

# 投资策略研究

## 日央行加息，影响几何

日本央行 17 年来首次加息。2024 年 3 月 19 日，日本央行宣布，加息 10 个基点，将基准利率上调至 0%，这是日本 2007 年以来首次加息，标志着日本央行货币政策的重大转变。日央行以 8-1 的投票结果宣布取消 YCC 上限。在除国债以外的资产购买计划方面，日央行以 9-0 的投票结果宣布停止购买交易所交易基金（ETF）和房地产投资信托（J-REITs），并在一年左右的时间

内逐渐停止购买商业票据和公司债。  
加息后日元疲弱之势依旧明显贬值，股市却呈现出上扬态势，一是此前市场已经对本轮会议的结果有充分预期。日本央行上调基准利率之前，主要银行长期贷款利率已经开始悄然上升，因此利率决议公布后影响反而有限。二是日本央行继续执行大规模的国债购买计划。日本央行在退出负利率机制之后，并未立即采取激进的紧缩措施，而是继续执行大规模的国债购买计划，加息的同时继续释放流动性，维持较为宽松的货币政策立场。

日本选择此时加息，一是通胀预期抬升。日本的 CPI 同比增速从 2021 年 1 月开始快速上升。截至 2024 年 2 月 CPI 依旧连续 23 个月超过日本央行 2% 的目标，CPI（剔除新鲜食品和能源）当月同比从 2022 年 12 月至今保持 3% 以上的水平，显示出日本通胀相对的韧性。二是“春斗”薪资超预期增幅。2024 年 3 月 15 日，“春斗”（劳资谈判）赢得了 5.28% 的平均工资涨幅，创 1991 年来最大的薪资涨幅。理想情况下，随着薪资水平的提升，日本民众的人均可支配收入相应增长，这不仅增强了消费者的购买力，也激发了更高的消费意愿，从而有可能在日本催生出由消费需求驱动的通货膨胀，进入工资-物价的螺旋式增长。

日本结束负利率是否意味着对抗通缩成功？2023 年全年日本的当季同比值都高于 4.8%，实际 GDP 季度同比增长的区间则是在 1.2% 到 2.6% 之间浮动，较 22 年略有抬升，但名义 GDP 的上涨主要是由物价通胀因素，经济基本面的回暖贡献相对较小。日本本轮通胀多是输入型为主，其影响因素正在逐步消退，通胀增长的趋势难以持续。从 GDP 分项来看，日本近三年净出口同比增长持续高于 2%，拉高了 GDP；本内需持续疲软，2023 年第三、第四季度，日本个人消费同比都为负数；而资本形成总额也出现负增长或增长缓慢的情况。日本居民消费意愿不强，长期的有效需求不足制约消费增长，进而影响到企业的投资扩展。日本 GDP 和通胀的起色能否持续，还要看涨薪加息后能否带动居民消费欲望的恢复。

**风险提示：** 日本货币政策调整；地缘政治冲突；全球经济下滑，日本经济基本面疲软。

### 作者

#### 分析师汪毅

执业证书编号：S1070512120003

邮箱：yiw@cgws.com

#### 联系人杨博文

执业证书编号：S1070122080042

邮箱：yangbowen@cgws.com

### 相关研究

- 《把握全球定价上游资源品的确定性机会——长城策略周论市场（0401-0407）》2024-04-08
- 《行业轮动：宏观因子视角》2024-04-07
- 《业绩显微镜系列三：高估值下，AI 服务器业绩究竟如何？》2024-04-02

## 内容目录

一、日本央行 17 年来首次加息 .....	3
1、日本央行货币政策路径 .....	3
2、日本十年期国债收益率攀升 .....	4
二、加息难掩日元颓势 .....	4
三、日本选择此时加息的原因 .....	6
1、通胀预期抬升和“春斗”薪资超预期增幅促进了日本政策转向。 .....	7
2、日本结束负利率是否意味着对抗通缩成功? .....	10
风险提示 .....	11

