



月度日本宏观洞察：偏鹰的日本央行今年会再次加息吗？

核心观点:在过去的一个多月，日本经济基本面的变化可谓喜忧参半。一方面，我们看到日本二季度经济增速好于预期，私人消费也略有好转迹象。另一方面，企业相关经济指标和对外贸易表现不佳，7月通胀数据亦尚未体现春斗薪资涨幅大增带来的正面影响。尽管如此，日本央行在7月超预期决定加息。基于其偏鹰立场和美国经济软着陆的基本判断，我们认为今年接下来日本仍会有一次升息，最早或在10月会议中兑现。如果美国经济进入衰退，那么日本央行或倾向于今年按兵不动。此外，我们认为还需警惕日本央行过于鹰派导致日本经济停滞不前的风险。在日本央行今年还有一次加息的基本假设下，我们预计日元仍有升值空间，年底点位上调至140-145之间。

在过去的一个多月，日本经济基本面的变化可谓喜忧参半：

一方面，我们看到二季度经济增速好于预期。部分得益于经济摆脱了一季度汽车生产中断事件的影响，日本经济环比增速从一季度的-0.6%反弹至二季度的0.8%（图表1），好于市场预期的0.6%。按支出法来看，消费，尤其是私人消费随着居民收入改善的反弹是主要推动力，政府投资也起到了帮助经济增速转正的作用（图表2）。

此外，私人消费略有好转迹象。调整旅游后的消费活动指数6月有所回升（环比+0.8%，图表3）。不过该数据的改善主要是由于耐用品消费（尤其是汽车）显著改善，非耐用品消费仍然较弱。此外，商品零售销售额指数6月继续回升，7月消费者信心指数在6月反弹之后再轻微回升0.2个百分点到36.8（图表4）。

更为关键的是，驱动今后消费改善的关键动力——居民收入改善明显：总现金收入同比增速6月暴增至5.4%（图表5），不过这主要是因为奖金收入的发放，代表合同现金收入的核心工资同比增速反而略微下降了0.1个百分点到2.7%，尚未完全体现春斗薪资谈判成果。得益于总收入的改善，实际工资收入同比增速在连续26个月为负之后在6月转正，增加了1.1%。

金晓雯, PhD, CFA

首席宏观分析师

xiaowen_jin@spdbi.com

(852) 2808 6437

2024年8月26日

浦銀國際

宏观洞察

月度日本宏观洞察



扫码关注浦银国际研究

另一方面，企业相关经济指标 6 月表现不佳。生产方面，工业生产环比大跌 3.6% (图表 6)，创下了今年一月以来的单月最大跌幅。不过这主要是受到了新一轮汽车质检影响。鉴于此轮质检影响或小于一季度，工业生产此后或逐渐恢复。投资方面，不论是领先于企业投资的私人机械订单还是领先于建筑业投资的已动工私人非住宅建筑 6 月数据均有所下跌 (图表 7)。

对外贸易表现亦不理想。虽然日本 7 月实际出口指数略微回升 7.2 到 168.8，但是实际进口指数暴增至 180.7 (6 月为 158.5)，导致实际贸易差额 7 月又转为逆差 (图表 8)。

通胀方面，7 月数据尚未体现春斗薪资涨幅大增带来的正面影响。虽然排除了生鲜食物的核心 CPI 7 月上升 0.1 个百分点到 2.7%，但是这主要是因为政府对电费和煤气费取消之后能源价格的上升引起的。进一步排除了能源价格的双核心 CPI 通胀率再下行 0.3 个百分点到 1.9% (图表 9)。除了食品 CPI 继续下跌之外，服务业 CPI 亦再跌 0.3 个百分点到 1.4% (尤其是关键的手机和酒店收费对 CPI 的贡献 7 月显著下滑，图表 10、图表 11)。两者的下跌均受到去年高基数的影响。

尽管如此，鹰派的日本央行在 7 月超预期决定加息，并同时开启减少国债购买。在 7 月底的议息会议上，日本央行宣布政策利率从此前的 0-0.1% 区间升至 0.25%。在解释加息原因时，央行行长植田和男指出日本经济和物价按预期改善，而日元走弱导致的进口物价上涨使得通胀上行风险加大。较为有趣的是，在决定升息的同时，日本央行的经济预测将 2024 年核心 CPI 同比通胀率预测下调 0.3 个百分点到 2.5%，但上调 2025 年预测 0.2 个百分点到 2.1%。更为关键的双核心 CPI 通胀率预测 2024-2026 年则均维持不变 (图表 13)。另外，日本央行将今年的经济增速预测下调 0.2 个百分点到 0.6%，维持 2025-2026 年展望不变。在并未预见到更佳经济增速和通胀前景的情况下决定意外升息体现了本届日本央行的鹰派立场。

