

专题报道： 英国央行按兵不动，放缓量化紧缩以缓解国债压力

要点

- ◆ 英国央行在 9 月会议上维持政策利率在 4% 不变，其中两位委员倾向于下调 25 个基点。央行货币政策委员会并未对市场预期的 11 月降息发表反对观点，这意味着若通胀继续放缓，11 月降息的可能性仍然很大。
- ◆ 英国央行还将未来 12 个月量化紧缩的规模从此前的 1000 亿英镑降至 700 亿英镑。至关重要的是，英国央行将减少长久期债券的卖出量，以应对近期 30 年期英国国债收益率飙升至近 30 年来的最高水平的情况。英国央行旨在平衡通胀预期和经济增长的下行风险。对投资者而言，英国央行的取态符合预期：既要采取足够的限制措施以确保通胀朝着目标方向发展，又要足够务实以避免英国国债市场进一步承压。
- ◆ 由于经济下行风险持续、英国财政政策的不确定性风险犹存，我们对英国股市保持中性看法。考虑到量化紧缩放缓或可缓解国债供给压力，且英国经济增长仍相对乏力，我们仍对英国国债（尤其是中长期债券）持偏高观点。此外，在通胀和经济增长双双放缓的背景下，英国国债的估值看起来颇具吸引力。目前，英国国债仍然是发达市场中最具吸引力的主权债券之一，其实际收益率为正，且政策层面有望提供进一步支持。



Jonathan Sparks
汇丰私人银行及财富管理
英国首席投资总监



Abhinav Pandey
汇丰私人银行及财富管理
投资策略分析师

发生了什么事？

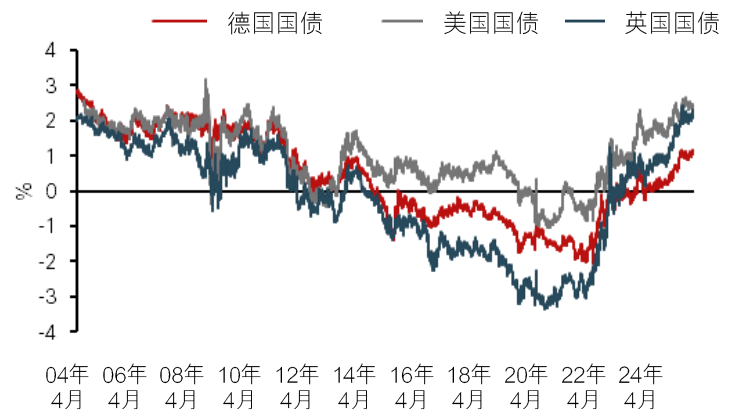
- 9 月会议中，英国央行的政策取态清晰明了，委员们以 7 比 2 的投票结果维持政策利率在 4.0 % 不变，两位投反对票的委员（丁格拉和泰勒）主张降息 25 个基点。货币政策委员会对市场预期的 11 月 15-20% 降息概率提出反对意见，这表明如果经济数据进一步走弱，政策宽松的门槛并不高。
- 英国央行表示，如果不是因为担心再次出现工资-物价螺旋式上升，他们降息的意愿可能会更高。英国央行还指出劳动力市场放缓、美国关税以及相对低迷的经济前景可能给投资带来潜在风险。
- 通胀问题可能是英国央行此次按兵不动的主要因素。目前英国通胀仍较高，同比涨幅达 3.8%。而更引人注目的食品通胀仍然超过 5%。通胀走高可能导致工资上涨。英国央行的调查显示，企业通胀预期有所上升——央行决策者希望控制这一趋势。正因如此，英国央行决定不跟随美联储降息，而是选择等到通胀回落的趋势更加明确后再行动。
- 考虑到以上原因，我们认为英国央行可能不会在明年 4 月之前再次降息。届时，随着 9 月份通胀峰值已经过去，英国央行或可以考虑开始降息，并争取在 2027 年第一季达到预期的“中性”利率 3%。

