

日本还有多少加息空间

2024年/3月

致富集团首席经济学家 肇越 海外宏观经济研究员 余琦

010-66555862

zhaoyue@chiefgroup.com.hk yuqi@chief-investment.com

1. 日本经济目前基本处于其潜在经济增长率附近，短期冲高的通胀水平正在逐渐回归常态。因此，日本的利率水平也应当逐渐稳定在中性利率附近。虽然日本央行结束负利率状态，将基准利率调整至0值附近，有利于平抑日本的资产价格过快增长，但是政策利率上行空间不大，预计将在较长时间维持0-0.1%的基准利率。
2. 预计日本十年期国债收益率很可能继续维持在1%以下。
3. 日元汇率短期很可能继续围绕150位置震荡，中期随着美联储降息落地，有可能出现升值。

图表目录

图表 1: 日本 GDP 增速表现	3
图表 2: 日本 CPI 和核心 CPI	4
图表 3: 日元汇率	4
图表 4: 日本 CPI 增速按商品服务分类	5
图表 5: 日本 CPI 增速按各明细分类	5
图表 6: 日本 CPI 各分项贡献	6
图表 7: 日本进口商品数量	6
图表 8: 日本收入和消费性支出同比增速	7
图表 9: 日本实际收入和实际消费性支出同比增速	7
图表 10: 日本失业率	8
图表 11: 日本劳动参与率	8
图表 12: 日本普通存款利率	9
图表 13: 日本长期贷款利率	9
图表 14: 日本十年期国债收益率	10
图表 15: 美日十年期国债利差	10

3月19日，日本央行宣布，将无抵押隔夜拆借利率从-0.1%-0上调至0-0.1%；取消自2016年以来推行的收益率曲线控制政策；停止购买交易所交易基金和房地产投资信托，在一年之内逐步减少直至停止购买商业票据和公司债，由此，维持8年之久的日本负利率时代正式结束。不过日本央行表示将继续购买与此前数量相当的日本国债，同时并未对未来的加息节奏做出明确指引。

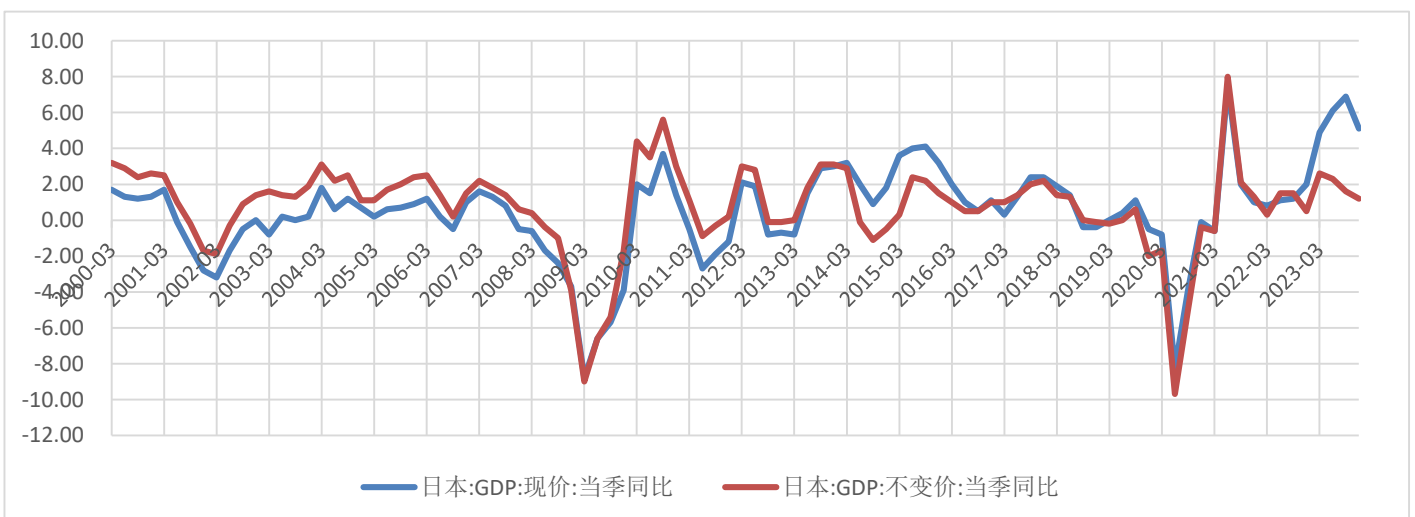
日本的货币政策将何去何从，日元利率的上行空间究竟有多大，对日元资产将产生什么影响？以下本文将详细探讨。

