

## 研究报告

欢迎扫码关注  
工银亚洲研究

中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 兰澜  
吴起睿 张润锋

## “倾斜的天平”：日央行的政策困境

## ——日央行七月议息会议解读

## 阅读摘要

日本央行7月货币政策会议超预期加息15BP至0.25%，同时从8月起逐季缩减购债规模4,000亿日元，到2026年一季度，将每月购债规模从目前的6万亿日元降至3万亿日元。前瞻指引方面，日央行表示实际利率仍为负值，不排除进一步加息的可能性。我们认为此次日央行传递了两个主要信号：(1)对日本经济预期审慎乐观。虽然下调2024年经济展望，但选择加息表明日央行认为日本经济能够承受15BP的加息，甚至更高（日央行不排除进一步提高利率水平）。我们认为日央行对经济乐观的主要原因在于**就业市场依然强劲，家庭实际收入转正进而提振内需**。(2)**稳定汇率的政策重要性上升**。稳定汇率改善国际收支表现，以及预防弱日元引发通胀上行风险、进而掣肘消费能力是日央行的主要考量。日央行短期“增长、就业”vs.“汇率、通胀”的天平向右倾斜。

日央行利率决议公布后24小时内日元上涨，日股下行：美元兑日元USD/JPY累计下行幅度约3%；日经225指数先升后降，累计跌幅约300点；日本短期债券（6个月）利率上升10BP，长期债券（10年期）利率下行2.6BP。后续我们认为，日元套息压力趋弱但短期走升空间有限、USD/JPY或在150左右波动，下一步加息预期以及美联储政策路径仍是主要影响变量，同时需关注交易和情绪等因素的时点性扰动效应。日本短债利率受到加息预期影响预计仍有一定上行空间；但目前基于我们对日本经济年内弱复苏的判断，长债利率上升空间较为有限。在流动性较为充裕、前期估值上涨幅度较大、日本经济延续复苏等因素综合影响下，日股大概率温和上涨。

# “倾斜的天平”：日央行的政策困境

## ——日央行七月议息会议解读

### 一、日本央行7月货币政策会议释放哪些关键信号？

7月31日日本央行货币政策会议宣布同时加息和缩表计划，释放三重信号：**（1）加息15BP超预期**，同时缩减购债规模4,000亿日元（加息+缩表靴子同时落地，略超市场预期）；**（2）对日本经济表现审慎乐观**，日央行下调7月经济展望（全年增速下调0.2%至0.6%）但同时加息，**稳定日元汇率或是主要政策意图**，缓释汇率引发通胀风险、进而掣肘内需回暖也是重要考量；**（3）后续有望进一步相机加息**，日央行表示本次加息后日本实际利率仍为负值，**如果经济和通胀表现符合预期，将进一步提高利率**。

本次货币政策会议具体内容如下：

#### **（一）利率方面：加息15个基点**

日本央行宣布加息15个基点，将政策利率上调至0.15%-0.25%。日本央行以7-2的投票比例通过利率决议，考虑到当前经济的弱复苏态势，加息时点略超市场预期。

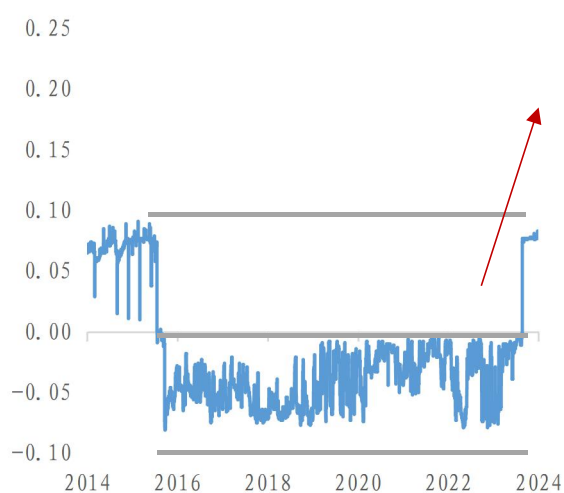
**1. 短端引导无担保隔夜利率进一步上行**（目前在0%-0.1%区间，见图表1），上升至0.15%-0.25%区间。

