

研究报告

2017 年第 48 期

2017.04.25

执笔：吕振艳

邮箱：

lvzhenyan@icbc.com.cn

英国脱欧正式启程 ——潜在风险及走势分析

要点

- 英国脱欧首次开启了欧盟成员国退出的程序，尽管其进程和结果充满不确定性，但仍使得欧盟这一全球最大区域一体化成果面临着解体的潜在威胁。
- 本文从脱欧程序的主要阶段及脱欧谈判议题入手，剖析了英国脱欧的潜在风险。首先，从脱欧程序看，主要分为“准备——谈判——审议”三阶段，潜在风险主要集中在谈判阶段，主要包括两方面。一是谈判进程存在不确定性。由于多寡头谈判导致脱欧谈判进程异常复杂、充满波动，将成为未来欧洲和英国市场风险的重要来源。二是脱欧结果存在不确定性。由于英国和欧盟之间贸易经济羁绊较深，如果贸易政策转向强硬，双方必然都将承受更多损失。脱欧谈判结果，不仅给双方的贸易模式转换带来很大不确定性（即“模式风险”），而且不能排除英国重新申请加入欧盟的可能性（即“可逆性风险”）。
- 其次，从谈判议题来看，或将触发四大潜在风险：首先，政治风险或短期上升，需警惕党派斗争和民族问题。其次，过渡期内容、期限不清，易引发风险，有待欧盟具体脱欧指引。第三，经济风险中度可控，需警惕贸易模式转换过程中资本外流风险和金融中心之争。第四，短期市场风险有所缓解，仍需警惕英镑汇率异动风险。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

英国脱欧正式启程 ——潜在风险及走势分析

北京时间 2017 年 3 月 29 日，英国向欧盟提交正式脱欧通知，启动脱欧谈判。欧洲理事会主席图斯克确认收到英国脱欧通知，由此《里斯本条约》第 50 条被触发，英国与欧盟将正式展开“脱欧”谈判，并于 2019 年 3 月底前结束谈判。英国脱欧，首次开启了欧盟成员国退出的程序，尽管其进程和结果充满不确定性，但已大有“风雨欲来”之势，使得欧盟这一全球最大区域一体化成果面临解体的潜在威胁。本文从分解脱欧谈判议程的阶段入手，结合《英国脱欧白皮书》披露的主要议题，以及欧盟理事会的“英国脱欧指引草案”，分析其中潜在的风险及走向。

