

## 无协议脱欧，该关心什么？

### ——英国脱欧跟踪之三

宏观深度

#### ◆要点：

2019年7月24日，脱欧派代表人物鲍里斯·约翰逊当选为英国新一任首相，带领英国继续沿着脱欧路线迈进。与特蕾莎·梅相比，约翰逊脱欧立场坚定，政治手腕灵活，民间支持率相对较高。

然而敏感的北爱边境问题，留给约翰逊的选项并不多，特蕾莎·梅政府的脱欧方案接连被否决，已经证明英国很难提出可以破解北爱边界困局并被英国国会和欧盟支持的脱欧方案。

对约翰逊而言，在“民粹主义”裹挟下达成无协议脱欧，虽然无法解决北爱边界问题，但却更容易成为现实。而为了迫使欧盟重返谈判桌，约翰逊政府为无协议脱欧做的准备，恰恰又增加了无协议脱欧发生的概率。

如果发生了无协议脱欧，摆脱欧盟的法规以及会费义务对英国有正面作用。不过缺少足够的缓冲期，无协议脱欧有可能对英国居民和经济活动造成较大冲击，影响并非一边倒。

无协议脱欧对英国的金融市场影响也非单边线性，随着脱欧最后期限的临近，对无协议脱欧的恐慌可能越发负向冲击风险资产价格，但是如果无协议脱欧真的落地，市场预期可能会出现翻转。类似情况在2016年6月英国脱欧公投时表现明显。

#### 分析师

张文朗（执业证书编号：S0930516100002）  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebcn.com](mailto:zhangwenlang@ebcn.com)

周子彭（执业证书编号：S0930518070004）  
021-52523803  
[zhouzipeng@ebcn.com](mailto:zhouzipeng@ebcn.com)

# 1、脱欧进入约翰逊时代

## 1.1、唐宁街迎来新首相

英国前首相特蕾莎·梅于2019年6月7日黯然辞去保守党领导人一职，并宣布留任首相直至保守党新领导人产生。特蕾莎·梅政府先前与欧盟达成的脱欧协议在2019年1季度遭议会接连三次否决，宣告梅努力了三年的“脱欧”方案最终以失败落幕。在7月24日的英国保守党领袖竞选中，“脱欧派”代表人物鲍里斯·约翰逊斩获近三分之二的选票，战胜了时任外交大臣的杰里米·亨特，当选为保守党新领导人，成功入住唐宁街10号，继位英国新首相。

鲍里斯·约翰逊，于1964年6月19日出生于美国纽约，青少年时期就读于著名的伊顿公学和牛津大学。约翰逊曾任英国《旁观者周刊》的记者和编辑，常年被派驻布鲁塞尔跟踪欧盟新闻。在2001年当选英国议员后，约翰逊正式步入政坛。2005年，当卡梅伦成为保守党领袖后，约翰逊出任保守党“影子内阁”的教育大臣，随后辞去了《旁观者周刊》编辑职务。2008年约翰逊当选伦敦市长并在2012年成功连任。2015年约翰逊宣布放弃美国国籍，并于2016年出任英国外交大臣，后于2018年辞去该职务。2019年7月，约翰逊成为执政党保守党领袖和英国新一任首相。

图1：约翰逊简单背景



资料来源：光大证券研究所

与许多具有贵族血统的英国政治家刻板、做作的风格不同，约翰逊来自平民家庭，其特立独行甚至有时不修边幅的风格，树立了亲民的形象，赢得了大批对社会不满的底层人士的支持与喜爱。“非典型”的政客风格，极大增进了民众对约翰逊的包容度。鲍里斯·约翰逊有一个妹妹两个弟弟，他的弟弟乔·约翰逊和妹妹瑞秋·约翰逊都是留欧派。尽管政治主张相左，鲍里斯·约翰逊依然在当选首相后任命弟弟为商业、能源与产业战略部国务大臣，此举导致媒体指责他“搞裙带关系”、“血浓于脱欧”。但鲍里斯表示，他和弟弟对于英国当前在政治定位上的脆弱和不明智的判断是一致的。实际上约翰逊接任首相后，保守党的民意支持率并没有受到媒体批评的影响，甚至还出现了所谓的“约翰逊上升”。7月27日英国《星期日泰晤士报》发布的一项民调结果显示，保守党民意支持率达到31%，较前次民调提高了6个百分点，

领先工党扩大至 10 个百分点，这是自 2019 年 4 月以来，保守党支持率首次突破 30%。民众对约翰逊带领英国走出脱欧困境有所期待，对这位行事风格迥异于传统政客的新首相有着不一样的包容度。

## 1.2、与前任相比，约翰逊脱欧立场坚决、手腕灵活

在脱欧事务方面，约翰逊较前任表现出更强硬的脱欧立场。先前推动脱欧的特蕾莎·梅经常为英国脱欧派质疑的是其在 2016 年公投时，并没有投赞成票。而约翰逊却没有这一包袱，因为他是坚定的脱欧支持者和鼓吹者。约翰逊宣称此前漫长的脱欧谈判已经将英国束缚，导致英国民主无法实现并且限制了英国的发展。约翰逊的脱欧立场更为坚决，同时政治手腕也更为灵活。