与此同时，已经在 6 月会议中预告过的减少国债购买于 7 月会议后正式启动。8 月国债购买额从此前的 5.7 万亿日元缩减至 5.3 万亿元，而后每个季度缩减 4000 亿日元直到在 2026 年 1 季度达到每月 3 万亿日元的水平。缩减计划略微低于此前的市场预期。

基于日本央行的鹰派立场，我们认为今年接下来日本央行仍会有一次升息，最早或在 10 月会议中兑现。即便日本央行副行长内田真一在 8 月表示如果金融市场不稳定，决策者不会进一步加息，我们认为这只是央行用口头干预安抚投资者的说辞，并不会对其鹰派立场有太多影响。8 月 23 日植田和男在[国会的证词](#)亦表明央行并没有排除年内继续加息的可能性。

7月意外升息的做法意味着相对于目前的经济进展，日本央行更倾向于用他们的前瞻思维去做出利率决定，每间隔三到四个月加息一次或符合其操作思维。不过，如果10月初公布的季度短观企业调查以及接下来几个月的私人消费数据和通胀数据弱于预期，那么我们也不排除日本央行会将升息延迟到12月。值得注意的是，我们的利率预测是基于美国经济接下来会进入软着陆的基本假设做出的。如果美国非农就业数据8月再次急剧恶化、美国经济有陷入衰退的风险，那么日本央行或将对其升息决议持更为谨慎的态度，以防在货币政策收紧和外需减弱的情况下，日本经济增速亦开始下行。在美国经济进入衰退的情况下，日本央行或更倾向于今年按兵不动。

警惕日本央行过于鹰派导致日本经济停滞不前的风险。我们依然认为日本央行在7月底升息略显操之过急。通胀数据尚未显露3月春斗薪资谈判结果已充分传导至工资以及服务业CPI。私人消费虽略有起色，但并未明显改善。目前日本经济的复苏情况能否经受住持续的鹰派加息仍不得而知。我们认为提早加息或影响日本通胀率回归2%目标水平的进程。若操作过于激进，甚至会中断来之不易的日本经济正常化之路。

在日本央行今年还有一次加息的基本假设下，我们预计日元仍有升值空间。自7月底日本央行意外宣布升息之后，日元兑美元汇率从153.8升至8月20日的146.7，升值近5%。相比7月初的历史低位161.6更是升值超过10%。往前看，美联储9月降息几乎板上钉钉，唯一的疑问或许是降25个基点还是出于对劳动力市场的担忧而降50个基点。在美国经济可以实现软着陆的基本假设下，我们预计鹰派的日本央行或最早在10月再次加息25个基点。两国息差或进一步收窄。因此我们预测日元兑美元汇率或在波动中逐渐走高，年底点位在140-145之间（图表14）。

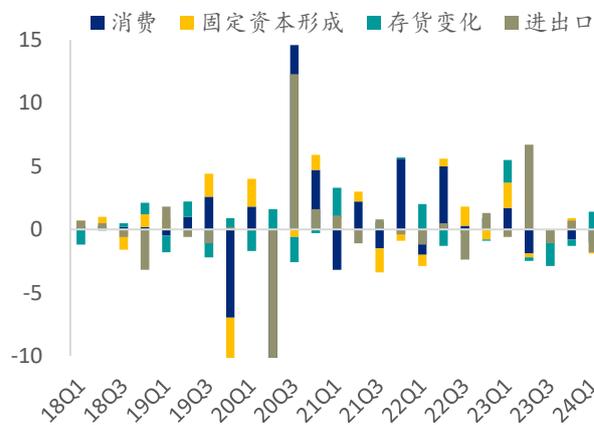
风险提示：日本工资增速并未如期体现春斗结果、过早升息抑制经济复苏、美国经济突然进入衰退。

图表 1：日本经济环比增速从一季度的-0.6%反弹至二季度的0.8%



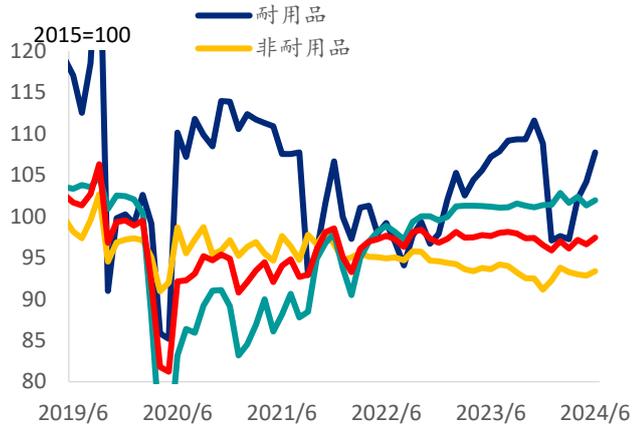
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 2：日本私人消费对实际 GDP 环比折年率拉动最大，政府投资贡献也颇大



