

日央行“意外”上调 YCC，冲击几何？

12月20日，日央行“意外”上调 YCC 上限至 0.5%，全球资本市场剧烈震荡。日央行为何调整、政策调整会否延续、影响如何？本文分析，供参考。

- **一问：日央行议息会议做了什么？上调 YCC 上限、时点早于市场预期**

12月20日，日央行议息会议将 10 年期日本国债收益率波动区间由正负 0.25% 扩宽至正负 0.5%，全球资本市场剧烈震荡。YCC 调整的政策发布后，日债期货交易被迫暂停，10 年期日债收益率由 0.26% 快速飙升至 0.44%，日经 225 指数也在短时间内大跌 3.23%；日元汇率由 137.4 快速升值至 130.7，10 年期美债收益率在溢出效应影响下大幅上行 12bp 至 3.7%。

市场普遍预期 YCC 政策的调整会发生在明年 3-4 月份；此次调整时点上超预期。从 10Y 日元掉期率和 20Y 日债利率来看，二者分别由 8 月 9 日的 0.28% 和 0.80% 升至 12 月 19 日 0.65% 和 1.18%，与日央行直接干预的 10Y 日债利率出现明显分化；市场已在定价 YCC 调整。但市场预期政策调整时点在明年 4 月日央行换届后；届时春斗调薪或将为政策调整带来更坚实的理由。
- **二问：日央行为何“提前”调整？日债流动性枯竭、基本面出现改善**

迫使日央行做出 YCC 政策调整最直接的因素是收益率曲线扭曲下、日债流动性的枯竭。截至 12 月 20 日，日债长端利率 20Y、30Y 分别高达 1.2%、1.5%，10Y 以内则被负利率政策和 YCC 政策压制在 0% 附近。扭曲的日债利率曲线导致日债流动性枯竭，日债流动性压力指数上破 3.0，创 2010 年以来新高。为改善日债流动性，日央行做出 YCC 调整来理顺收益率曲线形态。

与此同时，近期日本通胀的改善、经济基本面的边际修复，也为日央行政策调整提供支撑。1) 10 月日本剔除食品与能源后的核心 CPI 已上行至 3.6%，企业、居民通胀预期改善。叠加新通过的 29.1 万亿财政法案刺激，日本通胀或逐步走入日央行所期望的“合意”区间。2) 随着原油、天然气价格回落、贸易条件改善，日本进出口连续 2 个月顺差，经济出现边际修复迹象。
- **三问：政策调整会否延续、影响如何？转向“言之尚早”、冲击不容忽视**

“稳定的通胀”能否实现，是日央行会否“转向”宽松政策的关键；日本弱势的经济基本面、高企的政府杠杆率等，或难支持日债利率大幅上行。1) 能源价格回落、租金拖累、工资增幅有限，通胀可持续性“存疑”。2) 海外衰退背景下，外向型的日本经济难逃冲击；3) 日债利率大幅上行，日本财政付息压力或将抬升；4) 日债价格大幅波动将对日央行资产端形成冲击。

即便 YCC 调整不意味着日央行的“全面转向”，日债利率上行影响也不容低估。1) 近期日元汇率走势与美日利差趋同，日债利率一次性上行的影响已被市场消化；2) 日本拥有全球最多的海外资产，日债利率上行，将增强本国资产的吸引力，海外资产的回流将带来一定冲击；3) 前期借日元、买美元、投资于美债等资产的套息交易快速增加，这类套息交易或将发生逆转。

风险提示：日央行货币政策收紧超预期、海外经济衰退超预期

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

陈达飞 分析师 SAC 执业编号：S1130522120002
chendafei@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

内容目录

1、日央行议息会议做了什么？上调 YCC 上限、时点早于市场预期.....	3
2、日央行为何“提前”调整？日债流动性枯竭、基本面出现改善.....	4
3、政策调整会否延续、影响如何？转向“言之尚早”、冲击不容忽视.....	6

图表目录

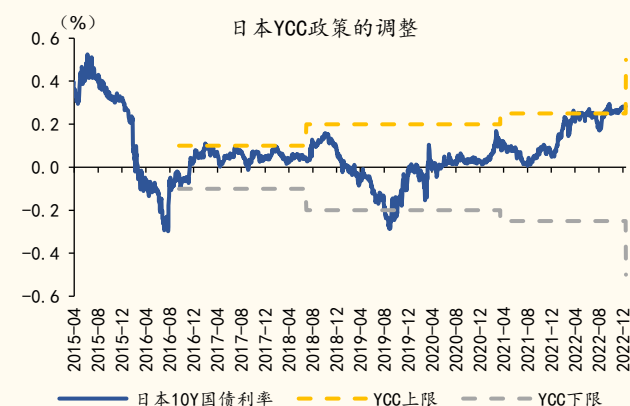
图表 1: 日本 YCC 政策的实施与调整	3
图表 2: 年初以来日央行 10Y 国债干预规模.....	3
图表 3: 日债收益率与日经指数日内变化.....	3
图表 4: 美债收益率与日元汇率日内变化.....	3
图表 5: 日元掉期率一路上行	4
图表 6: 日央行将于 2023 年 4 月换届	4
图表 7: 日债利率曲线结构扭曲	4
图表 8: 日债流动性压力指数创 2010 年以来新高	4
图表 9: 日本 10 月核心 CPI 已达 3.6%	5
图表 10: 日本居民对通胀预期也有显著提高.....	5
图表 11: 日本企业对通胀水平的预期有明显抬升	5
图表 12: 日本财政补贴或将进一步提升通胀水平	5
图表 13: 日本贸易依存度较高.....	6
图表 14: 日本 GDP 拉动拆解.....	6
图表 15: 原油价格的回落使日本贸易条件边际改善.....	6
图表 16: 日本贸易差额边际改善	6
图表 17: 日央行例会声明的比较	7
图表 18: 近期油气价格有明显回落.....	7
图表 19: 租金对日本核心通胀形成明显拖累.....	7
图表 20: 日本劳动收入增速拆解	8
图表 21: 日本历年春斗调薪情况	8
图表 22: 日央行 2022 年 4 次例会对经济增长和通胀的预测	8
图表 23: 收入-支出的良性循环	9
图表 24: 澳大利亚放弃 YCC 后，澳债利率飙升	9
图表 25: 主要发达经济体明年大概率步入衰退	9
图表 26: 日本的财政付息压力.....	10
图表 27: 日央行持有的日本国债	10
图表 28: 美日利差与日元汇率.....	10
图表 29: 日本居民持有大量海外资产.....	10
图表 30: 美日利差走阔，推动日元套息交易回升.....	10
图表 31: 当下海外投资者仍有大量日元头寸的暴露.....	10

