

英国央行维持基准利率不变

一、英国央行维持基准利率不变

■ 11月7日，英国央行货币政策委员会（MPC）议息会议，以7:2表决维持基准利率在0.75%不变。同时，维持资产购买规模在4350亿英镑不变，维持100亿英镑非金融投资级企业债购买规模不变。与此前不同的是，11月会议中，有两位委员投票支持降息25bp，主要受英国脱欧的不确定性和全球经济放缓的影响。金融危机发生后，2008年10月英国央行降息50bp至4.5%，此后又多次降息至0.5%（2009.3），2016年6月英国脱欧公投以后，8月英国央行降息25bp至0.25%，2017年开始随着经济增长的回升，通胀也开始逐步抬升，11月央行加息25bp至0.5%，2018年8月再度加息25bp至0.75%。当前英国经济增速放缓，通胀走低。2019Q2英国实际GDP同比1.3%，较Q2下降0.8个百分点，其中居民消费支出增速小幅放缓0.2个百分点至1.1%，固定资本形成增速放缓0.5个百分点至0.3%，在外部经济状况明显走弱下，出口增速再度降至负值，较Q2下降4个百分点至-1.4%。价格方面，9月英国CPI同比增长1.7%个百分点，较Q2均值2.0%明显放缓，核心CPI同比1.7%个百分点，虽然较8月小幅回升，但与年初相比，增速明显放缓，且低于英国央行2%的通胀目标。此外，工业生产也明显放缓，8月工业生产指数同比-1.8%，如果忽略5月份的零增长，则为连续四个月负增长。其中8月制造业生产指数同比-1.8%，连续五个月负增长，工业生产的持续放缓，一方面反映了内外部偏弱的经济总需求，另一方面也与持续的英国脱欧不确定性有明显关系。脱欧不确定性影响了企业的生产以及投资意愿，对企业资本开支造成负面影响。2016年英国脱欧以来，英国经济政策不确定指数明显上升，2018-2019年月度均值388，虽然较2016-2017年明显下降，但与2016年之前相比是明显提高的。10月英国制造业PMI小幅回升至49.6，但依然位于50以下，5月以来英国制造业PMI连续6个月位于50以下。10月英国GfK消费者信心指数小幅下滑至-14，较前一个月下降2个百分点，均为私人消费相对较好的主要原因。以2018年数据衡量，最终消费支出占英国GDP总量的84%，其中居民消费支出占GDP总量的63%，是经济总体相对稳定的主要原因。房价增速放缓，10月以Halifax房价指数衡量，同比增长0.9%，相对Q1月度均值2.4%明显放缓。伴随着房价增速的放缓，新屋开工增速也明显下降，Q2英格兰新屋开工同比-10.5%，为连续三个季度负增长，意味着住宅投资也相对偏弱。2019年10月以来，英国脱欧局势逐步明朗和中美贸易摩擦出现好转迹象，至11月6日，英国10年期国债收益率上升27bp至0.76%，英镑相对美元升值5.3%至1.29。我们认为，从当前英国经济基本面来看，英国央行降息的可能性并不大，如果明年1月脱欧出现不利局面，或存在短暂降息25bp的可能。

边泉水 分析师 SAC 执业编号: S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

二、全球央行观察

- 中国央行：下调1年期MLF利率5bp。
- 美联储：部分官员表示当前货币政策处于适度宽松状态。
- 欧央行：部分委员表示当前货币政策不会改变。
- 日本央行：黑田东彦表示日本央行将持续实施宽松政策。
- 其他央行：泰国央行降息。

三、文献推荐

- 利率有效下限风险（FED）。

风险提示：贸易摩擦加剧造成全球经济增速大幅放缓；英国无协议脱欧造成全球经济不确定性的增加。

正文如下:

一、英国央行维持基准利率不变

11月7日,英国央行货币政策委员会(MPC)议息会议,以7:2表决维持基准利率在0.75%不变。同时,英国央行维持资产购买规模在4350亿英镑不变,维持100亿英镑非金融投资级企业债购买规模不变。与此前不同的是,11月会议中,有两位委员投票降息25bp,主要受英国脱欧的不确定性和全球经济放缓的影响。金融危机发生后,2008年10月英国央行降息50bp至4.5%,此后又多次降息至0.5%(2009.3),2016年6月英国脱欧公投以后,8月英国央行降息25bp至0.25%,2017年开始随着经济增长的回升,通胀也开始逐步抬升,11月央行加息25bp至0.5%,2018年8月再度加息25bp至0.75%。

