

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

- 《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
- 《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
- 《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 (%)

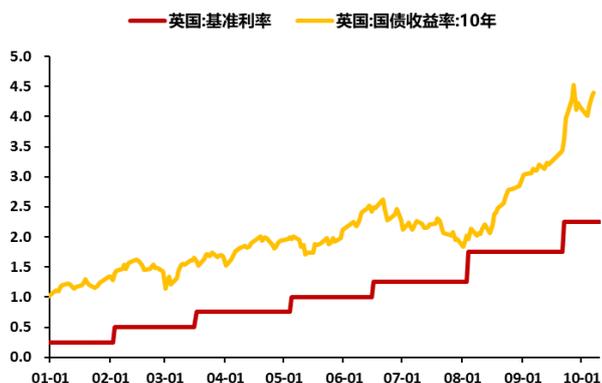


资料来源：WIND、天风证券研究所

1. 英国国债和英镑调整压力从何而来？

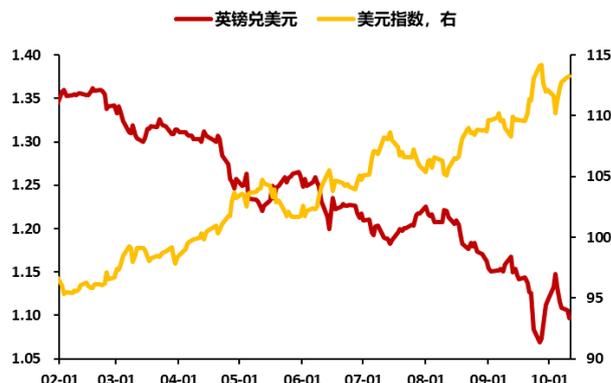
8月初以来，推动十年英债趋势性上行的原因主要还是高通胀逼迫英央行加速收紧货币政策，而英镑贬值主要与联储紧缩情况下美元走强、英国经济前景趋弱相关。

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。

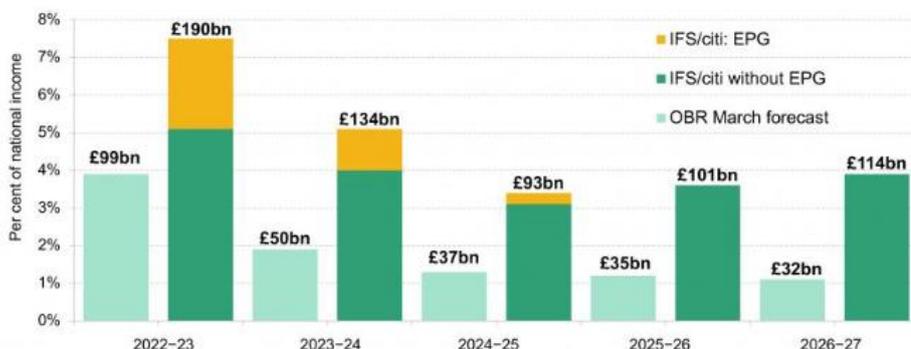
¹ <https://www.gov.uk/government/speeches/prime-minister-liz-truss-statement-6-september-2022>

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。

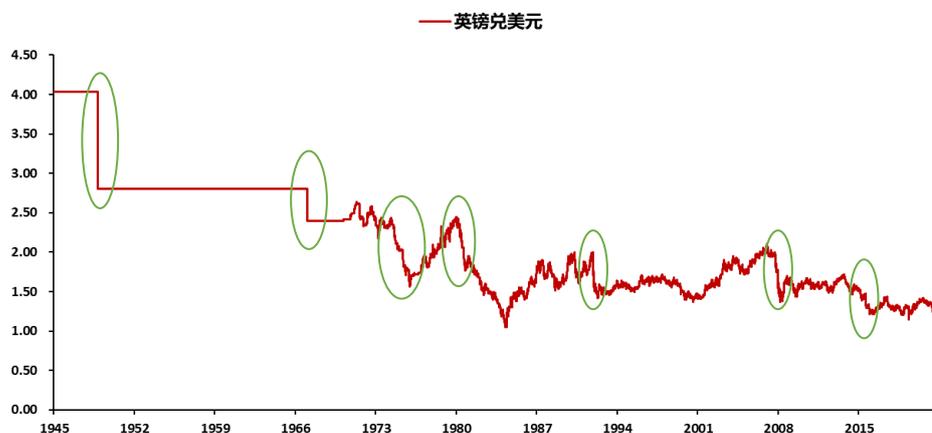
狭义的货币危机与特定的汇率制度（通常是固定汇率制）相对应，通常指实施固定汇率制度的国家，在非常被动的情况下（例如经济基本面恶化或遭遇强大的投机攻击），对本国汇率制度进行调整，这种汇率变动的的影响难以控制，这一现象就是货币危机。

