

宏观报告

证券研究报告

2024年10月03日

石破茂成为日央行加息新变量

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-政策底—市场底—经济底？》2024-10-01
- 2 《宏观报告：重要的转折-9月政治局会议解读》2024-09-27
- 3 《宏观报告：宏观报告-再校准，再降息，再通胀》2024-09-24

随着石破茂就任日本首相，日央行在加息时将面临更多考量。

我们认为日本的经济基本面仅缓慢改善，再次加息的前置条件并不充分；同时资本市场却更加脆弱，对货币政策变化的捕风捉影都带来了日股的巨大波动。

然而，与经济因素相比，日央行面对的政治压力或更加巨大。石破茂在被压制十几年后，需要证明自己的政治存在；这意味着日央行的货币政策决策更加“黑盒化”，更难预测。

日本央行官员近期的讲话基本是老调重弹，但石破茂作为新变量，将如何影响日央行的加息进程值得密切关注。

意外加息的风险可能会使得投资者回忆起8月初的市场冲击，但当前日元转向净多头，以及缺乏“美国衰退”的数据支撑是与彼时最大的不同。

我们认为日央行和日本政府的核心诉求是合意的汇率水平。但在“石破路线”变得明朗之前，日元与日经的高波动还会持续，它们同时又会成为其他市场波动的来源，形成自强化的过程。

未来数月，我们认为石破茂和植田和男都需要展现自己“再校准”的能力，而加息或将逐渐成为他们的“最大公约数”。

风险提示：日本消费修复超预期，日元波动超预期，套息交易规模超预期，美国降息速度不及预期

过去数周我们一直强调联储降息的背后不但有经济因素，还涉及到政治的考量(2024年9月24日,《再校准,再降息,再通胀》等)。随着石破茂就任日本首相,日央行也将面临类似的抉择,只不过方向是加息而非降息。

我们认为日本的经济基本面仅缓慢改善,再次加息的前置条件并不充分;同时资本市场却更加脆弱,对货币政策变化的捕风捉影都带来了日股的巨大波动。

然而,与经济因素相比,日央行面对的政治压力或更加巨大。自2012年与安倍对决败北后,石破茂在日本政坛沉寂了十几年。此次当选,一方面或是因为他对决的高市早苗政治立场过于右翼,另一方面或也源于石破茂的实用和功利外交主义更符合当前混沌的世界局势。

从经济政策角度看,石破茂目标更加远大,政策也更加大胆。

石破茂计划提高日本的最低工资以促进消费、调整部分销售税、强调投资对经济的重要性。支持日本央行逐步加息,通过提高利率来增强日元,从而降低商品的进口成本。他主张日本独立自主的方针也意味着日元或重拾“大国货币”角色,体现出应有的币值。

同时,考虑到岸田(派)对石破茂当选居功至伟,我们预计石破茂的这一系列改革也会像此前承诺的那样,整体基于岸田政府的经济路线而展开。这意味着在对经济的判断上依然是内需修复,从而带动日央行加息。

在日本这样一个换首相十分频繁的国家,为了让国民记住(同时保留政治遗产),每一任或都需要不同的方式来体现自己的政治存在。对于石破茂来说,推动日央行持续加息或是一个很好的途径,但这也意味着日本的货币政策决策将更加“黑盒化”,判断将变的困难。

石破茂当选后日经期指一度大跌超4%,日元迅速升值,背后都反映出石破茂的当选将给日本央行加息带来更多的底气,或者从另一个角度讲,他自己就是加息最大的推力。

从资本市场看,虽距离日本告别负利率已经近半年时间,但日股市场的投资者并未完全转向基本面定价模式,仍然还是“盯着日元做日经”。我们此前提及(2024年3月31日,《日股,进退?》),日股是美国经济强弱和日本货币政策宽松程度的代理变量;但未来日本的货币政策或将不单和经济基本面挂钩,也将反映石破茂的个人意志。

而作为货币政策的实施者,日本央行官员近期的讲话基本是老调重弹,反复给市场强化“经济增速和通胀进展符合预期就会加息”的观点,只是传递的预期和态度偏向谨慎,这带来了日元的走弱且市场基本没有充分定价2024年日央行再次加息的可能。

