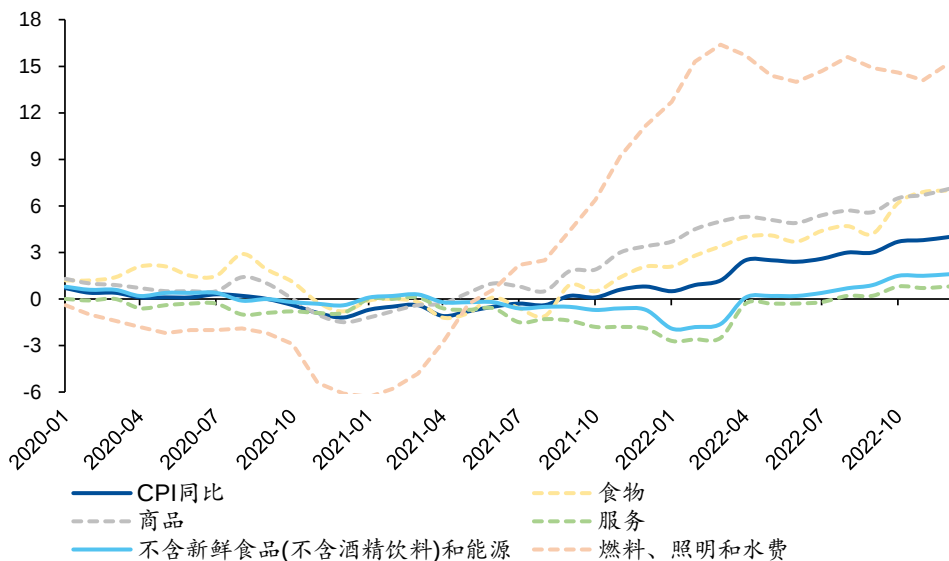




日本央行的“情人结”：植田和男会离开 YCC 么？

通胀是影响日本货币政策的重要因素



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 随着日本现任央行行长黑田东彦退休时间的临近，继任日本央行行长人选再次成为了市场关注的焦点。2月14日情人节当天，经济学家、日本央行前政策委员会成员植田和男被正式提名为下一届日本央行行长。
- 市场固然非常关注这位新行长的背景，其与伯南克师出同门，也让这位新行长自带光环。与此同时，由于植田不是现任央行官员，市场也因此预期其在主导货币政策正常化上不会有太重的历史包袱。
- 但需要指出的是，日本的政治经济格局已经出现了新的变化。岸田文雄首相致力于“新资本主义”方案，意味着其愿意推动薪资和相关产业的发展。国防开支的大幅增加也意味着日本政府需要寻找新的税源。总体而言，日本经济在供给和需求方面都会出现新的变化。
- 薪资的上升以及相关的“内生”因素将推动日本通胀水平的进一步抬升，与此同时，作为传统制造强国，日本的“再工业化”和在关键工业领域的开支增加，也意味着日本经济试图寻找新的动能。但今天公布的日本2022年第四季度GDP不及预期，也意味着日本经济增长前景仍然面临很多挑战。
- 技术上而言，日本央行应该将此前执行的宽松政策“倒序化”，即首先调整并取消YCC，然后取消负利率政策，最终取消QE等举措。但正像我们在本文中强调的，以YCC为代表的货币政策如何调整，只是表象。根本上而言，日本政治和经济的新局面，意味着超宽松货币政策已经走入死胡同。

植田和男：新行长，新问题

随着日本现任央行行长黑田东彦退休时间的临近，继任日本央行行长人选再次成为了市场关注的焦点。2月14日情人节当天，经济学家、日本央行前政策委员会成员植田和男被正式提名为下一届日本央行行长。

作为在学术界颇有影响、并与美联储前主席伯南克师出同门的植田和男，是2023年情人节最受关注的金融人物。但坦率而言，其学术背景很难对日本货币政策的走向产生太大的影响，结合现实找到合理的方案，才是植田和男工作的重点。

回首过去几周，日本继任央行行长人选几经波折。在市场先后有消息指出最热门人选、现任央行副行长雨宫正佳已拒绝出任央行行长；“日本银行首屈一指的国际派”中曾宏已出任亚太经济合作组织（APEC）顾问理事会主席一职，可能亦变相拒绝了日本央行行长提名的情况下，植田和男最终走到了台前。

