

## 日央行会成为 2023 年的“灰犀牛”吗？

### 主要结论

#### ■ 热点思考：日央行会成为 2023 年的“灰犀牛”吗？

日央行调整 YCC 不是退出宽松政策的前奏。在 12 月声明中，日央行明确了调整 YCC 的背景和目的，即“债券市场功能弱化，特别是不同期限债券利率之间的相对关系以及现货和期货市场之间的套利关系。”在 12 月 26 日的演讲中，日央行行长黑田东彦明确说，调整 YCC 不是退出宽松政策的“前奏”。

调整 YCC 和退出 YCC 是两个层次的问题，前者是降低 YCC 的负面影响，后者与 YCC 的“使命”有关。调整 YCC 不是退出 YCC 的前奏，反而是为了增加其可持续性。2022 年调整 YCC 的背景与 2018 年相似，只是海外加息节奏更快，全球和日本国内的通胀压力也更大，日央行也不得不更大幅度地上调 YCC 上限。

2023 年，日央行或不具备退出 YCC 的条件。“通胀超调承诺”尚未实现，经济复苏进程尚未完成，收入-支出的“良性循环”还处在早期阶段。截止到 2022 年底，疫情冲击下的供应链压力显著缓解，日本的产出缺口尚未收敛。短期内，内生的和可持续的通胀动能都难言形成。随着全球通胀压力的放缓，和欧美等发达经济体加息周期的基本结束，日央行国债市场的流动性压力也将趋于缓解。

#### ■ 基本面跟踪：美国地产回落，消费小幅反弹，贸易逆差收窄，原油库存抬升

美国地产延续回落。11 月成屋签约销售指数同比-37.8%，环比为-4%，环比为连续第六个月下滑。美国 10 城及 20 城房价指数同比继续回落。30 年期固定利率房贷的平均利率从上周的 6.27% 上升至 6.42%。本周美国红皮书零售销售指数小幅反弹，当周 9.6%，高于前值 7.6%，为连续第三周同比增速回升。

美国 11 月美国进出口增速双双回落，进口回落幅度更大，商品贸易逆差收窄。贸易结构上，各类商品进口普遍呈现疲软状态，消费品进口跌幅较大。11 月商品贸易逆差为 833 亿美元，是自 2020 年 12 月以来的新低。

美国商业原油库存意外抬升。EIA 报告美国截至 12 月 23 日当周原油库存增加 71.8 万桶，库存量至 4.19 亿桶。原油产量减少 10 万桶至 1200 万桶/日，出口减少 89.5 万桶/日至 346.5 万桶/日。战略石油储备（SPR）库存减少 349.6 万桶至 3.751 亿桶，创 1983 年 12 月 16 日当周以来新低。

**风险提示：**全球疫情反复超预期，地缘政治“黑天鹅”。

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

## 内容目录

一、热点思考：日央行会成为 2023 年的“灰犀牛”吗？	3
二、基本面跟踪	8
1、地产：美国地产销售、房价下滑，房贷利率上升	8
2、消费：美国零售小幅反弹	8
3、贸易：美国进口回落，商品贸易逆差收窄	9
4、库存：EIA 原油库存抬升	10

## 图表目录

图表 1: 日央行行长黑田东彦 12 月 26 日表示，调整 YCC 不是退出宽松的前奏	3
图表 2: 调整 YCC 后，日本国债利率期限结构更平滑	4
图表 3: 美欧日国债期限结构的比较	4
图表 4: 12 月 19-27 日不同期限日本国债利率的变化	4
图表 5: 日本通胀率走势	5
图表 6: 日央行 YCC 简史	6
图表 7: 日本央行宽松政策的“初衷”：收入-支出的“良性循环”	7
图表 8: 日本的产出缺口依然为负值，以为着通胀的内生动能依然偏弱	7
图表 9: 美国 11 月成屋签约销售指数回落	8
图表 10: 美国 11 月成屋签约销售指数同比-37.8%	8
图表 11: 美国 10 月标普/CS 房价增速回落	8
图表 12: 美国 30 年期固定利率上升至 6.42%	8
图表 13: 红皮书零售增速反弹至 9.6%	9
图表 14: 折扣店销售回升较大	9
图表 15: 美国商品贸易逆差收窄至 833 亿美元	9
图表 16: 11 月美国进口增速回落幅度更高	9
图表 17: 从进口类型看，11 月美国消费品跌幅较大	10
图表 18: 美国中间品、资本品进口占比更高	10
图表 19: 从出口类型，11 月美国食品增速跌幅较大	10
图表 20: 美国中间品、资本品出口占比较高	10
图表 21: 美国当周原油库存增加 71.8 万桶	11
图表 22: 美国战略石油储备库存跌至 1983 年新低	11

## 一、 热点思考：日央行会成为 2023 年的“灰犀牛”吗？

在 12 月 20 日的例会上，日央行决定维持量化质化宽松（QQE）和收益率曲线控制（YCC）政策，但将 YCC 的长端利率（10 年期国债利率）波动区间从[-0.25, 0.25]扩大到[0.5, 0.5]。日经 225 指数大幅回撤，日债、美债长端利率上行，日元对美元汇率大幅升值。日央行的这一行动“超前了”。市场原以为黑田东彦行长任期内<sup>1</sup>不会调整 YCC。此举引发市场关于 2023 年日央行是否会改变政策立场的猜想，其答案决定了日央行的冲击是一次性的，还是持续性的。

