

策略月评 20221017

降低对欧风险敞口，警惕美国钱荒重演

2022 年 10 月 17 日

事件

■ 2022 年 9 月末英国养老金市场陷入危机，导致英国央行不得不紧急出手救市。我们认为本次危机对于全球市场有以下几点深远影响。第一，英国经济的衰退和英镑的继续下跌在所难免，预计将导致英国央行 11 月继续大幅加息拯救汇率。第二，事实已经证明主权债券不再是安全的避风港，全球市场对于所谓“安全资产”的重新定价可能会引发进一步的动荡。第三，随着美联储 QT 和投资者对于美债的大量抛售，美国市场可能出现与目前英国类似的流动性危机。我们建议投资者降低权益和债券配置中对于英国及欧洲的风险敞口，同时关注美国市场的下行风险。

观点

■ **养老金危机背后深层的驱动因素是经济衰退。**减税带来的养老金危机只是表象，而背后深层的驱动因素则是经济衰退、市场对特拉斯政府提振经济的计划缺乏信心，以及央行停止大规模购买债券导致债市供需失衡。长期来看，这些问题将会一直存在，而央行救市不可能一直持续，并且效果也在逐渐降低。我们看到，9 月 28 日英国央行救市后，英镑在短暂的提振后再度开始下跌，预计与美元回到平价只是时间问题，英国国债收益率也再度开始走高。而同时，货币和财政背道而驰，英国公共债务占 GDP 比例不断上升。同时，由于俄乌冲突短期升级，将对英国及欧元区能源价格造成上行风险。我们建议投资者及时降低对英国及欧洲的风险敞口，不仅局限于对英国及欧洲上市公司的权益投资，同时也包括收入对欧洲市场暴露较大的全球公司。我们整理了标普 500 与 FTSE100 中主要公司的营收对欧暴露情况和今年以来涨跌幅。从数据来看，FTSE100 成分股中对欧暴露较大的公司也表现出了较为明显的下跌，而标普 500 标的中这一趋势尚不明显，建议关注后续市场 price in 的风险。

■ **关注美国回购市场的波动和美元的下行风险。**以金边债券为例的资产已不再是安全避风港。而避风港倒塌后的市场情绪崩溃，则可能带来超出预期的恐慌抛售。随着全球央行逐渐停止 QE，开始收紧货币，资金寻找避风港，而一旦避风港倒塌，安全资产到大幅抛售的风险同样存在于美国、欧元区等经济体中。美国方面，随着美联储缩表、财政部缩减短期美债的发行，以投资短期安全资产的货币市场基金为首的大量资金涌入 ONRRP，形成无法释放的冗余流动性，因此，缩表实际抽干的是银行系统中的准备金。而一旦准备金规模过低，则可能导致类似 2019 年 9 月货币市场短期利率飙升的钱荒局面重演。一旦流动性危机和恐慌情绪出现，预计会对债市和股市形成负面冲击，我们提醒投资者关注美国回购市场的波动和美元的下行风险。

■ **美国市场可能出现与目前英国类似的流动性危机。**目前来看，除美联储减持美债外，包括商业银行和对冲基金在内的美债其他主要买家都在撤离，但市场上的美债供应却处于高位。由于美国政府的财政赤字，预计未来每年都会发行 1 万亿美元的国债，叠加 QT，预计将使今年的美债供应达到 1.5 万亿美元的历史高位，为疫情前规模的三倍。这导致美债市场供需非常不平衡，预计将对 QT 的推进和后续的政策空间造成限制。

