

宏观跟踪报告

报告日期：2023 年 01 月 18 日

现任按兵不动，继任未完待续

——日本央行追踪系列研究一

核心观点

黑田东彦剩余任期内按兵不动的概率较高，未来日本流动性核心应重点关注日本通胀以及新行长换届。通胀方面可能因为日本春季劳资谈判提升工资进一步增加核心 CPI 上行压力（当前日本央行对通胀仍较为乐观），日央行行长换届也可能进一步增加政策灵活性，日本货币政策年内仍有进一步调整空间，尤其是 YCC 政策可能在行长换届后进一步调整。

□ 日本央行按兵不动，鹰派程度明显低于市场主流预期但符合我们前期判断

日本央行本月议息会议整体按兵不动，长期利率方面，继续维持 10 年期日债的目标利率为 0%，上下波动区间维持在 50BP；短期利率继续维持基准利率为 -0.1%。海外机构对于 YCC 政策进一步调整的预期落空，但符合我们在前期报告《日本央行转向紧缩了么》中的判断：黑田东彦剩余任期内开展进一步政策调整的概率较低，未来日央行的政策重心将聚焦于日本央行行长换届后的政策变化。

黑田东彦在会后声明中也进一步提出：“不需要进一步扩大收益率曲线控制区间”，进一步明确了日央行的政策立场。

本次会议鹰派程度低于预期后，日元兑美元汇率下跌并再次击破 130，10 年期日债收益率一度跌至 0.4% 以下，重新回到日央行的管控区间。

□ 预计黑田东彦剩余任期按兵不动，未来关注通胀（春季工资谈判）和行长换届

我们曾于此前的报告《日本央行转向紧缩了么》中提出 2022 年 12 月日本央行的政策调整实际使日本央行陷入两难境地。尤其是机构博弈日央行政策进一步调整，继而导致了债券市场（尤其是 1-10 年期限品种）的更大抛压，使得日本央行被迫加码量化宽松，反而扩大干预规模。

在本月议息会议前，10 年期日债收益率已经连续 3 天突破日央行目标区间的上限，为维持政策稳定，日央行自 2022 年 12 月 28 日以来连续在 YCC 框架下执行量化宽松计划外的购债，截至 2023 年 1 月 16 日已累计购入 10.1 万亿日元的日本国债（折约 780 亿美元），购债规模远超量化宽松项下既定的购债规划（去年末议息会议决定 2023 年 1-3 月每月的日本国债购债规模为 9 万亿日元/月）。我们此前曾提出，市场和日央行的博弈本质源自于交易者对日本央行的“继续维持宽松立场”和“并未进入新一轮紧缩周期”等表述的不信任。市场博弈情绪越重，日本央行越需要通过更明确的政策立场重建自身信用，黑田东彦剩余任期内开展进一步政策调整的概率较低。我们基于这一逻辑判断本月政策难有调整已充分兑现，3 月议息会议我们依然认为日央行将按兵不动，为防止“晚节不保”，黑田东彦进一步政策调整并催动市场博弈情绪，增加日债抛压，加大日央行干预难度的概率极为有限。

综上，我们认为黑田东彦剩余任期政策不会有进一步调整，未来日本流动性核心应重点关注日本通胀以及新行长换届，通胀方面核心关注本轮日本春斗（春斗为日本春季工资谈判）。

□ 日央行本季对通胀保持乐观，未来工资情况是通胀核心 Q1 重点关注春斗进展

从本季的经济预测看，日本央行对于 2023 年的通胀前景仍然保持较为乐观的态度，对 CPI 的判断相较 2022 年 10 月的预测前值均未出现明显提升。当前对 2023 年末目标 CPI（CPI 剔除新鲜食品）的预期为 1.6%-1.8%，前值为 1.5%-1.8%；2023 年核心 CPI 预期为 1.7%-1.9%，前值为 1.5%-1.8%。

我们认为未来日本通胀的核心将聚焦于工资情况，黑田东彦此前曾指出：“工资增速需要维持在 3% 以上，才能稳定实现 2% 的通胀目标”。为此，我们提示需重点关注 2023 年日本春斗的谈判结果，当前劳方提出的涨薪要求为 5% 是过去 20 年最高水平，如果最终企业涨薪比例均显著高于 3%，则日本央行政策转鹰的概率将进一步提升。

□ 春斗是日本每年春季的劳资谈判，今年劳方提薪要求达到 5% 是过去 20 年最高

日本春斗是日本于每年春季集中开展的劳资谈判。代表劳方立场的日本工会总联合会（简称“联合”）以及代表资方立场的日本经济团体联合会（简称“经团联”）

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

将围绕该年度社会平均工资的增长幅度进行谈判。此后不同规模的企业围绕谈判结果进一步确定自身的实际涨薪比例。2015年至今，劳方在春斗中提出的涨薪幅度一直保持在4%的水平，从企业实际涨薪水平来看，大企业历年平均提薪水平为2.3%，中小企业历年平均提薪水平为1.82%。

