

英镑危机再现？

证券研究报告

2022 年 10 月 14 日

海外宏观专题

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、亦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，我们认为，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拉斯的新增长计划，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。如果后续特拉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，同时与货币政策背离。也与 2016 年英国脱欧后部分类似，特拉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，特拉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。

如果届时特拉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 10 月中旬至 11 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 月初英国央行也将在议息会议上重新独立评估有关通胀压力与紧缩前景。

风险提示：海内外疫情扩散超预期，国内经济增速超预期，国内外宏观政策转向超预期。

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：强联转债，国内风电轴承领域龙头企业-申购建议：积极参与》 2022-10-13
- 2 《固定收益：广大转债，领先的高端装备基础材料制造商-申购建议：积极参与》 2022-10-13
- 3 《固定收益：数据修复，大会临近，交易上如何把握？-天风总量联席解读（2022-10-13）》 2022-10-13

内容目录

1. 英国国债和英镑调整压力从何而来？	3
1.1. 特拉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

图表目录

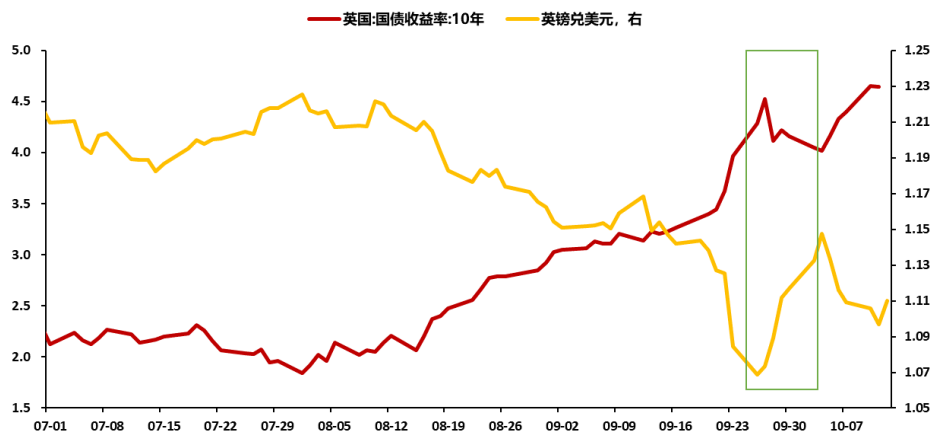
图 1：十年英债与英镑兑美元（%）	3
图 2：英国基准利率与十年英债（%）	3
图 3：英镑兑美元与美元指数	3
图 4：英国财政研究所（IFS）预期的有物能源价格保障计划的公共部门债务负担	5
图 5：英国财政研究所（IFS）预期的英国债务率	5
图 6：英镑兑美元	8
图 7：英镑兑美元与英国出口金额全球占比（%）	9
图 8：英镑兑美元与英国政府净借款额（百万英镑）-1990 年前	10
图 9：英镑兑美元与英国国际收支（百万英镑）-1990 年前	10
图 10：英国赤字率与英镑兑美元（%）-1990 年前	10
图 11：英国赤字率与基准利率（%）-1990 年前	10
图 12：英镑兑美元与英国 GDP 实际增速（%）	10
图 13：美元指数与英镑兑美元	11
图 14：美元指数与经常项目差额（百万美元）	11
图 15：联邦基金利率与美元指数（%）	11
图 16：英镑兑美元与英国政府净借款额（百万英镑）-1990 年后	12
图 17：英镑兑美元与英国国际收支（百万英镑）-1990 年后	12
图 18：英国赤字率与英镑兑美元（%）-1990 年后	12
图 19：英国赤字率与基准利率（%）-1990 年后	12
图 20：英镑兑美元与英国失业率（%）	13
图 21：英镑兑美元与英美政策利率利差（%）	14
图 22：英镑兑美元与英美 M2 同比差（%）	14
图 23：英镑兑美元与英美通胀差（%）	14

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3.44%上行112BP至4.53%，英镑兑美元汇率从1.13贬值4.8%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（%）

