

【华联观察】 鸽派的加息——日本加息对市场的影响

编辑：石舒宇 从业资格号：F03117664

审核：黄秀仕 交易咨询号：Z0018307

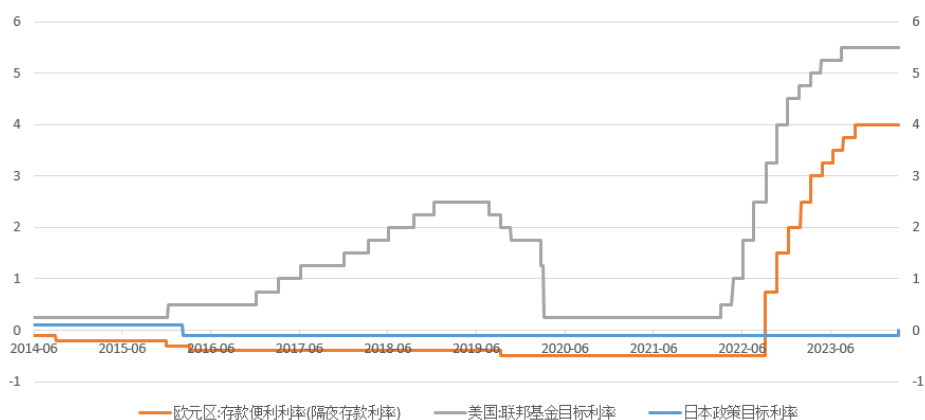
3月19日，日本央行宣布将基准利率从-0.1%上调至0—0.1%，符合市场预期，这是日本央行自2007年2月以来，时隔17年首次加息。今年年初，日本连续两个季度GDP初值为负，名义GDP降至世界第四，一度被市场认为其经济陷入技术性衰退，而得益于企业投资的好转，GDP修正值由负转正，但同时可以看到，占日本经济比重50%以上的个人消费连续三个季度下降，在此背景下，今年日本全国性的劳资谈判成为支撑消费和通胀稳定的关键因素。

一、加息早有预期

随着美联储激进加息，美日利差逐渐加大，为缓解日债抛售和日元贬值压力，日本央行分别在22年年底、23年7月和23年10月放松了YCC上限，允许日债收益率高于1%。而在今年2月22日，日本央行总裁植田和男称“日本经济处于通胀而非通缩状态”，并认为工资和物价的良性循环将会增强，暗示解除负利率政策的条件正在逐渐成熟。3月9号，日本时事通信社报道，日本央行可能于3月19日的政策会议上决定取消YCC，并结束负利率政策。

上周末，日本国内主要财经新闻服务机构《日经新闻》报道称，日本央行不仅准备恢复正利率，还准备放弃控制收益率曲线和停止购买交易所交易基金等高风险资产的政策。尽管利率上限已从政策初期的实际0.1%上调至1%，但市场仍强烈预期央行将取消自2016年以来一直压制10年期债券收益率的收益率曲线控制。日本央行表示，其维持2%通胀率的目标已近在眼前，未来几个月的收益率肯定会从目前的0.755%走高。

图：近年来美、欧、日利率变动



资料来源：WIND、华联期货研究所

二、QQE 和 YCC

日本是最先采取量化宽松（QE）的经济体。为应对经济长期低迷和通货紧缩，2001 年日本央行便通过购买长期国债向市场注入流动性，并于 2013 年 4 月日本央行正式采取量化质化货币政策（QQE），该政策是指日本央行通过大规模购买政府债券和其他资产，以达到稳定物价、提振经济的政策目标。

具体而言，QQE 是以收益率曲线管理为依据、以通胀稳定在 2% 以上为目标的质化量化宽松政策，又可以大致分为两个部分，一是从“量”上，日本央行通过大手笔购买全期限国债降低中长期市场利率，加大货币供应总量并减轻银行付息压力，二是从“质”上，日本央行加大购入股票 ETF 和房地产信托等权益类资产，压低风险溢价。

在日本央行大量购买国债和海外套息交易的作用下，2014 年 9 月后日本市场短端收益率率先变负，而后 2016 年 9 月的 YCC 政策便延续了之前活期准备金账户的 -0.1% 的短端利率，增加了对长端收益率的强行控制，即 10 年期收益率维持的 0 附近（上下浮动 0.1%）的硬性规定，并在 22 年年底得到有效执行。在此期间，日债收益率大幅平坦下行，同时日元汇率大幅贬值和日本政府债务高企。

三、加息对市场的影响——象征大于实际

已公布的数据显示，2024 年日本工会得到 5% 左右的薪资涨幅，结合日本 CPI 已连续多月高于 2% 的目标，通胀环境能将企业薪资成本转嫁给消费者，工资—物价螺旋式通货膨胀正在形成。在名义 GDP 增长和通胀水平（1 月 CPI 为 2.2%）的推动下，本次日本央行虽然宣布结束负利率政策，但实际上并不敢大幅收紧流动性，将继续买入国债控制收益率波动，并且大幅加息一方面会导致日本央行持有巨量债务贬值，另一方面日本政府也将承担巨额的付息成本，资金利率的边际收窄对流动性宽松的货币环境影响较小，实质性收紧流动性的行为大概率不会发生，故本次加息的象征意义远大于实际。

