

林俊泓，CFA

研究部主管

ryan.lam@shacombank.com.hk

+852 2841 5283

劉子暄

財資研究主任

sunny.lau@shacombank.com.hk

+852 2841 5450

2025年7月8日

## 作繭自縛

- 英國首相斯施紀賢此刻正面臨兩難的抉擇，要不大舉借債，坐視資本外逃風險；要不大幅加稅，點燃選民的怒火。
- 分析師往往低估事態發展的慣性。眼下施紀賢應當捫心自問，為何貝理雅循序漸進的改革方案，不適用於當世？
- 當前十年期英、德國債利差徘徊在195基點左右。倘若利差觸及2022年英國央行推出購債計畫時的225基點，應足以舒緩市場對財赤危機的憂慮，也許是建立英鎊倉位的時機。



上海商業銀行

SHANGHAI COMMERCIAL BANK

## 主題研究

去年今日，不少人憧憬貝理雅與白高敦執政時代的輝煌歲月再臨。當年貝理雅致力維持財政紀律，贏得了債券市場的一片掌聲。蕭規曹隨，如今英國首相施紀賢與財政大臣李韻晴亦步亦趨，擬定去削減達 46 億英鎊的個人獨立補助（Personal Independence Payment）。

圖表 1: 英國基礎預算平衡 (佔生產總值百分比)



資料來源：英國預算責任辦公室、上海商業銀行

紙上談兵，自然一切看似天衣無縫。惜計劃在現實面前，往往不堪一擊。地位曾被視如梵蒂岡領導般不容動搖的李韻晴，竟向黨內後座議員逼宮就範。其罪名是在末日尚未臨降前，便計劃緊縮開支。恰似《大亨小傳》裡「肆意的人」，這位英國財相似乎也慣於「讓別人收拾殘局」。其頂頭上司施紀賢唯有釜底抽底，宣告削減福利為「多此一舉」。僅僅一個月前，施紀賢已親手斷葬了籌備已久的退休金削減方案。

為了填補施紀賢擱置種種計畫所遺下的財政空缺，英政府勢必須發行巨額國債。施紀賢此刻正面臨兩難的抉擇，要不大舉借債，坐視資本外逃風險；要不大幅加稅，點燃選民的怒火。鑒於 2022 年迷你預算危機的慘痛記憶仍深烙政壇眾人的腦中，相信財政鷹派終將占得上風。加稅計劃將會成為今個夏天的重頭戲。



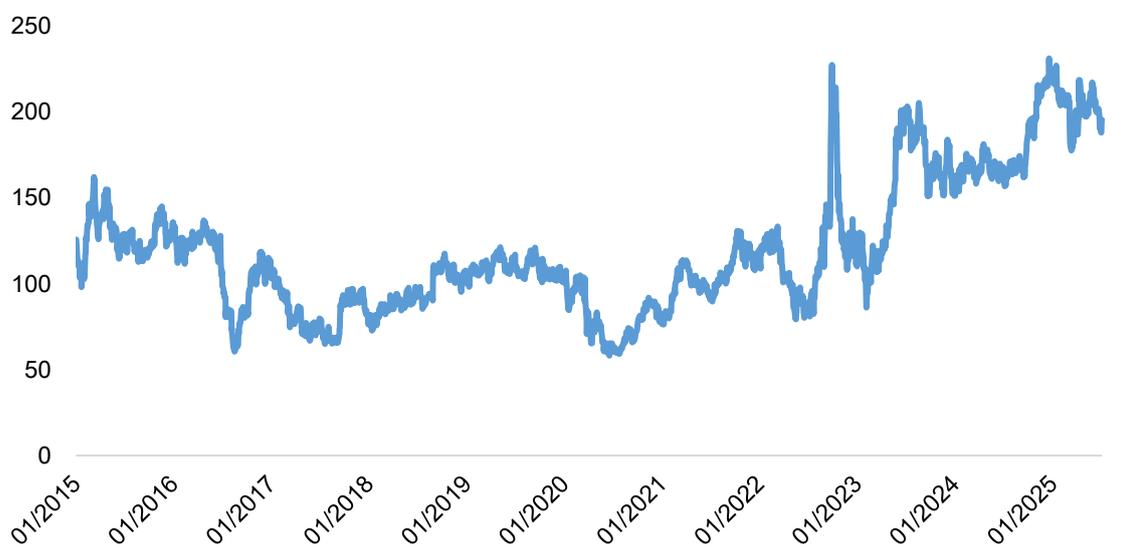
上海商業銀行  
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

不過，分析師往往低估事態發展的慣性。眼下施紀賢應當捫心自問，為何貝理雅循序漸進的改革方案，不適用於當世？維持現狀固難服眾，但鑒於正是保守黨壓縮公共服務，才讓滿腹怨懟的選民改投工黨。選民回心轉意，擁抱保守黨回歸，難言可取。此外，戴卓爾改革的遺產是否仍然有效，比起債臺高築的義大利，英國的情況仍不至於要採取休克療法來急救。