当前英国经济增速放缓,通胀走低。2019Q2英国实际GDP同比1.3%,较Q2下降0.8个百分点,其中居民消费支出增速小幅放缓0.2个百分点至1.1%,固定资本形成增速放缓0.5个百分点至0.3%,在外部经济状况明显走弱下,出口增速再度降至负值,较Q2下降4个百分点至-1.4%,政府消费支出增速相对稳定,较Q2增加1.2个百分点至4.0%。价格方面,9月英国CPI同比增长1.7%个百分点,较Q2均值2.0%明显放缓,核心CPI同比1.7%个百分点,虽然较8月小幅回升,但与年初相比,增速明显放缓,且低于英国央行2%的通胀目标。同时,9月PPI同比,以及不包括食品、饮料、烟草及石油PPI同比分别为1.2%、1.7%,较年初明显放缓,表明经济总需求依然处于相对偏弱状态。此外,工业生产也明显放缓,8月工业生产指数同比-1.8%,如果忽略及5月份的零增长,则为连续四个月负增长,其中8月制造业生产指数同比-1.8%,连续五个月负增长,工业生产的持续放缓一方面反映了内外部偏弱的经济总需求,另一方面也与持续的英国脱欧不确定性有明显关系。

脱欧不确定性影响了企业的生产以及投资意愿,对企业资本开支造成负面影响。2016年英国脱欧以来,英国经济政策不确定指数明显上升,2018-2019年月度均值388,虽然较2016-2017年明显下降,但与2016年之前相比是明显提高的。虽然10月英国制造业PMI小幅回升至49.6,但依然位于50以下,5月以来英国制造业PMI连续6个月位于50以下。英国失业率相对稳定,8月为3.9%,为1975年以来最低水平,薪资增速虽小幅放缓,但增速与历史水平相比尚可。10月GFK消费者信心指数小幅下滑至-14,较前一个月下降2个百分点,均为私人消费相对较好的主要原因。以2018年数据衡量,最终消费支出占英国GDP总量的84%,其中居民消费支出占GDP总量的63%,是经济总体相对稳定的主要原因。房价增速放缓,10月以Halifax房价指数衡量,同比增长0.9%,相对Q1月度均值2.4%明显放缓,伴随着房价增速的放缓,新屋开工增速也明显下降,Q2英格兰新屋开工同比-10.5%,为连续三个季度负增长,意味着住宅投资也相对偏弱。2019年10月以来,英国脱欧局势逐步明朗和中美贸易摩擦出现好转迹象,至11月6日,英国10年期国债收益率上升27bp至0.76%,英镑相对美元升值5.3%至1.29。

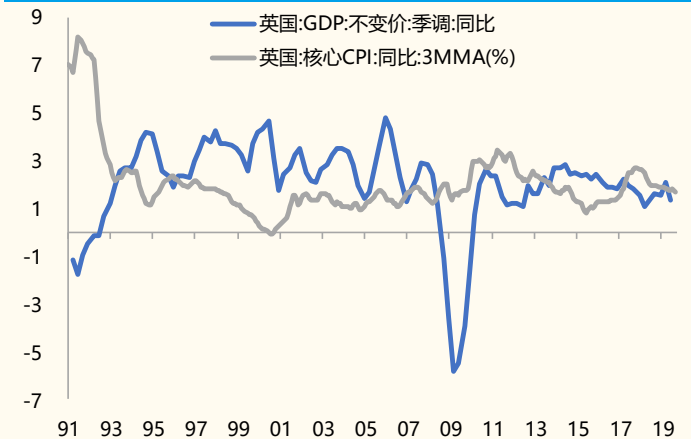
英国央行认为,经济增长在短期内仍略低于潜在增长,但随着英国脱欧相关不确定性的消散而在将在2020年逐步回升。在经济增长方面,英国预计GDP增速将从2019Q4的1.0%上升至2020Q4的1.6%,2021Q4、2022Q4分别为1.8%和2.1%;通胀方面,2019Q4CPI同比1.4%,2020Q4升至1.5%,2021Q4和2022Q4分别为2.0%和2.2%。我们认为,从当前经济基本面来看,英国央行降息的可能性并不大,如果明年1月脱欧出现不利局面,或存在短暂降息25bp的可能。

