

广发宏观

为何至今仍要关注英国脱欧？

分析师：张静静



SAC 执业证号：S0260518040001



SFC CE.no: BOP790



010-59136616



zhangjingjing@gf.com.cn

- **过渡期即将结束，英国存在无协议脱欧可能。**今年 1 月英国正式脱欧，但有 1 年过渡期。过渡期内英国仍保留在欧盟关税同盟和单一市场内，若未能达成新的贸易协议过渡期后双方经贸关系将退回到 WTO 框架下。

英欧谈判逼近最后期限，脱欧协议仍存分歧。在 2020 年 1 月 31 日英国正式脱欧之后，英国和欧盟进入了《脱欧协议》规定的过渡期，持续至 2020 年 12 月 31 日。截至 2020 年 9 月 10 日双方历经 8 轮谈判仍然没有达成一致，且双方也未同意将过渡期延长。理论上若 12 月 17 日前无法达成协议且未能推迟过渡期，则英国将无协议脱欧。下一轮谈判也将成为英国脱欧议题的关键时间节点。

三大分歧令英欧谈判陷入停滞。2020 年 3 月 2 日至 2020 年 9 月 10 日英欧双方总共进行了 8 轮谈判。双方态度愈发消极并存在三大分歧：双方就建立公平的贸易竞争环境仍有分歧；双方在捕鱼权问题上争执不下；英国国会提出的《内部市场法案》将赋予英国解释和修改《脱欧协议》的权力，引起欧盟极大程度不满。

- **虽无法排除无协议脱欧可能，但谈判僵局仍有希望打破。**

经济压力令英欧倾向抱团取暖。当前双方态度强硬或因转移内部矛盾诉求。短期来看，疫情带来的经济与欧洲部分国家防疫不利的压力会使各国政府倾向对外转移内部矛盾。由此来看，英国和欧盟双方在谈判上暂时持有强硬的态度符合各自的现实需求。此外，双方亦在谈判中寻求妥协。

大，英国和欧盟贸易一直处于唇齿相依的状态。欧盟是英国进出口最大贸易对象。英国同样也是欧盟的第一大出口市场。在双方贸易依存度如此高的情况下，经济压力仍然会使欧洲各国倾向抱团取暖。

民意压力或将驱使英国政府与欧盟达成协议。从民调来看，大部分人不支持无协议脱欧。去年 11 月脱欧谈判进展较大，英欧成功进入过渡期，支持政府处理脱欧的比例上升；而随着上半年英欧谈判陷入僵局，不满政府处理脱欧民调比例上升，一定程度上也造成了约翰逊的支持率在 5 月以来出现下滑。在民意导向反感无协议脱欧的情况下，英国政府大概率还是会寻求与欧盟达成协议。

三大分歧均有谈判空间。对于政府补贴等贸易法规而言，首先，欧盟单一市场内部规则本身就存在弹性，近年来欧盟对于文创、中小企业、基建等领域的政府补贴规定早已放宽。此外，英国政府补贴占 GDP 比重本就较低，占英国 GDP 比重仅为 0.2%，意义不大。对于捕鱼权而言，渔业可接受的配额因小国贸易协议未能

达成，三大分歧均没有触及双方的核心利益，亦有谈判空间，不排除在谈判接近尾声之际达成协议的可能。

- 无协议脱欧情形仍将对市场产生扰动。

英国脱欧对大类资产的影响回顾：对汇率影响大于股债。我们选取了 4 个脱欧进程中的关键时点来分析脱欧事件对大类资产的影响：2016 年 6 月 24 日脱欧公投结果公布；2019 年 5 月 24 日英国脱欧协议屡遭下议院否决，特蕾莎·梅辞职；2019 年 7 月 23 日强硬脱欧派鲍里斯·约翰逊接任英国首相；2020 年 1 月 23 日英国正式通过脱欧协议。整体而言，英国脱欧事件对资本市场的影响逐次趋弱。此外，该事件对外汇市场影响较大、对股债影响相对较小。

无协议脱欧风险解除前欧系货币或持续承压，美元暂难进一步贬值。自 2016 年英国脱欧公投以来该事件对于全球资本市场的冲击力度逐渐趋弱。即便英国最终无协议脱欧，在宽货币预期下欧美股市受到的影响大概率也在可控范围。但是无协议脱欧将对英国短期经济形成巨大冲击、欧盟也会受到极大牵连，因此一旦发生大概率将对短期汇率市场造成较大干扰。我们认为英国脱欧事件对 Q4 欧系货币及美元走势仍有较大影响。只要英国无协议脱欧风险不解除，欧系货币就将承压、美元指数也暂时难以进一步贬值；一旦英国无协议脱欧确认，英镑及欧元大概率出现月度级别的调整、美元指数则将明显反弹；假若此间英国与欧盟达成了脱欧协议，则欧系货币受到提振、美元也可能再度贬值。

- **核心假设风险：**英欧谈判结果超预期；欧美货币政策超预期；英国和欧盟经济超预期。

目录索引

一、过渡期即将结束，英国存在无协议脱欧的可能	5
（一）英欧谈判逼近最后期限，脱欧协议仍存分歧	5
（二）三大分歧令英欧谈判陷入停滞	7
二、虽无法排除无协议脱欧可能，但谈判僵局仍有希望打破	9
（一）经济压力令英欧倾向抱团取暖	9
（二）民意压力或将驱使英国政府与欧盟达成协议	12
（三）三大分歧均有谈判空间	12
三、无协议脱欧情形仍将对市场产生扰动	13
（一）英国脱欧对大类资产的影响回顾：对汇率影响大于股债	13
（二）若发生无协议脱欧，欧系货币或出现月度级别调整并反向推升美元	16
四、风险提示	18
（一）英欧谈判结果超预期	18
（二）欧美英货币政策超预期	18
（三）英国和欧盟经济超预期	18

图表索引

图 1: 2020 年欧盟和英国实际 GDP 同比预测 (截至 2020 年 6 月)	10
图 2: 英国对各国出口占总出口比重	10
图 3: 英国对各国进口占总进口比重	10
图 4: 欧盟对各国出口占总出口比重	10
图 5: 欧盟对各国进口占总进口比重	10
图 6: 英国向欧盟商品出口和净出口额占 GDP 比重	11
图 7: 欧盟向英国商品出口和净出口额占 GDP 比重	11
图 8: 英国民间在是否脱欧议题上的民调 (截至 2020 年 7 月 31 日)	11
图 9: 鲍里斯约翰逊支持率 (% , 截至 2020 年 9 月)	12
图 10: 民间对政府处理脱欧评价民调	12
图 11: 关于英国无协议脱欧的民调 (截至 9 月 7 日)	12
图 12: 关于《内部市场法案》的民调 (截至 9 月 10 日)	12
图 13: 2018 年政府补贴占欧盟各国 GDP 比重	13
图 14: 2016.6-2016.12 欧元和英镑汇率走势	14
图 15: 2016.6-2016.12 美元指数走势	14
图 16: 2016.6-2016.12 美国、欧元区、英国 10 年期国 (公) 债收益率走势	14
图 17: 2016.6-2016.12 英国富时 100、法国 CAC40、德国 DAX 走势	14
图 18: 2016.6-2016.12 标普 500 指数走势	14
图 19: 2016.6-2016.12 VIX 指数走势	14
图 20: 2019.5-2020.2 欧元和英镑汇率走势	15
图 21: 2019.5-2020.2 美元指数走势	15
图 22: 2019.5-2020.2 美国、欧元区、英国 10 年期国 (公) 债收益率走势	15
图 23: 2019.5-2020.2 英国富时 100、法国 CAC40、德国 DAX 走势	15
图 24: 2019.5-2020.2 标普 500 指数走势	16
图 25: 2019.5-2020.2 VIX 指数走势	16
图 26: 英国各支出项目对 GDP 同比的贡献	16
图 27: 英国各支出项目占 GDP 比重	16
图 28: 英镑兑美元和英国经济政策不确定性指数	17
图 29: 美元指数构成	17
表 1: 英国脱欧事件整理	5
表 2: 1 月《脱欧协议》关于过渡期内及过渡期后双边经贸关系的规定	7
表 3: 八轮英欧谈判汇总	8