■ **风险提示：**全球资金流入美国，美元继续走强；公司营收对欧洲风险暴露对涨跌幅解释程度较低；地缘政治风险继续升级，导致市场波动超出预期。

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

相关研究

《中国式现代化、科教兴国、国家安全——学习二十大系列 1》

2022-10-17

《降消费、加安全——东吴金股组合调整》

2022-10-16

内容目录

1. 养老金危机背后深层的驱动因素是经济衰退 4

2. 关注美国回购市场的波动和美元的下行风险 8

3. 美国市场可能出现与目前英国类似的流动性危机 8

4. 风险提示 9

图表目录

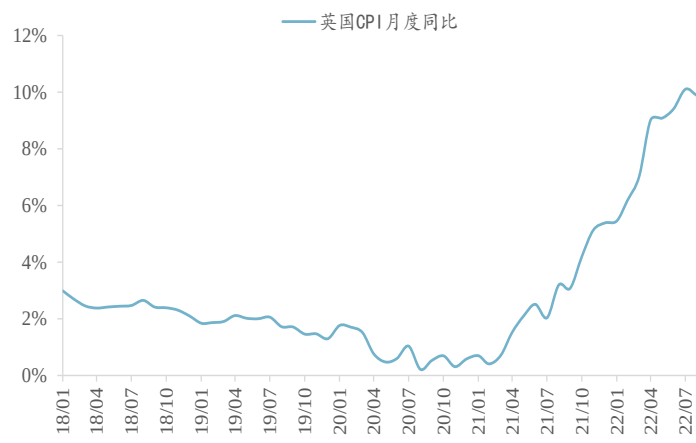
图 1: 市场担心减税将增加英国的财政赤字, 进一步引发高通胀.....	5
图 2: 英国零售在 8 月显著下滑.....	5
图 3: 养老金市场危机使英国债券收益率飙升, 随后英国央行出手救市.....	5
图 4: 英镑在短暂的提振后再度开始下跌.....	6
图 5: 英国公共债务占 GDP 比例上升.....	6
图 6: 英国股票市场受到负面冲击.....	6
图 7: FTSE100 主要成分股营收对欧暴露情况与今年以来涨跌幅对比.....	6
图 8: S&P500 主要成分股营收对欧暴露情况与今年以来涨跌幅对比.....	7
图 9: 大量资金涌入 ON RRP, 银行准备金被抽干.....	8
图 10: 美联储与其他市场参与者减持美国国债.....	9
图 11: 私人部门持有的美债预计持续下降.....	9
表 1: S&P500 主要成分股营收对欧暴露情况与今年以来涨跌幅对比.....	7

2022年9月末英国养老金市场陷入危机，导致英国央行不得不紧急出手救市。尽管英国已逆转其减税计划并推迟QT，长期来看，我们认为本次危机对于全球市场依然有以下几点深远影响。第一，英国经济的衰退和英镑的继续下跌在所难免，预计将导致英国央行11月继续大幅加息拯救汇率。第二，事实已经证明主权债券不再是安全的避风港，全球市场对于包括美债、美联储隔夜逆回购协议在内的所谓“安全资产”的重新定价可能会引发进一步的动荡。第三，随着美联储QT和投资者对于美债的大量抛售，美国市场可能出现与目前英国类似的流动性危机。我们建议投资者降低权益和债券配置中对于英国及欧洲的风险敞口，同时关注目前依然较为安全的美国市场的下行风险。

1. 养老金危机背后深层的驱动因素是经济衰退

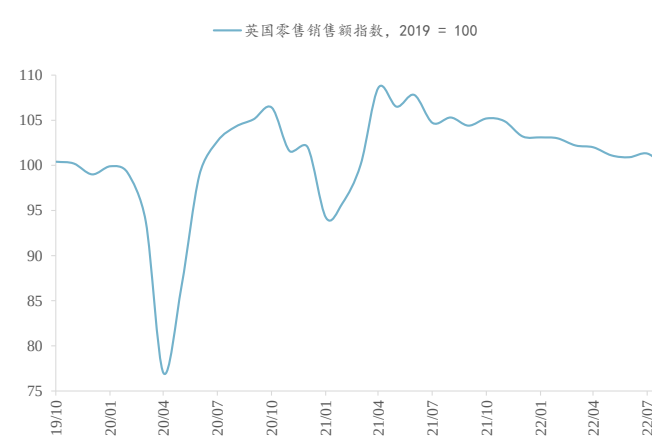
本次英国养老金危机的主要诱因是2022年9月23日宣布的50年来最大规模减税措施，该减税措施如果实施，相当于免除高达450亿英镑的税收。英国政府推出减税的本意是刺激经济增长，但公众对此的反应却背道而驰。首先，市场担心减税将增加英国的财政赤字，进一步引发高通胀；其次，减税本身就传递出政府对经济信心不足的信号。因此，英国国债收益率大幅上升、价格暴跌，导致广泛采用利率互换工具的英国养老金陷入流动性危机。简单来说，英国养老金大部分是DB型，即收益确定型，向养老储户支出的金额完全取决于储户缴费的金额，因此，养老金未来需要支付给储户的现金流规模是固定的。把这些需要支付的现金流按利率折现，就是养老金负债端的现值，而由于利率存在波动，负债端的现值也具有较大的波动性。同时，居民寿命和通胀也会对负债的现值产生影响。为了避免资金不足，养老金需要保证其负债的现值和资产的现值能够相匹配，但由于养老金负债端的久期太长，一般很难找到在收益和久期方面都完全匹配的资产，因此会选择投资利率互换来匹配资产和负债端对利率的敏感度。养老金通常与投行签订协议，把购买国债获得的固定利息收入换成浮动的利息支出。这样一来，如果利率下行，虽然养老金负债端的现值上升，但资产端的利率互换的现值也同时上涨，两者抵消，反之亦然。而此次浮动利率大幅上行，导致养老金负债和资产现值同步下行，理论上可以互相抵消，但由于投资利率互换需要向投行缴纳一定保证金，随着利率互换亏损，养老金就需要向投行补缴保证金，因此不得不卖出手头持有的国债来进行筹资，这些抛售导致英国国债收益率进一步上行，最后形成恶性循环的死亡螺旋。