一、日本实际经济并未出现过热

日本央行结束负利率的原因之一是近两年来日本GDP增长数据表现强劲。统计局数据显示，从2023年1季度开始，日本经济数据出现强劲上升。现价GDP在2023年第三季度达到峰值6.9%，而后在四季度回调到5.10%；不变价GDP在2023年第二季度达到峰值2.3%，而后开始下降，在四季度回调至1.20%。

但同时我们看到，虽然近几年日本名义GDP的增速比较高，但是实际GDP的增速并不高，这说明日本实际经济并没有出现过热，名义GDP的高增速主要来自物价的上升。

图表1：日本GDP增速表现



资料来源：日本统计局、致富研究院

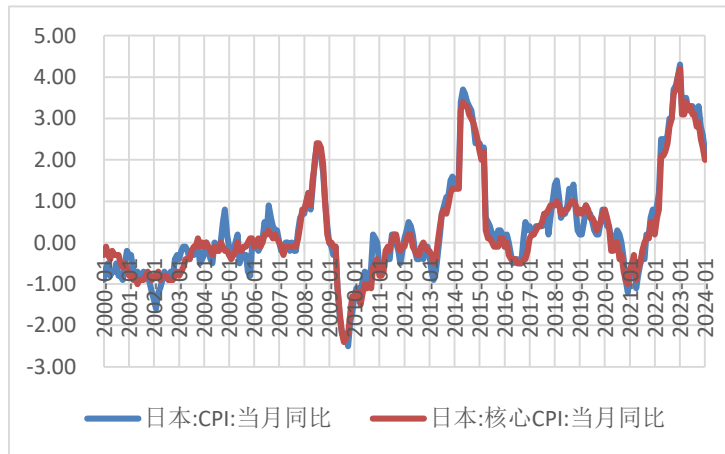
观察日本的通胀数据，我们发现，日本的CPI同比增速从2021年1月开始快速上升，到2023年1月达到峰值4.30%，之后开始逐渐下降，2024年1月已经降至2.20%；核心CPI同比增速同样是从2021年1月开始快速上升，在2023

年1月达到峰值4.20%，之后逐渐下降，在2024年1月降至2.00%。

对比日元汇率，同样是从2021年1月开始快速贬值。数据显示，在2021年1月，1美元仅兑换103日元，之后日元一路贬值，在2022年10月，1美元已经可以兑换148日元；在日元短暂升值到2023年1月的1美元兑换130日元之后，继续大幅贬值至2024年2月的1美元兑换141日元。

可以看到，在2021年1月至2022年10月这段时间，日元贬值对日本通胀上升起到重要的拉动作用，而从2023年初开始，日元贬值对通胀的带动效应出现大幅减弱，虽然日元重回贬值通道，但日本通胀已经开始触顶回落。

图表 2：日本 CPI 和核心 CPI



图表 3：日元汇率



资料来源：日本统计局、致富研究院

资料来源：日本统计局、致富研究院

不同于美国、欧洲等其他发达国家，商品价格在日本 CPI 计算的权重构成中占比相对较高。目前具体的数据是商品占比 50.46%，服务占比 49.54%。日本统计局数据显示，2021 年和 2022 年日本 CPI 同比上涨分别为 2.5%和 3.2%，其中，商品价格上涨分别高达 5.5%和 4.6%，而同期服务价格上涨仅为 -0.5%和 1.8%。因此，日本这一轮通货膨胀主要是商品价格上涨推动，受服务价格影响比较小。

从具体明细上看，在 2021-2022 年期间，CPI 上涨主要是由食品、燃料灯水费、家具及家用器具的上涨带动，2023 年之后，食品、家具及家用器具依然是 CPI 上涨主要的拉动项，同时，交通与通信、住房、文化与娱乐等价格上升进一步推动 CPI 走高，而燃料灯水费在 2023 年 2 月之后则转为主要的拖累项。

