



## 宏观研究报告

2022年10月17日

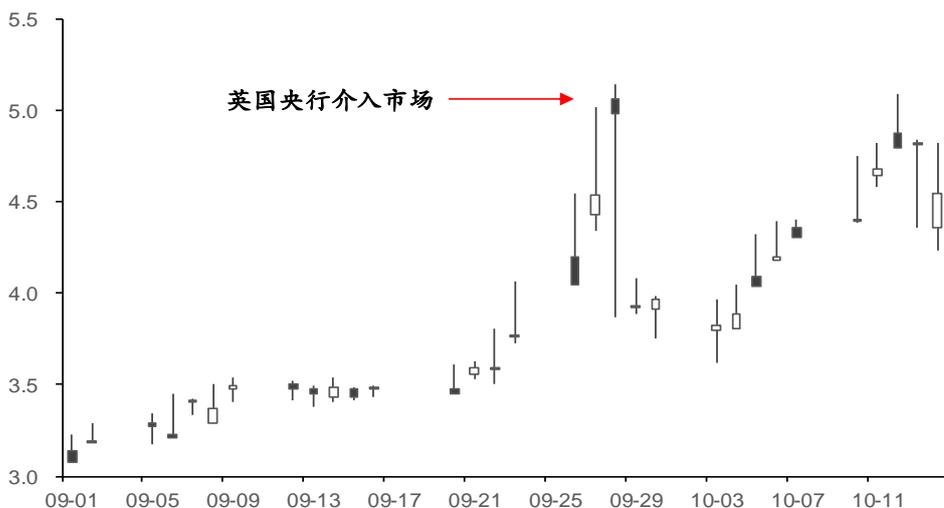
周浩

+852 2509 7582

[hao.zhou@gtjas.com.hk](mailto:hao.zhou@gtjas.com.hk)

## 英国：养老金之殇

30年期英国国债收益率剧烈波动——英国央行最终出手干预



数据来源：彭博，国泰君安国际

- 英国金融市场的短期大幅波动以财政大臣克沃滕的突然辞职成为一个重要的时间节点。尽管英国债券出现了大幅反弹，但市场非常清楚的是，本次财政危机引发的养老金市场风波远没有结束。
- 关于养老基金如何在金融市场中运作、其本身的杠杆率和风险的讨论，也才刚刚开始。根据英国投资协会的数据，在2021年之前的10年中，通过负债驱动投资(LDI)策略对冲的债务总规模翻了两番，达到近1.6万亿英镑（约合1.8万亿美元）。相比之下，英国国债市场规模约为2.3万亿英镑。
- 此前，英镑汇率大幅波动、并一度跌至历史新低——这让人们想起了三十年前的“黑色星期三”。虽然这件事看起来有所不同，但英镑暴跌表明了经济基本面的恶化。
- 对于特拉斯新政府来说，目前最重要的事情是通过减税和能源补贴来安抚饱受恶性通胀之苦的英国人。但是考虑到没有资金支持的大规模财政支出会引发通胀问题，这样来看采取纾困措施实际上是在饮鸩止渴。
- 为了保证金融市场稳定，英国央行(BOE)也开始采取措施以控制由于落实纾困方案所引发的收益率快速攀升状况。但是不容忽视的是，大规模流动性注入在另一方面可能会减弱当下货币紧缩的力度。
- 英国当下发生的事情将产生深远影响。因为政策仅仅着眼于迫在眉睫的问题，这反而恶化了中期通胀展望，英国的经济增长前景仍将进一步减弱。由于英国是欧元区国家的重要贸易伙伴，欧元区的增长前景也将面临压力。
- 痛苦的能源法案会损害选民对政府的信心，为了缓解大家的抱怨，政府不得不提供更多补贴，而这将使得其他欧洲国家的财政支出再次加速扩大。
- 最黑暗的时刻将势必对经济以及市场产生重大的影响。在没有图穷匕见前，没有人会轻易放弃。

## 英国财政大臣黯然下课

英国财政大臣克沃滕 (Kwasi Kwarteng) 上周在首相特拉斯 (Liz Truss) 的要求下黯然辞职，在任仅有 38 天，成为 1970 年以来在位时间最短的财政大臣。