图表 1: 英国央行政策利率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 英国经济增速、通胀放缓



来源: Wind, 国金证券研究所

二、全球央行观察

1. 中国央行: 下调 1 年期 MLF 利率 5bp

国内短端货币市场利率回落, 长端小幅上升。11 月 8 日, R007、DR007、Shibor3M 分别较上周 (11 月 1 日) 波动-14bp、-3bp、6bp 至 2.53%、2.47%、2.95%。下周无逆回购、MLF 到期。

11 月 5 日, 人民银行开展中期借贷便利 (MLF) 操作 4000 亿元, 期限为 1 年, 中标利率为 3.25%, 较上期下降 5 个基点。我们认为, 本月 LPR 报价或相应下调, 明年上半年或再度下调 MLF 利率。当前经济下行压力依然存在、核心 CPI 依然低迷、PPI 同比负向程度加深, 货币政策边际宽松的方向不会改变。随着地产价格转向下行, 以及货币政策传导变得更加顺畅, 明年上半年降低 MLF 的概率依然较高, 以引导 LPR 的进一步下行。同时, 此前两次 LPR 报价的下降均源于银行点差, 银行进一步压缩点差空间虽有限但仍有空间, 在央行下调 MLF 利率以后, 预计本月 LPR 报价或相应下调。

香港短端货币市场利率回落, 长端小幅上升, Libor-Hibor 利差回升。11 月 8 日, Hibor 隔夜、1 周、3 个月较上周 (11 月 1 日) 分别波动-64bp、-43bp、4bp 至 0.85%、1.29%、2.22%; 1 周 Libor-Hibor 利差回升至 48bp。

2. 美联储: 部分官员表示当前货币政策处于适度宽松状态

纽约联储主席威廉姆斯表示, 当前货币政策处于适度宽松状态。

亚特兰大联储主席博斯蒂克表示, 对降息或加息持开放态度; 经济前景发生重大改变才会调整利率。

芝加哥联储主席埃文斯表示, 美联储通过三次降息开启了宽松政策, 此外中性利率可能已经下降。

旧金山联储主席戴利表示, 在今年降息三次后, 不认为需要进一步放松货币政策。

里奇蒙德联储主席巴尔金表示, 当前是暂停利率调整路径的好时机; 如果经济前景发生实质性变化, 需重新考虑政策立场。

美联储副主席克拉里达表示，可能在第四季度和明年第一季度开始看到降息带来的影响；对当前美联储的货币政策立场很满意。

3. 欧央行：部分委员表示当前货币政策不会改变

欧央行管委 Vasle 表示，欧央行将继续实施当前的政策，直到状况有所改善。欧央行官员 Muller 表示，预计近期欧洲央行货币政策不会改变。

4. 日本央行：黑田东彦表示日本央行将持续实施宽松政策

日本央行行长黑田东彦表示，日本央行将持续实施宽松政策；并未将宽松工具局限于降息；新的前瞻性指引反映了其政策导向的立场，即更加关注未来宽松的可能性。

5. 其他央行：泰国央行降息

11月6日，泰国央行下调基准利率 25bp 至 1.25%。

三、文献推荐

利率有效下限风险

Timothy S. Hills, Taisuke Nakata, Sebastian Schmidt

(来源：FED，地址：

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2019077pap.pdf>)

即使当前政策利率不受有效下限（ELB）的限制，未来政策利率受限的可能性也会通过在未来通胀中产生尾部风险来降低预期通胀水平，从而降低当前通胀水平。我们在根据美国经济主要特征进行校准的模型中发现，在经济处于风险稳定状态时，ELB 引发的尾部风险会导致通货膨胀率比 2% 的目标利率低 50 个基点。我们的模型表明，如果长期中性利率下降的可能性影响了家庭和企业改变其对未来 ELB 事件发生频率的估计，那么当下实现通胀目标可能比大衰退之前要困难得多。