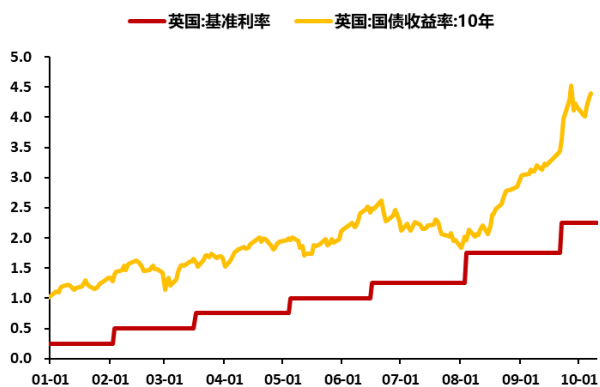


资料来源：WIND、天风证券研究所

1. 英国国债和英镑调整压力从何而来？

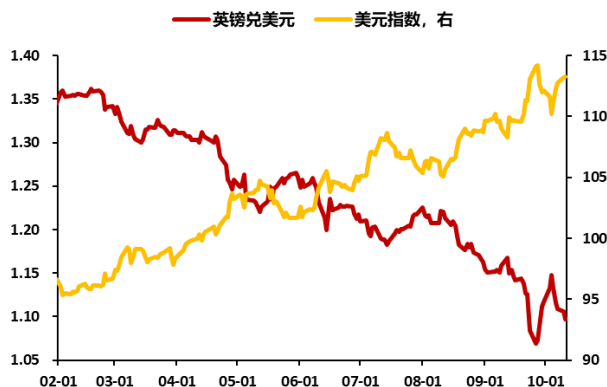
8月初以来，推动十年英债趋势性上行的原因主要还是高通胀逼迫英央行加速收紧货币政策，而英镑贬值主要与联储紧缩情况下美元走强、英国经济前景趋弱相关。

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拉斯（Truss）上任后相关政策有关。

1.1. 特拉斯执政后的关键事件梳理

9月6日¹，特拉斯宣布就任英国新任首相。

9月8日²，特拉斯宣布将从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。

特拉斯同时宣布，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。

特拉斯表示，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。

但在特拉斯发布“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，特拉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。财政大臣夸尔滕将在周五（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，财政大臣夸尔滕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，夸尔滕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。夸尔滕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。

夸尔滕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引起市场关注，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。

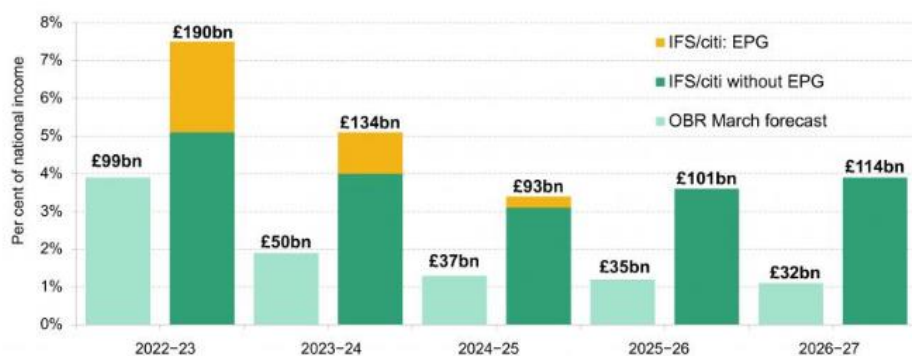
英国财政研究所（IFS）表示，该减税计划是1972年预算调整以来最大规模的减税，可能带来通货膨胀效应，推升中长期通胀风险，加剧政府债务负担。

¹ <https://www.gov.uk/government/speeches/prime-minister-liz-truss-statement-6-september-2022>

² <https://www.gov.uk/government/news/government-announces-energy-price-guarantee-for-families-and-businesses-while-urgently-taking-action-to-reform-broken-energy-market>

图 4：英国财政研究所（IFS）预期的有物能源价格保障计划的公共部门债务负担

Public sector net borrowing forecast with and without Energy Price Guarantee (EPG) (23 September 2022)



资料来源：IFS、天风证券研究所

图 5：英国财政研究所（IFS）预期的英国债务率



资料来源：IFS、天风证券研究所

可以发现，批评声音主要集中在两方面：一是对特拉斯政府新增长计划有效性的质疑，二是对新增长计划可能导致通胀压力与债务负担的担忧，以及可能带来货币政策与财政政策相背离的担忧。

随后事态的发展表明，市场担忧不无道理。

英国央行也在 9 月 26 日发布声明称³，已经关注到了市场对新增长计划的讨论，认为“能源价格保障”将降低近期通胀峰值，欢迎政府致力于可持续经济增长，但可能推升中期通胀压力。将在下一次会议上全面评估政府公告对需求和通胀的影响，货币政策的目标是将中期通胀可持续地恢复到 2% 水平。