**2. 长端利率预计上行**，3月日央行宣布取消收益率曲线控制后，10年期日债利率在6月下旬升破1%关口，最新收报1.052%（见图表2）。本次货币政策会议前，日央行释放

将抛售日本国债、寻找海外购债经销商信号<sup>1</sup>，后续抛债举措或引导长端日债利率上行，但考虑到日本经济弱复苏的背景，上行空间料有限。

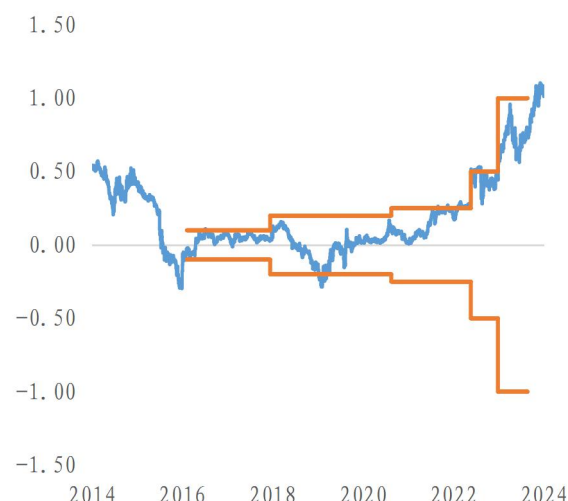
3. 加息后的利率水平仍能支持经济增长，受自然利率偏低、通胀上行压力影响，日央行测算本次加息后日本实际利率仍为负值，加息后的利率水平将继续为日本经济增长提供支撑。同时，加息提振日元汇率，也有望缓解通胀压力及其对内需潜力的侵蚀。

图表 1：目前无担保隔夜拆借利率在 0-0.1% 区间



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 2：退出 YCC 后，10 年期日债利率升破 1.0%



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

## （二）缩表方面：每季减少 4,000 亿日元购债规模

此前市场预期，日央行 7 月或宣布缩减购债规模 1 万亿日元，本次缩表弱于市场预期。根据日央行测算，目前其每月购债规模约 5.7 万亿日元，至 2026 年 1-3 月，日央行购

<sup>1</sup> 7 月 30 日，据日本经济新闻报道，日本财务省计划指定 12 家券商，协助寻找海外买家购买日本国债。报道称，券商名单预计将包括 SMBC 日兴证券和瑞穗证券。券商将与该部门合作开展投资者外联活动，包括参观和研讨会。

债规模预计减半,每月购债规模将下降至约 2.9 万亿日元(见图表 3)。

图表 3: 日本央行后续购债计划

Amount of Monthly Outright Purchases of Japanese Government Bonds	
	Amount of outright purchases of Japanese government bonds (JGBs)
July 2024 (amount purchased)	About 5.7 trillion yen
August-September 2024	About 5.3 trillion yen
October-December 2024	About 4.9 trillion yen
January-March 2025	About 4.5 trillion yen
April-June 2025	About 4.1 trillion yen
July-September 2025	About 3.7 trillion yen
October-December 2025	About 3.3 trillion yen
January-March 2026	About 2.9 trillion yen

Note: The schedule of the outright purchases of JGBs, including the purchase size per auction by residual maturity and dates, will be continued to be announced in "Quarterly Schedule of Outright Purchases of Japanese Government Bonds (Competitive Auction Method)."