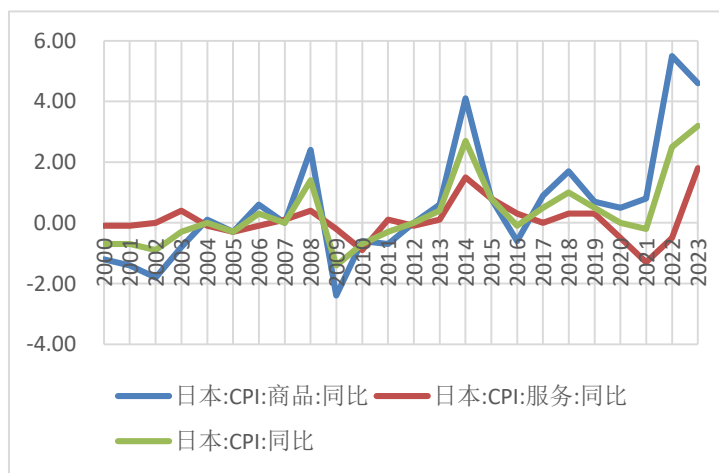
由于日本国内对各类食品、家具和家用器具等进口数量并没有发生大的变化，因此本轮食品、家具及家用器具等价格上升，很大程度上是由同期日元汇率的大幅贬值造成的。而 2023 年开始国际原油价格陷入低迷，加之高基数效应，导致燃料灯水费同比增速出现大幅回落，并进一步带动 2023 年初日本通胀触顶回落，

并一路降至 2024 年 2 月低点。这也是 2023 年初开始，虽然日元汇率继续贬值，但日本通胀率依然触顶回落的主要原因。

3 月 15 日，日本工会宣布“春斗”结果，工人平均工资涨幅为 5.3%，高于去年 3.8%，也高于市场预期的 4.5-5%，创 1991 年以来最大涨幅。由于“春斗”仅覆盖一半的工会成员，并且以大企业为主，涨薪的覆盖范围预计仅为总就业范围的 10%左右，因此最终总体工资涨幅大概率远小于 5%。例如 2023 年“春斗”工资涨幅为 3.6%，但实际平均工资涨幅仅为 1.17%。

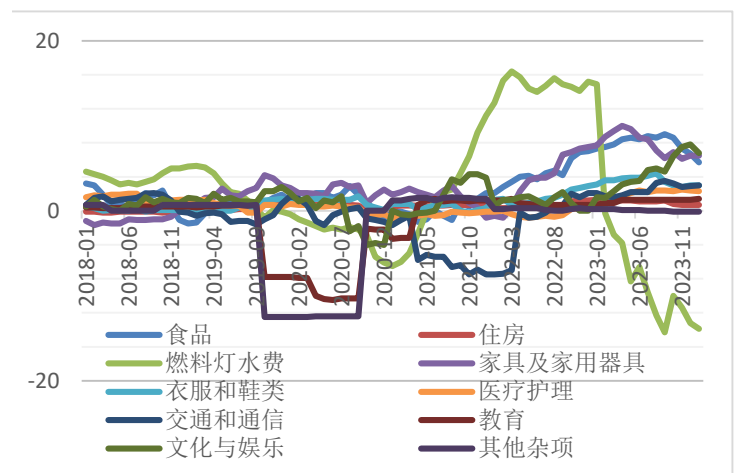
由于 2024 年“春斗”结果要在 6 月之后才逐渐落地，加之工资上涨传导到服务价格，并进一步影响通胀，存在一定时滞效应；同时，目前日元汇率贬值对商品价格上涨的带动作用已经明显减弱，预计未来商品价格同比增速将继续回落，而服务价格同比增速将出现温和上涨，日本的通胀很可能将在目前的基础上以缓慢回落的方式逐渐靠近 2%的通胀目标。