约翰逊在脱欧所涉及的北爱尔兰边境问题上寸步不让，他主张必须在 10 月 31 日前完成脱欧，同时希望能与欧盟达成新的脱欧协议。新协议重点在于废除先前与欧盟的脱欧协议中用以解决爱尔兰边境问题的“后备方案”——即北爱尔兰与欧盟保留部分的关税和贸易同盟关系。约翰逊希望与欧盟重启谈判并希望欧盟放弃“后备方案”条款，声称如果欧盟拒绝重启谈判，则必要时将无协议脱欧。至于解决北爱尔兰问题的方法，约翰逊认为可以通过一套“科技解决方案”来保证北爱尔兰边境不会出现硬边界。尽管目前没人知道究竟什么样的科技可以解决这个问题。

无协议脱欧，也就是所谓的“硬脱欧”，意味着英国脱欧不再设置与欧盟的缓冲期，届时爱尔兰和北爱尔兰之间恢复边境管制（这与 1998 年的 Good Friday Agreements 相违背）；英国不再享受现在与欧盟的关税同盟待遇，只能按照普通最惠国的标准开展贸易；英国与欧盟的贸易协定将退回至 WTO 框架；此前欧盟与非欧盟国家签署的自由贸易协定、投资协定，也将不再适用于英国。

而为了让欧盟重回谈判桌，约翰逊上台后，对内阁进行了大刀阔斧的改革让“硬脱欧”的威胁更为可信。实际上，如果 10 月 31 日真的发生无协议脱欧，国际社会难以在仅剩的两个多月中做好充分准备。欧盟认为硬脱欧对英国的冲击要远大于欧盟，约翰逊的强硬立场可能只是虚假的威胁，因此他们并不愿意与英国新首相重新进行谈判。约翰逊内阁成员中“脱欧派”的比例大幅增加，当前内阁成员中有 12 名是 2016 年公投时的“脱欧派”，比特蕾莎·梅任职期间的人数翻了一番，且“脱欧派”占据了新内阁最重要职位的绝大部分。约翰逊组建的“战时内阁”可在不咨询其他内阁成员的前提下直接做出与“脱欧”有关的决策。据英国《独立报》报道，约翰逊还将成立一个“脱欧内阁委员会”，用来强化内阁成员之间的沟通。

利用“民粹主义”提前大选也可能成为约翰逊手中的筹码。目前约翰逊在议会中面临着和特蕾莎·梅之前相同的局面：保守党在议会中的席位没有显著优势，仅靠和北爱尔兰民主统一党的协议才能维持比半数多 4 个席位的薄弱优势，而且有不少议员始终拒绝任何脱欧提议。为了打破让特蕾莎·梅败北的脱欧僵局，利用“民粹主义”提前举行大选，有可能会为保守党赢得更多席位并且拉拢更多脱欧派议员。尽管约翰逊本人表示“绝对排除”提前大选的可能性，但有前任首相的类似经历在先，提前大选的可能性不容小觑。

另外为了获取英国选民对脱欧的支持，约翰逊还积极增加公共投入并提高减税力度。在提高公共支出方面，约翰逊承诺将在街区增调两万名警察以保证居民的居住环境更加安全；提升国民卫生服务制度并降低医疗费用；改善养老工作，彻底解决社会关怀方面的危机；增加教育支出，在英国所有学校实现每年为每名学生提供 5000 英镑的资助。在减税方面，约翰逊主张将个人所得税起征点由 5 万英镑提高至 8 万英镑。英国财政研究所（IFS）估计<sup>1</sup>，这项变化将使 250 万人免于缴纳个人所得税，该税种的纳税人数也将降至 30 年来的最低水平。在减免费率方面，约翰逊提出提高国民保险费（NIC）缴纳门槛，让雇员与雇佣单位都能有更多的获益。

## 2、“硬脱欧”难以解决问题却更容易实现

2019 年 4 月 11 日，在英国议会三次否决梅政府与欧盟达成的脱欧协议之后，欧洲理事会主席图斯克宣布欧盟 27 个成员国再次延长英国脱欧期限至 2019 年 10 月 31 日。

随着脱欧期限的临近，越来越多的人相信无协议脱欧可能会成为现实。一方面，欧盟方面希望快速结束脱欧带来的困扰，无意与约翰逊重启谈判。另一方面，英国无协议脱欧以外的脱欧方案基本都陷入无解僵局，而在民粹主义带动下硬脱欧却相对容易实现。

欧盟担心受英国牵制并不愿与英重启脱欧谈判或再次延长脱欧期限。欧盟认为英国脱欧已花费太多时间，转移了欧盟对其他议题的关注度。如果重启与英国谈判势必会花费更多时间，且很可能超过 10 月 31 日的期限，这有可能让欧盟议事受到影响。特别是欧盟委员会主席容克将于 2019 年 11 月份退休，欧洲理事会主席图斯克也将于 12 月份卸任。届时，欧盟需要提名新的人选，并经欧洲议会批准，同时还需要决定 2021 年至 2027 年的预算规模等。欧盟不希望未来的议事仍受英国牵制，一些欧盟代表甚至担心英国代表很可能出于不满而在欧洲议会上干扰欧盟在重要问题上的决策。