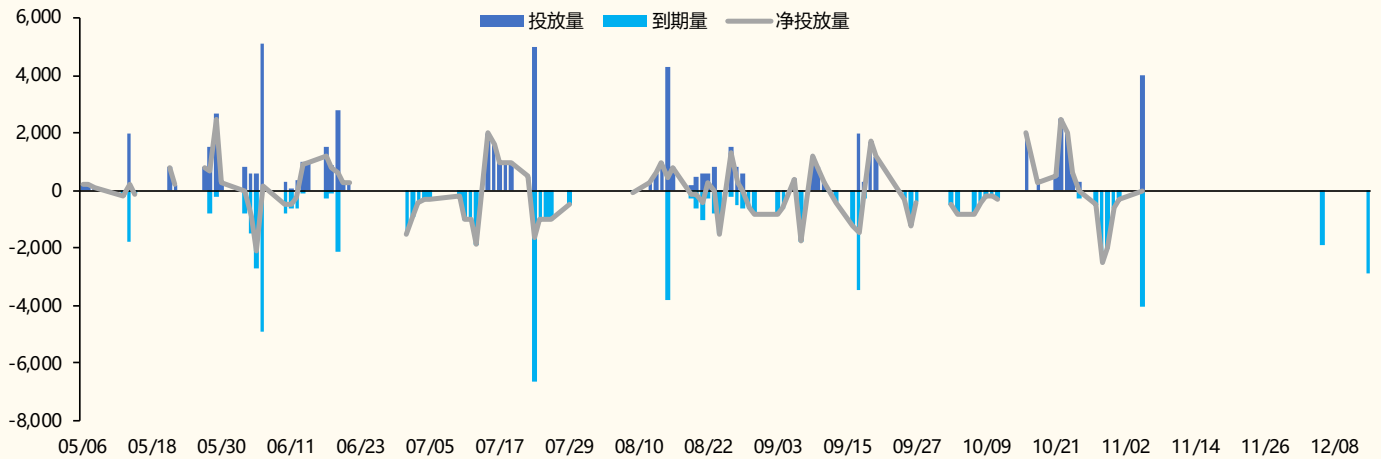
图表 3: 2019 年以来全球主要央行政策利率的调整¹ (%)

	国家/地区	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	19-09	19-10	19-11	当前利率	
降息	美国:联邦基金目标利率								-0.25	-0.25	-0.25		1.50-1.75	
	欧元区:存款便利利率									-0.10			-0.50	
	巴西:隔夜利率								-0.50	-0.50	-0.50		5.00	
	泰国:隔夜利率								-0.25			-0.25	1.25	
	中国香港:贴现窗利率								-0.25	-0.25	-0.25		2.20	
	土耳其:一周回购利率								-4.25		-3.25	-2.50		14.00
	韩国:基准利率								-0.25			-0.25		1.25
	马来西亚:隔夜利率						-0.25							3.00
	菲律宾:隔夜借款利率						-0.25			-0.25	-0.25			4.00
	印尼:基准利率								-0.25	-0.25	-0.25	-0.25		5.00
	印度:基准回购利率		-0.25		-0.25		-0.25			-0.35		-0.25		5.15
	南非:再回购利率								-0.25					6.50
	俄罗斯:关键利率							-0.25	-0.25		-0.25	-0.50		6.50
	澳大利亚:隔夜利率							-0.25	-0.25			-0.25		0.75
	新西兰:基准利率						-0.25			-0.50				1.00
	冰岛:基准利率						-0.50	-0.25		-0.25		-0.25	-0.25	3.00
	乌克兰:贴现利率					-0.50			-0.50		-0.50	-1.00		15.50
	智利:隔夜利率		+0.25					-0.50			-0.50	-0.25		1.75
	墨西哥:基准利率									-0.25	-0.25			7.75
	埃及:贴现利率			-1.00						-1.50	-1.00			13.75
丹麦:基准利率										-0.10			-0.75	
不变	日本:政策目标利率												-0.10	
	英国:再回购利率												0.75	
	中国台湾:担保放款利率												1.75	
	加拿大:隔夜目标利率												1.75	
	瑞士:3M LIBOR 目标利率												-0.75	
	保加利亚:基本利率												0.01	
	匈牙利:基准利率												0.90	
	波兰:28 日再回购利率												1.50	
	以色列:基准利率												0.25	
加息	挪威:银行同业存款利率											+0.25	1.50	
	瑞典:再回购利率		+0.25										-0.25	
	捷克:2 周再回购利率												+0.25	

