

英国政治变局：通货膨胀、党内分歧与新财政预算法案

报告发布日期

2022 年 12 月 01 日

研究结论

- 2022 年以来受国际局势影响，欧洲经济出现衰退信号，通货膨胀、货币贬值、生产下滑等问题在欧元区蔓延。美联储持续加息引发全球货币流动性收紧，其他经济体货币贬值，为稳定货币和缓和通胀，欧央行连续三次进行加息，试图恢复到 2% 的中期通胀目标。根据历史经验，经济衰退往往会在欧洲引起政治格局的变化，如民粹主义和右翼势力兴起，目前意大利、瑞典等国右翼政党已经在大选中获胜，匈牙利、西班牙、法国、比利时等国议会中的右翼势力也出现抬头迹象。
- **英国经济面临多重挑战。**英国在 2016 年脱欧后国内变化较大，叠加疫情影响和俄乌冲突造成能源短缺，年初以来制造业生产明显下滑甚至跌破枯荣线，能源价格飙升，通货膨胀严重，英镑一度贬值接近跌破美元平价。在美联储持续放鹰加息的冲击下，流动性危机爆发的风险增加，短期内英国经济修复和英镑价值回升前景并不乐观。
- **首相频繁更换，保守党内部裂痕加深。**2022 年下半年以来，英国更换了三任首相，政策延续性较差，也暴露出保守党内部的派系分裂问题。脱欧造成的经济格局变动，叠加疫情后英国经济疲软，对俄制裁、援助乌克兰、能源短缺等问题，在保守党内部形成较大分化，造成了 9 月约翰逊辞职后英国政局变动频繁发生。特拉斯辞职后苏纳克成为新任首相，推行提振经济的政策，但如果党内意见始终无法统一，新政府的执政能力将遭遇较大挑战。
- **特拉斯政府推行“迷你预算”造成市场震荡。**特拉斯任英国首相后于 9 月公布了财政预算法案，其中包括多项减税政策，这与英央行的紧缩货币政策背道而驰。新法案不仅没有改善通货膨胀的严峻形势，更造成英镑剧烈贬值，英国国债收益率跳涨，市场情绪恶化。特拉斯也因此受到民众和党内的猛烈批评，最终于 10 月 20 日辞职，结束了 45 天的短暂任期。
- **苏纳克成为新任首相，恢复经济、提振市场情绪是关键。**英国 10 月通胀数据超出预期，特拉斯政府的财政政策恶化了国内经济状况，新政府面临巨大困境。苏纳克政府对高收入群体、企业加大征税力度，对能源类企业征收暴利税，并削减政府开支，显示出抗击通胀的坚定决心。
- **新财政预算难逆转经济下行走势，英国衰退风险高。**能源价格短期难以回落，OBR 预计通胀问题会在 23 年全年持续。高利率导致的债务利息规模扩大，加大了政府降低赤字的难度，减债进程延后。新政府提高税率、削减政府开支等措施叠加疫情后的用工短缺，短期内经济复苏可能性较低，民众生活水平出现严重下滑。

风险提示

欧洲经济释放下行信号，欧央行连续加息可能引发流动性危机。
英国新政府财政法案难以挽救衰退趋势，经济下行风险超预期。

证券分析师

曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932
陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080003

相关报告

2023 海外宏观年度展望：下山的路	2022-11-30
明年财政逆周期调节的“底气”从何而来？	2022-11-28
迎战未知：宏观 2023 年度策略报告	2022-11-25

