国际宏观研究

证券研究报告

国际宏观专题报告

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

“英国脱欧”对英镑利空影响或将式微

分析师：

王鹏

执业证书编号：S1380516030001

联系电话：010-88300851

邮箱：wangpeng@gkzq.com.cn

2019 年 03 月 13 日

3 月 29 日是英国脱欧谈判截止日，如果英国政府未能与欧盟达成协议，将存在无协议脱欧风险，目前来看，出现的概率不大。若做进一步的情景假设，除了无协议脱欧，还存在两种可能：第一，外部让步。欧盟和爱尔兰同意英国脱欧延期，将原定于 3 月 29 日的最后脱欧期限延长需要欧盟 27 个成员国一致同意才能通过，由于相信无协议脱欧对欧洲经济的整体危害较大，欧盟和爱尔兰均会采取理性态度看待，通过同意延长脱欧期限的方式以避免出现“无协议脱欧”的局面。第二，内部变革。重新公投争取不脱欧。当外部脱欧谈判无法取得进展时，英国政府可能或诉诸重启公投，以实现不脱欧的诉求，但这种结果需要英国当局在以工党为首的反对派谈判中展现充分智慧和谈判技巧，困难也不小。

自 2016 年英国脱欧谈判以来，英镑兑美元汇率从最初的 1.5 附近最低跌至 1.2 的水平，振幅达 20%，我们认为，未来英镑兑美元汇率可能处于持续上升的反弹过程中，理由有三：一、从市场心理来看，持续两年多的脱欧谈判使市场早已对脱欧的影响逐步消化，交易市场甚至实体经济对于脱欧可能产生的影响逐渐适应并做好了充分准备；二、按照上述情景假设，大概率出现的延期脱欧或再次公投均会对英镑产生正面影响，即便出现小概率的无协议脱欧，市场的恐慌心理也不会像 2016 年刚刚进入脱欧谈判时一样；三、随着美联储加息暂停以及结束缩表信号的释放，也为非美货币提供了被动上涨的可能。

风险提示：英国无协议脱欧对欧元区经济增长的拖累出现超预期影响。

请务必阅读正文之后的免责条款。

2019 年 3 月 12 日，英国议会下院以 391:242 的投票比例第二次否决了英国政府与欧盟达成的“脱欧”协议。至此，离 3 月 29 日脱欧大限时间点越来越近。未来脱欧进程将会如何演绎？脱欧对英镑等资产价格影响如何？通过分析脱欧谈判的关键问题以及近两年多脱欧进程对资产价格的影响，或许可以给我们些许启发。

英国为什么会出现“脱欧”问题？

20 世纪 70 年代初期，世界性衰退使英国经济遭遇沉重打击，一些反欧人士把英国的不幸归咎于加入欧共体。当时，英国国内在英国的欧共体成员资格问题上陷入了严重分裂：大部分保守党人、工业界和金融界以及一小部分工党人士坚持支持英国加入欧共体，而一小部分保守党人、工党左翼及工会则持反对立场。

与目前保守党内部因脱欧立场分裂的形势相反，当时由于工党内部发生严重分裂，哈罗德·威尔逊领导的工党在 1974 年的竞选纲领中提出，如果当选将就英国的欧共体成员资格进行公投。公投于 1975 年 6 月 5 日举行，投票率为 64%，其中 67.2%的民众选择留下。公投实际上成为选举值得冒险一试的“工具”。根据这次成功经验，2016 年 6 月，英国首相卡梅伦为了政治选举，也想借鉴 1975 年的经验，通过公投以博得脱欧派的支持。因为卡梅伦时期的欧盟身陷移民、欧债、恐袭等多重危机，英国国内疑欧情绪普遍上扬。

但是，与 1975 年相比，现在的脱欧派掌握了大量资金，而且进行了精心组织策划，退欧阵营的口号也更简单易懂，明确提出“英国退出欧盟可以生活得更好”，应该“控制我们的边境”、“制定我们自己的法律”、“把我们的钱从布鲁塞尔拿回来”。这些说辞虽非建立在严肃的科学分析之上，但在民众中很有市场。结果可想而知，卡梅伦政府弄巧成拙，脱欧公投成功，卡梅伦被迫辞职，留下了艰难的脱欧工作给特雷沙梅政府。

英国脱欧谈判的核心问题——爱尔兰边界问题

自 2016 年英国通过公投宣布脱欧以来，英国政府始终面临着来自英国议会与欧盟之间的内外压力。2018 年 11 月，在英国政府与欧盟就爱尔兰边界问题、脱欧的过渡期问题、公民权问题以及与欧盟的贸易问题等达成初步协议之后，英国议会却认为与欧盟的初步协议有损英国利益，于是，本应在 2018 年 12 月进行议会投票表决的议程被特雷沙梅延期至 2019 年 1 月再进行投票，以增加协议在议会通过的概率。2019 年 1 月，

英国议会否决了英国政府提交的脱欧协议，主要争议就在爱尔兰边界问题上。支持者认为，英国的北爱尔兰应该享受欧盟自由贸易的规则，但是反对派却以这需要在英国国内划分出边界，或将带来英国国家分裂风险为理由提出了强烈反对。因此，这才上演了 3 月 12 日新修改的脱欧协议再次遭到议会否决的一幕。