一、过渡期即将结束，英国存在无协议脱欧的可能

2016年6月24日英国“脱欧”公投，脱欧阵营以52%的得票率获胜为英国脱欧进程拉开序幕。2016年7月13日特蕾莎·梅接任卡梅伦成为英国首相，但其两年首相生涯间未能推动英国与欧盟达成脱欧协议。2019年7月23日鲍里斯·约翰逊接替特蕾莎·梅就任英国首相，当年10月英国与欧盟之间就达成脱欧协议，并且2020年1月英国正式脱欧。但在今年1月的《脱欧协议》中设置了1年的过渡期，而过渡期内英国仍保留在欧盟关税同盟和单一市场内，但若未能达成新的贸易协议过渡期后双方经贸关系将退回到WTO框架下。目前双方正就过渡期后的经贸细则进行磋商，理论上，若12月17日欧盟议会前双方既无协议也未继续推迟过渡期，则英国将无协议脱欧。换言之，目前我们尚不能排除英国无协议脱欧的可能性。

（一）英欧谈判逼近最后期限，脱欧协议仍存分歧

在2020年1月31日英国正式脱欧之后，英国和欧盟进入了《脱欧协议》规定的过渡期。过渡期持续至2020年12月31日。过渡期内双方将暂时在大部分原有关系不变的情况下谈判脱欧后的贸易、人员流动等议题。截至2020年9月10日，双方历经8轮谈判仍然没有达成一致，且双方也未同意将过渡期延长。尽管过渡期将持续至12月31日，但双方达成协议的最后期限或早于该日期。首先，英国首相多次表示在10月中旬以后英国将不再继续参与英欧谈判；其次，英欧所达成的任何协定都需要通过欧盟议会的审议通过，由于年内最后一次欧盟议会在12月17日，理论上这也可能是脱欧协议的deadline。下一次贸易谈判将在9月28日举行，也将成为英国脱欧议题的关键时间节点。

表 1：英国脱欧事件整理

日期	事件
2016/6/24	英国“脱欧”公投结束，脱欧阵营以 52% 的得票率获胜，英国将脱离欧盟。 ¹
2016/7/13	特蕾莎·梅接任卡梅伦成为英国首相。 ²
2017/3/29	英国根据《里斯本条约》第五十条正式启动“脱欧”程序。 ³
2017/6/19	英国与欧盟的“脱欧”谈判正式启动。
2017/11/9	英国政府将在法案中敲定“脱欧”时间为格林尼治时间 2019 年 3 月 29 日 23 时，确定“脱欧日”的法律地位。 ⁵
2017/12/8	英国与欧盟就“脱欧”三大核心议题取得一致，标志着“脱欧”谈判第一阶段基本结束，即将开启包括贸易协议在内的第二阶段谈判。 ⁶
2018/1/29	欧盟同意在英国脱欧之后给予英国将近两年的过渡期，过渡期将持续到 2020 年 12 月 31 日。在此期间，英国可以进入欧盟单一市场，但没有任何决策权。 ⁷
2018/3/19	欧盟与英国就“脱欧过渡期”达成一致，确定为 2019 年 3 月 29 日至 2020 年 12 月 31 日，期间英国将不再参与欧盟决策进程，但保留欧盟成员国待遇。 ⁸

¹ <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnJW65y>

² <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnJWtnM>

³ <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnK1CyB>

⁴ <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnK3BHO>

⁵ http://china.zjol.com.cn/ktx/201711/t20171115_5680228.shtml

⁶ <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnK5YXp>

⁷ <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnK6wDv>

⁸ <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnK70LJ>

2018/7/12	英国公布“脱欧”政策白皮书，将为脱欧进程提供一个有原则性且有实践性的方向。 ⁹
2018/11/25	欧盟正式通过此前与英国达成的退出协议和“英欧未来关系宣言”两份政治文件，统称“脱欧”协议。 ¹⁰
2018/12/12	英国首相特蕾莎·梅在议会保守党议员不信任投票中以 200-117 票胜出，其将继续担任英国首相，并继续推动英国脱欧进程。 ¹¹
2019/1/15	英国议会下院 15 日以 432 票反对、202 票支持的投票结果否决了“脱欧”协议。 ¹²
2019/3/12	英国议会下院投票再次否决了英国政府与欧盟达成的“脱欧”协议。 ¹³
2019/3/13	英国议会下院投票决定，反对英国在任何情况下“无协议脱欧”。 ¹⁴
2019/3/21	欧盟同意英国提出的推迟“脱欧”申请，并为“脱欧”最终期限提供“二选一”时间表：如果英国议会下院能通过“脱欧”协议，将允许“脱欧”期限延至 5 月 22 日；如果英国议会下院未能通过协议，则英国必须在 4 月 12 日前做出新抉择。 ¹⁵
2019/3/27	英国议会下院 27 日投票表决，正式确认推迟原定于本月 29 日的“脱欧”。目前“脱欧”最终期限仍未确定。 ¹⁶
2019/4/8	英国议会正式通过一项法案，要求再度向欧盟寻求推迟“脱欧”，以防止 4 月 12 日出现英国“无协议脱欧”的局面，法案经女王伊丽莎白二世签署后已正式生效。 ¹⁷
2019/4/10	欧盟同意将“脱欧”期限延长至 2019 年 10 月 31 日。 ¹⁸
2019/5/24	英国首相特蕾莎·梅宣布辞去英国首相一职。 ¹⁹
2019/7/23	鲍里斯·约翰逊接替特蕾莎·梅就任英国首相。 ²⁰
2019/9/9	英国议会阻止“无协议脱欧”法案生效。 ²¹
2019/9/24	英国最高法院裁定约翰逊议会休会“无效”，议会次日复会。 ²²
2019/10/17	欧盟委员会主席容克表示，欧盟已与英国就新的“脱欧”方案达成一致。 ²³
2019/10/19	前保守党议员 Oliver Letwin 提出的修正案被通过，约翰逊的协议被推迟直至议会通过和新协议相关的立法。根据此前通过的 Benn Act，若约翰逊无法在 19 日前通过“脱欧”协议，他必须致信欧盟，要求将“脱欧”日期延至 2020 年 1 月 31 日。 ²⁴
2019/10/22	英国议会下院协议尽快在英国议会通过而制定的立法时间表。英国“脱欧”延期的可能性进一步增加。 ²⁵
2019/10/28	欧盟委员会同意英国脱欧时间延长至 2020 年 1 月 31 日。 ²⁶
2020/1/23	英国女王伊丽莎白二世签署批准了英国议会此前通过的“脱欧”协议相关法案，这标志着协议法案正式生效成为英国法律。 ²⁷
2020/1/30	欧洲议会全会以 621 票赞成、49 票否定、13 票弃权的投票结果通过英国“脱欧”协议。 ²⁸

