

研报精选

2022年10月24日 第93期

宏观专栏

我国制造业优势继续扩大

报告指出，在全球能源价格提高的背景下，各国制造业增加值变化与能源对外依赖度负相关。从制造业增加值增速和全球占比两个角度看，我国制造业优势在继续扩大。向前看，短期海外制造业成本高企，我国制造业具有相对优势，长期竞争力将来自绿色转型和科技创新。

全球流动性溯源：缩表视角

报告认为，近期全球市场波动较大的根源在于美元流动性收紧。考虑到美联储加息缩表仍在同步进行，报告预计其准备金余额还将持续下降，截至年末或下降约3000-4000亿美元，直至年底市场可能持续动荡。

专题聚焦

解读2022年香港特区政府施政报告

香港特区行政长官于10月19日发布任期首份施政报告。此次报告从巩固金融中心地位、提升核心竞争力、直面住房和医疗等民生问题、与内地融合等方面，就香港当前面临的一些问题针对性地提出了方案。

英国首相的更替能否挽救英镑的颓势？

英国首相特拉斯于北京时间10月20日辞职。报告认为，尽管这使得英镑延续了新财长亨特上任以来的反弹态势，但反弹能否持续仍存变数，并将取决于后续财政和货币政策能否从根本上解决英国经济面临的问题。

宏观专栏

我国制造业优势扩大

2022年1-7月，在制造业增加值最高的九个国家和地区中，我国制造业增加值增速最高，2022年7月相比于2021年底增速为2.07%。在全球能源价格高企的背景下，各国制造业增加值变化与能源对外依赖度负相关。从占比来看，我国制造业增加值在全球的占比持续提升，优势继续扩大。展望未来，在全球通胀具有韧性，能源格局受地缘摩擦影响的背景下，我们认为我国制造业的优势有望继续。从长期来看，绿色转型和科技创新将继续提高我国制造业的竞争力。

2022年全球能源价格高企，而能源是制造业生产的必需品。哪些国家的制造业受到影响更大？根据联合国工业发展组织（UNIDO）的数据，2021年全球制造业增加值最高的国家和地区分别为中国（4.44万亿美元）、美国（2.44万亿美元）、日本（1.02万亿美元）、德国（0.69万亿美元）等。将前九个国家和地区的制造业增加值相加，总和为10.34万亿美元，占全球制造业增加值的71%。

2022年1-7月，在以上九个国家和地区中，我国制造业增加值增速最高。根据联合国工业发展组织公布的工业生产指数（Index of Industrial Production, IIP），我国的制造业指数在2022年7月为153.2，相比于2021年底（2021年12月）增速为2.07%。由于该指数做了季调，我们可以用于比较不同国家的制造业增加值的增速。可以发现，2022年中国、美国的制造业增加值增速较快，日本、英国、法国保持较低速度的增长，而德国、印度、韩国、意大利为负增长。

各国制造业增加值变化与能源对外依赖度负相关。对于能源对外依赖度较高的国家，制造业受到国际能源价格的影响也更大。我们用能源净进口占一个国家能源总消耗的比例来衡量其能源的对外依赖度（参考[《汇率向能源看齐》](#)）。相对来说，德国、日本、法国、英国、意大利、韩国的能源对外依赖度较高，推升了其生产成本。2022年8月，德国PPI同比增速为45.8%，法国PPI同比增速为29.5%，意大利PPI同比增速为50.5%。较高的生产成本使得能源依赖度的国家制造业遭受损失。例如，2022年7月，德国制造业增加值相比于2021年12月下降1.83%。

从占比来看，我国制造业增加值在全球的占比持续提升，优势继续扩大。在全球高通胀的背景下，我国制造业保持了较为平稳的增长。至2022年7月，我国制造业增加值在全球占比为30.78%，较2021年底上升0.32个百分点；美国制造业增加值在全球占比上升0.13个百分点；而其他国家的制造业增加值在全球占比均有不同程度的下降。实际上，自2020年疫情发生以来，我国制造业增加值在全球的占比不断提升，2019年的占比为28.94%，2020年的占比为30.08%，2021年的占比为30.45%，反映了我国制造业的韧性和竞争力加强。

