

英镑“平价”，或并非“终点”

9月6日英国新首相就任以来，英镑汇率波动加剧，一度跌近“平价”，随后震荡反弹。汇率大起大落原因为何、后续如何演绎？本文分析，可供参考。

➤ 一问：近期，英国市场有何表现？股债汇三市大幅震荡

9月中旬以来，新任英国首相特拉斯上台后，英镑汇率大幅波动；英美利差的走阔并未对英镑汇率形成有效支撑。1) 快贬阶段，英镑汇率由1.17一度贬至1.04，几近与美元“平价”；2) 反弹阶段，英镑汇率由1.07升至1.15升值7.36%；3) 震荡阶段，英镑汇率震荡贬值1.19%。此外，9月中旬以来，10Y英债利率大幅波动，英镑汇率与国债利差之间的分化明显加剧。

英镑大幅调整的同时，英国股债市场同样受到显著冲击。债市方面：1) 9月中旬以来英美两国10Y国债利差持续走阔；2) 紧急购债计划宣布后，30Y英债利率大幅下行95bp；3) 减税购债的博弈下，10Y英债利率再度上行。股市方面：1) 英国富时100指数与英国富时综合指数在9月下旬均有所下跌；2) 过半数行业9月下旬表现不佳，而超8成的行业10月初上涨。

➤ 二问：英镑大幅波动的背后？减税“风波”、“温和”加息与能源危机冲击

减税计划导致预期混乱与信任危机，或是本轮英镑波动的主因。1) 特拉斯上台后，试图通过减税提振疲软经济，财政赤字双赤字下，大规模的减税计划加剧市场对偿付能力的信任危机，并直接刺破英国养老金危机，英镑贬值明显加速；2) 9月28日英央行购债计划短期有所支撑，但未完全缓解矛盾；3) 10月17日英国新任财长回撤大部分减税政策后，英镑汇率趋于稳定。

货币政策节奏分化与能源危机也有所冲击。1) 9月英国央行加息50bp，而美联储上修终点利率至4.63%，两国货币政策节奏出现分化；2) 美国制造业PMI低预期、9月通胀超预期下，市场对美联储的加息预期再度大幅波动，也同样对英镑汇率造成了扰动；3) 近期北溪管道被炸、OPEC+超预期减产，叠加冬季临近、英国能源需求的上升，能源危机加剧英镑波动。

➤ 三问：英镑的可能演绎？短期或有支撑，中期趋势难改、跌破平价或难避免

短期，从交易面来看英镑兑美元“平价”位附近或有支撑；但中期基本面恶化、政策面掣肘下，英镑跌破“平价”或在所难免。短期来看，英镑兑美元非商业净持仓短期内有所回升，3个月远期汇率加点已逐步反弹，仍将支撑英镑汇率。中期而言，1) 能源价格攀升与最大贸易伙伴欧洲的衰退风险，将加深英国衰退程度；2) 财政货币政策的内生矛盾将加剧中期贬值压力。

英债利率飙升下的短期违约风险值得关注，或阶段性拖累英镑汇率表现。1) 除英国央行外，保险与养老金、外资是英国国债主要持有者，外资抛售致英债利率快速上行，LDI养老金被迫抛售英债从而陷入“死亡螺旋”，若抛售潮趋于恶化，英央行或难以完全应对；2) 英政府2年内到期债务规模庞大，英债利率激增、通胀高企推高应计通胀补偿调整，都将扩大利息支出。

风险提示：美联储货币政策收紧不及预期、英国财政政策调整超预期

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

内容目录

1. 近期，英国市场有何表现？股债汇三市大幅震荡	3
2. 英镑大幅波动的背后？减税“风波”、“温和”加息与能源危机冲击	5
3. 英镑可能演绎？短期或有支撑，中期趋势难改、跌破平价或难避免	7

图表目录

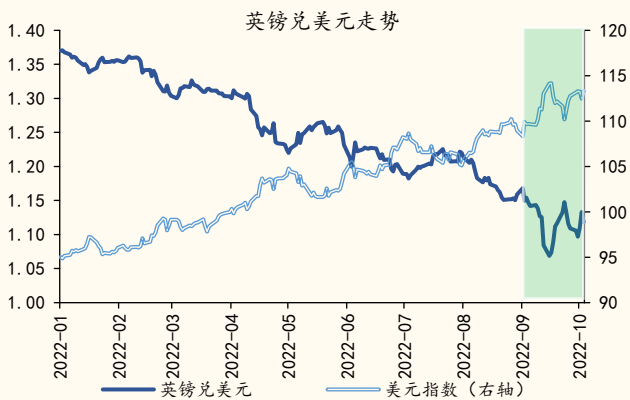
图表 1: 英镑大幅贬值，近期有所反弹	3
图表 2: 9月末，英镑兑主要发达国家货币普遍贬值	3
图表 3: 英美 10Y 国债收益率走势	3
图表 4: 30Y 期英债收益率明显回落	3
图表 5: 英美利差与英镑走势分化	4
图表 6: 各期限英债收益率走势	4
图表 7: 9月末，英国大小盘普跌	4
图表 8: 英镑汇率与英美股市走势的相关性	4
图表 9: 英镑贬值与升值阶段，英国股市各行业涨跌幅	5
图表 10: 英国央行开启购债计划	5
图表 11: 英国针对居民和企业的主要减税政策	5
图表 12: 英国减税的主要用途	6
图表 13: 英国负债情况与杠杆率	6
图表 14: 英国加息预期与基准利率	6
图表 15: 美联储加息终点利率持续上调	6
图表 16: 美国制造业 PMI 不及预期	6
图表 17: 市场加息预期快速回落	6
图表 18: 石油、天然气为英国核心使用能源	7
图表 19: 天然气和电价有小幅波动	7
图表 20: 英镑兑美元远期汇率	7
图表 21: 英镑兑美元非商业持仓情况	8
图表 22: 英镑兑美元期权期货投机持仓情况	8
图表 23: 英国贸易逆差已经大幅走阔	8
图表 24: 欧元区是英国主要贸易伙伴	8
图表 25: 欧元区制造业 PMI 已回落至荣枯线以下	8
图表 26: 疫情后英国贸易恢复速度明显更慢	8
图表 27: 英国或面临工资-通胀螺旋	9
图表 28: 疫情后英国财政赤字快速扩张	9
图表 29: 英国经济政策不确定性与英镑汇率呈负相关关系	9
图表 30: 英国国债持有部门构成	10
图表 31: 疫情后英国财政赤字快速扩张	10
图表 32: 2021 年末英国政府负债结构	10
图表 33: 2022 年 2 月末英国国债到期期限结构	10

9月6日英国新首相就任以来，英镑汇率的波动明显加剧，一度跌近“平价”，随后震荡反弹。汇率大起大落原因为何、后续如何演绎？本文分析，可供参考。

1.近期，英国市场有何表现？股债汇三市大幅震荡

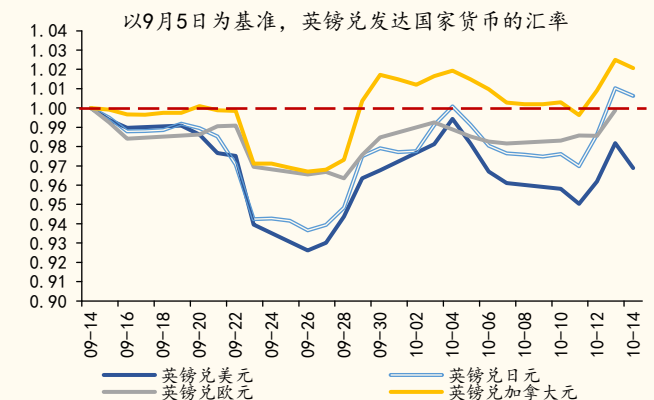
9月中旬以来，新任英国首相特拉斯上台后，英镑汇率大幅波动。9月6日特拉斯就职以来，英镑汇率波动明显加大，走势“一波三折”。1)快贬阶段(9月13日-9月26日)，英镑汇率由1.17一度贬至1.04，贬值幅度达11.54%，几近与美元“平价”；2)反弹阶段(9月27日-10月4日)，英镑汇率由1.07升至1.15，升值7.36%；3)震荡阶段(10月4日至今)，英镑汇率震荡贬值1.19%。

图表 1: 英镑大幅贬值，近期有所反弹



来源: Wind, 国金证券研究所

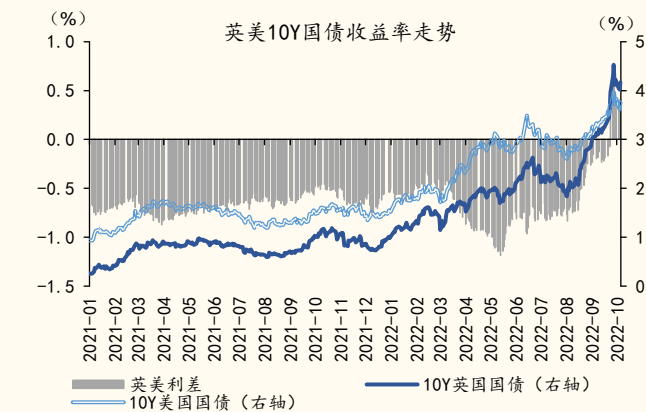
图表 2: 9月末，英镑兑主要发达国家货币普遍贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

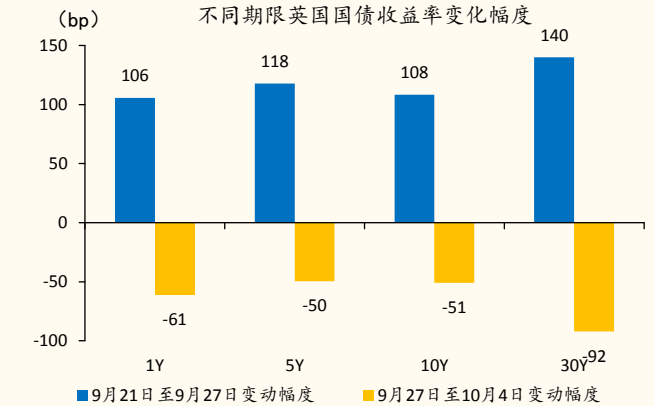
英镑汇率与国债利差之间的分化 9月中旬以来明显加剧，英美利差的走阔并未对英镑汇率形成有效支撑。9月中旬以来，英美两国 10 年期国债利差一度从 9 月 15 日的-0.22%上行至 9 月 27 日的 0.56%，英美利差持续走阔的同时，英镑却由 1.15 大幅贬值 6.99%至 1.07。9 月 28 日，英国央行宣布紧急临时购债计划，英国 30 年期国债收益率大幅下行 95bp，英美利差缩窄的同时，英镑也反弹至 1.09。随后，在减税法案与购债计划的博弈之中，10Y 英债利率再度上行，直至 10 月 17 日英国新任财长回撤大部分减税政策，10Y 英债快速回落。

图表 3: 英美 10Y 国债收益率走势



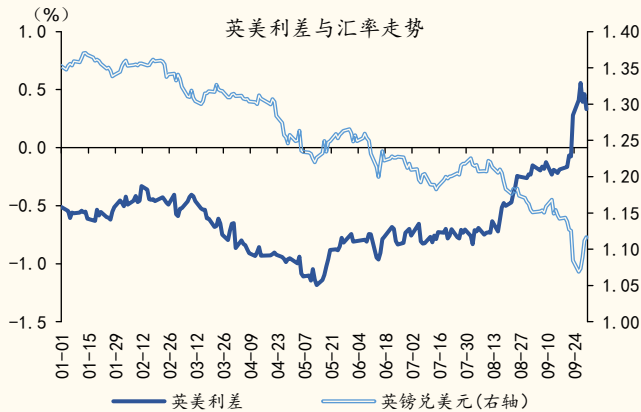
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 30Y 期英债收益率明显回落



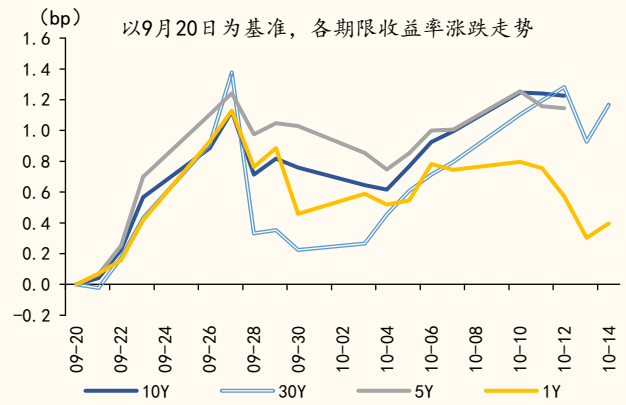
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 英美利差与英镑走势分化



来源: Wind, 国金证券研究所

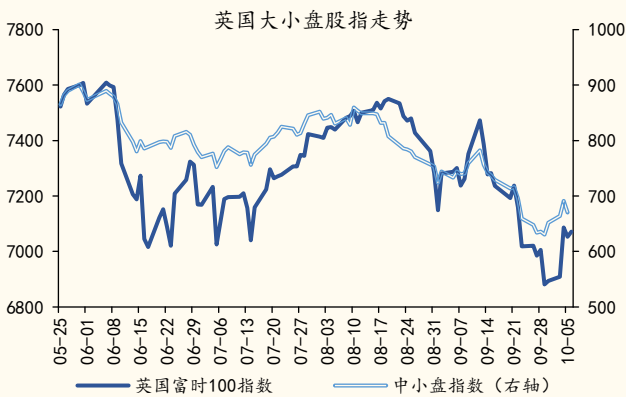
图表 6: 各期限英债收益率走势



来源: Wind, 国金证券研究所

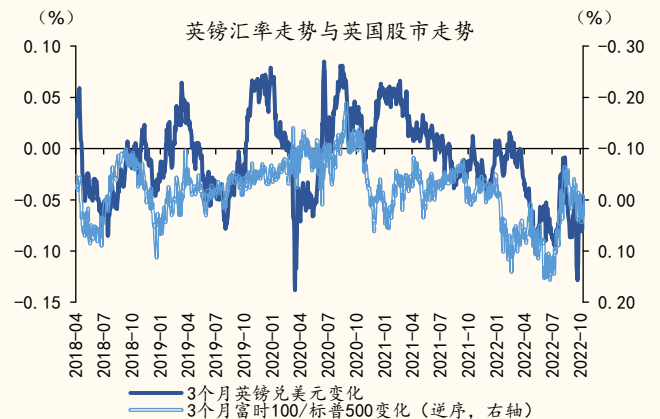
英镑汇率大幅调整的同时, 英国权益市场同样受到显著冲击。9月13日至9月29日, 英国富时100指数大幅贬值7.91%, 随后维持震荡。结构上来看, 中小盘指数与大盘指数走势一致, 但波动略低。行业上来看, 38个行业中, 9月下旬, 过半数行业表现不佳。其中家用产品与建筑业、房地产投资信托、房地产投资服务等板块领跌, 当周跌幅分别达11.31%、9.97%、9.40%。反弹阶段, 10月初超8成的行业股指上涨, 其中家用产品与建筑业涨幅最高, 达11.30%。

图表 7: 9月末, 英国大小盘普跌



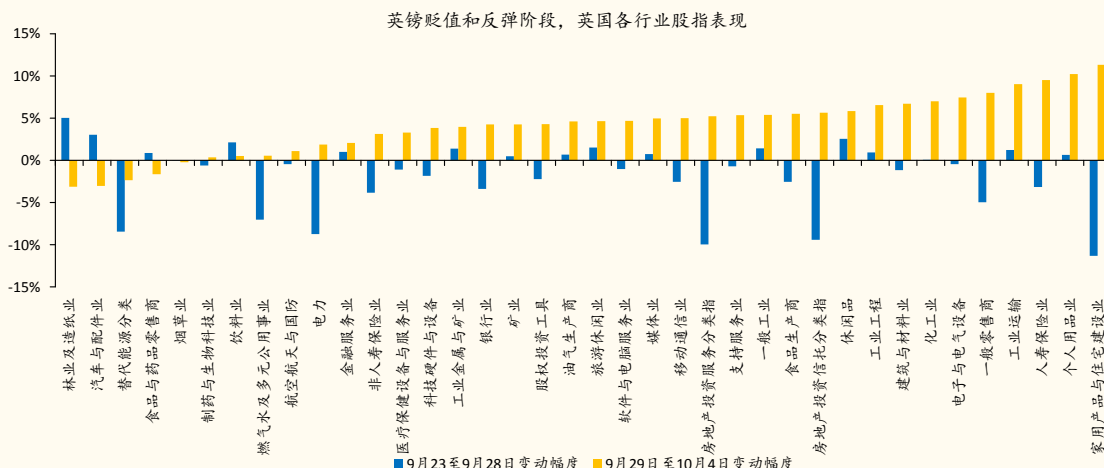
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 8: 英镑汇率与英美股市走势的相关性



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 9: 英镑贬值与升值阶段, 英国股市各行业涨跌幅



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

2. 英镑大幅波动的背后? 减税“风波”、“温和”加息与能源危机冲击

新首相就任后, 一系列政策的反复, 造成市场预期混乱, 并引发英债信任危机, 或是本轮英镑震荡的主因。特拉斯上台后, 新政府为提振疲软经济, 将 GDP 增长目标设定为 2.5%, 远高于前 10 年 1.8% 的平均增速。而《2022 经济增长计划》中, 减税成了实现这一目标的重要手段。政策推出后, 市场大幅震荡, 英镑贬值明显加速。9 月 28 日英央行购债计划短期有所支撑, 但并未完全缓解矛盾, 直至 10 月 17 日英国新任财长回撤大部分减税政策后, 英镑汇率才趋于稳定。

图表 10: 英国央行开启购债计划

英国央行购债计划	
购债背景	养老金基金持有大量英国国债 抛债行为使养老金有破产风险
购债规模	650 亿英镑, 单次规模达 50 亿
期限结构	剩余期限超过 20 年的国债
购债时间	9.28-10.14 (共计 13 天)
购买渠道	二级市场
购债目的	1. 制止市场功能持续失调与恶化 2. 维持金融稳定, 降低家庭和企业的信贷风险

来源: BOE, 国金证券研究所

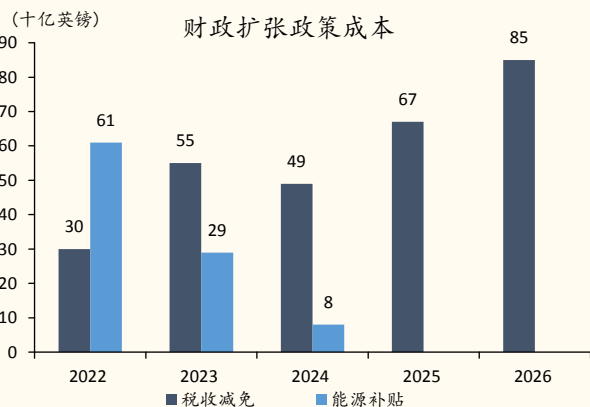
图表 11: 英国针对居民和企业的主要减税政策

英国减税政策		2022-23	2023-24	2024-25	2025-26	2026-27	
居民方面							
1	国民保险: 2022 年 11 月, 扭转国民保险 1.25% 的涨幅趋势, 取消健康和护理税	Tax	-6,930	-16,955	-17,210	-17,685	-18,185
2	所得税: 2023 年 4 月, 基本税率从 20% 降至 19%	Tax	0	-5,270	-535	280	45
3	所得税: 2023 年 4 月, 取消所得税附加税率	Tax	-2,365	625	-795	-2,190	-2,065
4	印花税: 增加至零税率阈值	Tax	-795	-1,450	-1,535	-1,595	-1,655
企业方面							
5	公司税: 2023 年 4 月起, 维持在 19% 的水平	Tax	-2,265	-12,365	-16,570	-17,610	-18,710
6	银行 CT 附加费: 2023 年 4 月, 将利率维持在 8%, 并将津贴设定在 1 亿英镑	Tax	220	885	1,065	1,085	1,090
总体政策决策			-19,195	-26,745	-31,345	-39,415	-44,795

来源: 《The Growth Plan 2022》, 国金证券研究所

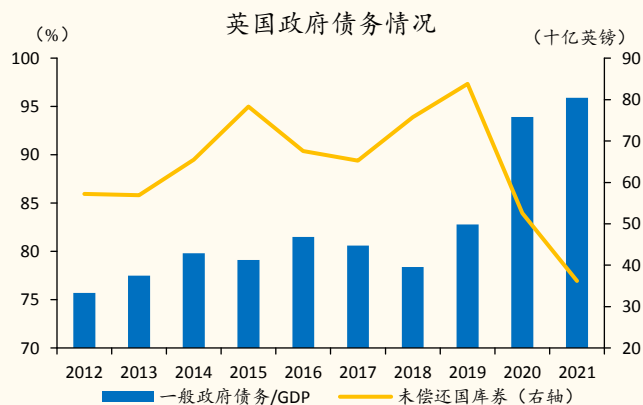
就政策内容而言, 大规模的减税计划加剧市场对偿付能力的不信任, 并直接刺破了英国养老金危机。2021 年, 英国政府债务占 GDP 的比重已超过 100%, 此番减税计划如落地或将促使英国政府加大发债规模以维持正常运作。在财政与贸易双赤字背景下, 减税方案的规模之大, 造成了市场对英国政府偿债能力、乃至币值的不信任。而英国养老金危机的刺破, 更进一步加剧了市场的波动。

图表 12: 英国减税的主要用途



来源: OBR, 国金证券研究所

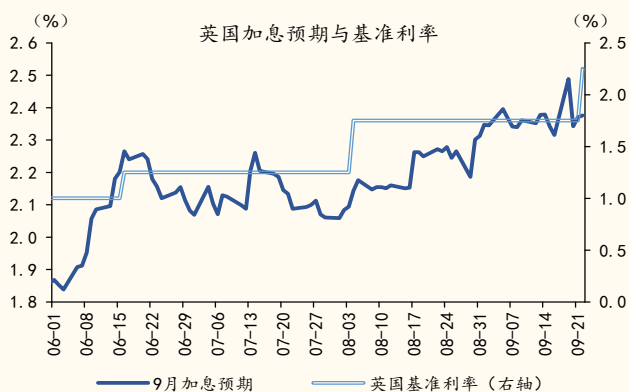
图表 13: 英国负债情况与杠杆率



来源: Wind, DMO, 国金证券研究所

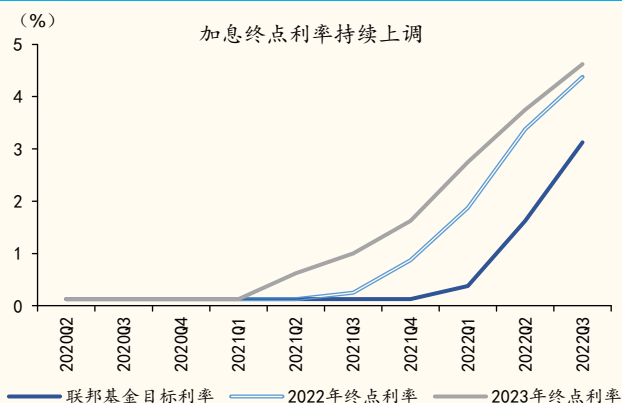
英美两国货币政策节奏的分化, 同样也对英镑汇率构成了扰动。9月22日, 英格兰银行“温和”加息 50bp, 不及市场此前预期的 75bp。而美国方面, 9月22日的议息会议上, 美联储将 2023 年加息终点利率由 Q2 的 3.75% 大幅提高到 4.63%; 美联储官员的措辞也多呈“鹰派”, 市场对加息终点利率的预期不断攀升。步入 10 月后, 美国制造业 PMI 低预期、9 月通胀超预期下, 市场对美联储的加息预期再度大幅波动, 也同样对英镑汇率造成了扰动。

图表 14: 英国加息预期与基准利率



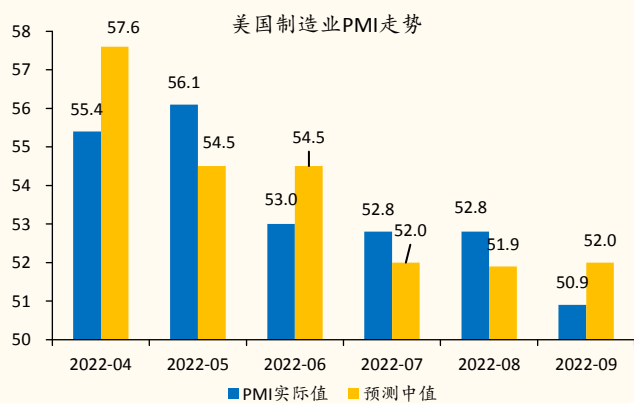
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 15: 美联储加息终点利率持续上调



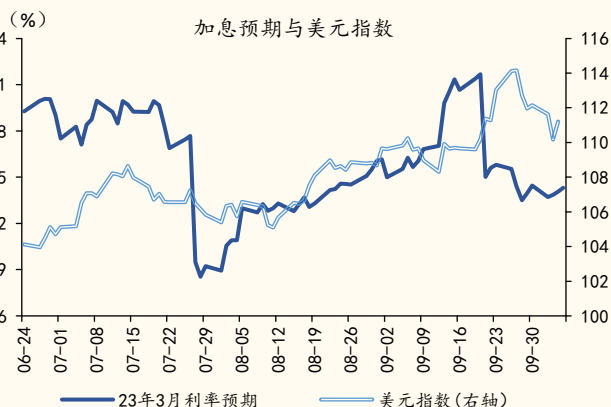
来源: Fed, 国金证券研究所

图表 16: 美国制造业 PMI 不及预期



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

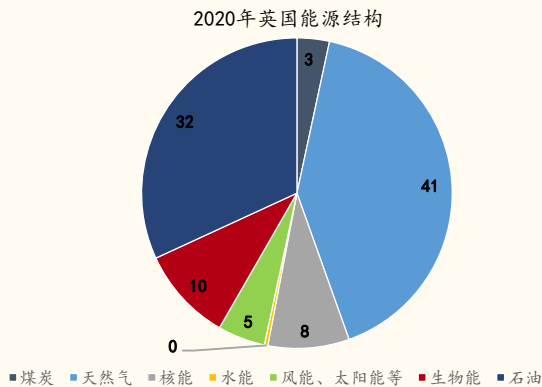
图表 17: 市场加息预期快速回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

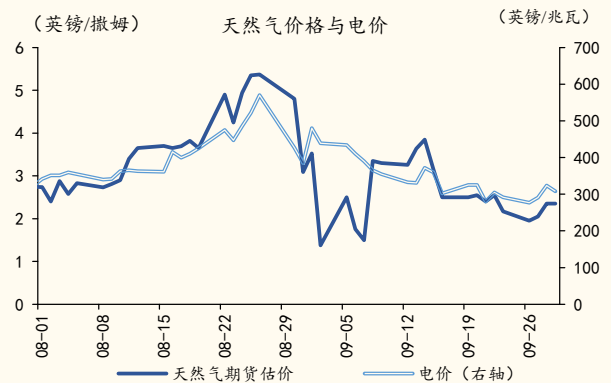
天然气、石油等能源价格的再度上涨同样对英镑汇率造成了一定冲击。8月26日，英国能源监管机构 Ofgem 宣布将从10月1日起，把能源价格上限提高到3549 英镑/年，历史性地提高了 80%；这一措施将使众多家庭的能源成本飙升，在8月已引发了英镑的一轮大跌。而近期，北溪天然气管道被炸、OPEC+自11月起超预期减产 200 万桶/日的供给侧扰动，叠加冬季临近、英国能源需求的上升，能源危机再度对英国基本面形成冲击，同样也加剧了英镑汇率的波动。

图表 18: 石油、天然气为英国核心使用能源



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 19: 天然气和电价有小幅波动

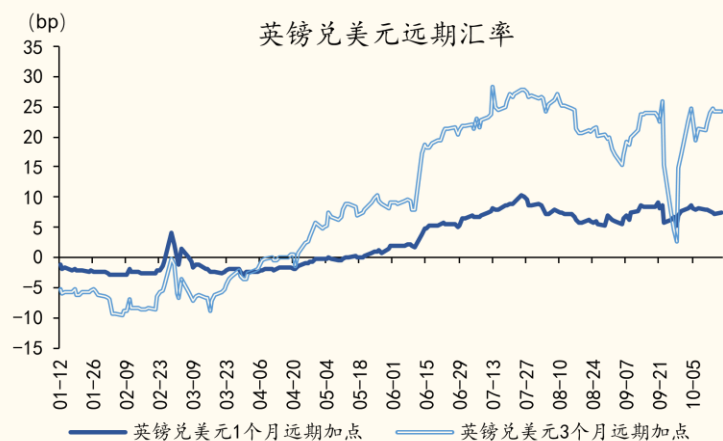


来源: DUKES, 国金证券研究所

3. 英镑可能演绎？短期或有支撑，中期趋势难改、跌破平价或难避免

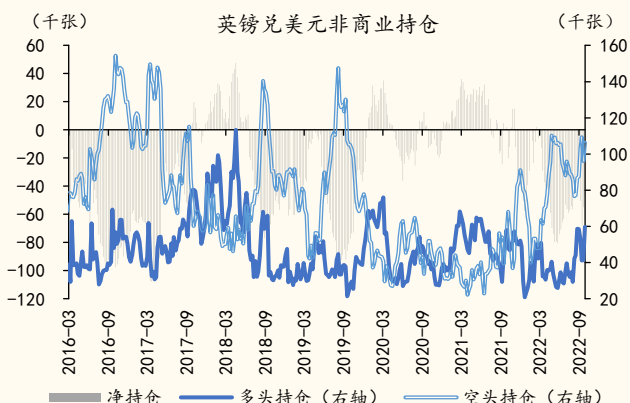
短期而言，英镑经过超卖后，在兑美元“平价”附近位置或有所支撑。截至10月16日，英镑兑美元期货期权投机头寸净持仓回落至2613万张，但非商业净持仓则由五周前-6809万张回升至-3917万张。而从远期汇率来看，9月23日，3个月远期加点一度骤降10.5bp，到9月28日仅剩2.69bp，较政策宣布前下降共23.28bp。英国央行紧急购债后，3个月远期汇率加点逐步反弹至20bp以上。从交易层面与市场远期汇率来看，短期内，英镑在兑美元平价位置或仍有支撑。

图表 20: 英镑兑美元远期汇率



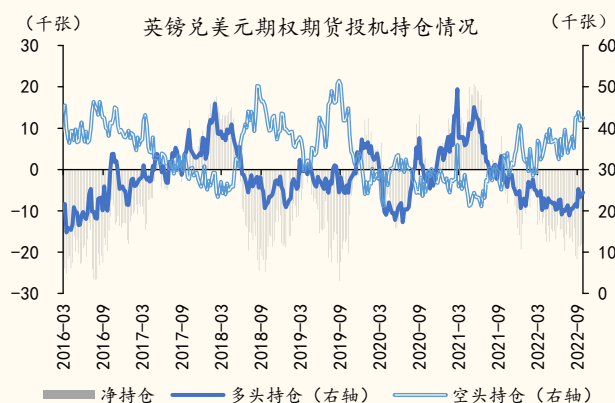
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 21: 英镑兑美元非商业持仓情况



来源: Wind, 国金证券研究所

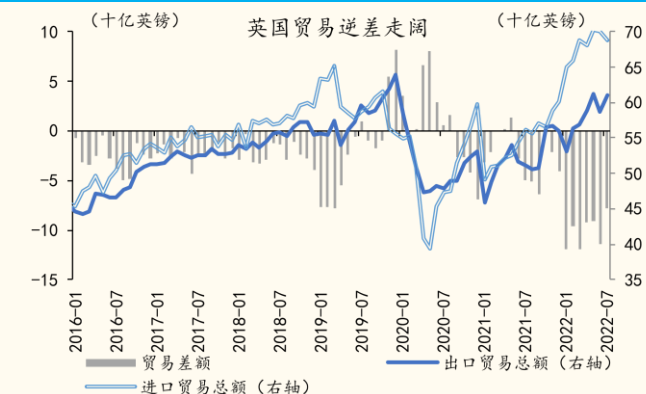
图表 22: 英镑兑美元期权期货投机持仓情况



来源: Wind, 国金证券研究所

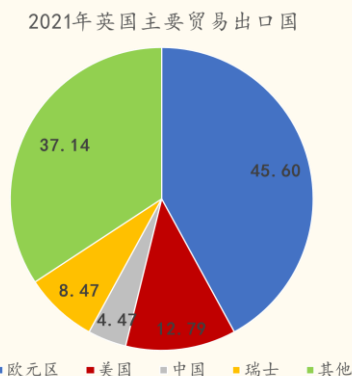
中期来看, 欧美步入衰退、叠加能源价格高企, 无疑将加深英国衰退程度, 对英镑汇率形成拖累。2021 年, 英国进出口总额占 GDP 比重高达 40.48%, 对外依存度较高; 而其中, 欧元区、美国占英国出口比重的 58.4%。欧美经济对英国经济影响巨大。5 月以来, 美国制造业 PMI 持续回落, 9 月仅剩 50.9, 即将步入收缩区间; 而欧元区表现更弱, 9 月回落至 48.4, 已处于荣枯线以下。主要贸易伙伴的衰退、叠加能源价格高企, 无疑将加深英国的衰退程度。

图表 23: 英国贸易逆差已经大幅走阔



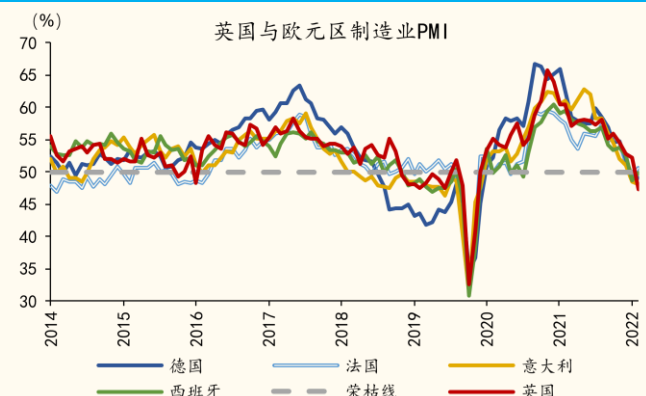
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 24: 欧元区是英国主要贸易伙伴



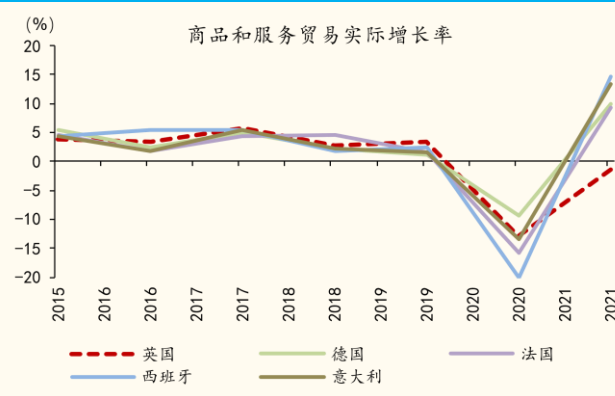
来源: HMRC, 国金证券研究所

图表 25: 欧元区制造业 PMI 已回落至荣枯线以下



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 26: 疫情后英国贸易恢复速度明显更慢

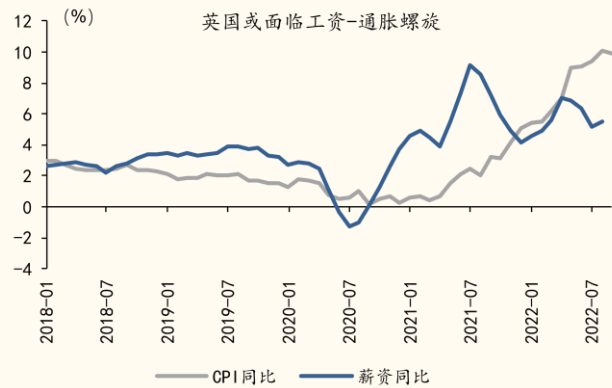


来源: Wind, 国金证券研究所

财政政策与货币政策间存在内生矛盾, 政策不确定性的加剧, 对市场信心的干扰也将加剧中期贬值压力。一方面, 英国 8 月 CPI 同比 9.9% 居历史高位, 劳动力供给不足下、薪资同比的高企, 使英国或进一步面临工资-通胀螺旋; 单一目标制下, 英国央行理应进行更大幅度的加息以遏制通胀。但另一方面, 疫情

后英国财政赤字迅速扩张，2021 年达 1874 亿英镑，若继续大幅加息又无疑将加重政府债务负担。政策之间的内生矛盾加剧了英国未来政策的不确定性，其对于宏观经济预期、市场信心的扰动，也将加剧中期贬值压力。

图表 27: 英国或面临工资-通胀螺旋



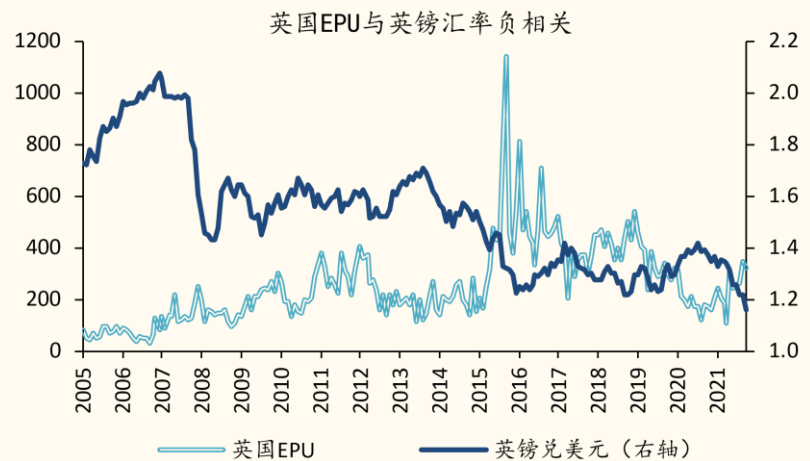
来源: ONS, Wind, 国金证券研究所

图表 28: 疫情后英国财政赤字快速扩张



来源: Wind, 国金证券研究所

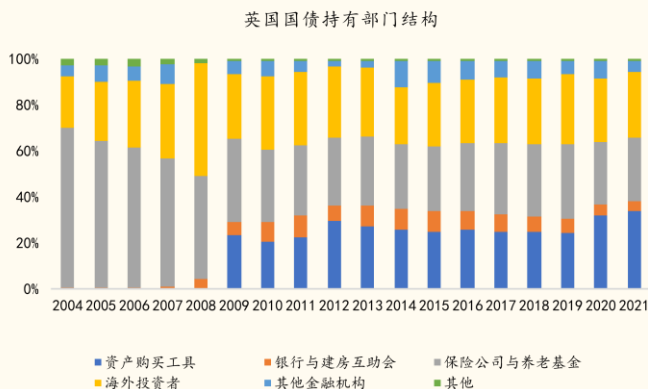
图表 29: 英国经济政策不确定性与英镑汇率呈负相关关系



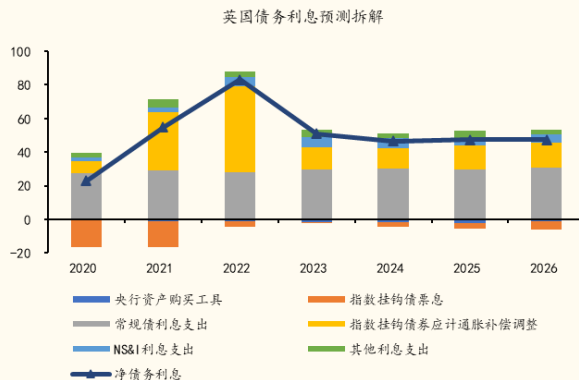
来源: EPU, Wind, 国金证券研究所

英央行持续加息与缩表下，英债利率飙升之下的短期违约风险值得关注，或阶段性拖累英镑汇率表现。除英国央行外，保险与养老金、外资是英国国债主要持有者，两者合计占比达 55.4%。此前外资抛售致英债利率快速上行，LDI 养老金被迫抛售英债，从而陷入“死亡螺旋”。若抛售潮趋于恶化，英央行临时购债的应急式维稳措施或难以完全应对。而从政府偿付来看，短期常规债占比达 29%，2 年内到期常规债和指数关联债超 2000 亿英镑，英债利率激增与通胀高企推高应计通胀补偿调整均将扩大利息支出，带来的违约风险也值得关注。

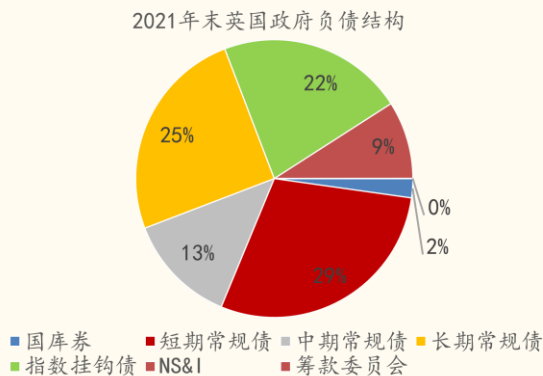
图表 30: 英国国债持有部门构成



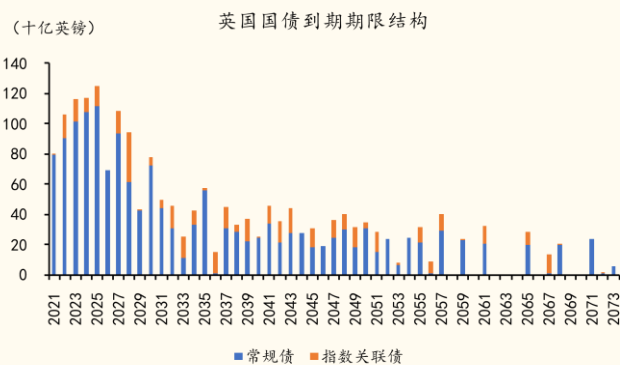
图表 31: 疫情后英国财政赤字快速扩张



图表 32: 2021 年末英国政府负债结构



图表 33: 2022 年 2 月末英国国债到期期限结构



经过研究，我们发现：

- 1) 9 月中旬以来，新任英国首相特拉斯上台后，英镑汇率大幅波动。1) 快贬阶段，英镑汇率由 1.17 一度贬至 1.04，几近与美元“平价”；2) 反弹阶段，英镑汇率由 1.07 升至 1.15 升值 7.36%；3) 震荡阶段，英镑汇率震荡贬值 1.19%。英镑大幅调整的同时，英国股债两市同样受到了显著冲击、波动率明显上升。英镑汇率与国债利差分化加剧，利差走阔难以支撑英镑汇率。
- 2) 减税计划导致预期混乱与信任危机，或是本轮英镑波动的主因。1) 特拉斯上台后，试图通过减税提振疲软经济，财政赤字双赤字下，大规模减税计划加剧市场对偿付能力的不信任，直接刺破英国养老金危机，英镑贬值明显加速；2) 9 月 28 日英央行购债计划短期有所支撑，但未完全缓解矛盾；3) 10 月 17 日英国新任财长回撤大部分减税政策后，英镑汇率才趋于稳定。
- 3) 货币政策节奏分化与能源危机也有所冲击。1) 9 月英国央行加息 50bp，美联储上修终点利率至 4.63%，两国货币政策节奏出现分化；2) 美国制造业 PMI 低预期、9 月通胀超预期下，市场对美联储的加息预期再度大幅波动，也同样对英镑汇率造成了扰动；3) 近期北溪管道被炸、OPEC+超预期减产，叠加冬季临近、英国能源需求的上升，能源危机加剧英镑波动。
- 4) 从交易面来看，短期英镑在平价位或有支撑。但中期基本面恶化、政策面掣肘下，英镑或跌破美元“平价”，1) 能源价格攀升与最大贸易伙伴欧洲的衰退风险，将加深英国衰退程度；2) 财政货币政策的内生矛盾将加剧中

期贬值压力。3) 英债利率飙升, LDI 养老金被迫抛售英债, 陷入死亡螺旋, 若抛售潮趋于恶化, 英央行或难完全应对, 同时短期违约风险也值得关注。

风险提示:

- 1、**美联储货币政策收紧不及预期:** 通胀率的显著回落、失业率的意外攀升, 可能会导致美联储货币政策收紧不及预期, 提前转向宽松。
- 2、**英国财政政策调整超预期:** 新任财长就任后, 积极与英央行沟通、协调财政与货币政策。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402