图表 4：日本 CPI 增速按商品服务分类



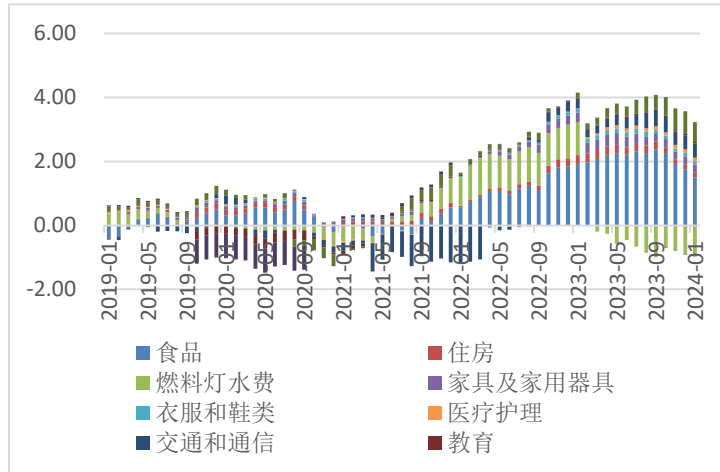
资料来源：日本统计局、致富研究院

图表 5：日本 CPI 增速按各明细分类



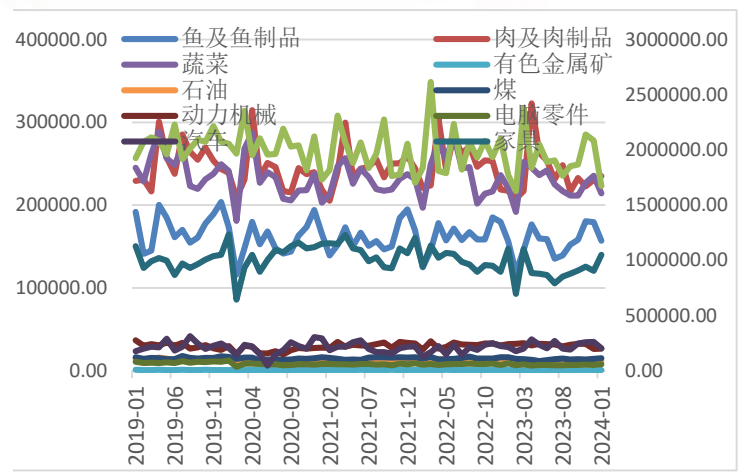
资料来源：日本统计局、致富研究院

图表 6: 日本 CPI 各分项贡献



资料来源: 日本统计局、致富研究院

图表 7: 日本进口商品数量



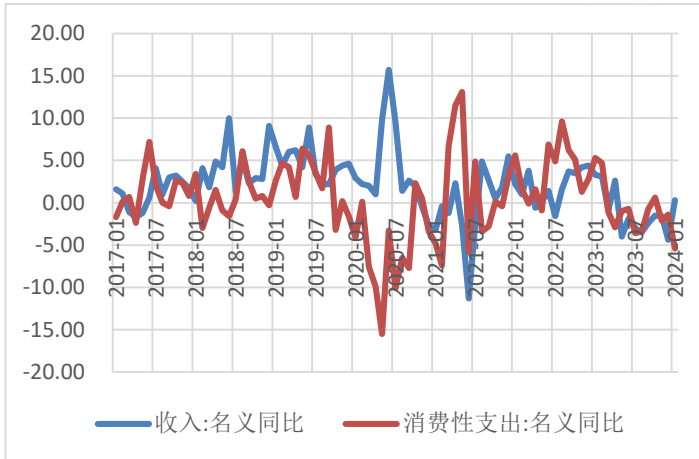
资料来源: 日本统计局、致富研究院

二、日本目前的消费和就业状况并不支持进一步快速加息

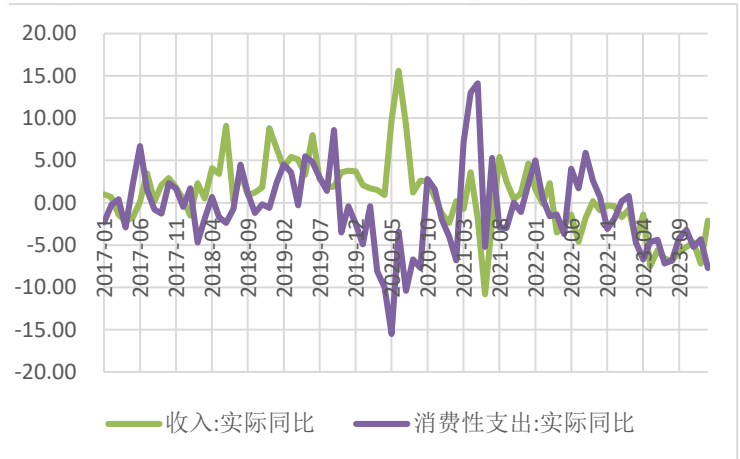
日本统计局数据显示, 从 2023 年一季度开始, 日本居民消费连续三个季度出现环比下降。居民消费情况很大程度取决于居民收入的变化日本居民名义收入从 2022 年底同比增长 4.4% 下滑至 2023 年 12 月的 -4.4%, 对应的名义消费性支出从 2023 年 1 月同比增长 5.3% 大幅下滑至 2024 年 1 月的 -4%; 居民实际收入从 2022 年底同比增长 -0.4% 大幅下滑至 2023 年 12 月的 -7.2%, 实际消费性支出更是从 2023 年 1 月同比增长 0.2% 大幅下滑至 2024 年 1 月的 -6.3%。