一、脱欧程序主要阶段与潜在风险

从脱欧程序看，主要分“准备——谈判——审议”三阶段（图 1），潜在风险主要集中在谈判阶段，主要包括三方面风险。

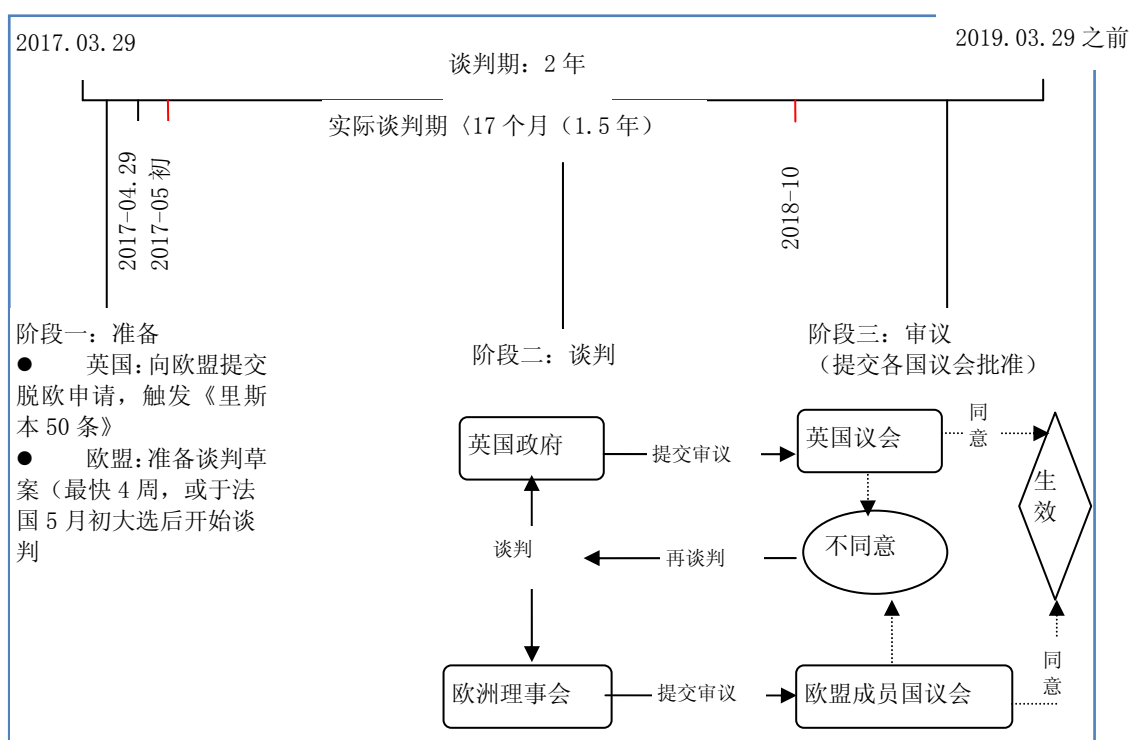


图1 脱欧程序开启后主要阶段

资料来源：作者根据相关资料自行整理。

一是，**脱欧谈判进程不确定性大**。从市场竞争来看，由于博弈参与方既不是个别垄断者，也不是数量众多并且对市场几无影响力的独立竞争者，作为多寡头博弈，其不确定性程度在所有市场类型中最高。由英国脱欧而首次开启的脱欧谈判，将呈现的正是多寡头博弈，其复杂性，或将把现有多边谈判的不确定性推向新的高度。其一，**寡头数量多，竞争领域多，互相依赖性强**。迄今为止，最高级的经济学模型对于超过5个寡头的博弈，由于因素之间依赖性过强，无法对其中的不确定性进行预测，一直无法建立稳定而有解释力的模型。而脱欧谈判一经开启，英国的谈判对手涉及27个欧盟成员国，谈判类型将在双边、多边的双轨同时或交互进行，涉及政治、民族、贸易等多领域。各领域议题之间的强依赖性，更是进一步增加了脱欧谈判多寡头之间博弈的复杂性。其二，**多阶段博弈**。由图1可见，谈判和审议两个阶段，很有可能因无法通过审议，而陷入“谈判——审议——在谈判——再审议”的多阶段博弈之中。脱欧谈判的成功达成，其谈判结果必须获得英国议会、欧盟各成员国议会的同意。在英

国方面，议会具有批准权，没有修正权。但是由于政府和议会之间的分歧，党派在参众两院实力的差距和角力，因此议会很有可能为了实现对协议内容的影响力，而否决谈判协议，逼迫进行再次谈判。在欧盟方面，欧盟理事会的通过原则是“特定多数”，即必须获得 65% 以上（至少 20 个成员国）的一致同意。而欧盟除英国之外的 27 个成员国之间，不仅德法之间谈判利益存在差异，而且意大利、希腊、西班牙、荷兰等国的核心利益也存在巨大差异。核心利益的巨大差异，导致英国和欧盟谈判原则差异巨大：一方面欧盟从严对待英国脱欧，以避免他国效法英国，而英国则在避免“断崖式”脱欧与重获全球自由贸易优势之间寻求平衡。不仅如此，脱欧谈判期间，正逢德、法两国大选，政策变动必将进一步增加各国政府和议会之间的竞争，从而进一步增加谈判不确定性。2016 年 6 月脱欧公投之后，由于市场担心脱欧可能引发的风险，造成短期英镑及相关计价金融资产等金融市场巨幅波动；推欧谈判正式开启后，伴随着这些担心在谈判中逐个展开，金融市场或将面临更大冲击。

