

海外聚焦：全球紧缩之下，英日为何逆势购债？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn



研究助理：马骏



相关报告

- 1 宏观专题 20220804：欧洲有多难？会向何处去？
- 2 宏观专题 20220810：灵活就业如何反映经济周期？
- 3 宏观专题 20220815：《芯片法案》如何影响进出口产业链？
- 4 宏观专题 20220822：专项债限额空间怎么用？——财政系列研究之三
- 5 宏观专题 20220826：如何评估本轮缺电的影响？——能源系列研究之二
- 6 宏观专题 20220918：美国“衰退时钟”走到哪儿了？——海外经济系列之七
- 7 宏观专题 20220928：拜登“中期选举”胜算多大？——海外经济系列之八
- 8 宏观专题 20221010：新发展格局有何成效？——从国际环境看我国经济转型

投资要点

- **深度聚焦：全球紧缩之下，英日为何逆势购债？**
- **英日央行逆势购债。**全球高通胀的背景下，多国央行已步入紧缩周期，而近期英日央行选择逆势购债为市场补充流动性，政策出现宽松迹象。两国央行的购债有着本质上的不同，英央行此次购债是央行紧缩背景下的临时救市行为，而日央行购债则是遵循现有的政策目标即通过宽松政策来持续刺激经济。
- **英央行购债为养老金缓解流动性危机。**为应对高通胀，英央行已开启紧缩周期，加之财政部近期大幅减税计划对市场带来负面冲击，引发国债抛售，在货币政策和短期冲击下，久期较长的国债价格大幅下跌。国债是养老金的主要长久期资产，养老金的运营需要配置大量国债并购买利率互换，而利率互换协议需要抵押国债作为保证金。养老金受到双重打击。加息推高了养老金支付的浮动利息，而国债收益率骤增导致抵押物价值缩水迫使养老金追加保证金，对流动性带来双重打击。养老金需靠抛售国债来渡过难关，但这也会进一步压低国债价格，导致流动性螺旋危机。央行临时购债旨在缓解债市下跌压力，为养老金平仓提供空间。
- **日央行逆势宽松旨在提振经济，国债流动性承压。**日央行常年维持政策宽松。通胀虽升，但薪资增速的提高能进一步拉动经济。日央行采取收益率曲线控制政策，将10年国债利率上限设在0.25%，并在该上限无量购买国债来压低长端利率。逆势宽松使日元汇率承压，同时债市流动性亦受限。
- **疫情：新毒株加速扩散，欧洲疫情卷土重来。**截至10月12日，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约302万，相较前一周下降0.5%。欧洲本周新增约185万，较上周上升9.4%。欧洲多个国家新增确诊急速上升，其中德国本周新增约66万例，较上周大幅上升60%。全球死亡持续下降。新毒株BF.7加速扩散，世卫组织发出警示，BF.7正全球传播，几周内或成主流。欧美高度警惕冬季疫情，拜登政府将美国的新冠公共卫生紧急状态延长90天。新冠药物研发持续推进。全球猴痘持续好转，但疫苗供应仍紧张。截至10月12日，全球猴痘病例报告数一周新增约1500例，较上周大幅下降50.6%。
- **海外：美联储频频强硬发声。**美联储副主席布雷纳德等多位联储官员强硬表态，不会出于对美国金融稳定的担忧或国际金融市场的溢出影响，而放缓或停止加息。欧洲通胀上行未止，加息仍需坚定。欧央行副主席金多斯等多个官员认为，尽管多个指标已显示经济停滞或轻微衰退，仍需上调利率。摆脱俄气依赖，欧盟已有进展。俄总统普京表示，北溪二号的一条支线仍然处于工作状态，俄罗斯仍准备履行合同供应能源，而欧洲各国在摆脱俄罗斯能源依赖方面已取得了进展。全球通胀居高不下。美国9月CPI通胀同比录得8.2%，较上月回落仅0.1个百分点，不及市场预期，主因能源价格回落幅度放缓。欧元区通胀持续上行，且德国通胀也再创历史新高。美国通胀预期回升，预计下月75基点加息不会缺席。美国零售销售延续疲态，为过去12个月内第三次环比负增长。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 深度聚焦：全球紧缩，英日为何逆势购债？	- 4 -
2. 疫情：新毒株加速扩散，欧洲疫情卷土重来	- 7 -
3. 海外：全球通胀居高不下，美联储表态强硬	- 10 -