资料来源：CEIC，同花顺，浦银国际

图表 3: 调整旅游后的消费活动指数 6 月略微回升 (环比+0.8%), 仍依然处在相对较低水平上



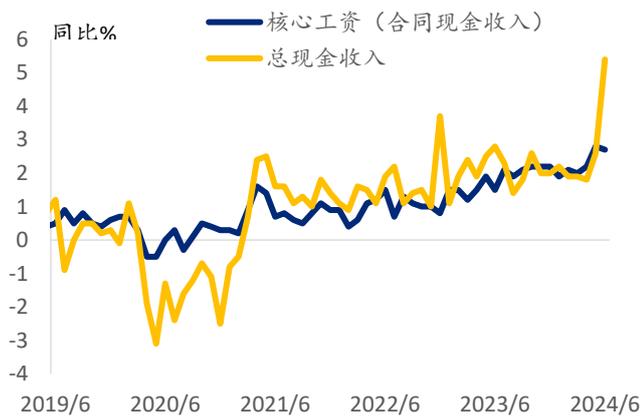
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 4: 商品零售销售额指数 6 月略微升高, 消费者信心指数终于在 7 月反弹



资料来源: CEIC, 同花顺, 浦银国际

图表 5: 总现金收入同比增速 6 月暴增至 5.4%, 代表合同现金收入的核心工资同比增速略微下降



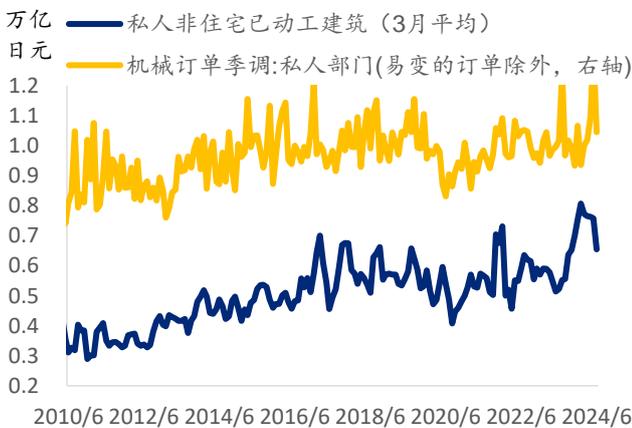
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 6: 工业生产因为新一轮汽车质量测试而暂时大幅下跌



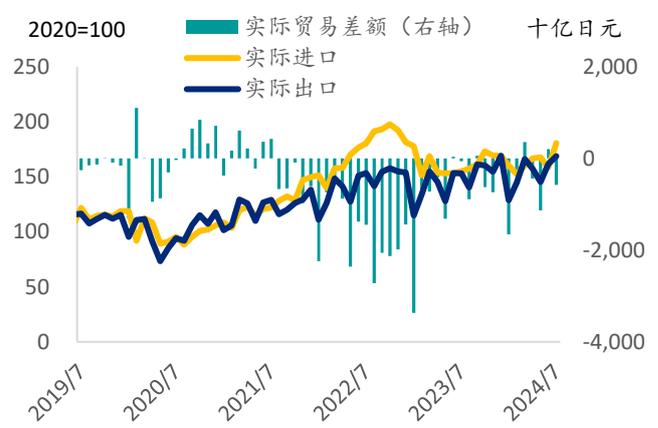
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 7: 领先企业投资的私人机械订单和领先建筑业投资的私人非住宅建筑 6 月均有所下跌



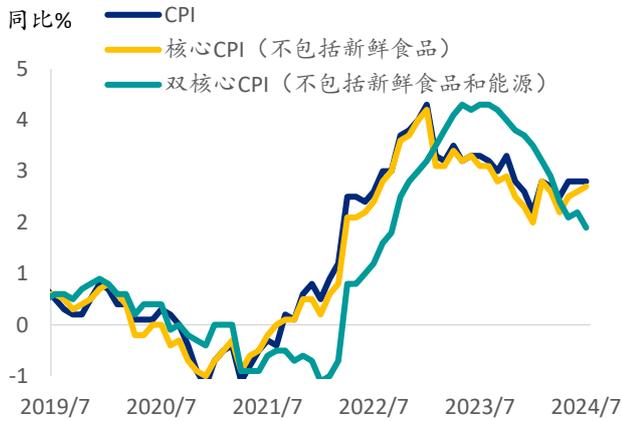
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 8: 7 月日本实际出口增幅不及出口, 贸易差额再次转负