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



资料来源：WIND、天风证券研究所

6

<https://www.economicsobservatory.com/sterling-crisis-what-are-the-historical-precedents#:~:text=sterling%20crisis%3A%20what%20are%20the%20historical%20precedents%3F%20The,living%20crisis%2C%20post-Brexit%20trade%20and%20prospects%20for%20growth.>

1931年、1949年与1967年英镑危机有类似原因，都属于狭义货币危机范畴。

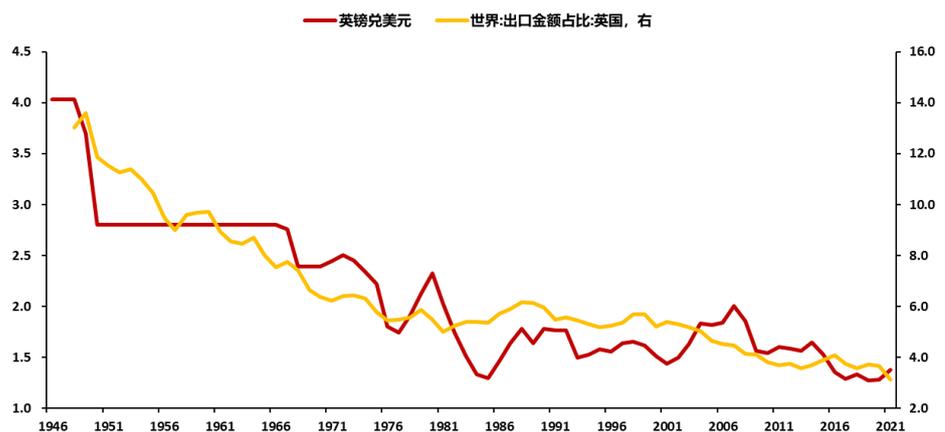
一战后英国元气大伤，传统经济受到重创，从债权国变为了债务国，战后经济虽然有所恢复，但依旧无法支撑1925年后恢复的金本位制（固定汇率的一种）。大萧条后英国经济增长也陷入停滞，资金开始加速外流，英国央行一开始希望通过抛售外汇储备稳定英镑汇率。但欧洲银行危机加剧了资本流出，外汇储备耗尽后，英国央行不得不放弃金本位制，最终导致了1931年的英镑危机。

二战后英国经济再受重创，债务负担更加严峻，并且在军事、经济、政治和金融等领域被美国全面超越，储备货币地位下降，已经无法支撑在战前设定，在战争期间因为汇率管制而维持的英镑汇率（1英镑兑4美元）。为恢复英镑可兑换性，为国际贸易提供流动性，经过一系列准备后，1949年9月英镑对美元一次性贬值30%至1英镑兑2.8美元。

然而贬值后的英镑固定汇率仍然估值较高，英国经济增长仍未见明显起色，同时出口下降使得经常项目赤字增加。为了扭转英国经济局面，英国政府曾试图通过财政扩张政策促进经济发展，但最终财政扩张成效有限，还加剧了债务负担和通货膨胀。最终1967年英镑再度贬值14%至1英镑兑2.4美元。

由此可见，上述三次英镑危机的根源，都是英国经济无法支撑固定汇率安排下定值过高的英镑。而过高的英镑汇率，导致了英国出口下降、经常项目赤字增加，成为了上述三次触发英镑危机的导火索。