⁹ <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnKallN>

¹⁰ <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnKffd1?w=280>

¹¹ <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnKfRKY>

¹² http://www.xinhuanet.com/world/2019-05/25/c_1124539434.htm

¹³ <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnKj0RH>

¹⁴ <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnKj0RH>

¹⁵ http://www.xinhuanet.com/world/2019-03/22/c_1124269325.htm

¹⁶ <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnKjIUH?>

¹⁷ http://www.xinhuanet.com/world/2019-04/09/c_1124343208.htm

¹⁸ http://www.xinhuanet.com/world/2019-04/11/c_1210105396.htm

¹⁹ <https://3w.huanqiu.com/a/0d8d78/7MUrTYLLk1W?p=1&agt=35>

²⁰ <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnKlJia>

²¹ <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnKmHIQ>

²² <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnKn0cM>

²³ <https://www.yicai.com/news/100366119.html>

²⁴ <https://new.qq.com/omn/20191020/20191020A0371F00.html>

²⁵ http://www.xinhuanet.com/world/2019-10/23/c_1125138661.htm

²⁶ <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnKntub>

²⁷ <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnKp3mm>

²⁸ <https://world.huanqiu.com/article/9CaKrnKp70t>

2020/1/31	英国正式脱欧，进入脱欧过渡期。 ²⁹
2020/3/2-2020/9/10	英欧八轮贸易谈判无果。 ³⁰
2020/6/31	英国放弃延长脱欧过渡期。 ³¹
2020/9/15	英国下议院通过《内部市场法案》，该法案使英国拥有变更“脱欧”协议的权力。 ³²
2020/9/28	英欧第九轮贸易谈判。 ³³
2020/10/15	欧盟理事会召开，英国首相约翰逊威胁称该日后英国将不参加任何与欧盟的贸易谈判。 ³⁴
2020/12/17	欧洲议会最后一次会议，该会议将是欧盟与英国达成的任何协定能否立法的最后时间点。 ³⁵
2020/12/31	如果欧盟与英国没有达成贸易协定，则英国将“无协议脱欧”。

数据来源：根据新闻资料整理，广发证券发展研究中心

（二）三大分歧令英欧谈判陷入停滞

尽管今年1月英国与欧盟之间已经达成了《脱欧协议》，但这一版本是基于过渡期内的双边协议。目前英国与欧盟之间的谈判则是针对过渡期结束后双方的经贸关系。假若在年内双方无法达成脱欧协议也不推迟过渡期，则12月31日后英国就要无协议脱欧，也即英国与欧盟之间的经贸关系退回到WTO框架下。

表 2：1 月《脱欧协议》关于过渡期内及过渡期结束后的经贸关系的

关键议题	内容
过渡期设置	在将持续到 2020 年 12 月 31 日的过渡期内，所有的现行规则保持不变。过渡期内，英国仍需要遵守欧盟规则，并缴纳欧盟预算费用，但将失去欧盟成员资格。过渡期可以在英国和欧盟同意下延长一次，但必须在 2020 年 7 月 1 日之前完成。
公民权利	在英国脱欧后，在欧盟居住的英国公民和在英国居住的欧盟公民都将保留其居留权和社会保障权利。在过渡期内，欧盟人员自请任何在欧盟国家居留
就业	过渡期内欧盟就业法将继续以目前的方式适用于英国，直至过渡期结束。这包括在过渡期间发布的任何新法律和欧洲法院的任何新判决。
贸易	过渡期内，英国将保留在欧盟关税同盟和单一市场内，欧盟大部分法律将继续适用于英国，但英国将失去参与欧盟立法的能力以及欧盟与第三国之间达成的贸易协定。在过渡期间继续从这些 FTA 中受益，英国将需要欧盟和所有第三国的协议。同时英国也可以与其他国家达成贸易协定。
海关	过渡期内，合法货物将继续在英国和欧盟之间自由流通，服务和货物不需要遵守任何额外的产品要求。除非未来关系协议另有规定，过渡期后，从英国向欧盟进口/出口可扣税产品必须经过海关手续，然后才能在双边间转移。
产品监管	过渡期内，英国将继续根据欧盟法律管理产品质量，性能，安全性和成分以及相关的测试，包装，标记，标签和合格评定程序。过渡期结束前已经在英国/欧盟市场上出售的大多数商品将被允许在过渡期结束后继续在英国和欧盟之间自由流动。知识产权保护将继续适用于欧盟在英国的货物。
增值税	过渡期内，英国将继续采用英国立法中目前实施的欧盟增值税法。过渡期后，仅北爱尔兰将继续采用欧盟的增值税法。
数据访问	过渡期内，英国将被视作第三国访问根据欧盟法律建立的任何网络，任何信息系统和任何数据库，即英国将必须确保其数据保护水平基本等同于欧盟法律才能继续访问。

²⁹ <https://3w.huanqiu.com/a/3458fa/9CaKrnQhYrP?agt=8aaaa13>

³⁰ http://www.xinhuanet.com/world/2020-09/15/c_1210800408.htm

³¹ http://www.xinhuanet.com/world/2020-06/14/c_1210659678.htm

³² <https://finance.sina.com.cn/money/forex/hbfx/2020-09-15/doc-iivhvpwy6790104.shtml>

³³ http://www.xinhuanet.com/world/2020-09/18/c_1210805620.htm

³⁴ http://www.xinhuanet.com/world/2020-09/15/c_1210800408.htm

³⁵ <http://www.3x4s.org/1590877054.html>

³⁶ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1580206007232&uri=CELEX%3A12019W/TXT%2802%29>

外交国防	过渡期内，欧盟的外交国防政策将继续对英国适用。
渔业	过渡期内，英国仍将参加共同捕鱼政策。
费用	英国将必须履行其对欧盟的财政承诺义务。其中最大部分将是英国对 2019 年和 2020 年欧盟预算的缴款。
北爱尔兰“双边界”	<ol style="list-style-type: none"> 1. 北爱尔兰和欧盟内的爱尔兰共和国之间将有一个合法的海关边界，但该边界的实体形态会处于英国本土和爱尔兰岛之间，在爱尔兰岛上不会形成实体边界。运往爱尔兰岛的货物如被认为有可能运往爱尔兰境内，则需要缴纳关税。 2. 北爱尔兰遵循欧盟单一市场的规则进行货物监管，而不是遵守英国规定。 3. 欧盟增值税法将适用于北爱尔兰，但仅适用于商品，不适用于服务。该协议还规定北爱尔兰在未来能够拥有与英国其他地区的不同增值税率。 4. 法案规定了北爱尔兰的单方面退出机制，北爱尔兰议会每四年投票表决是否继续进行这些安排。