目 录

英国经济前景不明	4
保守党内部分化趋势增强	5
新财政预算法案与影响预测	7
风险提示	9

图表目录

图 1：欧元区能源价格上涨，通胀问题显现（单位：%）	4
图 2：欧元贬值与欧元区公债收益率走高	4
图 3：欧元区工业生产指数月环比（单位：%）	4
图 4：欧元区信心指数调查	4
图 5：英国和欧元区制造业 PMI 变化（单位：%）	5
图 6：英国 CPI 同比增长率（单位：%）	5
图 7：英国 CPI 同比增长率细分（单位：%）	5
图 8：英国国债收益率与英镑价值变化	5
图 9：应用 doppelgängers 模型对英国脱欧后经济下滑的测算（Doppelgängers UK 模拟未脱欧 情境下英国经济水平）	6
图 10：特拉斯出台减税政策后的市场变化	7
图 11：英国股市呈震荡下跌趋势	7
图 12：英国养老金危机详解	7
图 13：英国政府债务规模扩大	8
图 14：债务利息支出增加（单位：%）	8
图 15：英国人均可支配收入预测（2019-2020 年=100）	9
 表 1：保守党内部派系	 6
表 2：两届政府财政预算法案对比	8

英国经济前景不明

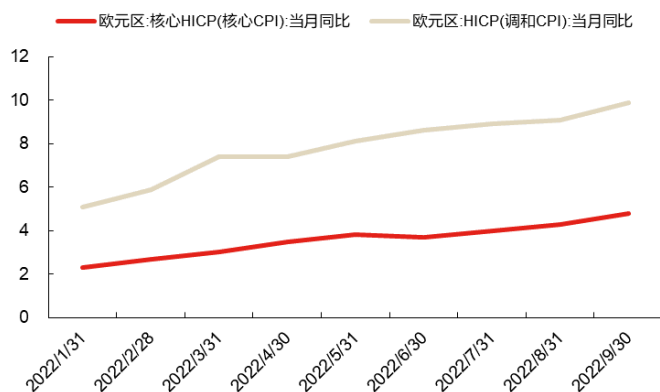
俄乌冲突引发美国对俄罗斯的严厉制裁，欧洲国家追随美国立场，出台了金融、能源、贸易等多领域的广泛制裁，目前已经开始第八轮制裁进程。俄罗斯作为欧洲国家重要的能源供应国，通过能源断供抵制欧盟制裁，并在欧盟内部造成了意见分化，多国因天然气供应不足出现能源价格飙升的问题，陷入严重的通货膨胀。

受多国内部通胀和美联储鹰派加息影响，全球货币流动性收紧，美元走强的同时非美元货币承压，欧元兑美元一度跌至 1: 1。欧央行 7 月、9 月和 10 月分别进行三次加息，累计加息 200bp，希望提高利率稳定欧元价值，并将通胀恢复到 2% 的中性通胀目标。

加息后欧元区多国国债收益率走高，南欧高债务国家出现债务违约的风险升高，意大利、希腊等国负债比例较大，恐成为欧洲再现债务危机的脆弱边缘。

受制于能源供应不足和疫情后劳动力短缺问题，欧洲制造业生产出现下滑趋势，高科技制造业工业生产指数月度波动较大。欧元区民众的经济信心和消费信心下降，多国右翼势力抬头，意大利、瑞典等国右翼政党已经在大选中获胜。民粹主义和种族主义出现复苏迹象，强调本国利益和质疑欧洲一体化的声音增强。

图 1：欧元区能源价格上涨，通胀问题显现（单位：%）



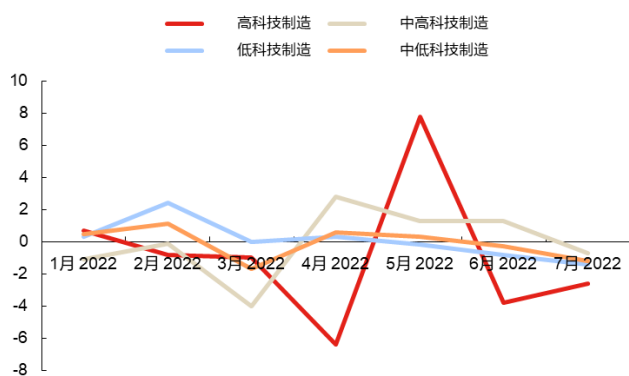
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：欧元贬值与欧元区公债收益率走高