数据来源: BOJ、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

### (三) 前瞻指引方面: 下调经济增长和通胀预期, 可能进一步相机加息

相较于 4 月的经济展望, 本次日央行: (1) 下调经济增长预期, 2024 财年实际 GDP 增长预期均值由 0.8% 下调至 0.6%, 2025、2026 财年保持不变; (2) 下调通胀预期, 扣除生鲜食品的 CPI 增速, 2024 财年均值由 2.8% 下调至 2.5%, 但 2025 财年均值由 1.9% 上调至 2.1%, 2026 财年保持不变(见图表 4)。

尽管日央行下调了 2024 财年日本经济增长预期, 但在

货币政策决议中明确，如果经济和通胀表现符合经济展望中的预期，将进一步提高利率、收紧货币政策<sup>2</sup>。

图表 4：日央行经济预测 (%)

	实际 GDP		CPI (扣除生鲜食品)	
	4 月预测	7 月预测	4 月预测	7 月预测
2024 财年	0.7-1.0	0.5-0.7	2.6-3.0	2.5-2.6
2025 财年	0.8-1.1	0.9-1.1	1.7-2.1	2.0-2.3
2026 财年	0.8-1.0	0.8-1.0	1.6-2.0	1.8-2.0

数据来源：BOJ、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

## 二、日央行基于增长、就业、汇率、通胀的权衡取舍

此次日央行选择加息，我们认为主要考量是稳定日元汇率，并且预防弱日元引发的通胀上行风险。加息的同时，日央行下调了经济预测，反映了对下半年消费较为乐观，主要原因在于就业市场依然强劲，家庭实际收入转正提振消费能力。

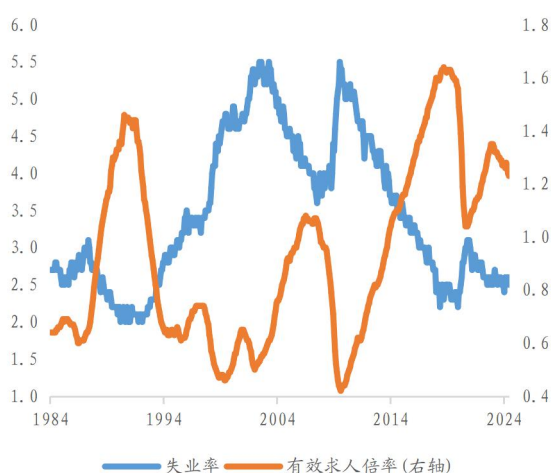
### （一）就业与增长：就业市场支持消费逐步改善，投资增长仍弱

一方面，日央行在下调经济预测的同时选择加息，反映了对下半年消费较为乐观。日央行在 4 月会议将 2024 年经济增速自 1.2% 下调至 0.8% 后，于本次会议将其再度下调至 0.6%，增速放缓情形下仍加息或显示央行对经济韧性、尤其是下半年消费端的韧性较为乐观。我们认为日央行的信心

<sup>2</sup> 日央行货币政策决定中提到：“if the outlook for economic activity and prices presented in the July Outlook Report will be realized, the Bank will accordingly continue to raise the policy interest rate and adjust the degree of monetary accommodation.”

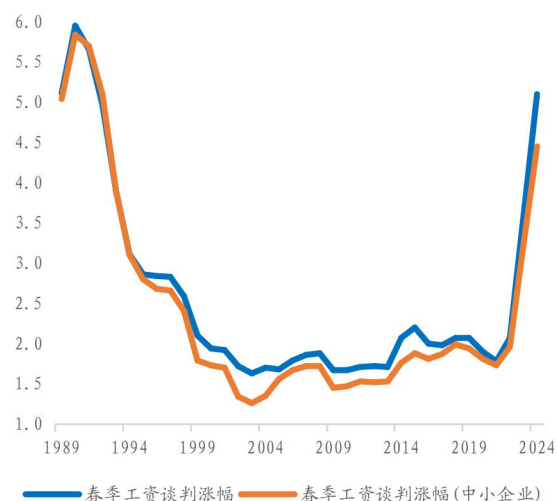
源自就业市场相对强劲，6月失业率下行至2.5%的低位、有效求人倍率为1.2（见图表5）。劳动力供不应求背景下春季工资谈判企业涨薪5.1%（2023年为3.6%），其中除大企业涨薪5.2%外，小企业薪酬涨幅4.5%也较可观（见图表6），厚生劳动省的基本工资数据在5月增长2.1%、明显高于1月的1.3%。尽管薪资收入提升对消费的传导仍需时日<sup>3</sup>，下半年家庭支出后发转正、从而拉动私人消费概率较高。