展望未来，在全球通胀具有韧性，能源格局受地缘摩擦影响的背景下，我们认为我国制造业的优势有望继续。短期来看，在海外制造业生产成本高企的背景下，我国制造业具有成本上的相对优势，将相对吸引更多的生产订单。长期来看，我国处于绿色转型前沿，光伏、风能等可再生能源累计装机容量从2008年的17万MW提升至2021年的102万MW，占全球累计装机容量的比例从16.4%提升至33.3%。另一方面，随着我国的科技创新能力提高，我国制造业将继续产业链升级，提高产业竞争力。根据统计局的数据，我国高技术产业的增速较快，2022年1-8月我国高技术制造业工业增加值累计同比为8.4%，较规模以上工业企业工业增加值增速高4.8个百分点。

以上观点来自：2022年10月23日中金公司研究部已发布的《我国制造业优势扩大》

黄亚东 联系人 SAC 执证编号：S0080121080127

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

彭文生 分析员 SAC 执证编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

宏观专栏

全球流动性溯源：缩表视角

近期，全球市场波动较大。英国国债价格大幅下跌引发养老金的流动性危机、“瑞信事件”引发市场对于金融风险是否近在眼前的讨论¹、美国国债市场的流动性大幅下降引发“常规国债回购操作计划”会否越来越热的热议²，虽然各个问题有具体的触发因素，但我们认为究其根源，问题在于全球美元流动性的收紧。关于美元流动性的分析千头万绪，一个本质的分析视角显得尤为重要。虽然美元以多种形式遍布全球，流动性也以多种渠道传导扩张，但从根本上看，美元流动性层层扩张的源头在于美联储的投放，而在当前美联储加息缩表“双管齐下”治通胀的环境下，我们认为流动性收紧仍在路上，全球金融市场距离可以“喘口气”缓一缓的驿站仍有一段距离。基于此，本文将从缩表的视角出发，追溯流动性扩张与紧缩的源头，分析未来一段时间市场可能面临的压力。

美联储于6月正式开启缩表，疫情后大规模量化宽松（QE）政策下泛滥的流动性环境正式宣告结束；9月开始，缩表进入第二阶段，资产减持规模的上限较第一阶段（6-8月）翻倍。自缩表以来，美联储的资产规模下降了约1200亿美元，而准备金余额则下降了约3300亿美元，准备金余额的下降速度超过缩表的规模。往前看，随着美联储加息和缩表继续同步进行，我们预计准备金余额还将持续下降，对市场流动性的影响也将愈发显著。如何理解美联储缩表影响市场流动性的微观传导机制？未来几个月，准备金余额还将下降多少？对市场有何含义？我们将在本篇报告中结合理论与实际测算回答以上问题。

理论上讲，可以主要从以下两个方面理解缩表对美元流动性的影响：一是，从缩表对金融条件的直接影响来看，缩表是QE的逆过程，会推升长久期债券的期限溢价，并抬升风险溢价。二是，从缩表对货币供应的直接影响来看，

¹ <https://www.economist.com/finance-and-economics/2022/10/04/financial-markets-are-in-trouble-where-will-the-cracks-appear>

² <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-10-17/momentum-builds-for-creation-of-a-treasury-bond-buyback-program>

缩表过程中美联储负债端的准备金将下降，而准备金是基础货币，基础货币的下降会使得整个经济体的货币供应收缩，进而从流动性传导的根基开始层层收紧。**准备金余额是流动性扩张的基础。**金融危机后，非常规货币政策释放了充裕的流动性，受巴塞尔协议III对银行体系监管力度加强的影响，银行体系作为整个金融体系“倒数第二贷款人”，使用准备金余额向交易经纪商、货币市场基金等货币市场参与者提供流动性的作用上升，准备金作为金融中介活动载体的角色愈发重要。随着缩表加码，准备金余额的下降速度可能继续快于缩表的速度，准备金下降产生的流动性紧缩影响会在传导过程中通过杠杆和乘数效应被层层放大。