图1: 市场担心减税将增加英国的财政赤字, 进一步引发高通胀



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 英国零售在8月显著下滑



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 养老金市场危机使英国债券收益率飙升, 随后英国央行出手救市

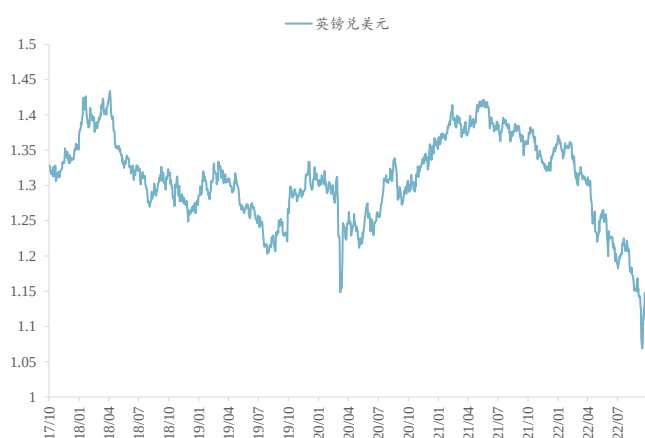


数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

为了稳定市场,英国央行临时紧急启动了 650 亿英镑的债券购买计划,宣布推迟 QT 并逆转其减税方案。然而,英国国债收益率在短期得到扭转后依然出现了继续上升的趋势。我们认为,减税带来的养老金危机只是表象,而背后深层的驱动因素则是经济衰退、市场对特拉斯政府提振经济的计划缺乏信心,以及央行停止大规模购买债券导致债市供需失衡。长期来看,这些问题将会一直存在,而央行救市不可能一直持续,并且效果也在逐渐降低。我们看到,9月28日英国央行救市后,英镑在短暂的提振后再度开始下跌,预计与美元回到平价只是时间问题,英国国债收益率也再度开始走高。而同时,货

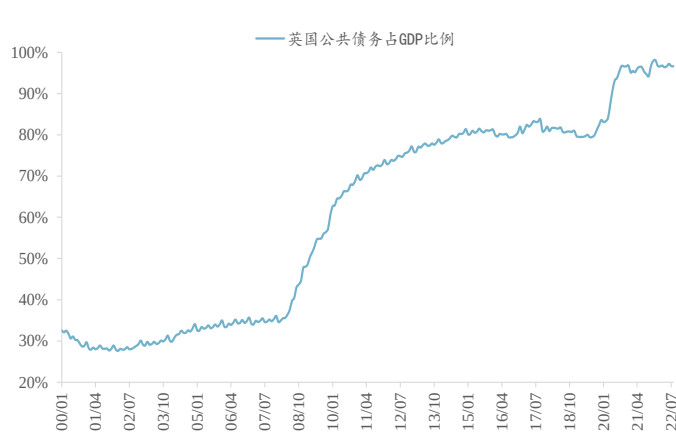
币和财政背道而驰，英国公共债务占 GDP 比例从一年前的 95% 上升至 97%，需要削减支出或增税 620 亿英镑，才能阻止公共债务在经济中所占的比重不断上升。同时，由于俄乌冲突短期升级，将对英国及欧元区能源价格造成上行风险，使情况雪上加霜。因此，英国养老金暴雷虽然暂时平息，但经济与金融系统暗流涌动。我们建议投资者及时降低对英国及欧洲的风险敞口，不仅局限于对英国及欧洲上市公司的权益投资，同时也包括收入对欧洲市场暴露较大的全球公司。我们整理了标普 500 与 FTSE100 中主要公司的营收对欧暴露情况和今年以来涨跌幅。从数据来看，FTSE100 成分股中对欧暴露较大的公司也表现出了较为明显的下跌，而标普 500 标的中这一趋势尚不明显，建议投资者关注后续市场 price in 的风险。