**日央行调整 YCC 不是退出宽松政策的前奏。**在声明中，日央行明确了调整 YCC 的背景和目的，称“今年初春以来，海外金融和资本市场波动加剧，对日本金融和资本市场产生了重大影响。债券市场功能弱化，特别是不同期限债券利率之间的相对关系以及现货和期货市场之间的套利关系。日本国债利率是公司债券收益率、银行贷款利率和其他融资利率的参考利率。如果国债市场状况持续下去，可能会对公司债券发行条件等金融状况产生负面影响。”在 12 月 26 日的演讲中，黑田东彦明确说，调整 YCC 不是退出宽松政策的“前奏”。

图表 1：日央行行长黑田东彦 12 月 26 日表示，调整 YCC 不是退出宽松的前奏



- “（调整 YCC）是为了以可持续的和平稳的方式实施宽松的货币政策，同时考虑货币宽松效应的传导，包括对企业融资的传导。这绝对不是退出宽松的‘前奏’。日本银行将致力于以可持续和稳定的方式实现价格稳定目标，同时增加工资，在控制收益率曲线的框架下继续实施宽松的货币政策。” *these measures have been implemented to conduct monetary easing in a sustainable and smooth manner while taking into account the transmission of monetary easing effects, including to corporate financing; this is definitely not a step toward an exit. The Bank will aim to achieve the price stability target in a sustainable and stable manner, accompanied by wage increases, by continuing with monetary easing under the framework of yield curve control.*

——黑田东彦 日央行行长，12.26，Speech at the Meeting of Councillors of Keidanren

来源：日本银行<sup>2</sup>，国金证券研究所

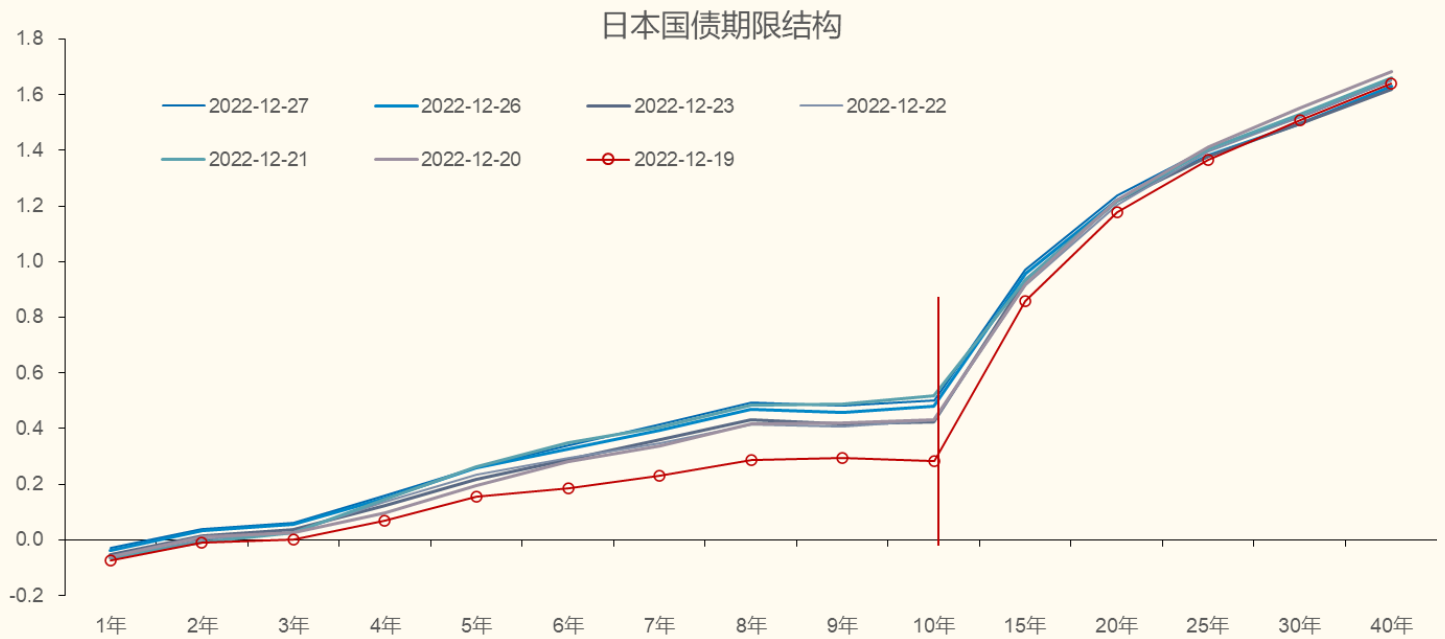
调整 YCC 不是退出 YCC 的前奏，反而是为了增加其可持续性。日央行调整 YCC 的背景是，在全球持续通胀和海外无风险利率大幅提升的背景下，原有的 YCC 政策过分地压低了 10 年以内日本国债利率，严重扭曲了日本国债利率结构，降低了日本国债市场的流动性，阻碍了市场定价功能的发挥。调整 YCC 的直接目的是平滑收益率曲线，畅通货币政策传导。

