

## 核心观点

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

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%，并在该上限无限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。

## 正文

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%，

并在该上限无限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。

## 正文

## 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。

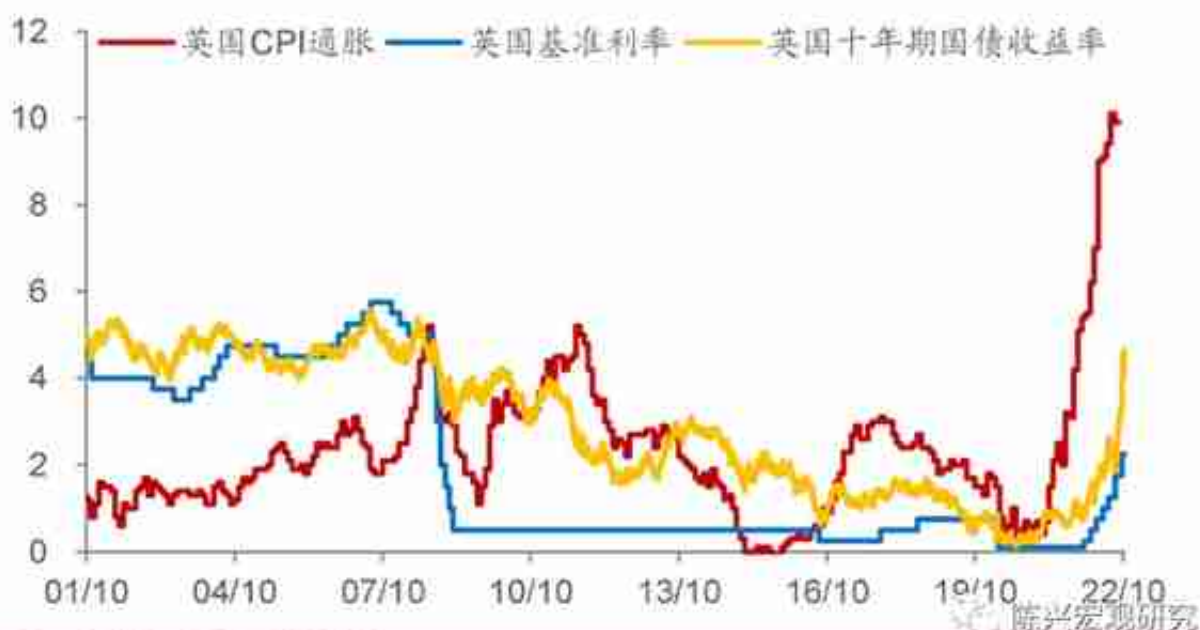
随着高通胀在全球普遍蔓延，多国央行都已相继步入紧缩周期，通过缩表和持续加息抑制需求抗击通胀。然而近期英日央行选择逆势购债为市场补充流动性，政策出现宽松迹象。英央行在过去一周宣布，将每日购债规模提高至最高100亿英镑，以应对英国养老金危机。而日央行也仍持续无限量购买十年期国债以压制其收益率保持在0.2