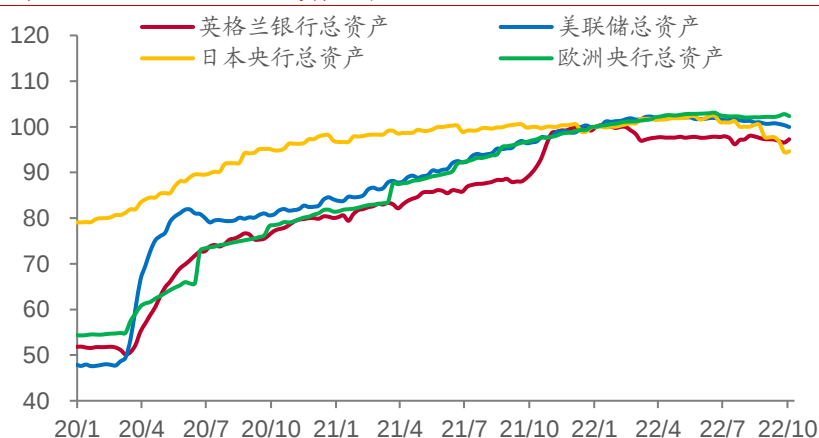
图表目录

图表 1: 美欧日英央行总资产情况.....	- 4 -
图表 2: 英国通胀、基准利率和十年期国债收益率 (%)	- 5 -
图表 3: 英国养老金资产持仓分布 (%)	- 5 -
图表 4: 英国养老金债券持仓细分 (%)	- 5 -
图表 5: 英国国债收益率 (%) 快速上行至近 14 年高点	- 6 -
图表 6: 发达经济体通胀率 (%)	- 6 -
图表 7: 日本十年期国债利率和央行设定上限 (%)	- 6 -
图表 8: 日本十年期国债收益率与汇率.....	- 7 -
图表 9: 日本债券市场流动性压力指数.....	- 7 -
图表 10: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 8 -
图表 11: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 8 -
图表 12: 近两周各国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 9 -
图表 13: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 9 -
图表 14: 各经济体人口流动情况 (七日移动平均)	- 9 -
图表 15: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 10 -
图表 16: 各经济体每日新增确诊猴痘病例数量 (七日移动平均, 例)	- 10 -
图表 17: 各经济体 CPI 增速 (%)	- 11 -
图表 18: 美国密歇根大学通胀预期 (%)	- 12 -
图表 19: 美国零售销售环比、同比增速 (%)	- 12 -

1. 深度聚焦：全球紧缩，英日为何逆势购债？

英日央行逆势购债。随着高通胀在全球普遍蔓延，多国央行都已相继步入紧缩周期，通过缩表和持续加息抑制需求抗击通胀。然而近期英日央行选择逆势购债为市场补充流动性，政策出现宽松迹象。英央行在过去一周宣布，将每日购债规模提高至最高 100 亿英镑，以应对英国养老金危机。而日央行也仍持续无限量购买十年期国债以压制其收益率保持在 0.25% 的水平。虽然两国央行购债操作表面相似，但其实质大相径庭。**英央行此次购债是央行紧缩背景下的临时救市行为，而日央行购债则是遵循现有的政策目标即通过宽松政策来持续刺激经济。**