调整 YCC 后，日本国债利率曲线整体上移，尤其是 10 年期以内利率。曲线的结构更加平滑。10 年期国债利率在 21 日一度“超调”至 0.52，相比 19 日上浮 24bp，22 日以来又回落到 0.5 以内。6-9 年期利率上浮均超过 15bp，其中，8 年期上浮 21bp，幅度仅次于 10 年期。但在任意期限上，日本国债利率仍远远低于美国和欧元区，尤其是 10 年期以内。短期内，在海外加息周期尚未结束的环境下，日本国债市场的压力依然存在。

<sup>1</sup> 黑田东彦行长将于 2023 年 3 月离任。

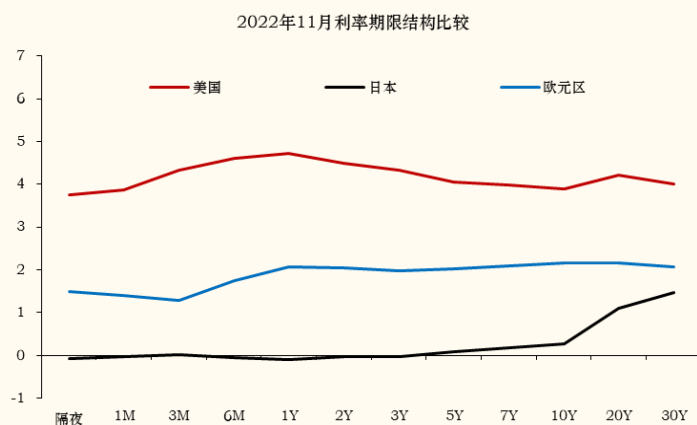
<sup>2</sup> 摘自黑田东彦 12 月 26 日的演讲，全文链接：[https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen\\_2022/ko221226a.html/](https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2022/ko221226a.html/)