克沃滕被迫辞职后，英国国债利率出现大面积的回落——特拉斯政府据报道也会很快调整此前的财政方案。然而，这场财政危机引发的市场巨震远未结束，对于市场而言，养老基金的运作方式会被关注，与此同时，对冲基金们也会密切关注英国基本面的任何风吹草动，以期从市场动荡中获得巨额收益。

## 养老基金的负债驱动投资

为保障资产与负债价值变动的一致性，固定收益养老金基金会采用负债驱动投资 (Liability Driven Investment, LDI) 的方式。这样的交易策略初衷是为了增厚投资收益，由于养老金支付的金额数量庞大，但以债券为主的底层资产却受益于全球低利率而很难满足这样的实际支付需求，因此养老基金的资产端和负债端就出现了不匹配。在这种情况下，为了实现更高的投资收益，一种被称为负债驱动投资的策略也就应运而生，所谓的负债驱动，字面意思是指因为负债较高而采取的一种补充投资手段，但事实上这类投资往往采取高杠杆的激进投资方式，而通过债券来重复抵押获取收益则是较为常见的一种方式。此外，通过利率掉期来平滑现金流也较为常见，但利率掉期背后往往又存在着较高的杠杆。

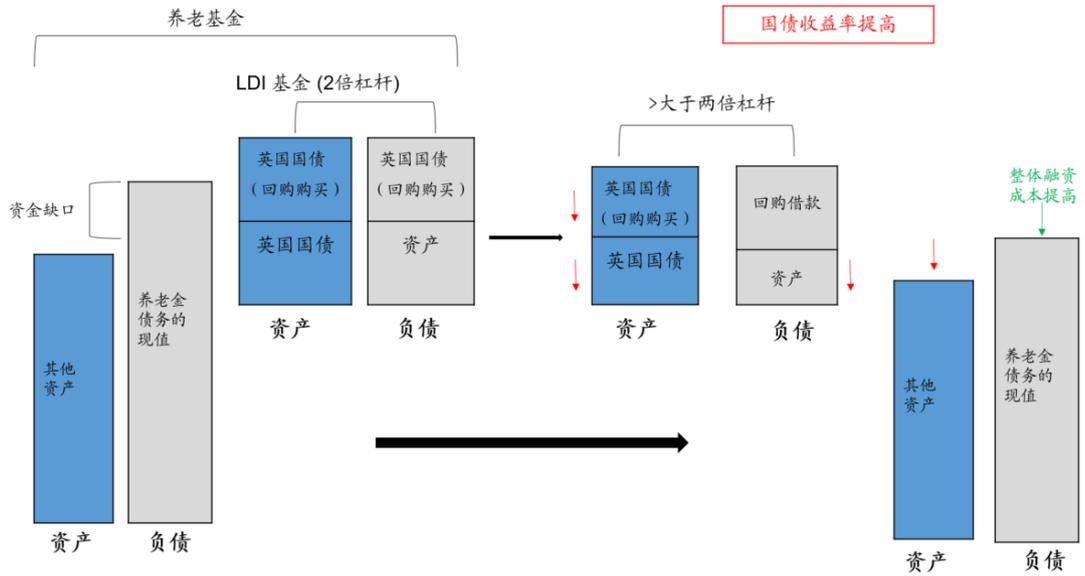
从实际操作来看，与通胀挂钩的英国长期国债是最匹配这种投资风险的选择。LDI 投资策略在英国已经使用了多年，目前相关投资规模已经超过 1 万亿英镑。根据英国投资协会的数据，在 2021 年之前的 10 年中，通过 LDI 策略对冲的债务总规模翻了两番，达到近 1.6 万亿英镑（约合 1.8 万亿美元）。相比之下，英国国债市场规模约为 2.3 万亿英镑。

按照英国央行的一份报告，养老金不论规模大小均通过直接或间接的方式参与到 LDI 投资中。大型养老金通常自己进行 LDI 投资，而中小型的养老金通常会共同投资同一个汇集型 LDI 基金。