除了親情外，世間每事均附代價。施紀賢終究沒有貝理雅的魅力和辯才，英國國債利差或將擴闊。當前十年期英、德國債利差徘徊在 195 基點左右（圖表 2）。倘若利差觸及 2022 年英國央行推出購債計畫時的 225 基點，應足以紓緩市場對財赤危機的憂慮，也許是建立英鎊倉位的時機。

圖表 1：十年期英德國債利差（基點）



資料來源：彭博、上海商業銀行



上海商業銀行  
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

### 英國

英國政府在削減開支上搖擺不定，唐寧街必需在財政決策上表現出穩定性，否則將難以說服債券市場。

### 歐盟

歐盟已經不再尋求與美國達成完整的貿易協議。即便如此，歐洲當局對歐洲的經濟充滿信心，符合 2% 目標的通脹，德國五月工業生產意外的正增長，似乎支持其看法。

### 日本

糧食價格在大幅投放儲備米後有一定好轉，然而貿易談判卻未見進展。25% 以至更高的關稅，將令日本央行陷入兩難局面。



### 美國

大而美法案如期獲得通過，在債務上限大幅增加 5 萬億美元後，預期國債規模將於 27 至 28 年到達頂峰。不過暫時仍未有跡象顯示國債的拍賣表現受到影響。

### 中國內地

數據反映，上半年生產總值可維持在 5% 以上。而最終全年能否保五，很大程度仍受制於貿易談判的進展。其他國家會否如越南在轉口上承受更高關稅，以及其實際執行力度均是未知之數。



上海商業銀行

SHANGHAI COMMERCIAL BANK

## 外匯展望



增持  
中性  
減持

關稅引發的衰退一直祇聞樓梯響。儘管經濟軟著陸的跡象浮現，卻未如預想般引發市場在低位追買，美元匯率仍在近期低位徘徊。畢竟，當考驗到來，要接住下落的刀子往往困難和痛苦的。



增持  
中性  
減持

在六月會議拋出鷹傾的決策，歐洲央行現時更滿足於靜觀其變。副行長金多斯警告，如歐元兌美元突破 1.20 的關口，局勢將「愈發複雜」。



增持  
中性  
減持

財相李韻晴下台呼聲日隆，市場聞風出現大幅的英鎊斬倉。經歷最近的風波，現在英鎊匯價已出現錯位。參照短期利率與匯率波動性，其價值略顯低估。



增持  
中性  
減持

人行放鬆匯率管控的機會開始隱現。美元兌人民幣的套息空間不少，且人民幣隱含的波動性堪稱亞太最低。預計美元兌人民幣將維持在現有的區間震盪，並存在上行傾向。



增持  
中性  
減持

特朗普悍然中止對日貿易談判，更忘記石破茂的名字，只管稱之為「日本先生」。核心通脹雖逾央行的 2% 目標，不過物價與政策利率無必然的因果關係。坐擁半壁國債的日本央行，沒有停購國債的迫切性。既知央行擁有壓倒性的持倉，無人願意螳臂當車。



增持  
中性  
減持

不會所有國家皆向特普朗低頭，關稅戰全面重燃的風險不可漠視，但我們預期第二輪衝擊反應相對溫和。不過，澳洲養老基金之外股對沖比率仍處歷史低點。其對沖比率提升 5%，便足以催生約等值 200 億美元的澳元需求。



增持  
中性  
減持

利差劣勢仍然是利空因素，但澳紐交叉盤長倉及紐元短倉的倉位似乎已變相當擁擠。



上海商業銀行  
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

## 近期研究報告

以靜制動 	2025年6月19日
葉公好龍 	2025年6月12日
明鏡難懸 	2025年6月2日
其動也關 	2025年5月26日
高曲和寡 	2025年5月15日
寧遲勿謬 	2025年5月8日
皇權長存 	2025年5月6日
愠而致戰 	2025年4月29日
草木皆兵 	2025年4月11日
兵連禍結 	2025年4月3日
以身入局 	2025年3月26日
如箭在弦 	2025年3月20日
人生正道是滄桑 	2025年3月14日
疾如風、徐如林 	2025年3月6日
牛刀小試 	2025年2月27日
金鼓雷鳴 	2025年2月20日
吹皺春池 	2025年2月13日
靜雨無聲 	2025年2月4日
活在當下 	2025年1月24日
燭火不息 	2025年1月15日
<b>2025 全球經濟與外匯展望</b> 	2025年1月8日
事以密成 	2024年12月19日
落子不悔 	2024年11月8日
蜻蜓點水 	2024年11月6日
暗渡陳倉 	2024年9月19日
其怪自敗 	2024年9月5日
兵貴神速 	2024年8月23日
定而後能手靜 	2024年8月15日
重整旗鼓 	2024年8月7日
黑色星期一 	2024年8月5日
靜極思動 	2024年8月1日
隨波逐流 	2024年7月30日
青霄直上 	2024年7月12日