图表 2: 调整 YCC 后, 日本国债利率期限结构更平滑



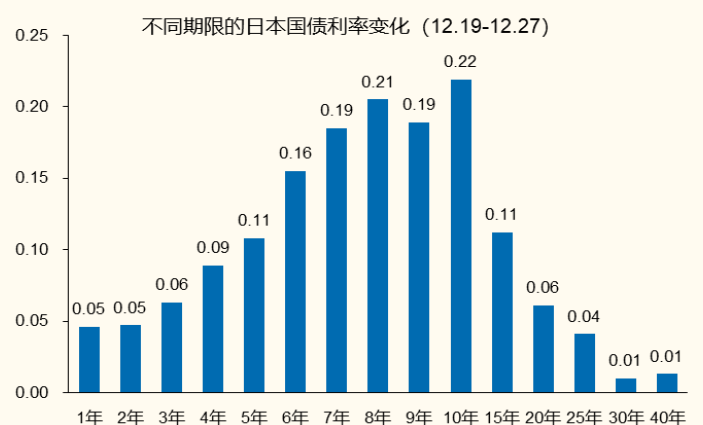
来源: wind, 国金证券研究所

图表 3: 美欧日国债期限结构的比较



来源: Wind、国金证券研究所

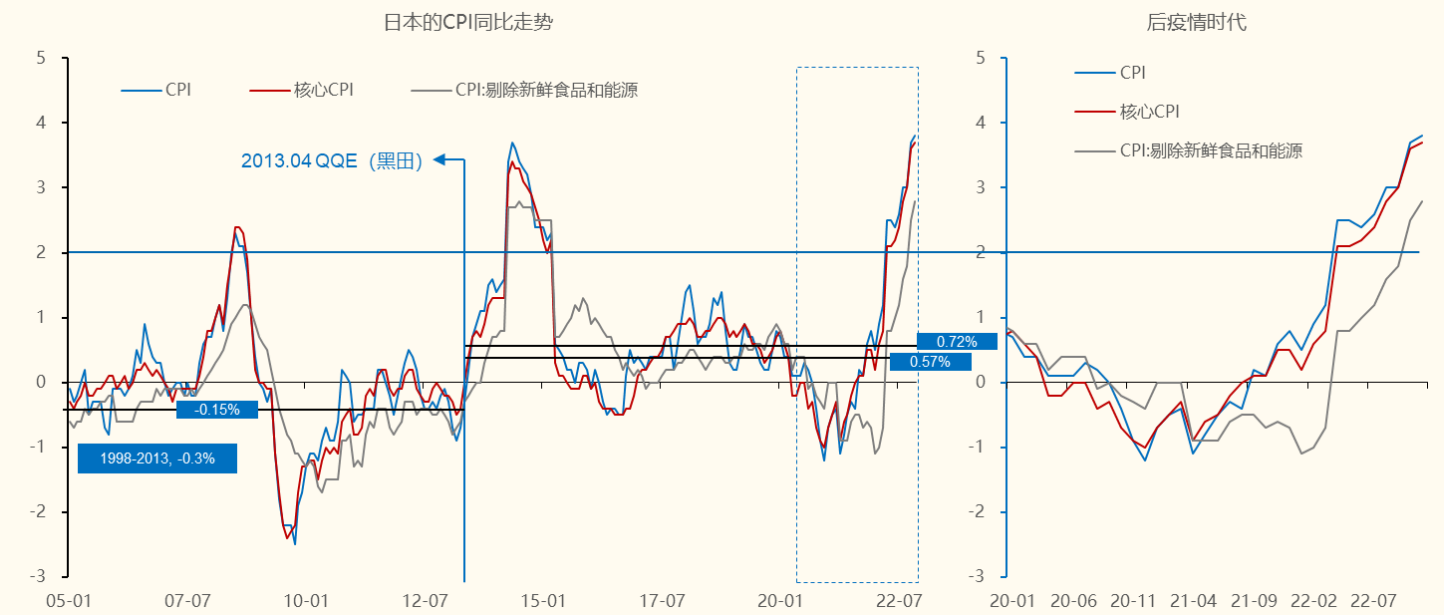
图表 4: 12月 19-27 日不同期限日本国债利率的变化



来源: Wind、国金证券研究所

调整 YCC 和退出 YCC 是两个层次的问题, 前者是降低 YCC 的负面影响, 后者与 YCC 的“使命”有关。YCC 是日央行超级宽松政策的组成部分。2013 年 4 月, 黑田东彦上任伊始便实施了 QQE, 计划在两年内尽快地实现 2% 的通胀目标。受大宗商品价格的驱动, 2013 年 4 月到 2014 年 2 季度, 日本核心 CPI 通胀率从 -0.5% 持续上升到 3.4%, 摆脱了长期通缩的局面。但从 2014 年 6 月开始, 国际原油价格持续下行, 到 2015 年中, 日本再次面临通缩问题。

图表 5：日本通胀率走势



来源：美联储，wind，国金证券研究所

2016年1月，日央行决定实施负利率，将政策利率（准备金利率）下调至-0.1%，正式实施了“QQE+负利率”政策。由于通缩压力还在持续增强，2016年9月的例会上<sup>3</sup>，日央行实施了“QQE+YCC”政策，同时控制长端和短端利率，将10年期国债利率控制在0上下浮动，浮动区间为[-0.1%，0.1%]。YCC是手段，通胀才是目的。日央行称，“直到核心CPI同比增速超过2%的价格稳定目标，并稳定保持在这一目标之上”，才会退出该政策。这被称为“通胀超调承诺”（inflation-overshooting commitment）。

YCC的负面影响在日央行的预期之内，调整是“技术性”的，并不代表立场的转变。日央行承认，“收益率曲线的过度下降和平坦化可能会对人的情绪产生负面影响，不利于经济活动，因为它会对金融市场功能的可持续性造成不确定性……将根据经济活动、价格和金融状况的发展，酌情调整政策。”

2016年9月至今，日央行两次调整YCC利率上限，2018年7月和2021年3月。2018年7月调整YCC的背景是也是海外加息潮，日本国内的通胀率回升到了约1%。日央行称，调整YCC可使日本国债利率“更好地与全球主要经济体的利率上升趋势保持一致。”日本国债利率的上行“将减轻日本金融部门因长期低利率而承受负担，特别是银行、保险和公积金部门。”

<sup>3</sup> 参考日央行2016年9月例会声明：[https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche\\_minu/past.htm/#p2013](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/past.htm/#p2013)



图表 6: 日央行YCC 简史

✓ 历次调整YCC的原因：海外加息和全球通胀背景下日本国债收益率曲线的扭曲影响了企业等部门利率的形成和融资可得性。



来源: wind, 国金证券研究所

2022 年调整 YCC 的背景与 2018 年相似，只是海外加息节奏更快，全球和日本国内的通胀压力也更大，日央行也不得不更大幅度地上调 YCC 上限。2022 年 11 月，日本核心 CPI 通胀已经上升到 3.7%，但与全球口径相同的核心-核心 CPI 通胀率（提出新鲜食品和能源）仅为 2.8%<sup>4</sup>。