准备金余额的下降规模超过缩表规模的主要原因在于美联储的隔夜逆回购（ON RRP）工具吸收了大量的流动性，在流动性本就收紧的大环境下，ON RRP工具不仅未能如起初被设计的政策目的一样在流动性稀缺的环境下成为向市场提供流动性工具的“缓冲垫”，截至目前还成为了吸收准备金的重要推手。我们认为主要有三方面原因：一是，在美联储持续加息的背景下，货币基金收益率与存款利率之间的利差拉大，使得银行存款流入货币市场基金，致使准备金向ON RRP“搬家”；二是，随美联储加息，ON RRP工具的利率过去四个月持续高于担保隔夜融资利率（SOFR），叠加短债净发行量持续处于低位，ON RRP工具在货币市场基金可购买的各类资产中仍具有相对吸引力；三是，在美联储治理通胀决心坚定的背景下，屡超预期的通胀数据和不断上调的加息预期使得当前货币市场投资者存在“久期厌恶（Duration aversion）”的情绪，高流动性、安全性和收益率不错的ON RRP对货币市场投资者具有相当的吸引力。

往前看，我们预计未来几个月，上述三个方面的因素难以发生显著逆转，这将使得美联储ON RRP工具的用量维持在2.4-2.5万亿美元的高位，再结合对美联储缩表规模和TGA账户的预测，我们综合判断直至年底，准备金余额可能下降约3000-4000亿美元，使得年末的准备金余额在2.6-2.7万亿美元左右。长时间的流动性宽松使得市场产生了流动性依赖，因而整个金融体系对流动性收紧的敏感程度可能超过其本来的预期，本轮缩表路上，市场能接受的最低准备

金余额尚是个未知数，但值得注意的是准备金余额的下降速度超过实际的缩表规模，我们预计直至年底市场可能持续动荡，风险倾向于上行。而货币是有层级的，在缩表过程中，距离流动性的“水龙头”最远的离岸美元市场可能将最先受到冲击，我们在后续的研究中将继续关注流动性变化及是否有引发危机的可能。



以上观点来自：2022年10月23日中金公司研究部已发布的《全球流动性溯源：缩表视角》

张峻栋 联系人 SAC 执证编号：S0080120120076 SFC CE Ref: BRY570

王雪 联系人 SAC 执证编号：S0080122080630

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

解读2022年香港特区政府施政报告

2022年10月19日，香港特区行政长官发布任期首份《施政报告》（下称报告）³。当前全球正面临通胀高企、增长乏力、货币紧缩、地缘局势错综复杂的百年未有之大变局。外部环境的复杂性也放大了香港自身一些结构性问题，如产业纵深与创新不足、高房价负担、金融市场流动性弱、资金沉淀不深甚至流出等等，都在一定程度上折射到港股市场的表现上。2022年正值香港回归25周年和新特首上任之际，香港未来何去何从、如何“为市民谋幸福，为香港谋发展”备受关注。

此次施政报告全文80余页、共分9个章节。在“一国两制”方针下，施政报告全面提出针对未来发展经济、改善民生、支持科教等多方面措施，从提高治理水平、增强发展动能、排解民生忧难、维护和谐稳定、促进青年发展、继续共同抗疫以及说好香港故事等方面系统地阐述了香港未来发展的施政着力点和发力点。我们分析解读如下。

施政报告要点：巩固金融中心地位、提升核心竞争力、直面民生问题、强化与内地融合

整体来看，此次报告开宗明义，开篇首先对总书记今年出席香港回归25周年大会时对香港提出的“四个必须”与“四点希望”做出积极回应；同时，此次报告有的放矢，针对性地提出解决香港当前面临的一些核心与关键问题，例如：1）从吸引更多公司上市、提升流动性和加强互联互通机制等方面巩固香港国际金融中心地位。2）从促进投资、吸引人才和促进创新等角度解决香港面临的产业空心化和纵深不足问题；3）从增加房地产供给和公屋计划解决高房价痛点；4）从对接国家战略，发展大湾区和北部都会区强化与内地融合，更大程度的发挥其背靠内地“大市场”所赋予的全方面要素资源禀赋。此外，此次报告还重在落实。为提高政府治理水平，本次报告中还定立了多达110个

³ <https://www.policyaddress.gov.hk/2022/sc/policy.html>

包括KPI在内的不同指标,来监督进度和成效,也成为报告的一大亮点和特色。不难看出,如果上述政策得到较好贯彻和执行的话,对于强化香港和港股市场的长期竞争力无疑是积极有利的。

