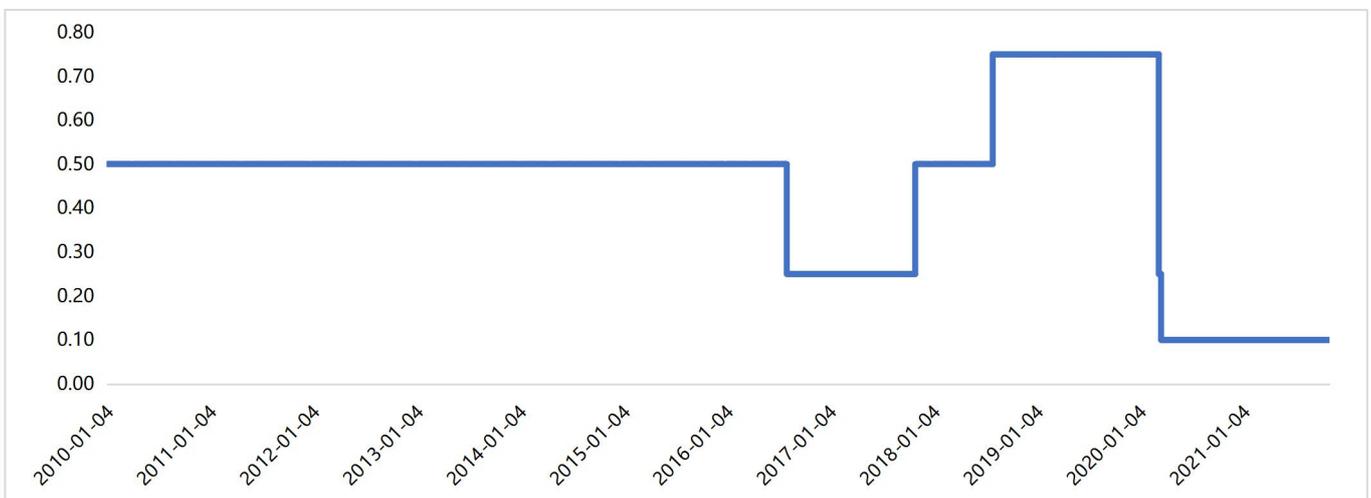


## 英国央行暂缓加息：“言而无信”还是“实属无奈”？

分析师 冯琳 白雪

**事件：**当地时间2021年11月4日，英国央行宣布，货币政策委员会（以下简称“委员会”）判定现有的货币政策立场仍然是适当的。委员会以7票对2票的多数投票决定将银行利率（即基准利率）维持在0.1%（见图1）；一致赞成维持200亿英镑的非金融投资级公司债券购买规模，并以6票对3票的多数投票支持继续维持8750亿英镑的政府债券购买规模，由此，英国央行资产购买总规模维持在8950亿英镑不变。

图1 英国基准利率走势（%）



数据来源：Wind，东方金诚

此前，市场普遍预期英国央行将在本次会议后开启疫情后的首次加息，而此番英国央行维持基准利率和资产购买规模不变，出乎市场预料，并引发资产价格的大幅波动。那么，此前市场为什么预期英国央行即将加息？英国央行此番选择按兵不动，到底是“言而无信”还是“实属无奈”？后续英国货币政策走势将如何演绎，对国内政策及市场有何影响？

