

BoJ 议息会议公告点评

出口改善可期 通缩风险可控

李晓莉

S1060209100182
0755-22625695
lixl@pingan.com.cn

事项:

27日,日本央行发布了10、11月议息会议公告,并宣布在未来一段时间内将继续维持隔夜无担保贷款利率在0-0.1%水平,并继续执行3.5万亿资产购买计划。

主要观点:

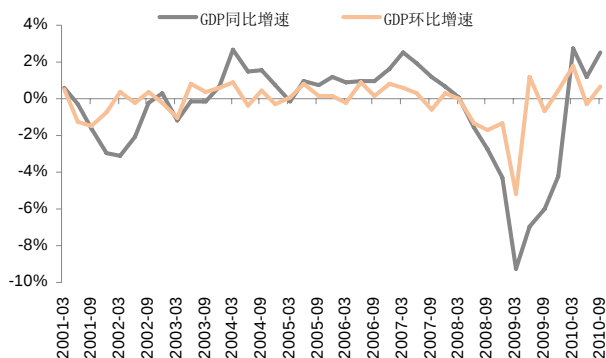
- 日本央行决议符合市场预期。从公告内容看,日本央行认为近期日本经济的复苏速度有所减慢,为了能使日本经济重回内生性的复苏进程,日本央行决定继续实行量化宽松政策。
- 持续关注日本出口状况。会议公告指出,近期日本经济复苏步伐放缓的主因是出口增速放缓。而日本经济复苏很大程度上取决于海外出口需求,而外部经济体经济情况的持续好转将有利于日本出口。
- 就业和消费市场表现欠佳。日本就业市场数据依然不容乐观,过高的失业率影响了雇员薪资的平均水平,进而直接影响日本私人消费,特别是耐用品消费。
- 日本存在通缩问题,但风险可控。因为,美国和欧元区经济复苏进程缓慢,但趋势是明确的,而主要新兴经济体经济也将保持在较高的增速,逐渐恢复的海外需求将有利于日本出口,从而减小日本国内有效需求不足的问题,进而缓解通缩压力;另外,近期国能源、工业金属、粮食价格上升,对于日本而言(资源进口国)也存在潜在的输入性的刺激价格的因素;最后,如果日本政府刺激计划成功,国内消费逐步增加,也将有助于缓解国内的通缩压力。
- 政策预判:未来一段时间日本央行仍将继续执行量化宽松政策,它对于日本政府来说几乎是一个必选项。首先,弱势日元是日本出口稳定增长的必要条件,因此在美国和欧洲继续执行它们的量化宽松政策的背景下,日本央行几乎不可能放弃现有的宽松政策;其次,为了对抗国内的通缩风险也需要日本央行继续放松银根,日本央行一方面维持极低的利率水平,鼓励企业贷款扩大生产和投资,从而增加就业和薪资水平,进而增加国内消费需求,缓解国内有效需求不足的问题,另一方面购买债券,直接向市场注入流动性压缩资产(实物)价格进一步下降的空间,以“保控结合”的方式对冲通缩风险。

对于未来看点,我们认为需要持续关注美国、中国以及其它新兴经济体的经济成长速度,以及生产情况,因为这些因素将直接关系到日本的出口增长,进而影响日本经济复苏的整体状况。

■ 近期日本经济复苏步伐放缓

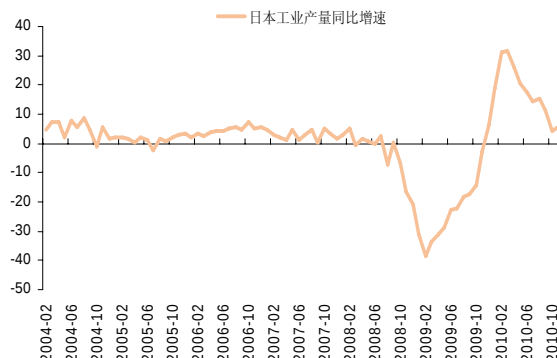
3季度，日本GDP同比增速2.5%，环比增速0.6%，尽管较2季度有所改善，但和10年1季度良好的数据相比仍有差距，同时日本工业产值同比数据在显示其在阶段性的低位，日本经济复苏的脚步有所放缓。