5%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。

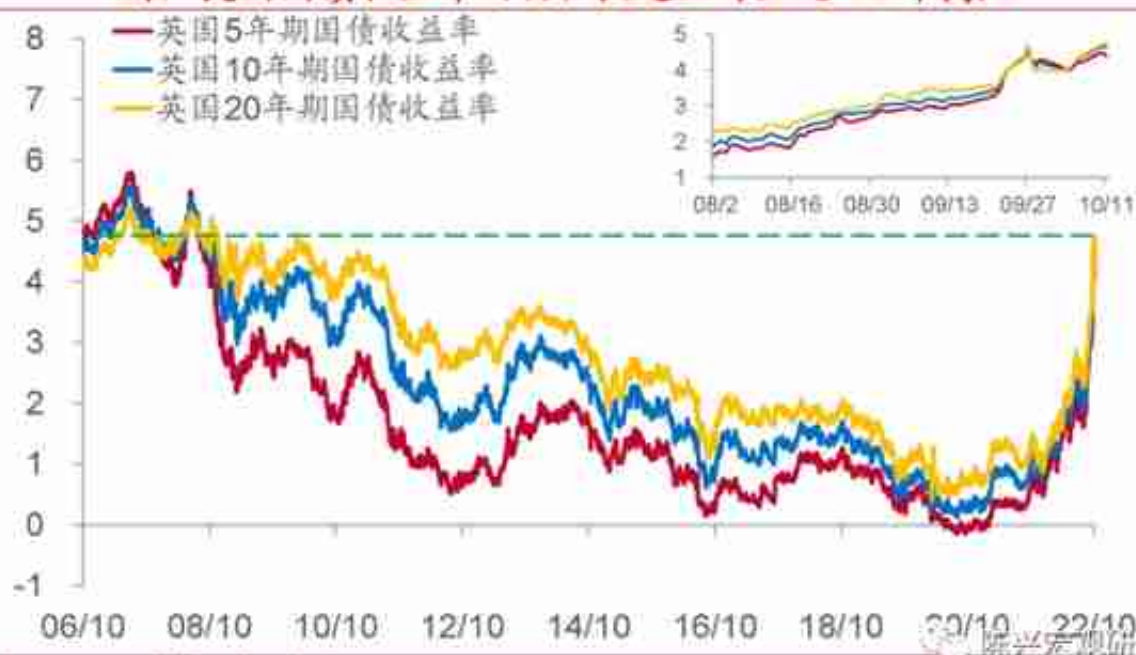
图：英国通胀、基准利率和十年期国债收益率（%）



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：英国国债收益率（%）快速上行至近14年高点

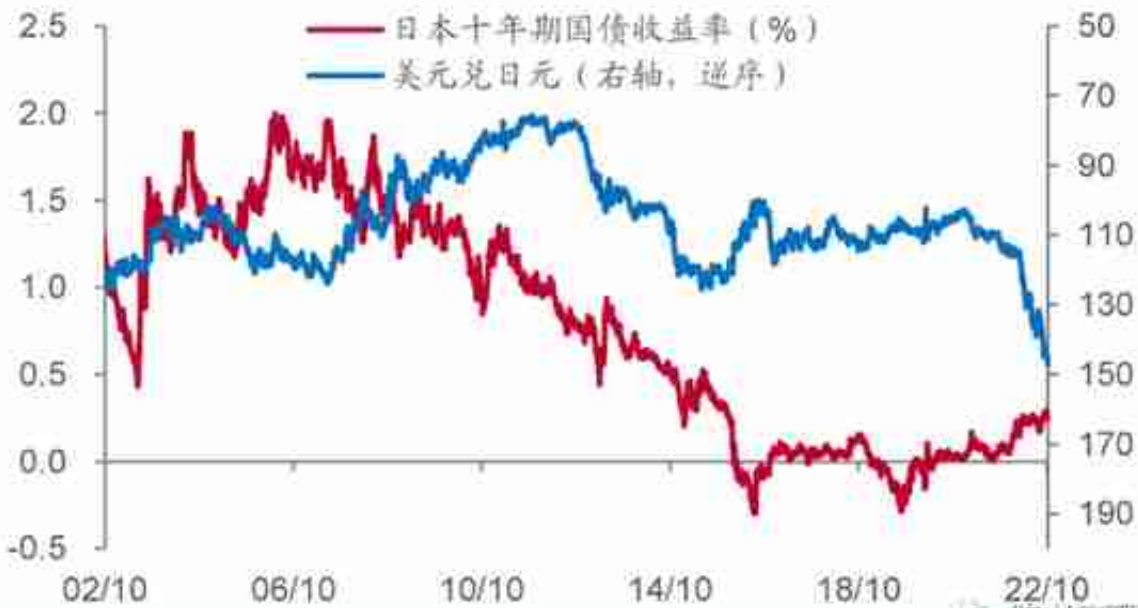


日本常年维持政策宽松。

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。

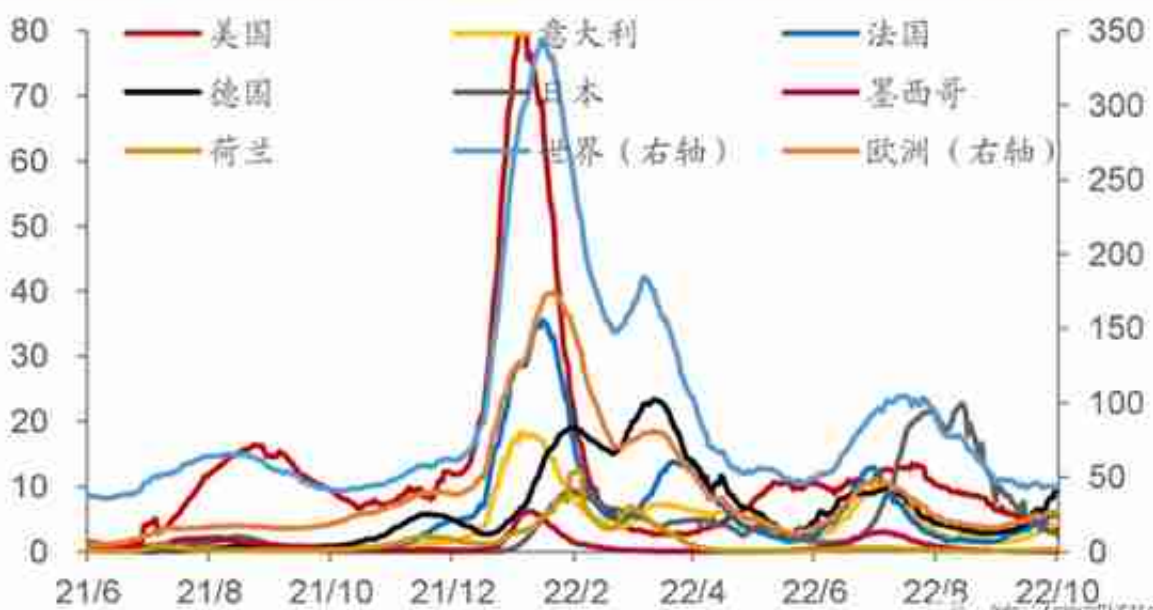
图：日本十年期国债收益率与汇率



