

日本加息影响有限



华泰期货
HUATAI FUTURES

研究院 FICC 组

研究员

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

本次日本央行加息对商品影响有限，日本退出宽松政策影响更大，但预计退出的路径是渐进式的。2023 年至今日债利率上升期间，日本资金仍在购买海外证券，较高的美日利差是根本原因，短期资金大幅回流日本的概率较低。

核心观点

■ 日本央行如期加息

3 月 19 日，日本央行宣布加息 10 个基点，并结束国债收益率曲线控制（YCC）政策；日本央行取消购买 ETF，取消购买房地产投资信托基金（REITs）。早于年初，日本央行已经充分就加息具体措施和前提条件多次向市场释放预期，靴子落地后的市场反应平平，日元走贬，日经指数继续走升，美元指数基本收复 3 月以来的跌幅。

■ 具体影响

加息而言。日央行自 2016 年以来，实行的三层利率框架，本次央行调整的是负利率所对应的部分，占总超额储蓄规模不到 5%。且对套息交易影响较低，2023 年 3 月至今的日债利率上升阶段，日本持续净买入海外证券（股票+债券+衍生品）。

YCC 政策“名亡实存”，日本央行表示将继续购买日本国债，规模与以前基本持平；在收益率快速上升的情况下，日本央行将做出灵活的反应。结束 ETF 购买影响也有限，2021 年开始，日本央行不再积极买入 ETF，仅作为对冲市场调整风险工具，后续关键在于日本央行如何卖出 ETF。

日资的存量来看，日本持有海外资产中，其中权益证券（45.9%）和中长期债券（53.5%）分别占大头。日本持有海外的权益证券分国别/区域前五分别为：中南美（38.47%）、美国（38%）、卢森堡（4.5%）、英国（1.86%）、法国（1.72%）。日本持有海外的中长期债分国别/区域前五分别为：美国（46.5%）、中南美（9.2%）、法国（8.17%）、大洋洲（5.5%）、英国（4.86%）。

■ 历史复盘

复盘近两轮日本央行加息：日本资产更多是扮演跟随美国资产的角色，加息靴子落地后，日元均有不同程度走弱；日经、日债跟随美股、美债；商品没有明显规律。

目录

策略摘要	1
核心观点	1
日本央行加息靴子落地.....	3
具体的政策影响	4
历史复盘	6
近两轮日本央行加息的背景和表现	6

图表

图 1: 日本央行的资产结构 单位: 亿日元	4
图 2: 日本央行的负债结构 单位: 亿日元	4
图 3: 日本对外债券净投资 单位: 亿日元	4
图 4: 日本持有外国资产的存量结构 (内圈为 2022 年, 外圈为 2021 年) 单位: 亿日元.....	5
图 5: 2000/8-2001/2 股指表现 单位: %	6
图 6: 2006/6-2007/7 股指表现 单位: %	6
图 7: 2000/8-2001/2 外汇和利率表现 单位: %	6
图 8: 2006/6-2007/7 外汇和利率表现 单位: %	6
图 9: 2000/8-2001/2 商品表现 单位: %	7
图 10: 2006/6-2007/7 商品表现 单位: %	7
表 1: 在加息靴子落地前, 日本央行进行了较为充分的市场沟通	3

日本央行加息靴子落地

日本央行如期加息：3月19日，日本央行如期宣布加息10个基点，将关键利率上调至0%，为17年来首次加息，结束持续8年的负利率政策，为全球最后一个放弃负利率政策的主要经济体。日本央行将贷款计划利率设定为0.1%；将超额准备金利率设定为0.1%。此外，日本央行宣布结束国债收益率曲线控制（YCC）政策；日本央行取消购买ETF，取消购买房地产投资信托基金（REITs）。

日本央行并未直接转鹰。日本央行表示将继续购买日本国债，规模与以前基本持平；在收益率快速上升的情况下，日本央行将做出灵活的反应，比如增加日本国债的购买量；将逐步减少商业票据和公司债券购买金额；约一年后将停止购买商业票据及公司债。

在加息靴子落地前，日本央行进行了较为充分的市场沟通。早在年初日本央行已经充分就加息的前提条件进行了沟通——工资上涨前景和通胀；其次也对加息、放弃YCC、停止购买ETF和REITs进行了沟通。并且靴子落地后的市场反应平平，日元走贬，日经指数继续走升，美元指数基本收复3月以来的跌幅。