图7：英镑兑美元与英国出口金额全球占比（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

1975-1976年英镑危机也依然是狭义货币危机范畴。

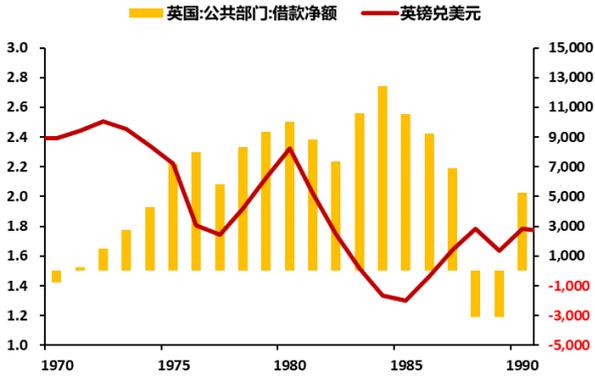
1971年布雷顿森林体系瓦解后，英国成短暂实行浮动汇率制度，但在汇率贬值压力下，在1974年转而实施有管理的浮动汇率机制，实质仍是固定汇率。

贬值压力的产生，主要是英国政府在1972-1973年有意识地通过财政扩张追求增长，但财政扩张并未带来政府想要的增长，反而加剧了通胀与债务负担。英国经济也在1974-1975年出现负增长，同时国际收支再度恶化，英镑汇率开始走弱。1976年初，在英国有意愿的汇率贬值、以及尼日利亚抛售英镑等各方面推动下，英镑进入危机模式。

而且在固定汇率情况下，实际上货币政策是无效的，为了维持固定汇率，英国央行只能够在财政扩张过程中持续加息。这本身就是一个矛盾。

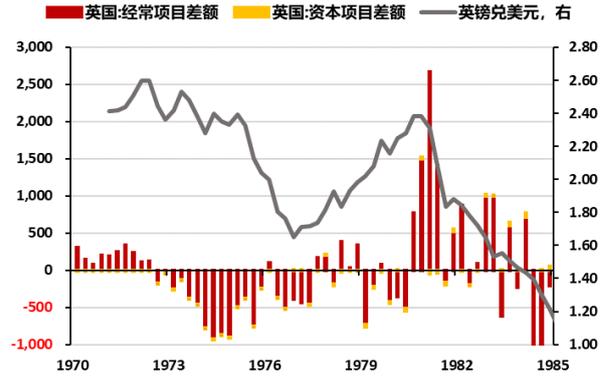
捉襟见肘的英国政府被迫向国际货币基金组织寻求数十亿美元的援助，以缓解投资者的持续挤兑。并在IMF的建议下，实施了紧缩的财政政策，削减通胀并改善经济。后续在英国滞胀逐步缓解，美元走弱与北海油田价值发现改善英国国际收支的共同作用下，英镑才逐步走出危机模式。

图 8：英镑兑美元与英国政府净借款额（百万英镑）-1990 年前



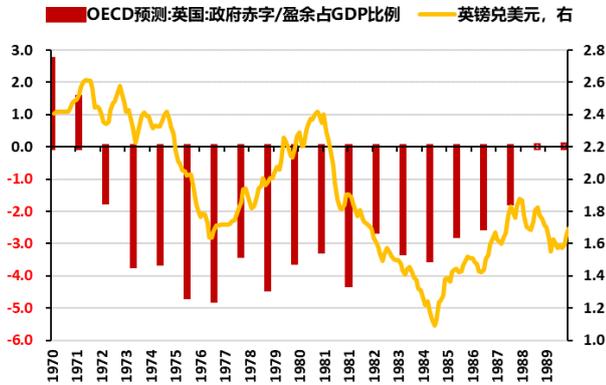
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 9：英镑兑美元与英国国际收支（百万英镑）-1990 年前