12月20日，日央行“意外”上调YCC上限至0.5%，全球资本市场剧烈震荡。日央行为何此时调整、政策调整会否延续、影响如何？本文分析，仅供参考。

1、日央行议息会议做了什么？上调YCC上限、时点早于市场预期

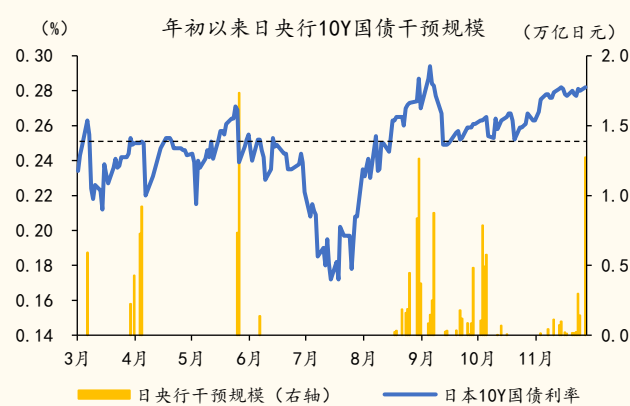
12月20日，日央行在12月货币政策例会上维持收益率曲线控制（YCC）政策，但将10年期日本国债收益率波动区间由正负0.25%扩宽至正负0.5%。自2016年9月21日实施YCC以来，日央行曾在2018年6月30日、2021年3月19日两度调宽过日债收益率的波动区间。此次调宽前，10Y日债利率多次触及0.25%的利率上限，自9月以来，持续在0.25%以上区间运行。为坚守YCC，日央行数次启用固定利率无限量购债工具干预国债市场，并在9月1日以来持续使用。

图表 1：日本 YCC 政策的实施与调整



来源：Wind, BoJ, 国金证券研究所

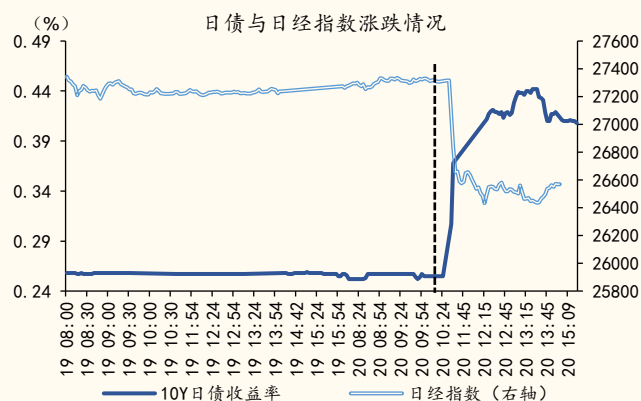
图表 2：年初以来日央行 10Y 国债干预规模



来源：BoJ, Bloomberg, 国金证券研究所

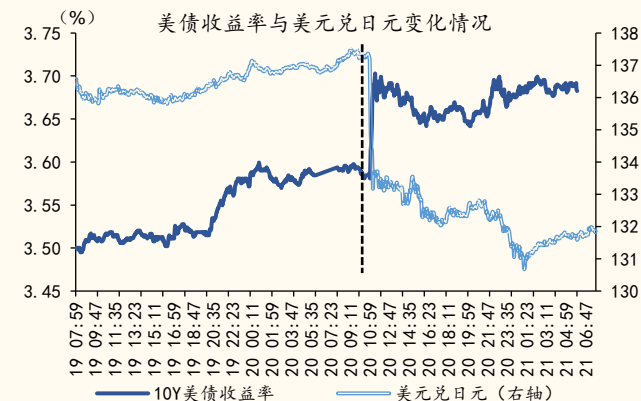
YCC 调整的政策发布后，10 年期日债收益率快速上行，并对日本股市形成明显压制；日元汇率明显升值，而 10 年期美债收益率也受到显著影响。日央行决议公布后，日债期货交易被迫暂停，10 年期日债收益率由 0.26% 快速飙升至 0.44%，日经 225 指数也在短时间内大跌 3.23%。同时日元汇率由 137.4 快速升值至 130.7，10 年期美债收益率也在溢出效应影响下快速上行 12bp 至 3.7%。

图表 3：日债收益率与日经指数日内变化



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 4：美债收益率与美元兑日元日内变化



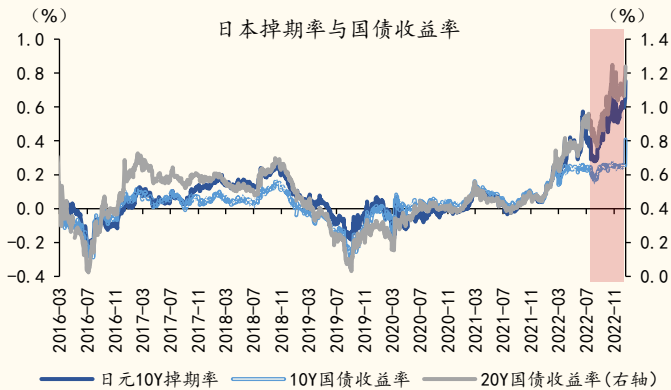
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

事实上，市场对 YCC 政策的调整有预期，但普遍预测调整会发生在明年 3-4 月份；此次政策调整在时点上略超市场预期。日央行行长黑田东彦的任期将于明年 4 月结束，市场普遍预期日本的货币政策将在下任行长就任后会有调整。从 10Y 日元掉期率和 20Y 日债利率来看，二者分别由 8 月 9 日的 0.28% 和 0.80%