欧盟更不愿意在后备方案上（back stop）让步。英国脱欧的核心阻力在于欧盟坚持的后备方案上，这个问题涉及非常敏感和复杂的政治议题，欧盟很难在取消后备方案上做出妥协。英国与爱尔兰共和国在 1998 年签订了一个和平协议（Good Friday Agreement），以解决北爱尔兰和爱尔兰之间的暴力冲突。这个协议成立的前提是爱尔兰与北爱之间不存在硬边界，为此英国撤销了北爱边界上的岗亭哨所，此举事实上为爱尔兰岛带来了和平。然而英国与爱尔兰的边境，也会成为英国与欧盟的边境（图 2），这将北爱尔兰问题直接带入到了欧盟与英国的谈判之中。

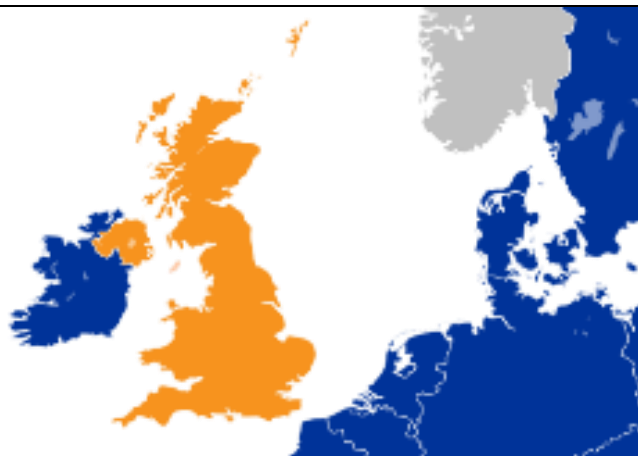
更为糟糕的是，2016 年英国公投通过的脱欧主张，却在本质上会与 1998 年签订的和平协议产生矛盾。为了缓解这一矛盾，特蕾莎·梅政府与欧盟达成的脱欧协议中包含了一个后备方案。这个方案的主要思路是英国正式脱欧后设立了 21 个月的过渡期，若过渡期结束后双方未能达成一致协议，为确保北爱尔兰地区和爱尔兰之间不出现“硬边界”，北爱尔兰地区将仍遵守欧盟贸易规则。出于政治、历史情感的需要，欧盟成员国之一的爱尔兰共和国绝

<sup>1</sup><https://www.ifs.org.uk/publications/14212>



对不会放弃 backstop 方案的主张。而欧盟为了凸显成员国的优先地位，并保证欧盟统一市场的完整，爱尔兰共和国的主张也就代表了欧盟的主张。

**图 2：英国北爱边境既是与欧盟的边界也是与爱尔兰共和国的边界**



资料来源：光大证券研究所

**但包含后备方案的脱欧条款，在英国已陷入死锁僵局。**包含后备方案的脱欧协议遭到了部分保守党议员以及北爱统一党的强烈反对。他们认为这种方案无异于将北爱尔兰留在欧盟境内而英国其他部分脱离欧盟，对英国的统一造成了极大威胁，如果为了脱欧而失去了北爱尔兰，这对英国来说得不偿失。英国希望整体脱欧的同时保证爱尔兰与北爱尔兰之间不恢复边境管制，这两个目标似乎是鱼与熊掌，不可兼得。因为不恢复边境管制意味着北爱尔兰将不得不继续留在欧盟统一市场和关税区，这与整体脱欧相冲突。而且从现实角度讲，英国在北爱边界问题上妥协基无可能。因为即便软化北爱边界立场，从而实现名义上的“软脱欧”，但后续如何解决北爱的统一市场和关税问题依然困难重重，甚至可能引发支持留欧的苏格兰举行新一轮的独立公投。届时不仅脱欧问题无法获得完全解决，英国内部还会面临分裂危机。**特蕾莎·梅政府的脱欧方案接连被否决就是最好的证明，英国基本无法提出可以破解北爱边界困局并被普遍支持的脱欧方案。**

**北爱的边境问题，高度敏感，任何延迟处理北爱尔兰边界问题的方案都会面临很多阻力。对英国而言，“民粹主义”裹挟下导致的无协议脱欧，无法解决北爱边界问题，但却更容易成为现实。**在欧盟很难放弃后备条款的前提下，任何一个有协议脱欧都很难通过英国议会。在这种前提下，善于利用民粹主义的约翰逊，很可能通过民意来完成无协议脱欧。即便无协议脱欧仍然没有办法解决北爱尔兰的“硬边界”问题，但是却是在民意裹挟下最容易实现的方案。诺丁汉大学政治学教授菲尔丁认为<sup>2</sup>对于具有民粹主义倾向的约翰逊而言，最有可能的情况是“约翰逊去布鲁塞尔谈判，欧盟拒绝了他的提议，约翰逊就可以说，英国试图达成协议，但欧盟在摆布英国。之后他就会号召大家支持其光荣的脱欧，并掀起提前大选。”而为了获得议会的支持，约翰逊很可能会发起一场经典的“民粹主义”运动<sup>3</sup>，同时把英国议会描绘成反民主的，“我试图让英国脱欧，但议会阻止了我，所以投我一票，让我获得更大