LDI 投资策略使用杠杆增加对长期国债的风险敞口，同时又通过持有高风险、高收益的资产来提高整体的收益率。为了降低由于长期国债贬值带来的损失，LDI 基金在资产和负债之间设置了一定的缓冲区间。若损失超过这个区间，基金投资者会被要求提供额外的资金来重置缓冲区间，这种操作也可以称为再平衡。由于汇集型 LDI 基金管理着大量的中小型养老金，所以再平衡对其而言是一个更困难的事情。

## 债券市场如何冲击养老金

下图我们就通过一个例子来说明英国国债的价值变动是如何通过 LDI 基金影响到养老金基金的。



来源：英国央行

在这个简化的例子中，图的左侧展示了在英国国债波动前，LDI 基金运行的赤字情况。在今年 8 月的时候，有超过 20% 的英国固定收益养老金处于赤字状态，而一年前这个比例超过 40%。在此例中，养老金基金通过持有成长型资产以提高回报率，并且通过投资 LDI 基金来提高英国国债的持有量（该 LDI 基金中有一半的英国国债是通过回购借款所取得）。缓冲区间就是英国国债持有量的一半，即是其通过非杠杆资产所购买。

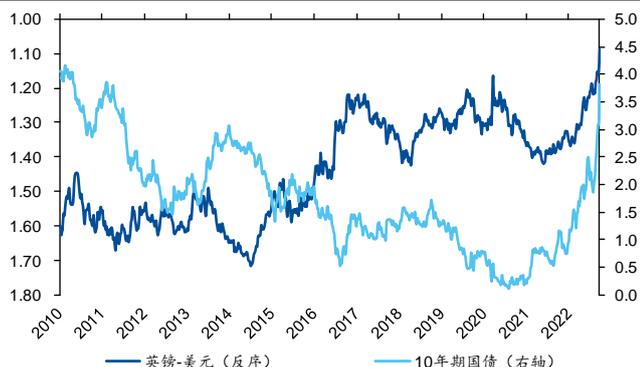
图的右半部分展示了英国国债收益率上升（即国债价格下跌）后的情况。在此例中，随着英国国债价格下跌，LDI 基金的缓冲区间被严重破坏，如果国债价格继续下跌（超过 50%），缓冲区间将会被完全破坏，LDI 基金的资产净值将会归零，并且导致回购借款的违约。后果就是银行交易的对手方将会获得英国国债的所有权。LDI 基金的缓冲区间被破坏将导致其要么出售部分持有的英国国债，要么让其养老金投资者提供额外的资金以再平衡缓冲区间。

实际上，近期英国国债收益率的大幅波动，可能已经超过了许多 LDI 基金的缓冲区间规模，这意味着其要么在市场下跌时出售英国国债，要么要求其养老金投资者提供更多资金来恢复缓冲区间。但是无论哪一种情况，都意味着养老金基金的亏损。

### 英镑一直在快速下跌

与此同时，英镑也在近期出现了巨幅波动。由于过去几周英镑一直在快速下跌，英国央行在关键时刻不得不出手进行了干预。英镑的下跌一方面反映了美元的整体走强，另一方面也说明了笼罩在这个岛国上空的财政和债务状况着实令人担忧。

图 1:英镑暴跌、10年期国债大幅上升



资料来源:彭博, 国泰君安国际

图 2: 英国的通胀已经失控



资料来源:万得, 国泰君安国际

在特拉斯新政府宣布了雄心勃勃的减税计划后,对债务的问题担忧一直笼罩在金融市场上空。由于通货膨胀加剧引发了社会的广泛不满,特拉斯新政府承诺了有史以来最慷慨的减税方案及大规模的能源补贴计划。但是激进的财政支出计划又带来了新的通胀问题,这在很大程度上削弱了英国央行为控制通胀做出的努力。这种政策上的不一致导致了整个金融市场的混乱,英国国债收益率飙升的同时推高了全球市场的债券收益率,股市的人气也在逐步恶化。

表 1: 特拉斯政府的减税计划削弱了英国央行控制通胀的努力

减税政策
房产价值中25万英镑以下部分无需支付印花税, 原为12.5万英镑。
首次购房者的免税区间扩大至42.5万英镑。(房产总价需低于62.5万英镑)
取消原定的提高企业所得税的计划, 并维持在G20国家中最低的19%。
从2022年11月6日起, 国民保险费用取消上调1.25%
延迟一年收入酒精税
从2023年4月起, 比原计划提早一年降低个人所得基本税率至19%。
从2023年4月起, 取消对于收入高于15万英镑人群45%的附加税。
制定政府的能源价格保证, 通过能源账单减免计划将商业能源账单的成本减半, 这将为一般家庭每年节省1,000英镑的能源费用。