- 英国央行宣布将缩减量化紧缩规模，将未来 12 个月的英国国债发行规模从 1000 亿英镑降至 700 亿英镑。这意味着，英国央行将减少长久期英国国债（20 年以上）的卖出量，将持仓配置更多地转向短期和中久期。近期，30 年期英国国债收益率飙升至近 30 年来的最高水平，引发了人们对市场环境和政府借贷成本上升的担忧。
- 长久期英国国债通常对供给冲击和需求失衡更为敏感。大量抛售往往会导致国债收益率大幅上升，正如我们在 2022 年 9 月的政府预算事件中所经历的那样。因此，通过放缓出售国债，英国央行表明了其关注市场表现，并愿意调整量化紧缩机制以减缓波动的立场。我们认为这是一次明智的调整，而非政策转向。因此，英国央行维持高利率或更多是为了抑制通胀，但放缓量化紧缩政策则可能是为了避免英国国债市场自身承受压力。
- 从财政角度来看，由于英国公共债务占国内生产总值的比例略高于 96%，英国的财政空间相对有限。因此，放缓量化紧缩政策或有助于缓解借贷成本的上行压力，并间接支持财政可持续性。

投资影响

- 我们认为，此次英国央行的调整是朝着正确方向迈出的一步，或将使英国国债对长期投资者更具吸引力。然而，我们认为此举相对温和，因为它只是避免长久期英国国债供应过剩，而非减少存量。中期英国国债发行量可能会增加，但市场或更容易消化。
- 在政府预算公布前，英国国债市场可能仍将保持波动，因为英国国债收益率和财政可持续性息息相关。在终端利率方面，我们和市场的预期有所不同：我们预计未来 12 个月利率或逐步回落，在 27 年早些时候降至终端利率 3%，而市场认为最多只会降息两次。
- 在此背景下，我们维持对英国国债的偏高观点，尤其是中长久期债券，风险调整后的回报表现或相对更佳。正如 5-10 年久期英国国债实际收益率图表所示，投资者或能够捕捉具有吸引力的、优于通胀的收益机会。由于经济增长面临下行风险，相对于英国股票，我们更青睐英国国债。我们对英国股票保持中性观点，由于盈利表现分化，防御性股票或具有相对的韧性，但周期性股票在需求疲软的情况下可能相对弱势。

发达市场政府债券的实际收益率持续上升



数据来源：彭博，汇丰私人银行及财富管理，截至 2025 年 9 月 18 日。
过去数据不代表未来表现。

免责声明

本文件或影片由香港中环皇后大道中1号香港上海汇丰银行有限公司（「HBAP」）编制。HBAP 在香港注册成立，为汇丰集团成员。本文件或影片由汇丰银行（中国）有限公司、HBAP、汇丰银行（新加坡）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司及汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司（合称「分发方」）分发及 或提供。本文件或影片仅供一般传阅及参考用途。

无论基于任何原因，本文件或影片所载之部分或全部内容均不得复制或进一步分发给任何人士或实体。如于某司法管辖区内分发本文件属违法，则不得于该司法管辖区内分发本文件或影片。所有未经授权之复制或使用了本文件或影片，均属使用者的责任，并有机会引致法律诉讼。本文件或影片只提供一般性数据，文件内所载的观点，并不构成投资研究或出售或购入投资产品的意见或建议。本文件或影片内所载的部分陈述可能会被视为前瞻性陈述，提供目前预测或未来事件预估。相关的前瞻性陈述不保证未来表现或事件，并涉及风险及不确定性。基于多项因素，实际结果可能与相关前瞻性陈述大不相同。HBAP 及分发方对更新其中的前瞻性陈述，或对提供实际结果与前瞻性陈述的预测不同的原因，概不承担任何责任。本文件或影片并无契约效力，在任何情况下，于任何司法管辖范围内均不应被视为促销或建议购入或出售任何金融工具，而此等建议并不合法。当中所载内容反映汇丰环球投资委员会于编制时的观点及意见，可能随时变更。这些观点未必代表汇丰投资管理目前的投资组合构成。汇丰投资管理所管理的个别投资组合主要反映个别客户的目标、风险取向、投资期限及市场流动性。

投资价值及所得收益可升亦可跌，投资者有机会未能取回投资本金。本文件或影片所载之过去业绩并不代表将来的表现，所载之任何预测、估计及模拟均不应被视为将来表现的指标。任何涉及海外市场的投资，均有机会受到汇率兑换影响而令投资价值上升或下跌。与成熟市场相比，新兴市场投资本质上涉及较高风险，而且较为波动。新兴市场的经济一般倚赖国际贸易，因此一直以来并可能继续会受贸易壁垒、外汇监管、相对币值控制调整及其他与其进行贸易的国家 地区实施或协商的保护主义措施的不利影响。而此等经济体系亦会或继续受到其他与其进行贸易的国家 地区的经济状况的负面影响。投资涉及市场风险，请细阅所有与投资相关的文件。