<sup>2</sup><https://www.latimes.com/world-nation/story/2019-07-26/boris-johnson-agenda-brexite>

<sup>3</sup><https://www.npr.org/2019/08/19/751814193/can-u-k-s-new-prime-minister-pull-off-brexite-here-s-what-to-know>

的多数票，我就能实现你想要的”。在“民粹主义”的压力下，新选举的英国议会有可能被迫通过无协议脱欧的方案。

**约翰逊政府目前正在为无协议脱欧所做的准备让无协议脱欧的阻力变小。**截至2019年8月，一方面，英国财政部已经准备了共计63亿英镑用于边境、海关、药品供应等领域以应对无协议脱欧。另一方面，英国政府在8月宣布为了应对可能的无协议脱欧，英国已经开始自动将英国公司囊括到新的关税系统中。此外，约翰逊还表示如果离开欧盟，英国可以每周花费3.5亿英镑在国民健康服务上。2019年8月5日，约翰逊再度“加码”，正式宣布为英国的公共卫生系统注入18亿英镑的资金，以兑现其为推动英国脱欧做出的承诺。约翰逊还向欧盟发出警告，如果欧盟不答应达成新的“脱欧”协议的话，英国就不会向欧盟支付390亿英镑的“分手费”。

**2019年从8月开始，约翰逊开始与欧盟接触（表1），但北爱边境问题仍将是“死锁”环节，或许有边际的缓和，但很难预计有突破性的发展。**无协议脱欧的概率依然较高。截至2019年8月23日，尽管约翰逊与德国和法国总理会面，提出希望欧盟可以放弃原脱欧协议中的“后备方案”。但是德国总理认为应该是英国30天内提出新的解决方案。而法国总理则完全拒绝了约翰逊重启谈判的请求<sup>4</sup>，同时认为30天内不可能找到一个新的脱欧方案并和当前的脱欧协议有明显区别。这与之前的分析一致，如果能在北爱边界问题上找到更好的方案，特蕾莎·梅政府肯定已经找到了。10月底之前还有两个非常重要的关键点值得注意，第一个是9月底的保守党大会，第二个是10月17日-18日的欧盟峰会。在这些时间点上，可以预见英国政府将再次向欧盟表明非常鲜明的“不达条件就硬脱欧”的立场。但只要是涉及到北爱边界问题的有协议脱欧，本身就是一个自相矛盾，无法调和的产物，由此带来的唯一结果可能就是无协议脱欧。

**表1：10月31日前，约翰逊与欧盟领导人见面时间点**

时间	说明
8月19日	英国首相约翰逊致信欧盟尝试重谈脱欧协议，在信中他表示英国对此前脱欧协议的不满主要在于针对北爱问题的“后备方案”并称他希望探索其它避免在爱尔兰与北爱尔兰之间设硬边界的方法。
8月20日	欧盟拒绝重新谈判，表示英国无法提出任何实际方案，来替代先前已经达成协议的爱尔兰边境保障措施。
8月21日、22日	约翰逊访问德国和法国，争取两国领导人对重谈协议的支持。
8月24日	约翰逊将到法国出席七大工业国组织(G7)峰会，是他首次以首相身份在国际外交场合亮相。届时英法德领导人将会面。
9月17日	约翰逊将出席在纽约召开的联合国大会。
10月17日	约翰逊将赴布鲁塞尔参加欧盟峰会。

资料来源：光大证券研究所整理

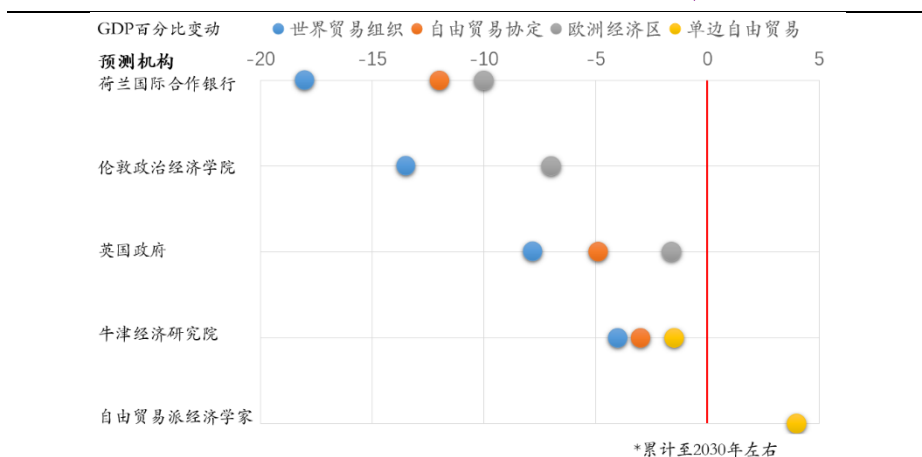
<sup>4</sup><https://www.nationalreview.com/2019/08/brexit-negotiations-irish-border-uk-eu-gamesmanship/>