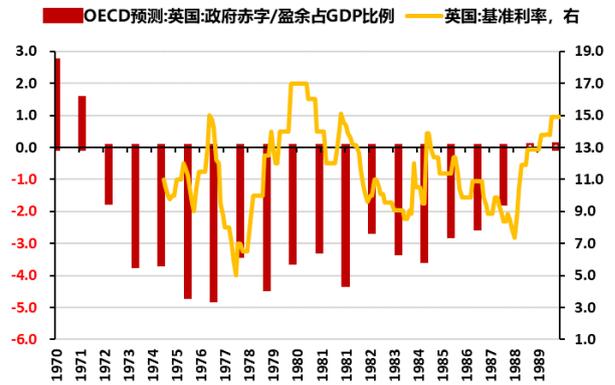
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 10：英国赤字率与英镑兑美元（%）-1990 年前



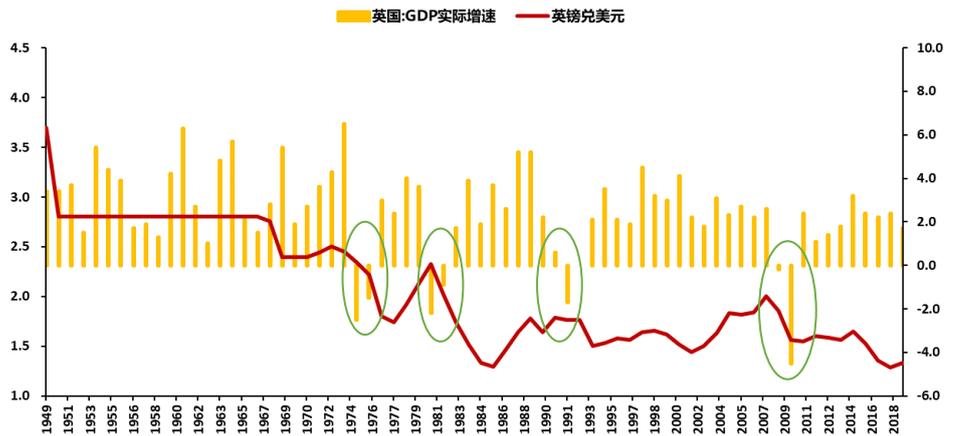
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 11：英国赤字率与基准利率（%）-1990 年前



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 12：英镑兑美元与英国 GDP 实际增速（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

1979 年起英镑已经转为自由浮动汇率，1981 年英镑大幅贬值更多是广义货币危机范畴。

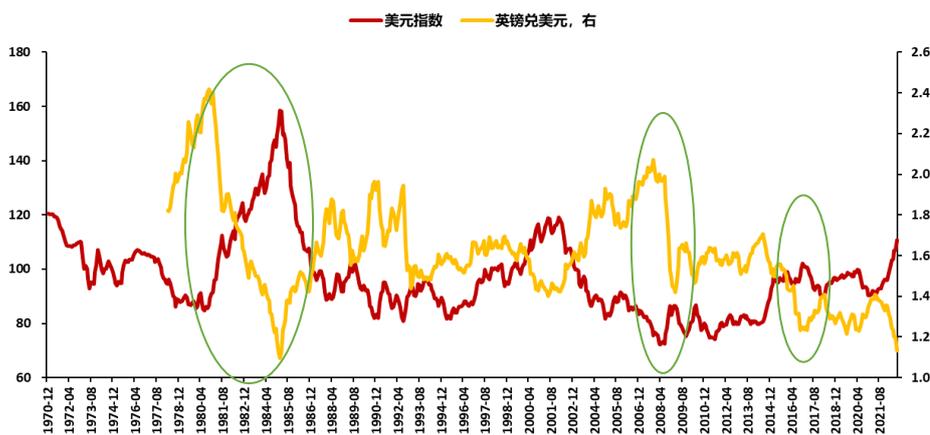
国内国外两方面因素共同导致了 1981 年英镑大幅贬值。一方面，美国经常项目改善，联储加息后陆续引爆了拉美债务危机，使得美元在布雷顿森林体系瓦解后再度快速走强，推升英镑兑美元被动贬值。