2023年日本春斗结果将是决定2023年日本通胀走势的重要变量，当前劳方提出的加薪比例为5%，其中包括基本工资比例3%和定期加薪比例2%，是过去20年来最高水平，未来需重点关注谈判结果以及实际加薪比例，从历史经验来看，3月是企业决定加薪比例的高峰期。当前部分企业已自主确定2023年涨薪比例：日本生命保险宣布2023年涨薪7%左右；目前涨薪比例最大的是优衣库，所有员工的收入将在最高提升40%的范围内调整。

- **日央行行长换届也是未来日本流动性的核心变量，核心候选人均不反对鹰派立场**
日本央行行长换届也是未来日本流动性变化的核心。现日央行行长黑田东彦的任期将于2023年4月正式到期。黑田东彦是安倍理念的核心践行者，在安倍任期内的积极主张下日本央行实行了大规模的宽松政策。本轮任期后日本央行将更换掌门人，当前竞争力最强的候选人分别为：

一是现日本央行副行长雨宫正佳，是一位政策风格灵活的实用主义者，作为黑田东彦的副手曾主导涉及较多非常规的宽松货币政策，是日本长期宽货币的重要践行者之一。与此同时，2017年也曾发声质疑收益率曲线控制政策，认为这一政策将使日本在MMT的道路上无法回头。

二是前日本央行副行长中曾宏，政策理念相对鹰派，反对安倍经济学理念下货币政策对市场的过度干预，在2006年日本央行退出量化宽松的过程中发挥重要作用。主张通过以下方式逐步退出宽松：一是提高超额准备金利率；二是减少量化宽松的到期再投资。

综上，两位最有力的候选人的政治理念都不反对“鹰派”立场，因此未来日央行货币政策可能获得更多灵活抉择的空间。

- **行长换届后YCC政策可能进一步调整，日本机构海外资产持有量较多需关注**

综上，通胀方面可能因为春斗提升工资进一步增加核心CPI上行压力，日央行行长换届也可能进一步增加政策灵活性，日本货币政策年内仍有进一步调整空间，尤其是YCC政策可能在行长换届后进一步调整。

根据彭博，当前海外较多机构预期一旦YCC取消，10年期日债利率的合意区间可能位于0.9%附近。换言之，一旦YCC的波动区间再次拓宽50BP至1%，则其对利率的约束作用将迅速减小，取消YCC的条件也将更为成熟。在此背景下，我们提示年内YCC区间仍有进一步调整空间，甚至存在取消YCC的可能。

考虑到日本机构持有海外资产较多，日本央行的紧缩预期以及衍生的日元流动性收缩仍需重视。根据IMF统计，截至2022年Q3，日本机构共计持有3.7万亿美元的海外证券类资产，其中权益资产约1.6万亿美元，债券资产约2.1万亿美元（其中美债约1.3万亿美元，欧债约6845亿美元）。

- **风险提示**

日本通胀超预期；新一届日本行长鹰派程度超预期

1.重要图表

表1: 近期日本央行加大日本国债购债规模

日期	日本央行操作 (针对不同剩余期限的债券)	合计购债规模 (亿日元)
20221228	1-10 年期 5000 亿日元	5000
20221229	1-10 年期 6000 亿日元	6000
20221230	1-10 年期 7000 亿日元, 10-25 年期 3000 亿日元	10000
20230104	1-3 年期 2000 亿日元, 3-5 年期 1000 亿日元, 5-10 年期 1500 亿日元, 10-25 年期 1500 亿日元	6000
20230106	3-5 年期 5750 亿日元, 1 年期 1500 亿日元, 5-10 年期 3000 亿日元, 10-25 年期 3000 亿日元, 3-5 年期 5000 亿日元	18250
20230111	1-3 年期 1000 亿日元, 3-5 年期 1000 亿日元, 5-10 年期 3000 亿日元, 10-25 年期 2000 亿日元, 25 年期以上 500 亿日元	7500
20230112	1-3 年期 5000 亿日元, 5-10 年期 7750 亿日元, 10-25 年期 3000 亿日元, 25 年期以上 300 亿日元	16050
20230113	1-3 年期 1000 亿日元, 3-5 年期 6000 亿日元, 5-10 年期 7000 亿日元, 10-25 年期 4000 亿日元	18000
20230116	1-3 年期 1000 亿日元, 3-5 年期 5000 亿日元, 5-10 年期 5000 亿日元, 10-25 年期 3000 亿日元	14000

资料来源: 日本央行, 浙商证券研究所

表2: 日本央行 1 月小幅下调经济增长预期、小幅上调通胀预期 (%)

	批准规模	2022	2023	2024
实际 GDP 增长	23 年 01 月预测	1.9-2.0	1.5-1.9	0.9-1.3
	22 年 10 月预测	1.8-2.1	1.5-2.0	1.3-1.6
目标 CPI (剔除食品项)	23 年 01 月预测	3.0	1.6-1.8	1.8-1.9
	22 年 10 月预测	2.8-2.9	1.5-1.8	1.5-1.9
核心 CPI	23 年 01 月预测	2.1	1.7-1.9	1.5-1.8
	22 年 10 月预测	1.8-1.9	1.5-1.8	1.5-1.8

资料来源: 日本央行, 浙商证券研究所

表3: 2015-2022 年历年春斗结果

年份	工会草案的提薪涨幅	企业答复的提薪结果		最终提薪涨幅 (加权平均)	
		大企业	中小企业	大企业	中小企业

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_51521