图4：英镑在短暂的提振后再度开始下跌



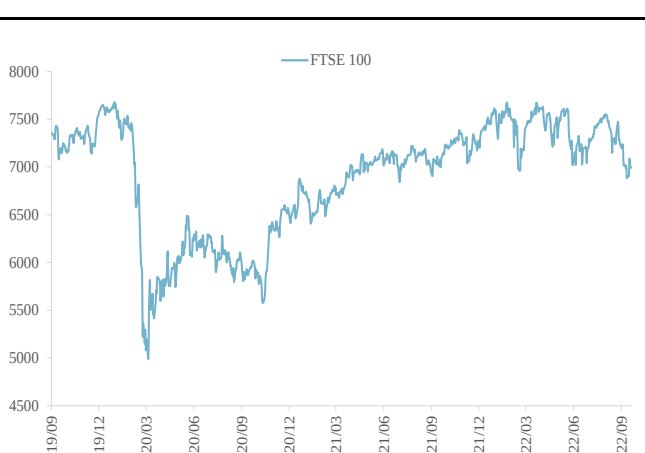
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图5：英国公共债务占 GDP 比例上升



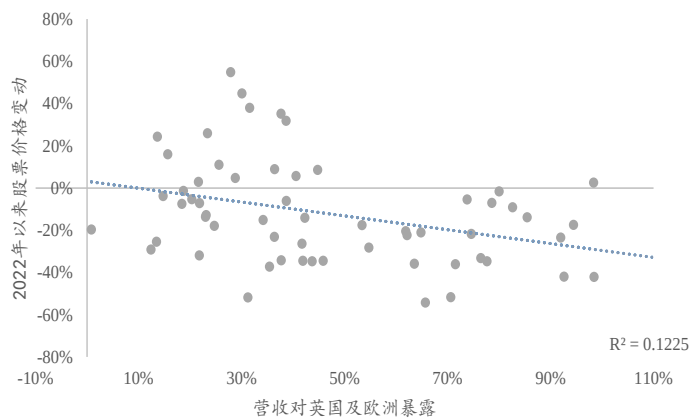
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6：英国股票市场受到负面冲击



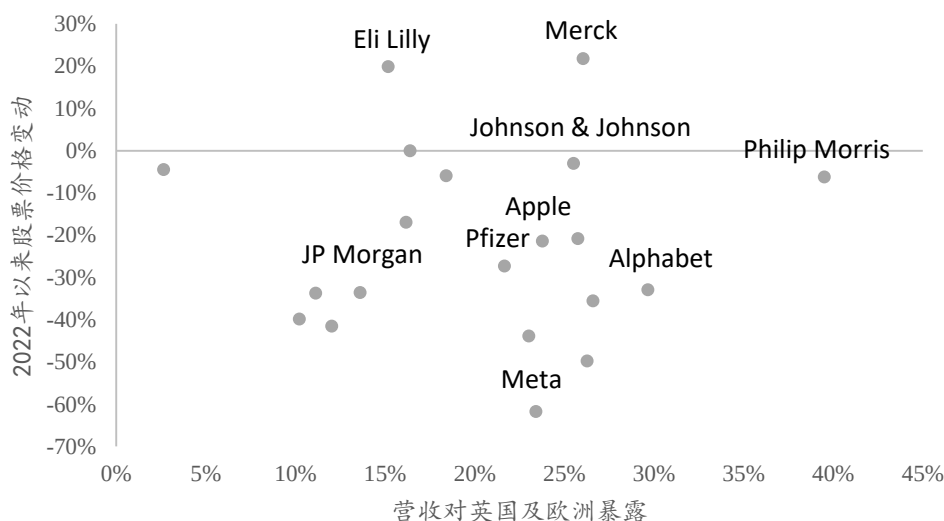
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：FTSE100 主要成分股营收对欧暴露情况与今年以来涨跌幅对比