另一方面，英国国内经济基本面有所转弱，通胀高企，经济增速转负，失业率上行。但期间对英镑汇率形成主要影响的国际收支与公共部门债务负担却有所改善。

弗朗西斯·肯尼迪在《英镑危机：历史上有哪些先例？》⁷中整理相关研究时也明确，美元快速走强是 1981 年英镑大幅贬值的主要原因。

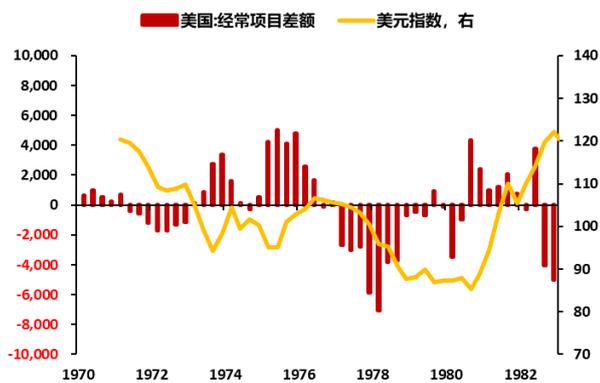
实际上，在英国转为浮动汇率后，美元强弱对英镑汇率有非常重要的影响。

图 13：美元指数与英镑兑美元



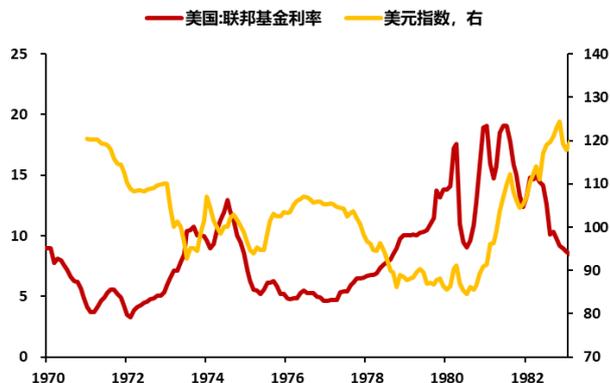
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 14：美元指数与经常项目差额（百万美元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 15：联邦基金利率与美元指数 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

7

<https://www.economicsobservatory.com/sterling-crisis-what-are-the-historical-precedents#:~:text= Sterling%20crisis%3A%20 what%20are%20the%20historical%20precedents%3F%20The,living%20crisis%2C%20post-Brexit%20trade%20and%20pros pects%20for%20growth.>

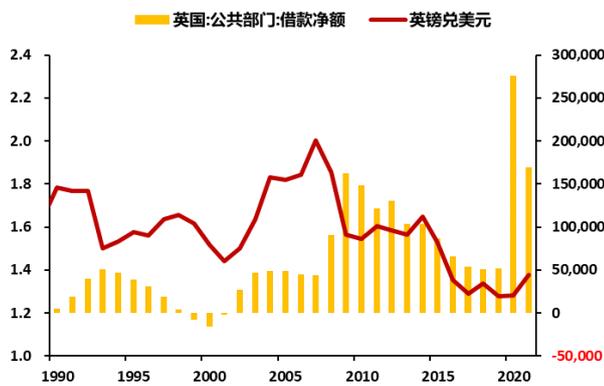
1992 年英镑危机则再次回归狭义货币危机范畴，但投机者的力量显著增强。

为对抗高通胀，英国政府于 1990 年 10 月决定加入欧洲汇率协调机制，但因为其锚定货币是低通胀与高增长支撑的德国马克，也导致英镑汇率被高估。欧洲货币体系使西欧各国的货币不再盯住黄金或美元，而是相互盯住；每一种货币只允许在一定的汇率范围内浮动，一旦超出了规定的汇率浮动范围，各成员国的中央银行就有责任通过买卖本国货币进行市场干预，使该国货币汇率稳定到规定的范围之内。

到 1992 年时，德国因东西德统一导致国内出现通胀压力。为了缓解国内通胀压力，德国央行需要提高利率。而英国经济则一直不景气，1991-92 年英国经济持续未能实现正增长，失业增加，亟需低利率刺激经济。以索罗斯为首的投机者，预计德国会根据自身情况选择加息，不会照顾英国的情况，导致英镑贬值压力。因此在德国 7 月选择加息后，大笔抛售英镑，迫使英国央行动用外汇储备稳定英镑汇率。但英国央行偏少的外汇储备并不足以抵御投机力量，最终宣布脱离欧洲汇率机制，允许英镑贬值。

