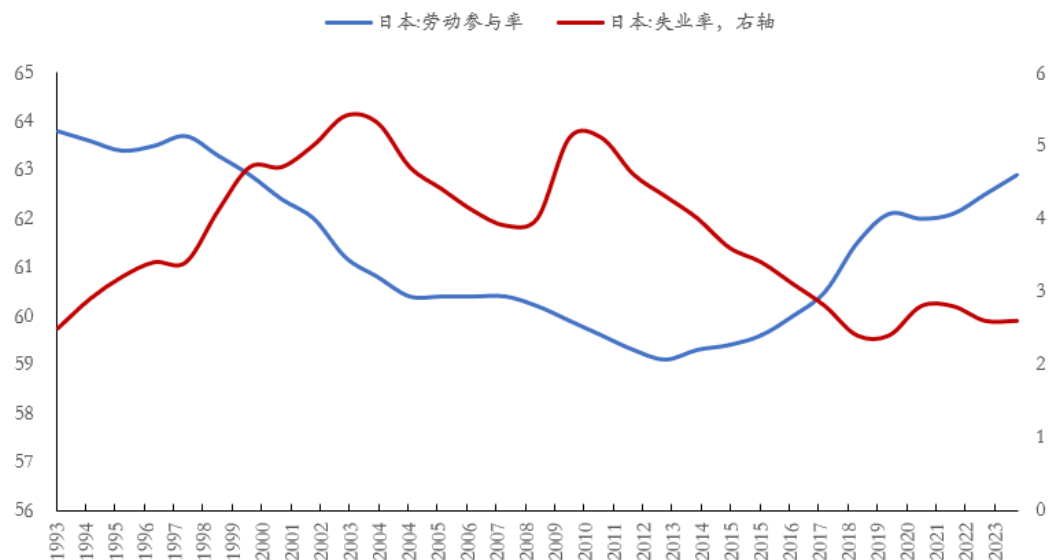
2023 年三季度和四季度日本实际产出环比折年化分别为-3.2%和 0.4%，皆不及市场预期。产出如果无法持续增长，那么日本央行此次赖以实现正常化的薪资增长也就难以为继，2017-2018 年日本薪资增长与产出下行出现背离，最后以薪资增长大幅放缓实现修复。此外，从 OECD 日本工业生产指数来看，日本工业实际产出量远未恢复到疫情前水平，距离 2008 年峰值更是差距甚远。日本距离恢复到外需拉动经济增长的正循环仍有较大距离。三是日本内生需求长久补贴贸易需求的经济结构下，内生需求增长难以持续。自日本经济泡沫破裂后，日本家庭消费表现持续低迷，日本经济增长对出口依赖度加大。日本长期以较低的汇率刺激出口的增长，但较低的汇率同时使得进口成本增加，抑制了日本的内部需求。这从日本不同规模企业的景气程度变化可以得到印证。日本的大型企业多以出口为导向，而中小型企业对内部需求依赖更多。当日元兑美元贬值时大型企业景气对小型企业领先扩大，而升值时这一优势倾向于缩小。疫情后日本家庭杠杆率增长缓慢，消费支出增长依旧乏力印证了日本内生需求仍未达到长期走出通缩的程度。