图表 5：就业市场相对强劲



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：2024 年中小企业的薪资涨幅与整体薪资涨幅相近



数据来源：日本劳工联合会、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

从另一方面来看，短期内投资增长仍较为疲弱。（1）企业投资收益率、产能利用率下降掣肘投资<sup>4</sup>，设备投资产出在一季度环比收缩<sup>5</sup>；（2）2022 年以来日本房价显著上涨但主要由供给紧张推动，成交量并未扩大（见图表 7），一季度地

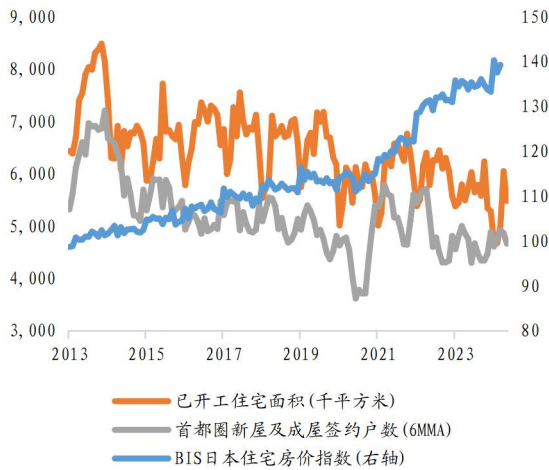
<sup>3</sup> 家庭收入领先家庭支出及零售增速，详见《日央行终结负利率时代，之后呢？》图 8。

<sup>4</sup> 详见《日央行终结负利率时代，之后呢？》投资部分。

<sup>5</sup> 一季度 GDP 中地产投资产出环比下滑 0.4%。

产投资大幅下滑<sup>6</sup>；（3）生产者出货量回升缓慢、补库周期尚未开启（见图表 8），短期内仍将掣肘存货投资增长。

**图表 7：日本房价量（成交户数）减价增，房价上涨主要由供给减少（开工面积下滑）推动**



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

**图表 8：4 日本补库周期尚未开启**



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

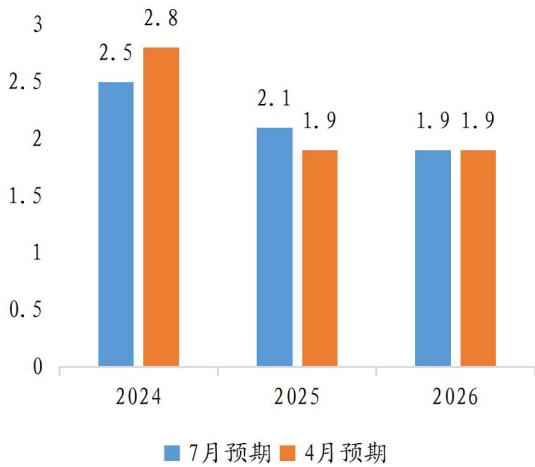
## （二）汇率与通胀：日元贬值导致输入型通胀升温

一方面，日央行认为 2024、2025 年的通胀风险倾向于上行、削弱居民的消费能力。本次会议对于通胀的预期曲线进行“驼峰型”挪动（见图表 9），上调 2025 年通胀预期反映了日央行对日元贬值引发未来输入性通胀重燃的担忧，而对 2024 年通胀预期的下调则综合考虑了即将重启的电费、燃气费补贴<sup>7</sup>。由于日本食品、能源自给率较低，进口价格指数通常领先食品、能源通胀约一个季度（见图表 10），6 月进口价格指数同比升至 9.5%、显著高于 1 月的-0.25%，或预示未来通胀上行风险将加大，从而削弱居民实际工资的涨幅。

