

英国政策冲突待化解，资产动荡延续

20221013

核心内容：

- **特拉斯政府新财政政策严重加大赤字** 新首相特拉斯意在模仿撒切尔政府的“涓滴经济学”，进行 50 年来的最大幅度减税、进行大规模能源补贴并扩大国防支出。特拉斯政府目前的计划包括 1500 亿英镑的能源补助政策包、支持每年增加约 200 亿英镑的国防支出以及约 450 亿英镑/年的税收减免。财长科沃腾的“迷你预算”由于在利率攀升时大幅举债减税，一经公布即广受恶评。特拉斯政府继续上述计划将导致投资者对英国控制通胀、稳定经济的信心下降，那么借贷成本和赤字率还将进一步上升。
- **财政政策面临经济悖论** 首先，财政政策选择在通胀高企时与货币政策背道而驰，大概率推升通胀。其次，减税是否能在收入分配不均匀以及缺乏结构性改革的情况下带动经济增长存疑。英国脱欧之后的新劳动力难以入境以及疫情后的劳动力损失造成劳动市场供给不足，同时脱欧的决定明显打击了企业投资的积极性，英国贸易难度反而增加、北爱尔兰协定悬而不决，这些问题都不是降低税率、加大政府开支就可以解决的。
- **英镑英债因减税问题大跌，迫使英央行短期重启国债回购** 特拉斯政府的减税计划公布后，英镑大幅下跌，英债收益率迅速上行至 4% 以上，几近引发以 LDI 模式养老金为首的大型金融机构的系统性风险。在国债和汇率迅速大幅下跌后，英央行开启了 650 亿元的国债购买计划，从 9 月 28 日至 10 月 14 日的 13 个工作日内中间购买长期债券，每日上限为 50 亿英镑，类似于临时量化宽松，为机构争取更多时间解决流动性稳定并降低杠杆。
- **支持率大幅下滑的特拉斯政府态度边际软化，是否转向待观察** 在民调极差，保守党支持率大幅低于工党的情况下，特拉斯不得不做出边际让步，在 10 月 3 日宣布取消将最高个人所得税率从 45% 调低至 40%。虽然这只是 450 亿减税计划中大约 20 亿的部分，但特拉斯强硬立场软化意味着如果其政策继续在金融市场引发风险、降低支持率，那么将不排除更彻底的转向。财政大臣科沃腾 10 月 11 日决定将本应在 11 月 23 日完成的债务削减计划提前至 10 月 31 日公布。如果预算不能体现出在减税计划方面更大的松动以及平衡的政府收支，市场动荡和党内压力会直接威胁首相的任期。
- **英央行加码短期措施，但 10 月 14 日国债回购将停止** 英央行在中长期推动货币正常化的立场坚定，对 9 月 28 日无奈推出的 650 亿购债计划使用也很谨慎，在 10 个工作日内仅购买了 88 亿英镑的国债，远低于 500 亿的上限。短期内，英央行连续推出两个举措稳定市场情绪并提供流动性：(1) 10 月 10 日，英央行新推出 TECRF（扩展抵押品临时回购）维护市场流动性。TECRF 将允许银行在 11 月 10 日之前，在回购中以任何投资级以上公司债和部分符合规定的外币债务作为抵押品来融资。(2) 同日，英央行将每日购买的长债上限从 50 亿英镑上调至 100 亿，但 10 月 14 日会坚决停