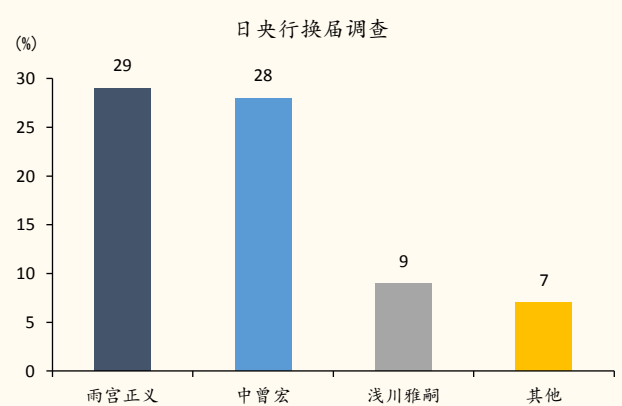
升至 12 月 19 日 0.65% 和 1.18%，与日央行直接干预的 10Y 日债利率走势出现明显分化。鉴于黑田东彦立场“偏鸽”，市场普遍预期政策调整的时点会发生在新任行长就任后。届时，日本春斗¹调薪或也将为政策调整带来更坚实的理由。

图表 5：日元掉期率一路上行

图表 6：日央行将于 2023 年 4 月换届



来源：Bloomberg，国金证券研究所



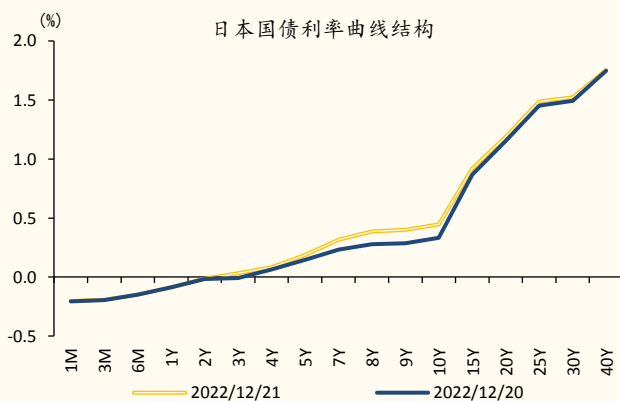
来源：Bloomberg，国金证券研究所

2、日央行为何“提前”调整？日债流动性枯竭、基本面出现改善

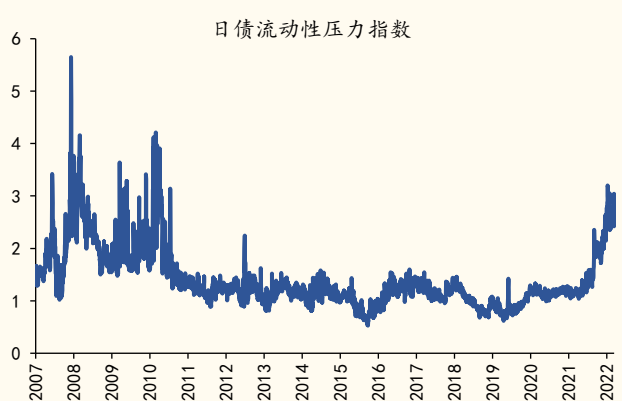
迫使日央行做出 YCC 政策调整最直接的因素是收益率曲线扭曲下、日债流动性的枯竭。由于 YCC 仅针对 10 年期国债，截至 12 月 20 日，日债长端利率 20 年、30 年期分别高达 1.178%、1.510%，10 年期以内则被负利率政策和 YCC 政策压制在 0% 附近；中短期日债利率过于“平坦”，而长端又过于“陡峭”。扭曲的日债利率曲线导致了日债流动性的枯竭，10 年期日债一度连续 4 个交易日无成交；日债流动性压力指数上破 3.04，创 2010 年以来新高。为了使市场功能重归正轨，改善日债流动性，日央行做出 YCC 调整来理顺收益率曲线形态。在声明中，日央行还强调，日本国债利率是企业债的定价基准，过低的基准利率也不利于企业融资，而这恰恰是日央行维持宽松政策立场的主要目的。

图表 7：日债利率曲线结构扭曲

图表 8：日债流动性压力指数创 2010 年以来新高



来源：Bloomberg，国金证券研究所



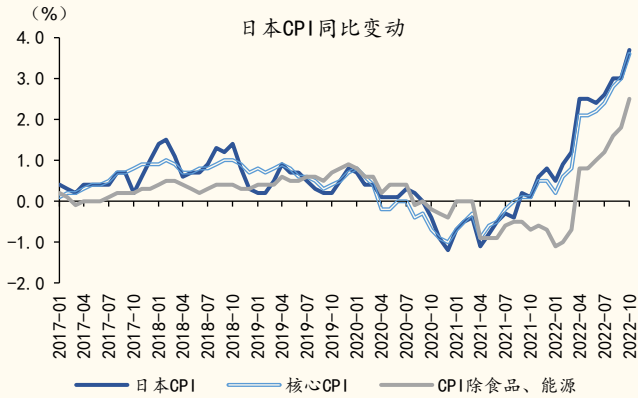
来源：Bloomberg，国金证券研究所

与此同时，近期日本企业、居民通胀预期抬升，叠加财政刺激计划的推升，日本通胀的改善也为日央行政策调整提供支撑。一方面，10 月日本核心 CPI 已上行至 3.6%；通胀水平的持续上行，改善了企业、居民的通胀预期。截至 9 月

¹ 日本每年春季均有一波为提高薪资与改善工作条件的劳工运动，被称为春斗。“春斗”在统一领导下，往往能取得工资的明显提升。

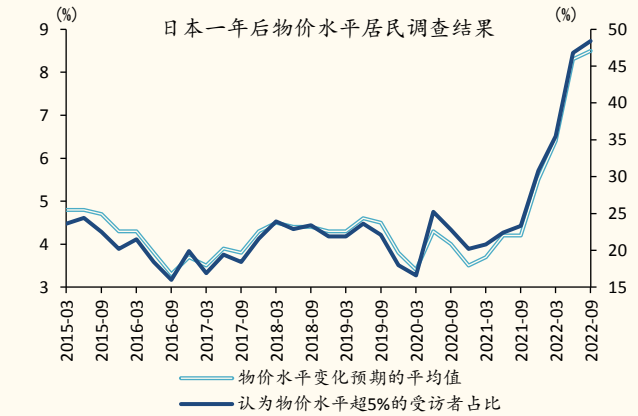
30日，日本企业对核心通胀的预期走高至2.6%，居民对通胀的预期也上升至8.5%。另一方面，11月8日，日本新通过的29.1万亿财政刺激计划，将通过汽油补贴、进口小麦补贴等渠道，进一步提振日本通胀水平。日本通胀或在预期自致、财政刺激下，逐步走入日央行所期望的“合意”区间。