<sup>6</sup> 一季度 GDP 中地产投资产出环比下滑 2.9%、为 2020 年四季度以来最大环比跌幅。

<sup>7</sup> 在 5 月中止电费和燃气费补助后，为降低物价负担，日本政府又拟在 8 月至 10 月重启电费和燃气费补助。

图表 9: 日央行下调 2024 年通胀预期、上调 2025 年通胀预期



数据来源: 日本央行、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 10: 进口价格指数一般领先食品及能源项通胀约一个季度



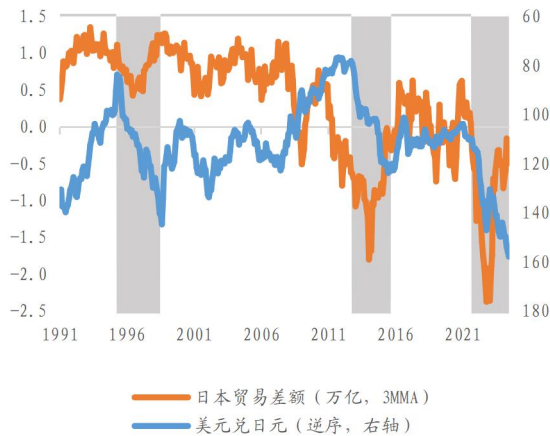
数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

另一方面，日元贬值的贸易红利已显现，而进口量过度削减已开始掣肘企业生产。2021 年末以来日元贬值的“J 曲线效应”逐步显现，贸易赤字在 2022 年阶段性恶化后、自 2023 年起持续改善，目前已出现盈余（见图表 11）。结构上，进出口价格均抬升，但日元贬值以来出口量保持稳定微升（较 2021 年 9 月升 0.5%）、而进口量<sup>8</sup>收缩明显（较 2021 年 9 月降 4.1%，已下滑至 2017 年年中水平，见图表 12）。目前进口金属、纺织品、机械、运输设备价格均超过了 2022 年末前高，受输入性材料价格高企抑制，6 月日本工业生产指数同比降 7.3%、创 2020 年 10 月以来最低。

<sup>8</sup> 用出口、进口金额除以出口价格指数、进口价格指数估算出口、进口的“量”。

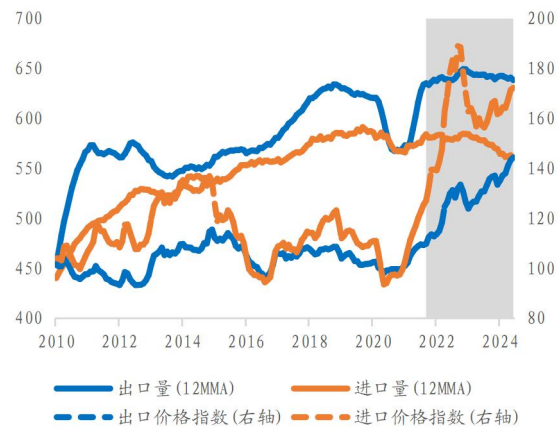


**图表 11：1995-1998 年、2013-2015 年、2022 年至今日元的趋势性贬值对贸易收支均有“J 曲线效应”**



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

**图表 12：近两年日本出口量稳价升、进口量减价升，进口量已下滑至 2017 年年中水平**



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

综上，当前日本经济温和复苏、就业市场相对强劲、通胀风险趋于上行、本币贬值红利基本达成而弊端逐渐显现。综合权衡取舍后日央行加息、缩表并举，以一定程度上掣肘短期增长与就业为代价支撑日元汇率、遏制输入型通胀重燃，从而进一步促进居民消费增长、企业生产扩大，即以一定程度牺牲短期产出为代价换取中期物价稳定和持续增长。

### 三、怎么看后续各类资产价格走势？

日央行利率决议公布后 24 小时内日元上涨，日股下行：美元兑日元 USD/JPY 累计下行幅度约 3%；日经 225 指数先升后降，累计跌幅约 300 点；日本短期债券（6 个月）利率上升 10BP，长期债券（10 年期）利率下行 2.6BP。后续我们认为，日元套息压力趋弱、短期走升空间有限、USD/JPY 或在 150