一、巩固金融中心地位:吸引更多优质公司上市、强化互联互通机制、加强离岸人民币业务

作为国际金融中心,金融市场对于香港的重要性不言而喻。然而,港股从2021年以来持续低迷,使得此轮下行周期已经是历次最长的阶段,成交也持续低迷、并伴随着持续的资金流出。因此,在此次施政报告中,优化金融市场上市和交易制度也成为一个重要着力点。政策方向也集中在解决公司和流动性两个维度。具体包括:1)优化港交所上市制度,吸引更多优质公司上市。计划于明年进一步修改主板上市规则,便利尚未盈利但具有业绩支持的先进技术企业进行融资;同时构思活化GEM(创业板),为中小型及初创企业提供更有效融资平台。2)强化互联互通机制,包括减免双币股票市场庄家交易股票买卖印花税,推进两地利率互换市场互联互通北向通,将研究优化债券通南向通。3)加强香港离岸人民币业务,提供更多以人民币计价投资工具,以及稳妥高效的汇兑、汇率风险和利率风险管理等财资服务,并优化相关配套基础设施。

二、提升核心竞争力:“抢企业”、“抢人才”、“促创科”,增强香港发展动能

香港实行高度开放的市场经济体制、拥有高度开放、监管透明的市场化机制和便利的营商环境,资金自由流通,税率低且税制简单,法律体系与国际接轨,一直是国际金融、贸易、航运中心。受新冠疫情、全球增长放缓、通胀高企、地缘冲突等多重不确定性影响,特区政府直言过去两年香港本地劳动人口流失近14万人⁴。面对产业空心化、人才流失困境,赋力发展新动能成为关键,报告则在“抢企业”、“抢人才”、“促创科”上提出一系列主动、破格和聚焦的措施。

⁴ https://www.policyaddress.gov.hk/2022/public/pdf/policy/policy-full_tc.pdf

▶ **“抢企业”**：招商引资、设立政府主导基金与办公室支持战略产业发展。特区政府在招商引资方面的关键措施包括注册成立政府主导的“香港投资管理有限公司”，汇集4个基金⁵；将成立“引进重点企业办公室”，为引进重点企业提供配套措施和一站式服务；从未来基金中拨款300亿港元设立“共同投资基金”，专门用以引进和投资落户香港企业支持其发展。

▶ **“抢人才”**：积极培养和留住本地人才，进取吸纳外来人才。成立人才服务窗口、推出“高端人才通行证”计划、放宽“一般就业政策”和“输入内地人才计划”、取消“优秀人才入境计划”配额、优化“科技人才入境计划”，以及延长工作签证年期等在内的多套“组合拳”。同时，特区政府计划将为合资格外来人才成为香港永久性居民后退还在岗置业已交付额外的印花税。

▶ **“促创科”**：开拓新兴产业，建成国际科技创新中心。报告提出特区政府将通过完善创科生态圈，推动制造业“再工业化”升级转型、壮大创科人才库、建设智慧香港等举措，以实现国际科技创新中心的愿景，并计划在年内推出《香港创新科技发展蓝图》，目标未来5年吸引100间具潜力或代表性的创科企业在港设立或扩展业务，包括至少20家龙头创科企业，预计可为香港带来过百亿港元的投资，并创造以千计的本地就业职位。

三、直面民生问题：着力解决住房、医疗等痛点

高房价一直是困扰香港发展的痛点，2022年初的疫情也暴露出一些本地医疗资源的问题。就此，此次施政报告在标题中就突出强调“为市民谋幸福”，也体现了特区政府在切实解决民生忧难问题上的态度与决心。具体来看，无论是在土地与住房方面首次提出“简约公屋”计划，还是推出“基层医疗健康蓝图”以重整现行医疗体制，均体现出了本届特区政府在发掘民生关切问题、增进民生福祉方面的努力。

▶ **土地与住房**：全新推出“简约公屋”计划在未来五年兴建约3万个单位，并且将其与传统公屋计划相结合，在未来四年内将申请者轮候时间大幅缩短。

⁵ 包括未来基金下设立的香港增长组合、大湾区投资基金和策略性创科基金以及共同投资基金。

与此同时，本次报告也首次提出对合格非永久居民退还地产印花税这一方案，缓解人才住房痛点，力争吸引更多人才。在土地供应方面，特区政府表示将根据住房需求、绿色以及农业发展等方面研究物色更多土地储备，为今后特区主导更为合理的土地供应规划建立基础。