数据来源：欧盟委员会，广发证券发展研究中心

表 3：八轮英欧谈判汇总³⁷

日期	内容结果	
2020/3/2- 2020/3/5	第一轮英欧谈判	英国和欧盟相互指责对方要价“不切实际”，双方争议焦点之一是渔业，且在金融服务、刑事司法、文物归属等方面也存在较大分歧，双方在谈判中更关注政治影响而不是贸易关系。英国的谈判策略变得更加实际，不再要求在“离开欧盟单一市场和关税同盟”的同时保留“完全相同的利益”，同时也已在北爱尔兰边界问题上作出让步。
2020/4/20- 2020/4/24	第二轮英欧谈判	主要在四个方面：公平的竞争环境、安全的合作、未来关系出现争端的解决机制、渔业问题。本轮双方处理了大量技术性工作，澄清了主要分歧和共同观点，均认为有必要进行下一步谈判，以便在 6 月前取得实质性进展，英方强调不延长脱欧过渡期。
2020/5/11- 2020/5/15	第三轮英欧谈判	本轮谈判涉及商品和服务贸易、渔业、运输和航空、能源等领域，英欧双方仅在渔业方面有一些进展，在公平竞争领域仍存在重大分歧，欧盟在这一领域提出的谈判条件将让英国继续受欧盟法律和标准的制约。欧盟正在渔业、安全和所谓的公平竞争环境保障在内，而英国则更热衷于从 2021 年开始与欧盟达成范围更窄的贸易协议。
2020/6/2- 2020/6/5	第四轮英欧谈判	本轮谈判内容涵盖货物和服务贸易、执法合作、核能源等领域。虽然基调积极，双方除在安全合作领域取得一定进展，在公平竞争和渔业等重要领域的谈判未能取得突破。欧盟批评英方多次违反宣言中双方已同意的原则，表示要取得预定成效需要加快谈判节奏。
2020/6/29- 2020/7/2	第五轮英欧谈判	双方仍然存在严重分歧。欧英要建立起新的经济伙伴关系，必须要满足三个前提：首先，要保障包括国家补贴在内的公平竞争原则；其次，要为欧洲的渔民争取平衡、可持续且长期的解决方案；第三，要建立高级别的制度框架及有效的争端解决机制。
2020/7/20- 2020/7/23	第六轮英欧谈判	在捕鱼权和公平竞争环境问题上，欧盟给出打破僵局的办法不能满足英国的根本原则，英国没有表现出打破僵局的意愿，无协议的风险仍然存在。除了捕鱼权和公平竞争环境难点外，英欧对政府补助问题也有分歧。欧盟要求英国在未来向企业提供政府补助规则上提供切实的保证，并呼吁英国提供更多未来规划的细节。
2020/8/18- 2020/8/21	第七轮英欧谈判	欧盟称英方并未展现出加速谈判进程的意愿，也并不愿意以对等的态度考量欧盟在谈判中的关切，双方在公平竞争原则及渔业政策上仍未取得进展，此外在治理框架、执法合作等方面距离达成协议也相去甚远。欧盟重申说是不可妥协的。

³⁷ https://ec.europa.eu/info/european-union-and-united-kingdom-forging-new-partnership/future-partnership/negotiation-rounds-future-partnership-between-european-union-and-united-kingdom_en#eighth-round-of-negotiations

2020/9/8-
2020/9/10

第八轮英欧谈判

未能取得突破性进展，在达成自由贸易协定方面双方仍存在“重大”分歧。欧盟表示在寻求解决方案的努力中已表现出灵活性，但英国在某些重大问题上没有参与，信任和信心将是关键。

数据来源：欧盟委员会，广发证券发展研究中心

从2020年3月2日至2020年9月10日，英欧双方总共进行了8轮谈判。从进程看，双方态度愈加消极，进展止步不前。双方仍有三大分歧。首先，双方就建立公平的贸易竞争环境仍有分歧。其次，双方在捕鱼权问题上争执不下。第三，英国国会提出的《内部市场法案》将赋予英国解释和修改《脱欧协议》的权力，引起欧盟极大程度不满，谈判进度开倒车。

贸易议题：英国寻求与加拿大及日本类似，和欧盟达成约束较少的自由贸易协议，摆脱原有欧盟内部单一市场规则也正是英国寻求脱欧的原因之一。而欧盟出于对英欧贸易关系更为紧密的考虑，坚持双方的自贸协定必须基于欧盟法规对于公平竞争环境的要求，这些要求涉及劳工权利、环境保护、市场准入标准和政府补贴。当下双方的分歧主要集中在政府补贴上。根据欧盟规定，只有在获得欧盟委员会批准的情况下，成员国政府才能提供政府贸易补贴。而英国认为脱欧后应拥有提供贸易补贴的自由。

捕鱼权议题：英国希望能完全进入欧盟市场销售其鱼类，但并不想遵守脱欧前欧盟共同渔业政策所设定的长期捕鱼配额，即欧盟成员国能捕捞多少鱼类。英国希望能够自主决定该配额的分配，该主张也是英国脱欧和约翰逊首相在竞选中的重要承诺。欧盟则希望维持现状，拒绝了英国提出的将英国渔船的渔业配额从25%提高到50%的要求，并威胁可能会禁止英国向欧盟市场出售渔业产品。

聚焦“北爱”问题的协议后续解释权议题：《内部市场法案》已于9月15日在英国下议院通过。该法案将允许英国在未来重新解释《脱欧协议》中的内容，特别是北爱尔兰“双边界”设置与北爱尔兰贸易补贴遵守欧盟法规的设置。该法案一旦通过，将意味着英国实际上否定了《脱欧协议》对北爱尔兰的承诺，现有谈判进展将大幅倒退。

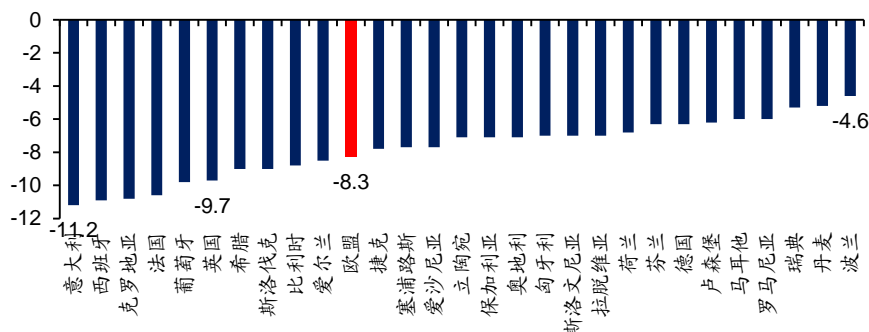
二、虽无法排除无协议脱欧可能，但谈判僵局仍有希望打破

（一）经济压力令英欧倾向抱团取暖

当前，双方态度强硬或因转移内部矛盾诉求。短期来看，疫情带来的经济与欧洲部分国家防疫不利的压力会使各国政府倾向对外转移内部矛盾。由此来看，英国和欧盟双方在谈判上暂时持有强硬的态度符合各自的现实需求。此外，双方亦在谈判中博弈以获取更大让利。比如英国威胁推出的《内部市场法案》与英国首相约翰逊威胁在10月15日之前谈判无果就无协议脱欧都是谈判策略，与去年Q3如出一辙。往后看，疫情对欧洲经济的打击极大，根据欧盟委员会在6月的预测，疫情冲击下今年欧盟所有国家的经济增速都将低于-4.5%，欧盟经济将下滑-8.3%，英国经济将下

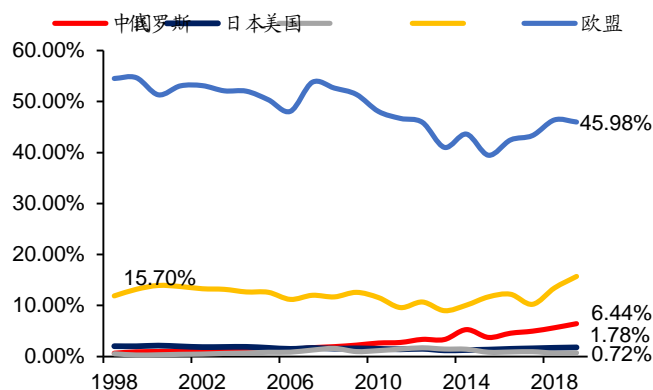
滑-9.7%。在双方贸易依存度如此高的情况下，经济压力仍然会使欧洲各国倾向抱团取暖。