左右波动，下一步加息预期以及美联储政策路径仍是主要影响变量，同时需关注交易和情绪等因素的时点性扰动效应。日本短债利率受到加息预期影响预计仍有一定上行空间；但目前基于我们对日本经济年内弱复苏的判断，长债利率上升空间较为有限。在流动性较为充裕、前期估值上涨幅度较大、日本经济延续复苏等因素综合影响下，日股大概率温和上涨。

### **（一）日元套息压力趋弱但短期走升空间有限、USD/JPY 或在 150 左右波动**

目前十年期债券收益率衡量的美日利差约为 3% 左右，一段时间内日元依然存在套息带来的下行压力。日央行议息会议提到不排除继续加息的可能，若加息预期持续得到汇率市场定价，将持续提振日元。另一方面，市场交易因素以及情绪扰动依然复杂，此后时点上提振日元汇率走势的交易因素依然存在（例如，类似近期美股轮动的溢出效应、资金外流、做空日元资金的被迫平仓等）。但经济基本面继续推升日元汇率升值的空间有限。因此我们预计，近期 USD/JPY 将在 150 以内波动，若有交易或情绪等因素影响，日元汇率可能时点性明显走强。

图表 13：2024 年七月以来，USD/JPY 有所回升

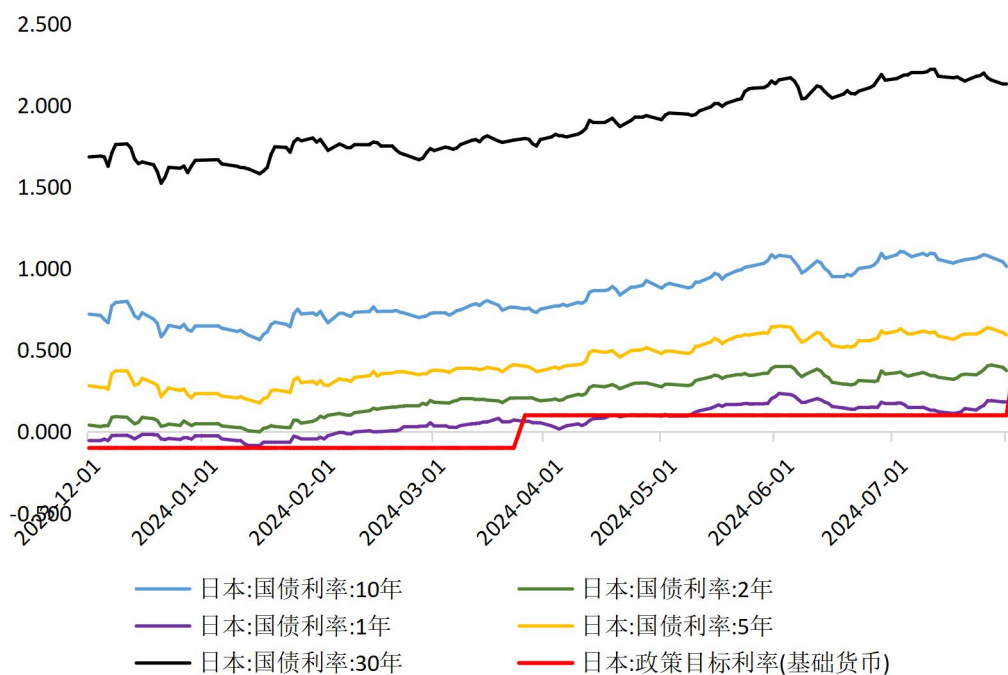


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

## （二）日本短债利率受到加息预期影响仍有一定上行空间，日股大概率温和上涨

日央行对于基准利率的调整，从年初（2024 年 1 月）开始就被日债不断计入。年初至今各期限利率水平上涨幅度在 20-47BP 之间，其中 30 年期国债利率上升幅度最大。从利率水平来看，长债利率（10 年期国债利率：1.05%）已远高于政策利率（基准利率：0.1%）。预期日本短债利率受到加息预期影响仍有一定上行空间；但长债利率受加息影响较为有限，与日本经济基本面相关性更强。“日央行寻找日债销售途径”的信息如果属实，预期会进一步推升日债收益率，但目前基于我们对日本经济年内弱复苏的判断，长债利率上升空间较为有限。