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：于金潼

止国债回购。

- **英央行紧缩态度坚决，市场长期稳定需要新财政计划放弃部分减税和支出**
英央行行长贝利表示，国债回购仍会在 10 月 14 日按时停止，“我对（养老）基金发出的讯息是你们只剩三天时间（解决资产问题）”。贝利的信息并不利于市场稳定，在 14 至 31 日（新财政预算公布）之间，基金只能通过让向其发放贷款的银行用国债和其他抵押品参与 TCRF 获得流动性；而银行并不一定乐于接受基金的抵押品后再向英央行通过抵押回购获得资金。短期市场预期受突发性消息和情绪影响巨大，可能继续史无前例的动荡；而英央行的立场是加速的紧缩，在财政政策不调整的情况下，中长期的市场风险难以化解。
- **金融风险向公司债、基金和房贷市场蔓延，有恶化的可能** 目前，LDI 模式的基金和养老金正在积极去杠杆，积累现金以预防追缴保证金的情况，不仅国债遭到抛售，收益更高的公司债和基金投资都开始受到波及。流动性紧张之下，房贷相关资产可能也是去杠杆的重点领域。快速的短期去杠杆对市场流动性的冲击需要更长时间去消化，如果英央行处理不当，系统性风险仍有继续恶化的可能。
- **强美元下各国货币延续弱势，2023 年一季度后压力有望减缓** 虽然英镑近期的大幅贬值是由特拉斯政府的扩张性财政计划引发，但强美元同样是不可忽视的根本原因；重要国家货币大都出现了较大幅度的贬值，但各国自身的货币政策兑贬值幅度有放大作用。按美联储目前的引导，在通胀不超预期上行的情况下，联邦基金利率的峰值可能在 2023 年一季度达到，上半年降息概率较小，而美国 2023 年陷入衰退的概率正不断上升。因此，各国货币兑美元的贬值压力可能在明年一季度后减弱，而反转交易会取决于美联储货币政策转向的预期。**英镑方面，未来因政府财政政策转向而企稳的概率高于延续动荡的可能。**

主要风险：英国经济和政治情况超预期变化，主要央行政策突然改变

目录

一、英国金融风险的导火索和英央行的危机管理	4
（一）英国政府的新经济政策加大财政赤字：	4
（二）新财政政策面临的经济悖论：	5
（三）市场对新政严重不信任，英债英镑开始动荡：	6
二、转变之中：特拉斯政府态度弱化，英央行坚定重归货币正常化	7
（一）特拉斯政府立场软化，观察债务削减计划是否有更大松动	8
（二）英央行推出短期回购计划 TCRF，货币政策正常化立场十分坚定	9
（三）金融风险向公司债、基金和房贷市场蔓延，长期稳定还需财政政策转向	10
三、强美元下各国货币延续弱势，2023 年一季度后压力有望减缓	11

一、英国金融风险的导火索和英央行的危机管理

（一）英国政府的新经济政策加大财政赤字：

英央行于9月22日宣布加息50bps至2.25%并于10月开始量化紧缩，但其目前在遏制通胀的战役中“腹背受敌”，因为新首相特拉斯意在模仿撒切尔政府的“涓滴经济学”，进行50年来的最大幅度减税、进行大规模能源补贴并扩大国防支出。

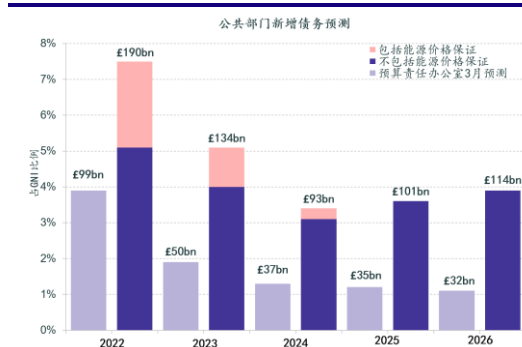
特拉斯政府目前的计划包括1500亿英镑的能源补助政策包、支持每年增加约200亿英镑的国防支出以及约450亿英镑的税收减免。新财长科沃腾的“迷你预算”由于在利率攀升时大幅举债减税，一经公布即广受恶评。英国财政经济研究所直言这份预算“甚至没有显现出一点让公共财政数字合理平衡的努力”。

首先来看1500亿英镑的能源补助政策包：能源补贴的重中之重是面向民众的“能源价格保证”（Energy Price Guarantee），这一补贴将从2022年10月1日开始持续两年，致力于通过限价将普通英国家庭的年度能源费用从约3500英镑降低至2500英镑¹。此外，特拉斯政府还暂时取消了150英镑的绿色税并为家庭提供400英镑的能源价格折扣；内部估算认为家庭部分补助总耗资约900亿。同时，政府还会向能源企业提供400亿英镑的流动性便利，并在未来6个月内为企业和公共部门提供于家庭部门同等的支持，扩大北海能源开采。

特拉斯政府不仅巨幅支出，还将推出英国历史中占GDP比例第二高的减税计划，包括：（1）取消将公司税上调至25%，维持在19%不变，为G20中最低；（2）取消国民保险税1.25%的增幅；（3）将所得税的基本税率从20%降至19%；（4）年收入超过15万英镑部分征收的最高税率由45%将被废止，统一采用40%的标准高税率；（5）大幅削减印花税；（6）设立新的“投资区”，放松对创业者的监管；（7）采取措施减少土地使用规划限制；（8）发布游客退税方案；（9）取消酒类税收上调计划；（10）取消银行家奖金上限，对银行利润征收8%的税率。以上措施到2026-2027财年将减税450亿英镑/年²。