来源: Wind, 国金证券研究所整理

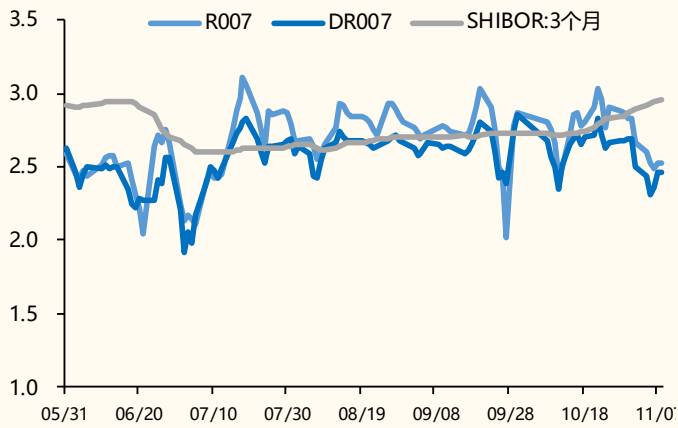
¹ 截至 2019 年 11 月 9 日

图表 4: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



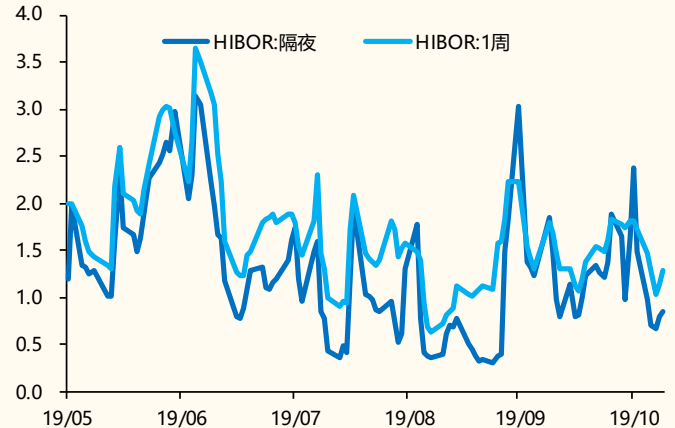
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 国内货币市场利率回落 (%)



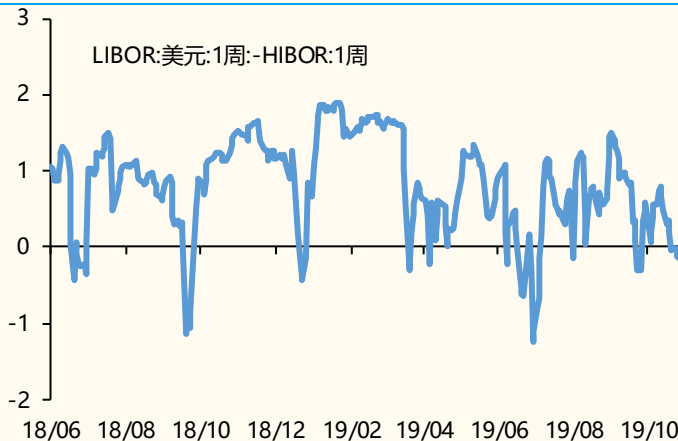
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 香港货币市场利率回落 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: Libor-Hibor 利差小幅回升 (%)