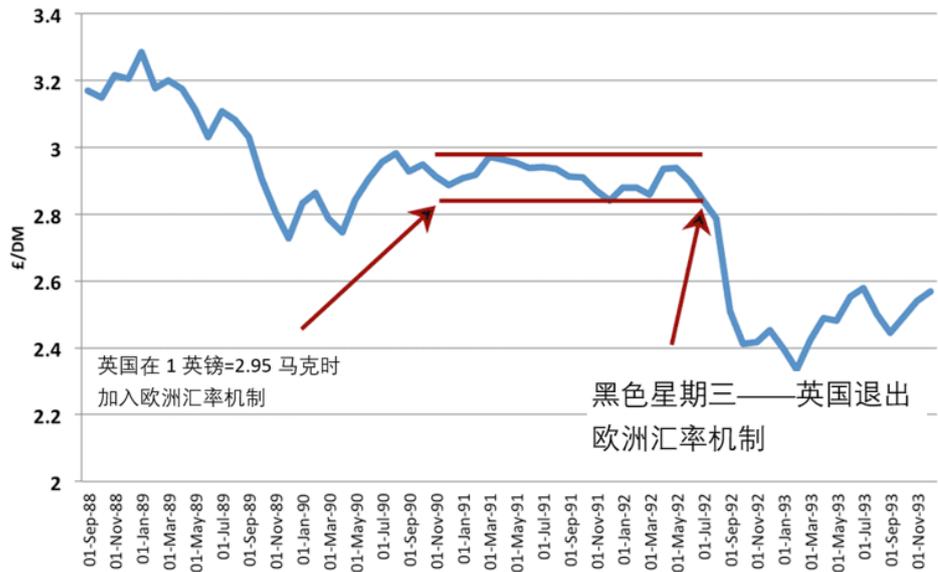
来源: 英国政府

### 这让人们想起了 1992 年的“黑色星期三”

最近的英镑大幅波动让人们想起了 1992 年 9 月 16 日的“黑色星期三”, 这使得当时的英国政府被迫退出欧洲汇率机制(ERM)。在 ERM 这样的钉住汇率制度下, 英镑与德国马克(DM)挂钩, 英国央行有义务在必要时维护钉住汇率。但是 1989 年英国的恶性通胀程度远高于德国, 这给钉住汇率制度带来了巨大的压力。(从经济学的角度来看, 通货膨胀率较高的国家很可能因为某些经济功能的失调面临货币贬值的境况。) 在钉住汇率制度下, 英国央行不得不动用外汇储备来捍卫自己的货币。上世纪 90 年代初, 德国紧缩的货币政策抬高了马克的收益率, 这使得资金从英国大量流出, 英镑钉住汇率的压力进一步扩大。英国当局采取的看起来不可持续措施引发了英国将不得不退出欧洲汇率机制的猜测, 而这件事最终也如大众所猜

测的一样发生了。

图3：最近英镑暴跌让人们回忆起当年令英镑退出欧洲汇率机制的“黑色星期三”



数据来源：英国央行，国泰君安国际

### 尴尬的英国央行

以史为鉴，这件事所教会我们的就是汇率最终由经济基本面决定的。不论是 1992 年还是 2022 年的英镑，它们所面临的问题都是通胀风险的不断升高。目前英国消费者价格指数(CPI)正处于历史高位，亦没有迹象表明通胀会在短期内下降。为了对抗通胀风险，英国央行采取了激进的紧缩措施——自 2021 年 12 月以来已将政策利率提高了 200 多个基点。尽管更多的紧缩措施仍将不断推出，但特拉斯政府发起的大规模财政支出计划显然已经抵消了英国央行的努力。

在特拉斯政府新预算方案公布后，英国央行于 9 月 26 日发布了一份声明，强调“货币政策委员会将在其职责范围内毫不犹豫地调整政策利率，以使通胀在中期内以可持续的方式恢复到 2% 的目标”。同时表明“货币政策委员会将在下一次预定的会议上，对政府公告和英镑贬值所造成的需求和通胀影响进行全面评估，并采取相应的行动。”