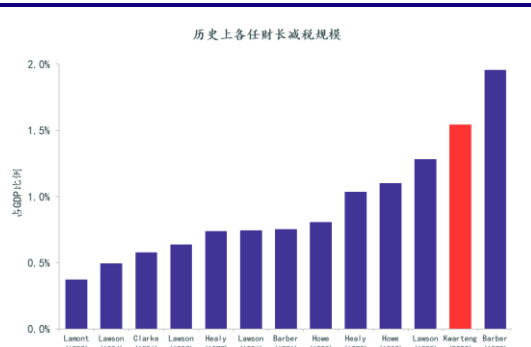
军事支出方面，特拉斯计划在2030年将军事支出占GDP比例从目前的2%左右提高至3%³；估算显示此举将额外增加1570亿英镑的支出，平均到每年约200亿英镑，这类规模的支出可能需要增值税从20%上调至25%来维持，但特拉斯政府却在坚定进行减税。

图 1：英国新增公共债务预测（十亿英镑）



资料来源：IFS，中国银河证券研究院整理

图 2：当前减税规模占 GDP 比例为二战以来第二高（%）



资料来源：IFS，中国银河证券研究院整理

¹ Government announces Energy Price Guarantee for families and businesses while urgently taking action to reform broken energy market – GOV. UK (www.gov.uk)

² Mini-Budget response | Institute for Fiscal Studies (ifs.org.uk)

³ Liz Truss defence spending to cost £157bn, says report – BBC News

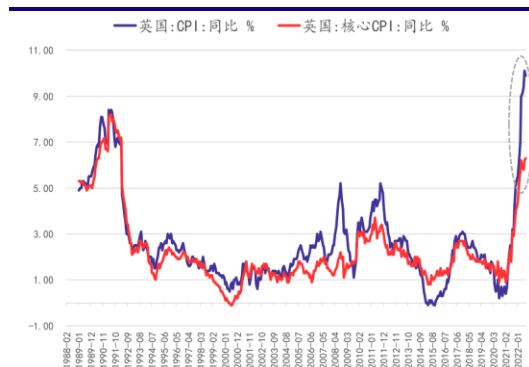
以上预算中巨大的收支差额只能通过举债来弥补。英国债务管理办公室将 2022-23 财年计划发行国债上调 624 亿至 1939 亿英镑，估计占 GNI 的 7.5%，举债规模在二战后仅次于 2008 和 2020 年。财政经济研究所（IFS）对未来四年新发行债务规模的测算为 2023 年 1340 亿、2024 年 930 亿、2025 年 1010 亿和 2026 年 1140 亿（共计 4420 亿英镑），远超 2022 年 3 月预算责任办公室估计的 500 亿、370 亿、350 亿和 320 亿（共计 1540 亿英镑），2880 亿英镑的差额中接近一半是由减税导致的。这一估算还没有完全计入不断上行的英国国债收益率，如果特拉斯政府继续上述计划导致投资者对英国控制通胀、稳定经济的信心下降，那么借贷成本和赤字率还将进一步上升。英国经济增速在财政刺激和货币政策紧缩的组合如不能达到 2.5% 的目标，将面临严重的偿付压力。

（二）新财政政策面临的经济悖论：

虽然首相和财长目前坚信“涓滴经济学”可以推动英国经济增长，但不可否认的问题首先是财政政策选择在通胀高企时与货币政策背道而驰，大概率推升通胀。（1）扩张性财政政策的基本特点就是刺激经济主体扩大支出、抬升总需求，进而带动经济增长和通胀上行。（2）尽管政府将对能源价格进行限制，但是从能源部分省出的可支配收入很可能成为消费维持增速的动力，这也极不利于英央行压制通胀。（3）欧洲国家面临的高能源食品价格自不待言，而在此基础上英国还有着仅 3.8% 的失业率，反映出劳动人口在疫情后并未恢复，但劳动需求显著上行，极易加剧工资-物价螺旋。（4）新政策使投资者对政府控制通胀的能力和决心产生质疑，在通胀时进行财政扩张的后果在上世纪 70 年代已有前车之鉴：时任财长巴伯（Barber）减税后，公众对政府控制价格的信心不在，英国通胀一度暴增至 24%。新政也很可能增加英国借贷成本并加剧英镑贬值，形成输入性通胀恶性循环的风险浮现。