图表1 2、3季度日本GDP增速表现反复



资料来源: Wind 平安证券研究所

图表2 日本工业产值同比增速在阶段性低位企稳

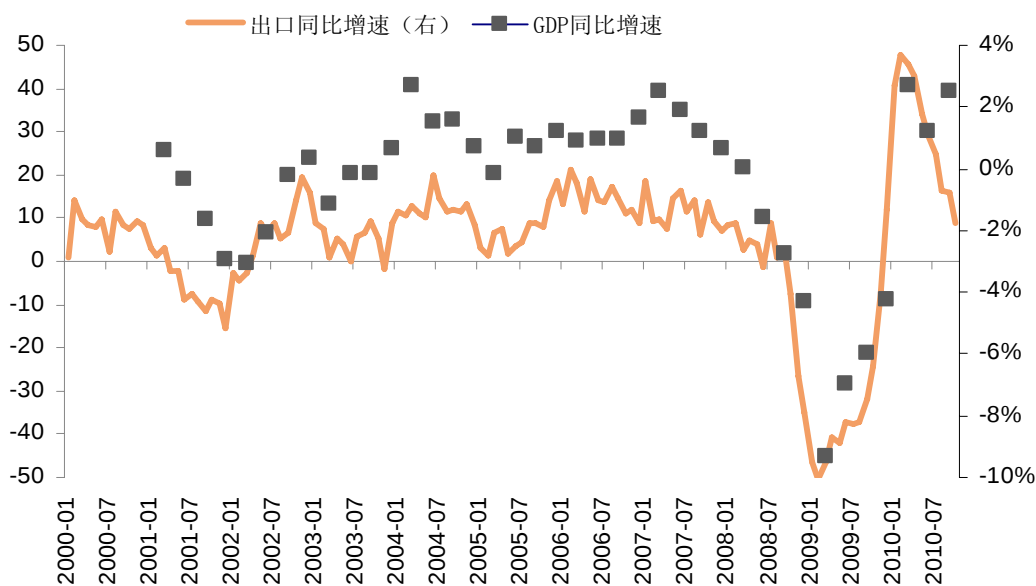


资料来源: Wind 平安证券研究所

■ 有利因素或推动日本出口增长

会议公告指出，近期日本经济复苏步伐放缓的主因是出口增速放缓。

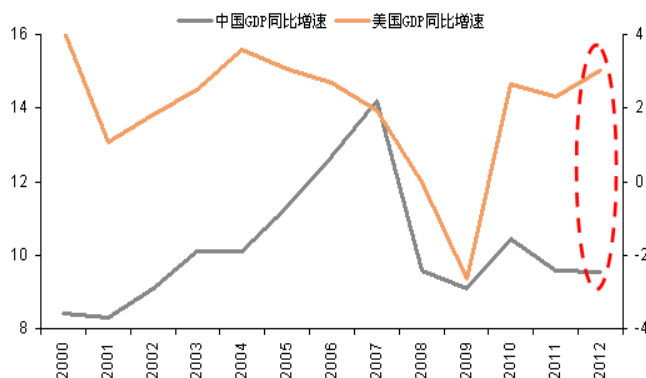
图表3 日本出口增速与GDP增速相关性很高



资料来源: Bloomberg

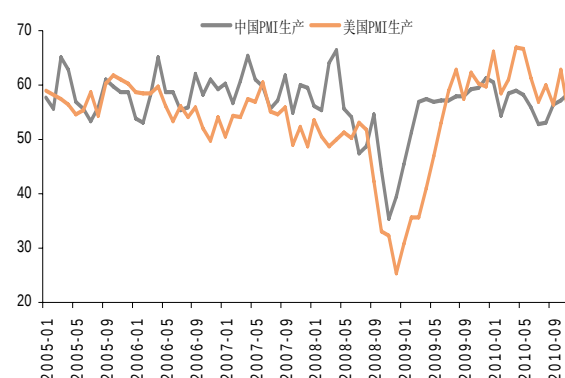
我们认为影响未来日本出口有两个因素：第一、美国、欧元区以及主要新兴经济成长速度；第二、日元币值变化。这两个因素需要持续关注。

图表4 美国持续复苏，中国经济增速依旧在相对高位



资料来源: Wind 平安证券研究所

图表5 中国PMI稳步回升，美国则趋势性复苏



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

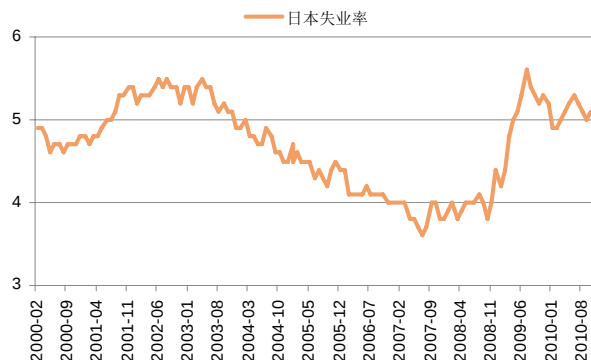
从美国和中国数据上看，未来中国 GDP 增速依旧会在较高位置，而美国则是呈现持续温和复苏的状态，同时，从中国 PMI 生产数据来看，近期显示出较强的回升势头。尽管美国生产 PMI 表现有反复，但是趋势性的复苏信号却比较明确，我们认为外部经济情况趋好是促进日本出口的有利因素。

