



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告
2024年3月25日
行业：固收

日本是如何演变为负利率的？

——日本经济专题报告

分析师：张河生 SAC编号：S0870523100004

目录

Content

- 一、日本如何步入零利率阶段?
- 二、日本为何实施负利率?
- 三、通胀提升以及退出负利率
- 四、风险提示



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

一、日本如何步入零利率阶段？

1.1 九十年代初期日本经济经历地产泡沫破灭

◆ 九十年代初日本地产泡沫破灭的三个表征

- ◆ 资产价格快速下跌：土地、股市均大跌；
- ◆ 企业破产，破产企业负债金额大幅攀升，增加银行坏账；
- ◆ 经济增速失速下滑，90-91年平均4%以上增速，92年0.8%，93年0.2%；

图 日本城市土地价格指数

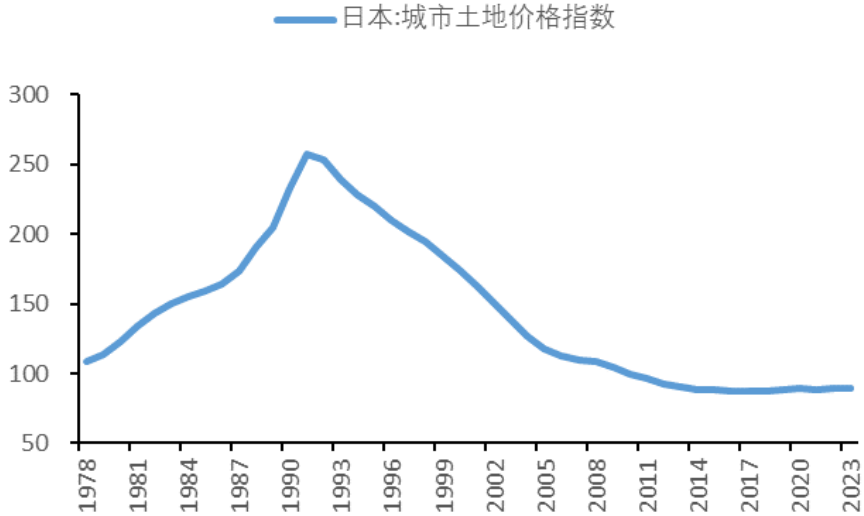
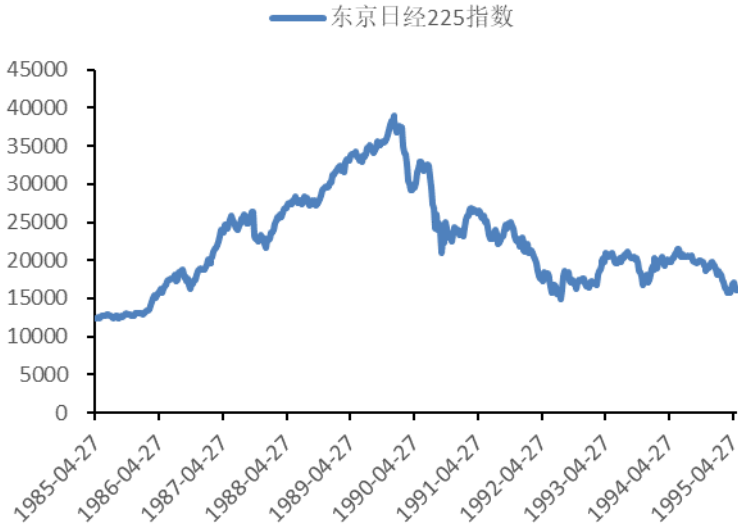