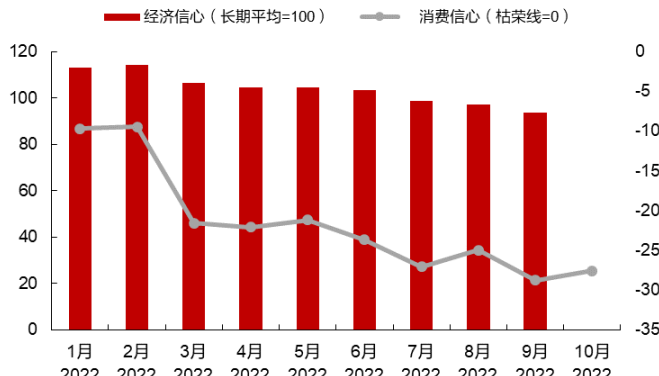
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：欧元区工业生产指数月环比（单位：%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 4：欧元区信心指数调查

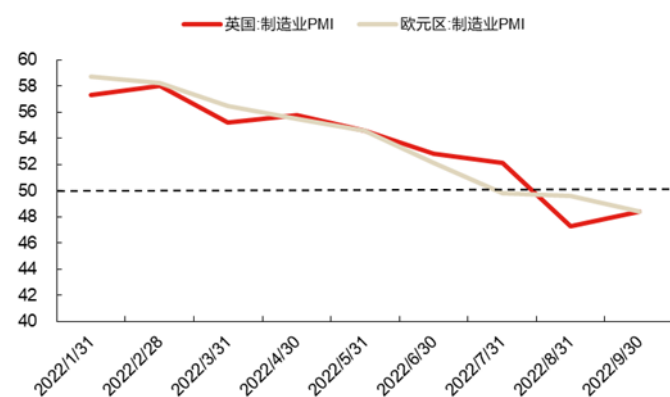


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

2022 年英国制造业 PMI 持续走低并跌破枯荣线，出现 2009 年金融危机以来的最低位。受能源危机和疫情后经济疲弱影响，英国出现严重的通货膨胀，CPI 和核心 CPI 指数持续走高，其中能源价格大幅增长，对民众生活造成巨大影响。

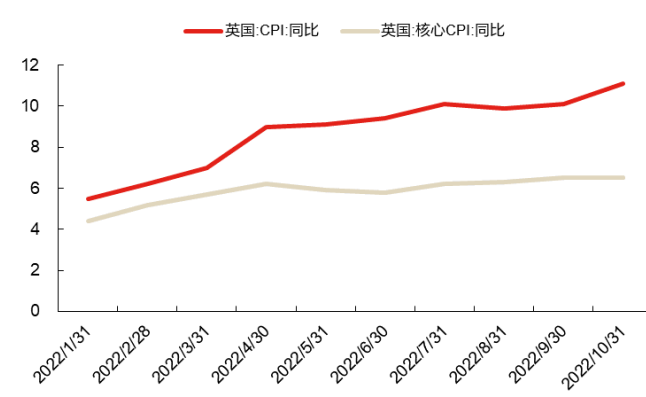
据 IMF 预测，2022 年四季度英国同比通胀预测值上调了 2.7pct，2023 年经济增长的预测值下调了 0.7pct。英镑走低一度跌破历史水平，英债收益率走高并在特拉斯政府宣布减税政策后大幅跳涨，引发市场恐慌和抛售。

图 5：英国和欧元区制造业 PMI 变化（单位：%）



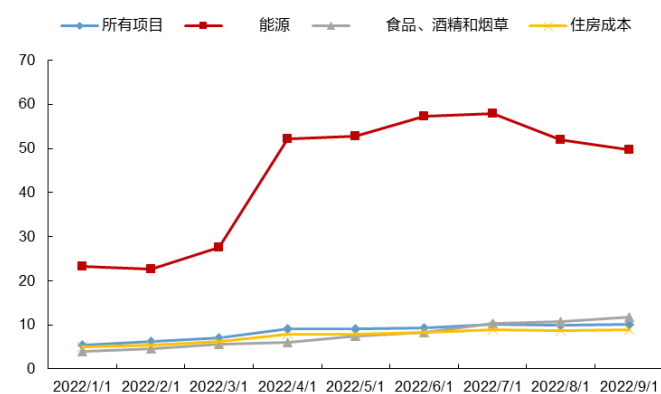
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：英国 CPI 同比增长率（单位：%）