表1：在加息靴子落地前，日本央行进行了较为充分的市场沟通

官员	职位	时间	详情
植田和男	央行行长	2024/1/23	工资上涨的前景正在逐渐影响销售价格，这导致服务价格逐渐上涨。认为服务通胀正在逐渐加速。经济的发展符合我们对通胀的预测。核心通胀预测为1.9%，非常接近2%的目标。
内田真一	央行副行长	2024/2/8	当撤回大规模刺激措施时，是否会继续扩大我们的资产负债表，或者暂停购买计划并开始缩表，将取决于当时的经济发展情况。
植田和男	央行行长	2024/2/9	即使废除负利率，宽松条件仍有很高可能性继续存在。
植田和男	央行行长	2024/2/16	劳动力市场仍然紧张，可能促使企业通过价格上涨传导上升的成本。正在关注春季工资谈判及其他各种因素的结果。希望确认薪资和物价的良性循环是否加强。
植田和男	央行行长	2024/2/22	预计企业在加薪方面将更加积极。一旦日本央行判断持续实现2%的通胀指日可待，日本央行就“自然会”停止购买ETF和EETS等风险资产。
高田创	央行审议委员	2024/2/29	日本央行不会大幅减少政府债券购买量，并确保长期利率不会在结束债券收益率控制后突然飙升。
植田和男	央行行长	2024/3/7	一旦工资和通胀的正循环得到确认，将考虑撤销大规模刺激计划。
植田和男	央行行长	2024/3/12	由于成本压力缓解，消费正在温和改善，工资有望上涨。如果通胀加速并需要进行货币紧缩，可以通过提高利率而不减少日本央行的债券持有来实现。
植田和男	央行行长	2024/3/3	春季工资谈判是值得关注的重点。必须审慎考虑是否出现了正向的工资-通胀循环，以决定是否具备了还步退出刺激措施的条件。

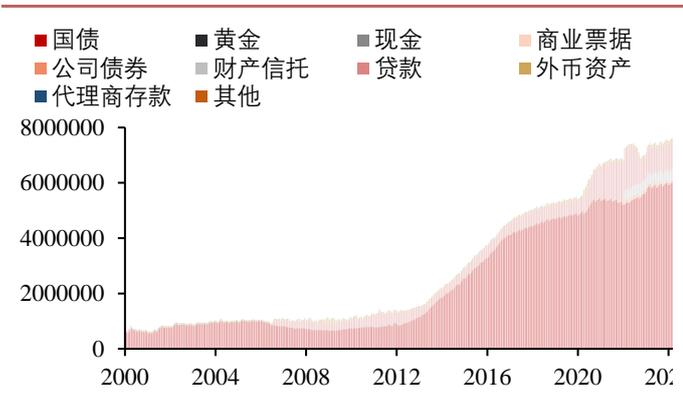
资料来源：Wind 华泰期货研究院

具体的政策影响

日本央行的三级利率结构：日央行自 2016 年以来，实行的三层利率框架：基本账户（利率为 0.1%）、宏观附加账户（利率为 0%）以及政策利率账户（利率为 -0.1%）。本次央行调整的是银行储备的三层利率架构中的其中一层，即负利率所对应的部分，该部分占总超额储蓄规模不到 5%。

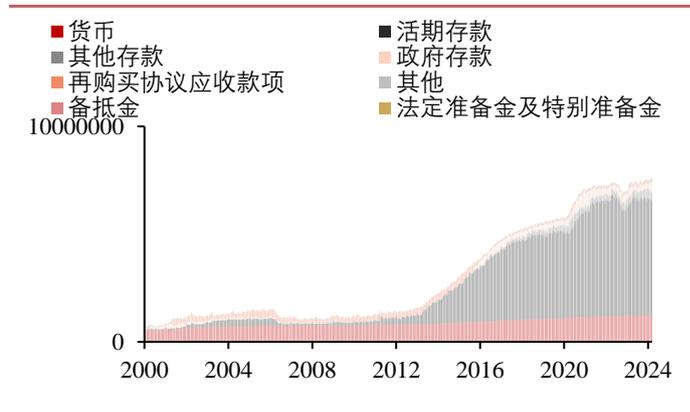
对于套息交易的影响也较低。根据日本央行数据，截至 2024 年 1 月，日本对外证券投资（股票+债券+衍生品）净买入仍有 2.8 万亿日元；2 月份，全球基金净流入日本 114.5 亿美元，其中分别净增持股票、债券 94.7 亿美元、11.8 亿美元。对应的，2023 年 3 月至 2023 年 10Y 日债利率一度从 0.25% 低点上行至 0.9% 的高点，但对应的日本对外是持续净买入。

