

交銀金融

2022 年 12 月號 第 174 期

環球金融市場部研究組

英國通脹結構性問題難解，恐陷長期經濟衰退

摘要

- 今年以來，英國陷入高通脹、能源危機以及經濟衰退的多重困境，加劇市場對英國經濟前景的憂慮，金融市場也持續震盪，英鎊兌美元匯價持續下跌，由年初的 1.3749 一度跌至創紀錄的新低 1.0350，目前仍在 1.20 關口附近波動，年初至今累計跌幅近 11%。
- 相較於歐元區及美國，英國的通脹存在結構性問題，預計短期內難以獲得根本性解決。
- 英國經濟在高通脹及高息的雙重打擊下步入衰退，新政府又大幅收緊財政政策，恐將進一步加劇英國的經濟衰退風險，前景堪憂，故英鎊近期的反彈或屬短暫現象。

英鎊低位反彈

- 2022 年初至今，受美聯儲加息影響，全球主要貨幣兌美元匯率普遍大跌。英國前首相卓慧思政府於 9 月 23 日宣佈自 1970 年以來規模最大的減稅計劃。因市場憂慮財政政策的激進擴張將加速通脹上行，且與貨幣緊縮立場相悖，進而引發匯市、債市的劇烈動蕩。英鎊兌美元於 9 月 26 日一度跌至創紀錄新低的 1.0350 水平，相較年初的跌幅一度超過兩成。
- 在辛偉誠於 10 月底接替卓慧思成為新首相之後，立即撤銷大規模減稅計劃，並推出新的財政預算案，英國股市、債市隨即逐步回穩，英鎊亦觸底反彈（圖一）。再加上美聯儲釋出放緩加息步伐的信號，美元走勢趨軟，市場風險情緒回暖，帶動英鎊延續反彈勢頭，於 12 月 14 日一度升至 1.2446 水平。