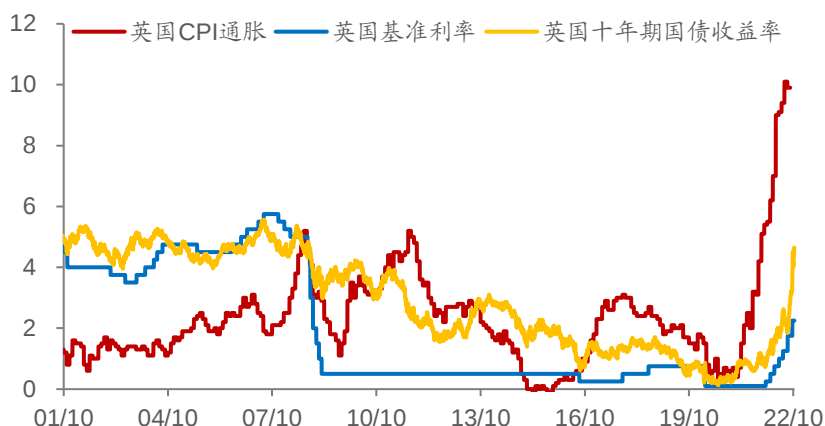
图表 1：美欧日英央行总资产情况



来源：WIND，中泰证券研究所，各央行总资产 2022 年 1 月 7 日标准化为 100。

英央行全面紧缩应对高通胀。英国 8 月 CPI 通胀录得 9.9%，这是其近 40 年高点，为应对持续攀升的高通胀，英央行自去年 12 月率先进入加息周期，并于今年 2 月开始实施缩表，停止对到期资产进行再投资，以此减少购买英国政府债券的存量。在全方位的货币紧缩下，英国国债收益率快速上升，加之财政部 9 月底宣布大幅减税计划对市场带来负面冲击，悲观情绪发酵进一步引发英国国债抛售行为。在货币政策和短期冲击下，久期较长的国债价格大幅下跌。

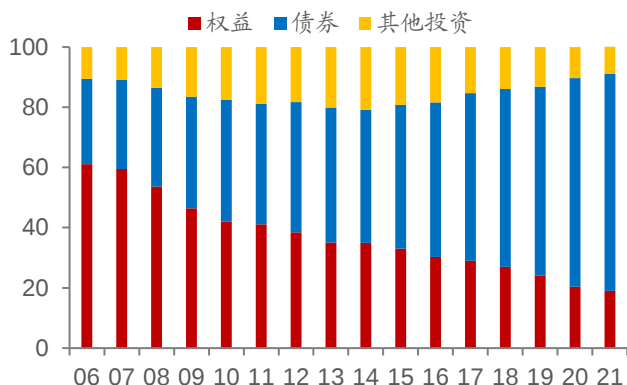
图表2：英国通胀、基准利率和十年期国债收益率（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

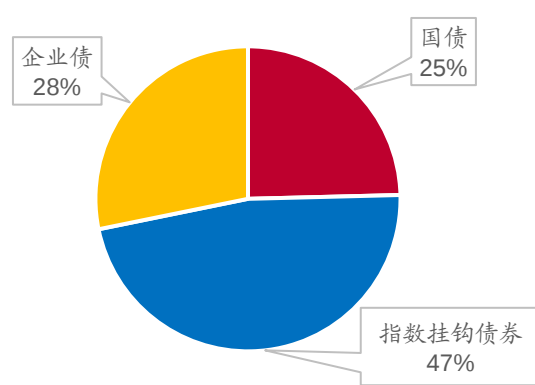
国债是养老金的主要长久期资产。养老金是英国国债的主要投资者之一。英国的养老金许多采用固定收益计划（Defined Benefit），养老金计划参与者将在未来收到固定收入。因此，养老金需要使用金融工具来匹配未来现金流，并应对超长久期所带来的风险，而这主要通过购买长期国债以及支付浮息换取固息的利率互换来完成。此外，利率互换协议需要养老金抵押国债作为保证金。根据《2021年英国养老金保护基金紫皮书》统计，英国养老金的债券持仓逐年升高，由2006年的28%上升至2021年的72%。其中，国债约占25%，指数挂钩债券约占47%。