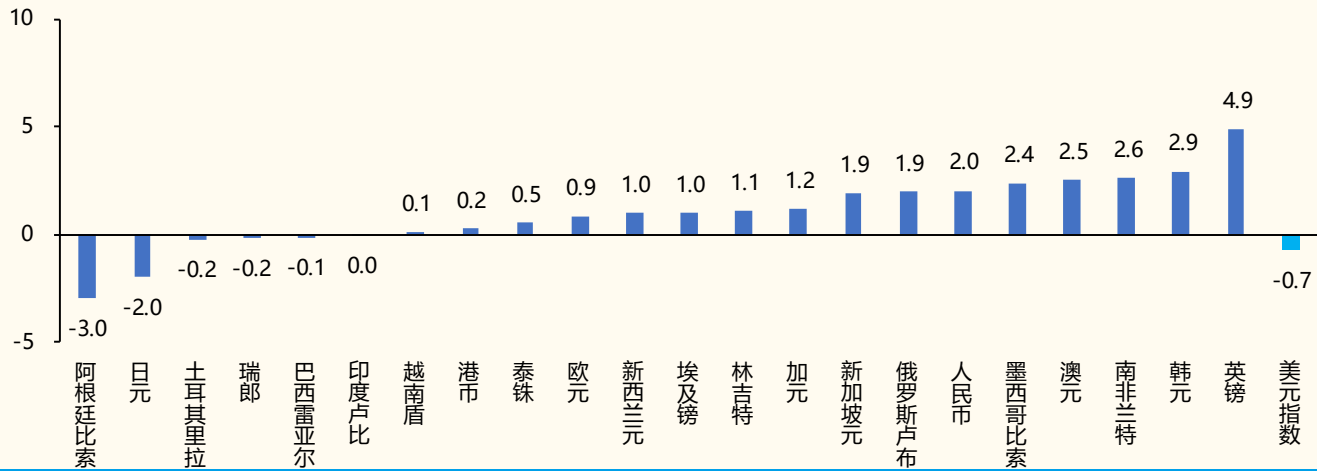
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: CME 数据显示的美联储降息概率 (11.09)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 150-175bp)				
	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175
2019/12/11			0.0%	3.7%	96.3%
2020/1/29	0.0%	0.0%	0.4%	13.9%	85.6%
2020/3/18	0.0%	0.0%	1.9%	21.9%	76.2%
2020/4/29	0.0%	0.2%	3.2%	25.4%	71.3%
2020/6/10	0.0%	0.3%	4.5%	28.0%	67.2%
2020/7/29	0.0%	0.7%	6.5%	31.5%	61.2%
2020/9/16	0.0%	0.7%	6.5%	31.5%	61.2%
2020/11/5	0.1%	1.0%	7.7%	32.8%	58.4%