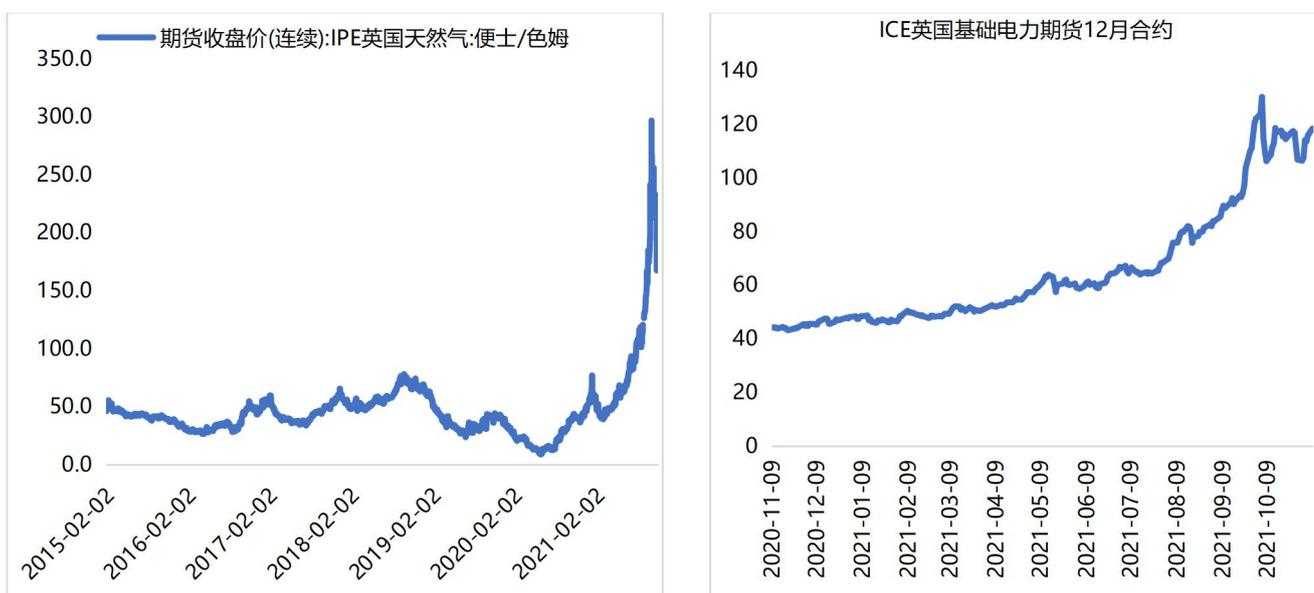
对此，东方金诚认为：

一、今年二季度以来英国通胀持续高于政策目标，加之英国央行官员此前多次释放鹰派信号，强化了市场对于11月英国央行将迫于通胀压力而加息的预期，因此，此番预期意外落空导致英国国债大涨而英镑大跌。

