

世界经济与海外市场 | 点评报告

坚守超宽松

——9 月日央行货币政策会议点评

报告要点

日央行 9 月的货币政策会议上，全员同意维持当前的负利率政策和 YCC 操作不变，日央行当前既无意改变超宽松货币政策，释放的转向信息也十分有限。7 月以来日央行会议的声明中对日本经济和通胀的定调与此前相比明显不同，经济方面的表述升级至“已经温和复苏”，通胀预期也有所上升。会后的新闻发布会上，日央行行长植田和男重申仍需耐心实施货币宽松政策，其鸽派立场一如既往。于日央行而言，汇率波动对其政策决议影响有限，更重要的是工资上涨所带来的通胀变动。往前看，日央行或将持续面临政策转向的压力，日元仍有较大贬值压力。

分析师及联系人



于博

SAC: S0490520090001



黄文琛

坚守超宽松

——9 月日央行货币政策会议点评

事件描述

北京时间 2023 年 9 月 22 日，日本央行在 9 月货币政策会议上宣布将基准利率维持在-0.1%不变，将 10 年期国债收益率目标维持在 0%附近，符合市场预期。

事件评论

- **维持负利率，声明几无变化。**日央行 9 月的货币政策会议上，全员一致同意维持当前-0.1%的短期基准利率以及日本 10 年期国债收益率在 0%左右的目标不变，与此前的市场预期和定价相符。在收益率曲线控制（YCC）的操作方面，本次声明仍然将日本 10 年期国债的收益率目标区间维持在±0.5%区间，进行灵活性调控并以 1%的水平进行主动购债，继 7 月会议调整后未再进行任何修改。总的来说，日央行既无意改变当前的超宽松货币政策，释放的转向信息也十分有限。
- **经济温和复苏，通胀预期上升。**7 月以来日央行会议的声明中对日本经济和通胀的定调与此前相比措辞明显不同，经济方面的表述从“经济有起色（has picked up）”升级至“已经温和复苏（has recovered moderately）”。通胀预期也有所上升，当前能源价格走高以及尚未开始的日本 2024 年春季薪资谈判都使得日央行实现 2%物价稳定目标面临着较大不确定性。
- **鸽派表态一如既往，纠偏市场误解。**会后的新闻发布会上，日央行行长植田和男表示由于现在还不能判断 2%的通胀目标是否能够以稳定和可持续的方式实现，仍需耐心实施货币宽松，无法确定何时将调整货币政策，其鸽派立场一如既往。本月 6 日，植田和男在接受《读卖新闻》采访时曾表示，一旦央行确信物价能够随着工资上涨而继续上涨，或许会考虑退出负利率政策，年底前可能有足够的证据支持这一决定。此言论曾被认为是日央行即将转向的重要信号，而从此次植田和男的表态来看，还不能太早下定论。
- **坚守超宽松，日元贬值压力仍大。**此前市场已提前定价此次日央行的按兵不动，决议公布后，日经指数、日元继续下跌。尽管近期日元实际有效汇率已经跌至历史低点水平、日本内阁和财务省官员均表达了对于当前日元汇率贬值的担忧并表示有可能采取干预措施，植田和男在新闻发布会上仅表示外汇波动会影响价格展望，不发表额外的看法，意味着汇率波动对日央行的政策决议影响有限。对于日央行而言，其更在意的是工资上涨所带来的通胀变动，因此反映这一信息的日本春季薪资增长目标或将是观察日央行是否转向的重要窗口。往前看，在美联储加息预期仍存的背景之下，日央行或将持续面临货币政策转向的压力，日元仍有较大贬值压力。

风险提示

- 1、海外经济超预期；
- 2、日本通胀走势不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

相关研究

- 《未来还有加息可能吗？——美联储 9 月议息会议点评》2023-09-21
- 《治通胀仍是第一要务——9 月欧央行货币政策会议点评》2023-09-15
- 《油价推升通胀，9 月或静观其变——8 月美国 CPI 数据点评》2023-09-14