图表 14：2024 年初以来，各期限债券不断计入升息预期，均高于基准利率

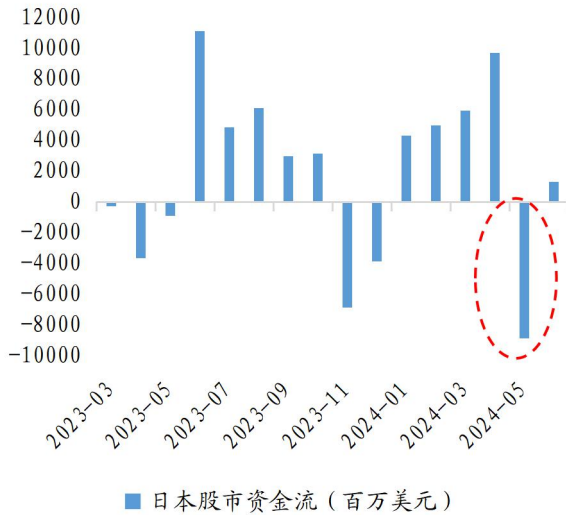


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

日经 225 指数虽有所下跌，但动态 P/E 估值接近 20 倍，自年初以来涨幅超过 10%。所有行业普遍上涨，分板块来看，传统行业（运输相关、医药制药等）领涨日股指数。2024 年以来日股的连续上涨，估值因素占很重要的比重。在全球持续降息流动性充裕的大背景下，我们认为**全球资金对日股的增配空间仍存，但较为有限**。首先，由估值效应带来的动能，随着日央行货币政策逐渐正常化（年内不排除继续加息），后续或有所减缓。其次，资金面反映的扰动增加，投资者对于日股的投资意愿出现分化。日股在 5 月经历了 88.83 亿美元的净流出，其中以国内被动资金和国外主动资金的流出为主。另外，日股全球风险敞口较高，美股资金轮动联动风险

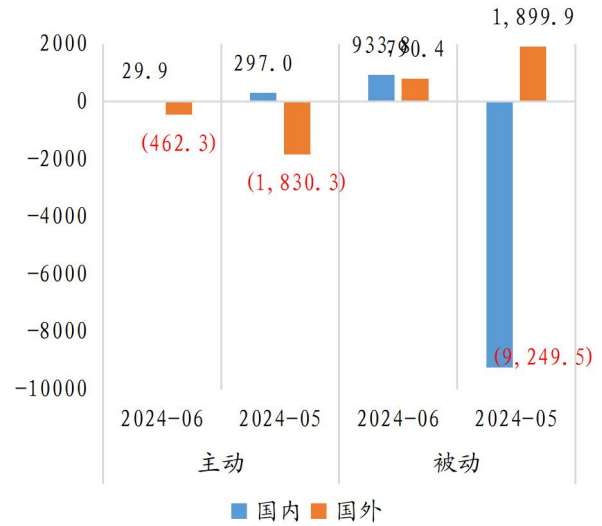
<sup>9</sup>、日本经济数据、以及地缘不确定性对日股的扰动依然不容忽视。但是，盈利方面，一季度日经 225 成分股净利润同比增长 42.9%，利润增长较为可观。

图表 15: 5 月日股资金大幅流出



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 16: 流出主要以国内被动, 以及外资主动流出为主



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

<sup>9</sup> 7月24日市场出现关于日央行可能升息的消息以及美股资金撤出,令USDJPY突破153,一天内升值约4.88%。



香港中資銀行業協會  
Chinese Banking Association  
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者  
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构  
及/或作者的意见及分析，并不代  
表香港中资银行业协会意见。**