国内就业和消费市场表现依然乏善可陈

我们注意到如下情况：

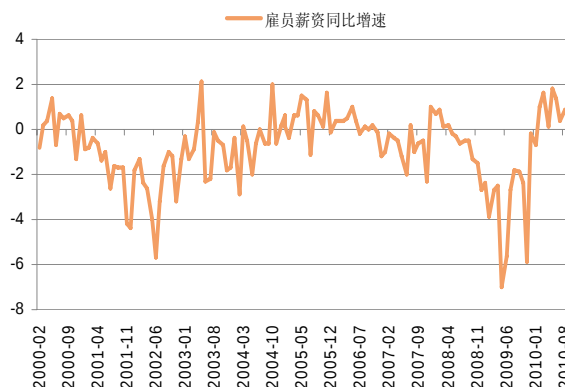
- 第一，日本国内失业率依旧在高位；
- 第二，雇员薪资增长表现反复，需要更多数据确认其持续性；
- 第三、居民消费回落，特别是耐用品消费；

图表6 日本国内失业率依然在高位



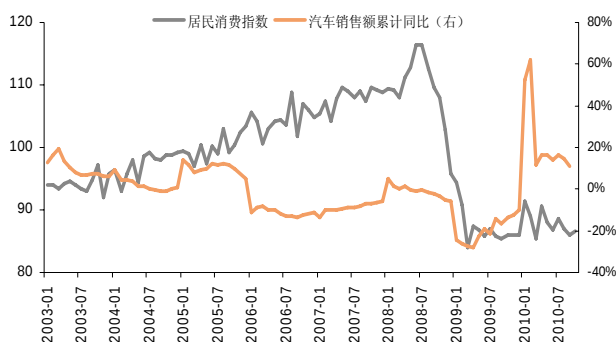
资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

图表7 雇员薪资增长趋势还有待更多数据确认



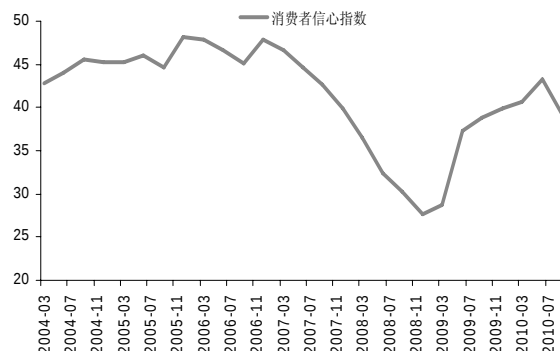
资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

图表9 国内消费表现疲软，汽车销售下滑



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

图表10 消费者信心表现并不稳健



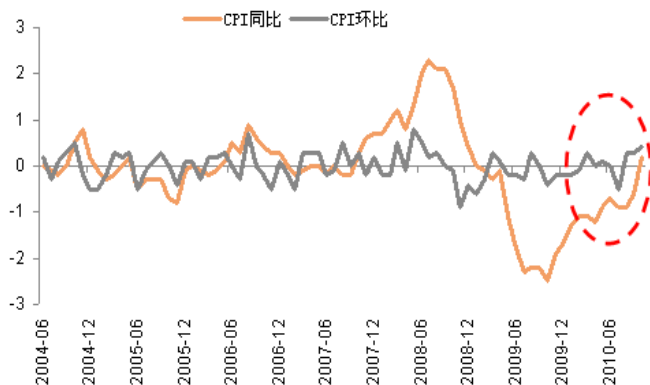
资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

从图表 9、10 可以看出，目前日本国内消费表现疲软，我们认为这和较高的失业水平，以及消费者对未来偏弱的预期有关。

■ 通缩问题存在，但风险可控

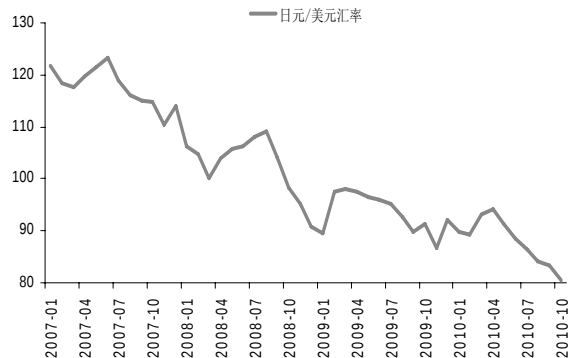
日本国内有效需求不足，导致价格向上乏力，CPI 在低位徘徊，而日元币值上升，则会削弱日本产品出口的竞争力。综合来看，我们认为日本目前存在通缩问题。