▶**医疗与关爱：**将推出“基层医疗健康蓝图”，重整医疗体制，转向以预防为重、以社区为中心推动基层医疗发展。值得一提的是，本次报告也表示将促进香港与内地医疗合作，允许内地及相关地区注册的药物与医疗器材在获批后在香港注册与销售。最后，针对人口老龄化问题，特区政府也将积极支持居家养老，推进长者邻舍中心建设以及提升服务人员保障，使长者老有所依。

▶**生态环境保护：**报告重申了香港应对气候变化以及在2050年实现碳中和的策略和目标，在《香港气候行动蓝图2050》中由净零发电、节能绿建、绿色运输与全民减废四大策略组成的减排路径基础上推进智慧城市与智慧政府建设，构建宜居香港。

四、与内地融合：对接国家战略，发展大湾区和北部都会区

此次施政报告再次凸显本届港府对“十四五”规划明确香港“八大中心”新定位、粤港澳大湾区建设蓬勃发展以及总书记今年对香港提出的“四个必须”和“四点希望”的积极响应。以成立“融入国家发展大局督导组”、持续推进北部都会区规划建设等方面为契机，主动全面融入国家发展大局，应时代浪潮把握发展机遇。

▶**对接国家整体战略：**将成立“融入国家发展大局督导组”持续推进这一目标。香港力求强化优势、补足短板，巩固并发展其国际金融、创新科技、贸易、航运和航空枢纽中心地位。在已有区位与制度等优势的基础之上，力争发展成为中外文化艺术交流、亚太区国际法律及争议解决服务以及区域知识产权贸易的中心。

▶**粤港澳大湾区建设：**在十四五时期的新发展格局下，粤港澳大湾区既是国家战略科技力量的平台、高质量发展的动力源，也是区域协同发展重大战略

和支持港澳融入国家发展的桥梁。特区政府也表示将善用粤港、港深合作机制，深化粤港澳大湾区发展前景。

▶**北部都会区规划**：本次《施政报告》中再次强调将全力推进北部都会区建设，以“国际创科新城”为主题，构建香港第二个“经济引擎”的同时，关注民生环保等问题。

新起点、新征程：强化优势、补足短板，开启新征程

近代特别是回归二十五周年以来，香港借助其独特的地理和制度优势，乘着内地持续开放和繁荣发展的东风，在贸易、金融、社会发展等方方面面均取得了长足的进步（《香港回归二十五周年：新变局、新起点、新征程》）。我们认为，与其他类似国际金融和贸易中心相比，香港的最大优势在于背靠内地“大市场”所赋予的全方面要素资源禀赋；而与内地大城市相比，香港的最大特色在于深厚的开放机制与文化积累及“一国两制”赋予的连通全球桥梁的便利与弹性。站在香港回归二十五周年的新起点上，香港未来需要进一步强化其优势并补足目前短板，开启新的征程。

以上观点来自：2022年10月21日中金公司研究部已发布的《解读2022年香港特区政府施政报告》

刘刚，CFA 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

寇玥 联系人 SAC 执证编号：S0080120120022 SFC CE Ref: BRH427

张巍瀚 联系人 SAC 执证编号：S0080122010112 SFC CE Ref: BSV497

陈南丁 联系人 SAC 执证编号：S0080121050106 SFC CE Ref: BRG967

王汉锋 分析员 SAC 执证编号：S0080513080002 SFC CE Ref: AND454

专题聚焦

英国首相的更替能否挽救英镑的颓势？

北京时间10月20日，上任仅44天后，英国首相特拉斯宣布即将辞职⁶。这也意味着她将成为英国历史上任职时间最短的首相。我们认为，面临当前市场对英国政府的“信任危机”，虽然特拉斯的离任使得英镑延续了新财长亨特上任以来的反弹，但英镑的大幅波动或仍旧继续；而目前英镑的反弹能否持续依旧取决于此后的财政和货币政策能否从根本上解决英国经济面临的问题。短期内，英镑依旧可能面临较大的波动。