其三，谈判时间短。WTO 多哈谈判在获得巴厘岛进展之时，距离 WTO 成立已 18 年，距离多哈“冷冻”已 12 年。而巴厘岛仅仅是就八项议题中的三项达成“一揽子协定”。从图 1 可知，由于欧盟不会于英国首相触发《里斯本 50 条》之后马上进行谈判，且鉴于法国将在 4 月 23 日至 5 月初举行大选，双方的谈判很有可能在法国大选后开始，两年谈判期中实际有效谈判时间不足一年半。短时间内，脱欧谈判可能产生的密集不确定性，无疑将给金融市场和实体经济带来更大的风险冲击。

表 1 硬脱欧 vs 软脱欧

退欧	非常强硬退欧	硬脱欧	中度退欧	软脱欧
程度	Very Hard Brexit	Hard Brexit	Middling Brexit	Soft Brexit



内容	<ul style="list-style-type: none"> ● 英退出欧盟单一市场 ● 与欧盟之间贸易往来全面遵循 WTO 规则 	<ul style="list-style-type: none"> ● 采取此前的一些 FTAs 模式 ● 关注最基本的降低关税和商品交易 ● 协定中不会包括服务业 	<ul style="list-style-type: none"> ● 英争取一个更宽泛的自由贸易协定 ● 英同欧盟在商品和服务领域均有合作 	<ul style="list-style-type: none"> ● 英仿效挪威加入欧洲经济区 (EEA)，继续留在单一市场 ● 可能更进一步寻求继续留在关税同盟内
潜在风险	全面贸易摩擦风险大增	新的低标准贸易模式、关税壁垒对货物贸易产生负面影响，服务业面临冲击	与 27 国达成的宽泛贸易协定可能支付较高成本，且贸易优势不大	移民政策或受影响，英国内部脱欧派冲突增长，英、德、法竞争增加欧盟一体化内部协调成本

资料来源：作者根据 Open Europe 和兴业研究的相关资料自行整理。

二是，**脱欧结果存在不确定性**。由于英国和欧盟之间贸易经济羁绊较深，如果贸易政策转向强硬，双方必然都将承受更多损失。而脱欧谈判结果，不仅在贸易模式变化方面存在很大不确定性，而且在是否退出欧盟方面也不排除可能重新申请加入的可能性。就脱欧结果不确定性来看，前者构成模式风险，后者构成可逆性风险。在模式风险方面，脱欧谈判将就英国退出欧盟单一市场涉及的政治、法律、人文、经济等诸领域进行谈判，是否还保留一些欧盟成员国的权利，是否需要与成员国单独达成各种贸易协定，“欧盟单一市场”与“移民控制”孰更优先，成为“软”脱欧与“硬”脱欧的差异（表 1）。这种“硬”度差，将直接涉及制造业中那些产业受到冲击，服务业收到冲击的程度，以及贸易摩擦的经济损失大小。在可逆性风险方面，从《里斯本 50 条》本身来看，虽然多名英国政府官员称触发第 50 条的行为是不可逆转的，但该法律条文的作者——撰写第 50 条的科尔爵士（Lord Kerr）却持有不同意见“在脱欧过程中你

可以改变主意”，他认为“其他人可能会要求你付出一些政治代价，但法律上如果你不想继续，他们不能够强迫你脱欧。”2016年英国首轮脱欧公投通过作为黑天鹅事件，表明英国内部不一致意见一直存在，两年中谈判的不确定性，随时可能对英国最终意愿产生影响。目前来看，英国再次改变脱欧意愿的可能性小，但风险犹存。尤其当谈判无果而终，产生的风险更大。