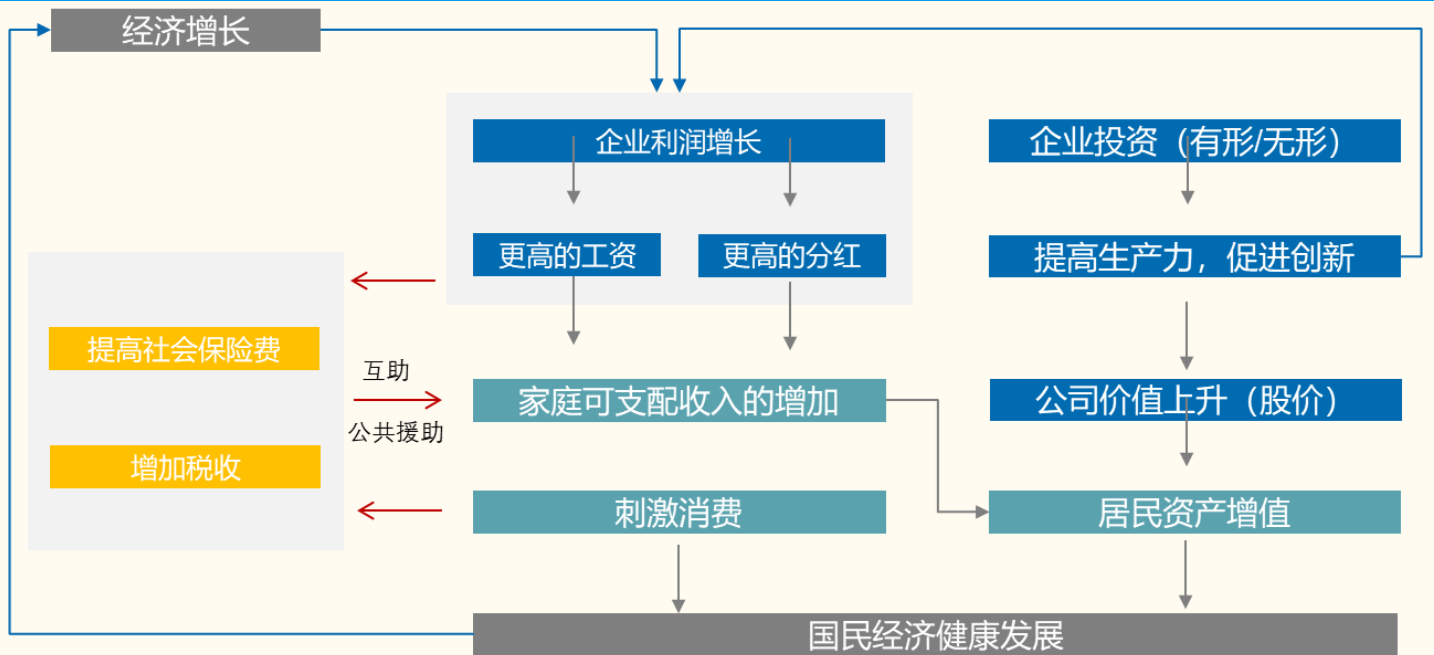
通胀只是日央行实施“QQE+YCC”政策“万里长征的第一步”，日央行的最终目标是要实现收入-支出的“良性循环”。在 26 日的演讲中，黑田东彦重申了他 9 年前实施超级宽松政策的初衷：“日本银行的目标是在物价的温和上涨中创造并嵌入一个良性循环——企业销售和利润增长、工资增长、消费扩大、价格适度上涨。”因为只有这样，2%的通胀目标才是可持续的。黑田东彦明确，“这一良性循环尚未形成”，日央行不希望过早地转变政策立场。

“QQE+YCC”超级宽松政策的“使命”尚未完成，退出言之过早。当前日本的通胀主要是由外部冲击引起的。2022 年下半年来，大宗商品价格持续回调，全球总需求的持续回落，美欧经济衰退压力凸显，故日央行认为，日本的通胀是不能持久的。在 12 月例会声明中，日央行并未表达对当前日本通胀的担忧，认为明年上半年日本通胀将持续下行。10 月例会<sup>5</sup>对 2023 年通胀的预测值为 1.5%，不符合“通胀超调承诺”。

<sup>4</sup> 日本的核心 CPI 通胀仅扣除了新鲜食品。

<sup>5</sup> 参考: <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outlook/gor2110b.pdf>

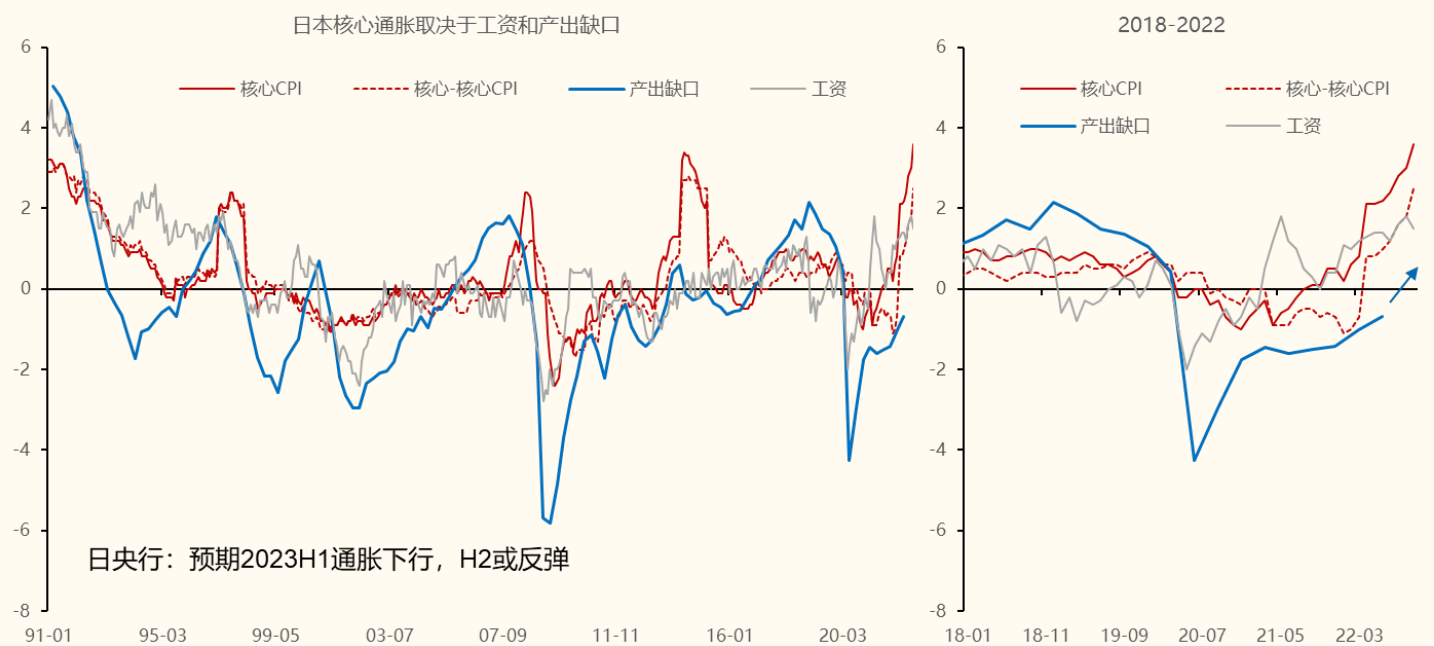
图表 7: 日本央行宽松政策的“初衷”: 收入-支出的“良性循环”