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图8: S&P500 主要成分股营收对欧暴露情况与今年以来涨跌幅对比



数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

表1: S&P500 主要成分股营收对欧暴露情况与今年以来涨跌幅对比

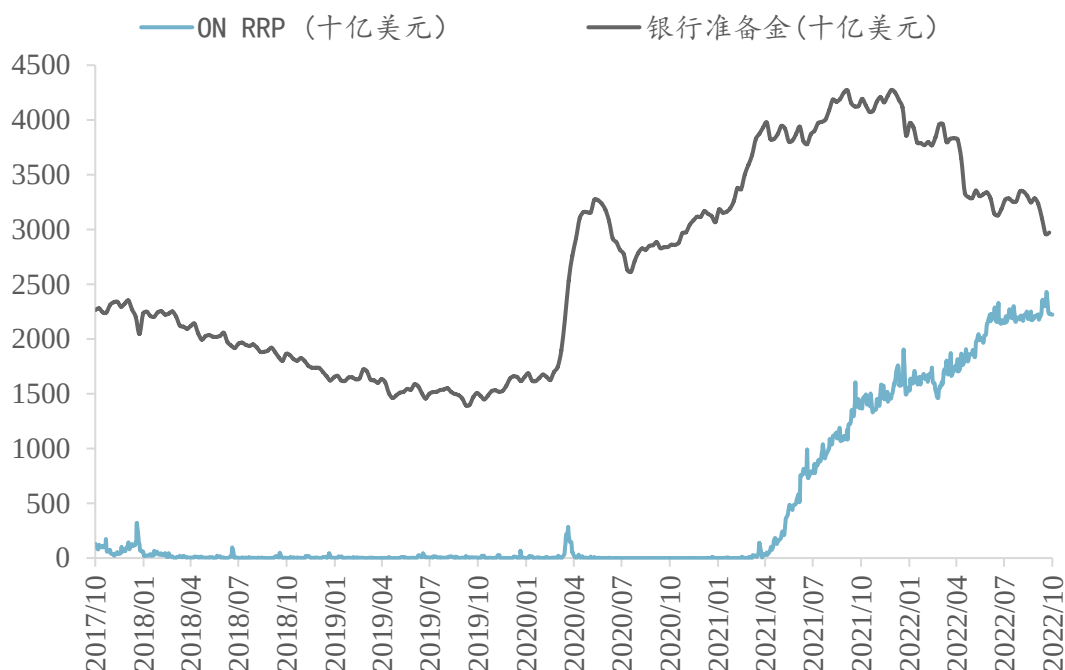
公司	代码	对欧暴露情况	今年以来涨跌幅
Apple Inc.	AAPL	23.8%	-21.4%
Alphabet Inc. Class A	GOOGL	29.7%	-32.9%
Johnson & Johnson	JNJ	25.5%	-3.0%
JPMorgan Chase & Co.	JPM	13.6%	-33.6%
Meta Platforms Inc. Class A	META	23.4%	-61.8%
Eli Lilly and Company	LLY	15.2%	19.9%
Pfizer Inc.	PFE	21.7%	-27.3%
Merck & Co. Inc.	MRK	26.0%	21.8%
PepsiCo Inc.	PEP	2.6%	-4.5%
Coca-Cola Company	KO	18.4%	-5.9%
Broadcom Inc.	AVGO	11.1%	-33.7%
Walt Disney Company	DIS	10.2%	-39.9%
Cisco Systems Inc.	CSCO	26.6%	-35.6%
Salesforce Inc.	CRM	23.0%	-43.9%
Texas Instruments Incorporated	TXN	16.2%	-16.9%
Linde plc	LIN	25.7%	-20.8%
Adobe Incorporated	ADBE	26.3%	-49.8%
Philip Morris International Inc.	PM	39.5%	-6.2%
Comcast Corporation Class A	CMCSA	12.0%	-41.5%
Raytheon Technologies Corporation	RTX	16.4%	0.0%