特拉斯辞职的背景

现年44岁的特拉斯刚上任时曾承诺全力推动英国经济增长（推出THE GROWTH PLAN详见⁷《英镑的下跌还会走多远》），为此还推出了两项计划：对企业 and 家庭能源账单进行补贴，和半个世纪以来最为激进的减税计划以降低英国的公司税和个人的基本所得税等（详见⁸《英镑的下跌还会走多远》）。但随后英国债券市场和英镑的反应表明，她的计划并没有受市场欢迎，反而引发了巨大的波动（减税计划导致英国国债遭遇抛售，一度使英国债市面临崩盘风险，也使得英国养老金面临Margin Call暴增而陷入危机，而时任的前财长克沃滕也因此被特拉斯解雇⁹）。为了安抚市场情绪，本周一10月17号，接替克沃滕的新任财政大臣亨特对该减税计划进行了180度的大逆转¹⁰：取消了该减税计划中的几乎所有减税措施（具体包括：将所得税的基本税率无限期维持在20%；取消削减股息税的计划；取消削减酒精税的计划；取消免税购物假期计划；恢复有关合同工的规定）。能源补贴计划也被提前至明年4月结束（此前特拉斯政府计划的针对企业的能源价格补贴将持续6个月，针对家庭的补贴将持续2年），而这也是英镑开启反弹的关键原因。

⁶ <http://world.people.com.cn/gb/n1/2022/1020/c1002-32548736.html>

⁷ https://www.research.cicc.com/zh_CN/report?id=283396&entrance_source=empty

⁸ https://www.research.cicc.com/zh_CN/report?id=283396&entrance_source=empty

⁹ <https://www.bbc.com/news/uk-politics-63263453>

¹⁰ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1746948840318509704&wfr=spider&for=pc>

首相更替并不意味着英国财政风险的警报解除

我们认为，特拉斯的离职和亨特的上任虽然在短期内稳定了市场预期并让英国国债和英镑汇率反弹，但英国财政风险的警报并未完全因此解除。

首先，特拉斯10月20日表示在选定继任者之前将继续担任英国首相，而下周将进行领导人选举，英国保守党领导人投票将在一周内完成¹¹。而对于首相继任问题，YouGov网站本周对530名保守党成员进行了即席调查¹²，结果显示，前首相约翰逊的支持率达到32%，排名第一。此前在保守党党首竞选中输给特拉斯的苏纳克也是热门人选，以23%的支持率位居第二。处于第三位的国防大臣华莱士获得了10%的支持。新首相上任后，仍然需要面对特拉斯上任前所面对的高通胀、高能源价格及经济衰退风险等问题。我们认为，如果新上任的首相无法妥善解决上述问题，英国经济的进一步下行可能会侵蚀外界对于英国财政的信心。

第二，新财政预算案能否挽回市场信心仍存在不确定性。新财政部长亨特将于10月31日提交一份新的预算案¹³，以令市场相信英国财政将在未来回到可预测的轨道中。但考虑到首相人选尚未确定，我们尚无法判断新任首相是否会支持亨特的预算案。如果有迹象显示新首相与财长的预算案有一定分歧，那么市场的信心可能会受到一定负面影响。

第三，英国央行的激进加息可能会推升英国国债收益率。虽然英国国债收益率在近期有所回落，但在英国央行激进紧缩的影响下，我们认为英国国债收益率可能会再次回升，推升英国政府的融资成本，并加大财政压力。本周初，BOE宣布将推迟原定于10月31号开始的QT计划而改在11月1日开始（QT目标仍然是在未来12个月减持800亿英镑债券，目前BOE资产负债表上依旧共有8380亿英镑等值的英国国债，详见¹⁴《英国央行临时“无限量”购债的影响》），并且将长期国债排除在QT的范围之内，以此来减少可能给债券市场带来的波

¹¹ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1747215629599326958&wfr=spider&for=pc>

¹² <https://yougov.co.uk/topics/politics/articles-reports/2022/10/18/most-tory-members-say-liz-truss-should-resign>

¹³ <https://www.ft.com/content/e7044753-00f5-4e1e-8551-f9427f6fa26e>

¹⁴ https://www.research.cicc.com/zh_CN/report?id=283396&entrance_source=empty

动性。11月3日BOE将进行关键的议息会议，鉴于本周公布的9月通胀数据再次涨至近40年来的最高水平（10.1% VS 前值9.9%），OIS市场目前预计BOE本次会上加息90基点左右（即加息75基点和100基点的概率各占约50%）而基准利率也会加至3%附近。在10%以上的通胀下，我们认为英国央行可能会保持激进紧缩的态势。这将增加英国的财政压力。