图表3：英国养老金资产持仓分布（%）



来源：《2021年英国养老金保护基金紫皮书》，中泰证券研究所

图表4：英国养老金债券持仓细分（%）



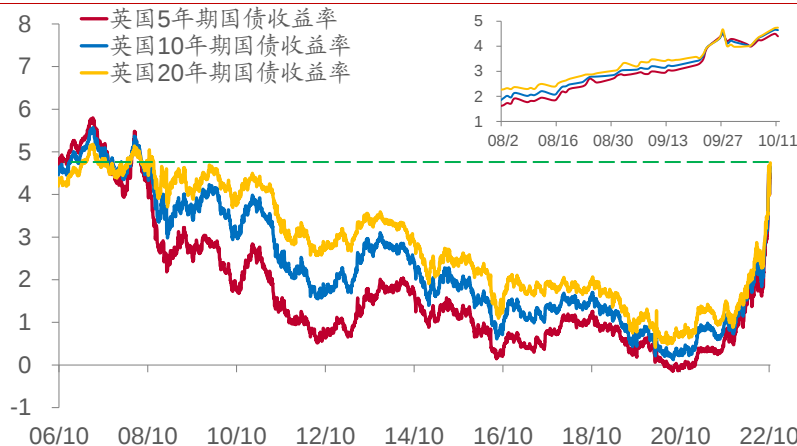
来源：《2021年英国养老金保护基金紫皮书》，中泰证券研究所

养老金受到双重打击。一方面，在利率互换协议中，英国养老金需要支付浮息换取固息，而加息使得需要支付的浮息更高，是养老金所持有的当前国债收益无法匹配的。因此养老金需要更多流动性来延续其利率互换的协议。另一方面，国债收益率骤增导致抵押物公允价值大幅缩水。因此养老金需要追加保证金，使得流动性进一步下降。根据《2021年英国养老金保护基金紫皮书》测算，国债收益率每上升0.1个百分点，养老金的总资产就缩水0.9%，而从今年8月1日到10月12日，短短两个月时间，英国十年期国债收益率已上升约2.8个百分点，以此线性推算英国养老金总资产已缩水超25%。在这样情况下，养老金需要抛售国债来获得短期流动性渡过难关，而抛售国债会进一步压低国债价格，产生流动性螺旋危机。

临时购债旨在为养老金托底。面对潜在的流动性危机，英央行不得已通

过临时购买国债和指数挂钩国债（养老金核心持仓），来帮助养老金缓解困境，防止市场进一步抛售带来更大范围的流动性危机。然而，临时的购债无异于冲突了央行原定的收缩计划，也推迟了原定的缩表操作。这使得央行独立性和市场对政策预期的稳定性大幅受损。10月14日，英央行如期结束了临时购债行为，而英国财长夸滕业已离职，同时此前提出减税计划的新首相特拉斯也承认减税计划过于激进，财政政策或将转向。