### 3、“硬脱欧”长期对英有利有弊，但短期冲击难以避免

大多数研究认为，如果一旦发生脱欧，对英国的长期经济影响将偏负，不同的情境假设下对英国经济影响的估计会有不同的结论。整体上硬脱欧本身对英国经济影响偏负，但脱欧本身对英国经济还是包含了正反两面的影响因素。但在无协议脱欧情况下，由于缺少足够政策缓冲时间，在短期内会严重影响英国居民的日常生活。

图3描述了不同研究机构估算的脱欧背景下，英国与欧盟不同的贸易协定情境下，直至2030年，脱欧对英国经济GDP增速长期的影响。除了支持脱欧的自由贸易派经济学家的估计，其他研究机构的估计整体上偏负面。特别是无协议脱欧情况下，英国与欧盟贸易政策回归到世贸组织架构内，荷兰国际合作银行甚至认为会造成英国累计GDP增速损失超过15个百分点。

图3：不同机构在不同协议情境下估算的脱欧对英国经济影响



资料来源：The Economist, Institute for Government

不过脱欧对英国经济的冲击并非一边倒，存在有利的一面也存在不利的一面。脱欧对英国和欧盟的长期影响可以用图4来表示，对英国和欧盟而言存在着积极和消极因素互为消长的逻辑。

从有利的一面讲，“硬脱欧”让英国免除了欧盟会费负担的同时还减少了英国承受欧盟现有法规的束缚，给予了英国量体裁衣、优化法规的机会。欧盟各成员国需要承担欧盟的会费，其额度根据成员国经济体量而订，英国的经济基础好，缴纳数量也较多。英国平均每周向欧盟缴纳3.5亿英镑的会费，而回报则远低于欧盟其他成员国。遇到紧急情况时，英国还要对一些弱小欧盟成员国提供义务帮助。脱欧可以让英国节省巨额会费，并以此来改善本国的福利体系，支持产业政策，提高英国民众生活质量。

另外从摆脱监管束缚角度讲，欧盟的监管复杂而严格，对英国不同行业的发展存在一定限制。“硬脱欧”后，英国经济可以摆脱欧盟复杂严格的监管，并根据自身发展需求制定新的法规政策，这让英国可以从三个方面获益<sup>5</sup>。第一，欧盟制定的新能源目标的取消，减少了英国能源产业发展的束缚；第二，

<sup>5</sup>来源：the Institute of Economic Affairs

对工业和消费产品标准的放宽，有利于促进英国生产活动的发展；第三，不再遵守欧盟严格的工时指导法，有利于提高英国劳动力市场的竞争力。

**图 4：无协议脱欧对英国和欧盟成员国经济影响**

欧盟27国视角		
英国视角	积极或中性影响	负面影响
	积极或中性影响	欧盟预算 英国管制减少
	负面影响	贸易不确定性
	外国直接投资 移民 生产率冲击	

资料来源：National Bank of Belgium, Partick Bisciari

最后从重塑贸易关系来讲，如果“硬脱欧”成立，英国就可以独立的和美国、中国以及其他非欧盟国家发展经济合作关系，签订适合自身的自由贸易协定。即便由于英国市场规模与欧盟相比较小，在贸易谈判中的议价能力可能会有所削弱，但很多人相信英国未来与非欧盟国家签订的贸易条款，将更为有利。

**不可否认的是，脱欧也会对英国的经济发展造成冲击，其主要体现在投资、贸易和移民冲击，以及由此带来的生产率下滑。**首先，脱欧后外国对英国的投资，可能首当其冲受到影响。众多研究发现，欧盟一体化市场有助于吸引 FDI 的落地<sup>6</sup>，脱欧可能让部分 FDI 项目从英国流向欧盟其他国家。英国目前 FDI 存量超过 1 万亿英镑，但其中大约有一半来自其它欧盟成员国，“硬脱欧”后由于交易成本的提高，这部分存量 FDI 有可能减少。此外，如果英国脱欧的话，有可能部分新增的 FDI 也会被挤出至其它欧盟成员国。从具体数目来看，2018 年英国仍然是欧洲 FDI 最大的目的地，共落地了 1054 个 FDI 项目，但是已较 2017 年下滑了 151 个项目，而落地法国与德国的 FDI 项目正迎头赶上。在 2015 年流入欧洲的 FDI 项目中有超过 25% 是流入英国，然而到了 2017 年这个数字已经下降至 18%。