英国央行这一最新利率决定之所以出乎市场预料，其背景在于，受能源价格飙升及全球供应链瓶颈

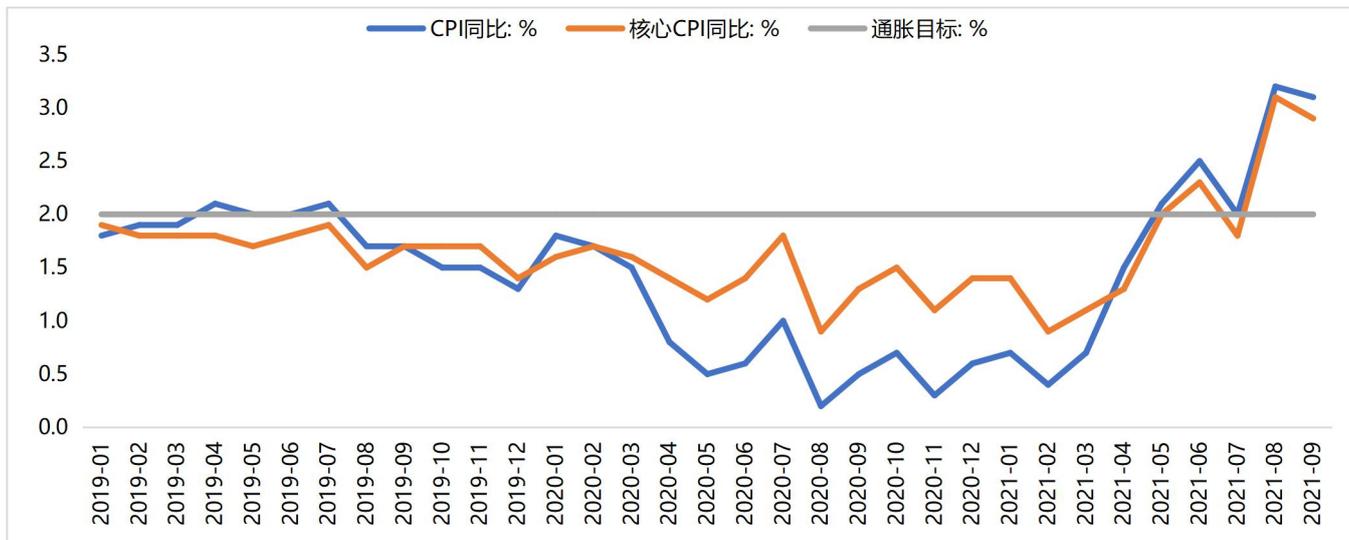
影响，今年二季度以来英国通胀一路高企。作为本轮全球能源危机的重灾区，近几个月来英国能源和电力价格飙升。截至10月末，IPE英国天然气期货活跃合约价格较4月初累计上涨逾250%，同期英国ICE电力期货价格涨幅约为110%。同时，由于供应链紧张，加之能源和电力价格上涨的传导，英国终端消费品也在较快涨价。据英国统计局数据，9月英国CPI同比上涨3.1%，核心CPI同比上涨2.9%，均明显高于英国央行的通胀控制目标2%。由此，市场对于英国央行将迫于通胀压力而加息的预期日渐浓厚，这一预期又被英国央行官员的鹰派讲话所强化——英国央行行长贝利10月在接受采访时表示，“英国通胀率高于央行2.0%的目标令人担忧，必须加以管理，以防止其成为永久趋势”，这一表态也被市场解读为加息暗示。

图表2 今年二季度以来，英国天然气和电力期货合约价格飙升 (%)



数据来源：Wind，Bloomberg，东方金诚

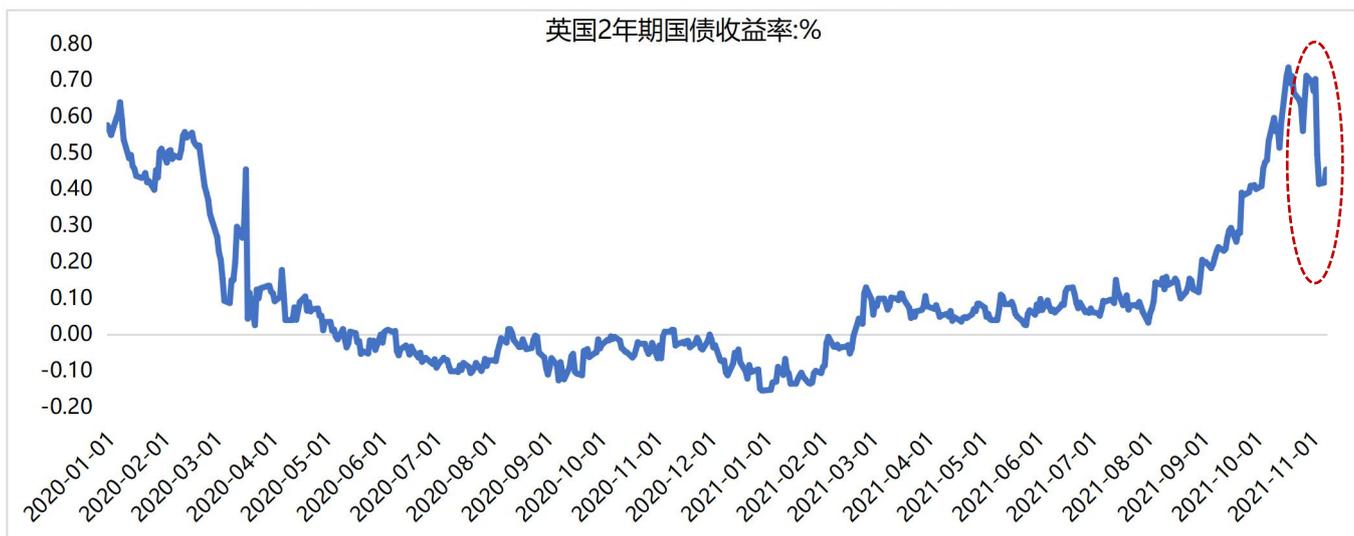
图表3 英国CPI和核心CPI涨幅均已超过英国央行通胀控制目标 (%)