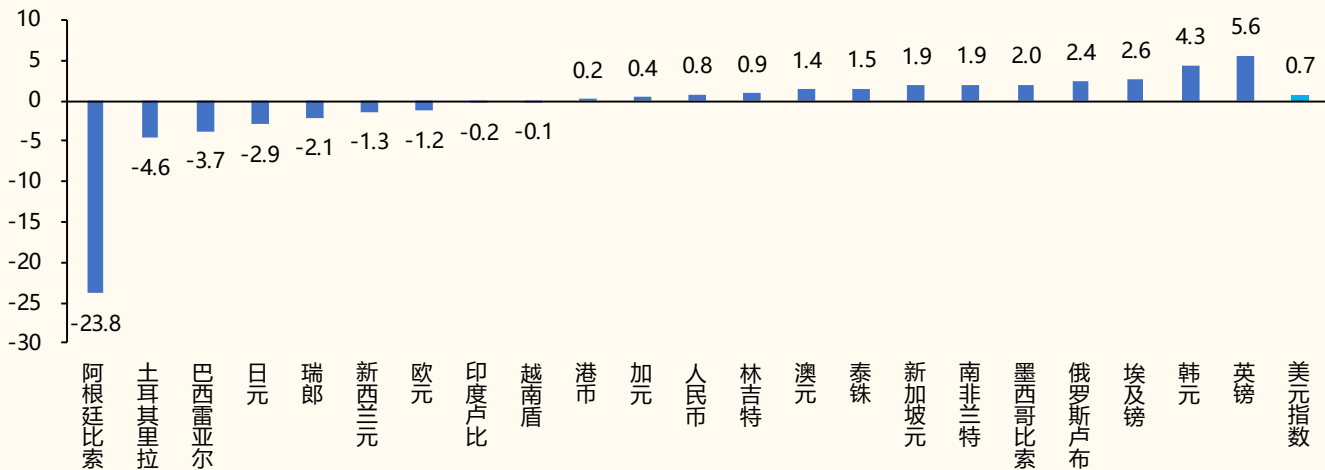
来源: CME, 国金证券研究所

图表 9: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



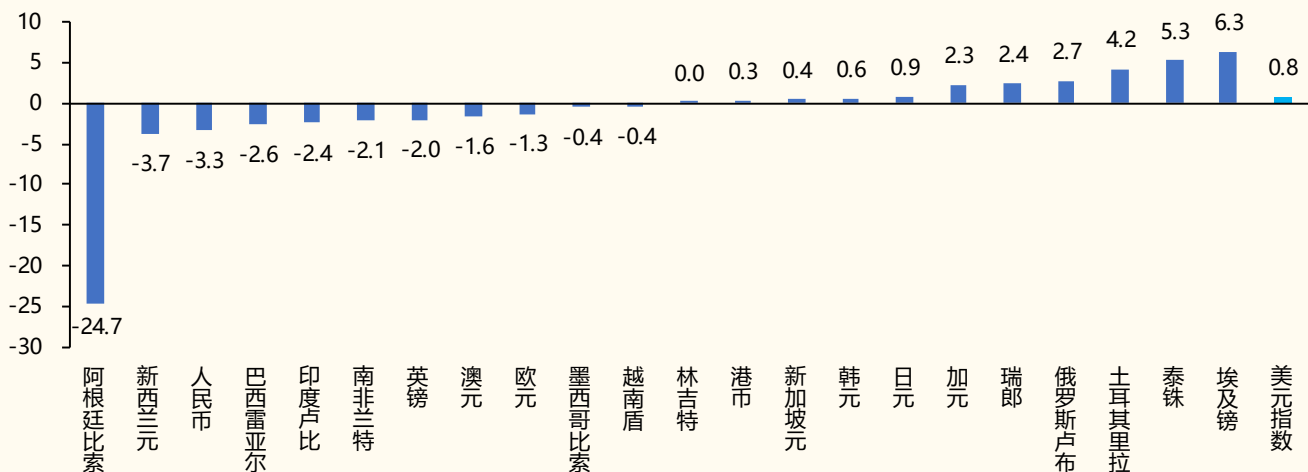
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 近三个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 近半年主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 12: 上周中国央行公开市场操作表述

日期	上周中国央行公开市场操作表述
11月8日	目前银行体系流动性总量处于较高水平, 不开展逆回购操作。
11月7日	目前银行体系流动性总量处于较高水平, 不开展逆回购操作。
11月6日	目前银行体系流动性总量处于较高水平, 不开展逆回购操作。
11月5日	开展中期借贷便利(MLF)操作4000亿元, 与当日到期量基本持平, 期限为1年, 中标利率为3.25%, 较上期下降5个基点。不开展逆回购操作。
11月4日	目前银行体系流动性总量处于较高水平, 不开展逆回购操作。

来源: 中国人民银行, 国金证券研究所

图表 13: 上周美联储官员关于货币政策的言论

日期	美联储官员	投票权	上周讲话要点
11月8日	亚特兰大联储主席博斯蒂克	2021年	对降息或加息持开放态度; 经济前景发生重大改变才会调整利率。
11月6日	纽约联储主席威廉姆斯	永久	当前货币政策处于适度宽松状态。
11月6日	芝加哥联储主席埃文斯	2019年	美联储通过三次降息开启了宽松政策, 此外中性利率可能已经下降。
11月6日	旧金山联储主席戴利	2021年	在今年降息三次后, 不认为需要进一步放松货币政策。
11月5日	里奇蒙德联储主席巴尔金	2021年	当前是暂停利率路径的好时机; 如果经济前景发生实质性变化, 需重新考虑政策立场。
11月4日	明尼阿波利斯联储主席卡什卡利	2020年	不清楚美联储降息周期是否已结束。
11月1日	美联储副主席克拉里达	永久	可能在第四季度和明年第一季度开始看到降息带来的影响; 对当前美联储的货币政策立场很满意。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 14: 上周欧央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	上周讲话要点
11月8日	欧央行管委Vasle	欧央行将继续实施当前的政策, 直到状况有所改善。

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_9129



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>