

宏观动态跟踪报告

日本央行下一步：新行长植田和男的政策理念

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

研究助理

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



平安观点：

- 2023 年 2 月 14 日，日本政府向国会提名原日本央行审议委员、经济学者植田和男出任日本央行行长，同时提名内田真一、冰见野良三为新的日本央行副行长。本文从当前日本的经济形势入手，结合植田和男以往的政策、学术观点，探讨未来日本货币政策的可能走向。
- 当前，日本央行极度宽松的货币政策仍面临调整压力。2022 年 12 月日本核心 CPI 达到 4.0%，刷新 1980 年代以来新高，2023 年 1 月东京地区的 CPI 同比更是由前值的 3.9% 升至 4.4%，表明当前日本通胀压力仍在持续增长。而在 2022 年 12 月日本央行意外上调 YCC 目标后，海外投资者持续做空日债，做多日元，央行与市场间的博弈更加白热化。
- 但我们认为，即使被认为是“平衡派”的植田和男就任日本央行行长后，其货币政策“急转弯”的概率也相对较低。一是，日本通胀的可持续性仍有待观察；二是，货币政策的调整或受财政压力牵制；三是，大幅调整货币政策可能引发金融市场动荡；四是，美联储紧缩放缓，一定程度上降低了日本货币政策调整的必要性；最后，植田和男近期表态仍支持宽松的货币政策。作为“前瞻性指引”的创立者，植田和男长期以来相当重视央行的信誉问题，或不愿贸然进行大刀阔斧的改革。
- 从中长期来看，日本央行货币政策调整的可能性及必要性进一步上升。一方面，随着时间的推移，非常规货币政策的刺激效果将持续减弱。植田和男认为，在长时间的经济停滞后，收益率曲线将会自动趋于平缓，这将限制非常规货币政策的作用。另一方面，大规模资产购买等政策的副作用正在持续显现。日本央行在 2016 年将政策调控目标转向国债利率后，债券市场的价格发现能力大幅下降，这对银行等金融机构的中介职能产生了不可忽视的负面影响。同时，最为“鸽派”的雨宫正佳并未获得提名，反映出岸田政府对当前货币政策的態度或已出现转变。
- 总之，尽管中长期来看日本央行的货币政策有必要做出改变，但学者出身的植田和男就任后，短时间内可能并不会对当前的货币政策做出较大调整，更可能采取小幅、渐进的方式进行微调，以免引起市场的大幅震荡。而在此之前，日本央行有可能开展对当前非常规货币政策的审查工作，以产生类似“前瞻性指引”的作用。此外，植田和男以往的政策观点也使得其可能更重视与国内外相关机构的沟通，并推动货币政策与财政政策更好地进行协作，以提高日本的长期潜在增长率。

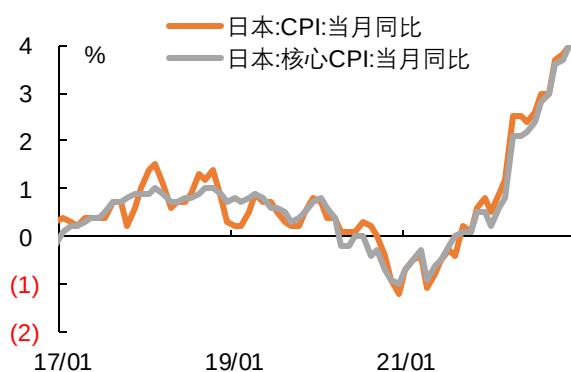
2023年2月14日，日本政府向国会提名原日本央行审议委员、经济学者植田和男出任日本央行行长，同时提名内田真一、冰见野良三为新的日本央行副行长。据日本经济新闻等多家媒体报道，此前黑田东彦继任者的热门人选——雨宫正佳拒绝担任日本央行行长一职。实际上，植田和男获得提名大幅超出预期，市场对其亦知之甚少。因此，本文从当前日本的经济形势入手，结合其以往的政策、学术观点，探讨未来日本货币政策的可能走向。