图表4：日本老龄化并未改善



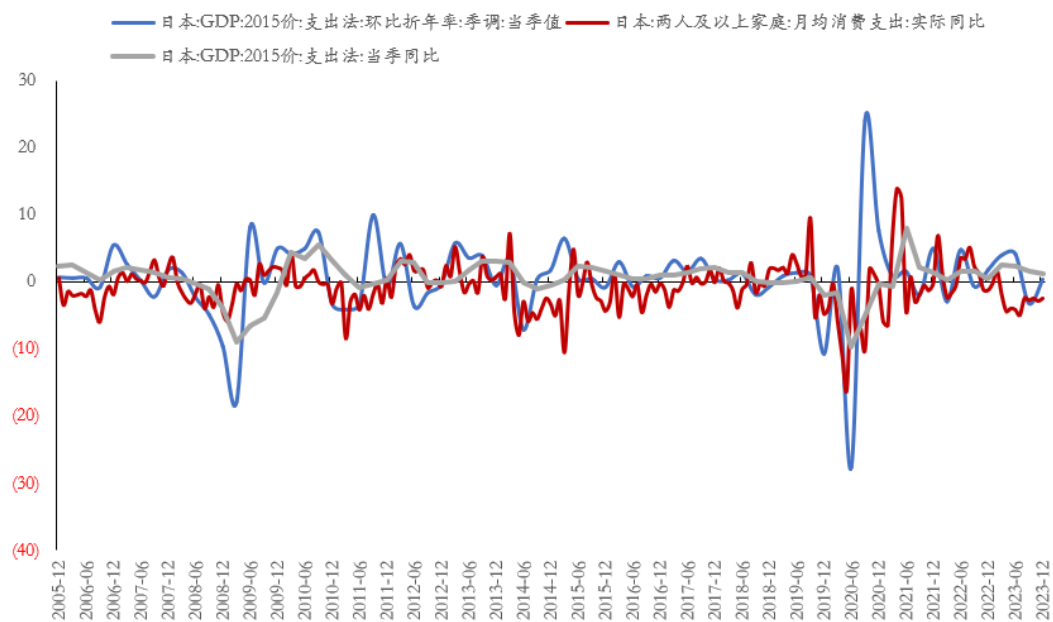
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表5：劳动力市场难以支撑日本经济潜在增长水平



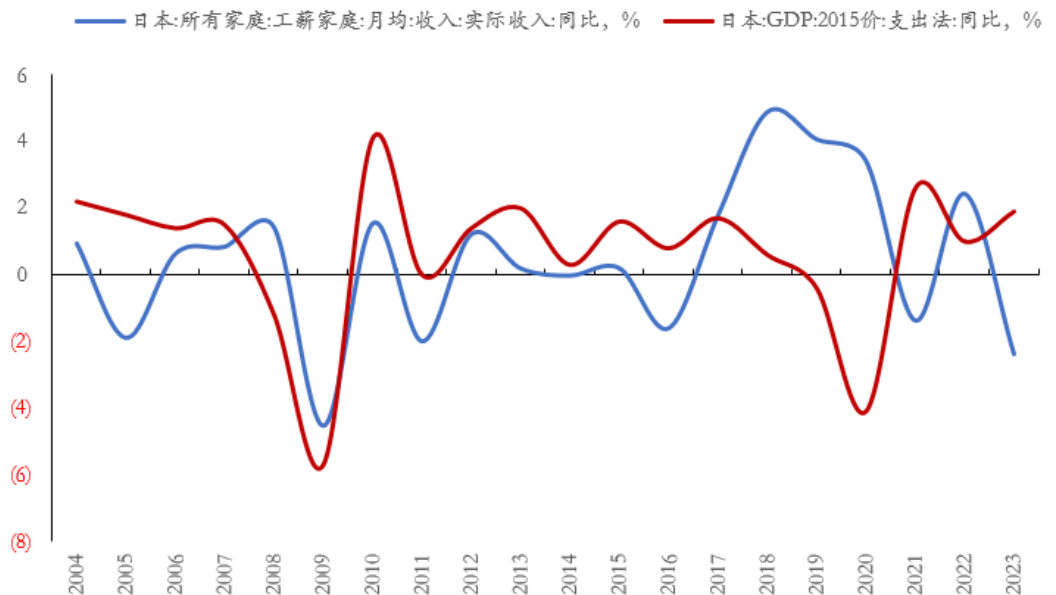
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表6：日本产出疲弱，数据不及预期，家庭消费支出低迷