图 1：2020 年欧盟和英国实际 GDP 同比预测（%，截至 2020 年 6 月）



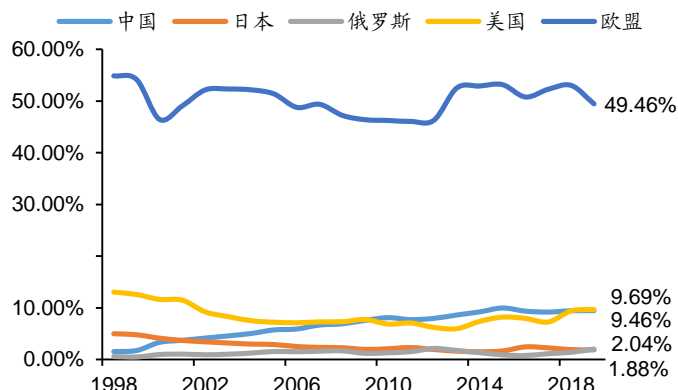
数据来源：欧盟委员会，广发证券发展研究中心

图 2：英国对各国出口占总出口比重



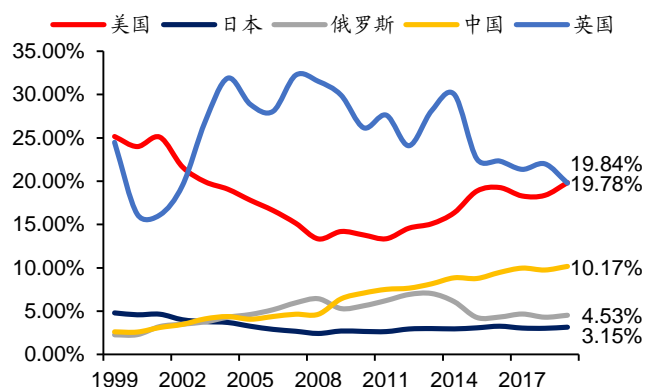
数据来源：Uncomtrade, Wind, 广发证券发展研究中心

图 3：英国对各国进口占总进口比重



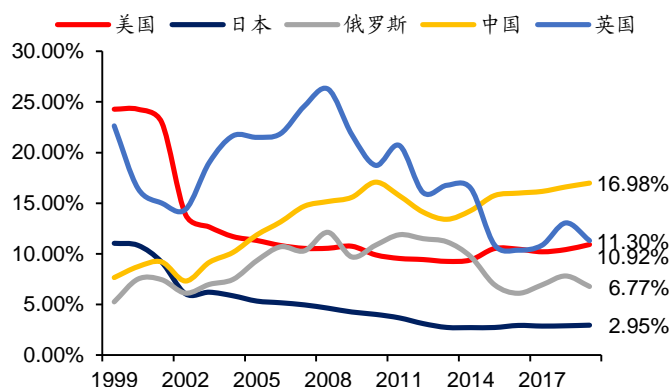
数据来源：Uncomtrade, Wind, 广发证券发展研究中心

图 4：欧盟对各国出口占总出口比重



数据来源：Uncomtrade, Wind, 广发证券发展研究中心

图 5：欧盟对各国进口占总进口比重



数据来源：Uncomtrade, Wind, 广发证券发展研究中心

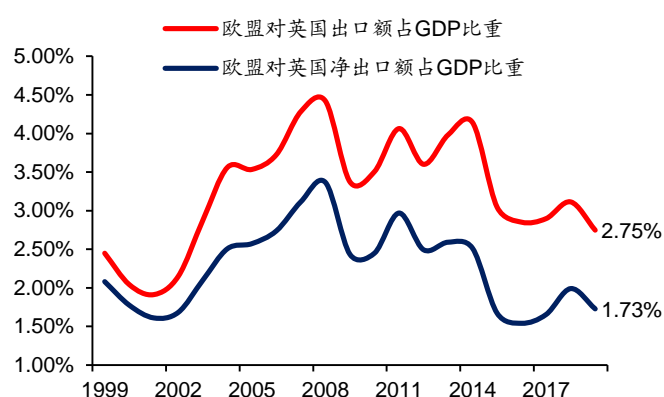
英国和欧盟贸易一直处于唇齿相依的状态。欧盟是英国进出口最大贸易对象。根据 Uncomtrade 数据，2019 年英国对欧盟商品出口额占英国总出口额比例达到 45.98%，对欧盟商品进口额占英国总进口额比例达到 49.46%，均远高于美国、中国等贸易对象。在英国推进脱欧之后，出口占比不降反升，进口占比也有一定韧性。2019 年英国向欧盟商品出口额占 GDP 比重达到 7.62%。说明欧盟市场对英国进出口贸易极为重要。英国同样也是欧盟的第一大出口市场。2019 年欧盟对英国的商品出口额占欧盟总出口额的 19.84%，欧盟对英国的商品进口额占欧盟总进口额的 11.30%，仅低于美国。2019 年欧盟对英国出口占 GDP 比重为 2.75%，对英国净出口占 GDP 比重为 1.73%。

图 6：英国向欧盟商品出口和净出口额占 GDP 比重



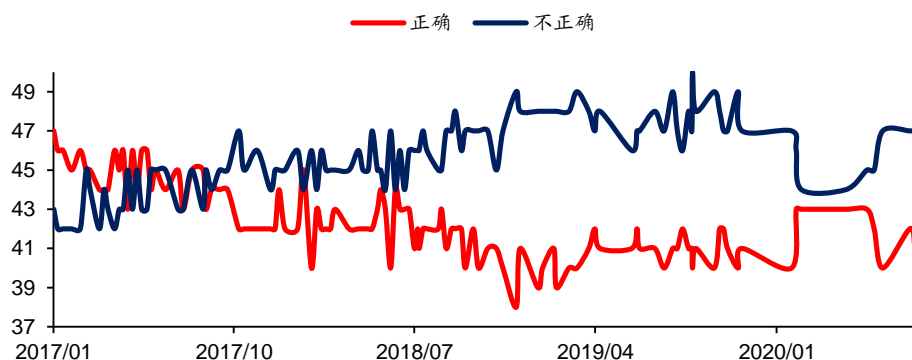
数据来源：Uncomtrade, Wind, 广发证券发展研究中心

图 7：欧盟向英国商品出口和净出口额占 GDP 比重



数据来源：Uncomtrade, Wind, 广发证券发展研究中心

图 8：英国民间对是否脱欧问题的民调

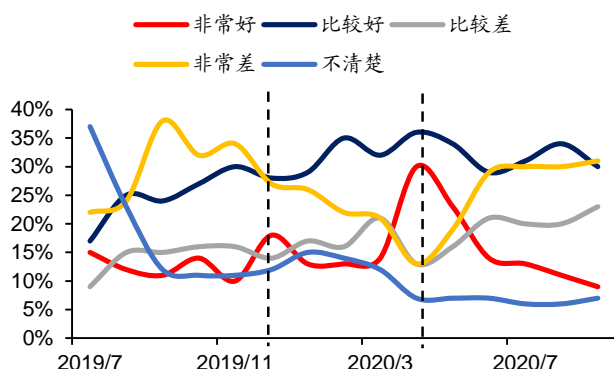


³⁸ 来自民调问题：“英国脱欧是否正确”。

(二) 民意压力或将驱使英国政府与欧盟达成协议

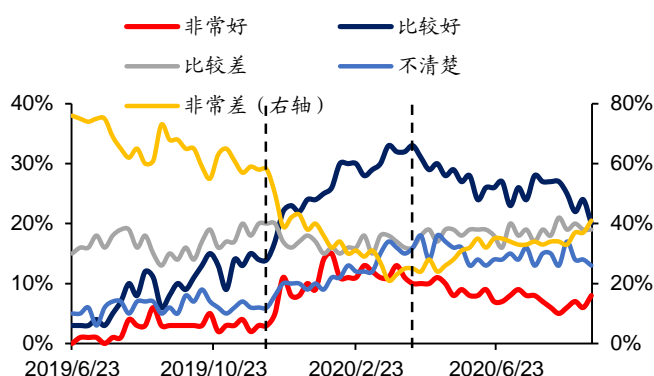
从民调来看，英国民间对于是否应该脱欧并没有形成共识，但是大部分人不支持无协议脱欧。去年11月脱欧谈判进展较大，英欧成功进入过渡期，支持政府处理脱欧的比例上升；而随着上半年英欧谈判陷入僵局，不满政府处理脱欧民调比例上升，一定程度上也造成了英国首相约翰逊的支持率在5月以来出现下滑。在民意导向反感无协议脱欧的情况下，英国政府大概率还是会寻求与欧盟达成协议。当然，鲍里斯·约翰逊暂时无连任压力，在英欧谈判截止日前将大概率维持强硬态度来寻求更好的条件，谈判进程短期出现波折恐在所难免。

