

# 研究报告

2017 年第 74 期

2017.06.22

执笔：吕振艳

邮箱：

lvzhenyan@icbc.com.cn

## 三生三世英脱欧——议会篇 议会“悬浮” 脱欧“走软”

### 要点

- “悬浮议会”，又称“悬峙议会”，是指一种没有任何党派拥有绝对多数席位的状态。其常见于很多民主制国家，但社会关注不高；英国虽然是最早施行民主制的国家，但是“悬浮议会”在英国相对少见却影响深远。
- 本次英国大选形成的“悬浮议会”，成为继英国公投脱欧以来飞出的第二只“黑天鹅”，或将触发四种情况：联合政府，少数派政府，工党组成少数派政府，重新选举。
- 其影响纵贯即期与未来。即期来看，金融市场方面，英国汇债走跌、股市微扬，外部影响有限；从信用评级来看，英国评级全面转负，短期或将直接推高资金成本，中长期对经济增长产生负面影响。
- 就未来而言，其影响复杂而充满不确定性：不仅对不同问题可能有积极或消极两面影响，而且可能由于传导路径不同，对同一问题同时存在消极和积极“双刃”影响（如信用评级），需要在综合考查不同问题的积极与消极层面之后，在密切关注最终影响的复杂性和不确定性变化过程中，对问题走向有更准确把握。
- 其中，积极层面（股市、出口、软脱欧、信用评级）影响可能较为短期。消极层面（汇市、债市、地缘风险、信用评级、经济增长）需要密切关注下列三大不确定性的变化：脱欧谈判变数增加、英国政策波动性增加、脱欧负面经济影响加剧。

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。

自 2016 年 6 月英国公投脱欧后，英国在脱欧问题上，再次放飞黑天鹅：形成“悬浮议会”。出乎意料出现的“悬浮议会”，不仅短期激发了诸多政治不稳定因素，而且如果不能短期内稳定政局，将对英国的政治、政策稳定，在中长期产生影响，金融市场不仅短期内波动会大增，而且对英国乃至欧洲的中长期金融、贸易和经济稳定产生影响。不仅如此，美日货币政策和贸易经济走势等国际大环境的变化，作为重要的外部因素，也将加重“悬浮议会”产生的市场波动，进一步增加“悬浮议会”影响的不确定性和复杂性。

### 一、悬浮议会的产生和结果

北京时间 6 月 9 日中午，英国大选尘埃落定，保守党获得英国议会 650 个席位中的 318 个议席，仍然是议会中席位最多的政党，但是由于没有如期获得“压倒性多数”（326 席），英国迎来二战以来第三次<sup>1</sup>“悬浮议会”（hung parliament）。“悬浮议会”作为民主制国家中常见的一种政治状态，在本次英国大选中成长为“黑天鹅”，一者在于其本身出现出乎梅姨、英国各党派以及市场的意料，再者是其影响在短、中、长期都有可能继续出乎各方意料，而且负面后果可能长期存在。

（一）“悬浮议会”的产生：民主制中常见但不常闻，英国少见但影响深远

“悬浮议会”，又称“悬峙议会”，是指一种没有任何党派拥有绝对多数席位的状态。在实行民主选举的国家中，要获得超过 50% 的绝对多数支持是很难的，因此，“悬浮议会”的状态非常常见，如荷兰、加拿大、澳大利亚和印度等国家的大选中都曾多次出现这种情况。而“悬浮议会”一旦沦为常见现象，通常曝光率不高。例如荷兰，由于议会选举采取无门槛的比例代表制，导致小党林立，悬浮议会和联合政府执政就成为了一种常态，其所获得的关注度并不高。

英国自二战以来，加上本次，共出现了三次“悬浮议会”，就民主制国家

<sup>1</sup> 前两次分别发生在 1974 年和 2010 年。



而言，其在英国的出现频率可谓不高。但是，其在英国政治生态中的影响非常大。为避免其可能带来的各种影响，英国往往通过选举制度的设计和选举时机的把握，降低其出现几率。英国下议院议会选举，采取相对多数代表制，即每个选区获得相对多数的候选人获得该选区议席，小党胜出的机会微乎其微。二战以来，长期把持英国政坛的两大党派（保守党和工党）往往通过选举时机的把握，增加其作为执政党期间获得议会多数席位的机会。

此次选举，特蕾莎·梅将原定于2020年举行的大选提前进行，将本应与英国脱欧谈判结束时间重叠的大选，提前至脱欧谈判开始（6月19日）之前，本有坚实的民意基础：提前选举提议之时，保守党在民意上具有20个百分点的大领先地位；即使在选举前一周，在恐怖袭击的影响下，不同民调结果均一致预期，梅姨具有绝对领先优势，尽管在预期的领先比上存在从1%至7%的差距。选举后出现的“悬浮议会”，梅姨不仅痛失从卡梅伦继承来的议会多数席位优势，而且将脱欧谈判的不确定性，从2020年的结束期，提前至2017年的开始期。此次“悬浮议会”的出现，如果梅姨不能在短期内妥善应对，将对英国和欧洲未来相当时期的稳定和发展产生深远影响。