数据来源：Wind，东方金诚

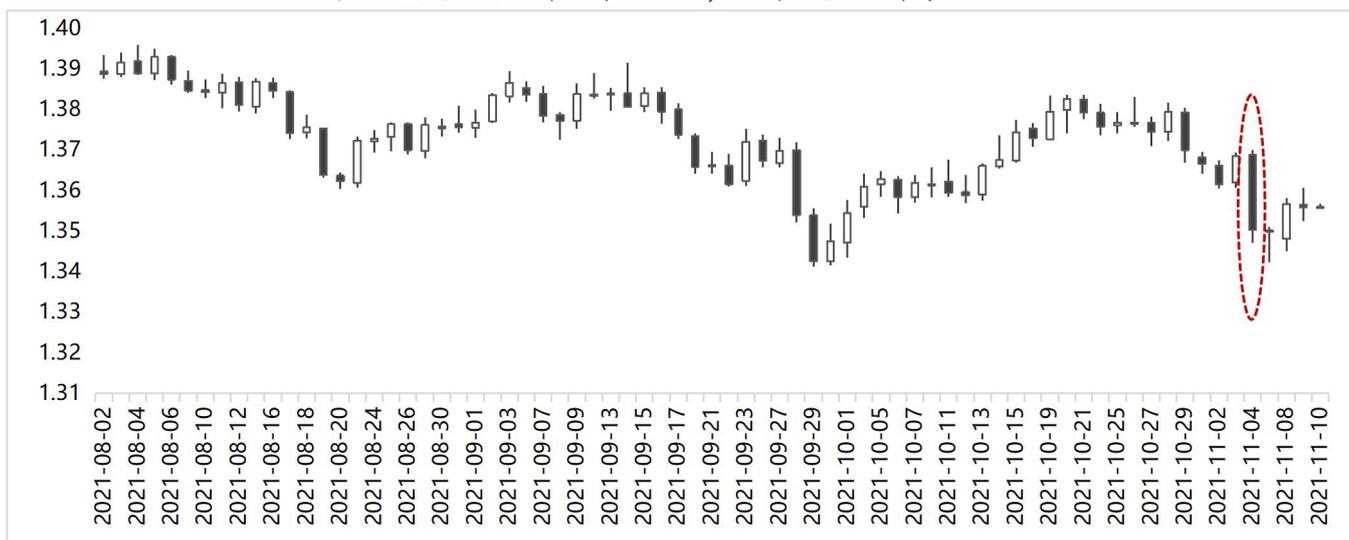
市场对于英国央行加息预期的落空迅速反映在资产价格上。受英国央行维持基准利率不变、11月3日美联储Taper虽落地但美联储对加息态度仍讳莫如深，以及同日欧洲央行行长拉加德表态“欧元区中期通胀前景仍然温和，欧洲央行不太可能在2022年实施加息政策”影响，市场对于欧美央行短期内启动加息的押注降温。11月4日英国国债领衔欧美国债价格大涨，其中对利率敏感的英国2年期国债收益率单日内下行幅度达21bp，而此前在通胀走高和加息预期催化下，8月末到10月末两个月的时间里，英国2年期国债收益率累计上行幅度超50bp；同时，当日欧洲股市全线上扬，其中，英国富时100指数单日上涨0.43%。此外，尽管美联储对加息的态度尚不明朗，但毕竟随Taper落地，其货币政策正常化进程已正式启动，而英国央行仍然维持利率和量化宽松政策不变，因此，英美两国货币政策的出现暂时分化，导致英镑/美元汇率大跌，11月4日单日跌幅达1.33%。