图 9：约翰逊支持率³⁹（%，截至 2020 年 9 月）



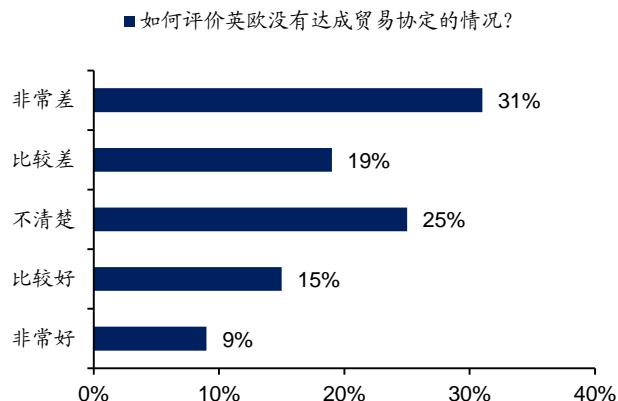
数据来源：YouGov，广发证券发展研究中心

图 10：民间对政府处理脱欧评价民调⁴⁰



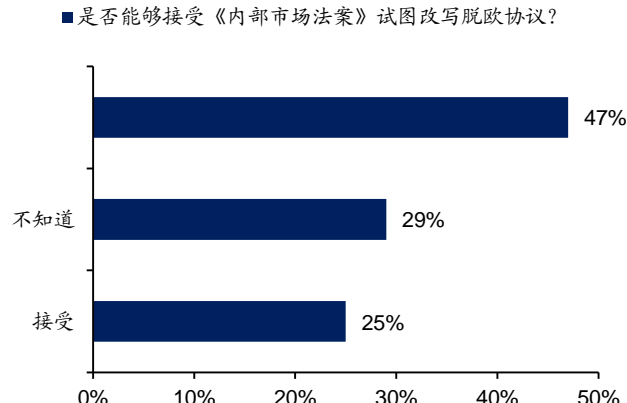
数据来源：YouGov，广发证券发展研究中心

图 11：关于英国无协议脱欧的民调（截至 9



数据来源：YouGov，广发证券发展研究中心

部市场法案》的民调（截至 9 月 10 日）



数据来源：YouGov，广发证券发展研究中心

(三) 三大分歧均有谈判空间

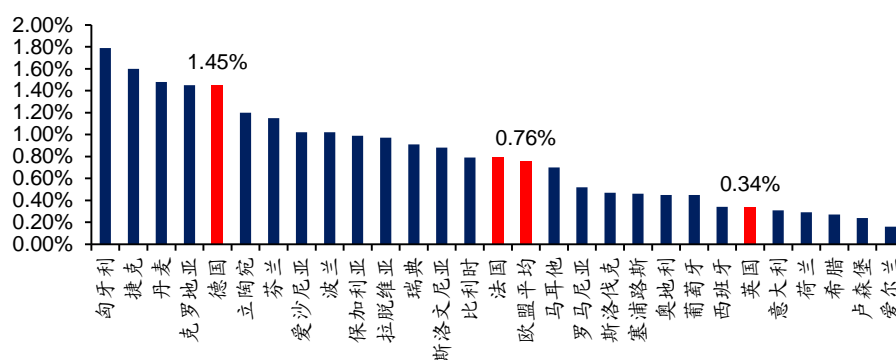
对于政府补贴等贸易法规而言，首先，欧盟单一市场内部规则本身就存在弹性，近

³⁹ 来自民调问题：“鲍里斯约翰逊作为首相表现如何”。

⁴⁰ 来自民调问题：“对英国政府处理脱欧的评价如何”。

年来欧盟对于文创、中小企业、基建等领域的政府补贴规定已经放宽。此外，英国政府补贴占GDP比重本就较低，2018年该数字仅为0.34%，低于德国的1.45%、法国的0.79%和欧盟平均水平0.76%，该分歧对双方实际上意义不大。对于捕鱼权而言，渔业与水产养殖分项占英国GDP比重仅为0.02%⁴¹，没有必要因小失大。对于《内部市场法案》而言，从民调看本身该法案在英国国内并不受欢迎，此外，法案针对的北爱尔兰“双边界”设置对于英国来说并不是不能接受的条件，在去年10月份脱欧压力之下英国便接受了该条件。总而言之，比起贸易协议未能达成，三大分歧均没有触及双方的核心利益，亦有谈判空间，不排除在谈判接近尾声之际达成协议的可能。

图 13：2018 年政府补贴占欧盟各国 GDP 比重



数据来源：欧盟委员会，广发证券发展研究中心

三、无协议脱欧情形仍将对市场产生扰动

（一）英国脱欧对大类资产的影响回顾：对汇率影响大于股债

我们选取了4个脱欧进程中的关键时点，分析脱欧对2016年

6月24日脱欧公投结果公布；2019年5月24日英国脱欧协议屡遭下议院否决，特蕾莎·梅辞职；2019年7月23日强硬脱欧派鲍里斯·约翰逊接任英国首相；2020年1月23日英国正式通过脱欧协议。整体而言，英国脱欧事件对资本市场的影响力趋弱，其中对外汇市场影响较大、对股债影响相对较小。

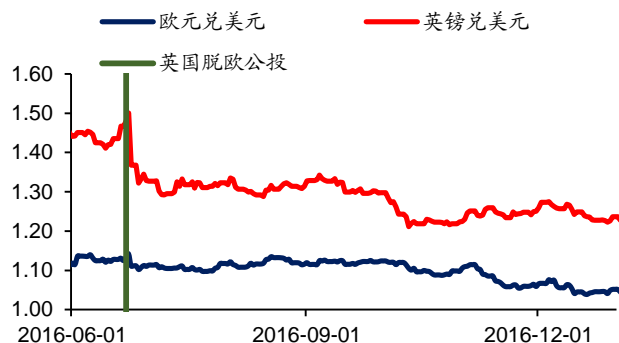
在2016年6月24日脱欧公投结果出炉当天美元和欧美债市上涨、欧系货币汇率下跌、欧美股市齐跌。美元指数上涨2.53%，欧元兑美元汇率下跌2.68%，英镑兑美元汇率下跌8.85%；标普500指数下跌3.59%，英国富时100下跌3.15%，德国DAX下跌6.82%，法国CAC40下跌8.04%；10年期美债收益率下跌17个BP，10年期欧元区公债下跌14个BP，10年期英国国债收益率下跌26个BP。

从2016年6月23日至12月31日美元指数大涨9.99%，欧元兑美元下跌7.92%，英镑兑美元下跌17.60%。此间标普500上涨5.94%，英国富时100上涨12.70%，德国DAX上涨11.93%，法国CAC40上涨8.88%。欧美债市表现不一，此间10年期美债