英国脱欧进程对市场的影响

2016 年 6 月 24 日：英国公投决定脱欧，因投资者预计英国将陷入至少两年的混乱和财政不稳定，英镑暴跌，英镑/美元周振幅达 13.5%，富时 100 指数周振幅达 12.7%。

2016 年 10 月 7 日：法国总统奥朗德就英国脱欧问题发表强硬措辞，表示欧盟在与英国进行脱欧谈判时必须采取强硬立场，让英国为退出欧盟付出应有的代价。英镑“闪崩”，英镑/美元当周振幅达 9.72%，富时 100 指数当周上涨 3.52%。

2017 年 1 月 17 日：特蕾莎·梅在伦敦兰卡斯特宫发表演讲，首次明确包括英国政府在脱欧谈判期间将遵守 12 个优先事项的脱欧路线图。英镑/美元当周振幅达 3.6%，富时 100 指数当周下跌 2.9%。

2017 年 4 月 18 日：特蕾莎·梅宣布计划于 6 月 8 日举行大选，以便在谈判期间加强自己的力量。英镑/美元当周振幅达 3.12%，富时 100 指数当周下跌 3.64%。

2017 年 9 月 12 日：《退出欧盟法案》（大废除法案）在英国下议院投票中获得首胜，以废除英国议会在 1972 年制定的《欧洲共同体法案》。英镑/美元当周振幅达 3.52%，富时 100 指数当周下跌 3.35%。

2017 年 12 月 8 日：欧盟 27 国同意脱欧谈判在第一阶段已经取得了足够进展，可以推进至第二阶段。英镑/美元在随後 6 周累计上涨 7.85%，同期富时 100 指数则持稳。

2018 年 1 月 29 日：欧盟采用一套新的英国脱欧过渡期谈判指令。英镑/美元在随后 6 周累计下跌 4.42%，同期富时 100 指数下跌 11.70%。

2018 年 3 月 19 日：欧盟 27 国与英国同意脱欧过渡期的条款，过渡期定於 2019 年 3 月 29 日至 2020 年 12 月。英镑/美元在 4 月 17 日触及 22 个月高位 1.43768，然而随著谈判陷入僵局，之後的两个月又累计下跌 9.87%。富时 100 指数在 3 月 19 日之后的两个月则刷新历史最高水平至

7903。

2018 年 6 月 20 日：英国下议院以 319 票反对、303 票支持的结果否决了脱欧法案修正案，同日上议院没有对此进行投票程序，意味著《退出欧盟法案》最终获得了英国议会通过。6 月 26 日，英国女王伊丽莎白二世签署《退出欧盟法案》，该法案正式成为法律。

2018 年 10 月 18 日：欧盟 10 月峰会无果而终。此次峰会曾被视为双方可以达成协议的最後机会，不过欧盟称双方即将达成协议，如果英国能够提出可行的提案，欧盟将在 11 月召开脱欧特别峰会。

2018 年 11 月 25 日：欧盟 27 国在布鲁塞尔特别峰会上通过了脱欧协议草案，该草案在未来数周交予英国议会投票。

2018 年 12 月 11 日：英国首相梅声明推迟投票。

2018 年 3 月 12 日，议会再次否决了特雷沙梅政府提交的修订后的脱欧协议。英镑/美元略微下跌。

图1：英国脱欧进程中的英镑/美元走势

资料来源：wind、国开证券研究部

未来英国脱欧如何演化以及市场反应

3 月 29 日是英国脱欧谈判截止日，如果英国政府未能与欧盟达成协议，将存在无协议脱欧风险，目前来看，出现的概率不大。若做进一步的情

景假设，除了无协议脱欧，还存在两种可能：第一，外部让步。欧盟和爱尔兰同意英国脱欧延期，将原定于 3 月 29 日的最后脱欧期限延长需要欧盟 27 个成员国一致同意才能通过，由于相信无协议脱欧对欧洲经济的整体危害较大，欧盟和爱尔兰均会采取理性态度看待，通过同意延长脱欧期限的方式以避免出现“无协议脱欧”的局面。第二，内部变革。重新公投争取不脱欧。当外部脱欧谈判无法取得进展时，英国政府可能或诉诸重启公投，以实现不脱欧的诉求，但这种结果需要英国当局在以工党为首的反对派谈判中展现充分智慧和谈判技巧，困难也不小。

自 2016 年英国脱欧谈判以来，英镑兑美元汇率从最初的 1.5 附近最低跌至 1.2 的水平，振幅达 20%，我们认为，未来英镑兑美元汇率可能处于持续上升的反弹过程中，理由有三：一、从市场心理来看，持续两年多的脱欧谈判使市场早已对脱欧的影响逐步消化，交易市场甚至实体经济对于脱欧可能产生的影响逐渐适应并做好了充分准备；二、按照上述情景假设，大概率出现的延期脱欧或再次公投均会对英镑产生正面影响，即便出现小概率的无协议脱欧，市场的恐慌心理也不会像 2016 年刚刚进入脱欧谈判时一样；三、随着美联储加息暂停以及结束缩表信号的释放，也为非美货币提供了被动上涨的可能。

风险提示：英国无协议脱欧对欧元区经济增长的拖累出现超预期影响。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13662