二、核心议题与潜在风险

目前欧盟方面仅公布了简略的“英国脱欧指引草案”（以下简称“指引草案”），具体的谈判议题和文本有待4月底欧盟峰会讨论后公布，根据英国今年2月2日公布的《英国脱欧白皮书》（以下简称“白皮书”）明确提出的12条原则，可以对未来脱欧谈判内容相关的潜在风险就涵盖范围、发生概率和可能的冲击程度进行简要分析，详见表2。与美国为首掀起的全球性民族主义风潮向对应，英国脱欧对更大范围内的自由贸易的推动，对英国、欧洲乃至全球贸易、投资和经济增长的潜在贡献，需要对谈判可能的潜在风险有更多前瞻性分析与判断。

表2 英国脱欧谈判主要议题及潜在风险

英国脱欧谈判及与欧盟建立新关系的 12条原则			潜在风险	概 率	冲 击 度
序 号	原则	内容			
1	明确而清晰	在谈判中明确而清晰地表明立场，处理事务	英国议会没有修改权，将有利于协议达成，但如果行使批准权对达成协议进行否决，将增加谈判难度。此外英国党派争斗或将增加变数。	小	中
2	恢复英国法律的效力	亦即终止欧盟法院对英国的管辖权	法律确定性较高：脱欧后先保留欧盟法律，随后由法院逐步修订，风险在于修订后	小	低



			差异程度及修订耗时		
3	强化联邦团结	谈判结果将适用于整个英国（包括苏格兰、威尔士、北爱尔兰和整个英格兰），继续履行对《贝尔法斯特协定》的承诺	苏格兰、北爱尔兰是“留欧”阵营，其“脱欧”公投产生政治风险。但针对脱欧谈判成立的联合管理委员会，有利于整合内部各方利益，降低内乱风险。	中	中
4	维护好与爱尔兰的牢固历史联系，保留“共同旅游区”	在保护本国移民体系完整性和与爱尔兰历史联系的同时，保留“共同旅游区”	爱尔兰当局将被欧盟强制执行欧洲外部海关边境的管制，警惕爱尔兰的地区冲突，在英欧法律过渡同时减少英爱法律、政策、边境冲突	中	低
5	控制移民	控制欧盟成员国移民进入英国的数量	英国在移民问题方面立场坚定，将致力于严控移民数量和质量，此目标与欧盟单一市场价值观存在原则冲突，是谈判难点和重点	小	中
6	保护在英欧盟公民和在欧盟的英国公民的权益	尽早就欧盟公民在英地位和英国公民在欧身份达成一致	英国建议在正式谈判前妥善解决欧盟公民在英权益，尽管英国在欧盟人员数量小于欧盟在英的，但是能否保证欧盟27国保护英国公民的权益是争议焦点	中	中
7	保护劳工权利	保护和提高目前的工人权益	英国工人保护框架比欧盟更充分	小	低
8	确保与欧盟进行自由贸易	与欧盟建立战略伙伴关系，建立一个覆盖范围广、深度开放的FTA，寻求与欧盟达成一个互利共赢的新关税协定	货物贸易、农业、渔业贸易谈判英方占优，但服务贸易，尤其金融领域对欧依存度大，谈判难度大，对双方的风险、收益都很大	中	强
9	与他国建立新的贸易协定	寻求与世界各国建立贸易联系	英国在TISA、TPP中重要性大，高标准优势有利于更开放的贸易关系，但与美国的服务贸易标准竞争可能趋严	中	强
10	确保英国科技创新中心地位	保持在科技创新的前沿，寻求与欧洲伙伴建立深度合作	英国今年在此领域，面临美国更激烈竞争和中国更大挑战，但是企业税低，中小企业吸引力强，与欧盟合作是重要战略	小	中
11	合作打击犯	继续与欧盟合作，维护	英国是欧盟警备体系中最大	小	低