更多研报请访问
长江研究小程序

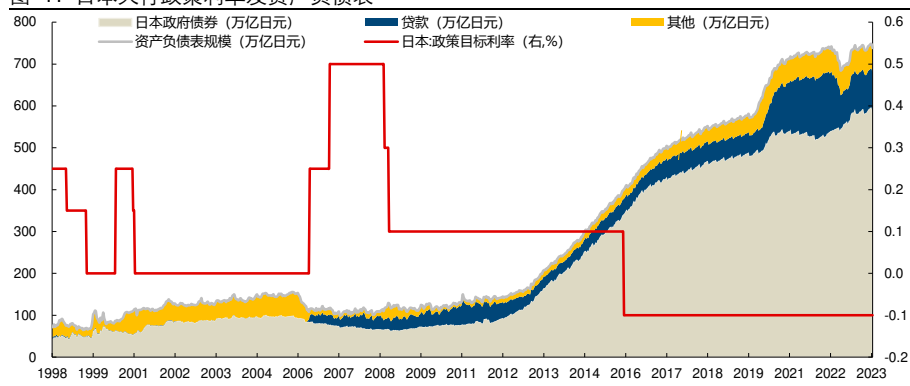
目录

风险提示.....	7
-----------	---

图表目录

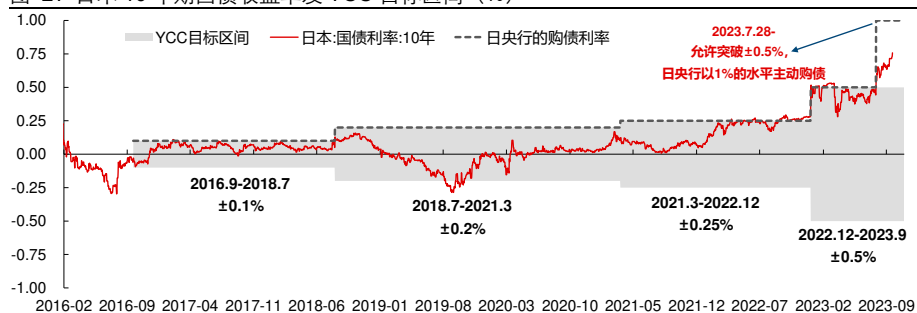
图 1：日本央行政策利率及资产负债表	4
图 2：日本 10 年期国债收益率及 YCC 目标区间（%）	4
图 3：6 月以来日本央行货币政策声明对比	5
图 4：日本实际有效汇率指数（2020=100）	6

图 1：日本央行政策利率及资产负债表



资料来源：日央行，Wind，长江证券研究所

图 2：日本 10 年期国债收益率及 YCC 目标区间 (%)