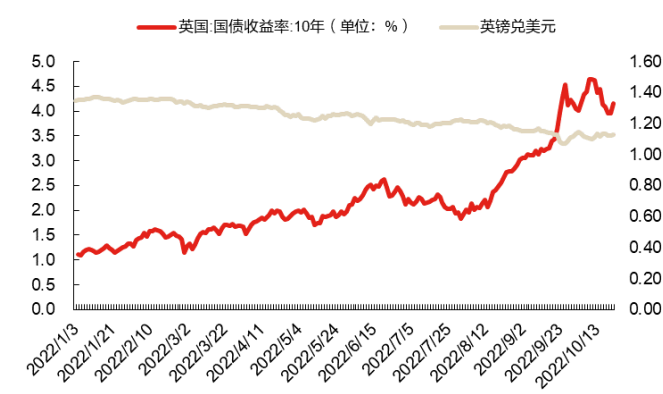
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：英国 CPI 同比增长率细分（单位：%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 8：英国国债收益率与英镑价值变化



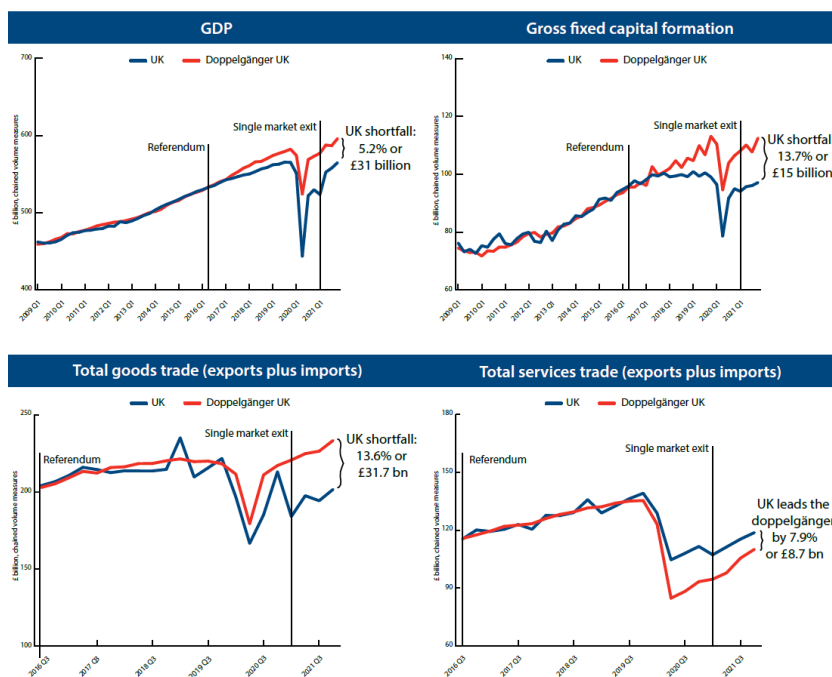
数据来源：Wind，东方证券研究所

保守党内部分化趋势增强

自 2010 年卡梅伦当选首相，保守党已经延续统治超过 10 年，党内分歧也越来越明显。2016 年后英国多次出现内阁解散、首相辞职的政治变局，脱欧后的经济结构变化、与欧元区的贸易重构、疫情下的治理与重振经济、能源供应问题、对乌克兰的援助和移民、难民等问题，多重因素在保守党内部造成了分裂，党内矛盾外化表现为首相频繁更换，政策延续性差，提振经济的计划难以有效完成。

欧洲改革中心测算了脱欧对英国经济造成的影响，应用 doppelgängers 模型模拟一篮子与英国脱欧前经济结构类似的国家，推断英国未脱欧情景下的经济水平。结果显示脱欧对英国的 GDP、投资、进出口贸易造成了消极影响，这也是保守党在 2016 年后反复磋商脱欧细节、分化逐渐扩大的重要原因。