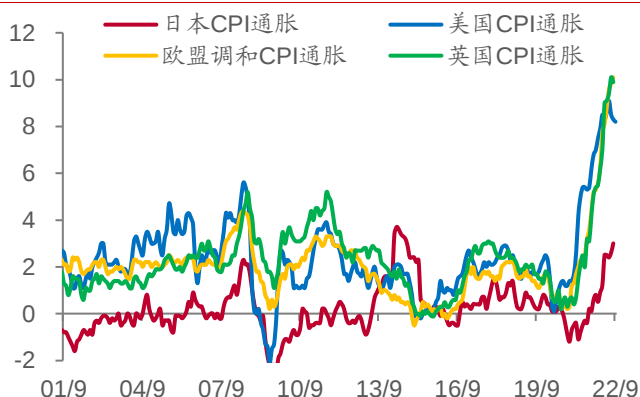
图表5：英国国债收益率（%）快速上行至近14年高点



来源：WIND，中泰证券研究所

日本常年维持政策宽松。与英国在经济上有本质的不同，日本通胀常年不及2%的政策目标，虽然近期通胀升至3%，超出央行设定的预期范围，但仍远低于其他发达经济体。同时，日本通胀主要由大宗商品价格短期波动所驱动，而日央行认为薪资增速的提升能进一步拉动经济。在这样的大环境下，日央行维持收益率曲线控制政策（YCC），将短端利率锚定在-0.1%，而10年期国债收益率在0%附近，同时将10年国债利率上限设在0.25%，并在该上限无限量购买国债来压低长端利率。

图表6：发达经济体通胀率（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

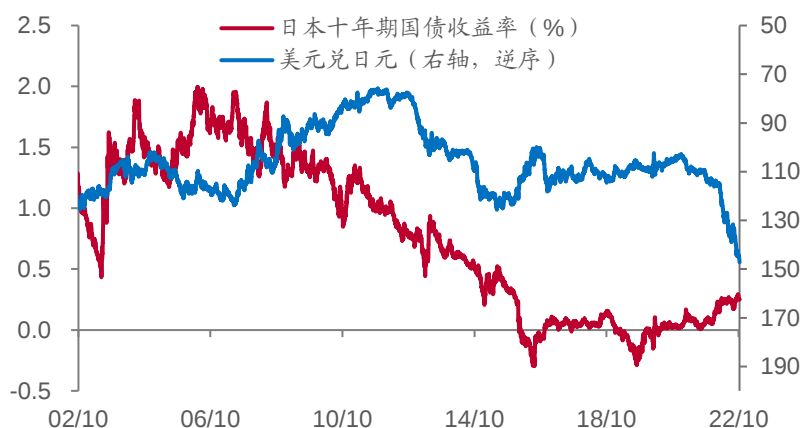
图表7：日本十年期国债利率和央行设定上限（%）



来源：WIND，日本央行，中泰证券研究所

逆势宽松代价：汇率承压。在日本逆势宽松的政策下，美日利差推动日元汇率贬值压力快速上升，导致日本近24年来首次干预汇市。但是，日央行和财长公开表示汇率贬值对经济也有一定的帮助，日元贬值可能产生了积极经济影响。

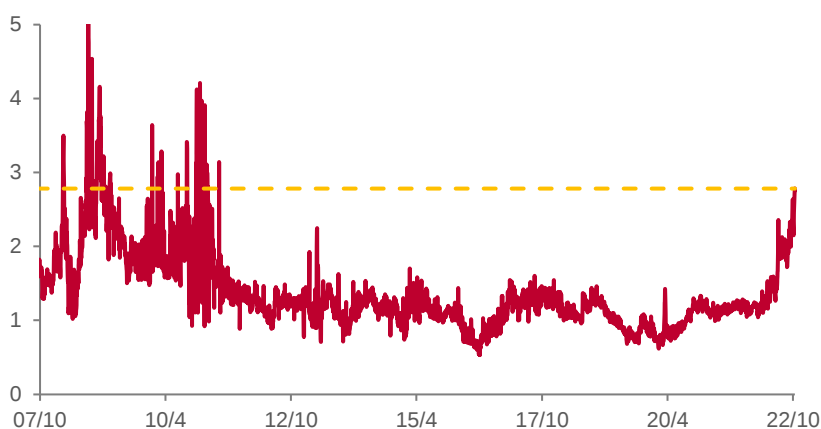
图表 8：日本十年期国债收益率与汇率



来源：WIND，中泰证券研究所

债市流动性受限。除汇率之外，央行实行的无限量买债政策挤压债市流动性，引发罕见的国债零成交现象。事实上，所谓的零成交是指在债券交易平台日本相互证券上金融机构间国债交易出现零成交，而绝大多数交易都在场外，其中主要是金融机构和央行的交易。这一现象的诱因是，卖家都同央行完成了交易，而买家难以在公开市场找到交易对手。这使得债市流动性受到较大挑战，国债流动性压力指数逼近 2.8，达到 2011 年来高点。在日本央行长期宽松的政策背景下，债市流动性或将持续受限。