图表 9：日本 10 月核心 CPI 已达 3.6%



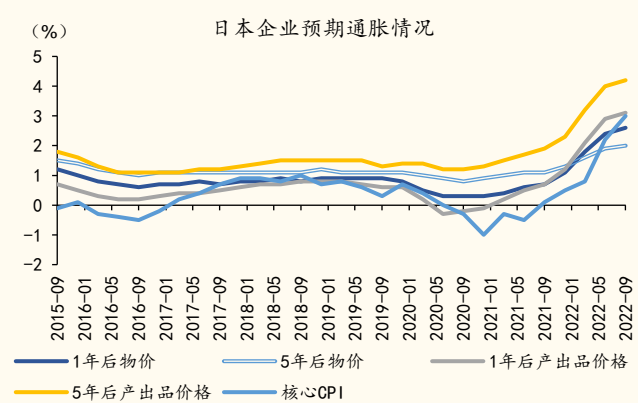
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 10：日本居民对通胀预期也有显著提高



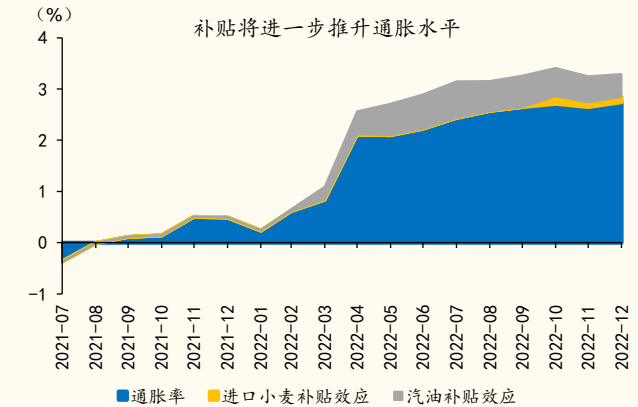
来源：BoJ, 国金证券研究所

图表 11：日本企业对通胀水平的预期有明显抬升



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表 12：日本财政补贴或将进一步提升通胀水平



来源：日本财务省, Bloomberg, 国金证券研究所

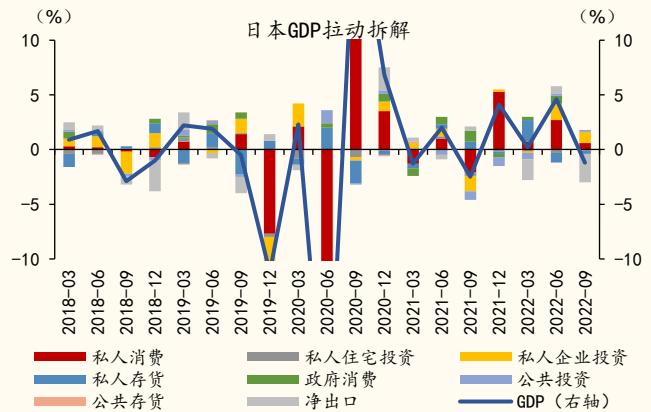
此外，随着能源价格回落、贸易条件改善，日本经济基本面的边际修复对此次政策调整也有一定支撑。作为外向型经济体，日本贸易依存度高达43%，且能源结构上对油、气资源的依赖度分别达38%、25%。年初以来油气价格的飙涨，叠加定价权不足、成本转嫁能力的缺失，使得日本贸易条件快速恶化，拖累日本经济。2022年三季度，日本GDP环比折年率录得-1.2%，其中净出口项的拖累高达-2.6%。而近期，随着原油、天然气价格大幅回落，贸易条件改善后，日本进出口连续2个月顺差。经济的边际修复迹象，减弱了对政策调整的掣肘。

图表 13: 日本贸易依存度较高



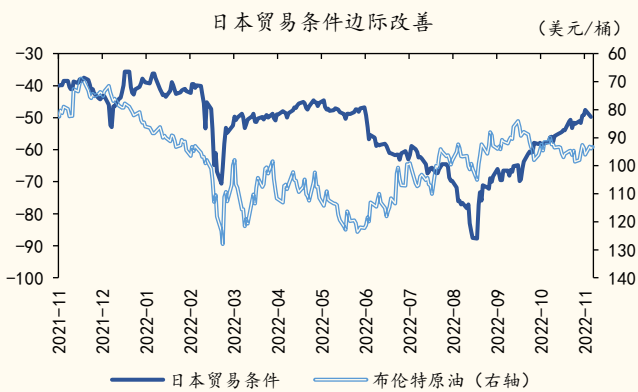
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 日本 GDP 拉动拆解



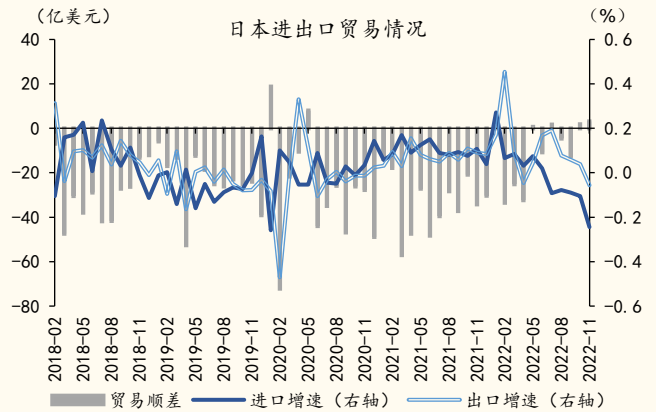
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 原油价格的回落使日本贸易条件边际改善