首相更替能否挽救英镑的颓势？

我们认为，影响英镑汇率走向的因素主要有三点：美元的强弱、英国央行的货币政策取向和风险偏好的变化。正如我们在此前的《英镑的下跌还会走多远》¹⁵指出的，英镑近期如此大幅下跌背后的关键原因在于市场在特斯拉政府推出大幅减税计划之后开始对英国政府债务的可持续性产生风险偏好下行。随着新财政部长亨特的上任以及他对减税政策的大幅逆转，对于英国国债在短期内出现新一轮下行并引发流动性问题的担忧有所减轻。因此，我们认为英镑/美元短期已经过了最糟糕的阶段，可能会在英国财政预算案公布和BOE货币政策会议前维持在1.10以上。

但我们认为英镑在未来3-6个月的期限内仍然存在再次跌破1.10的风险。首先，在美联储持续大幅加息的背景下，英国实际利率远远低于美国的实际利率（目前前者位于0.1%附近而后者已涨至1.7%上方），这就意味着英国经济很难吸引大量外国投资并以此解决其双赤字问题。双赤字将为英镑汇率带来长期压力。其次，我们对英国经济的基本面潜在的复苏并不乐观。自今年8月GDP陷入负增长以来英国经济正在进入一个较为严重的衰退阶段，而英镑走低引发的输入性通胀可能会进一步对英国经济造成下行压力。最后，我们预计美元指数在未来的3-6个月的时间段内仍然可能维持在偏强的水平。在强美元的环境下，英镑存在进一步下行的压力。

衍生品市场看空情绪依旧占据上风

目前英镑/美元隐含波动率曲线依旧处于明显倒挂的状态，未来2个星期之

¹⁵ https://www.research.cicc.com/zh_CN/report?id=283396&entrance_source=empty

内的隐含波动率明显升高（下周末即将公布的新首相人选，英国政府即将推出的新财政计划以及11月3日的BOE议息会议都使得英镑依旧面临较高的波动），而虽然风险反转传达出的看空情绪已经脱离最近5年以来的极端水平，但空头依旧占据上风。虽然短期内我们不能排除继续出现反弹的可能性，但在市场看空情绪明显好转之前，我们预计英镑在中长期依旧面临较大下行压力。从周线级别的走势上看，正如我们在9月27日的报告中所提示（详见¹⁶《英镑的下跌还会走多远》），英镑/美元从2015年以来最为极端的超卖水平出现了800点的大幅反弹，但尽管如此仍然没有改变今年以来的下降趋势（这一下降趋势线阻力以及50日均线的交点目前位于1.1450附近）。如果英镑多头不能有效突破这一位置，那么后市依旧存在下跌的概率。



以上观点来自：2022年10月21日中金公司研究部已发布的《英国首相的更替能否挽救英镑的颓势？》

李刘阳，CFA 联系人 SAC 执证编号：S0080121120085 SFC CE Ref: BSB843

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

¹⁶ https://www.research.cicc.com/zh_CN/report?id=283396&entrance_source=empty

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2022.10.17 中国宏观周报：疫情扰动实体，楼市初现回温 ——复工复产跟踪系列（十七）
- 2022.10.17 中国宏观热点速评：中国式现代化的经济内涵 ——二十大报告简评
- 2022.10.23 海外宏观专题报告：全球流动性溯源：缩表视角
- 2022.10.23 中国图说中国宏观周报：我国制造业优势扩大

策略及大宗商品

- 2022.10.17 中国策略简评：新规有助提升市场主体回购增持积极性
- 2022.10.20 碳中和双周报：“碳”策中国（26）：二十大强调积极稳妥推进双碳进程 9月29日~10月19日
- 2022.10.21 主题策略：解读2022年香港特区政府施政报告
- 2022.10.21 大宗商品：有色金属：铝：重回成本定价，但供给风险持续
- 2022.10.22 大类资产观察：美债2022与石油2020
- 2022.10.22 全球资金流向监测：A股流出扩大，南向流入增加
- 2022.10.23 海外中资股策略周报：施政报告描绘香港长期发展方向
- 2022.10.23 海外市场观察：从杠杆角度看紧缩成本和衰退压力
- 2022.10.23 中国策略简评：两融业务新规助力资本市场高质量发展