图表 9：日本债券市场流动性压力指数

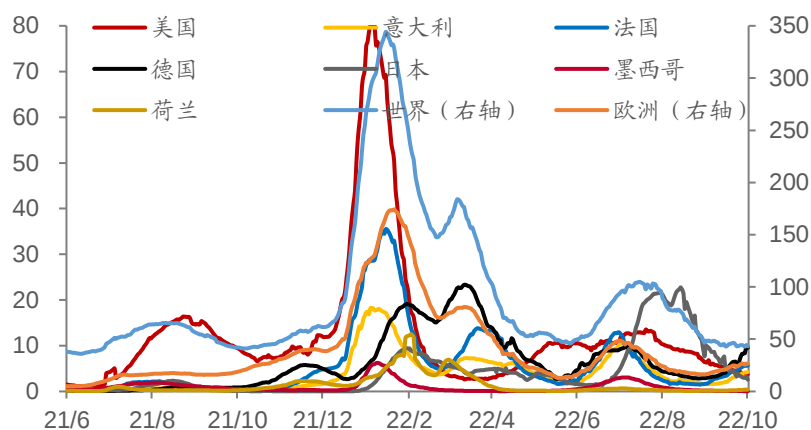


来源：Bloomberg，中泰证券研究所

2. 疫情：新毒株加速扩散，欧洲疫情卷土重来

欧洲疫情或卷土重来。截至 10 月 12 日，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约 302 万，相较前一周下降 0.5%。欧洲本周新增约 185 万，较上周上升 9.4%。欧洲多国新增确诊急速上升。德国本周新增约 66 万例，较上周大幅上升 60%。荷兰本周新增约 24000 例，较上周大幅上升 25%。意大利本周新增约 29 万例，较上周上升 20%。法国本周新增约 40 万例，较上周上升 19%。

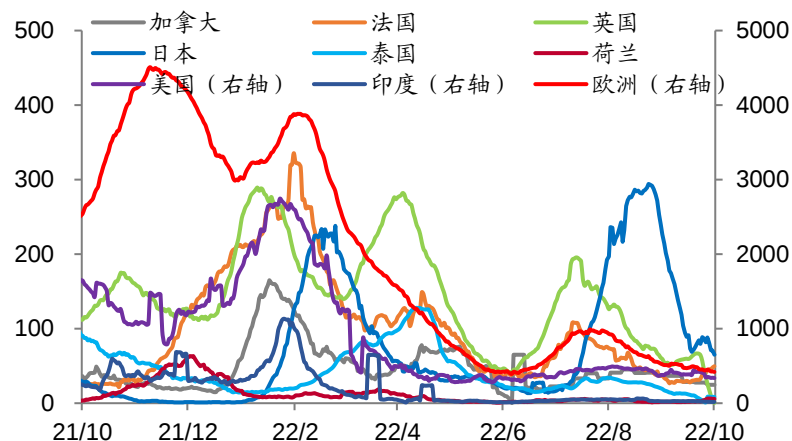
图表 10: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

全球死亡持续下降。截至 10 月 12 日, 全球新冠肺炎一周新增死亡病例约 8100 人, 较上周下降 **10.8%**。欧洲一周新增死亡约 2900 人, 较上周下降 **7.4%**。本周, 个别国家新增死亡陡增。泰国本周新增死亡约 58 例, 相较上周大幅上升 **123.1%**。荷兰本周新增死亡约 39 例, 相较上周大幅上升 **95%**。

图表 11: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

新毒株 BF.7 加速扩散。世界卫生组织发出警示, **BF.7** 正全球传播, 几周内或成主流。由于奥密克戎 **YBR** 变种毒株快速扩散, **新加坡** 卫生部提前

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_47362