## 图表目录

图表1: 日本近期货币政策调整时间表 .....	3
图表2: 日本10年国债利率、日本央行政策利率和YCC上限 .....	4
图表3: 美元兑日元即期汇率 .....	4
图表4: 东京日经225指数 .....	5
图表5: 日经225指数市盈率 .....	5
图表6: 日本央行持有国债 .....	5
图表7: 2021年-2023年G20国家加息时间表 .....	6
图表8: 日本央行持有国债总量及日本央行国债占资产比例 .....	7
图表9: 日本国家政府债务总量及其占GDP比重 .....	7
图表10: 日本CPI、核心CPI、CPI（除新鲜食品和能源）当月同比 .....	8
图表11: 日本实际进口价格指数及同比值 .....	8
图表12: 日本CPI分项同比贡献率 .....	9
图表13: 日本劳动参与率与失业率 .....	9
图表14: 日本薪资名义增速及实际增速 .....	10
图表15: 日本名义GDP增速、实际GDP增速及GDP分项 .....	10

## 一、日本央行 17 年来首次加息

### 1、日本央行货币政策路径

2023 年 4 月 10 日，植田和男上任表态日本会维持宽松的货币政策。日本央行行长植田和男在就职新闻发布会上称，收益率曲线控制 YCC 和负利率政策适应当前的经济环境，货币政策框架暂时不太可能发生大变动。

2023 年 7 月 28 日，议息会议上，日本央行在实际层面已经将 10 年利率的硬约束由此前的 0.50% 上调至 1.00%。10 年国债利率，以目标利率±0.50% 为参考标准。但日本央行仍然会“机动地实施购债操作”。

2023 年 10 月 31 日，日本议息会议上，央行宣布实施更为灵活的收益率曲线控制(YCC)措施。日本央行取消了 YCC 上下限，1% 不再作为硬约束，而是 10 年期国债收益率上限的参考，通过大规模购买 10 年期国债和灵活的市场操作来进行收益率调控。同时，日央行每次固定利率购债操作，将会根据利率的实际情况，适时作出决定。

2024 年 3 月 19 日，日本央行结束负利率时代，取消 YCC 政策，停止购买交易所交易基金(ETF)和房地产投资信托(J-REITs)，并在一年左右的时间内逐渐停止购买商业票据和公司债。国债购买金额大致不变。

2024 年 3 月 19 日，日本央行宣布，加息 10 个基点，将基准利率上调至 0%，这是日本 2007 年以来首次加息，标志着日本央行货币政策的重大转变。日央行以 8-1 的投票结果宣布取消 YCC 上限。在除国债以外的资产购买计划方面，日央行以 9-0 的投票结果宣布停止购买交易所交易基金(ETF)和房地产投资信托(J-REITs)，并在一年左右的时间内逐渐停止购买商业票据和公司债。日本央行在声明中未提及 0% 的日本 10 年期国债收益率目标，并表示主要政策工具仍然是短期利率。日本央行承诺将继续购买债券，金额与之前大致相同。这一举措以 8-1 的多数票赞成获得通过。若收益率快速上升，日本央行将可能增加日本国债的购买量。

图表1：日本近期货币政策调整时间表

时间	调整内容	调整前	调整后
2023 年 4 月 10 日		维持宽松的货币政策	
2023 年 7 月 28 日	YCC 政策	10 年期国债利率上限为 0.5%	10 年期国债利率上限上调为 1%
2023 年 10 月 31 日	YCC 政策	10 年期国债利率上限的 1.0% 为硬约束	10 年期国债利率上限的 1.0% 为参考指标
	YCC 政策	10 年期国债利率上限的 1.0% 为参考指标	取消 YCC 上限。

2024年3月19日	利率体系	低于零（负利率）	负利率时代结束
	交易所交易基金（ETFs）	年余额增幅上限为 12 万亿日元	取消购买
	日本房地产投资信托基金（J-REITs）	年余额增幅上限为 1,800 亿日元	取消购买
	商业票据	保持未偿余额在 2 万亿日元左右	逐步减少购买量，并在一年左右停止购买
	企业债券	将以与 Covid-19 大流行之前大致相同的速度购买公司债券，以便其未偿付金额将逐渐恢复到大流行前约 3 万亿日元的	逐步减少购买量，并在一年左右停止购买

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/685020333113011142>