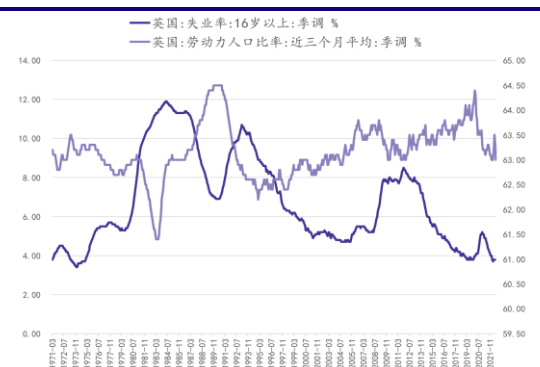
英国 2022 年 7 月 CPI 增速高达 10.1%，8 月也有 9.9%，同时这两个月的核心 CPI 为 6.2% 和 6.3%，环比也显示了较强的上行动能。可以说英国既面临能源食品价格带来的输入性通胀，又受到劳动市场供不应求等因素所导致的内生性价格压力，还有扩张性财政政策对汇率和价格造成额外压力。特拉斯政府的政策正在对加息中的英国央行形成严重挑战。

图 3：英国 CPI 增速处于历史高位（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：英国劳动力市场相当紧张（%）

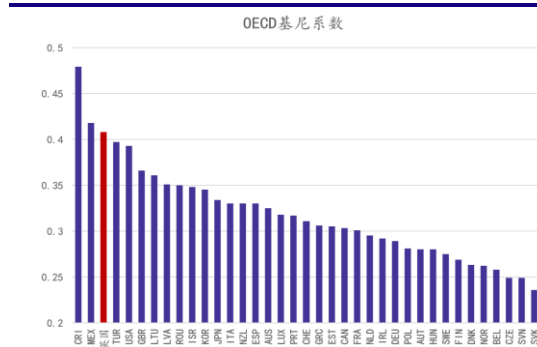


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

其次，减税是否能在收入分配不均匀以及缺乏结构性改革的情况下带动经济增长存疑。（1）在分配不平均的情况下，高收入群体可以从减税政策中获得更多利好，但其更低的边际消费可能对经济增长拉动不足。根据 OECD 测算的基尼系数，英国的收入分配不平等程度在高收入国家中仅次于美国，明显高于欧洲其他发达国家。同时，这种收入不平均并未给英国带来更

高的投资，脱欧公投后英国的投资增速就出现了明显的停滞，疫情后一直未恢复到正常水平，这和英国劳动人口减少等结构性问题是密不可分的。（2）撒切尔时代经济改革的成功不仅来自于减税，更包括许多当下的英国政府无法完成的结构性调整。撒切尔任内促进了劳动市场自由化、压制了工会、将冗余国有资产私有化，而且积极推动了欧盟统一市场的进程，给经济注入新的增长动力。目前英国的工会问题并不严重，取而代之的是脱欧之后的新劳动力难以入境以及疫情后的劳动力损失，同时脱欧的决定明显打击了企业投资的积极性，英国贸易难度反而增加、北爱尔兰协定悬而不决，这些问题都不是降低税率、加大政府开支就可以解决的。