来源: 日本银行, 国金证券研究所

重申: 2023 年, 日本央行或不具备退出 YCC 的条件。“通胀超调承诺”尚未实现, 经济复苏进程尚未完成, 收入-支出的“良性循环”还处在早期阶段。截止到 2022 年底, 疫情冲击下的供应链压力显著缓解, 日本的产出缺口尚未收敛。所以, 短期内, 内生的和可持续的通胀动能都难言形成。在 12 月例会上, 日央行认为, 产出缺口收敛的时间点或在明年下半年。届时, 日本或迎来通胀的二次反弹, 但整体会比较温和。随着全球通胀压力的放缓, 和欧美等发达经济体加息周期的基本结束, 日央行国债市场的流动性压力也将趋于缓解。

图表 8: 日本的产出缺口依然为负值, 以为着通胀的内生动能依然偏弱



来源: wind, 国金证券研究所

## 二、 基本面跟踪

### 1、 地产：美国地产销售、房价增速下滑，房贷利率上升

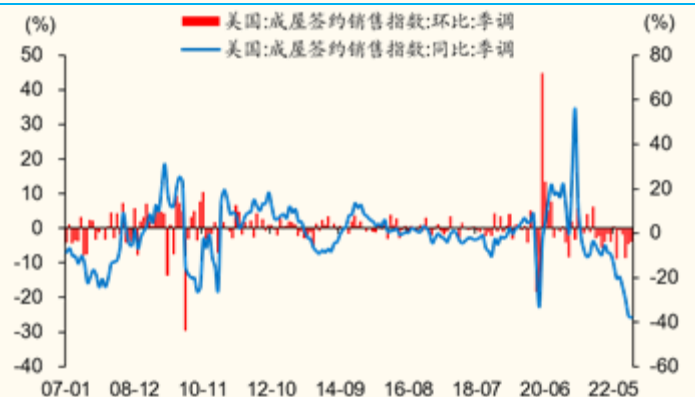
美国地产延续下滑趋势。11月成屋签约销售指数同比-37.8%，环比为-4%，为连续第六个月下滑。美国11月10城标普/CS房价指数同比8%，低于9月的9.6%。20个城房价指数同比上涨8.6%，低于9月的10.4%。美国30年期固定利率房贷的平均利率从上周的6.27%上升至6.42%，去年同期为3.11%。

图表 9：美国 11 月成屋签约销售指数回落



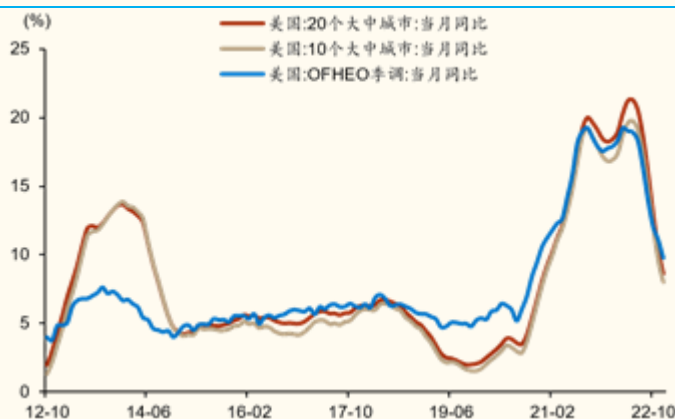
来源: Wind、国金证券研究所

图表 10：美国 11 月成屋签约销售指数同比-37.8%



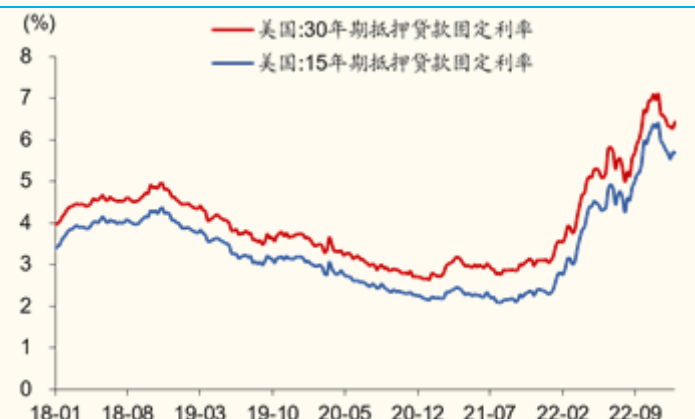
来源: Wind、国金证券研究所

图表 11：美国 10 月标普/CS 房价增速回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 12：美国 30 年期固定利率上升至 6.42%