图4 英国央行公布利率决议后，英国国债收益率大降



数据来源：Wind，东方金诚

图5 英国央行公布利率决议后，英镑/美元汇率暴跌

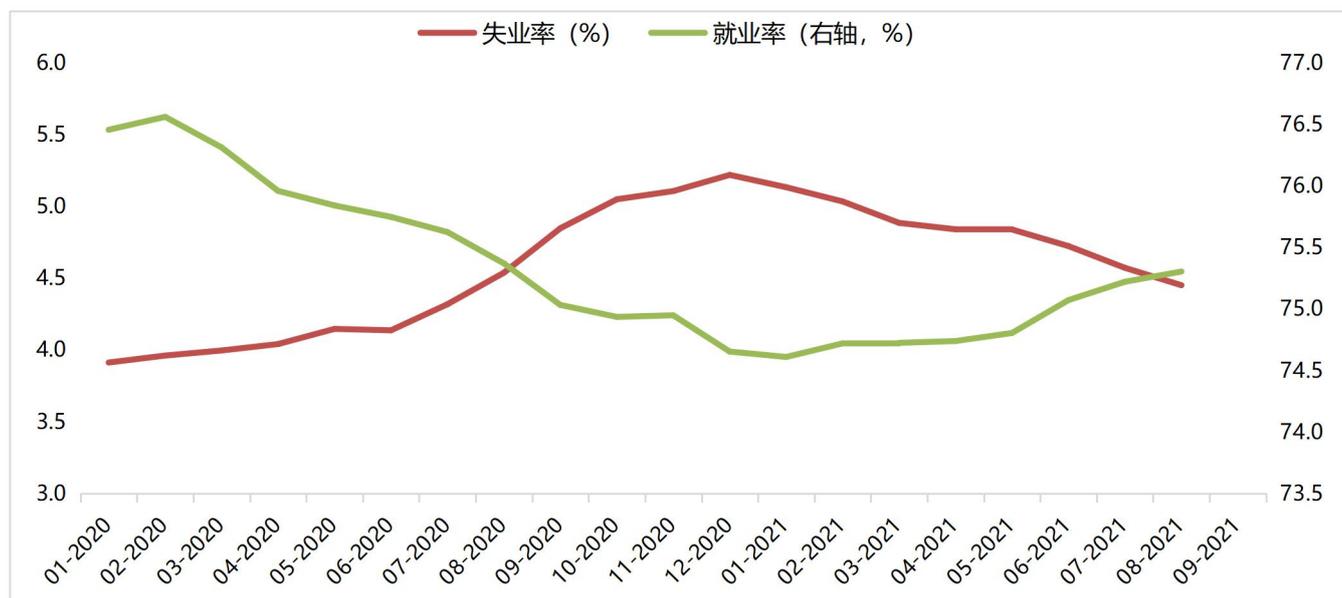


数据来源：Wind，东方金诚

二、本土疫情依然严峻、“带薪休假计划”结束背景下，劳动力市场修复程度仍不明确，是英国央行暂缓加息的主要原因。

英国央行货币政策委员会曾在9月份表示，关系其利率决定的一个关键问题是“经济将如何适应带薪休假计划的结束、失业率变化的影响、就业和劳动力匹配困难的持续性”，简而言之就是劳动力市场的修复情况。但相较欧元区失业率缺口已基本弥合，英国就业改善状况并不算乐观——截至9月，英国失业率虽已降至4.5%的去年8月以来低点，但距离疫情前水平仍有0.6个百分点的缺口（见图6），就业距离疫情前水平也尚有1.2个百分点的缺口。同时，本次会议纪要显示，委员会预计英国长期均衡失业率“接近4%”，比此前估计的4.25%调降了0.25个百分点，进一步拉大了与实现充分就业之间的距离。