图1： 日本央行的资产结构 | 单位：亿日元



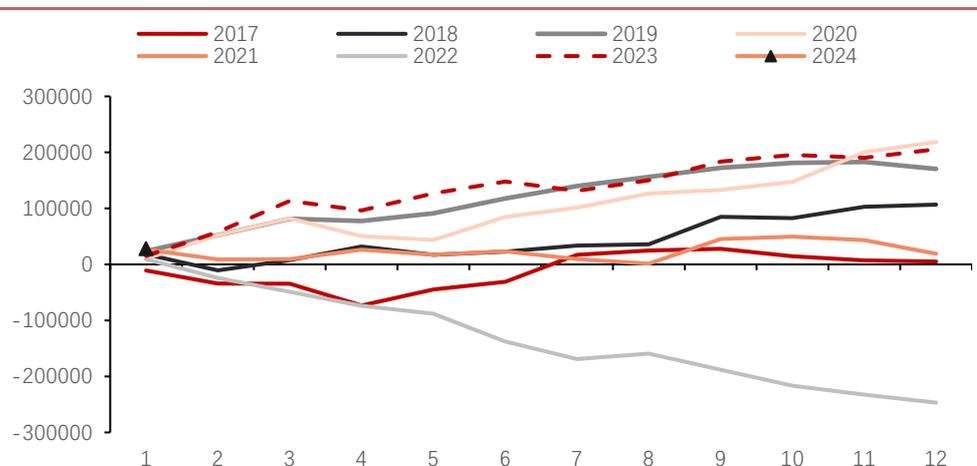
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图2： 日本央行的负债结构 | 单位：亿日元



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图3： 日本对外债券净投资 | 单位：亿日元



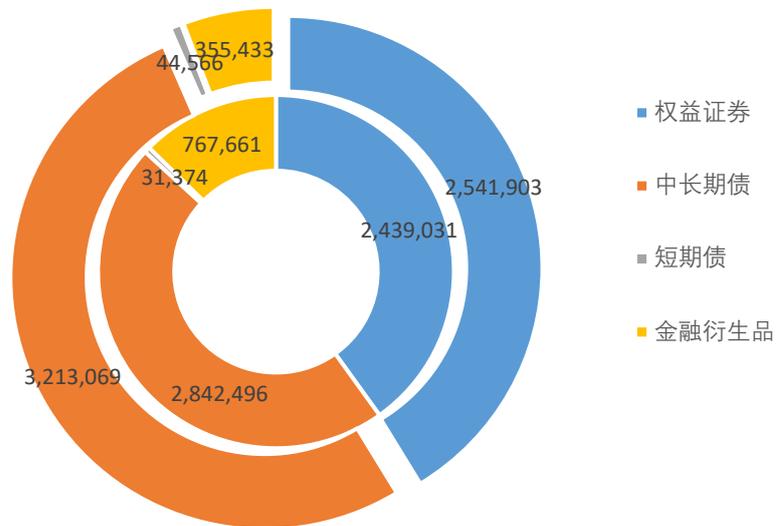
数据来源：Wind 华泰期货研究院

YCC 政策“名亡实存”，日本央行控制长债利率。日本央行表示将继续购买日本国债，规模与以前基本持平；在收益率快速上升的情况下，日本央行将做出灵活的反应，比如增加日本国债的购买量；将逐步减少商业票据和公司债券购买金额；约一年后将停止购买商业票据及公司债。

结束购买 ETF 的影响也较为有限。2021 年后，日本央行就不再积极买入 ETF，2022 年仅有 5 次买入，累计买入约 3500 亿日元；2023 年仅有 3 次买入，累计买入约 2100 亿日元。后续关键在于日本央行如何卖出 ETF，短期来看主动卖出概率不大。

从日资的存量来看。根据日本央行的数据，截至 2022 年，日本持有海外资产共 531 万亿日元，其中权益证券（45.9%）和中长期债券（53.5%）分别占大头。日本持有海外的权益证券分国别前五分别为：中南美（38.47%）、美国（38%）、卢森堡（4.5%）、英国（1.86%）、法国（1.72%）。日本持有海外的中长期债分国别前五分别为：美国（46.5%）、中南美（9.2%）、法国（8.17%）、大洋洲（5.5%）、英国（4.86%）。