国际货币基金组织也在一份声明中表达了对英国新预算方案的担忧：“考虑到包括英国在内的许多国家正面临通胀压力不断升高的问题，我们不建议在这个节点上推出大规模、无针对性的财政方案。更重要的是，财政政策不能与货币政策背道而驰。”

显而易见的是，英国央行正面临着来自多方面的压力，因为它不仅需要对抗通胀，还必须采取措施以稳定金融市场。但是为了控制长期英国国债收益率的稳定，英国央行又必须注入流动性，如果达不到既定的目标，这些流动性很可能会滑向新一轮量化宽松政策。

### “2022 增长计划”将花费多少？

在 9 月 23 日英国前财政大臣克沃滕公布的“2022 增长计划”中，包括了 450 亿英镑的减税计划，这是过去半个世纪以来最大的减税计划。但是没有资金支持

公室(DMO)先前预测的那样下降。在增长计划公布后, DMO 的 2022-23 年度净融资需求就增加了 724 亿英镑至 2,341 亿英镑。因为英国国债收益率的快速上升意味着英国政府未来将不得不承担更多债务, 而这将加剧通胀压力并抑制经济增长前景, 投资者对此感到深深的担忧。由于克沃滕的辞职, 未来的这项财政计划将面临新的调整, 可以想象整体的融资规模将下降, 但无论如何, 财政赤字的增加不可避免, 同时由于刚上台就带来了巨大的市场波动, 特拉斯政府的稳定性也将存在疑问。

**表 2: 减税计划所带来的开支增长**

融资计划 (十亿英镑)	2022-23 4月更新	2022-23 9月更新
中央政府净现金需求	94.3	94.3
由于增长计划带来的融资需求		72.4
国债赎回	107.1	107.1
前一财政年度结转的融资调整	-33.1	-33.1
<b>总融资需求</b>	<b>168.4</b>	<b>240.8</b>
减去:		
国家储蓄及投资净融资	6.0	6.0
国家储蓄及投资绿色储蓄债券	-	-
其他融资	0.7	0.7
<b>债务管理办公室净融资需求</b>	<b>161.7</b>	<b>234.1</b>
债务管理办公室净融资需求通过:		
以下的国债销售		
- 短期普通国债	39.4	73.5
- 中期普通国债 (包括绿色债券)	28.1	46.6
- 长期普通国债 (包括绿色债券)	37.3	47.0
- 指数相关国债	19.7	21.2
- 未分配的国债	7.0	5.6
<b>为债务融资而出售的国债总额</b>	<b>131.5</b>	<b>193.9</b>
<b>为债务融资的国库券净贡献总额</b>	<b>30.2</b>	<b>40.2</b>
<b>总融资额</b>	<b>161.7</b>	<b>234.1</b>
债务管理办公室净现金头寸	2.3	2.3

注意: 由于四舍五入, 数字不可能不完全相等

数据来源: 英国债务管理办公室, 国泰君安国际

## 对经济和市场的影响

在我们看来, 由于财政计划调整所带来的平静将是短暂的, 市场可能很快就会出现新的波动。当下安抚消费者和投资者的政策本质上是通货膨胀, 这可能会延长通货膨胀持续的时间。对市场而言, 英国当下发生的事情将产生深远影响。首先, 因为政策仅仅着眼于迫在眉睫的问题, 这反而恶化了中期通胀展望, 英国的经济增长前景仍将进一步减弱。由于英国是欧元区国家的重要贸易伙伴, 欧元区的增长前景也将面临压力。

痛苦的能源法案会损害选民对政府的信心, 为了缓解大家的抱怨, 政府不得不提供更多补贴, 而这将使得其他欧洲国家的财政支出再次加速扩大。事实上, 意大利德拉吉政府的下台也印证了这个问题, 因为他辞职的原因包括已拟定的能源救助计划力度不够大。总而言之, 考虑到债务和所支付利息的增加(由于利率上升), 我们很难期待欧洲国家可以在不出现新困难的情况下平稳地度过动荡的市场。