图 日本股市 (点)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

资料来源: Wind, 上海证券研究所



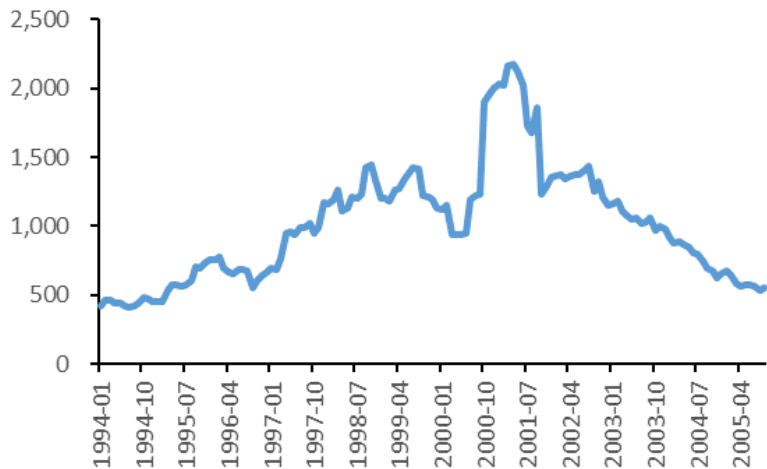
1.1 九十年代初期日本经济经历地产泡沫破灭

◆ 日本地产泡沫破灭的三个表征

- ◆ 资产价格快速下跌：房子、股市均大跌；
- ◆ 企业破产，破产企业负债金额大幅攀升，增加银行坏账；
- ◆ 经济增速失速下滑，90-91年平均4%以上增速，92年0.8%，93年0.2%；

图 日本破产企业负债额

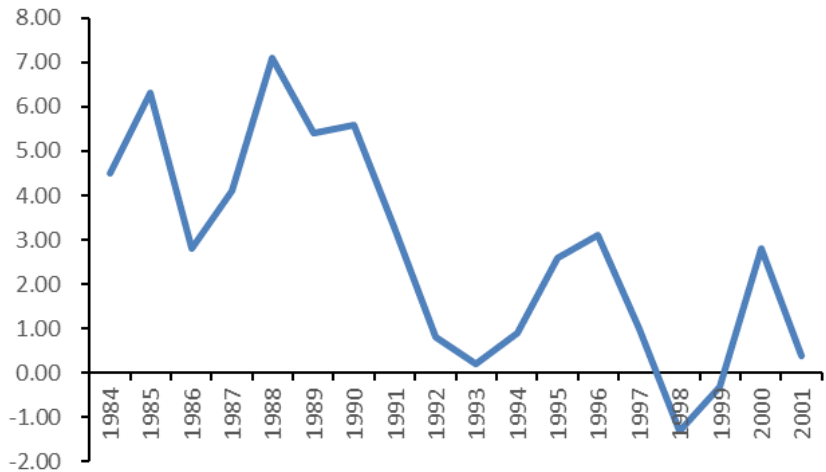
十亿日元 ———— 日本:破产企业负债额:全产业 (MA12)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 日本GDP (%)

——— 日本:实际GDP增长率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

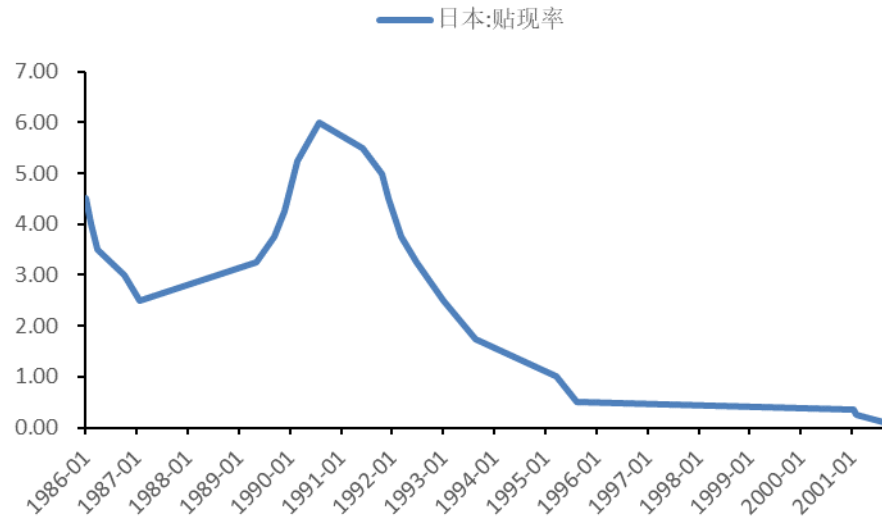


1.2 央行采取宽松货币政策应对危机

◆ 央行采取宽松货币政策应对危机

- ◆ 不断大幅下调贴现率：1991， -150 BP；1992， -125 BP；1993， -150 BP；1995， -125 BP；
- ◆ 四年降5.5%， 每年降2次， 从6%降至0.5%， 自此步入50BP及以下低利率环境；
- ◆ 1995-2001年长期50BP及以下低利率环境；

