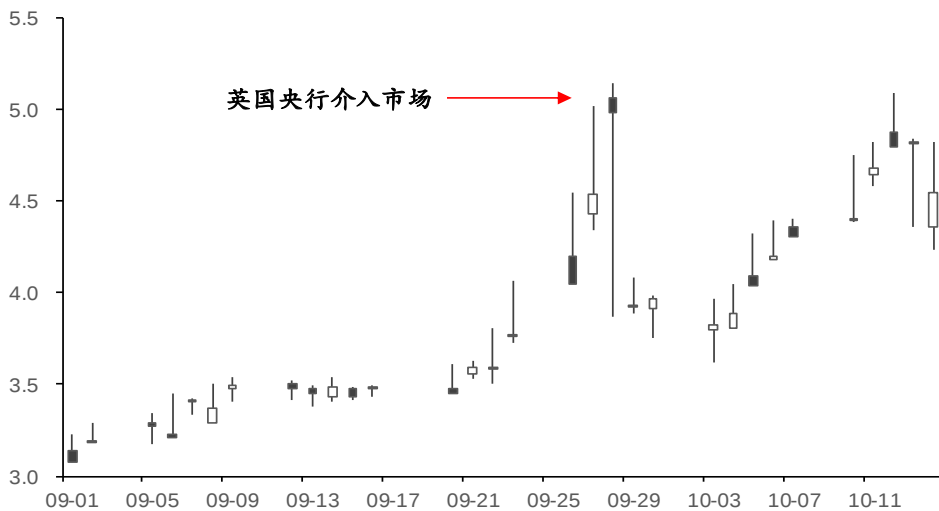


英国：养老金之殇

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。

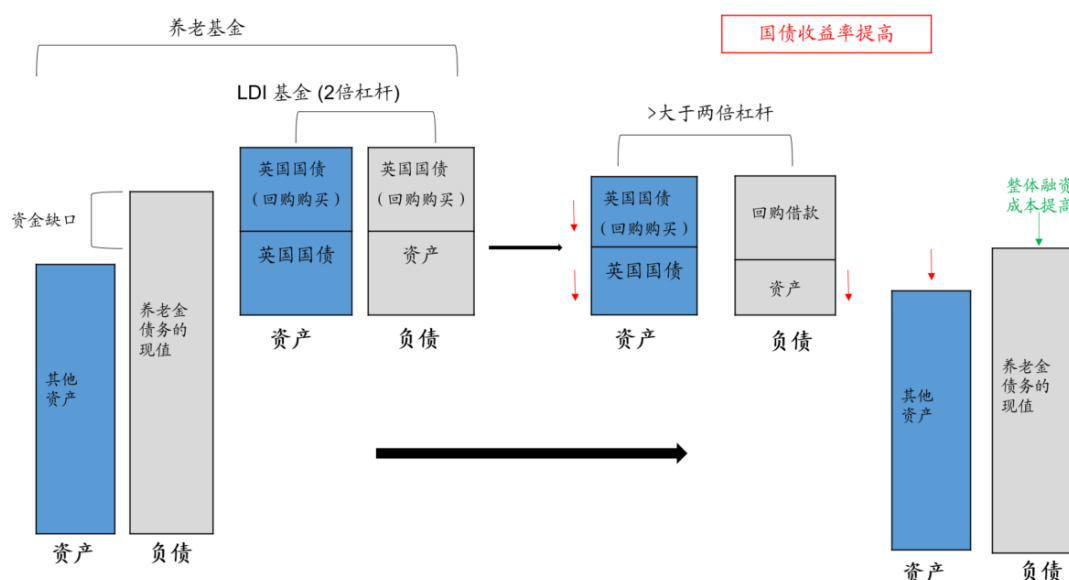
从实际操作来看，与通胀挂钩的英国长期国债是最匹配这种投资风险的选择。LDI 投资策略在英国已经使用了多年，目前相关投资规模已经超过 1 万亿英镑。根据英国投资协会的数据，在 2021 年之前的 10 年中，通过 LDI 策略对冲的债务总规模翻了两番，达到近 1.6 万亿英镑（约合 1.8 万亿美元）。相比之下，英国国债市场规模约为 2.3 万亿英镑。