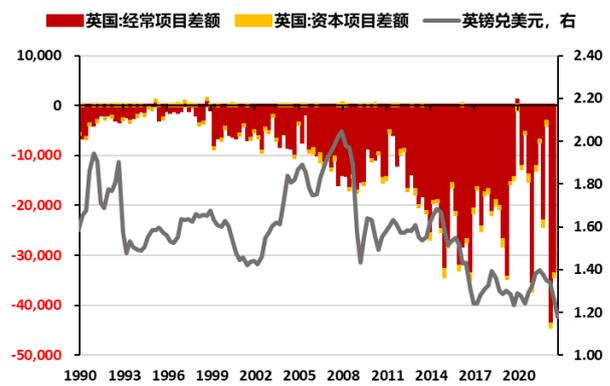
1992 年英镑危机也属于狭义货币危机范畴，经济基本面恶化是英镑无法支撑高估值的根本原因，但投机者力量加剧了危机传导。英国央行有限的外汇储备也不足以抵御投资者的冲击。

图 16：英镑兑美元与英国政府净借款额（百万英镑）-1990 年后



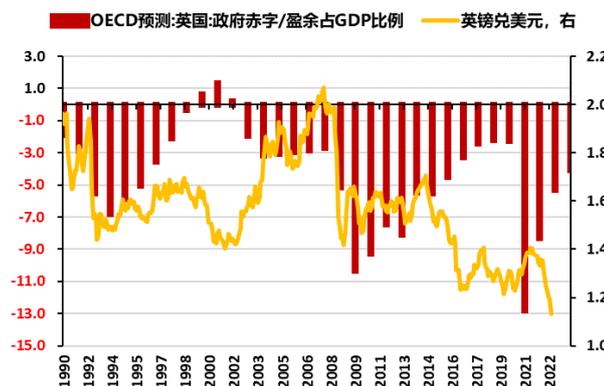
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 17：英镑兑美元与英国国际收支（百万英镑）-1990 年后



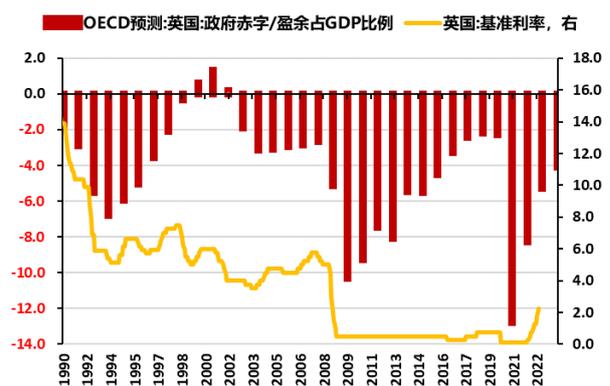
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 18：英国赤字率与英镑兑美元（%）-1990 年后



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 19：英国赤字率与基准利率（%）-1990 年后



资料来源：WIND、天风证券研究所

2008 年的英镑危机也是广义货币危机范畴，新特点是银行危机与货币危机共振。

一方面原因是同样是经济基本面疲软，失业率上行，债务负担加剧。

另一方面，银行危机与货币危机产生了共振，放大了货币危机，而金融也是英国经济的重要支柱产业之一。2008 年金融危机中，英国银行体系遭受重大冲击，英国境内银行的存贷款业务在金融危机爆发后受到了储户信心下降的影响，多家银行出现了贷款违约或挤兑的现象，加之英国银行倚重同业拆借业务，银行资金的流动性遭受了严重损害。流动性挤兑短期内又加剧了市场动荡，加速了英镑贬值。