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 16: 日本贸易差额边际改善



来源: Wind, 国金证券研究所

3、政策调整会否延续、影响如何？转向“言之尚早”、冲击不容忽视

日央行实施量化质化宽松 (QQE) 和 YCC 的目标是使核心通胀率稳定地运行在 2% 以上。虽然当前通胀率已经远远超过 2%，但日央行认为，这更多的是由外部因素引起的，12 月例会中，日央行并未改变宽松的政策立场，因为官员们认为，当前的高通胀或只是“临时的”²。能源价格高企、日元快速贬值带来进口成本上升、并向消费者转嫁，是日本物价上涨的主要原因。而近期，这两方面因素都已出现缓和。长期来看，由于人口持续下降、空置率高企，以及租户保护法的实施，占日本 CPI 权约 20% 的租金增速持续低迷，对日本通胀形成拖累。而工资增速方面，10 月“春斗”调查显示 2023 年基本工资增幅或为 2.0%，与 2022 年基本持平，尚未形成“更高且更持续的工资增长”。

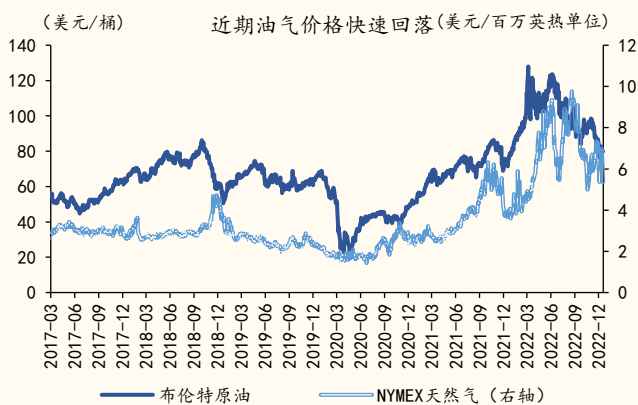
² 日央行官方文件中并未出现“临时的”一词。

图表 17: 日央行例会声明的比较

段落	模块	具体内容	2022年12月	10月
一	货币 政策 及 操作	YCC	调整YCC ，以改善市场功能，平滑收益率曲线。 政策利率=-0.1%； 10年国债利率（JGB）=0； 区间： 【-0.5%，0.5%】 以0.5%利率无上限购买国债（JGB）	维持YCC ，以改善市场功能，平滑收益率曲线。 政策利率=-0.1%； 10年国债利率（JGB）=0； 区间： 【-0.25%，0.25%】 以0.25%利率无上限购买国债（JGB）
		资产购买	ETF上限：12万亿 ，按年增长； 房地产投资信托（J-REITs）上限：1,800亿 ，按年增长； 商业票据：以疫情前的速度购买，达到2万亿规模； 企业债券：以疫情之前的速度购买，达到3万亿规模；	ETF上限：12万亿 ，按年增长； 房地产投资信托（J-REITs）上限：1,800亿 ，按年增长； 商业票据：以疫情前的速度购买，达到2万亿规模； 企业债券：以疫情之前的速度购买，达到3万亿规模；
		前瞻指引	维持宽松。 继续实施QQE，控制收益率曲线。 目标：继续扩大基础货币，直至核心CPI同比涨幅超过2%并稳定在目标以上。 在密切监测新冠肺炎疫情影响的同时，将支持融资(主要是企业融资)，维护金融市场稳定，并将在必要时毫不犹豫地采取进一步宽松措施； 预计短期和长期政策利率将维持在目前或更低的水平。	维持宽松。 继续实施QQE，控制收益率曲线。 目标：继续扩大基础货币，直至核心CPI同比涨幅超过2%并稳定在目标以上。 在密切监测新冠肺炎疫情影响的同时，将支持融资(主要是企业融资)，维护金融市场稳定，并将在必要时毫不犹豫地采取进一步宽松措施； 预计短期和长期政策利率将维持在目前或更低的水平。
二	经济 发展	现状	经济向好 (picked up)。出口和工业增加值趋势性上升。企业利润处于高位，信心趋于平稳，固定资产投资温和增长。就业和收入有所增长。私人消费温和攀升。地产投资不景气。公共投资走平。金融条件整体宽松，但企业部门中的部分行业融资环境趋紧。	经济向好 (picked up)，但存在下行压力。
		展望	延续复苏态势，增速略高于潜在增速水平，但存在向下压力。	维持复苏态势，但2023年增速会下降，主要是海外在央行快速加息和实际利率上行背景下可能会出现衰退。
		风险	三大不确定性：（1）海外经济活动和价格的发展；（2）乌克兰局势和大宗商品价格的发展；（3）新冠肺炎疫情在国内外的扩散及其影响。	
三	通货 膨胀	现状	核心CPI同比3.5%。声明全文未表达对通胀的担忧。	核心CPI同比3%。进口价格增速位于高位，并已经向下游传导；服务业价格，以及能源以外的物价都开始上行。 通胀预期 开始上行；
		展望	2022底之前都上升，2023H1下降，H2开始温和上升——临时的，但会二次反弹。 由于能源、食品和耐用品等价格的上涨，核心CPI同比到年底都趋于上行。预计2023H1放缓，因为这种价格上涨对CPI的贡献可能会减弱。此后，在产出缺口改善、中长期通胀预期和工资增长上升的背景下，预计将再次温和和抬升。	2022底之前维持上升趋势，2023H1下降。考虑到海外需求下行，2023年通胀可能会下降到2%以下。但随着产出缺口的收敛，通胀预期和工资增速的抬升，2023H2通胀会二次反弹。