一、短期政策或难“急转弯”

植田和男（Kazuo Ueda）于1951年出生于日本静冈县，现年71岁。1974年毕业于东京大学理学部，1980年获得麻省理工大学博士学位，师从前美联储副主席斯坦利·费希尔（Stanley Fischer），与前美联储主席伯南克（Ben Bernanke）、前欧央行行长德拉吉（Mario Draghi）等师出同门。从履历上看，植田和男在政策与学术界均有所建树：一方面，他长期在东京大学等日本顶级学府执教，并曾任东京大学经济系主任；另一方面，植田和男在政策界也曾身居要职：1985年至1987年，植田和男担任大藏省财政金融研究所主任研究官。1998年至2005年，植田和男就任日本央行政策委员会审议委员，也正是在此期间，日本央行首次实施了“零利率”与“量化宽松操作”。此后，植田和男以东京大学研究生院经济学研究科教授的身份回到大学，2008年作为内阁府调查会会长，撰写了描绘日本增长战略的21世纪版《前川报告》。

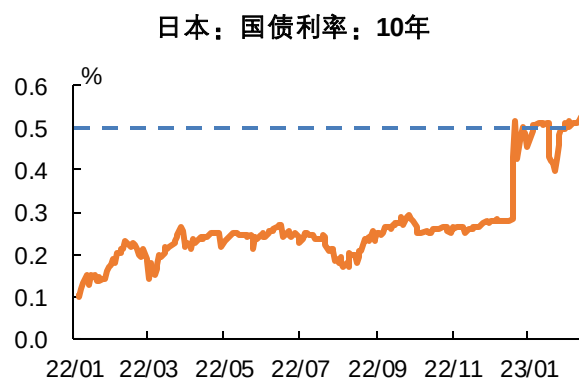
当前，日本央行极度宽松的货币政策仍面临调整压力。2022年12月日本核心CPI达到4.0%，刷新1980年代以来新高，2023年1月东京地区的CPI同比更是由前值的3.9%升至4.4%，表明当前日本通胀压力仍在持续增长。1月26日，国际货币基金组织（IMF）表示，日本通胀具有上行风险，建议日本央行调整政策，提高收益率曲线控制政策的灵活性，为加息做好准备。而在2022年12月日本央行意外上调YCC目标后，海外投资者持续做空日债，做多日元，央行与市场间的博弈更加白热化。即使在2023年1月18日日本央行并未继续调整YCC政策后，海外投资者也并未大举购入日本中长期债券，10年期日债利率仍保持在政策上限的0.5%左右。