两方面因素共同冲击，导致 2008 年英镑兑美元汇率累积下跌超 27%，是 1971 年以来最大年底跌幅，并且跌幅远超欧元。

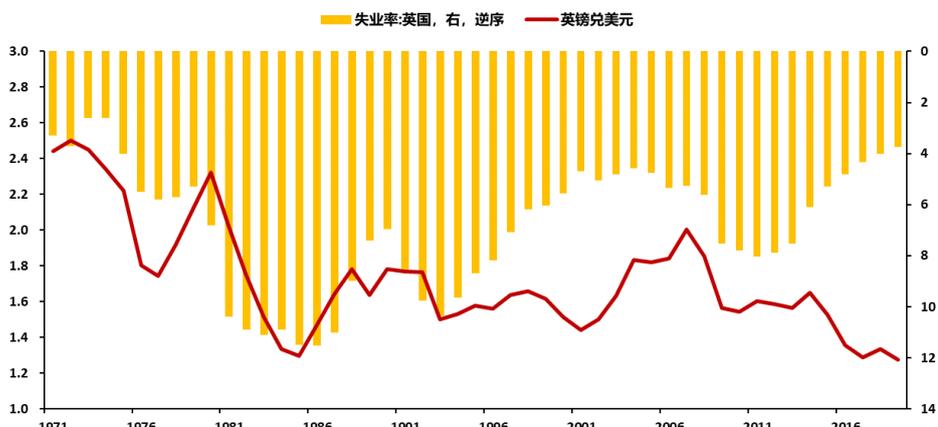
2016 年脱欧后英镑贬值也是典型的广义货币危机。

英国脱欧后，经济基本面并没有明显走弱，失业率不断降低，通胀维持在较低水平，实际经济增速也基本保持稳定。

但英国脱欧过程本身的预期变化，以及英国脱欧对英国经济可能带来的长期影响，却冲击了市场对英国政府与英国经济的信心，导致了汇率贬值。英国脱欧后，标普将英国“AAA”的最高信用评级下调两个级距至“AA”，并警告称未来可能会继续下调。

虽然在浮动汇率安排下，美元强弱对英镑汇率有重要影响，但 2008 年与 2016 年两次英镑贬值更多是英国本身的原因，其银行体系的脆弱性、以及市场对英国政府与经济前景信心的缺失，本身也在加速英镑贬值，从而反过来推升美元指数。

图 20：英镑兑美元与英国失业率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

2.1. 英镑危机的原因与新变化

经过回顾可以发现，过去数轮英镑危机的引发存在一些共性，也有一些新变化。

首先，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。

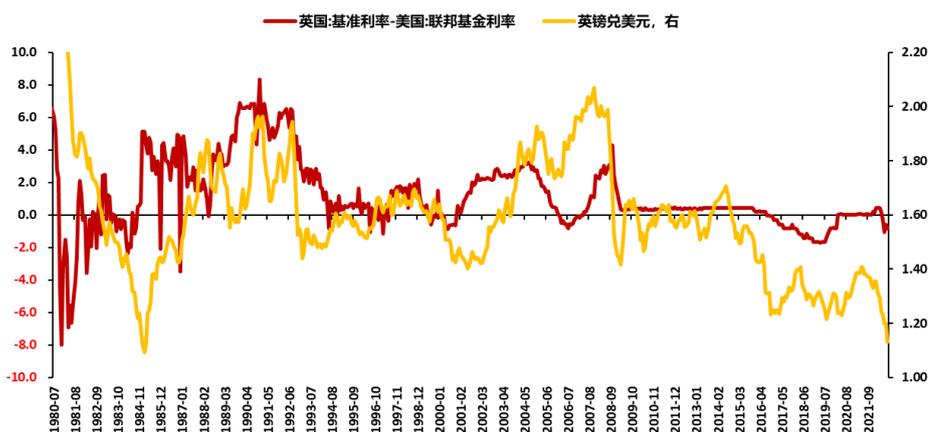
其次，相应汇率制度安排与英国央行较低的外汇储备规模，曾经是英镑危机发生的重要基本条件。特别是在固定汇率或有管理的固定汇率制度下，英国经济基本面不足以支撑英镑高估值，历史上英镑危机发生的重要原因。投机者力量增强，英国央行外汇储备较低，则是英镑危机新的催化剂。

第三，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。

数据来看，英镑转变为浮动汇率后，大多数情况下，英美政策利率差与英镑兑美元汇率的走势有较强正相关性。而在金融危机后，英美均实施零利率时期，英美两国的 M2 同比增速差与英镑兑美元汇率同样有较强相关性。数据说明，如果在联储收紧货币政策时期，英国央行货币政策与联储出现背离，容易给英镑带来贬值压力。