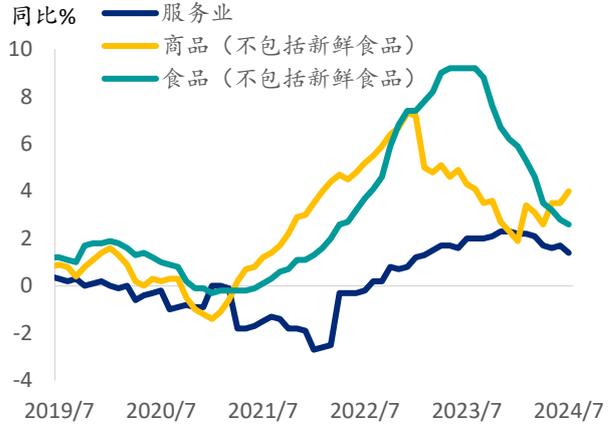
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 9: 排除了生鲜食物和能源价格的双核心 CPI 通胀率 7 月再下行 0.3 个百分点到 1.9%



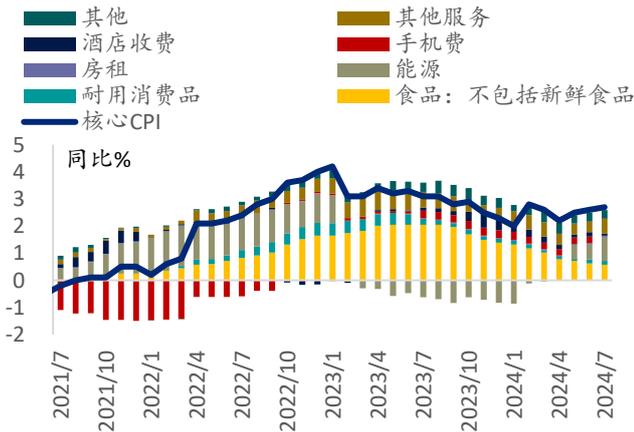
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 10: 食品和服务业 CPI 在高基数作用下走低, 商品价格有所回升



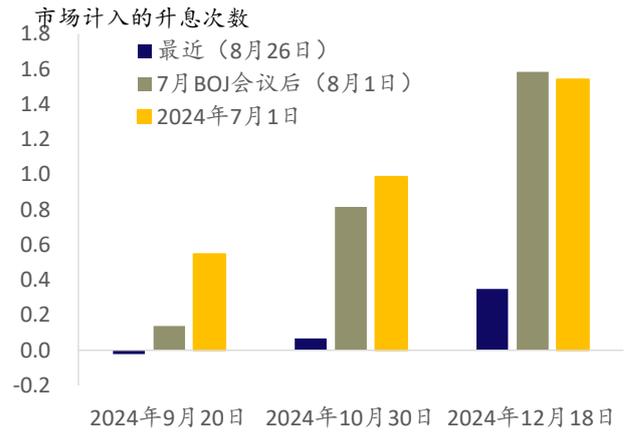
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 11: 核心 CPI 贡献细分



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 12: 在 7 月意外降息后, 市场计入的今年剩下议息会议的升息次数反而下降



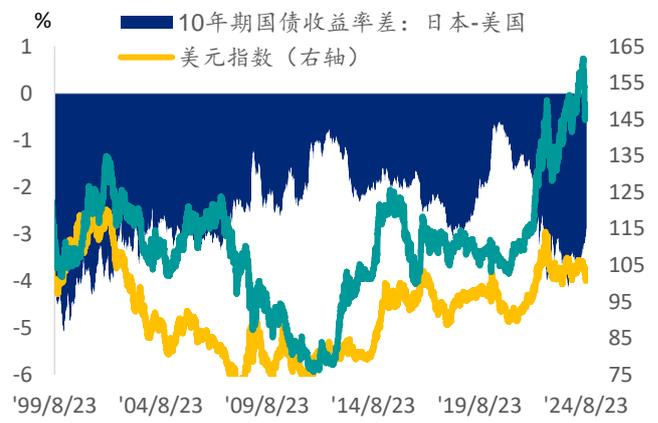
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 13: 日本央行调低了 2024 年的实际 GDP 和核心 CPI 预测, 但是维持双核心 CPI 预测不变

		实际GDP	核心CPI	双核心CPI
2024	7月	0.6	2.5	1.9
	4月	0.8	2.8	1.9
2025	7月	1.0	2.1	1.9
	4月	1.0	1.9	1.9
2026	7月	1.0	1.9	2.1
	4月	1.0	1.9	2.1

资料来源: 日本央行, 浦银国际

图表 14: 日本和美国两国息差或进一步收窄, 因此我们预测日元兑美元汇率或在波动中逐渐走高



资料来源: 同花顺, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