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。

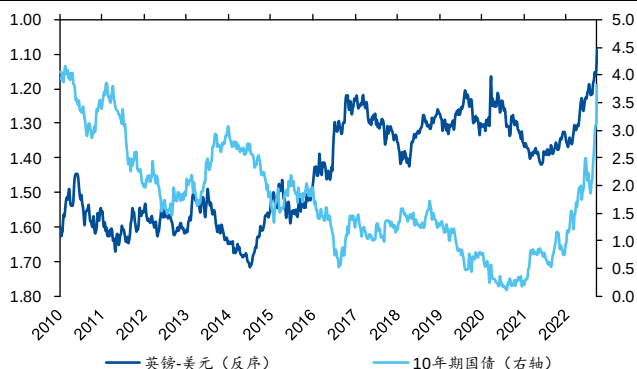
图的右半部分展示了英国国债收益率上升（即国债价格下跌）后的情况。在此例中，随着英国国债价格下跌，LDI 基金的缓冲区间被严重破坏，如果国债价格继续下跌（超过 50%），缓冲区间将会被完全破坏，LDI 基金的资产净值将会归零，并且导致回购借款的违约。后果就是银行交易的对对手方将会获得英国国债的所有权。LDI 基金的缓冲区间被破坏将导致其要么出售部分持有的英国国债，要么让其养老金投资者提供额外的资金以再平衡缓冲区间。

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

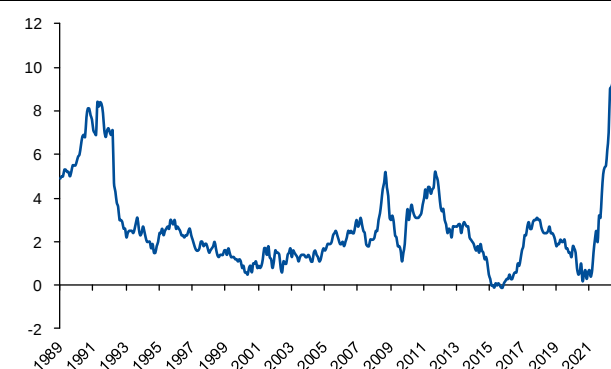
与此同时，英镑也在近期出现了巨幅波动。由于过去几周英镑一直在快速下跌，英国央行在关键时刻不得不出手进行了干预。英镑的下跌一方面反映了美元的整体走强，另一方面也说明了笼罩在这个岛国上空的财政和债务状况着实令人担忧。

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。

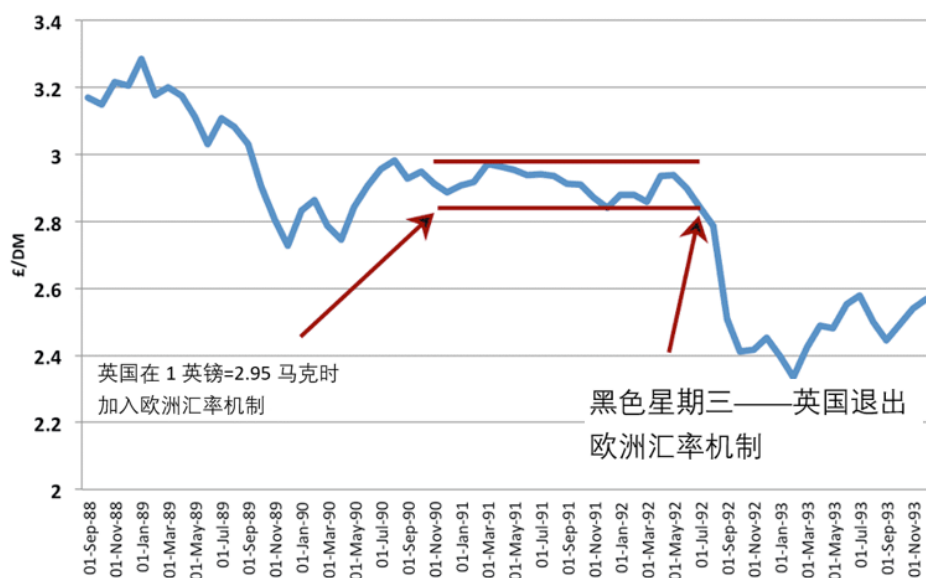
来源：英国政府

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，“老

宏观研究报告

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_47344