数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

2. 关注美国回购市场的波动和美元的下行风险

本次危机的第二点启示是以金边债券为例的资产已不再是安全避风港。而避风港倒塌后的市场情绪崩溃，则可能带来超出预期的恐慌抛售。回顾历史上的金融危机，次贷危机的产生部分原因正是由于市场意识到“没有风险”的 MBS 并不安全，而欧债危机中，投资者也因意识到欧洲主权债券并不是安全避风港而造成了恐慌螺旋。随着全球央行逐渐停止 QE，开始收紧货币，资金寻找避风港，而一旦避风港倒塌，安全资产到大幅抛售的风险同样存在于美国、欧元区等经济体中。美国方面，随着美联储缩表、财政部缩减短期美债的发行，以投资短期安全资产的货币市场基金为首的大量资金涌入 ON RRP，形成无法释放的冗余流动性，因此，缩表实际抽干的是银行系统中的准备金。而一旦准备金规模过低，则可能导致类似 2019 年 9 月货币市场短期利率飙升的钱荒局面重演。一旦流动性危机和恐慌情绪出现，预计会对债市和股市形成负面冲击，我们提醒投资者关注美国回购市场的波动和美元的下行风险。

图9：大量资金涌入 ON RRP，银行准备金被抽干

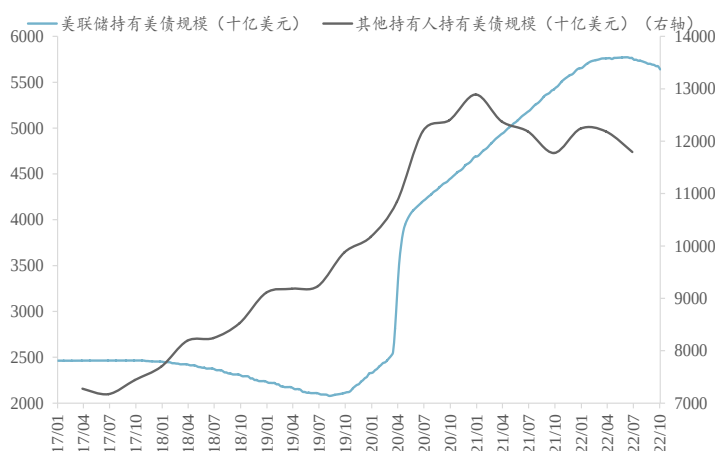


数据来源：FRED，东吴证券研究所

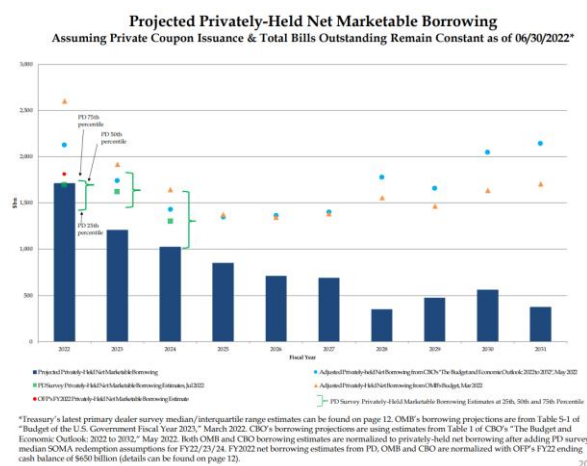
3. 美国市场可能出现与目前英国类似的流动性危机

第三，随着美联储 QT 和投资者对于美债的大量抛售，美国市场可能出现与目前英

国类似的流动性危机。目前来看，除美联储减持美债外，包括商业银行和对冲基金在内的其他主要买家都在撤离，但市场上的美债供应却处于高位。由于美国政府的财政赤字，预计未来每年都将发行 1 万亿美元的国债，叠加 QT，预计将使今年的美债供应达到 1.5 万亿美元的历史高位，为疫情前规模的三倍。这导致美债市场供需非常不平衡，大量美债无人接盘，预计将对 QT 的推进和后续的政策空间造成限制。我们在 2020 年 10 月的报告《美联储资产负债表规模会回落吗》中曾有所讨论，历史上美联储的缩表计划引发的恐慌对债券、黄金、新兴市场股票冲击最大，对大宗商品的影响较小。

图10：美联储与其他市场参与者减持美国国债


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图11：私人部门持有的美债预计持续下降


数据来源：treasury.gov，东吴证券研究所

4. 风险提示

全球资金流入美国，美元继续走强；

公司营收对欧洲风险暴露对涨跌幅解释程度较低；

地缘政治风险继续升级，导致市场波动超出预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>