明眼人都知道，YCC政策的走向才是日本新央行行长人选引发市场关注的原因，市场真正的问题是，新行长的立场到底是坚持“安倍经济学”的“鸽派”，还是以退出“超级宽松”为代表的“鹰派”？现任副行长雨宫正佳是否能获得任命，就成为了市场交易的分野。市场的第一反应是，如果雨宫留任，那么黑田东彦的政策将会在一定程度上得以延续，而如果雨宫无法留任，那么退出YCC将大概率成为市场短期炒作的焦点。从这个角度而言，植田和男的当选意味着新一轮退出YCC政策炒作的开端。

从过往的言论来讲，植田和男的言论偏向中立。他在央行任职期间，在理论上支持了1999年的“零利率政策”和2001年的“量化宽松政策”的实施。此前，植田和男曾这样评论日本当前的货币政策，他表示：“日本央行目前的货币政策是合适的，我认为目前有必要继续采取宽松措施”。但是在2022年7月，他在日经新闻上发表的专栏评论中提出“日本走向可持续的2%通胀目标是漫长的”，但也表示在未来某个时刻需要认真审视和讨论宽松货币政策的未来。

岸田文雄：“安倍经济学”渐行渐远

需要指出的是，植田和男是岸田文雄政府提名的第一位央行行长，他也将为可能出现的“岸田经济学”代言。在这里，我们需要了解岸田文雄提出的“新资本主义”（“New Capitalism”），这个在2021年由岸田文雄首次提出的概念在当年并未收获影响，但却越来越值得关注。

“新资本主义”认为，尽管“没有增长就无法分配”的提法是事实，但“没有分配就无法增长”同样也是事实。为实现经济增长，供给方的创新和生产率的提高必不可少，但与此同时，也必须增加国民的可支配收入，拉动消费。“春斗”预期的抬升就是“新资本主义”落地的最直接体现。

在今年初的一次媒体采访中，岸田文雄明确表示，政府希望看到结构性的工资上升，这意味着需要增加对劳动力的投资，也需要调节“增长与分配”。在一些核心领域比如说半导体，政府将加大投入。在岸田的设想中，新资本主义由几个重要的投资组成：对人力资源的投资、对科技和创新的

投资、对创业企业的投资以及对数字化和低碳经济的投资（investment in human resources,” “investment in science, technology and innovation,” “investment in startups,” and “investment in decarbonization and digitalization”）。

从货币政策来看，植田和男作为岸田政府提名的关键官员，他需要在工资增长与经济增长之间取得新的政策平衡，因为工资增长会推动通胀，这意味着货币政策的收紧，但经济增长却需要相对友好的货币政策环境，这也意味着代表着超级宽松货币政策的 YCC 政策大概率需要调整。

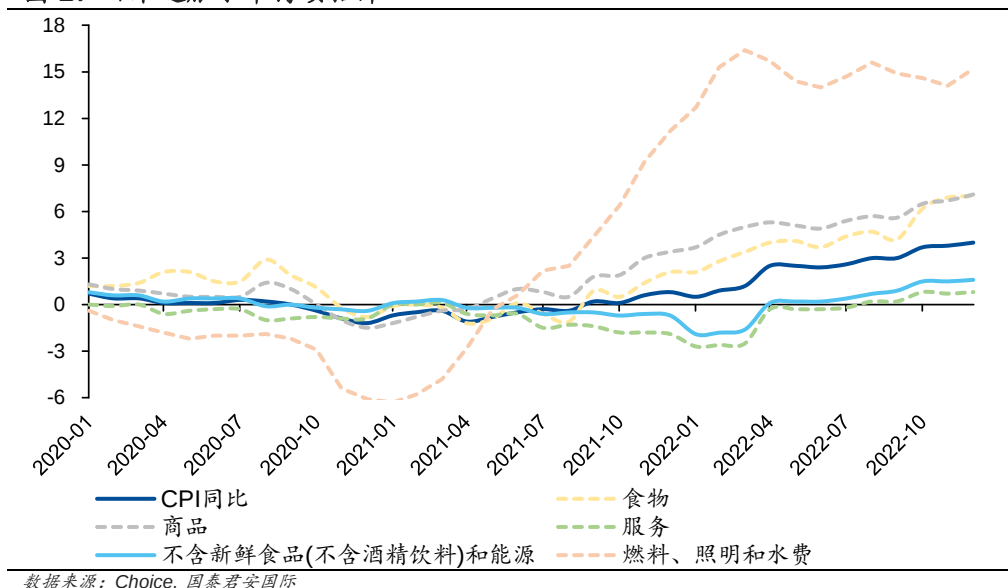
与此同时，岸田政府也大力推动增加财政支出，在日本央行过去的几次会议中，来自政府的代表也多次提及将安排较大规模的财政支出，同时，岸田政府也推动大幅增加国防开支。而无论是相关的投资和支出，都意味着日本需要一个强劲的经济增长点。