图 9：应用 doppelgängers 模型对英国脱欧后经济下滑的测算（Doppelgängers UK 模拟未脱欧情景下英国经济水平）



数据来源：CER，东方证券研究所

约翰逊辞职后保守党内部进行重新选举，热门候选人为前外交大臣特拉斯和前财政大臣苏纳克。保守党内部选举党魁过程主要分为两个阶段，第一个阶段是在下院保守党议员中选出两名候选人，第二个阶段是全国保守党党员进行投票表决。按照通常做法，保守党下院议员推选出的候选人高低已见分晓，得票最多者一般都能当选。但本次党魁选举中，保守党下院议员的第一选择是苏纳克，其票数为 137 票，特拉斯则只有 113 票。然而在第二阶段全国保守党党员投票中，特拉斯以 2 万多票的优势胜出，这也进一步暴露了保守党的团结程度远不如前。

英国卫报总结了国会中超过 100 名保守党议员的主张，并将他们分类为不同派系。

表 1：保守党内部派系

派别	主张
疫后复苏派	支持脱欧，反对英国的多种防疫规定
零监管派	不支持缓解气候变化行动，认为减排目标和废弃传统耗油汽车是不现实的
共识派	大英文化统一，反对全球化
蓝领派	国内优先，质疑对外援助
北部研究派	提倡对英国北部地区加大投资和开发
统一能源派	对政府进行财政施压
欧洲研究派	反对欧洲统一，主张脱欧

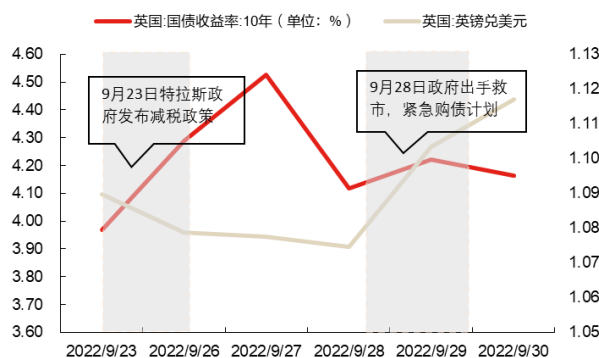
数据来源：The Guardian，东方证券研究所

外部局势变化加速内部分化。当前英国面临严峻的外部形势，俄乌冲突不仅造成能源供给缺口，更让欧洲国家间的意见出现分化。英国作为美国的坚定盟友，坚持反俄立场，但能源价格飙升造成的严重通货膨胀和民意支持率下降，让保守党内部对恢复经济的具体措施意见不一。叠加脱欧遗留问题、苏格兰独立问题，以及英国国际地位下降和中美博弈中的立场选择等，外部局势的变化很可能加速党内分裂，并打击苏纳克新政府的执政能力。

新财政预算法案与影响预测

特拉斯执政期间出台的财政预算法案包含多项减税政策，被媒体称为“迷你预算”，包括将个人所得税的基本税率从 20% 下调到 19%；废除税率为 45% 的高收入所得税；撤销此前宣布将公司税从 19% 提高至 25% 的计划；搁置正在讨论中的卫生和社会福利税等。法案公布后引起了巨大的市场波动，英镑兑美元汇率跳水，英国国债收益率上升至 4.5%，国债遭到大幅抛售，养老金面临追加保证金问题濒临爆仓。

图 10：特拉斯出台减税政策后的市场变化



数据来源：Wind，东方证券研究所

英国央行担心养老金机构做空国债以支付保证金，造成大规模国债抛售和债市崩盘，陷入流动性死亡螺旋，于 9 月 28 日宣布进行紧急购债操作。央行积极干预后英镑价值回升，英国国债也趋于稳定，避免了养老金危机的爆发。民众对特拉斯的失望叠加保守党内部的不满，最终特拉斯辞去首相职务。

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_49557