⁴¹ 数据来自 Bloomberg。

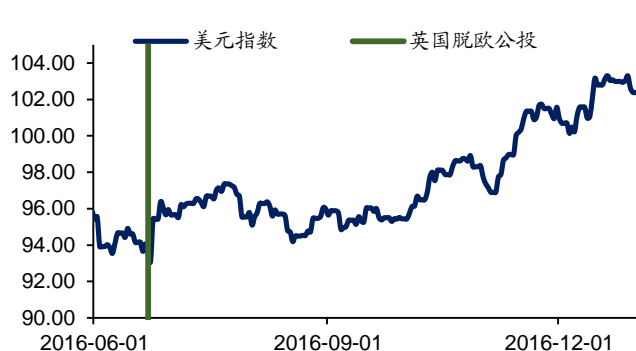
收益率上行71个BP，10年期欧元区公债上行15个BP，10年期英国国债收益率下跌20个BP。

图 14: 2016.6-2016.12 欧元和英镑汇率走势



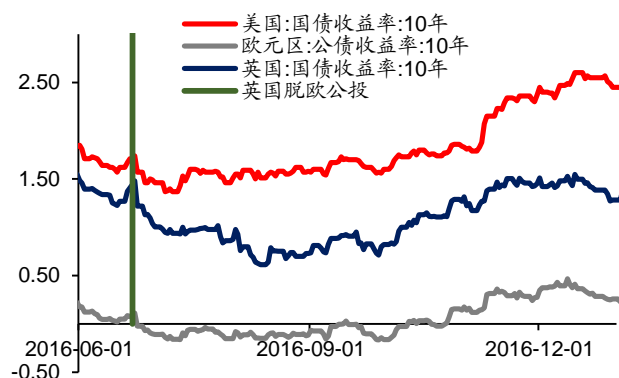
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 2016.6-2016.12 美元指数走势



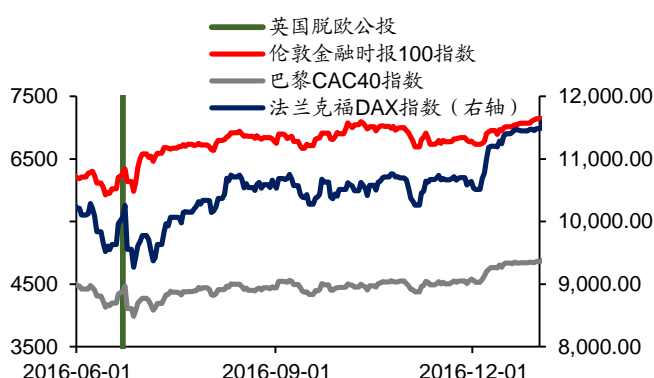
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 2016.6-2016.12 美国、欧元区、英国 10 年期国（公）债收益率走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 2016.6-2016.12 英国富时 100、法国 CAC40、德国 DAX 走势



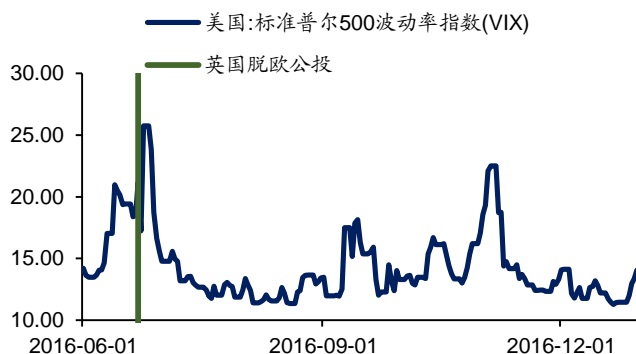
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 2016.6-2016.12 标普 500 指数走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 2016.6-2016.12 VIX 指数走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

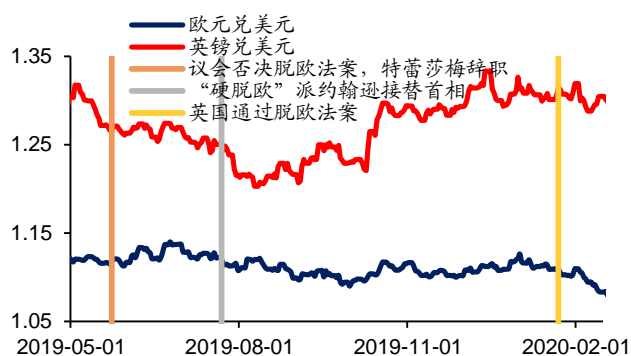
特蕾莎·梅辞职之后美元和欧美债市上涨，欧系货币汇率下跌，欧美股市跌多涨少，但整体变动幅度不大。2019年5月24日-5月28日美元指数上涨0.38%，欧元兑美元汇率下跌0.41%，英镑兑美元汇率下跌0.46%；标普500指数下跌0.84%，英国富时100下跌0.12%，德国DAX上涨0.13%，法国CAC40下跌0.07%；10年期美债收益率下跌6个BP，10年期欧元区公债下跌4个BP，10年期英国国债收益率下跌1个BP。

鲍里斯·约翰逊上台后英国硬脱欧风险上升，美元和欧美债市上涨，欧系货币汇率下跌，欧美股市跌多涨少，但除了汇率变动较大以外，其他资产变动幅度不大。

2019年7月23日-7月31日美元指数上涨0.89%，欧元兑美元汇率下跌-0.67%，英镑兑美元汇率下跌-2.24%；标普500指数下跌0.83%，英国富时100上涨0.40%，德国DAX下跌2.42%，法国CAC40下跌1.77%；10年期美债收益率下跌6个BP，10年期欧元区公债下跌7个BP，10年期英国国债收益率下跌6个BP。

2020年1月23日英国正式通过脱欧协议，标志着英国硬脱欧风险下降。英国和欧洲股市受提振较为明显。2020年1月23日-1月24日英国富时100上涨1.41%，德国DAX上涨1.41%，法国CAC40上涨0.88%。

图 20: 2019.5-2020.2 欧元和英镑汇率走势



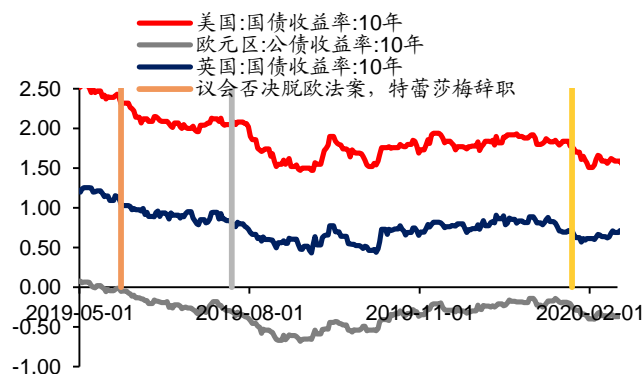
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 2019.5-2020.2 美元指数走势



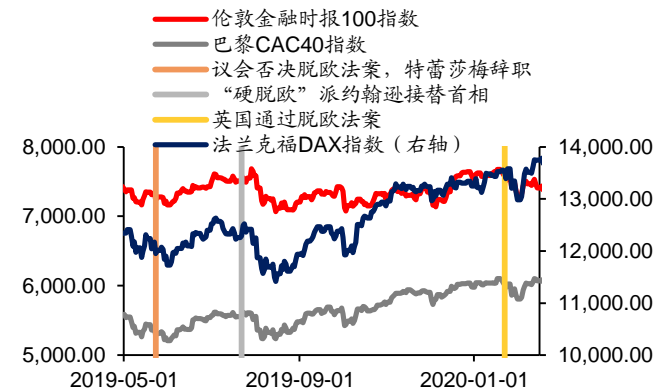
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 2019.5-2020.2 美国、欧元区、英国 10 年期期(公)债收益率走势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 2019.5-2020.2 英国富时 100、法国 CAC40、德国 DAX 走势