上海商業銀行

SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想

### 注意事項 - (投資附帶風險)

以下風險披露聲明不能披露所有涉及風險，亦不會考慮本行概不知情的情况。投資涉及風險，投資者可能須承受重大損失。證券、基金、債券、及其他金融工具之價格及收益或外匯匯率可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣投資產品未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往業績並不代表將來的表現，基於個別市場情况，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。本檔所述的產品未必適合所有客戶。投資決定是由客戶自行作出的，但客戶不應投資在投資產品，除非仲介人於銷售該產品時已向客戶解釋經考慮客戶的財務狀況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。客戶不應只跟據本檔作任何投資決定，而須自行評估本檔所載資料，並考慮該等投資是否適合客戶本身的特定財政狀況、投資經驗及投資目標。客戶如對此資料或有關銷售文件有任何疑問，應就有關投資的法律、法規、稅務、投資及財務可能產生的後果尋求獨立及專業的意見(包括本地及海外投資可能涉及的遺產稅及紅利預扣稅及其他稅務責任等)，以確保客戶明白該等投資的性質及風險，從而考慮該等投資是否為適合客戶的投資。

證券投資風險：證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情况，部分投資或不能即時變現。客戶透過滬港通及深港通投資A股前，應確保已閱讀及充分瞭解本行滬股通/深港通服務資訊，包括有關詳情、交易細則、風險、收費、限制及注意事項。詳情請向本行職員查詢。

基金投資風險：基金價格有時可能會非常波動。基金價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣基金未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情况，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的基金銷售檔，以瞭解基金更多資料，包括但不限於風險因素。客戶須謹慎考慮該基金是否適合客戶自身的財務狀況、投資經驗及目標。有關基金之詳情，請參閱基金說明書。基金之認購須受現行監管規定及本行條款及細則所約束。本行分銷產品發行人/基金管理公司的基金，而有關基金是產品發行人/基金管理公司而非本行的產品。對於本行與客戶之間因銷售過程或處理有關交易而產生的合資格爭議(定義見金融糾紛調解計劃的金融糾紛調解的中心職權範圍)，本行將與客戶進行金融糾紛調解計劃程式；然而，對於有關產品的合約條款的任何爭議應由產品發行人/基金管理公司與客戶直接解決。



上海商業銀行  
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

債券投資風險：債券投資並非銀行存款，且帶有風險，亦可能導致本金的損失。客戶應注意，投資於以非本土貨幣結算的債券將受匯率波動的影響，可能導致本金出現虧損。除非其保證已列明於有關之章程中，否則一般投資並未獲得本行的任何保證或擔保。債券價格有時可能會非常波動。債券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣債券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，本行並不保證債券存有二手市場，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的債券銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。

人民幣現時不可自由兌換，其每日之兌換金額均受中國內地及香港之監管機構所限。將境外人民幣(CNH)兌換為境內人民幣(CNY)是一項貨幣管理程式，須遵守由中國政府實施的外匯管制政策及限制。概無保證人民幣不會在某個時間貶值。人民幣產品受匯率波動而產生獲利機會及虧損風險。客戶如將涉及的人民幣資金兌換為港幣或其他外幣，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。外幣投資受匯率波動影響，可能帶來虧損風險。客戶應注意投資海外投資產品時的貨幣風險及如將外幣兌換為港幣或其他外幣時，可能因外幣匯率變動而蒙受虧損。投資產品的回報以該產品基本貨幣計算。如客戶的本土貨幣與投資產品的基本貨幣或參考貨幣不同，匯率變動或會減低客戶的投資得益或擴大客戶的投資損失。

本檔由上海商業銀行有限公司刊發及完全擁有。本檔所表達的預測及意見只為一般的市場評論，並不構成投資意見或保證回報。上海商業銀行有限公司及其聯繫公司及/或其高級職員、董事、代理人及僱員可以其名義買賣，可能有持倉於所有或任何於本檔中提及的外匯、證券或投資項目。上海商業銀行有限公司可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得佣金或其他費用。客戶進行任何交易前，應先考慮有關經濟利益及風險，並顧及法律、法規、信貸、稅務及財務等事宜，以決定是否適合作出投資。本檔所載之資料及任何意見，並不代表上海商業銀行有限公司以主理人或代理人身份邀請或提請任何人士購買或沽售任何外匯、證券、基金、期貨、期權或其他金融工具、或提供任何投資意見或服務。

雖然本檔所提供之資料，均來自本銀行認為可靠的資料來源，但本銀行不能亦不會保證或承諾此等資料俱為平確、有效、可靠、及時或完整。上海商業銀行有限公司並不保證此等資料適合在某一特定用途，或對此負上任何謹慎責任；亦不會對任何人因使用本檔所提供之資料，或此等資料的失確或遺漏而引致的直接或間接損失負上任何民事侵權行為責任、合約責任或其他責任。所有資料如有變更，並不會作出預先通知。本檔內部份或任何內容可視為前瞻性陳述，當中涉及



上海商業銀行  
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

風險及不穩定因素，客戶須注意，實際結果可能因多種因素、風險或經濟狀況而與前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。未經上海商業銀行有限公司預先作出明確的書面同意前，本檔不得以任何方式複印、分發、披露(全部或任何部分)或出版作任何用途。上海商業銀行有限公司對由於使用及/或依賴上述資料或內容而引起的任何損失概不負責。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。本文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。



上海商業銀行  
SHANGHAI COMMERCIAL BANK

處處為您着想