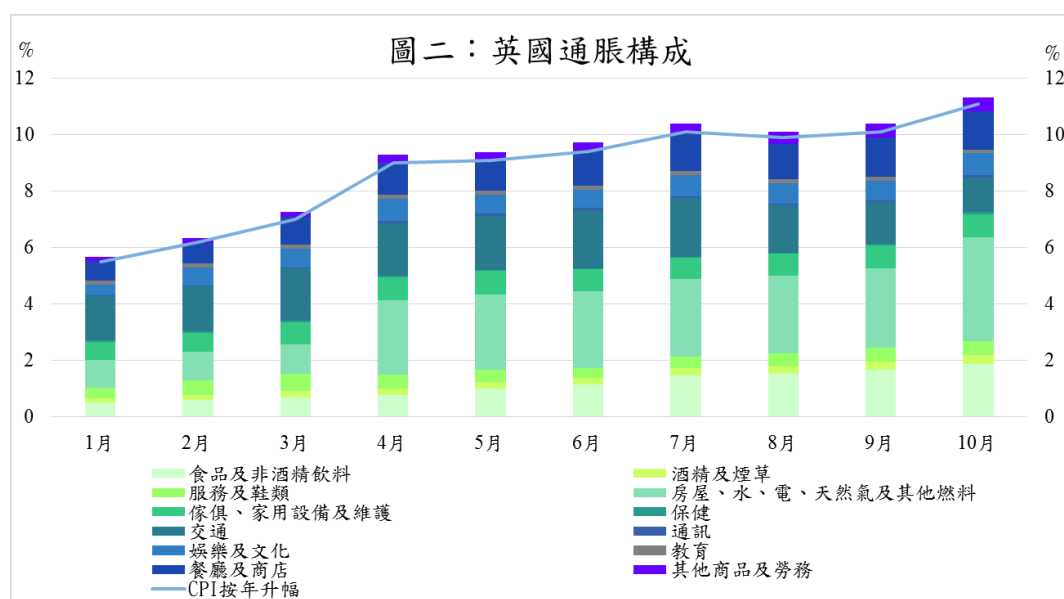
資料來源：彭博

英國經濟在高通脹及高息的雙重打擊下步入衰退

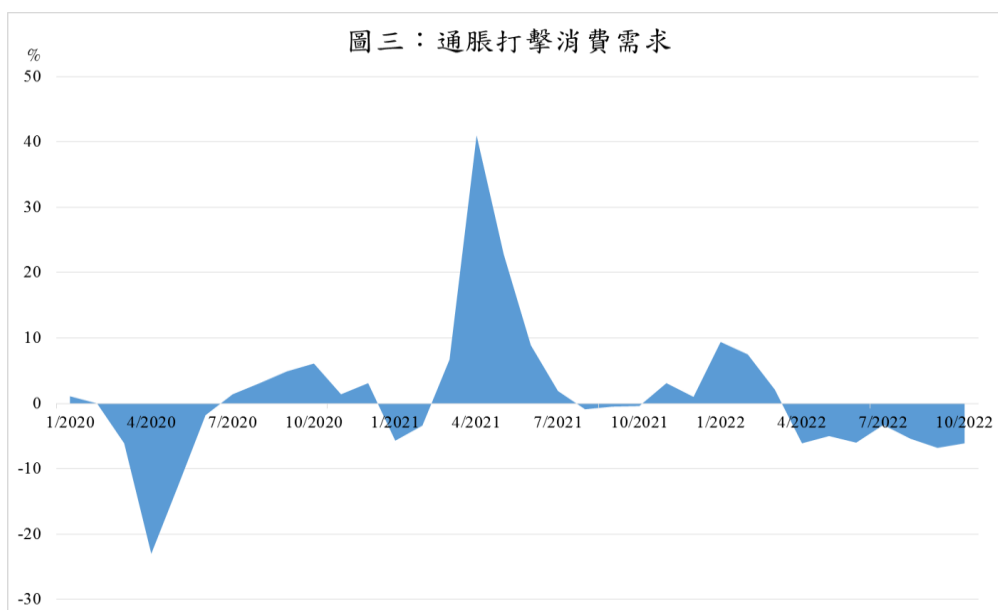
- ✚ **英國通脹續創四十年新高：**受英國脫歐及疫情影響，英國面臨數十年一見的高通脹困境。今年以來，英國通脹大幅攀升，10月消費物價指數（CPI）按年升幅由9月的10.1%進一步攀升至11.1%，創四十一年新高；核心CPI按年升幅亦徘徊於6.5%的三十年高位附近；能源價格及食品價格為通脹高企的主要推手。其中，食品價格按年升幅高達16.5%，為45年以來最高（圖二）。雖然英國央行預測目前通脹已見頂，預計明年年初將開始回落，但需待2024年才有望回落至2%的政策目標水平附近。
- ✚ **高通脹擠壓企業及消費需求：**英國央行11月報告指出，通脹高企對企業及消費需求已產生顯著的負面影響。英國10月零售銷售按年跌6.1%，為連續第七個月錄得萎縮，顯示高通脹正持續削弱消費力（圖三）。而英國的服務業PMI於10月與11月連續兩個月低於50，處於收縮狀。
