



孙彬彬：英镑危机再现？



意见领袖 | 孙彬彬团队



摘要

历史上英镑危机，往往都是从英国经济基本面或预期走弱偏软带来汇率贬值压力开始，经济增速放缓、出口竞争力下降、经常账户逆差、抑或是债务负担加剧等因素，均是引发汇率贬值的基本面重要因素之一。

固定汇率制度安排下，英镑危机往往以英国调整汇率制度或英镑贬值到位结束。投资者力量增强，英国央行外汇储备规模较低，则是新的催化剂。

而在浮动汇率制度下，作为全球货币体系的核心，美元强弱对英镑汇

率有重要影响。但英国经济基本面疲软、银行体系的脆弱性与市场预期走弱本身仍会带来英镑贬值预期，从而放大英镑贬值压力，进而反过来对美元产生影响。

当前英镑实施浮动汇率制度，如何看待后续调整压力，一方面关乎美元强弱，另一方面取决于市场对英国政府与未来经济增长的预期。

就英国本身与市场预期来看，市场关注核心自然是特劳斯的新增长计划，其推动英国经济增长的有效性仍待商榷，但其对通胀和债务的推动已经引起市场关切，市场担心英国债务走向债务失衡局面，或是走向提高通胀稀释主权债务的道路。如果后续特劳斯政府无法提供一份令市场满意的预算方案，市场信心将持续受挫。

而且在滞涨时期，扩张性财政还可能导致财政货币政策背离的问题。当前英国央行正处在对抗通胀的紧缩过程中，新增长计划引发的通胀压力，很可能会继续强化英国央行的紧缩立场，导致财政政策与货币政策的背离。

但目前英国金融市场震荡延续，英国央行面临金融稳定与对抗通胀的两难抉择。就目前英国央行的表态来看，英国央行坚守紧缩立场的态度比较明确，对金融市场的介入是临时行为。但未来英国央行是否能够坚持立场，还需要持续观察。

与历史上的英镑危机相比较，从英国国内政策出发，当前局面与1975-76年部分类似，财政扩张前景不明且可能加剧债务负担，同时与货

币政策相背离。也与 2016 年英国脱欧后部分类似，特劳斯新增长计划再度冲击市场信心。从美元强弱来看，当前环境与 1981 年部分类似，美元走强推动英镑贬值。两者均给英镑汇率带来贬值压力。

展望后续，未来英国债市与汇率如何演绎，除了美元强弱外，特劳斯政府新增长计划的具体细节、经济预测与其对政府债务的影响将是关键，甚至会反过来影响美元强弱。

如果届时特劳斯政府未能交出一份令市场满意的预算方案，英国债市与汇市调整压力可能仍将延续。否则在美元仍旧维持强势地位情况下，后续不排除英镑汇率持续贬值，甚至跌破历史低点突破对美元平价的可能。

建议投资者关注十月中旬至十一月初英国市场的可能变化。建议关注的重点事件为，10 月 14 日英国央行的临时介入即将结束，10 月 21 日穆迪和标准普尔将更新英国主权评级，11 月初英国央行将在议息会议上独立评估有关通胀压力与紧缩前景。

内容目录

1. 英国国债和英镑调整压力从何而来？	3
1.1. 特劳斯执政后的关键事件梳理	4
2. 以史为鉴：历史上的英镑危机	8
2.1. 英镑危机的原因与新变化	14
3. 小结：如何看待后续英镑调整压力？	16

9 月外围压力上升，其中一个关键推力是英国问题进一步助推美元上升。8 月初至 10 月 11 日收盘，英国国债与外汇市场波动加剧，按收盘价

计算，十年英债收益率从 1.84% 提升至 4.64%，英镑兑美元汇率从 1.23 贬值 9.5% 至 1.11。

特别是在 9 月 21 日至 9 月 27 日间，十年英债从 3.40% 上行 113BP 至 4.53%，英镑兑美元汇率从 1.14 贬值 5.7% 至 1.07。

期间推动英国国债和英镑加速调整的原因是什么？未来是否会进一步影响美元和全球外围环境？

图 1：十年英债与英镑兑美元 (%)