图4：日本持有外国资产的存量结构（内圈为 2022 年，外圈为 2021 年） | 单位：亿日元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

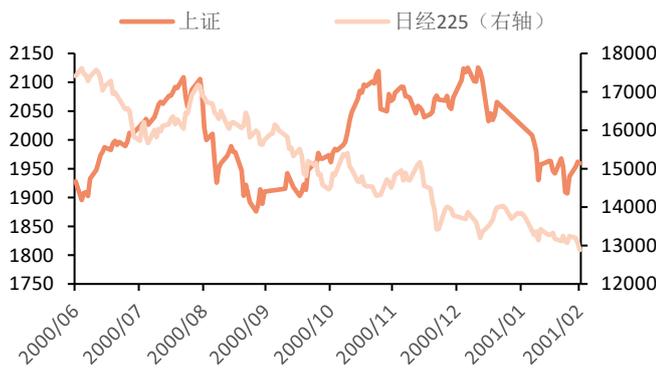
历史复盘

近两轮日本央行加息的背景和表现

近两轮日本央行加息背景分化：一、2000年8月11日加息25bp，加息仅4个月受美国互联网泡沫破裂于2001年2月28日迅速降息；二、2006年7月14日加息25bp，当时宏观背景更为强劲，随后2007年2月21日继续加息。

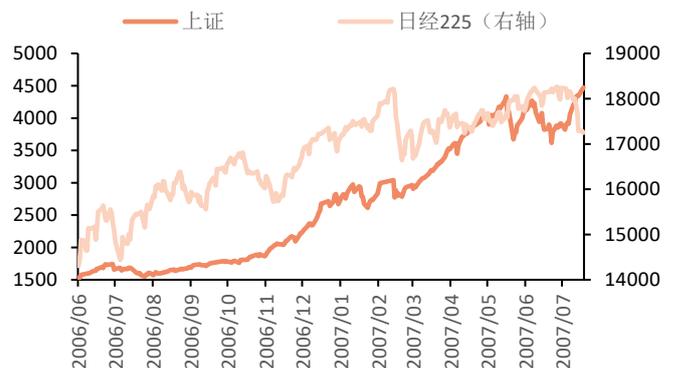
对资产价格而言。近两轮加息靴子落地后，日元均有所走贬；日经表现分化，主要跟随美股波动，A股短期受拖累，长期受影响较低，日债利率表现分化；商品也没有明显规律。

图5： 2000/8-2001/2 股指表现 | 单位：%



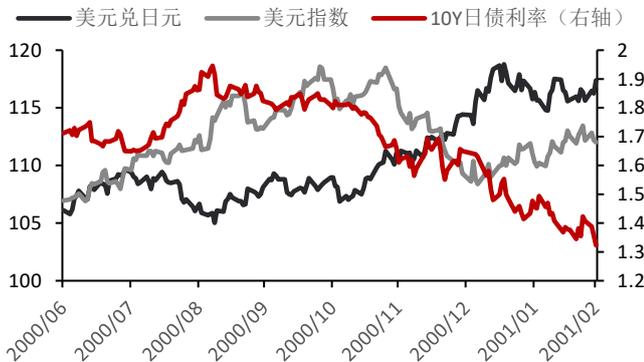
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图6： 2006/6-2007/7 股指表现 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图7： 2000/8-2001/2 外汇和利率表现 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图8： 2006/6-2007/7 外汇和利率表现 | 单位：%



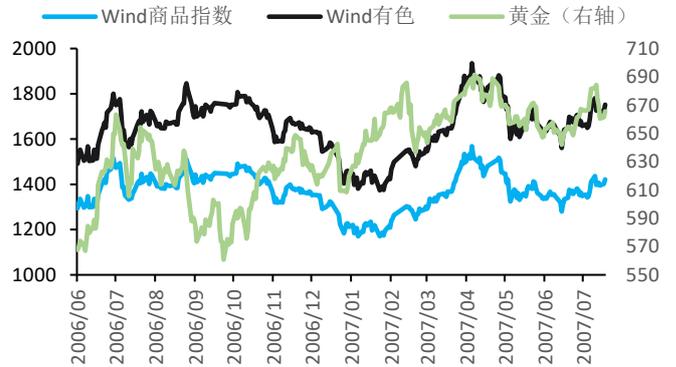
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图9： 2000/8-2001/2 商品表现 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图10： 2006/6-2007/7 商品表现 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com