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：各经济体每日新增确诊病例数量（七日移动平均，万例）



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

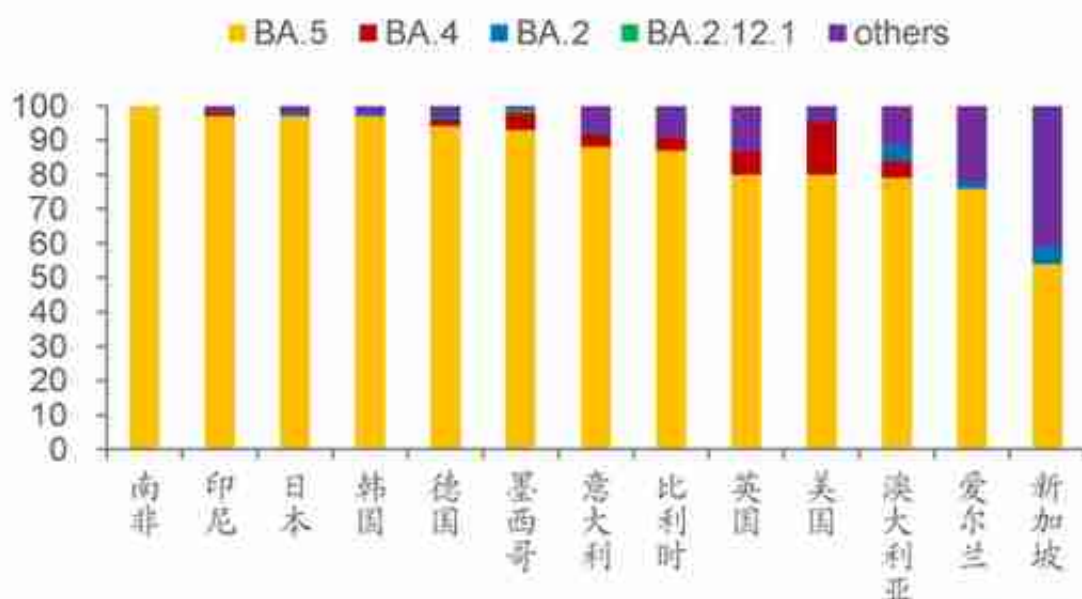
一周新增死亡约2900人，较上周下降7.4%

。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：近两周各国送检样本中各变种毒株比例（%）



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，以应对冬季可能出现的病例激增情况。德国

卫生部长呼吁全国地方

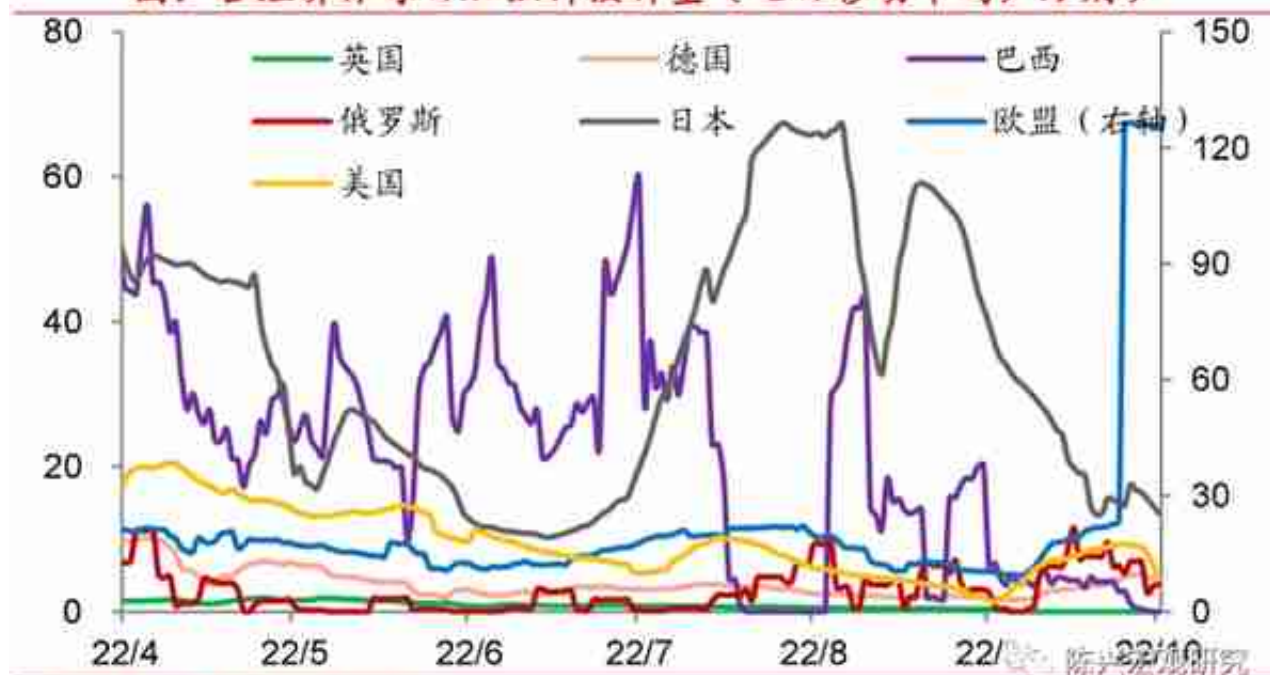
