

“迷你预算”引发市场震荡，新相将优先治理通胀

——英国金融市场波动点评

核心要点：

相关研究：

1. 《加息缩表影响有限，人民币汇率回归基本面》 2022.06.09
2. 《美联储加息75个基点，软着陆不确定性提高》 2022.09.22
3. 《核心服务通胀维持高位，美国9月CPI再超预期》 2022.10.17
4. 《非农就业人数超预期，劳动力市场匹配效率优化》 2022.10.21

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

联系人：周可

Tel: 021-50295364

Email: zk06926@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

事件

英国前首相特拉斯“迷你预算”计划，引发金融市场大幅动荡，造成汇率暴跌、政府债券抛售、养老金流动性风险。此后承认错误并宣布辞职，由前财政大臣苏纳克接任。

“迷你预算”引发金融震荡，遭遇股债汇“三杀”

9月23日，英国首相特拉斯批准了一项并不迷你的“迷你预算”计划，该计划为1972年来最大的减税方案。特拉斯政府希望通过减税和能源补贴来缓解居民受到通胀高企影响，并迅速恢复经济活力。该减税计划引发市场担忧，遭遇股债汇三杀，债券遭遇抛售。9月28日英国央行出面干预，临时启动紧急债券购买计划，宣布无限量购债。此次出手防止了债市流动性风险向金融危机的演化，但通胀风险进一步抬升。

债券抛售、收益率大涨何以引发养老金爆仓危机

英国养老金规模达3.86万亿美元，其中DB模式在债券上配置规模约1.93万亿美元，其中9成左右为英国国债。养老金使用负债驱动投资策略(LDI, Liability Driven Investment)和利率互换协议(IRS, Interest Rate Swap)的组合方式来匹配长期负债。特拉斯政府的减税政策使得英国国债收益率异常上行，导致利率互换协议中保证金要求大幅上涨。高杠杆导致养老金账面亏损所需的保证金数量已超出其本身可承受范围。如果英国央行不及时出手，养老金需要大量抛售所持国债来获得更多现金流，然而这又进一步导致国债价值下行，收益率上升，最终陷入循环直至爆仓。

前财政大臣苏纳克接任新首相，遏制通胀为首要目标

苏纳克认为特拉斯计划不切实际，他表示将尽快解决通胀和债务问题，在通胀得到控制之后再实施减税计划。苏纳克政府将面临巨大挑战，至少目前来看在俄乌冲突尚未缓解、冬季来临之际，通胀还没有出现回落的趋势。苏纳克上任后，英国股债汇均迎来上涨。民意调查显示68%的民众认为苏纳克将比特拉斯更适合。但本次首选用为党内选举，遭到工党、自由民主党的不满和质疑，希望提前大选。苏纳克则明确表示不会提前举行大选，寄希望在任期内修复经济并挽回民众支持率。

风险提示

全球疫情反复；地缘冲突进一步升级。

1 “迷你预算”引发金融震荡，遭遇股债汇“三杀”

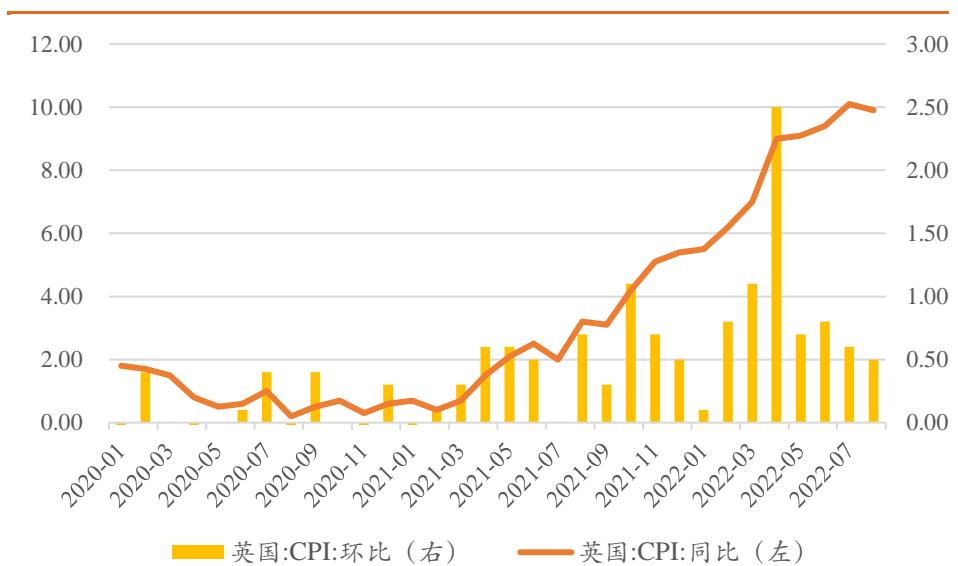
“迷你预算”出台，以期通过减税恢复经济活力。9月23日，英国首相特拉斯批准了一项并不迷你的“迷你预算”计划，该计划为1972年来最大的减税方案。主要内容包括：维持19%的企业所得税，取消将企业税提高至25%的原计划；降低1%的个人所得税至19%；最高档个人所得税由45%下调至40%；降低国民保险供款比例；降低酒精税、购房税；恢复国际旅客购物退税等措施。特拉斯政府希望通过减税和能源补贴来缓解居民受到通胀高企的痛苦，并迅速恢复经济活力。