尤其是 2024 年 1 月, 日本居民消费性支出下降非常明显, 其中, 名义值下降 4%, 实际值更是下降 6.3%, 不利于日本消费的进一步复苏。因此, 我们认为日本目前的消费状况, 并不支持日本央行进一步快速加息。

图表 8：日本收入和消费性支出同比增速



图表 9：日本实际收入和实际消费性支出同比增速



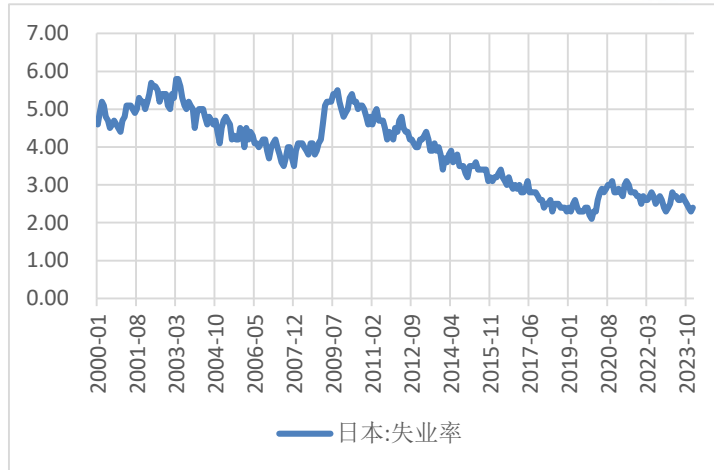
资料来源：日本统计局、致富研究院

资料来源：日本统计局、致富研究院

从失业率数据来看，日本居民失业率在 2023 年 12 月达到低点 2.30%，之后虽然小幅反弹到 2.40%，但基本还是在历史低位附近徘徊。与欧美不同，日本的低失业率并不是经济过热的反应，而是由于日本劳动力供给相对不足，使得劳动力供给曲线内移，造成名义工资上升和失业率下降。因此，日本央行并不需要通过加息来抑制“过热”的经济。

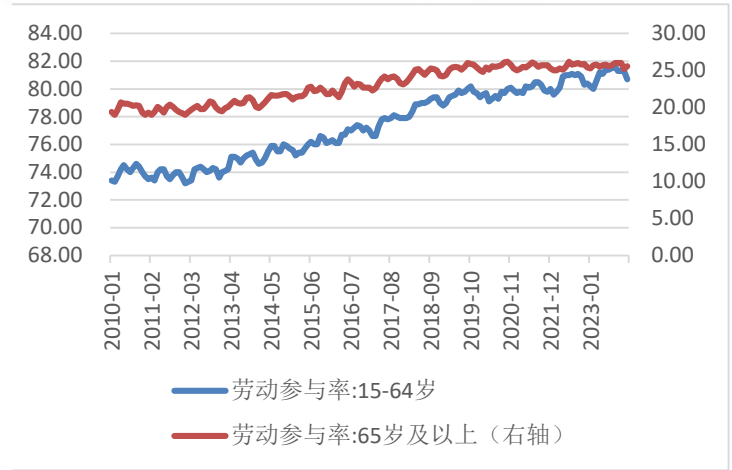
数据显示，目前日本无论是 15-64 岁的成年劳动力，还是 65 岁以上的老年人，劳动参与率已经达到高位，劳动供给接近饱和，未来提升空间不大，存在较为严重的潜在劳动力短缺问题。因此，我们认为日本目前的就业状况，同样并不支持日本央行进一步快速加息。

图表 10: 日本失业率



资料来源: 日本统计局、致富研究院

图表 11: 日本劳动参与率



资料来源: 日本统计局、致富研究院

三、日本货币政策利率上升空间不大，对日元资产影响有限

通常所说的负利率是指日本央行此前维持的政策目标利率-0.10%，并不是真实的市场利率。事实上，在本次日本央行上调基准利率之前，虽然日本金融机构普通储蓄存款利率基本为零，但主要银行长期贷款利率已经提前攀升至 1.60%，金融市场已经先于政策利率做出反应。当日本央行真正结束负利率，对金融资产价格的影响反而有限。

此外，鉴于上一部分分析的日本目前的消费和就业状况，我们预计日本央行未来的加息行动将较为缓慢且灵活，短期货币利率上升空间不大，将在较长时间维持 0-0.1%的基准利率，对日元资产影响有限。