- ✚ **英國央行自去年年底已連續加息9次：**為抗擊通脹，穩定物價，英國央行自去年12月開始加息，至今已加息9次。基準利率從0.1%飆升至目前的3.5%，創2008年11月以來新高。英國央行曾於11月宣佈加息75個基點，加幅為1989年以來最大。
- ✚ **行長貝利釋出鴿派信號：**由於經濟前景低迷，央行不得不在遏制通脹與經濟增長之間進行權衡。英國央行行長貝利已闡明，通脹可能已經見頂，但預計未來一段時間仍將維持高位，故需進一步上調利率，以推動通脹回落至目標水平附近，但同時亦暗示利率峰值或低於市場預期水平。目前市場普遍預

計，英國央行基準利率將於明年年中左右升至峰值的4.7%水平附近。

- ✚ **加息對經濟的負面拖累顯著：**英國經濟衰退的風險實際上已經凸顯。今年三季度英國的實際國內生產總值（GDP）按季萎縮0.2%，其中8月及9月按月分別下跌0.1%及0.6%。而從環比貢獻率來看，服務業經濟活動大幅萎縮，拖累9月GDP下跌0.69%；製造業及工業生產活動增長亦見顯著放緩。英國央行承認英國經濟已步入衰退，預計衰退將會持續至2024年，並預計明年經濟將萎縮1.4%，2024年將萎縮1%；而至2025年底，失業率也將從目前的約3.5%大幅攀升至6.4%。