	罪和恐怖主义	欧洲安全、打击恐怖主义，维护欧洲司法尊严	贡献者，美国亲俄政策使得英欧在此领域合作对双方的重要性		
12	平稳有序退出欧盟	阶段性退出，在英国和欧盟各机构和各成员国之间建立新的协议安排	谈判双方共同呼声，但是落实难度大，脱欧程序推进中任何波动都将带来市场和政治风险	中	中

资料来源：作者根据《英国脱欧谈判白皮书》和相关资料自行整理。

首先，政治风险或短期上升，需警惕党派斗争和民族问题。落实 12 条原则中前 4 条及第 12 条（明确而清晰¹，恢复英国法律效力，强化联邦团结，维护好与爱尔兰的牢固历史联系并保留“共同旅游区”，平稳有序退出欧盟），需要英国应用 2016 年颁布的“大废除法案”，建立及时、可行的法律和政策，确保内部民族团结、政令统一。这一进程将充满风险：一方面，在复杂的脱欧谈判进程中，英国内部工党与联合执政党之间、议会和政府之间的争论和利益博弈，或将增加政治风险；另一方面，爱尔兰地区冲突和苏格兰脱欧公投，不仅将直接影响到第 3、4 条原则的实现，而且一旦发生，政治风险将短期陡升。

表 3 欧盟理事会“英国脱欧指引草案”核心内容

核心	内容
权利和义务的平等	欧盟四大自由的不可分割性，包括劳动力的自由流动和单一市场的完整性。草案称，未能承担欧盟成员义务的非欧盟国家，将不能享受欧盟成员国的同等权利。
减少过渡时期企业和公民权利的不确定性	欧盟成员国在英国的权利只会在脱欧完成时结束，而不会是在英国提出脱欧时结束。
兑现之前对欧盟的财政承诺	欧盟和英国的和解方案应该包括所有之前的法律、预算乃至负债。欧盟委员会预计所有金额将达到 600 亿欧元。
贸易协定	考虑与英国制定贸易协定，但贸易协定将不会等同于欧盟内部的单一市场协定。草案还提出，在未来与英国的经济关系中，要保持公

¹ 明确而清晰是指：在谈判中明确而清晰地表明立场，处理事务。



平的竞争环境，草案提及了竞争、补贴管制和财政倾销等相关规定，直接回应了英国此前的高关税“威胁”。

资料来源：作者根据相关资料整理。

其次，过渡期内容、期限不清，引发风险，有待欧盟具体脱欧指引。将欧盟理事会的“指引草案”（表3）与英国的“脱欧白皮书”比较，可以发现，欧盟理事会坚持，在双方就贸易协定进行谈判之前，“必须要在退出欧盟一事取得足够的进展”。而根据“脱欧白皮书”，英国方面显然将贸易协定作为整个脱欧谈判的核心和重点，12条原则中贸易直接相关约占一半，并且将贸易作为脱欧谈判中的重要牌码。而如果按照欧盟的“指引草案”，过渡期将提前至双方贸易谈判之前，英国提出的12条原则将被拆分，导致英国贸易谈判筹码下降；而贸易谈判延后，企业和公民权利很难短期达成保护共识；同时需提前支付的财政承诺，都可能引发、激发英国内部争议，增加过渡期谈判成本，延缓贸易谈判，对脱欧进程形成拖延，增加过渡期风险。由于欧盟理事会对于“英国脱欧欧盟一事”具体内容和过渡期长度，都没有明确说明，这对于面临大选波动的脱欧谈判，能否顺利在法国大选之后开启，进一步增加了新的风险。对于面临全球利率汇率双重波动中的企业投资和资产配置而言，无疑增加新的过渡期风险。