但2024年至今所发生的事件告诉我们,相较于经济因素的变动,非经济因素往往才是大幅非线性变化的那一个,市场预期与现实出现了很多的偏差。

我们既没有看到美国经济的威利狼时刻,也没有看到欧央行降息后预期的制造业复苏,却看到了超级选举年叠加地缘冲突带来的一轮又一轮“未知的未知”冲击。

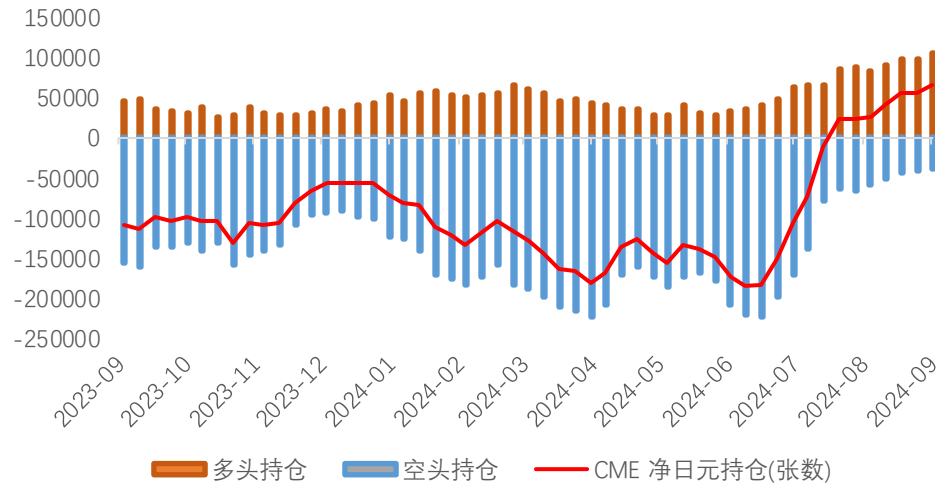
印度地方小党纷纷联合起来,导致莫迪在大选中席位大幅不及预期,改革之路又增加阻力。法国右翼抬头,导致马克龙兵败欧洲议会选举后被迫提前举行国内大选,财政整顿再次延后。

而最具有冲击性的莫过于拜登作为在任美国总统在距离选举不足4个月时宣布退选,以及宾夕法尼亚州那颗距离特朗普脑袋仅0.6cm的子弹。

日本也不遑多让,高举“反安倍经济学”大旗的石破茂最终当选;他将如何影响日央行的加息进程值得密切关注。

日本开始积聚的意外加息风险,港股的快速上行以及美股的调整使得当前的市场组合阴差阳错般组成了一个类“carry trade unwind”的先置条件。但这一次与8月初从驱动力上有着明显的不同,且当前日元已持续转向净多头,对市场冲击有限。

图1:当前日元持仓已转向净多头模式

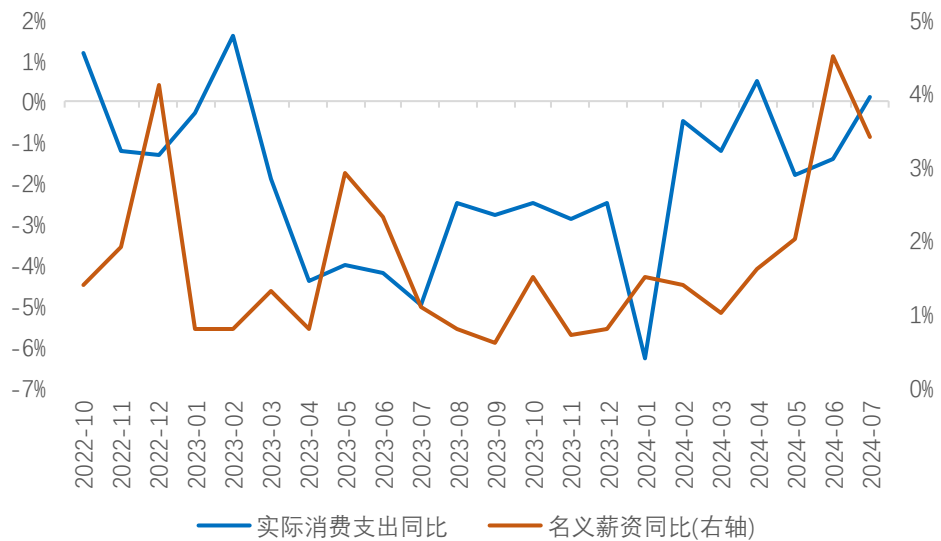


资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

8月初的冲击本质上是从融资端（日央行加息）开启，恰逢7月美国非农数据不及预期，推升美国衰退预期。当时呈现的是日元融资成本的上行以及持有的美国资产基于经济基本面“假摔”而下跌，这种从多空两方同时带来的冲击与宏观环境与当前有很大的不同。

除开未知的石破茂政策倾向外，日本经济运行的新问题也越发凸显：在观察到名义薪资增长从而带动实际购买力修复后，将如何向消费传导？至少从最新的数据来看家庭支出还相对谨慎。

图 2：尚未看到日本实际消费支出随着薪资增速而明显复苏



资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

最新的会议纪要反映出 BOJ 委员之间的分歧还是很大。纯经济角度，日本只是在缓慢聚集加息的可能；但全球央行政治化的情况下，不能排除石破茂敦促 BOJ 再一次加息来证明自己的政治存在。

我们认为日央行和日本政府的核心诉求是合意的汇率水平。这是保证日本巨量海外资产不意外贬值，从而避免压制国内劳动意愿的关键一环；稳定的汇率也会维持日本企业的在外投资意愿，以海外留存利润进行再投资，是“海外日本”利润持续增长的重要保证。

即使日元进入净多头状态，套息交易的冲击或进一步放缓，但日元本身仍然是世界上最重要的融资与避险货币之一，不仅带来了全球的流动性，也带来了全球的稳定性。

但在“石破路线”变得明朗之前，我们认为日元的高波动，以及随之而来的日股高波动还会持续，对于全球资本市场来说都是悬在头上的达摩克里斯之剑。日元自身的高波动

率，可能又会成为其他市场波动的来源，形成自强化，自扩散的过程。

未来数月，我们认为石破茂和植田和男都需要展现自己“再校准”的能力，而加息或将逐渐成为他们的“最大公约数”。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com