**其次，“硬脱欧”可能会导致进入英国的移民数量减少，从而削弱英国劳动力市场的竞争力。**实际上从 2016 年英国脱欧公投以来，欧盟其他成员国民众移民英国的速度就开始下降。如果“硬脱欧”真的实现，可以预计流入英国的移民数量增速将会继续下滑。这不利于英国劳动力的补充，减弱劳动市场的竞争力，从而减慢英国经济增长速度。自 2016 年脱欧公投以来，英国金融服务业约有 7000 个工作岗位从英国转移到其他欧盟国家。许多研究<sup>7</sup>预测脱欧后英国人口净流入将减少，并由此带来 GDP 下滑 1 个百分点左右。

**最后，如果英国“硬脱欧”，那么原有的与欧盟成员国的贸易协定将会失效，这将增加英国与欧盟成员国进行贸易的壁垒。**如果无协议脱欧，英国将脱离

<sup>6</sup>Dhingra et al. (2016) and de Almeida et al. (2019)

<sup>7</sup><https://qz.com/1127944/britains-economy-could-lose-29-billion-if-eu-migration-halves-post-brexits/>



欧盟共同市场，并将与欧盟的主要成员国按照世贸组织条款进行贸易。而英国的最大贸易伙伴是欧盟。CEP 的研究人员估计<sup>8</sup>，到 2030 年时，增加的贸易壁垒将使英国的经济产出总量减少 2.9%。在世贸组织条款下，预计英国和欧盟间的平均关税税率将介于 2%到 3%之间，导致贸易量的减少并直接降低 1%左右的 GDP。而英国硬脱欧之后，包括动植物健康条例、制造业标准在内的一系列非关税贸易壁垒不仅会增加企业的生产成本，边检、核查等程序还耗费时间成本，降低了供应链效率。虽然非关税贸易壁垒造成的影响难以衡量（因为其不易量化且该影响往往是许多行政条例共同作用产生的），CPB (Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis) 预测<sup>9</sup>其影响约等于高达 12.9%的关税税率，即使是比较保守的估计(Ciuriak)也相当于 3.26%的关税税率。

而上述“硬脱欧”对英国的冲击，都有可能会对英国长期的生产率造成负面的影响，一方面，“硬脱欧”让英国全球专业化分工的成本提高，另一方面，外部对英国的投资减弱。生产率的降低，将会进一步拉低英国经济的潜在增速。

**而从短期来看，一旦 10 月底无协议脱欧成真，由于缺少协调制度安排的缓冲期，有可能对英国居民生活造成较大冲击。**未脱欧时，英国与欧盟成员国以及非欧盟成员国的很多边境监管协议是通过欧盟框架完成的。一旦无协议脱欧，由于缺少临时替代方案，这将会对英国的航空运输、物流链管理、垃圾管理以及食物药品等部门造成立刻的冲击。例如，脱欧后对英国与欧盟关于运输业的管制协议将失效，欧盟给出的应变计划是在十二个月内，英国控制的航线有权途经欧盟停靠，但同时规定不能进行境内航空运输。

这意味着英国控制的航线将不能在欧盟境内的机场卸货卸客后再搭乘乘客或装载货物飞往下一个欧盟境内的目的地。此外欧盟还规定，如果发生无协议脱欧，那么在九个月内，英国通过公路运输入境欧盟的商品将受到数量限制，并且同样不能进行欧盟境内运输。如此一来，由于英国颁发的欧盟运输许可失效，申请欧盟新许可需要 1 年的时间，脱欧在即，英国运输业将面临一段无法在欧盟运输的空窗期。由此带来直接的问题就是相关部门的物流链可能中断，尤其是汽车制造商和其他具有低库存制度的制造商，以及低库存依赖供应链的零售商。此外，一些药品的进出口由于欧盟授权许可的失效，也会在无协议脱欧情境下，受到极大限制，对英国的消费者造成冲击。

## 4、硬脱欧，英国金融市场或非单边演进那么简单

自从 2016 年英国公投脱欧以来，英国金融市场时刻受到脱欧进程的扰动。约翰逊就任新首相，其强硬的脱欧态度打压着英国市场情绪，但是强烈预期有可能已经反应在当前的价格上，如果无协议脱欧真的实现，市场的反应可能并非单边线性演进。

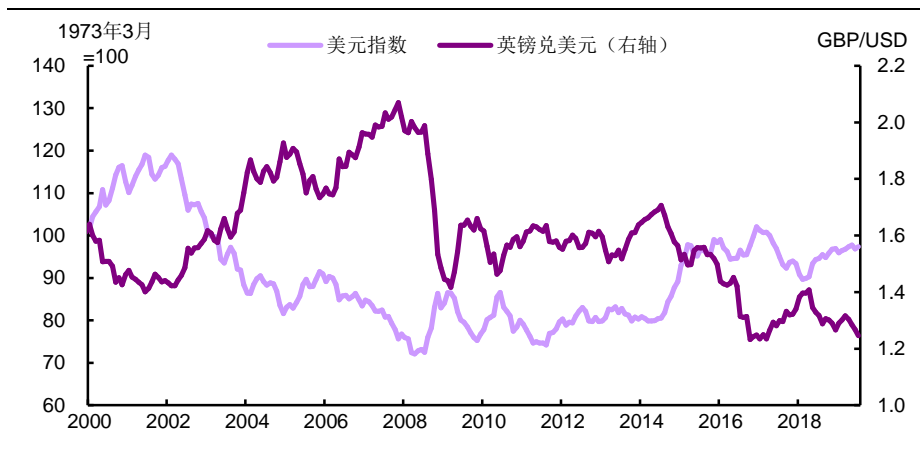
<sup>8</sup>《Understanding the economic impact of Brexit》Gemma Tetlow and Alex Stojanovic, Institute for Government