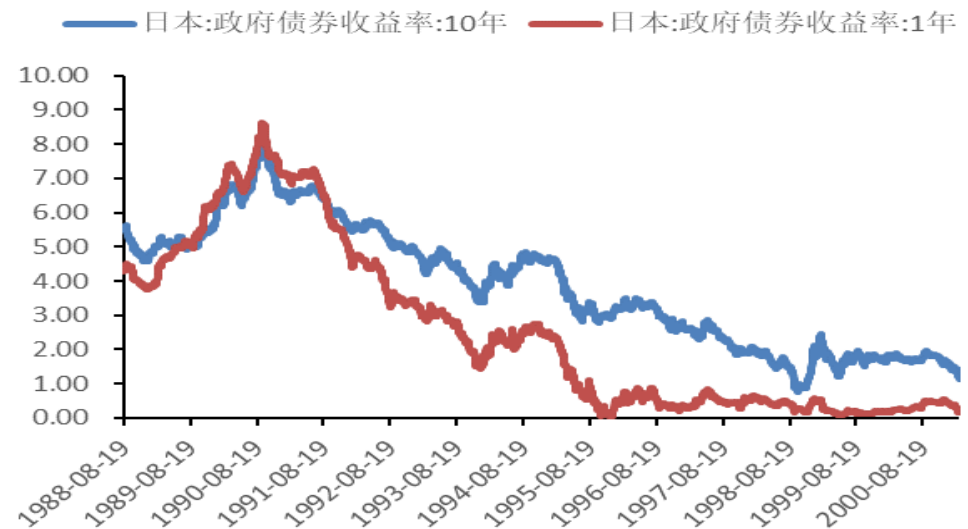
图 日本降息 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所



图 日本债市表现 (%)



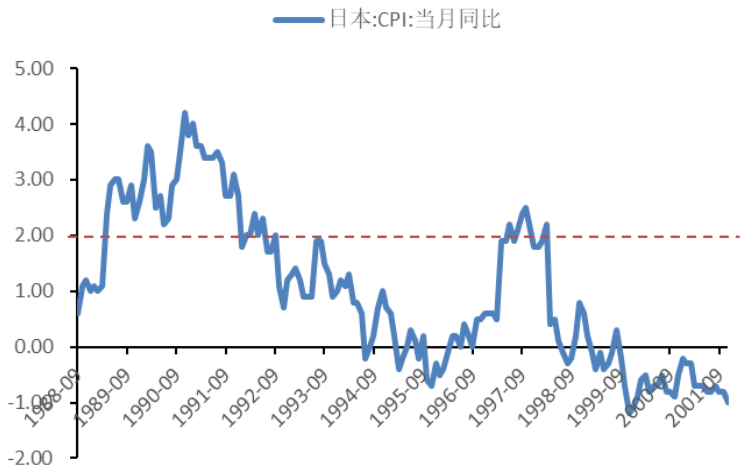
资料来源: Wind, 上海证券研究所

1.3 货币政策效果不佳

◆ 货币政策效果不佳

- ◆ 通胀一度反弹至2%以上但遇上97年东南亚金融危机再次下降；
- ◆ 失业率持续提升；
- ◆ 信贷紧缩，贷款与贴现余额同比增速跌至负值；

图 1988-2001年日本通胀表现 (%)



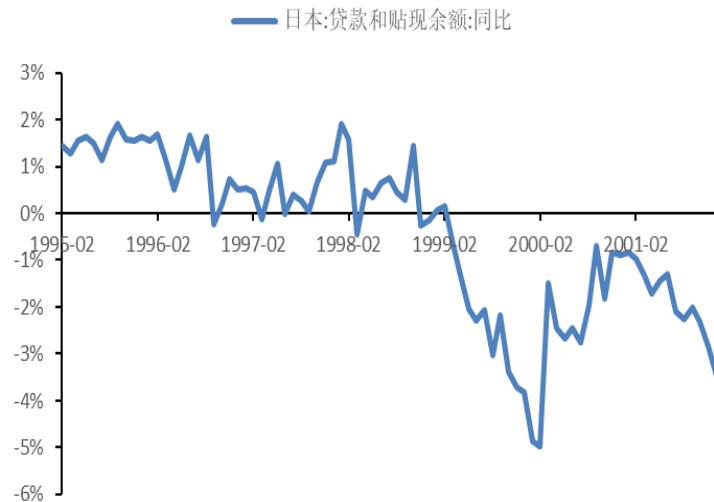
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图1986-2001年日本失业率 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 1995-2001年日本信贷增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