图6 英国就业状况尚恢复至疫情前水平

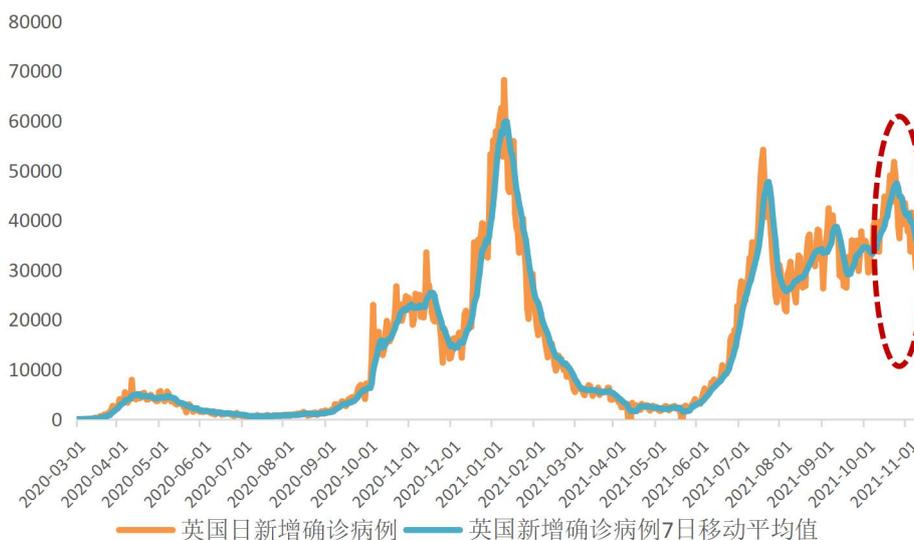


数据来源：CEIC, 东方金诚

更为重要的是，此前政府推出的临时性“带薪休假计划”<sup>1</sup>已于9月底结束，申请该计划的约100万劳动力人口，在经济援助结束后面临失业风险，其就业状况在11月中旬公布就业数据之前仍不明朗。我们判断，鉴于目前英国雇主对员工需求激增导致英国劳动力供应短缺、职位空缺数达到历史新高，失业率出现大幅上升的可能性并不大，但结构性失业问题依然突出。同时，下半年以来英国疫情仍未从德尔塔疫情的严重反弹中缓解，平均单日新增确诊病例数量仍高于历史平均水平。依然严峻的疫情形势可能将继续压制其就业市场的修复。我们认为，英国央行仍需要看到较为强劲的劳动力数据后，才能在判断其劳动力市场复苏程度的基础上支撑其加息决策。

<sup>1</sup>指英国政府为了应对疫情冲击，在2020年3月推出的一项经济援助计划。若企业承诺不裁员，政府将代企业为员工支付80%的工资，每月最高上限2500英镑。

图7 目前英国疫情形势依然严峻



数据来源：WIND,东方金诚

### 三、货币政策无法解决引发英国高通胀的供给侧问题，令紧盯“绝对通胀目标”政策框架下的英国央行决策难度加大。

不同于美联储“平均通胀目标制”和欧央行的“中期通胀对称 2%”，英国央行实行紧盯 2% 的绝对通胀目标制，这导致英国央行的货币政策灵活性不高，也是在高通胀背景下市场普遍预期英国央行可能更加鹰派并率先加息的主要原因。

从数据上看，英国通胀显然已超过了政策目标（见图 3），需要央行有所行动。但从引发通胀的根源来看，英国本轮高通胀并非源于经济内生增长动力走强引发的需求过热——8 月英国 GDP 环比仅增长 0.4%，7 月则收缩 0.1%——而是由于疫情冲击全球供应链以及极端天气等因素，导致能源和商品供给短缺，推动燃料、工业品和消费品价格走高。事实上，这也是当前全球主要经济体面临的共同问题。但与作为能源生产国的美国不同，能源结构中不稳定的可再生能源（主要是风能）占比较高，而传统能源主要依赖进口的英国在通胀问题上可能更加“受制于人”，面临更大的不确定性。