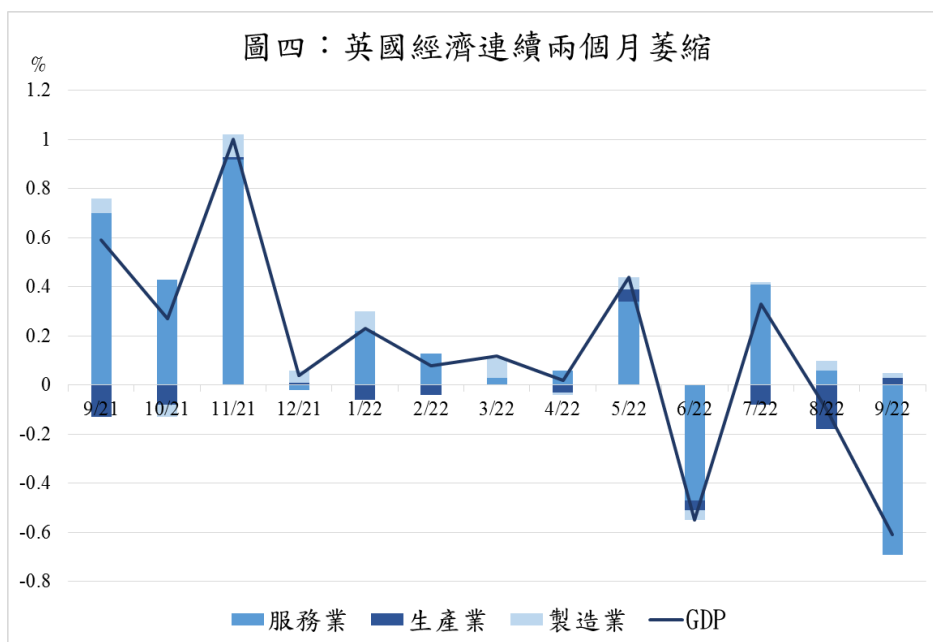
資料來源：彭博



資料來源：彭博、施羅德投資

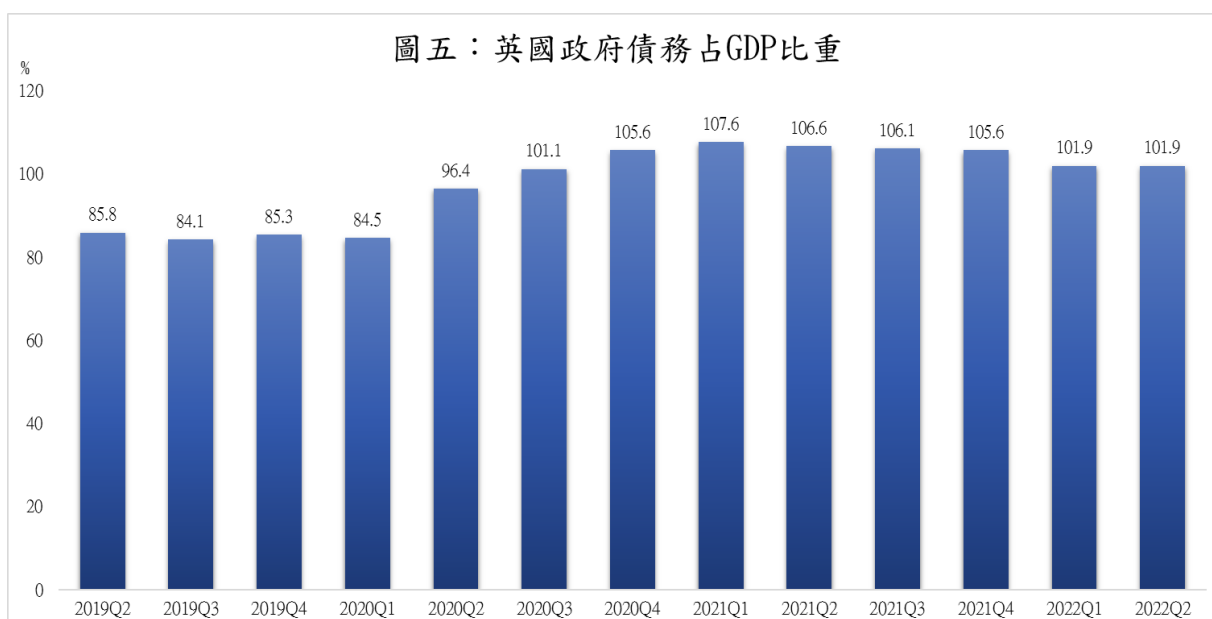
新政府大幅收緊財政政策，恐加深英國長期經濟困境

英國政府為填補巨大的公共財政缺口，以及期望於 2024 年第二季度將通脹控制在 2% 的目標水平附近，因而大幅收緊財政政策。但伴隨貨幣和財政政策的雙雙收緊，英國恐將面臨長期經濟衰退（圖四）。



資料來源：彭博

- ✦ **政府財政赤字創歷史新高：**自2020年新冠疫情爆發以來，英國多個產業停擺，經濟快速回落，迫使英國政府推出多項減稅及能源補貼計劃，導致財政赤字明顯擴大，令當局面臨財政收支嚴重失衡的困境。疫情期間，英國政府債務占GDP的比重從約84.5%攀升至2021年一季度的歷史新高107.6%。而截至今年二季度末，債務占GDP比重仍高達101.9%，遠高於疫情前水平（圖五）；經常項目赤字占GDP的比重高達8%，也創下歷史新高；財政缺口合計超過500億英鎊；財政赤字與GDP比率升至103.5%的1960年以來新高，新政府不得不面對增稅及縮減開支的雙重壓力。
- ✦ 英國財政大臣侯俊偉於11月17日公佈規模550億英鎊的秋季預算案，預計未來五年將增加250億英鎊的稅收及縮減300億英鎊的開支，力度為近十年以來最大。其中，包括將最高收入人群的個人所得稅率門檻，從15萬英鎊下調至12.5萬英鎊；將涉及石油及天然氣公司的暴利稅大幅上調至25%，並向發電廠徵收45%的臨時稅。
- ✦ 英國正面臨生活成本飆升及經濟衰退的雙重夾擊，財政支出的大幅收緊料將加劇英國民眾的生活負擔。政府最新的預算案預測，英國居民的稅收占GDP的比重將從2019年的33.1%上升至37.1%；而反映生活水平的實際家庭可支配收入則將於未來兩年下跌7%，回到2013年的水平。