<sup>9</sup>Institute for Government analysis

#### 4.1、英镑仍处于贬值通道，长期或反转尽管空间不大

约翰逊的走马上任后，英国无协议脱欧的概率提高，导致 2019 年 7 月以来英镑对美元和欧元的显著贬值，并且将英镑拉到了 2016 年脱欧公投以来的低点（图 6）。英镑汇率未来的走势将取决于对英国脱欧下经济预期的变动，而这种变动很可能并非单边下调。

图 5：英镑被拉至 2016 脱欧公投以来的低点



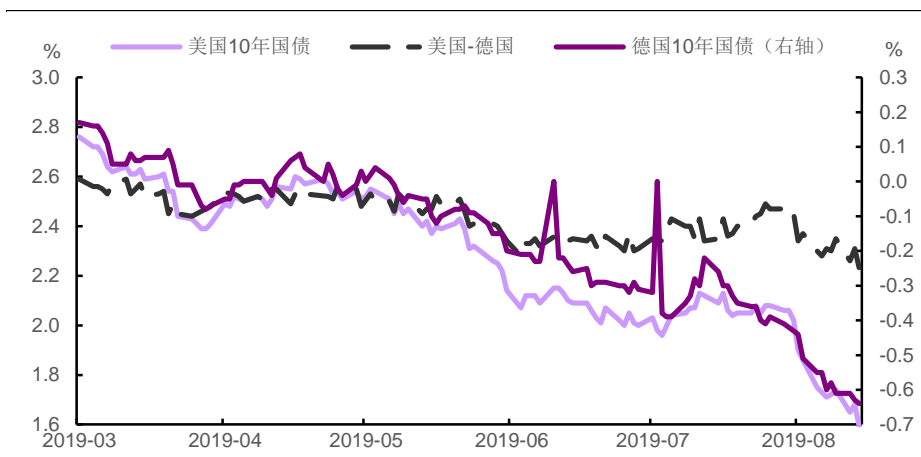
资料来源：Wind

从短期来看，约翰逊在 10 月 31 日之前，不会放弃使用“硬脱欧”作为与欧盟进行谈判的筹码。而新首相的政治主张与处事风格让“硬脱欧”的可信度也越来越高。随着“脱欧”截止日的临近，北爱边境问题的死结难有更多突破。而对于脱欧英国国会只有三个选择：达成协议脱欧、没有协议脱欧以及不脱欧。与特蕾莎·梅时代不一样的是，约翰逊政府显然已经排除了对脱欧协议做出让步以及延迟脱欧的可能，并且强化“硬脱欧”的立场。在“民粹主义”的带动下，无协议脱欧的概率只会越来越高，因此随着脱欧截止日期临近，英镑的汇率可能持续走弱，这很可能将使英镑兑美元汇率在 10 月底附近贬值至 1.20 GBP/USD 左右。

而从长期来看，英镑汇率却可能在脱欧后确实保持低位震动，或出现小幅反弹。一方面，脱欧能否带来更大的风险冲击导致英镑继续走低是个值得思考的问题。目前英镑兑美元汇率已经处于 1985 年 3 月以来的低值，与 2016 年脱欧公投结果公布时非常接近。未来英国“硬脱欧”可能带来的风险冲击很可能已经部分反映在当前的英镑汇率中。另一方面，英国与欧盟都在积极地为“硬脱欧”做准备，“硬脱欧”的负面影响一定程度上可能已经被市场消化甚至是过度消化。同时英镑兑美元汇率与美元指数密切相关，而美元指数又与美德利差密切相关。美德利差越高，美元指数就越高，但当前从美德利差来看甚至有着下行的风险<sup>10</sup>（图 6）。而 10 月 31 日，如果英国脱欧正式落地，极度糟糕的预期如果出现预期差，欧元上涨，有可能同时带动英镑兑美元汇率出现小幅度反弹。

<sup>10</sup> 同样也受到中美贸易摩擦走势的影响

图 6：美德利差处于相对低位，对美元指数支撑作用较弱



资料来源：Wind

但我们对由于预期差带来的英镑汇率反弹的空间却非常谨慎。无论 10 月 31 日，英国是推迟达成协议还是“硬脱欧”，这对减少英国经济所面临的不确定性并没有太多帮助。一些跨国企业甚至为避免“脱欧”的不确定性，选择放弃在英国的生产活动，由此带来的就业岗位减少也将冲击就业市场。例如日本汽车制造商本田宣布，将于 2021 年关闭其位于英国斯温登的汽车制造厂。在脱欧截止日之后，我们很有可能会持续看到英国投资、移民和生产率方面受到持续冲击。此外，受全球的贸易环境恶化的因素影响，德国经济 2019 年 2 季度 GDP 增速初值为-0.1%，已经出现负增长。作为欧洲经济增长的火车头，德国经济动能减弱，势必更加剧英国经济增长的压力。而美国尽管面临收益率曲线倒挂的困扰，但是具体经济指标的表现（失业率，经济增长率，PMI）等都要好于欧洲主要经济体。这些宏观因素将抑制英镑汇率较长期的升值。我们预计 2020 年英镑兑美元汇率有可能处于 1.2 GBP/USD 到 1.3 GBP/USD 之间。