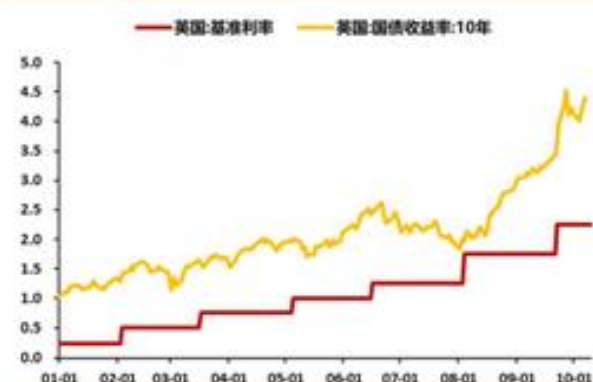


资料来源：WIND、天风证券研究所

1. 英国国债与英镑调整压力从何而来？

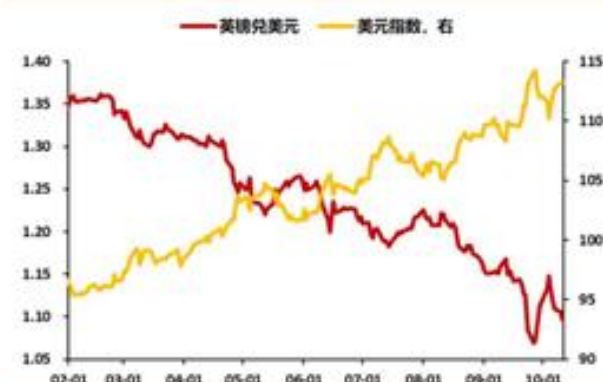
8 月初以来，推动十年英债趋势性上行的原因主要还是高通胀逼迫英央行加速收紧货币政策，而英镑贬值主要与联储紧缩情况下美元走强、英国经济前景趋弱相关。

图 2：英国基准利率与十年英债（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 3：英镑兑美元与美元指数



资料来源：WIND、天风证券研究所

但是在 9 月 20 日后，英国债市汇市的动荡局面，则主要与英国新任首相特劳斯（Truss）上任后相关政策有关。

1.1. 特劳斯执政后的关键事件梳理

9 月 6 日，特劳斯宣布就任英国新任首相。

9 月 8 日，特劳斯宣布将从 10 月 1 日起实施“能源价格保障 (Energy Price Guarantee)”计划，计划在未来两年内能够将英国普通家庭的平均能源账单限制在 2500 英镑。根据 10 月份的现行能源价格，这意味着英国普通家庭每年可节省 1000 英镑的能源消费。其中第一批 400 亿英镑补贴将在 10 月起逐步发放。

特劳斯同时宣布，从 10 月起的 6 个月内，企业、慈善部门与公共部门的天然气和电力价格也将收到限制，并将在未来三个月内宣布对明年 3 月后特定行业的支持。

特劳斯表示，此举是其一揽子财政计划中占比最高的部分，将有助于

降低 5 个百分点的通货膨胀，促进经济增长，控制不断上涨的商品价格，并降低偿还国债的成本。

但在特劳斯发布“能源价格保障”时，并未一并发布有关该计划具体的经济预测、筹资方式、以及如何影响财政可持续性的迷你预算，因此市场整体处在观望情绪中。

9 月 20 日，特劳斯在访问美国途中接受媒体采访表示，一揽子财政计划将包括一系列减税与能源消费补贴等措施。财政大臣夸尔腾将在周五（9 月 23 日）就政府的税收和支出计划发表财政声明。

采访发布后，市场对一系列减税政策的影响有所担忧，但责任预算办公室（OBR）明确表示无法在周五发布相关预测。

9 月 23 日，财政大臣夸尔腾公布了新的增长计划，希望降低能源成本与通货膨胀，支持企业并帮助家庭，实现 2.5% 的经济增速。

该计划包括取消原定逐步上涨的公司税，将公司税维持在现有 19% 水平；2023 年 4 月起将所得税的基本税率从 20% 降至 19%，并将单一最高所得税税率从 45% 降至 40%；新建一系列交通基础设施；同时大幅削减印花税、房地产税等措施。其中，与减税有关措施合计将每年永久减税 450 亿英镑。

而且令市场感到遗憾的是，夸尔腾并未一并说明任何支持该计划的资金来源，这意味着该计划的资金来源将主要依赖发债。夸尔腾表示将在未

来几周内制定进一步的计划细节,并誓言在 11 月公布一项可信的减债计划。

夸尔腾公布新的增长计划后,责任预算办公室(OBR)表示,作为对计划的回应,将本财政年度的债务发行计划上调 724 亿英镑至 2341 亿英镑。

计划发布后,尽管该计划相对应的经济与债务预测还未发布,但英国政府无资金准备的新增长计划无疑吓坏了市场,并在第一时间遭受到了前所未有的批评。

反对党工党财政发言人雷切尔·里夫斯表示,该计划是一场只会带来低增长、抵效率投资和生产率的绝望赌博,唯一上涨的是通胀,利率和银行家的奖金。

英国财政研究所(IFS)表示,该减税计划是 1972 年预算调整以来最大规模的减税,可能带来通货膨胀效应,推升中长期通胀风险,加剧政府债务负担。

根据 IFS 估计,新增长计划将使政府债务走上不可持续的上升道路,

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_47222