更快的紧缩意味着更高的衰退风险，财政政策与货币政策相背离，也冲击了市场对英国政策的信心。因此加息预期在推升英国国债收益率的同时，英镑兑美元汇率也快速贬值。

而英国国债市场动荡还导致了英国养老机构的保证金螺旋，原因是英国多数养老基金一直采用负债驱动型投资来对冲负债，使用利率掉期或通胀掉期来匹配长期负债。只需要投入初始保证金进行交易，在国债收益率上行时，养老基金需要向交易对手缴纳保证金，相反则赢得交易对手的保证金。

英国国债市场动荡使得养老基金需要支付巨额保证金，迫使养老基金抛售英国国债在内的英镑计价资产，进一步推升英国国债收益率导致保证金螺旋，使得英国国债市场出现流动性挤兑。

为平息英国国债市场的流动性危机，在养老基金恳求下，9 月 28 日⁴英国央行被迫宣布将临时以任意必要规模购买剩余期限超过 20 年的长期英国国债。

但英国央行同时明确，临时购债主要考虑金融稳定，不改变央行紧缩立场与中期 2% 的通胀目标，也不会改变英国央行今年的缩债目标，但是会调整缩债开始时间。临时购债计划将受到严格的时间限制，计划于 10 月 14 日结束，并且一旦市场运作风险被判断为消退，购债将以平稳有序的方式解除。

英国央行临时介入后，英国国债市场挤兑有所缓解，长期英国国债收益率有所回落，英镑兑美元汇率也有所回升。

英国央行的临时介入暂时缓解了国债市场的流动性挤兑危机，更重要的，客观上也为英国政府调整其财政政策赢得了反映时间。

10 月 3 日，特拉斯宣布将对其小型预算中的争议部分进行调整，推翻了此前取消 45% 最高税率的计划。虽然该措施每年只涉及 20 亿英镑减税额度，在总额 450 亿英镑的年度减税计划中占比较小，但已经表明了英国新任政府向市场的妥协态度。

特拉斯推翻了此前取消 45% 最高税率的计划一度提振了市场信心，10 月 4 日英国十年国债收益率回落至英国央行临时介入后低点，英镑兑美元汇率反弹至英国央行临时介入后高点。

但 10 月 5 日特拉斯在英国保守党年会上的讲话又给市场浇了一盆冷水，特拉斯表示，“英格兰银行在没有政客干预的情况下独立设定利率是正确的，财政大臣和英国央行行长将继续密切协调我们的货币和财政政策，财政大臣和我在这方面完全步调一致。”

³ <https://www.bankofengland.co.uk/news/2022/september/statement-from-the-governor-of-the-boe>

⁴ <https://www.bankofengland.co.uk/news/2022/september/bank-of-england-announces-gilt-market-operation>

特拉斯发言后，英国国债收益率重回上行，英镑兑美元汇率重归贬值。市场担心，特拉斯政府会一意孤行继续豪赌减税政策，而货币政策与财政背离可能最终将英国经济带向灾难。而根据 YouGov 最新公布的民意调整，保守党支持率已经落后工党 25 个百分点。

10 月 4 日起英国央行停止了购买英国国债，这一因素可能与特拉斯的表态一同推升了 10 月 5 日英国债市汇市的反转。

10 月 7 日英国央行副行长拉姆斯登也表示，新政府的减税计划可能会增加通胀挑战，但英国央行必须坚持其紧缩立场，即使这意味着英国经济将遭受更多痛苦。

10 月 12 日英国央行发言人明确⁵，临时购债计划将于 10 月 14 日如期结束。

所以不难理解，未来英国债市与汇率如何演绎，特拉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。

如果届时特拉斯政府未能交出一份令市场满意的预算方案，那么在市场不信任感持续累加的情况下，英国债市与汇市调整压力可能仍将延续。

因此，建议市场关注后续预算与英国央行操作的时间表：

10 月 14 日，英国央行临时购债计划将到期，需要观察英国债市汇市是否会持续动荡，迫使英国央行改变其立场。

10 月 21 日，评级机构穆迪和标准普尔全球已将 10 月 21 日定为英国主权信用评级的下一次更新日期。上周，标准普尔将其 AA 评级的前景从“稳定”下调至“负面”，表明评级可能即将下调。穆迪将减税计划描述为对英国信誉的“负面”，但并没有真正改变评级的前景。英国主权信用评级调整可能加剧市场震荡。