来源: Wind、国金证券研究所

### 2、 消费：美国零售小幅反弹

美国红皮书零售销售指数小幅反弹。当周增速 9.6%，高于前值 7.6%，连续第三周同比增速回升。结构上，折扣店销售回升较大。折扣店增速 11.9%，前值 9.4%；百货商店增速 4%，前值 3.2%。全年看，美国零售总体震荡下行趋势不变。全年零售增速高点为 2 月的 18%，11 月降至 6.5%。



图表 13: 红皮书零售增速反弹至 9.6%



来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 折扣店销售回升较大

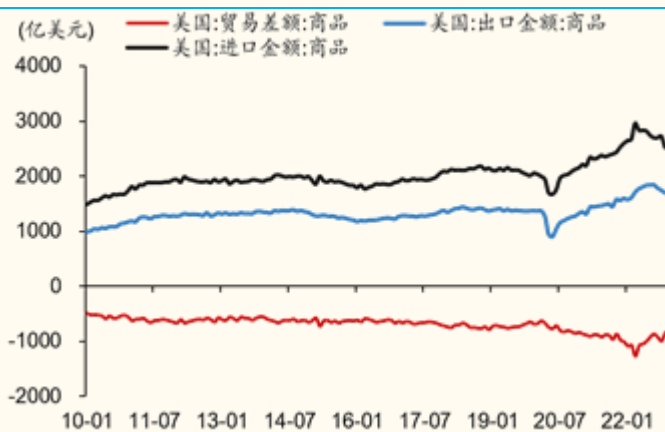


来源: Wind、国金证券研究所

### 3、贸易: 美国进口回落, 商品贸易逆差收窄

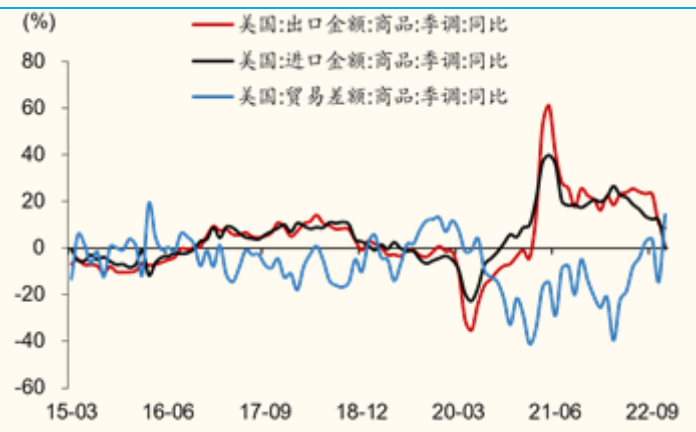
11 月美国进出口增速双双回落, 商品贸易逆差收窄。11 月商品贸易出口增速 8.48% (前值 10.5%), 进口增速 -0.24% (前值 11.94%), 进口增速回落幅度更大。商品贸易逆差收窄至 833 亿美元, 是自 2020 年 12 月以来的新低。结构上, 各类商品进口普遍呈现疲软状态, 消费品进口跌幅较大, 消费品的进口增速 -10%, 中间品 -2.8%, 汽车及零部件进口增速较高, 为 13.8%。从出口结构来看, 食品 (11 月 -9.96%) 和消费品 (-1.76%) 出口增速较差, 中间品 (14.2%) 和汽车及零部件出口增速较高 (14.6%)。

图表 15: 美国商品贸易逆差收窄至 833 亿美元



来源: Wind、国金证券研究所

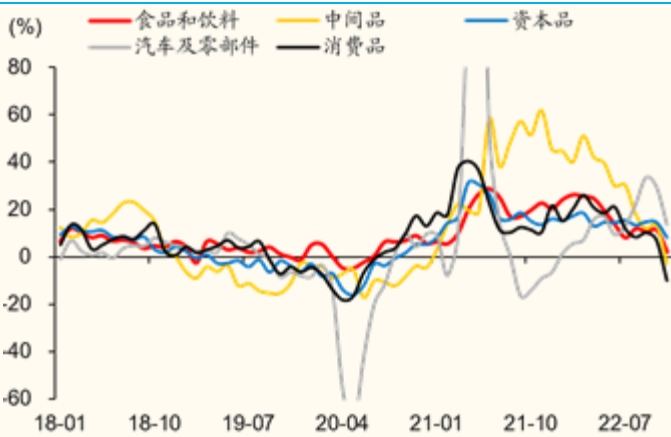
图表 16: 11 月美国进口增速回落幅度更高



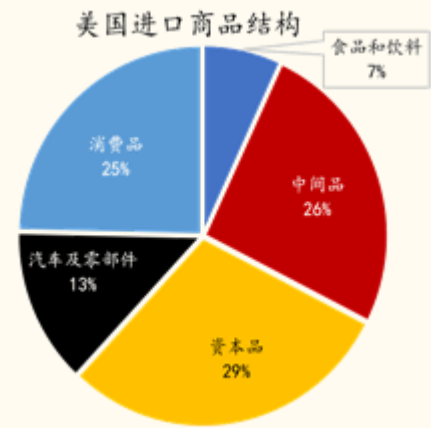
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 从进口类型看, 11 月美国消费品跌幅较大