固定收益

- 2022.10.17 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2022.10.17 中资美元债周报：新发低迷，二级市场延续走弱
- 2022.10.17 招投标备忘录：国开债22年第8、9、11期增发——利率债招标分析
- 2022.10.18 专题研究：不只是盾墙——银行转债引论
- 2022.10.18 招投标备忘录：贴现国债22年第59期新发，付息国债22年第17、20期续发，贴现农发债22年第6期新发，付息农发债22年第8、10期增发——利率债招标分析
- 2022.10.19 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2022.10.19 招投标备忘录：国开债22年第20期新发，21年第20期、22年第14期增发——利率债招标分析
- 2022.10.19 专题研究：中国香港债券市场格局探析——中金公司海外研究系列
- 2022.10.20 简评：宙邦转债上市定价分析
- 2022.10.20 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2022.10.20 招投标备忘录：贴现国债22年第60期新发——利率债招标分析
- 2022.10.22 信用债收益率跟踪周报：收益率低位波动，信用债需求仍强

2022.10.22 中国利率策略周报：中国2013年和2017年债市周期对此轮美国国债配置机会的启示

行业

2022.10.17 传媒互联网：数据月报：9月季节因素用户表现回落，关注三季度业绩兑现

2022.10.17 日常消费：周思考：白酒三季报彰显韧性，大众品关注近期业绩表现及成本拐点确认

2022.10.17 轻工日化：培育钻石9月需求旺盛，看好后续Q4渗透率持续提升

2022.10.17 主题研究：光伏：主产业链价格持稳，辅材价格波动

2022.10.17 机械：推荐新能源技术变革主线，关注信贷增长持续性

2022.10.17 传媒互联网：OTA巨头竞争格局优化，静待旅游复苏

2022.10.17 基础材料：中金电动车研究：中国电动车自主崛起，龙头配置正当时

2022.10.17 汽车及零部件：9月产批延续高增，关注3Q业绩催化

2022.10.17 银行：3Q22业绩预览：总体稳定，关注不良生成与息差趋势

2022.10.17 电力电气设备：工业自动化跟踪：9月宏观数据有改善，微观订单有韧性

2022.10.17 造纸：纸业解码：短期纸浆价格难见下跌拐点

2022.10.17 纺织服装珠宝：每周聚焦：关注板块内稳增长优质头部公司

2022.10.17 交通运输物流：交运物流行业为何能够逆市跑赢？

2022.10.17 金融：数字金融月报：保险服务、消费信贷及支付收单领域景气度回升

2022.10.18 交通运输物流：民航冬春换季即将启动；关注国际航班量潜在变化

2022.10.18 建筑与工程：板块跌至低位，关注优质个股及政策催化

2022.10.18 不动产与空间服务：周报#313：节后首周新房销售同比仍跌三成

2022.10.18 电力电气设备：微逆：业绩高增兑现，看好渗透率提升

2022.10.18 工业：智能包装设备：设备厂商扩产，加速国产替代

2022.10.18 金融：财富管理月报：9月股票交易App用户活跃度环比表现分化

2022.10.20 交通运输物流：9月快递增速预计放缓，总部单价环比止跌

2022.10.20 交通运输物流：9月快递增速预计放缓，总部单价环比止跌

2022.10.20 汽车及零部件：重卡复苏趋势得到验证 期待行业持续回暖

2022.10.20 新能源汽车：新能源月度观察：9月销量符合预期，步入年末消费旺季

2022.10.20 金融：“断直连”期限临近：助贷及征信机构何去何从？

2022.10.20 新能源汽车：特斯拉3Q22业绩追踪：营收略逊于市场预期；下一代车型积极研发中

2022.10.21 传媒互联网：游戏3Q22：供需双弱，静候回暖拐点

2022.10.22 银行：美国四大行3Q22业绩：价升量增，不良尚稳

2022.10.22 电力电气设备：国内储能项目活跃，德国峰谷价差降低

2022.10.22 金融：区域行、大行企业银行MAU高增长

- 2022.10.23 软件及服务：教育信息化：贴息贷款政策加码，高教信息化扬帆在即
- 2022.10.23 家电及相关：中金电动车研究：三季报预告都给了我们什么行业启示？
- 2022.10.23 传媒互联网：周报：网络游戏三季度供需双弱，底部静待



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn