

鸽派的险胜

——2023 年 9 月英国央行议息会议点评

9 月 21 日，英国央行宣布将基准利率维持在 5.25%，缩表幅度从过去 12 个月的£800 亿加码至未来 12 个月的£1000 亿。值得注意的是，9 名委员中仅有 5 名支持不加息，另外 4 名委员认为继续加息 25bp 才是更好的选择，即本次议息会议是属于鸽派的一场险胜。险胜的背后是巨大的分歧和复杂的经济形势。一方面，经济和劳动力市场均在转冷，通胀也已开始超预期回落；另一方面，通胀读数仍然高企，劳动力市场仍然紧张，居民部门实际收入和消费动能也有回升迹象。前瞻地看，高利率对经济、就业和通胀的拖累仍将进一步发酵，英国央行加息周期或已就此终结。

一、经济：持续放缓

英国央行开始关注经济增长放缓的风险。尽管 Q2 实际 GDP 环比增速 0.2% 小幅超出预期，但是 Q3 开始经济放缓信号多点出现。8 月英国综合 PMI 指数跌至 48.6，击穿荣枯线。英国央行对 Q3 实际 GDP 环比增速的预测值跌至 0.1%，大幅低于 8 月议息会议时的预测值 0.4%。结构上看，居民部门消费动能仍在实际收入回升驱动下保持强劲，但企业部门尤其是地产相关部门的动能在高利率影响下持续放缓。

英国央行对近期抗通胀进程表示满意。8 月 CPI 通胀跌至 6.7%，比 8 月议息会议时的预测低 0.4pct，核心 CPI 通胀更是陡峭下行至 6.2%。结构上看，核心商品是通胀超预期回落的主要贡献项，服务通胀也在暑期脉冲退潮后超预期回落。

英国央行认为劳动力市场正持续转冷。从供求关系看，职位空缺/失业人数比值持续下滑，供求缺口持续弥合。从失业率看，9 月 12 日公布的数据显示 3 个月失业率升至 4.3%，高于英国央行 8 月预期的 4.1%，加速上行。从薪资增速看，虽然私人部门薪酬增速（Average Weekly

Earning, AWE) 超出预期，但是英格兰央行认为该项指标与其他薪酬数据并不吻合。薪资增速仍有韧性，但并不像 AWE 显示的那么强劲。

二、政策：停止加息

英国央行宣布将政策利率维持在 5.25%，委员会中赞成者刚刚过半，反映内部分歧较大。停止加息的支持者认为利率已经达到了限制性水平，经济、通胀和就业均在持续放缓，货币紧缩的滞后效应仍将继续发酵；继续加息的支持者认为通胀读数仍然远高于目标，就业市场仍然供小于求，且居民部门消费动能正随实际收入上升而走强。

英国央行宣布未来 12 个月将提速缩表，该方案得到了全体委员的赞成。具体方案为未来 12 个月累计缩表 £1,000 亿，占当前资产负债表总规模的 13.2%，而过去 12 个月的累计缩表额仅为 £800 亿。

三、市场：英镑贬值

英国股市上涨，英国富时 100 指数收涨 0.93%，报 7660.20 点；英国国债收益率曲线倒挂收敛，1 年期收益率下跌 0.06pct 至 4.92%，10 年期收益率上行 0.05pct 至 4.29%；尽管英美两国央行均在 9 月议息会议中选择了不加息，但美联储的“鹰式暂停”在预期层面还是比英国央行的“鸽派险胜”更为鹰派，叠加两国经济前景上的差距，英镑兑美元汇率持续下跌，当日收跌 0.4%。

四、前瞻：加息周期见顶

不同于美联储加息周期的仍存变数，英国央行加息周期见顶已经是一个大概率事件。从经济形势看，美国经济韧性强于英国，且美国通胀比英国通胀更易受到原油价格走强的影响。从时间上看，英国央行于 2021 年 12 月启动本轮加息周期，比美国早约一个季度。

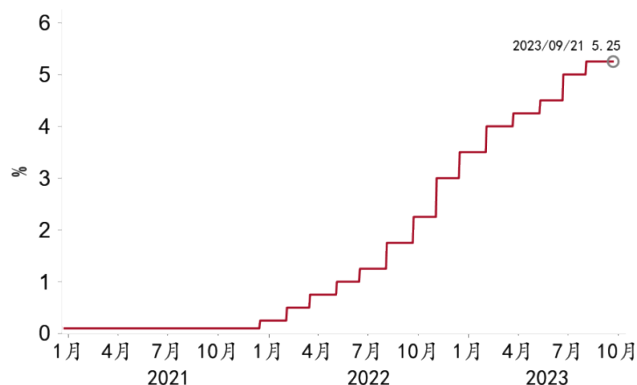
值得注意的是，鸽派仅在政策利率问题上获得了险胜，缩表问题上委员会则表现出了“全民皆鹰”，指向紧缩周期仍未终结。这一情形未来可能也会在美联储和欧央行发生。

(评论员：谭卓、闫立国、王天程、张裕民)

附录

图 1：英国央行维持基准利率不变

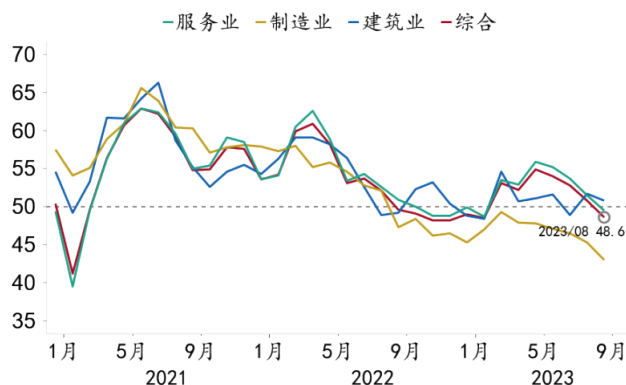
英国央行政策利率路径



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：8 月英国综合 PMI 落入收缩区间

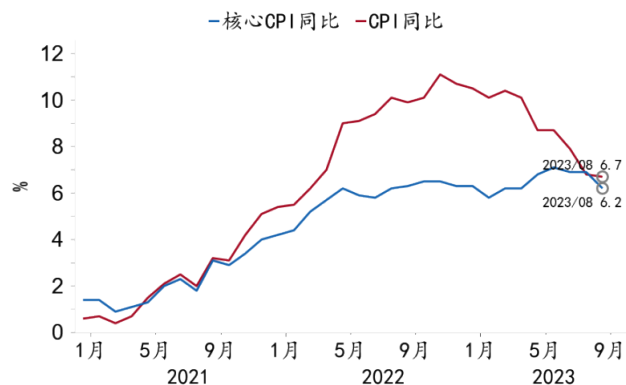
英国 S&P Global/CIPS PMI 指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：8 月英国通胀超预期回落

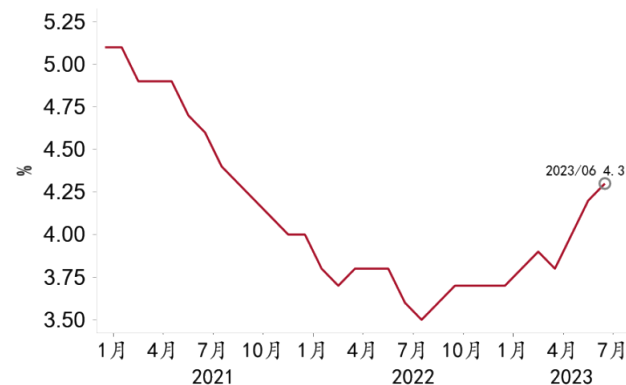
英国 CPI 及核心 CPI 通胀



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：英国失业率持续走高

英国失业率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院