图表 18: 美国中间品、资本品进口占比更高



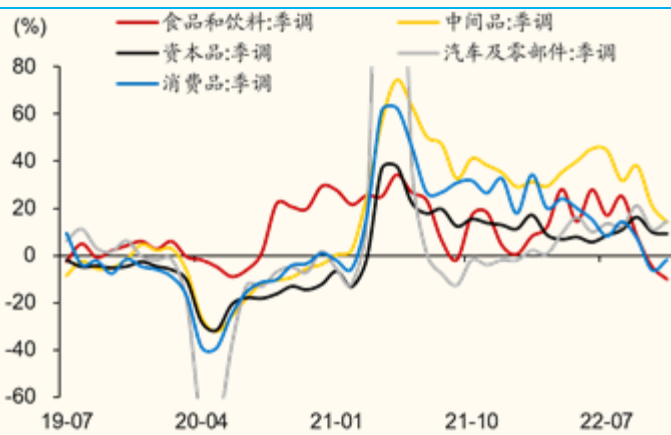
来源: Wind、国金证券研究所



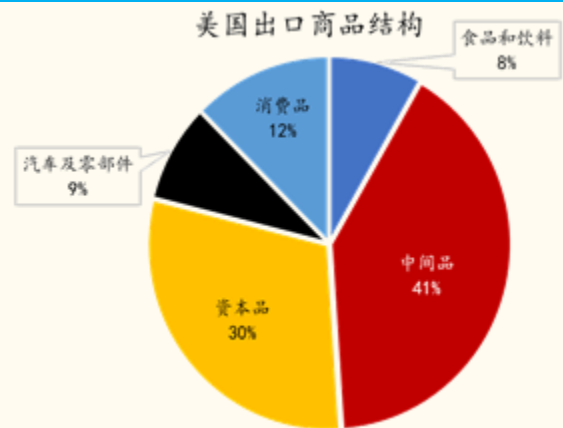
来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 从出口类型, 11 月美国食品增速跌幅较大

图表 20: 美国中间品、资本品出口占比较高



来源: Wind、国金证券研究所

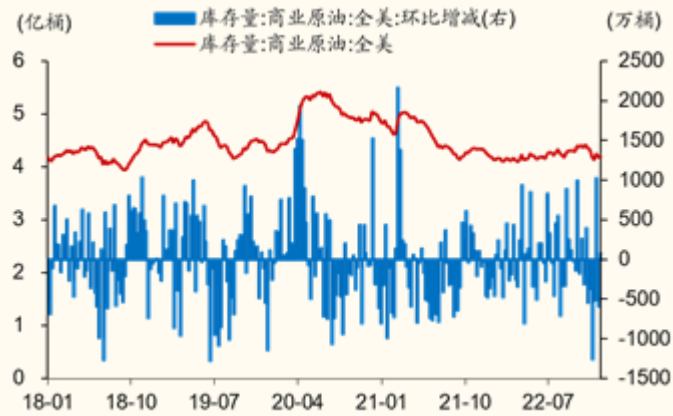


来源: Wind、国金证券研究所

#### 4、库存: EIA 原油库存抬升

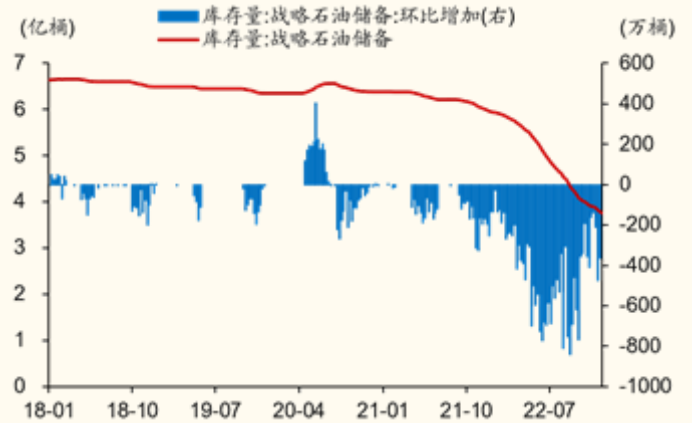
美国商业原油库存意外抬升。EIA 报告美国截至 12 月 23 日当周原油库存增加 71.8 万桶, 库存量至 4.19 亿桶。原油产量减少 10 万桶至 1200 万桶/日, 出口减少 89.5 万桶/日至 346.5 万桶/日。战略石油储备 (SPR) 库存减少 349.6 万桶至 3.751 亿桶, 创 1983 年 12 月 16 日当周以来新低。

图表 21: 美国当周原油库存增加 71.8 万桶



来源: Wind、国金证券研究所

图表 22: 美国战略石油储备库存跌至 1983 年新低



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、全球疫情反复超预期。变异毒株等导致全球疫情仍存在反复的可能，或加大全球经济、供应链变化的不确定性。
- 2、地缘政治“黑天鹅”。逆全球化思潮、地缘政治冲突等，可能对全球和地区贸易产生影响。

**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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	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