资料来源：日央行，Wind，长江证券研究所

图 3：6 月以来日本央行货币政策声明对比

		2023年9月货币政策会议	2023年7月货币政策会议	2023年6月货币政策会议
收益率曲线控制 (YCC)	短期政策利率	维持-0.1%	维持-0.1%	维持-0.1%
	长期利率目标 (日本10年期国债收益率)	0%左右	0%左右	0%左右
	利率决议投票情况	全票通过	全票通过	全票通过
	YCC操作	政策委员会决定以更大的灵活性进行收益率曲线控制，继续允许10年期国债收益率在±0.5%的区间内波动，但不做刚性限制；同时以1%的固定利率进行无限量购买10年期国债操作	政策委员会决定以更大的灵活性进行收益率曲线控制，继续允许10年期国债收益率在±0.5%的区间内波动，但不做刚性限制；同时以1%的固定利率进行无限量购买10年期国债操作	继续允许10年期国债收益率在±0.5%的区间内波动，同时以0.5%的固定利率进行无限量购买10年期国债操作
	YCC决议投票情况	全票通过	8-1通过	全票通过
其他资产购买计划	交易所交易基金 (ETFs)	每年的余额增加上限约12万亿日元，按需购买	每年的余额增加上限约12万亿日元，按需购买	每年的余额增加上限约12万亿日元，按需购买
	日本房地产投资信托基金 (J-REITs)	每年的余额增加上限约1800亿日元，按需购买	每年的余额增加上限约1800亿日元，按需购买	每年的余额增加上限约1800亿日元，按需购买
	商业票据 (CP)	保持未偿余额在2万亿日元左右	保持未偿余额在2万亿日元左右	保持未偿余额在2万亿日元左右
	企业债券 (Corporate Bond)	将以近似疫情前的速度购买企业债券，以使其未偿余额逐渐恢复到大约3万亿日元的水平	将以近似疫情前的速度购买企业债券，以使其未偿余额逐渐恢复到大约3万亿日元的水平	将以近似疫情前的速度购买企业债券，以使其未偿余额逐渐恢复到大约3万亿日元的水平
经济形势	经济前景	日本经济已经温和复苏。尽管受到了海外经济复苏步伐放缓的压力，但由于内需释放等因素的支持，日本经济在未来一段时间内有望继续以温和的速度恢复，此后随着收入-支出的良性循环逐渐加强，预计日本经济将以高于潜在增长率的速度继续增长	日本经济已经温和复苏。尽管受到了海外经济复苏步伐放缓的压力，但由于内需释放等因素的支持，日本经济在未来一段时间内有望继续以温和的速度恢复，此后随着收入-支出的良性循环逐渐加强，预计日本经济将以高于潜在增长率的速度继续增长	日本经济有所回升。预计2023财年中期末左右，尽管受到过去高昂的大宗商品价格和海外经济复苏步伐放缓的影响，但由于消费需求释放等因素，日本经济可能会适度恢复，此后随着收入-支出的良性循环逐渐加强，预计日本经济将以高于潜在增长率的速度持续增长，但增速可能逐渐放缓
	物价表现	CPI (除生鲜食品外) 的同比增速较前段时间有所放缓，主要是由于政府的经济措施压低了能源价格的影响，但由于过去进口价格上涨导致的成本增加向消费者价格的传导效应，最近一直在3%左右，通胀预期再次出现了一些上行趋势	最近日本的物价表现超出了今年4月展望报告的预期，薪资增速也有所上升，原因包括今年春季劳资谈判的影响；企业的新薪资和价格设定行为显示出变化的迹象，通胀预期再次呈现上升的趋势	CPI (除生鲜食品外) 的同比增速较前段时间有所放缓，主要是由于政府的经济措施压低了能源价格的影响，但由于进口价格上涨导致的成本上涨向消费者价格的传导效应，最近的通胀率一直在3%-3.5%区间，通胀预期在上涨后，近期基本没有变化
风险评估		海外经济活动和物价的发展，资源品价格的变动，以及国内企业的工资和价格制定行为，对于日本经济活动和价格而言存在着极高的不确定性	海外经济活动和物价的发展，资源品价格的变动，以及国内企业的工资和价格制定行为，对于日本经济活动和价格而言存在着极高的不确定性	海外经济活动和物价的发展，以及乌克兰局势和资源品价格的情况，对于日本经济而言存在着极高的不确定性
日央行立场		1) 日央行将持续耐心的实施宽松政策，并灵活应对经济活动、物价以及金融条件的发展，从而以可持续和稳定的方式实现伴随着工资增长的2%物价稳定目标； 2) 继续实施以YCC为核心的量化质化货币宽松 (QQE) 政策； 3) 继续维护企业等主体的融资以及金融市场的稳定，并在必要时果断采取额外的宽松措施	1) 日央行将持续耐心的实施宽松政策，并灵活应对经济活动、物价以及金融条件的发展，从而以可持续和稳定的方式实现伴随着工资增长的2%物价稳定目标； 2) 继续实施以YCC为核心的量化质化货币宽松 (QQE) 政策； 3) 继续维护企业等主体的融资以及金融市场的稳定，并在必要时果断采取额外的宽松措施	1) 日央行将持续耐心的实施宽松政策，并灵活应对经济活动、物价以及金融条件的发展，从而以可持续和稳定的方式实现伴随着工资增长的2%物价稳定目标； 2) 继续实施以YCC为核心的量化质化货币宽松 (QQE) 政策； 3) 继续维护企业等主体的融资以及金融市场的稳定，并在必要时果断采取额外的宽松措施

资料来源：日央行，长江证券研究所

图 4：日本实际有效汇率指数（2020=100）



资料来源：Wind，BIS，长江证券研究所

风险提示

- 1、海外经济超预期：全球经济超预期疲软、美联储继续加息加剧日元贬值压力、俄乌战争等地缘政治冲突升级等影响日本经济复苏。
- 2、日本通胀走势不及预期：日元贬值、能源价格走高导致输入性通胀主导日本通胀走高，而日央行的货币政策不及预期，日本国内需求仍然不足，实际工资持续下降。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。