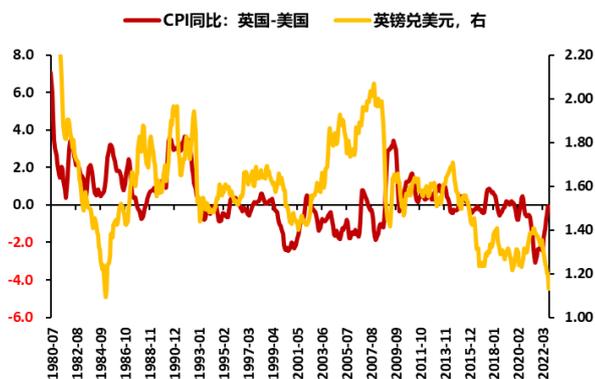
英美通胀差与英镑兑美元汇率则有较强负相关性，反映了通胀对不同货币购买力的影响。

图 21：英镑兑美元与英美政策利率利差（%）



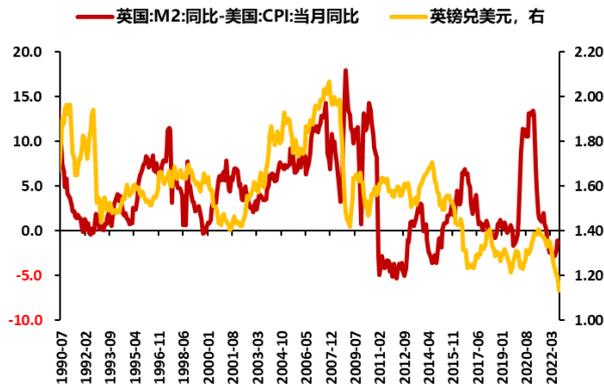
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 22：英镑兑美元与英美 M2 同比差（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 23：英镑兑美元与英美通胀差（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

历史上英镑如何走出危机？

首先，如果英镑危机是汇率制度安排导致的，那么就需要英国调整其汇率制度安排，并允许英镑汇率贬值至与其经济和宏观政策相适应的水平。本文回顾中狭义货币英镑危机的结束，基本都属于是这一类型。

第二，浮动汇率制度下，则需要考虑推动英镑贬值的主要原因是什么。如果推动英镑快速贬值的原因是美元走强，例如 1981 年英镑危机直至 1985 年广场协议，那么美元结束强势，英镑汇率才能企稳。

如果推动英镑贬值的原因主要来自英国自身，例如 2016 年英国脱欧后，期间美元相对疲软或者基本平稳，那么则需要从英国自身解决问题，例如通过控制政府债务扩张，提升英国经济基本面与债务可持续性来恢复市场信心，或者等待市场对英镑汇率调整完毕。

另外，值得注意的是，特拉斯政府新增长计划推出后，主权评级机构纷纷表示关注。

穆迪已经将英国政府推出的 50 年来最大规模减税计划打上了“负面”的评估标签，认为这一举措将威胁到英国在投资者心目中的信誉，但穆迪尚未将英国评级展望下调为负面。标普则先行一步，本周五虽然维持英国 AA/A-1+ 主权评级，但已将评级展望由“稳定”下调为“负面”⁸。

这是英国脱欧后，全球三大评级机构再次对英国主权评级集中关注。如何理解？

我们认为，这涉及到英国经济增长与债务可持续性的平衡问题，反映了市场对英国前景的预期，可能是影响英镑汇率的关键因素。

就目前英国政府的新增长计划来看，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。在此情况下，投资者自然会降低对英镑资产的兴趣，导致英镑贬值，并且对英国国债提出更高的通胀补偿，推升英国国债收益率。

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。

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。英国的问题可能还会延续，所以从逻辑上考虑未来一个阶段，英镑可能仍然是全球资产定价的一个不稳定来源。

⁸ <https://wallstreetcn.com/articles/3671672>

3. 小结：如何看待后续英镑调整压力？

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，同时与货币政策相背离。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。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com