政府提高防疫措施来减缓新增病例。日本

近日取消了入境限制，并恢复了与68个国家的免签证旅游入境政策，其中包括美国和韩国。世界卫生组织

指出，因多国近期新冠感染、住院和死亡人数增加，伴随着北半球流感季的到来，预计未来将出现新冠与流感等其他病毒同时传播的局面，并呼吁各国不应掉以轻心。

。

图：各经济体每日加强针接种量（七日移动平均，万剂）



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1

500例，较上周大幅下降50.6%。

全球累计报告总数超72000例，较上周上升2.2%

，增速快速回落。新西兰

卫生机构确认国内出现猴痘社区传播现象，但由于全球疫苗紧缺，预计需等到12月才能供应疫苗。美国

FDA向雅培开发的猴痘检测工

具授予紧急使用授权。尼日利亚海关

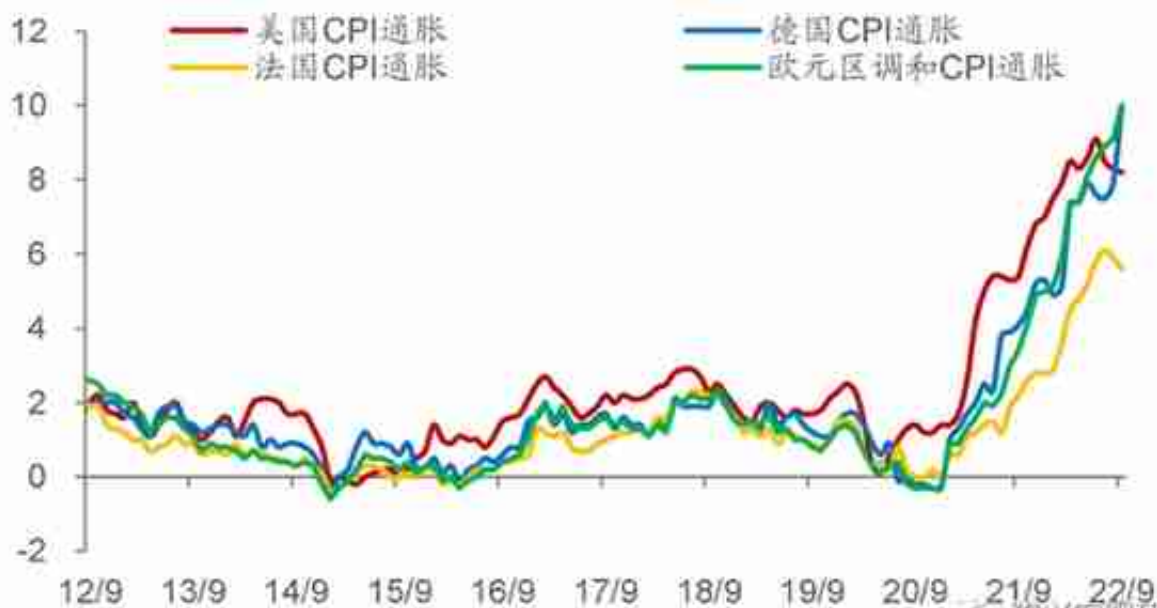
指出，猴痘可通过

衣物传播，因此应警惕旧衣物的进口

和走私。国际卫生组织

近日指出，猴痘的新增感染数量下降，但各国不能因此掉以轻心，减少防控措施。

图：各经济体CPI增速(%)



美国通胀预期回升。来源：CEIC 申万证券研究所。

美国密歇根大学一年期通胀预期10月录得5.1%，较上月大幅攀升0.4个百分点，为今年3月以来首次上升。五年期通胀预期指数录得2.9%，较上月回升0.2个百分点。通胀预期会自我实现，这是美联储近月以来不断强调的观点。因此在通胀预期较大幅度回升叠加9月CPI通胀超预期的现状下，我们认为11月75基点加息不会缺席。如果通胀依旧顽固，12月可能将出现连续5次加息75bp这一前所未有的局面。

图：美国零售销售环比、同比增速(%)



风险提示：政策变动，经济恢复不及预期

(作者为中泰宏观首席分析师陈兴，研究助理马骏)