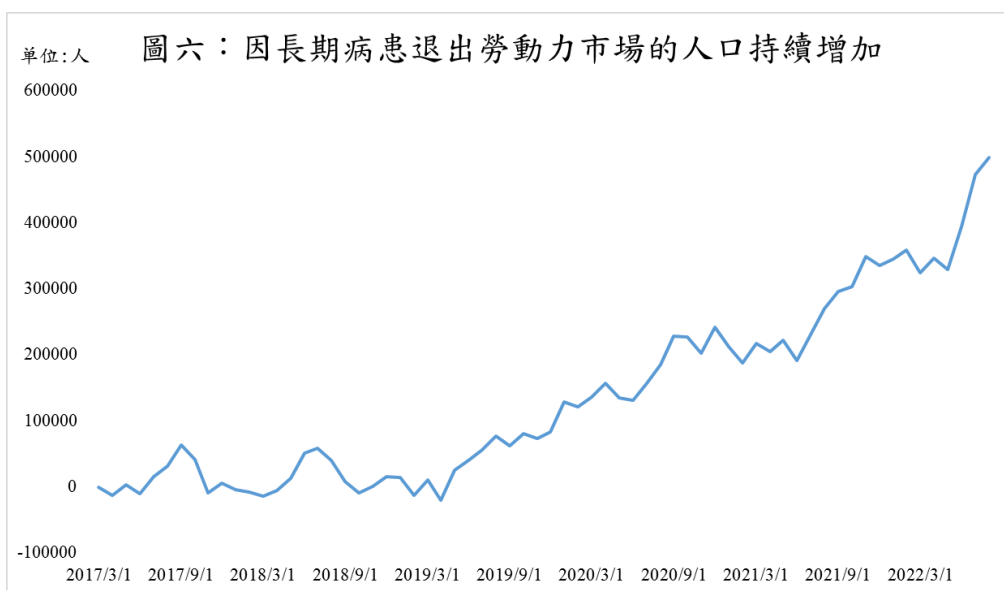


資料來源：彭博、英國國家統計署

英國通脹的結構性問題短期難以解決

英國通脹存在不少結構性問題，短期內難以解決。自英國脫歐以來，長期面臨勞動力短缺的問題，疫情也加劇了勞動力市場的緊張並推升工資上漲；俄烏戰事則進一步推動能源及糧食價格飆升。上述兩項因素成為了英國通脹高企的主要推手。目前看來，勞動力市場的失衡，以及地緣政治所引發的大宗商品飆升，都難以在短期內獲得根本解決。

- ✦ **地緣政治推升能源和糧食價格：**相較於歐元區及美國，英國的通脹形勢更為嚴峻。11月通脹已高達11.1%，分別遠高於歐元區及美國的10.6%及7.7%水平。一方面，俄烏戰爭導致了天然氣供應嚴重短缺、燃料價格大幅飆升，而英國作為商品和能源的進口國，其電力供應高度依賴天然氣，約占電力供應的三分之一。因此英國民眾及企業對天然氣價格變化更為敏感，受到能源價格飆升的衝擊也尤其顯著。資料顯示，今年英國天然氣價格整體升幅已超過130%，電力價格升幅則超過60%。儘管德國有近一半的天然氣需從俄羅斯進口，但僅占德國電力供應的15%，故影響相對英國有限。另一方面，英國近三分之一的食品亦需從國外進口，而全球糧價也在俄烏戰事影響下大幅抬升，進一步增加民眾的基本生活支出。因而，從英國通脹的分項可見(圖二)，“房屋、水、電、天然氣及其他燃料”以及“食品及非酒精飲料”兩項為主要推升因素，在10月分別貢獻了3.67及1.88個百分點。
- ✦ **工資上漲也加速物價上行：**雖然英國目前失業率處於歷史低位附近，但就業率仍低於疫情前水平，且經濟不活躍比率大幅上升。2019年至今，因長期病患而永久退出勞動力市場的人口持續增加，從2019年一季度的約200萬人升至2022年第三季度的250萬人(圖六)。加上提前退休人員也有所增長，進而帶動經濟不活躍人口規模的大幅上升，7月至9月經濟不活躍比率進一步升至21.6%。其中，50至64歲的經濟不活躍人口增幅最大。另一方面，脫歐以來，英國勞動力市場就持續面臨供需失衡的狀況，而2020年的疫情，更進一步引發大量勞動力退出市場，增加工資上漲壓力，進而加劇通脹上行風險。截至10月的三個月中，英國的平均週薪按年升幅高達6.1%，已連續第28個月錄得增長，且遠高於疫情前水平。
- ✦ **外來勞動力供應大減：**在英國脫歐，特別是疫情爆發後，英國外來人口已累計減少約20萬人，2021年全年淨移民較2015年下降約27%。8月至10月的職位空缺數雖然下跌4.6萬個至122.5萬個，但仍徘徊於歷史高位附近，顯示勞動力供不應求，企業招聘困難。



資料來源：彭博、CEIC 數據庫

總結

因英國並非糧食及能源生產國，故加息、縮減開支恐難以從根本上解決通脹高企的困境。英國預算責任辦公室預計，通脹或需待 2024 年第二季度，才有望回落至 2% 的目標水平附近。由於當前英國面臨高通脹、低增長的滯脹困境，再加上財政及貨幣政策的雙重緊縮，恐將進一步加劇英國經濟的下行壓力。因此，受到低迷的經濟基本面拖累，英鎊前景堪憂，預計近期的反彈或屬短暫現象。

【 免責聲明 】

本檔所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何聲明。投資者不應只根據本檔而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔只供一般參考用途，本檔（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

本檔內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。
本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。