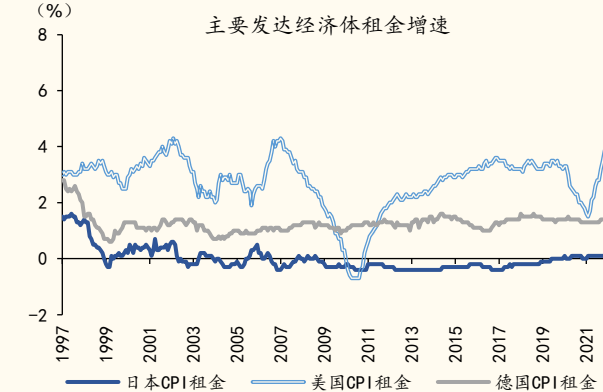
来源：日央行，国金证券研究所

图表 18: 近期油气价格有明显回落



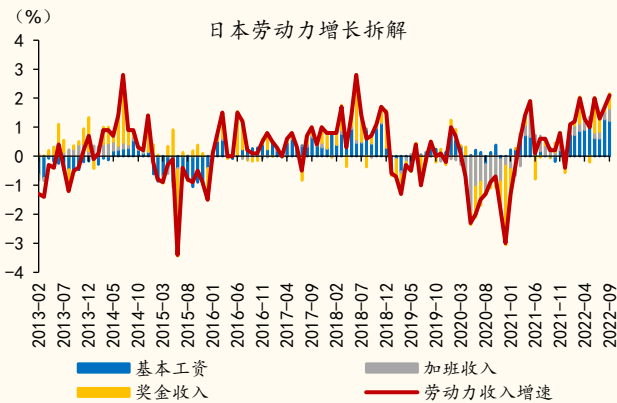
来源：Wind，国金证券研究所

图表 19: 租金对日本核心通胀形成明显拖累



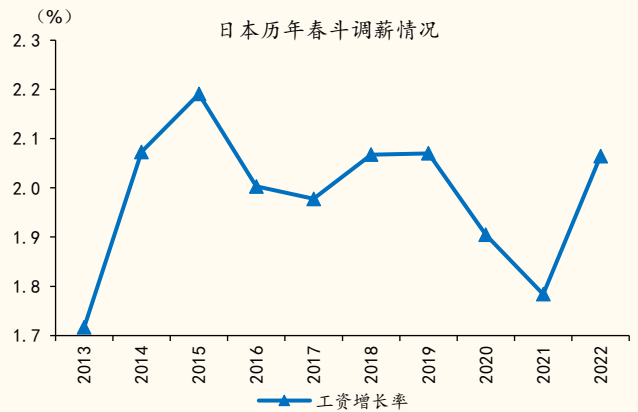
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 20: 日本劳动力收入增速拆解



来源: 日本财务省, 国金证券研究所

图表 21: 日本历年春斗调薪情况



来源: 日本厚生劳动省, 国金证券研究所

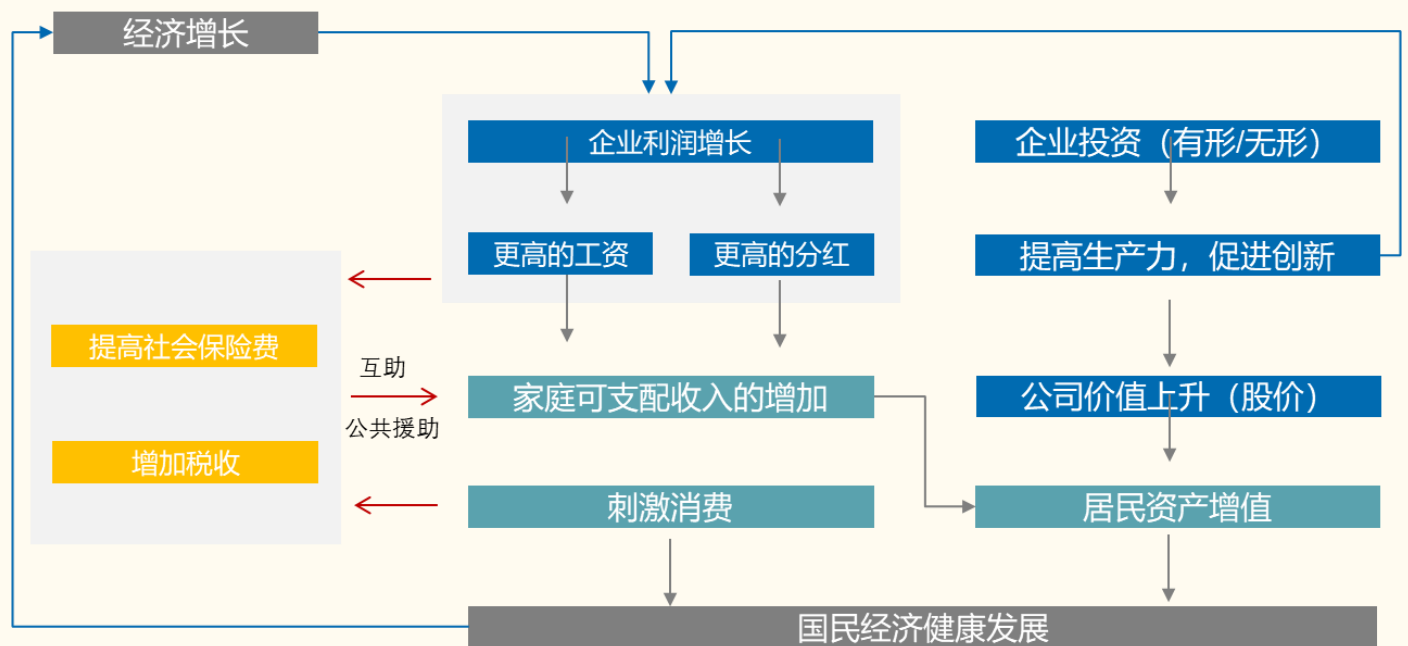
日央行 10 月预测认为, 2023 年核心通胀率或下降至 1.6%。走势上, 2022H1 通胀呈下行态势, 但 H2 或有所反弹, 原因在于产出缺口的收敛和工资的上涨。值得强调的是, 日央行对待“工资-通胀”螺旋的态度和美联储、欧央行存在本质区别。90 年代“大泡沫”破裂之后, 日本长期受困于通缩产生的恶性循环之中。日央行的政策目标就是希望通过抬升通胀, 进而形成收入和支出的“良性循环”(virtuous cycle)。日央行不希望过早地转变政策立场, 终止这一循环的形成。

图表 22: 日央行 2022 年 4 次例会对经济增长和通胀的预测

变量	例会	2022年			2023年			2024年		
		下限	中位数	上限	下限	中位数	上限	下限	中位数	上限
实际GDP (潜在: 0.5)	2022年10月	1.8	2.0	2.1	1.5	1.9	2.0	1.3	1.5	1.6
	2022年7月	2.2	2.4	2.5	1.7	2.0	2.1	1.1	1.3	1.5
	2022年4月	2.6	2.9	3.0	1.5	1.9	2.1	1.1	1.1	1.3
	2022年1月	3.3	3.8	4.1	1.0	1.1	1.4	-	-	-
核心CPI (目标: 大于2)	2022年10月	2.8	2.9	2.9	1.5	1.6	1.8	1.5	1.6	1.9
	2022年7月	2.2	2.3	2.4	1.2	1.4	1.5	1.1	1.3	1.5
	2022年4月	1.8	1.9	2.0	0.9	1.1	1.3	1.0	1.1	1.3
	2022年1月	1.0	1.1	1.2	1.0	1.1	1.3	-	-	-
核心-核心CPI	2022年10月	1.8	1.8	1.9	1.5	1.6	1.8	1.5	1.6	1.8
	2022年7月	1.2	1.3	1.4	1.2	1.4	1.4	1.4	1.5	1.7
	2022年4月	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.2	1.5	1.5
	2022年1月	-	-	-	-	-	-	-	-	-