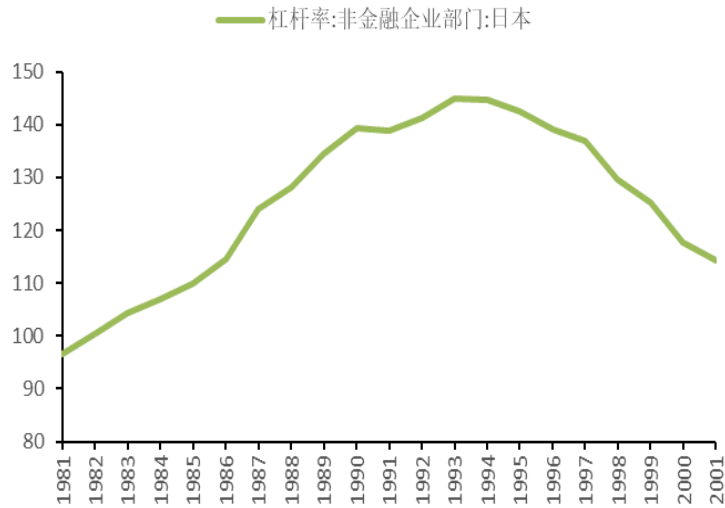


1.4 货币政策“失效”的原因

◆ 泡沫破灭后的企业、居民投资消费意愿低

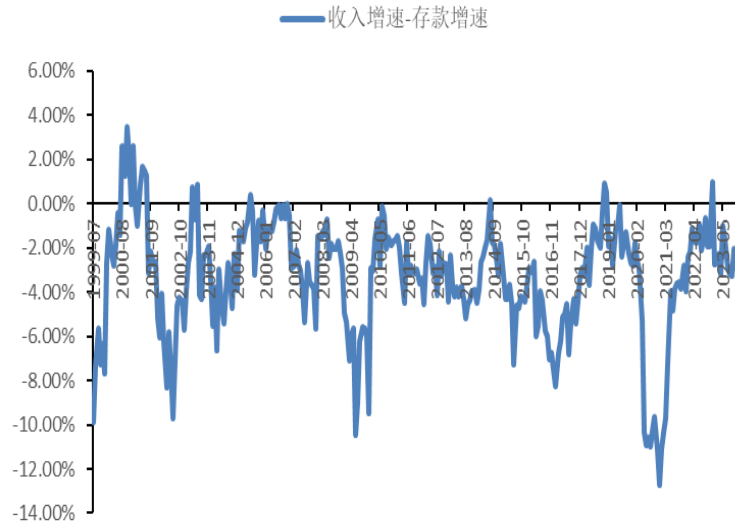
- ◆ 资产价格下跌债务压力仍然存在，1995年之后非金融企业部门杠杆率下降，说明企业积极偿还债务，借贷意愿低；
- ◆ 同时，资产下跌预期，居民倾向推迟消费，储蓄意愿高，收入增速长期低于存款增速；
- ◆ 名义利率接近0，通缩背景下，实际利率为正；

图 日本企业部门杠杆率 (%)



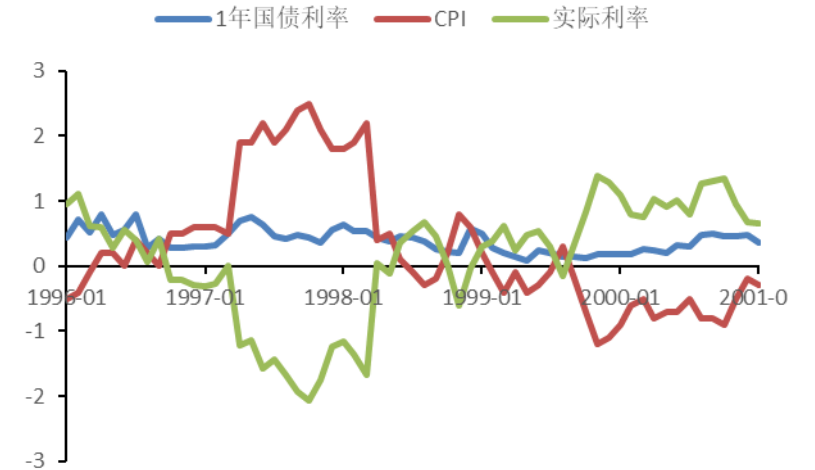
资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 日本收入增速-存款增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 国债利率减去CPI的差额构建的日本实际利率走势 (%)