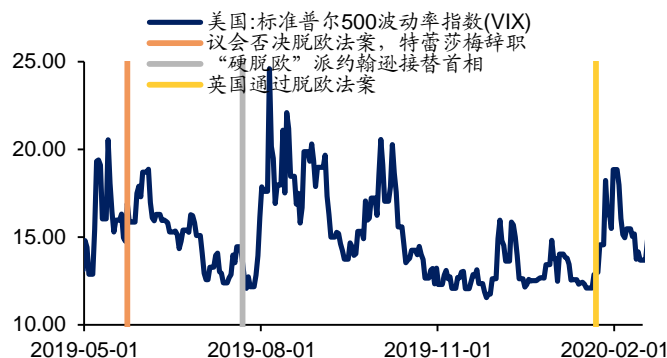
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24：2019.5-2020.2 标普 500 指数走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 25：2019.5-2020.2 VIX 指数走势

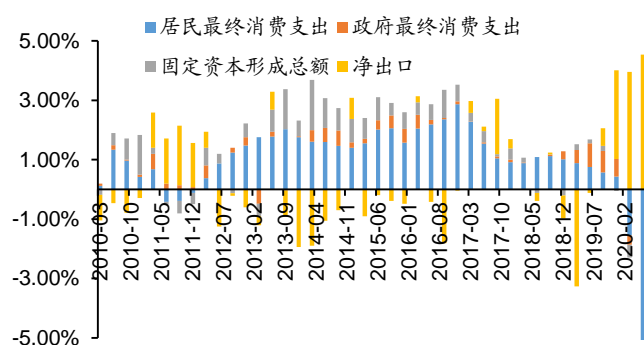


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）无协议脱欧风险解除前欧系货币或持续承压、美元暂难进一步贬值

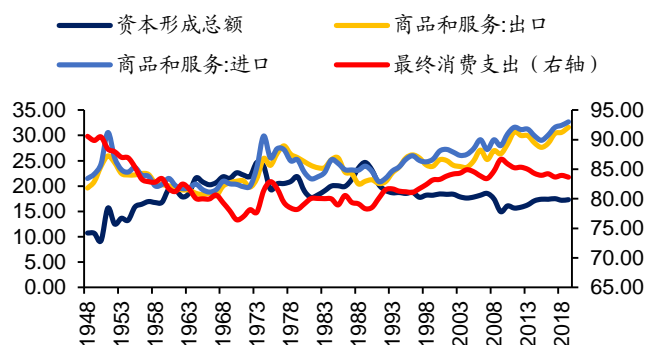
尽管英国脱欧事件已经发酵4年，但就经济层面而言我们对于无协议脱欧的理解仍处于“纸上谈兵”状态，只有真正发生才能最终兑现。假设最坏的情况，一旦英欧谈判破裂，过渡期后英国和欧盟之间对所有商品都将采用与当前欧盟共同对外关税一致的最惠国（MFN）关税税率。根据研究机构civitas(2016)⁴²的估算，按照脱欧后拟实施的MFN税率估算英国从欧盟进口加权平均MFN税率将升至5.8%，欧盟从英国进口加权平均MFN税率将升至4.5%。短期来看，脱欧后关税的上升将对英国的消费和进出口产生冲击，并进而拖累经济。2018年IMF曾估算在无协议脱欧的情况下欧元区经济增速将下降1.5个百分点。另据英国央行的估算，英国无协议脱欧将造成英国单个季度GDP下降8%，到2023年贸易壁垒将使英国贸易减少约15%。

图 26：英国各支出项目对 GDP 同比的贡献



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

GDP 比重



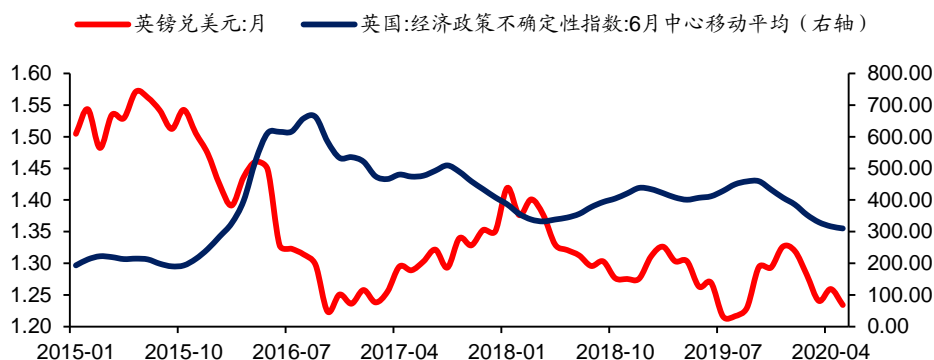
⁴² Protts, J. (October 2016). Potential post-Brexit tariff costs for EU-UK trade. Retrieved from http://www.civitas.org.uk/reports_articles/potential-post-brexit-tariff-costs-for-eu-uk-trade/

⁴³ <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/CR/2018/cr18224.ashx>

⁴⁴ <https://www.bankofengland.co.uk/report/2018/eu-withdrawal-scenarios-and-monetary-and-financial-stability>

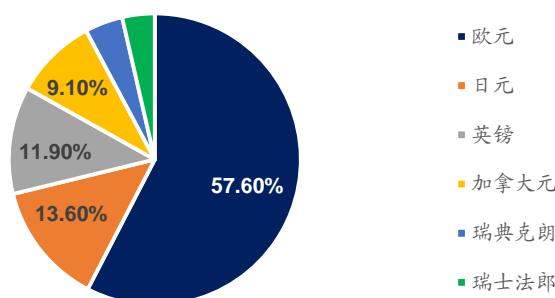
正如前文所述，自2016年英国脱欧公投以来该事件对于全球资本市场的冲击力度逐渐趋弱。即便英国最终无协议脱欧，在宽货币预期下欧美股市受到的影响大概率也在可控范围。但是无协议脱欧将对英国短期经济形成巨大冲击、欧盟也会受到极大牵连，因此一旦发生大概率将对短期汇率市场造成较大干扰。2016年以来英国经济政策不确定性指数（EPU）与英镑兑美元走势高度负相关，而此间英国经济政策不确定性指数的变化主要取决于英国脱欧前景和今年暴发的疫情。自从9月市场重新对英国无协议脱欧产生担忧以来，英镑走势就已偏弱、欧元也出现止涨、美元指数则有所反弹。我们认为英国脱欧事件对Q4欧系货币及美元走势仍有较大影响。只要英国无协议脱欧风险不解除，欧系货币就将承压、美元指数也暂时难以进一步贬值；一旦英国无协议脱欧确认，英镑及欧元大概率出现月度级别的调整、美元指数则将明显反弹；假若此间英国与欧盟达成了脱欧协议，则欧系货币受到提振、美元也可能再度贬值。

图 28：英镑兑美元和英国经济政策不确定性指数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 29：美元指数构成



四、风险提示

- (一) 英欧谈判结果超预期
- (二) 欧美货币政策超预期
- (三) 英国和欧盟经济超预期

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，CFA。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 郑家懿：海外电子行业分析师，台湾大学国际企业硕士，4年台湾地区电子行业研究经验，2019年加入广发证券。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。