10 月 31 日，英国央行将首次出售其所持债券，正式开启缩债，需要关注缩债行为对债券市场流动性的冲击。

11 月 3 日，英国央行将在本次会议上独立评估减税计划带来的通胀压力，目前市场预期英国央行可能在会议上加息 75BP 至 3.0%，甚至存在加息 1 个百分点至 3.25% 的可能。

11 月 23 日，夸尔滕将在 11 月 23 日宣布其第一个完整预算，届时他需要详细说明他计划如何为计划提供所需资金、以及相关债务问题。责任预算办公室（OBR）还将公布其对经济 and 公共财政的预测。

后续，特拉斯政府必须为其减税计划寻求议会批准，但由于一些保守党议员对其计划仍持怀疑态度，尚未制定时间表。大多数措施要到明年 4 月才能生效。但根据政府研究所的数据，对购房者的减税是立即的，必须在 11 月下旬之前在议会进行投票。特拉斯政府可以在夸尔滕 11 月 23 日财政公告后提出一项财政法案，然后进行表决。

目前英国保守党占据下议院 650 个席位中过半数的 358 席，如果保守党内保持一致，在程序上特拉斯政府的新计划通过将不会受到限制。

建议投资者关注十月末至十一月初英国市场的可能变化，届时新增长计划的第一份预算与经济预期将发布，英国央行也将在议息会议上重新独立有关评估通胀压力与紧缩前景。

⁵ <https://wallstreetcn.com/articles/3672175>

2. 以史为鉴：历史上的英镑危机

货币危机有狭义、广义之分。

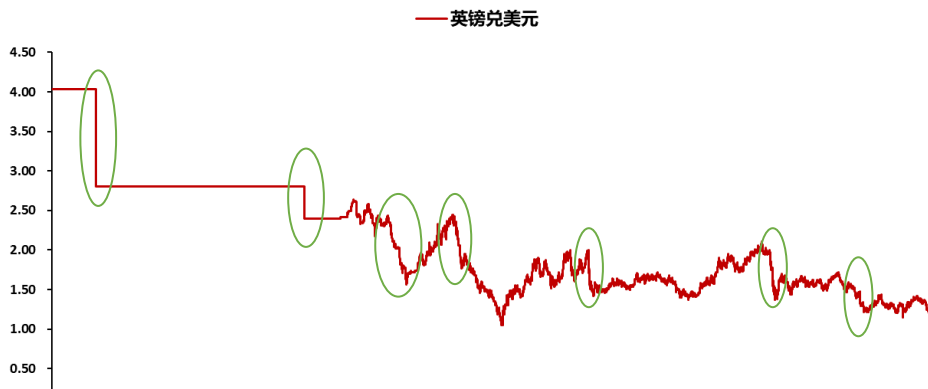
狭义的货币危机与特定的汇率制度（通常是固定汇率制）相对应，通常指实施固定汇率制度的国家，在非常被动的情况下（例如经济基本面恶化或遭遇强大的投机攻击），对本国汇率制度进行调整，这种汇率变动的影响难以控制，这一现象就是货币危机。

广义的货币危机泛指汇率的变动浮动超出了一国可承受的范围这一现象。

经济学史研究者弗朗西斯·肯尼迪今年7月发布了一篇短文《英镑危机：历史上有那些先例？》⁶，整理了历史上比较著名的几次英镑危机：

- （1）1931 年英镑被迫脱离金本位；
- （2）1949 年英镑恢复可兑换性，英镑对美元贬值 30%；
- （3）1967 年英镑贬值对美元贬值 14%；
- （4）1975-1976 年，英镑贬值 36%并被迫寻求 IMF 援助；
- （5）1981 年英镑贬值 26%，直接 1985 年对美元汇率接近平价；
- （6）1992 年欧洲汇率协调机制危机，英镑贬值 29%；
- （7）2008 年全球金融危机，英镑贬值 21%；
- （8）2016 年英国脱欧，英镑贬值 16%；（英国脱欧后英镑贬值，但市场震荡较快平息，相较于其他几次英镑危机，市场所受冲击有限）。

图 6：英镑兑美元



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_47251