图表1 日本CPI同比持续上行



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 近期日本国债收益率再度触及YCC上限



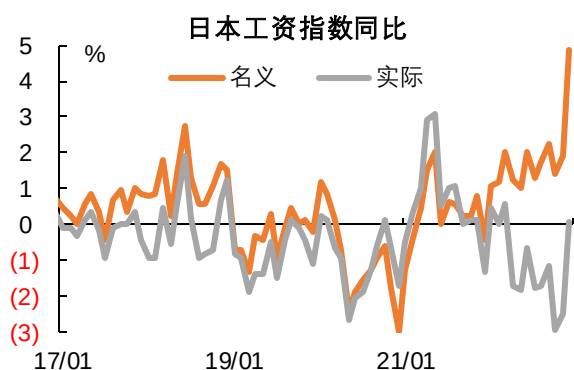
资料来源：Wind, 平安证券研究所

但我们认为，即使被认为是“平衡派”的植田和男就任日本央行行长后，日本货币政策“急转弯”的概率也相对较低。

一是，日本通胀的可持续性仍有待观察。一方面，当前日本通胀压力的上升，很大程度上是由于日元贬值叠加原油价格上涨带来的输入性通胀所致。但2022年下半年开始，随着地缘政治局势的缓和以及美欧经济基本面的转弱，原油价格持续回落，日本所面临的输入性通胀压力也将持续减弱。另一方面，日本国内的工资涨幅尚不足以支撑居民消费的扩张。2022年12月，日本名义工资指数同比由前值的1.9%跃升至4.8%，但主要是由于冬季奖金增长所致，若仅考虑合同现金收入，2022年12月日本国内的工资上涨幅度尚不到2%。而在扣除通胀因素的影响后，日本实际工资指数同比仅上涨0.1%。日本央行在1月的货币政策会议中也表示，2023财年日本CPI同比可能再度降至2%以下，实现价格稳定的目标仍有很远的距离。植田和男此前也曾表示，“新冠之后的经济复苏叠加日元走软，可能会产生更强的需求，但鉴于全球范围内的经济增速放缓，实

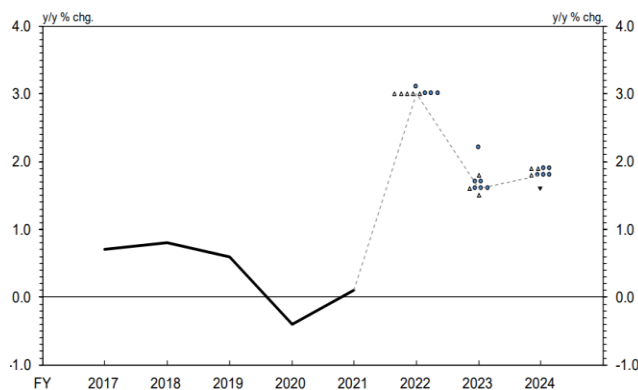
现可持续的 2% 通胀率之路仍然漫长”，“从这个角度看，在通胀率暂时超过 2% 时仓促加息，将对经济和通胀产生不利影响，并阻碍实现中长期足够宽幅加息的目标。例如，2000 年和 2006 年的加息并没有持续很长时间”¹。

图表3 日本实际工资增速仍低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 日本央行预测 2023 年核心 CPI 回落至 2% 以下



资料来源: 日本央行, 平安证券研究所

二是，货币政策的调整或受财政压力牵制。截至 2022 财年，日本政府支出中，“国家清偿债务”费用较疫情前高出约 2 万亿日元，占比已经基本回升至新冠疫情前水平（22-23%）。未来，若偿债成本进一步上升，用于民生保障的财政支出空间将更受挤占，日本税收压力也会增大，最终可能削弱经济增长前景。植田和男认为，日本极度宽松的货币政策并未取得预想中的效果，一个重要原因在于在各种结构性因素的作用下，日本经济增长能力及中性利率均出现下降。如果不通过政府的结构性改革，提高日本的潜在增长率，日本货币政策的效果将持续受限²。从中可以看出，植田和男并非“货币政策万能论”的支持者，其反而认为财政政策与货币政策的相互配合至关重要，通过财政政策能够加强货币政策的效果。

三是，大幅调整货币政策可能引发金融市场动荡。自 2013 年黑田东彦接任日本央行行长以来，日本极度宽松的货币政策已持续超过 10 年，无论是金融市场还是实体经济均对当前政策的延续性形成了一定的“预期”。一旦市场对于政策转向形成预期，日债抛售或将接踵而至，正如 2022 年 6 月中旬市场押注日本央行放弃 YCC，导致日债期货暴跌一样。植田和男此前也曾表示，“长期利率控制是一种不适合微调的机制，若利率上限小幅上调，市场对后续加息的预期可能会进一步导致大量政府债券抛售”³。

四是，美联储紧缩放缓，一定程度上降低了日本货币政策调整的必要性。2022 年四季度以来，随着美国通胀拐点的出现，美联储加息步伐不断放缓，单次加息幅度由 75BP 降至 25BP，并有较大概率在 2023 年上半年停止加息。当前市场甚至预期下半年美联储或将转为降息。若日本央行在此情况下选择转变货币政策立场，则无异于“逆水行舟”，不仅难以取得预想的政策效果，甚至可能由于国际资本的流动给本国经济带来更大的冲击。而作为具有国际化背景的学者，植田和男对货币政策的外溢性具有深刻见解，这也决定了美联储的政策操作可能同样是其调整政策立场的约束之一⁴。