来源: 日央行, 国金证券研究所

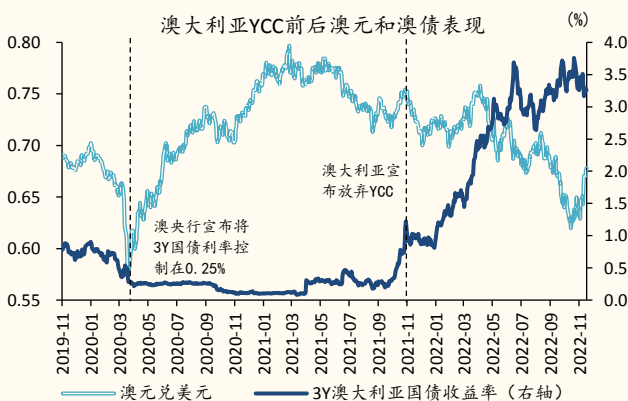
图表 23: 收入-支出的良性循环



来源: 日央行, 国金证券研究所

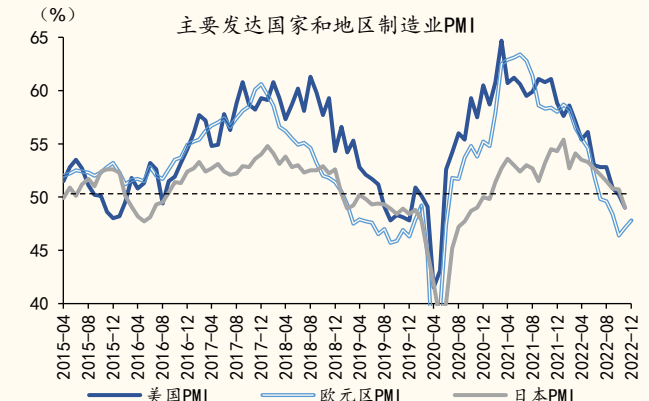
日本弱势的经济基本面、高企的政府杠杆率、过高的央行持债, 也均难以支持日债利率的大幅上行。考虑到 2021 年 11 月澳大利亚放弃 YCC 时澳债利率飙升的先例, 日本央行也有更多顾虑: 1) 11 月欧、美、日制造业 PMI 均下滑至荣枯线以下, 弱势的经济基本面难以支撑日债利率的大幅上行; 2) 日本 264% 的政府杠杆率全球第一, 日债利率大幅上行后, 日本财政付息压力或将明显抬升³; 3) 日央行持有超 50% 的日债, 日债价格大幅波动将对其资产端形成冲击。

图表 24: 澳大利亚放弃 YCC 后, 澳债利率飙升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

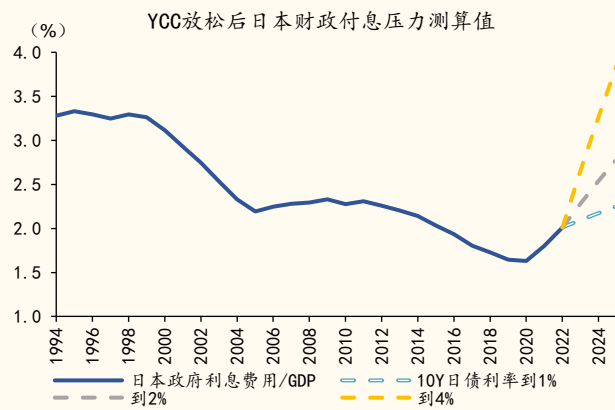
图表 25: 主要发达经济体明年大概率步入衰退



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

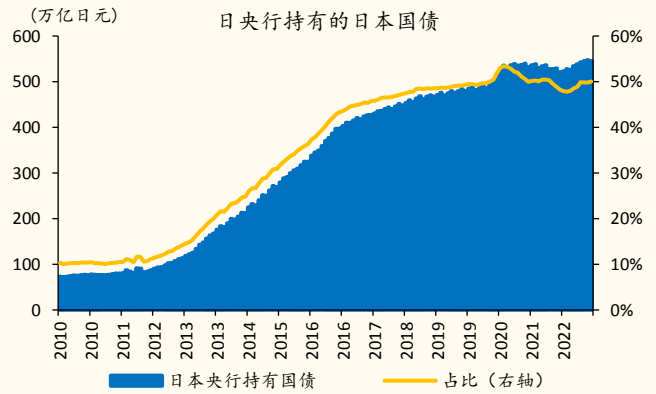
³截至 11 月 15 日, 国债未偿余额为 1078.3 万亿日元, 其中 539.3 万亿日元的国债发行利率均低于 0.1%, 约 306 万亿日元的国债将在 3 年内到期。随着疫情影响的逐步退坡, 前期日债超发后日本杠杆率或维持相对稳定。假定日本维持现有杠杆率对所有国债均进行到期续发, 假设 YCC 放弃后 10Y 日债利率飙升至 4%, 2025 年利息费用占 GDP 比重将为 3.85%。