由于货币政策是调节总需求的工具，因此，面对供给短缺引发的物价上涨，加息对于控制通胀的作用可能会比较有限——正如贝利近日所说的那样：“提高利率，恐怕不会让我们得到更多的天然气”。更进一步讲，如果把握不好政策节奏，过早收紧可能还会从需求端损害经济复苏，尤其是考虑到英国在刚刚经历了德尔塔疫情带来的严重扰动后，经济复苏尚不稳定，而财政援助政策即将退坡——疫情期间推出的全民信贷（Universal Credit）将在 12 月大幅削减 55%，同时国民保险费率将于明年 4 月提高——这加大了英国央行对于在当下时点收紧货币政策的顾虑。

四、短期来看，英国货币政策正常化趋势不会改变，不排除 12 月开始加息的可能性，但预计加息节奏不会过于激进，这客观上为国内货币政策坚持“以我为主”提供了更为舒适的外部环境。

随着经济逐步复苏令量宽政策对总需求的边际刺激效应递减，全球经济体逐步退出量宽政策已成为主流趋势：除了美联储本月正式宣布 Taper 之外，加拿大、俄罗斯、巴西等国央行货币政策也已开启正常化进程。我们判断，英国也难成例外，换言之，英国央行开启货币政策正常化的趋势不会改变。从时点上看，考虑到英国央行对失业率的预测低于预算责任办公室，表明其对短期就业复苏预期相对乐观，因此，不排除若 11 月公布的就业数据表现良好，英国央行于 12 月就开启加息的可能性。

不过，正如前文所述，掣肘英国过快收紧货币政策的因素——劳动力市场仍有待进一步恢复，加息对供给短缺引发的通胀作用有限、反而会从需求端加剧经济下行风险——可能将令英国央行加息节奏较为谨慎。我们注意到，尽管被英国央行在 11 月利率决议上“放了鸽子”，但目前市场仍普遍预计到明年年底前英国央行将加息至 1%。然而英国央行最新发布的预测显示，明年利率上升至 1% 将使通胀率在预测期结束时低于英国央行的目标，并且由于经济中存在闲置产能，通胀率将进一步低于英国央行目标。这表明，英国央行官员认为明年加息至 1% 超出了所需的水平。因此，到明年年底前英国央行加息的节奏可能会慢于市场预期，从而引发资产价格的波动。

此前国内市场较为关注四季度欧美央行“收水”对国内货币政策和利率走势的影响。从上周美联储 Taper 落地和英国央行维持量宽后的债市表现来看，影响较为有限。可以看到，美联储 Taper 落地后，国内债市基本不为所动；英国央行利率决议公布后，国内债市情绪反而受到提振。一个原因在于，市场对于海外央行将启动货币政策正常化进程早有预期，此番美联储“收水”的节奏并没有超出预期，英国央行则比市场预期更加“鸽派”。更为重要的原因在于，尽管央行多次强调国内货币政策“以我为主”，但此前市场对于海外央行收紧货币政策对国内货币政策的掣肘仍有担忧。而以英国央行此番维持基准利率不变为代表，近期欧美央行对于加息都表现出相对谨慎的态度，我们认为这在很大程度上反映出在当前全球经济“滞胀”格局和疫情前景的不确定性所带来的经济增长、通胀和就业形势的不确定性下，各主要经济体央行在制定货币政策决策时都面临着“两难境地”，因而在货币政策正常化的节奏上不会过于激进。这客观上为国内货币政策坚持“以我为主”——尤其在经济下行压力较大的情况下边际向宽——提供了更为舒适的外部环境。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。