图表 12: 日本普通存款利率



图表 13: 日本长期贷款利率



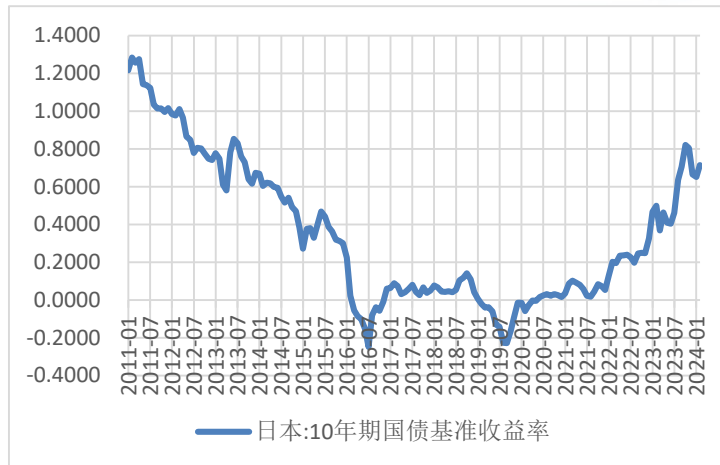
资料来源: 日本统计局、致富研究院

资料来源: 日本统计局、致富研究院

数据显示, 日本十年期国债收益率在 2023 年 1 月为 0.466%左右, 上半年基本稳定; 在 6 月份之后快速上升, 8 月份达到 0.8199%的高点, 而后开始回落, 在 2024 年 2 月达到 0.7145%。由于日本国债长端利率的高低主要还是受日本央行购债规模的影响, 而此次日本央行表示仍会继续维持每月 6 万亿日元的债券购买规模, 同时如果长端利率显著上升, 还有可能扩大购买规模, 因此我们预计日本十年期国债收益率很可能继续维持在 1%以下。

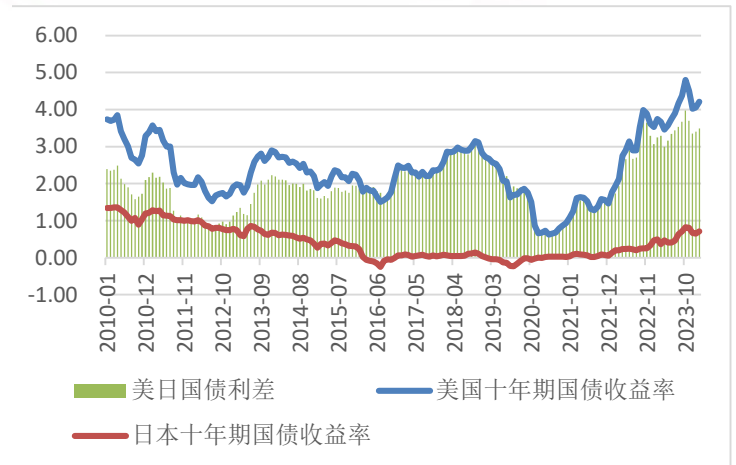
由于此前市场已经预计到本次会议的结果, 因此在利率决议公布以后, 日元非但没有升值, 反而出现快速贬值, 跌破 1 美元兑换 150 日元关口。尽管日本央行开启 17 年来的首次加息, 但目前美日十年期国债利差依然接近 3.5%, 预计资金回流日本有限。在美联储实质性降息之前, 我们判断日元汇率还将维持弱势, 短期很可能继续围绕 150 位置震荡, 中期随着美联储降息落地, 有可能出现升值。

图表 14: 日本十年期国债收益率



资料来源: 日本统计局、致富研究院

图表 15: 美日十年期国债利差



资料来源: 日本统计局、致富研究院

四、结论

- 日本经济目前基本处于其潜在经济增长率附近，短期冲高的通胀水平正在逐渐回归常态。因此，日本的利率水平也应当逐渐稳定在中性利率附近。虽然日本央行结束负利率状态，将基准利率调整至 0 值附近，有利于平抑日本的资产价格过快增长，但是政策利率上行空间不大，预计将在较长时间维持 0-0.1% 的基准利率。
- 预计日本十年期国债收益率很可能继续维持在 1% 以下。
- 日元汇率短期很可能继续围绕 150 位置震荡，中期随着美联储降息落地，有可能出现升值。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