图 5：英国收入不平等较为严重



资料来源：OECD，中国银河证券研究院整理

图 6：英国总投资在脱欧后停滞不前



资料来源：ONS，中国银河证券研究院

（三）市场对新政严重不信任，英镑英镑开始动荡：

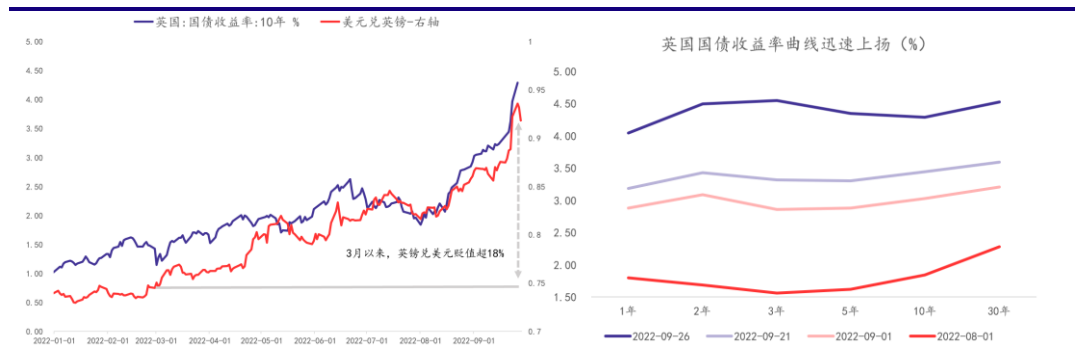
特拉斯政府的减税计划公布后，市场立刻投出不信任票，英镑大幅下跌，英镑收益率迅速上行至 4% 以上，几近引发一些大型金融机构的系统性风险。尽管英央行在稳步加息，英镑自 3 月初以来兑美元已经贬值超过 18%，仅 9 月贬值就超过 6%；减税计划公开当日英镑即遭到抛售，兑美元跌破 1.09，达到 1985 年以来最低，随后继续下跌，最低至 1.0393，市场情绪稍有稳定后仍在 1.08 附近徘徊。国债同样遭到抛售，收益率在减税计划公布后迅速走高，收益率曲线在英央行干预市场前全线抬升至 4% 上方。

英镑和金边债券价格大跌又在金融市场引发了系统性风险：以养老基金为主的大型金融机构采用 LDI（负债驱动投资）模式，不少以英国国债作为质押品，通过互换等方式进行套息交易以赚取其他国家的更高息资产；英国债汇双跌使这些大型机构的交易对手方对其偿付能力抱有怀疑，且英镑大跌也导致质押权益的价值不足，所以对手方要求这些金融机构追加保证金并提高了质押率。虽然目前受影响的资产规模还不清楚，但应不在少数。目前 LDI 模式基金大约管理 1.5 万亿英镑的资产，根据 2019 年的调查，英国前 600 家养老基金涉及杠杆投资的本金约 4985 亿英镑，最高杠杆率可达 7 倍⁴。如果大型金融机构为满足流动性需求开始进一步抛售债券，或者其无力支付保证金后对手方将作为质押物的国债抛售变现，那么英国国债和汇率将面临巨大的风险，这也迫使英央行最终干预了市场。

图 7：英镑在美联储加息后大幅贬值

图 8：英镑收益率曲线全线抬升（%）

⁴ <https://t.co/dILESRb061>, The reason the BoE is buying long gilts: an LDI blow-up | Financial Times (ft.com)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

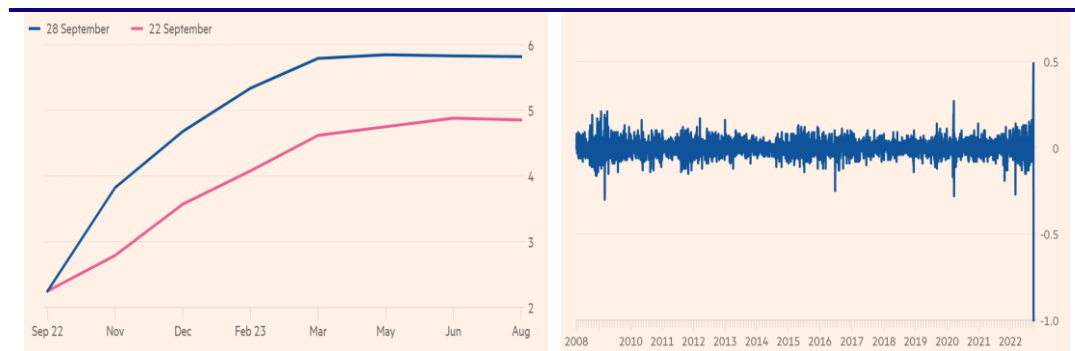
(四) 英央行国债回购短期重开, 尽力稳定市场

在国债和汇率迅速大幅下跌后, 原本计划在 10 月份开始量化紧缩来缩表的英格兰银行不得不直接干预市场。周三, 英央行认为市场动荡“对英国的金融稳定构成实质性风险”并开启了 650 亿元的国债购买计划, 从 9 月 28 日至 10 月 14 日的 13 个工作日内购买长期债券, 每日上限为 50 亿英镑, 近似于量化宽松⁵。额外的流动性同样有推升通胀的风险, 英央行此举主要是为了防止养老基金出现流动性问题, 所以其也强调了其会在 10 月 14 日按计划停止国债购买, 并坚持 9 月 22 日货币政策会议上做出的在未来一年内缩减 800 亿英镑国债的计划(但开始日期被推迟至 10 月 31 日)⁶。总而言之, 在通胀高企时继续向市场投放货币绝不是长久之策, 但此举确有在短期预防系统性风险、以时间换空间的作用。