本文件或影片就近期经济环境提供基本概要，仅供参考。文章或影片代表 HBAP 的观点，并以 HBAP 的环球观点为依据，未必与分发方的当地观点一致。其内容并非按照旨在促进投资研究独立性的法律规定编制，并且分发前不受任何禁止交易规定的约束。其内容不拟提供且投资者不应加以依赖以作会计、法律或税务意见。作出任何投资决策之前，应咨询独立的财务顾问。如选择不咨询财务顾问，则须审慎考虑投资产品是否适合。建议您在必要时寻求适当的专业意见。

有关第三方资料乃取自我们相信可靠的资料来源，我们对于有关资料的准确性及／或完整性并无作出独立查证。因此您必须在作出投资决策前从多个数据来源求证。

此条款仅适用于汇丰（台湾）商业银行有限公司向其客户分发时的情况：汇丰（台湾）办理信托业务，应尽善良管理人之注意义务及忠实义务。汇丰（台湾）不担保信托业务之管理或运用绩效，委托人或受益人应自负盈亏。

关于 ESG 和可持续投资的重要信息

从广义上，「ESG 和 可持续投资」产品包括在不同程度上考虑环境、社会、管治和／或其他可持续发展因素的投资策略或工具。汇丰归入此类别的个别投资可能正在改变，以实现可持续发展成果。并不保证 ESG 和可持续投资所产生的回报与不考虑这些因素的投资回报相近。ESG 和可持续投资产品或会偏离传统市场基准。此外，ESG 和可持续投资或可持续投资带来的影响并没有标准定义或量度准则。ESG 和可持续投资及可持续发展影响的量度准则是 (a) 高度主观的，而且 (b) 在不同板块之间和同一板块之内可能存在重大差异。

汇丰可能依赖由第三方供应商或发行机构设计和／或报告的量度准则。汇丰不会经常就量度准则自行作出具体的尽职审查。并不保证：(a) ESG ／可持续发展影响或量度准则的性质将与任何个别投资者的可持续发展目标保持一致；(b) ESG ／可持续发展影响将达到指定水平或目标水平。「ESG 和可持续投资」是一个不断演变的领域，新的监管规例可能生效，这或会影响投资的分类或标签方式。今天被视为符合可持续发展准则的投资未必符合未来的准则。

当我们将某项投资或服务归入汇丰 ESG 和可持续投资分类（即汇丰 ESG 增强、汇丰主题或汇丰创效）之一时，这并不一定意味产品或投资组合的所有相关持仓均符合可持续投资准则。同样，当我们将股票或固定收益类产品归类为汇丰ESG增强、汇丰主题或汇丰创效类别时，这并不意味着相关发行人的活动与分类的相关 ESG 产品或可持续特征完全一致。就此而言，可持续投资分类并不意味一项基金或全权委托管理投资组合的所有相关持仓将符合可持续投资准则。不是所有投资、投资组合或服务都能被归类为汇丰可持续投资分类。这可能是由于未有足够资讯或某项产品并未符合汇丰可持续投资分类的准则。

目前，汇丰仍向一些排放大量温室气体的行业提供融资。为协助我们的客户减排以及减少我们自身的碳排放，汇丰已制定了相关的气候策略。请浏览 www.hsbc.com/sustainability 以了解更多资讯。

*本文件或影片为 HBAP 根据英文报告翻译的译文。HBAP、汇丰银行（中国）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司、汇丰银行（新加坡）有限公司及汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司已采取合理措施以确保译文的准确性。如中英文版本的内容有差异，须以英文版本内容为准。

本文件或影片的内容未经任何香港或任何其他司法管辖区的监管机构审阅。建议您就相关投资及本文件或影片内容审慎行事。如您对本文件或影片的内容有任何疑问，应向独立人士寻求专业意见。

© 版权所有 2025。香港上海汇丰银行有限公司。保留一切权利。

未经香港上海汇丰银行有限公司事先书面许可，不得以任何形式或任何方式（无论是电子、机械、影印、摄录或其他方式）复制或传送本文件或影片的任何部分或将其任何部分储存于检索系统内。