图表 26: 日本的财政付息压力



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

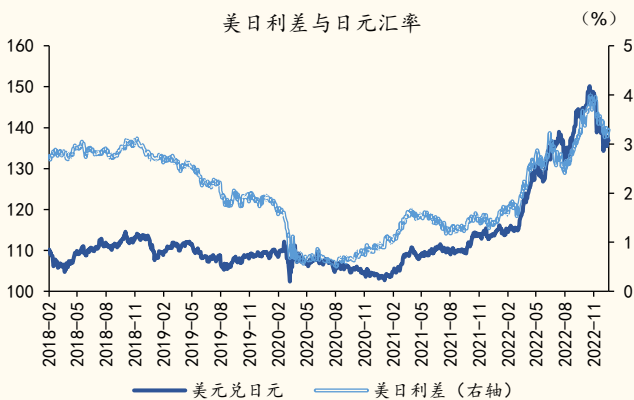
图表 27: 日央行持有的日本国债



来源: Wind, 国金证券研究所

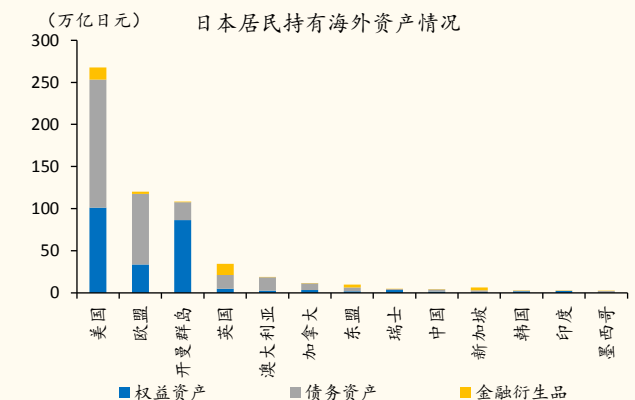
即便此次 YCC 调整并不意味着日央行的“全面转向”，日债利率的上行影响也不容低估。1) 汇率而言，近期日元汇率走势与美日利差较为一致，日债利率一次性上行的影响已被市场消化，后续走势主要取决于美债利率，预期日元中短期维持高位震荡，长期步入升值区间；2) 日本拥有全球最多的海外资产，其中美国资产高达 268 万亿日元；日债利率上行，将增强本国资产的吸引力，海外资产的回流将带来一定冲击；3) 美日利差快速走阔阶段，借日元、买美元、并进一步投资于美债等资产的交易快速增加，前期这类套息交易或将发生逆转。

图表 28: 美日利差与日元汇率



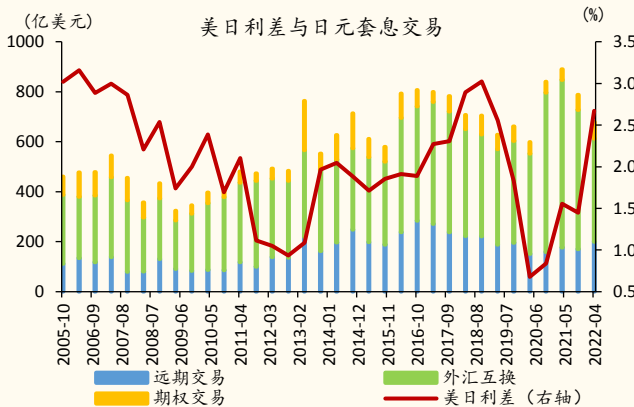
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 29: 日本居民持有大量海外资产



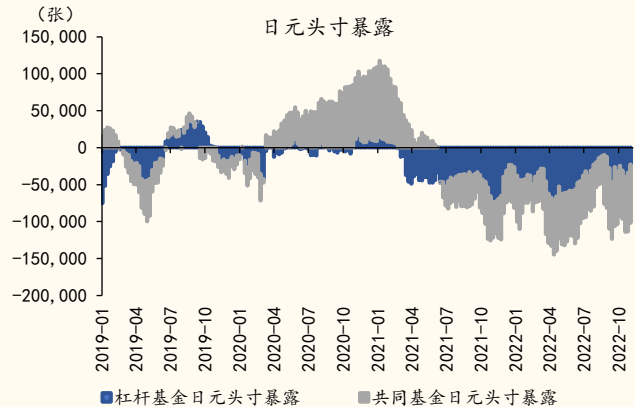
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 30: 美日利差走阔，推动日元套息交易回升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 31: 当下海外投资者仍有大量日元头寸的暴露



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- 1) 12月20日，日央行议息会议将10年期日本国债收益率波动区间由正负0.25%扩宽至正负0.5%，全球资本市场剧烈震荡。YCC调整的政策发布后，日债期货交易被迫暂停，10年期日债收益率由0.26%快速飙升至0.44%，日经225指数也在短时间内大跌3.23%；日元汇率由137.4快速升值至130.7，10年期美债收益率在溢出效应影响下大幅上行12bp至3.7%。从10Y日元掉期率和20Y日债利率来看，市场对YCC调整已有预期。但市场普遍预期YCC政策的调整会发生在明年3-4月份；此次调整时点超预期。
- 2) 迫使日央行做出YCC政策调整最直接的因素是收益率曲线扭曲下、日债流动性的枯竭。近期日本通胀的改善、经济基本面的边际修复，也有支撑。1) 扭曲的日债利率曲线导致日债流动性枯竭，日债流动性压力指数上破3.0，创2010年以来新高。2) 10月日本剔除食品与能源后核心CPI已上行至2.5%，企业、居民通胀预期改善。叠加29.1万亿财政法案刺激，日本通胀或逐步走入日央行所期望的“合意”区间。3) 随着原油、天然气价格回落、贸易条件改善，日本进出口连续2个月顺差，经济出现边际修复迹象。
- 3) “稳定的通胀”能否实现，是日央行会否“转向”宽松政策的关键；日本弱势的经济基本面、高企的政府杠杆率等，或难支持日债利率大幅上行。1) 能源价格回落、租金拖累、工资增幅有限，通胀可持续性“存疑”。2) 海外衰退背景下，外向型的日本经济难逃冲击；2) 日债利率大幅上行，日本财政付息压力或将抬升；3) 日债价格大幅波动将冲击日央行资产端。
- 4) 即便YCC调整不意味着日央行“全面转向”，日债利率上行影响也不容低估。1) 近期日元汇率走势与美日利差趋同，日债利率一次性上行的影响已被市场消化；2) 日本拥有全球最多的海外资产，日债利率上行，将增强本国资产的吸引力，海外资产的回流将带来一定冲击；3) 前期借日元、买美元、投资于美债等资产的套息交易快速增加，这类套息交易或将发生逆转。

风险提示：

- 1、**日央行货币政策收紧超预期：**通胀率高居不下、春季大幅调薪，可能会导致日央行货币政策收紧超预期，YCC政策彻底放弃、或重启加息。
- 2、**海外经济衰退超预期：**持续大幅加息，可能带来海外经济体需求的快速恶化，叠加能源价格居高不下，经济步入深度衰退。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402