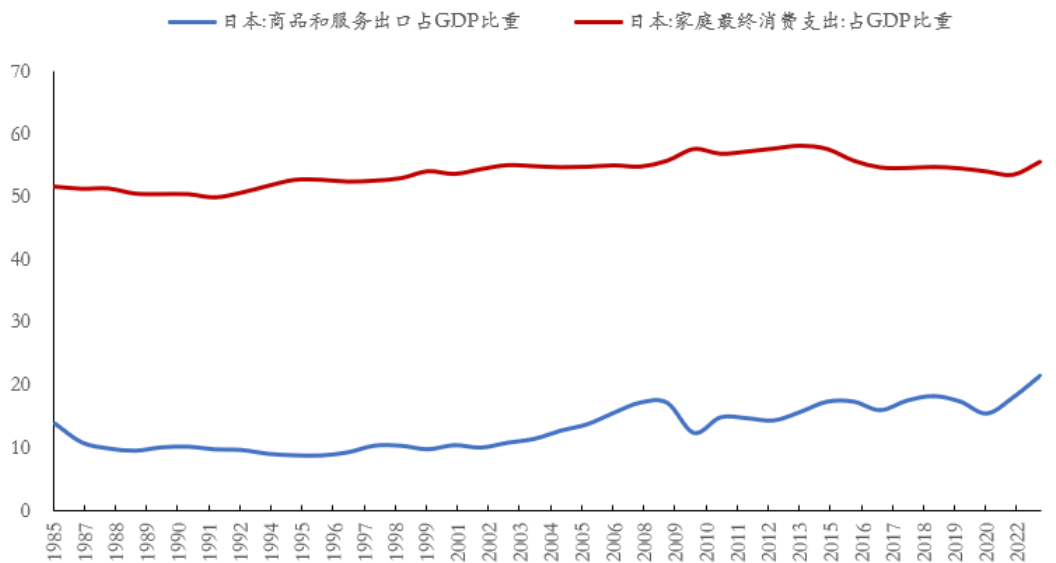
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表7：2017-2018 年薪资与产出背离后，以薪资放缓修正



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表8：经济泡沫破裂后，日本经济对出口依赖程度增加



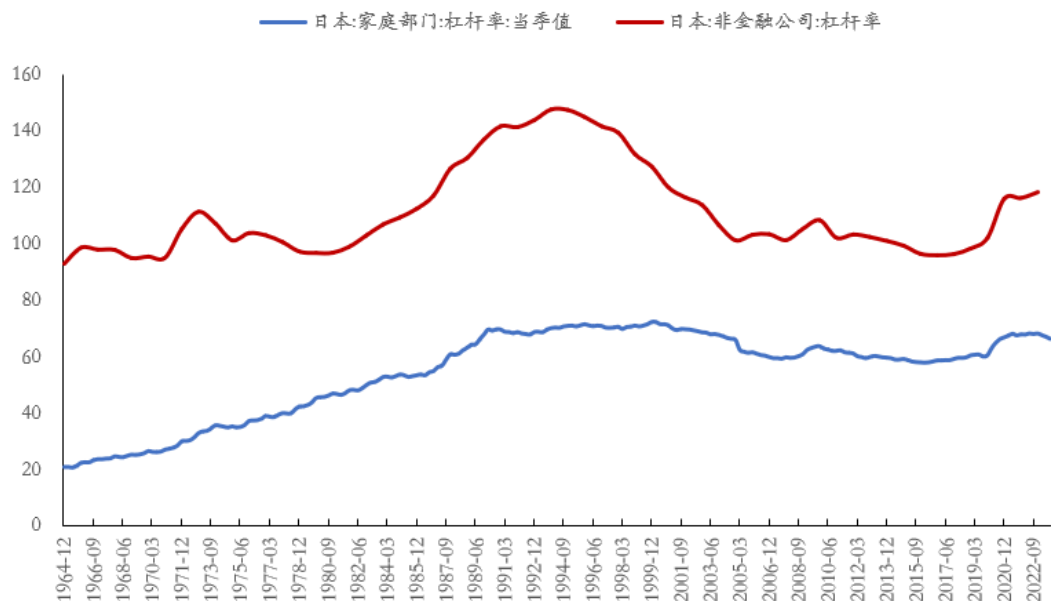
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表9：日本工业产出量仍低于疫情前，距离 2008 年更有较大差距



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表10：日本家庭部门杠杆率仍旧低迷



资料来源：iFind，太平洋证券整理

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/495322111003011130>