图表11 CPI同比数据显示日本存在通缩问题



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

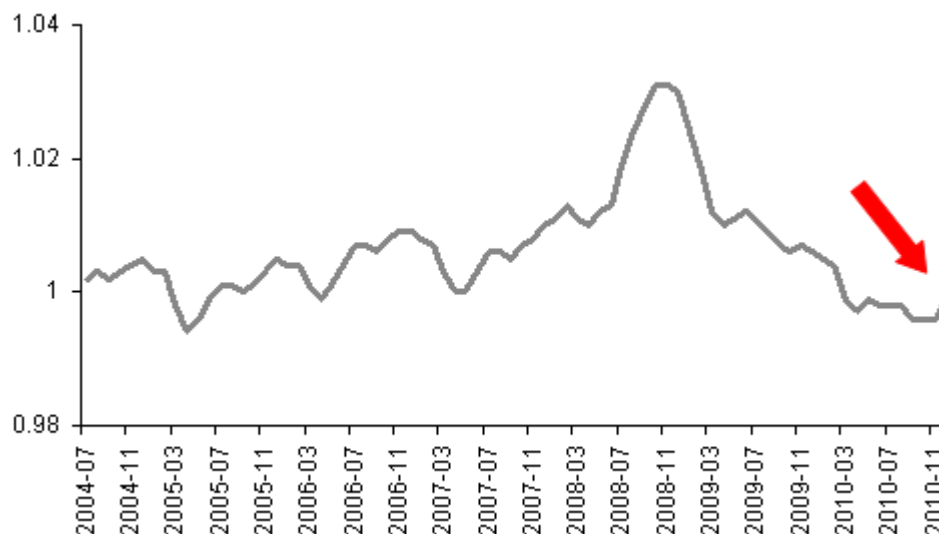
图表12 日本持续升值



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

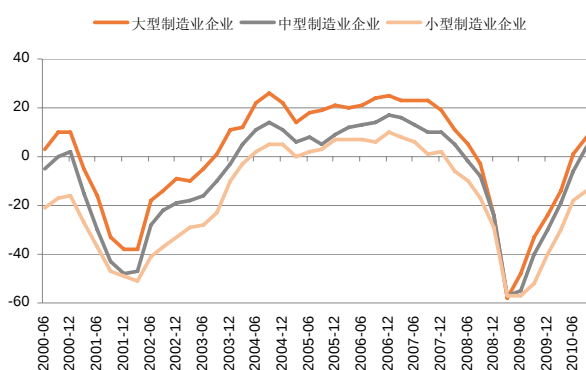
而与通胀预期相关的日本 10 年期 TIPS 债券的收益率也呈现持续下降的趋势，通缩预期仍然存在。

图表13 与通胀预期挂钩的10年期债券收益率持续走低



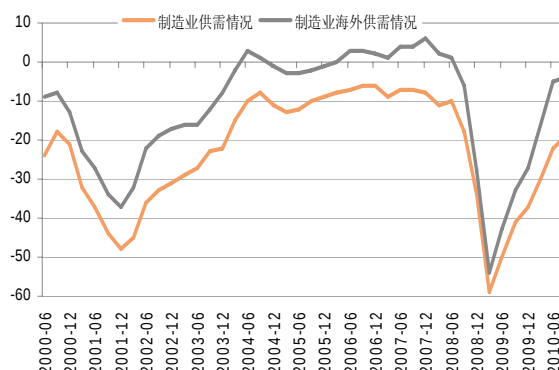
资料来源: Bloomberg

图表14 日银短观指标显示制造业企业情况持续改善



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

图表15 海外有效需求增加较明显



资料来源: Bloomberg 平安证券研究所

日银短观指标显示制造业大、中、小型企业的经营情况均持续改善，特别是大、中型制造企业的改善趋势更加明显。而制造业的供需关系数据，特别是来自海外需求的增加，也将缓解日本国内有效需求不足的压力。总体来看，我们认为日本的通缩问题依然在可控的范围内。

政策预判

政策预判：未来一段时间日本央行仍将继续执行量化宽松政策，它对于日本政府来说几乎是一个必选项。首先，弱势日元是日本出口稳定持续增长的必要条件，因此在美国和欧洲继续执行它们的量化宽松政策的背景下，日本央行几乎不可能放弃现有的宽松政策；其次，为了对抗国内的通缩分险也需要日本央行继续放松银根，日本央行一方面维持极低的利率水平，鼓励企业贷款扩大生产和投资，从而增加就业和薪资水平，进而增加国内消费需求，减少供需不平衡，另一方面购买债券，直接向市场注入流动性减少资产（实物）价格进一步下降的空间，以“保控结合”的方式对冲通缩风险。

对于未来看点，我们认为需要持续关注美国、中国以及其它新兴经济体的经济成长速度，以及工业品生产情况，因为这些因素将直接关系到日本的出口增长，进而影响日本经济的复苏进程。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257