

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¹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²，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。

¹ 黑田东彦行长将于 2023 年 3 月离任。

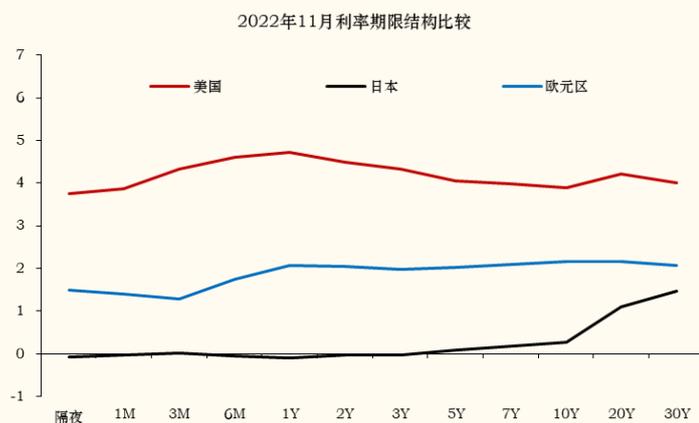
² 摘自黑田东彦 12 月 26 日的演讲，全文链接：https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2022/ko221226a.html/

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³，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。”

³ 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

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%⁴。

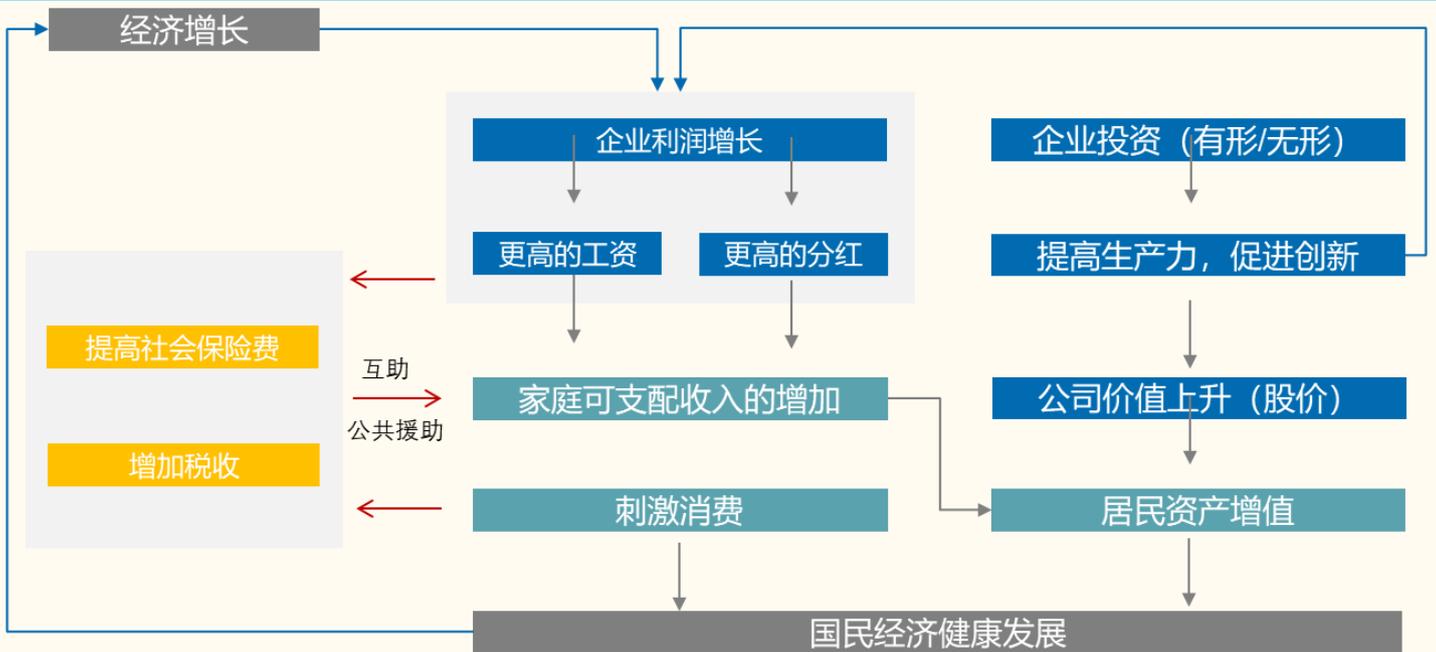
通胀只是日央行实施“QQE+YCC”政策“万里长征的第一步”，日央行的最终目标是要实现收入-支出的“良性循环”。在 26 日的演讲中，黑田东彦重申了他 9 年前实施超级宽松政策的初衷：“日本银行的目标是在物价的温和上涨中创造并嵌入一个良性循环——企业销售和利润增长、工资增长、消费扩大、价格适度上涨。”因为只有这样，2%的通胀目标才是可持续的。黑田东彦明确，“这一良性循环尚未形成”，日央行不希望过早地转变政策立场。

“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⁵对 2023 年通胀的预测值为 1.5%，不符合“通胀超调承诺”。

⁴ 日本的核心 CPI 通胀仅扣除了新鲜食品。

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

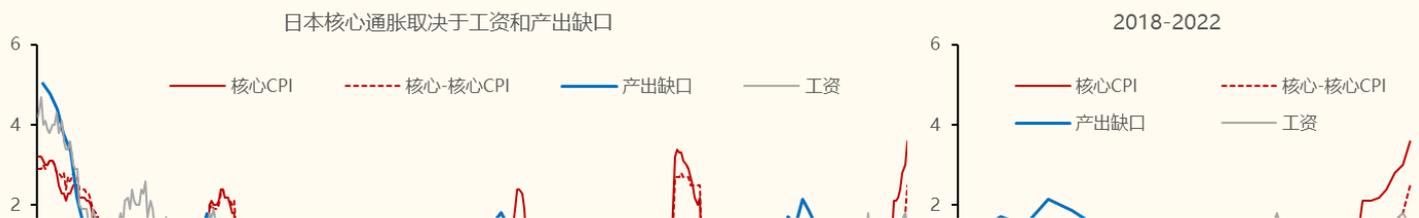
图表 7: 日本央行宽松政策的“初衷”: 收入-支出的“良性循环”



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



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50779



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>