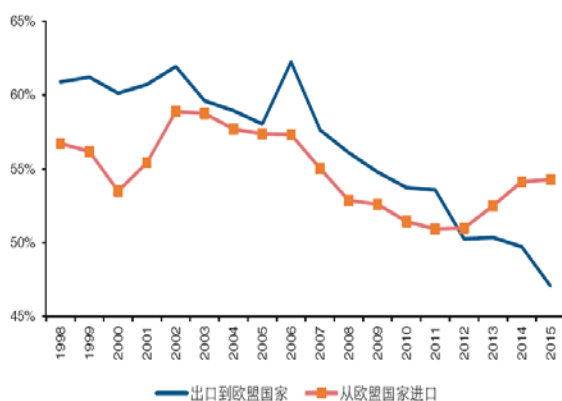


图2 欧盟是英国最重要的贸易伙伴

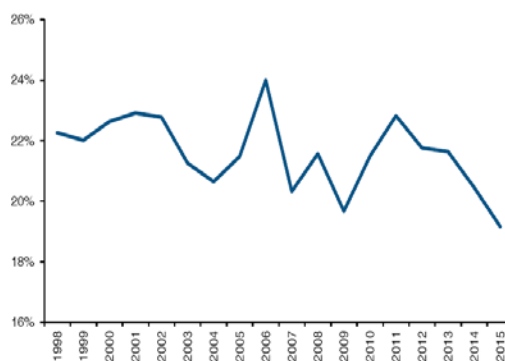


图3 英国对欧盟外贸依存度比例较高

资料来源：Wind。

第三，经济风险中度可控，需警惕贸易模式转换过程中资本外流风险和金融风险。英欧贸易活动对英国经济发展至关重要，见图 2 和图 3：英欧贸易活动对英国经济发展至关重要：英国经济对外贸易依存度高（长期高于 50%），欧盟一直是其最大的服务贸易顺差来源地。尽管长期来看，在“竞合”关系下，英欧贸易谈判后形成的新贸易模式，其经济风险应将中性可控；但是短期内，由于贸易模式不明确，新旧贸易模式转换过程中存在摩擦，将直接影响到在英的企业和投资稳定及贸易效益，进而危及经济增长。12 条原则中第 5-10 条（控制移民，保护在英欧盟公民和在欧盟的英国公民权益，保护劳工权利，确保与欧盟进行自由贸易，与他国建立新贸易协定，确保英国科技创新中心地位），都与贸易关系直接相关，如果贸易关系不稳，将导致资本外流和企业外逃，在短期形成较强的经济冲击。此外，英国伦敦一直是欧盟和全球最重要的金融中心，欧盟三分之一左右的金融交易在此发生。英国脱欧后，德、法、英的金融中心之争，将与贸易风险产生复杂的交互影响，进而对英国和整个欧洲经济和金融稳定产生影响。

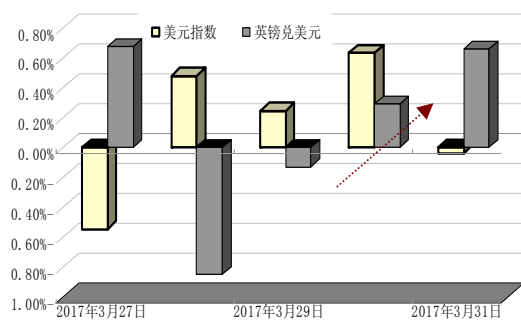


图 4 英开启脱欧后，英镑对美元持续走强
资料来源：Wind。



图 5 近期英镑对美元走势

第四，市场风险有所缓解，需警惕汇率风险异动扰动。英国开启脱欧后，没有再出现 2016 年英国脱欧公投后的瞬间暴跌，整体走势趋稳，见图 4 和图 5。作为欧盟第二大经济体，2017 年以来，其经济增长状况和前景继续领跑欧盟。在经济数据和央行偏鹰派立场助推下，英镑下行风险暂时缓解。但是，伴随着



法、德大选密集来临，美欧日货币政策或将集体奏响“紧”集号，英国——欧盟退欧谈判期间，“政治、民族、贸易”三重博弈的不确定性将更趋复杂，英镑短期汇率波动或将再次引发市场波动。