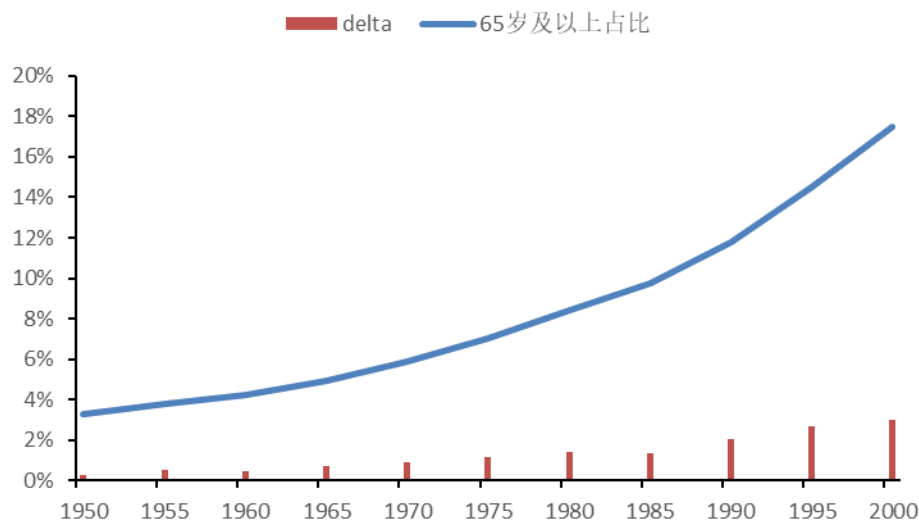
资料来源: Wind, 上海证券研究所



◆ 人口问题

- ◆ 人口老龄化加速，增长潜力下行：1990年-2000年，65岁以上人口占比提升年度增长0.57%，过去30年年度增长0.25%；

图 日本65岁及以上人口占比 (%)



资料来源：Wind，上海证券研究所





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

二、日本为何实施负利率？

- ◆ 2001年3月央行开始实施量化宽松QE；
- ◆ QE之后，失业率下降；
- ◆ QE之后，直到2005年11月前，信贷增速仍然负增长，2005年11月-2009年10月间的大多数月份、2011年10月之后信贷增速保持正增长；

图2001-2016年日本失业率 (%)



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 2001-2016年日本信贷增速

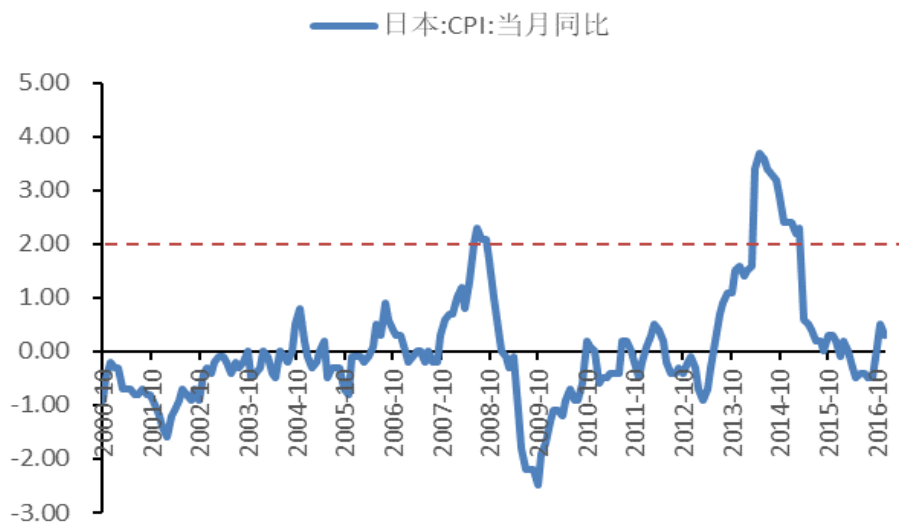


资料来源：Wind，上海证券研究所



- ◆ 2012年安倍上台，提出一系列经济刺激政策，包括日本央行于2013年4月实施QQE（QE+YCC）；
- ◆ 2015年4月至2015年12月，CPI同比增速长期维持在0-0.6%之间波动；

图 2001-2016年日本通胀表现 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所



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/998005015044006051>