#### 4.2、避险情绪与通胀预期影响英国债券市场

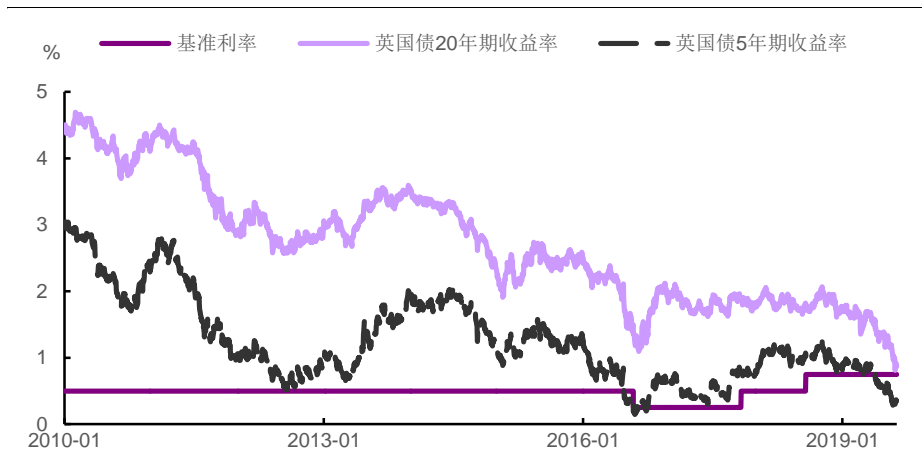
英国的债券市场受到英国通胀和避险情绪的双重影响，而这两者方向并不相同。2019 年 1 季度特蕾莎·梅政府的脱欧方案连续被议会否决，在避险情绪的影响下，英国国债收益率开始持续下行，约翰逊上任后避险情绪更为高涨进一步压低了英国国债收益率。但英国无协议脱欧后避险情绪可能将面临通胀的挑战，货币政策宽松的空间受到限制。

2018 年底以来，对无协议脱欧和经济衰退的担忧，极大提升了英国市场的避险情绪，使得资金涌入较为安全且久期较长的国债，显著降低了英国长期国债的收益率（图 7）和期限利差。2019 年 8 月 16 日，英国 20 年期国债收益率触及纪录低位 0.808%，长期国债收益率纷纷创新低。在全球经济增长预期乏力情况下，市场可能提前反应了对无协议脱欧后英国央行可能立即降息的预期以及各种原因下英国经济未来可能面临的巨大挑战。

然而受到英镑贬值以及脱欧可能导致进口产品价格上升的影响，以及英国薪资增速升至 11 年以来的高位，英国央行在 2019 年 8 月 1 日召开的议息会议上调整了未来通货膨胀的预期。英国央行预计英国未来一年通胀为 1.9%（此前的预期为 1.72%），未来两年通胀为 2.23%（此前预期为 2.05%），未来三年通胀为 2.37%（此前预期为 2.16%）。英国央行的通胀目标为 2%，如果英国通胀如期上行，将可能限制英国央行降息的空间。

在脱欧截止日之前，无协议脱欧的概率还会持续增加，这创造了英国长期国债利率下行的空间。但一旦无协议脱欧成真，而实际情况又好过市场估计，同时在通胀压力下英国央行降息预期发生转变，英国债收益率甚至可能出现翻转。事实上，类似情况在 2016 年英国脱欧公投时已经发生过，悲观预期在公投之前达到极致，之后国债收益率出现了回弹。

图 7：避险资金涌入国债市场压低了英国债长端利率



资料来源：Wind

#### 4.3、同样逻辑，脱欧后英国股市单边下行概率并不高

自从约翰逊上台之后至 2019 年 8 月 23 日，英国富时 100 指数下跌了接近 5.5%，而同期美国标普 500 指数下跌不到 2.5%。截至 2019 年 8 月 23 日，英国 FTSE All-Share 的市盈率约为 15.5 左右低于历史平均值，而美国标普 500 指数的市盈率约为 22 左右高于历史均值。

英国股市交易中存在明显的脱欧风险溢价。我们并不排除，由于临近 10 月底脱欧期限，“硬脱欧”的恐慌会进一步推低英国股市表现，情况在好转之前都会变得更糟。但是市场对“硬脱欧”的恐慌很可能在脱欧截止日时达到最高。英国政府与欧盟对于无协议脱欧的准备工作，可能会让实际发生的冲击小于预期，包括逆周期政策的使用，都有可能翻转股市的表现。



## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