减税计划引发市场担忧，遭遇股债汇“三杀”。显然该计划并没有考虑到英国严重通货膨胀和可能陷入债务危机的现实情况。今年以来英国通胀水平创40年来最高记录，英国央行已连续7次加息试图抑制高通胀，但通胀仍处于高位，2022年8月CPI同比增幅高达9.9%，环比上涨0.5%。此外，计划减税导致财政需要额外举债720亿英镑，这将是半个世纪以来财政负债最大增幅。英国可能陷入高通胀、高利率、高负债的恶性循环。“迷你预算”与央行的紧缩货币政策背道而驰，一经公布就引发市场对英国财政状况、经济形势的担忧，并遭遇了股债汇“三杀”。9月27日英镑兑美元即期汇率跌至低点1.08附近；各期限国债收益率大幅上扬，其中5年、10年、30年期国债收益率大幅上升至4.48%、4.53%、4.99%；富时100指数出现持续下跌。

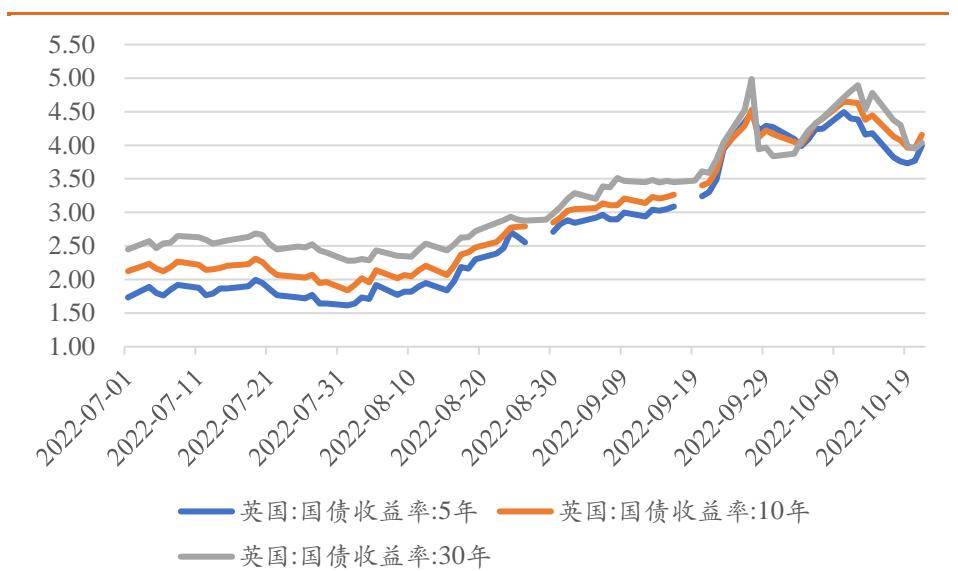
图1 即期汇率:英镑兑美元



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2 英国 CPI:当月同比、环比 (%)


资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3 英国 5Y、10Y、30Y 国债收益率 (%)


资料来源：美国劳工部、湘财证券研究所

英国债务进一步扩大引发担忧，国债遭遇大幅抛售。特拉斯政府一系列减税措施引发了外界对英国债务扩大的担忧。国债遭到抛售，收益率大幅上行。9月28日英国央行出面干预，临时启动紧急债券购买计划，宣布无限量购债。短期来看，英国央行此次出手防止了债市流动性风险向金融危机的演化。但中长期来看，矛盾的货币政策与财政政策导致公众对政策走向的预期困惑，10月初金融市场的持续动荡也验证了这点，并且通胀失控风险进一步抬升。

2 债券抛售、收益率大涨何以引发养老金爆仓危机

英国养老金规模大，且以国债为主要投资标的。根据 Thinking Ahead Institute 公布的《Global Pension Asset Study|2022》，英国养老金规模达 3.86 万亿美元，位居全球第二，其中固定收益型 (DB, Defined Benefit) 占比达 81%。分产品来看，有 62% 的资产配置为债券，这一比例也远超其他国家。以上数据大致测算出英国养老金中 DB 模式在债券上配置规模约 1.93 万亿美元，其中国债作为风险最低的资产自然是养老金主要配置部分。

高杠杆是养老金陷入危机主要原因。为了满足收益、久期的需求和控制风险，会使用负债驱动投资策略 (LDI, Liability Driven Investment) 和利率互换协议 (IRS, Interest Rate Swap) 的组合方式来匹配长期负债。该组合已在英国使用多年，利率波动给养老金带来的风险被抵消，并能够保证养老金资产与负债端现值相匹配。但特拉斯政府的减税政策使得英国国债收益率异常上行，利率互换协议中保证金要求大幅上涨。高杠杆导致养老金账面亏损所需的保证金数量已超出其本身可承受范围。如果英国央行不及时出手，养老金需要大量抛售所持国债来获得更多现金流，然而这又进一步导致国债价值下行，收益率上升，最终陷入循环直至爆仓。

图 4 主要国家养老金规模 (十亿美元)



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_48164