英国国债收益率有可能在中期内进一步攀升。由于英国国债收益率对其他市场有明显的溢出效应, 全球债券收益率正面临上行压力, 这要求英国央行加大干预的力度。不幸的是, 购买更多的债券会破坏将通胀带回正轨的

目标。因此，我们有理由相信英镑会进一步走弱，并且其收益率也会进一步抬升。

更加麻烦的是，对冲基金们也因为本次市场动荡，密切关注英国基本面的任何风吹草动，以期从市场动荡中获得巨额收益。正像索罗斯在 1992 年狙击英镑而一战成名一样，秃鹫们已经盘旋在英国金融市场的上空，而这一切的似曾相识可能才刚刚展开帷幕。

**个股评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

**行业评级标准**

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数  
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

**利益披露事项**

- (1) 除深圳国际(00152 HK)外, 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 除晋商银行(02558 HK)、顺丰房托(02191 HK)、郑州银行(06196 HK)及小鹏汽车-W(09868 HK), 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团在现在或过去12个月有与本研究报告所评论的建设银行-H股(00939 HK)、民生银行-H股(01988 HK)、协鑫新能源(00451 HK)、周大福(01929 HK)、彩虹新能源(00438 HK)、商汤-W(00020 HK)、金融街物业(01502 HK)、国美零售(00493 HK)、腾讯控股(00700 HK)、广汽集团-H股(02238 HK)、京东集团-SW(09618 HK)、百度集团-SW(09888 HK)、深圳高速公路股份(00548 HK)、深圳国际(00152 HK)、奥园健康(03662 HK)、金科服务(09666 HK)、雅生活服务(03319 HK)、甘肃银行(02139 HK)、滨海投资(02886 HK)、乐享互动(06988 HK)、华南城(01668 HK)、中国旭阳集团(01907 HK)、阿里巴巴-SW(09988 HK)、碧桂园(02007 HK)、中国联塑(02128 HK)、中梁控股(02772 HK)、四环医药(00460 HK)、中广核电力-H股(01816 HK)、中广核新能源(01811 HK)、中广核矿业(01164 HK)、金山软件(03888 HK)、江苏宁沪高速公路(00177 HK)、交通银行-H股(03328 HK)、中国外运-H股(00598 HK)、绿城中国(03900 HK)、中国有色矿业(01258 HK)、泉峰控股(02285 HK)、新创建集团(00659 HK)、哔哩哔哩-W(09626 HK)、宝龙地产(01238 HK)、凯莱英-H股(06821 HK)、龙光集团(03380 HK)、当代置业(01107 HK)、谭仔国际(02217 HK)、新世界发展(00017 HK)、小米集团-W(01810 HK)、旭辉永升服务(01995 HK)、中石化冠德(00934 HK)、中石化炼化工程-H股(02386 HK)、中国石油化工股份-H股(00386 HK)、理文造纸(02314 HK)、中关村科技租赁(01601 HK)存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司有, 或将会为本研究报告所评论的药明生物(02269 HK)、美团-W(03690 HK)、中国铁塔-H股(00788 HK)、小米集团-W(01810 HK)、阿里巴巴-SW(09988 HK)、网易-S(09999 HK)、京东集团-SW(09618 HK)、中芯国际(00981 HK)、阿里健康(00241 HK)、百度集团-SW(09888 HK)、吉利汽车(00175 HK)、比亚迪股份-H股(01211 HK)、建设银行-H股(00939 HK)、工商银行-H股(01398 HK)、中银香港(02388 HK)、中国银行-H股(03988 HK)、汇丰控股(00005 HK)、中国平安-H股(02318 HK)、中国人寿-H股(02628 HK)、腾讯控股(00700 HK)、联想集团(00992 HK)、中国移动-H股(00941 HK)、香港交易所(00388 HK)、银河娱乐(00027 HK)、长城汽车-H股(02333 HK)、友邦保险(01299 HK)、金沙中国有限公司(01928 HK)、瑞声科技(02018 HK)、舜宇光学科技(02382 HK)、国药控股-H股(01099 HK)、中国海洋石油(00883 HK)进行庄家活动。
- (6) 受雇于国泰君安或其集团公司或其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

**免责声明**

本研究报告内容既不代国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及之个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经手人、保荐人、承销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2022 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com