英央行表示仍将在 11 月的常规政策会议上决定加息幅度, 市场目前预计将大幅加息 150bps, 12 月还将加息 100bps, 利率在 2023 年接近 6%。英央行将不得不快速加息来向市场展现其控制通胀的决心和能力, 但高基准利率意味着长短端国债收益率还会上行, 叠加特拉斯政府目前宣称会坚持减税计划的决定, 英国国债收益率上行的相关风险远未解除。不过, 英央行的市场干预为金融机构化解相关风险留出了一定时间。

图 9: 市场对英央行未来加息预期大幅抬升

图 10: 30 年国债日度收益率涨跌剧烈 (%)



资料来源: Refinitive、FT, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Tradeweb、FT, 中国银河证券研究院整理

二、转变之中: 特拉斯政府态度弱化, 英央行坚定重归货币正常化

⁵ Bank of England announces gilt market operation | Bank of England

⁶ Bank Rate increased to 2.25% - September 2022 | Bank of England

（一）特拉斯政府立场软化，观察债务削减计划是否有更大松动

特拉斯和科沃腾组合的“新政”不仅没有给英国公司和投资者带来增长的希望，反而在尚未落实时就引发了严重的金融风险，这对并非民选上台、严重依赖党内支持的特拉斯是重大的政治打击，而目前极差的民调也在迫使她弱化财政和外交政策，做出更多让步。在英央行被高通胀束缚住手脚的时刻，也许只有首相抛弃或大幅修改她不切实际的“减税+支出”计划才能较好稳定市场信心。

YouGov 的 10 月初调查显示当下仅 11% 的受访对象认为特拉斯较好承担了首相的责任，而 71% 的人觉得其表现较差；保守党投票者中约 60% 对新首相有不良印象。同时，保守党的支持率在特拉斯新政后跌至 22%，而作为反对党的工党则有 52%，这将在党内为特拉斯带来巨大的压力。因此，特拉斯不得不做出边际让步，在 10 月 3 日宣布取消将最高个人所得税率从 45% 调低至 40%；财长科沃腾也声称“我们在聆听，也听进去了”。虽然这只是 450 亿减税计划中大约 20 亿的部分，但特拉斯强硬立场软化意味着如果其政策继续在金融市场引发风险、降低支持率，那么将不排除更彻底的转向。特拉斯的软化也不仅限于财政立场：在出席“欧洲政治共同体”第一次峰会后，她表示英国与欧洲大陆将保持长远的关系，很可能将就北爱尔兰问题与欧盟重新谈判。当然，特拉斯并未“转向”，在 10 月 5 日保守党年会的演讲中，其依然在为减税计划获得更多党内支持而挣扎，并宣称财政政策会带来经济增长。不过，在英央行在高通胀下坚定回归货币正常化的时刻，首相更有概率做出最终的让步。

图 11：对首相特拉斯的评价继续下滑

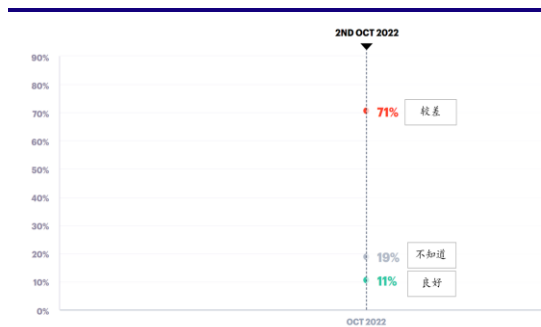


图 12：英央行 8 月经济预测已经考虑衰退情形

	GDP 预测	CPI 预测	失业率预测
2022 Q3	2.3 (2.9)	9.9 (9.5)	3.7 (3.5)
2023 Q3	-2.1 (-0.8)	9.5 (5.9)	4.4 (4.1)
2024 Q3	0.0 (0.4)	2.0 (1.8)	5.5 (4.8)
2025 Q3	0.4	0.8	6.3

括号内为 2022 年 5 月经济预测

资料来源：YouGov，中国银河证券研究院整理

资料来源：BOE，中国银河证券研究院整理

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_47263