通胀难见顶，宽松货币政策有压力

从以上的分析可以看出，央行行长的政策态度虽然可以在一定程度上影响未来的货币走势，但是政治和经济的基本面才是影响货币政策走向的核心因素。目前来看，除了岸田文雄相对激进的政策之外，日本整体的经济状况仍在给宽松的货币政策不断加压。

2022 年伊始，受俄乌冲突的影响，能源、粮食等大宗商品价格大幅上涨，全球通胀“高烧难退”。经过对通胀的解构后可以看出，输入性通胀压力加剧，叠加常态化防疫政策退出后服务型消费复苏，是日本通胀持续上涨的表观原因。虽然日本的整体通胀水平显著低于其他西方主要经济体，但是在欧盟及美国通胀已经有了明显回落的情况下，日本通胀水平仍在不断走高，尚未出现见顶的迹象。

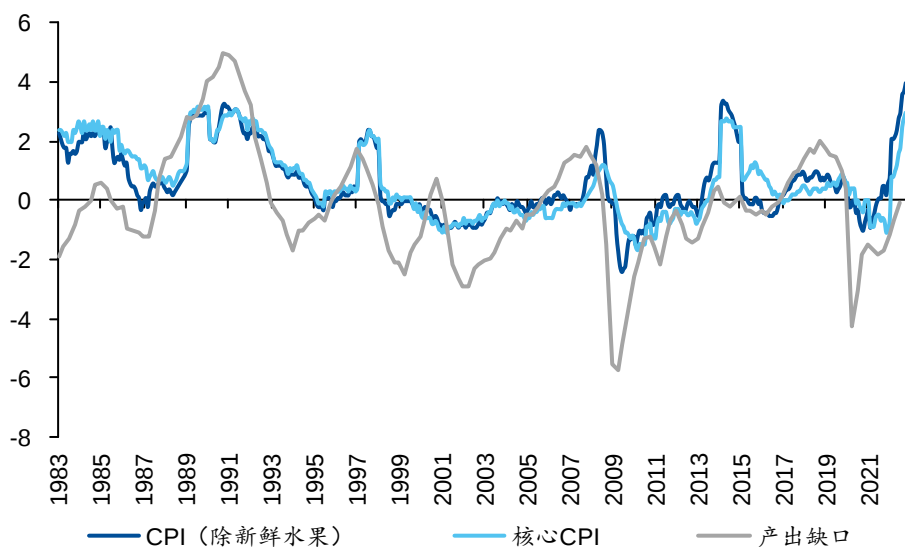
图 1：日本通胀水平持续抬升



“外生”的通胀压力之外，“内生”的通胀压力不断上升，才是 YCC 面临的重大考验。从历史经验来看，产出缺口往往领先于日本的通胀率，从目前的趋势来看，日本的通胀缺口已经有转正的迹象，而通胀率已经处于历史高位附近。按照这样的趋势和相关度，日本的整体通胀水平在未来几个