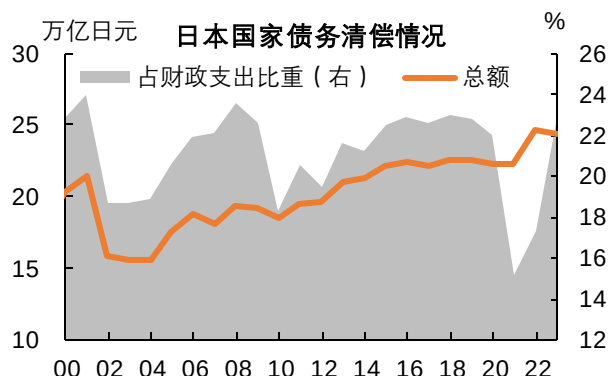
¹ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCD273Z80X20C22A6000000/>

² <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCD282RV0Y2A420C2000000/>

³ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCD273Z80X20C22A6000000/>

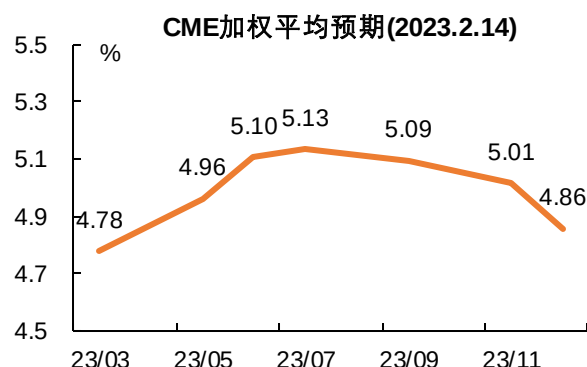
⁴ Gerlach-Kristen, Petra & McCauley, Robert N. & Ueda, Kazuo, 2016. "Currency intervention and the global portfolio balance effect: Japanese lessons," Journal of the Japanese and International Economies, Elsevier, vol. 39(C), pages 1-16.

图表5 日本政府债务压力明显反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 市场预计 2023 年下半年美联储或转为降息



资料来源: CME, 平安证券研究所

最后，植田和男近期表态仍支持宽松的货币政策。植田和男在今年 2 月 10 日接受 NHK 采访时表示，对于目前日本央行的超大规模货币宽松政策，“货币政策必须根据经济和物价的现状和前景来进行。从这个角度来看，我认为目前的央行日本的政策是合适的。我认为在当前情况下有必要继续放松货币政策”。作为“前瞻性指引”的创立者，植田和男长期以来相当重视央行的信誉问题，或不愿贸然进行大刀阔斧的改革。2000 年 8 月，尽管日本仍面临通缩压力，但日本央行仍然违背了“前瞻性指引”，在货币政策决策会议上以 7 票赞成、2 票反对的结果解除了零利率，将政策利率从 0 上调至 0.25%，其中植田和男正是投票反对退出零利率的委员之一。

二、中长期改革或“在路上”

不过从中长期来看，日本央行货币政策调整的可能性及必要性进一步上升。

一方面，随着时间的推移，非常规货币政策的刺激效果将持续减弱。自 2013 年黑田东彦接任日本央行行长以来，“安倍经济学”及其所倡导的“大胆的货币政策”在大行其道，仅疫情前的 2013-2019 年，日本央行资产负债表就扩大了 262%。但如此宽松的货币政策并未起到明显的效果，在此期间日本实际 GDP 年均增长率仅为 0.9%，低于全球金融危机前 2000 年-2006 年的 1.4%，而 CPI 年均增速为 0.9%，同样低于政策目标的 2%。

相比于黑田东彦，植田和男对非常规货币政策的观点则更加客观：尽管其承认零利率等非常规货币政策在应对危机或衰退时的作用，但他同时也提出在长时间的经济停滞下，收益率曲线将会自动趋于平缓，这将限制非常规货币政策的作用⁵。

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_52240