3.1 日元汇率和日本股市

首先，外汇市场对日本央行取消 YCC 早有预期，美元兑日元汇率持续走强。诸如前文提到的 QQE、YCC 和安倍三支箭等实行多年的宽松政策造成的日债体量庞大，而在日美息差极度扩大的情况下，日元经历极快的贬值速度和幅度，美元兑日元汇率分别在 23 年 11 月和 24 年 2 月突破 150 大关，考虑到近期美国加息周期的大概率延后，日元疲软依旧是 2024 年上半年主基调。

其次，日本股市自 2023 年以来加速上涨，屡次刷新历史最高水平。日本股市在 90 年代泡沫破裂后，经历长达三十余年的熊市，而从 2013 年开始长期上涨其中一个根本原因就是 QQE 货币政策，即允许日本央行印钞购买股市 ETF，使得日本央行成为日本股市最大的单一持有者。而在日本股市持续走牛的背景下，央行也宣布停止购买 ETF 和 REIT 等风险资产，受消息影响日经 225 午后波动放大，在加息预期落地后，最终也是再度涨超 4 万点，但

套利交易（发日债买日股）预计会受到边际影响。

3.2 套息交易

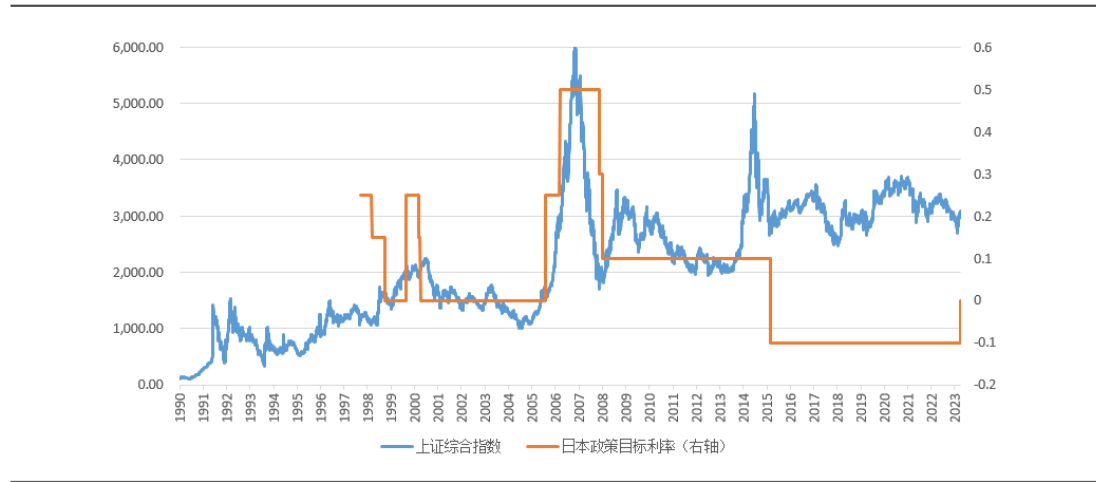
外汇套息或套利交易是指以低利率的货币借贷，然后将资金存入回报率更高的货币。以日本为例，投资者可以通过 0 利率、甚至是负利率借出日元，在买入其他高息的货币（美元、墨西哥比索等），以此完成套利。

日元退出 YCC 意味着国际资本市场流动性收紧，国际投行的经典操作就是借入超低息日元对外投资，利用国外投资高收益率产品对冲超低息日元贷款利率做套利交易。日元负利率结束后，国际投行会抛售投资产品包括股票来归还日元借款，首当其冲的大概率就是 2023 年涨幅非常高的印度、越南等新兴市场股市。

3.3 我国股票市场

3 月 19 日上证指数上午冲高后回调，全天下跌 0.72%，北向资金净流出 70.11 亿元，终结连续 7 日加仓势头；恒生指数也是低开后冲高回落，全天下跌 1.24%。回顾历史上两次日本加息，可以发现日本加息对 A 股的影响更多的是情绪上的调整，而不改变原有上涨趋势，并且考虑到日本加息周期其实已经被市场充分预期，而近期北向资金的资金动向偏积极，上周单周大幅净流入 328.2 亿元，资本管制下套息交易的日元回流对 A 股影响也较弱，故本文认为日元加息总体上对我国权益资产价格变动影响不大。

图：上证综合指数和日本政策目标利率



资料来源：WIND、华联期货研究所

四、总结

本文认为日本央行加息实际上是偏“鸽”派的，其持续加息的意愿和减缓购债的节奏很可能不及预期。若日元迅速走强，那势必会对日本出口导向型经济收入和利润造成影响，将有助于增强我国的出口竞争优势，因此诸如新能源汽车、太阳能电池板、涡轮机等产品的新兴市场出口水平或受益于日本加息步伐，出口方面的改善也有益于进一步推行去美元化政策和保持疫情后逐步增长的人民币国际支付份额。

研究员承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本资讯产品/报告专为关注期货市场及其投资机会的人士参考使用。我们谨慎相信本资讯产品/报告中的资料及其来源是可靠的，但并不保证所载信息的完整性和真实性。本资讯产品/报告内容不构成对相关期货品种的最终买卖依据，投资者须独立承担投资风险。本资讯产品/报告版权归华联期货所有。