季度可能会进一步抬升。

图 2：日本产出缺口领先于通胀表现

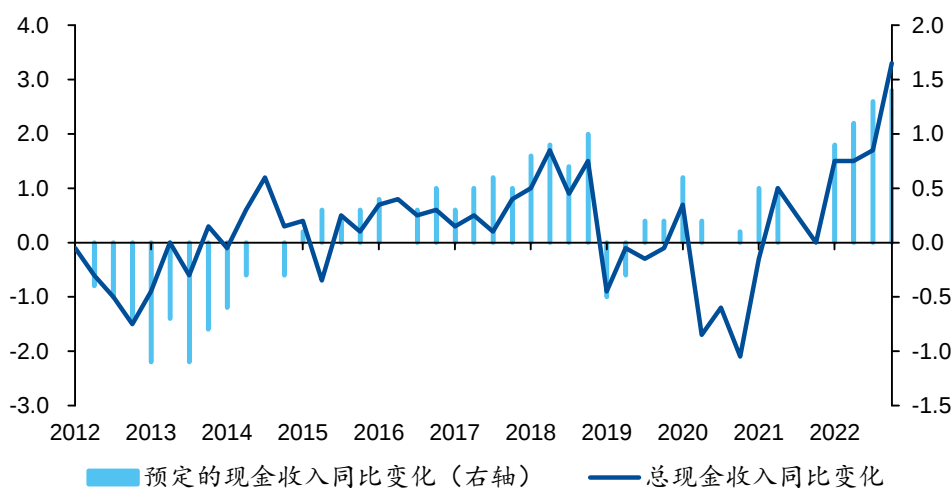


数据来源：Choice, 国泰君安国际

薪资压力显著上升

当工资上涨的压力开始成为美国及欧盟通胀中枢上行的核心逻辑后，工资压力是否会推升日本的通胀水平也开始成为一个重要问题。根据日本官方最新公布的工资调查，日本 2022 年第四季度总现金收入同比增速由第三季度的 1.7% 大幅提升至 3.3%。

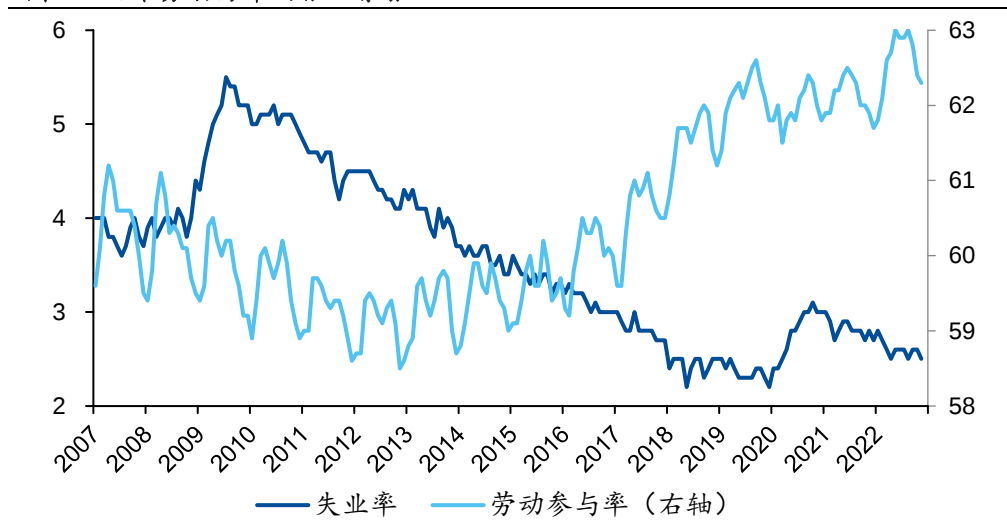
图 3：日本2022年第四季度薪资增速大幅提高



数据来源：Choice, 国泰君安国际

与此同时，日本的劳动力市场依旧火热。根据日本厚生劳动省的最新数据，日本 2022 年 12 月劳动参与率较上月基本持平为 62.3%，失业率也依旧维持在史低的 2.5%，紧张的劳动力市场表明未来工资仍有上涨压力。

图 4：日本劳动力市场依旧紧张



数据来源：Choice, 国泰君安国际

在这样的背景下，今年 3 月份的春斗将在很大程度上影响通胀预期。春斗，又称“春季生活斗争”、“春季工资斗争”，是日本工会每年春季组织的为提高工人工资而进行的谈判。1954 年，合化工人联合会主席太田薰提出此案，1955 年开始第一次春斗。此后，每年都由各大工会联合组成“春斗联合委员会”来组织春斗谈判。

2023 年“春斗”在即。今年劳方提薪要求达到 5%，是过去 20 年最高。现任首相岸田文雄的“新资本主义”也提升了普通劳动者的薪资预期。近日，日本经济研究中心（JERC）估计，2023 年春斗的平均加薪幅度为 2.85%，这个预测数据高于过去 26 年的实际最高加薪幅度。但即使如此，在扣除通胀的影响因素后，日本工人的实际工资也很难实现真正的增长。

由于“春斗”结果将在很大程度上决定日本整体工资水平的提升幅度，所以不论在劳方要求的加薪幅度抑或市场机构的预期角度而言，日本今年的工资水平都将面临可观的上行压力。

日本经济的“再工业化”

图 5：日本央行主要经济预测（%，2023 年 1 月作出）

实际 GDP	除生鲜食物外 CPI	除生鲜食物及能源外 CPI
--------	------------	---------------

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_52312