## （二）“悬浮议会”的后果

按照现有法律程序，“悬浮议会”的结果并不自动开启另一场选举。选举中获得议会最多席位的一一如梅姨所代表的保守党，将获得优先组阁权，因此，“悬浮议会”后，可能依次触发下列四种情况：

第一种情况，联合政府。保守党作为最大党，联手其他政党后获得多数，组成联合政府。例如，2010年保守党和自民党就曾组成联合政府。联合政府执政之下，由于占有议会多数，没有政策无法通过或无法推行之忧，稳定性在四种情况下最高。但是，两党势均力敌博弈下，改革成本较高，政策出台和施行进展相对缓慢。

第二种情况，少数派政府。第一种情况落空，保守党通过获得议会多数来组建执政联盟的意愿落空，单独组成少数派政府，并与较小政党达成“信任支

应协议”（confidence and supply），这样，在不信任案和财政预算案投票中，政府就可以保证自己获得小党支持而不被推翻。但是，在其他议案上，这样的少数派政府将无法保证自己提出的议案都能获得通过，其施政能力将大幅受限。

第三种情况，工党组成少数派政府。若以上两种可能均无法实现，工党作为第二大党，有可能联合其他政党组织一个少数派政府。但是，由于这样的少数派政府控制的议席数更少，施政将更加困难。

第四种情况，重新选举。根据责任内阁制的原则，内阁必须得到议会多数的支持和信任，如果议会否决政府提出的重要议案、财政法案或对内阁通过不信任案，内阁应该辞职或提请英王解散下院，提前大选。如果大选后，原执政党仍占多数议席，内阁可以继续执政，否则内阁必须辞职。

目前，特雷莎·梅正带领保守党，同北爱尔兰的民主统一党（Democratic Unionist Party, DUP）展开谈判，争取获得对方的10个议席支持。就目前谈判进展来看，第一种情况出现可能性最大。

## 二、即期影响

（一）金融市场：英国汇债走跌、股市微扬，外部影响有限

出乎各方预料的“悬浮议会”对英国金融市场产生了巨大冲击，但是没有出现断崖式下跌。从影响范围来看，主要是对英国金融市场产生影响，对欧洲及其他类金融资产影响相对有限。

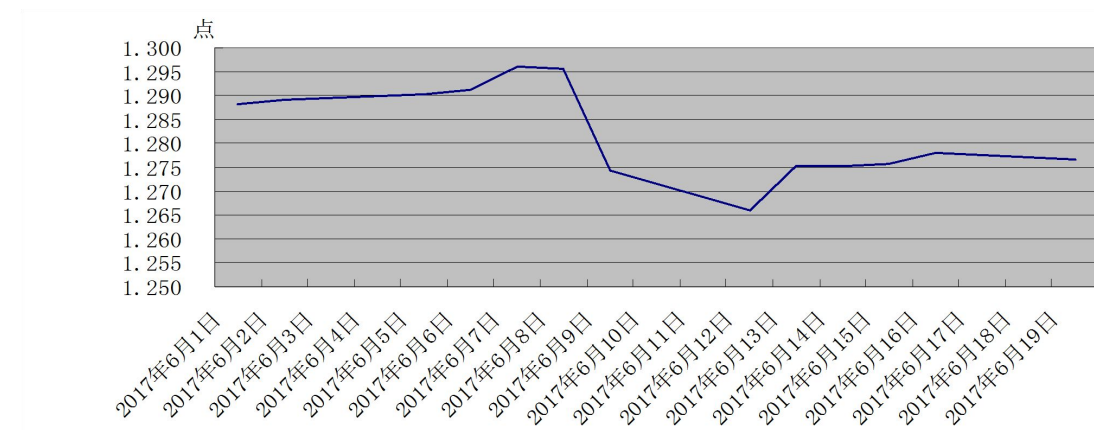


图1 英镑兑美元在大选前后的走势变化



首先，英国汇市受影响程度最大，英镑应声下跌，但总体下跌程度好于预期。从影响程度来看，短期出现负面影响明显，英镑汇率短时大幅走低；但是英镑兑美元止跌回调的速度和程度也较快。本次英镑下跌过程中没有出现“万劫不复式”下跌，选举当天最大跌幅 2.5%，小于 2010 年悬浮议会是当日最大跌幅 3%，更远低于 2016 年 6 月 24 日脱欧公投当日最大 13% 的跌幅，其原因有三：一是市场受教于去年英国脱欧黑天鹅事件的影响而有所准备；二是市场对“软脱欧”预期上升，重定价效应对英镑跌势形成一定支撑；三是保守党仍然持有议会最多席位，为市场预期趋稳提供了一定支撑。从影响因素来看，未来英镑走势，政治不确定性和脱欧谈判政策的变化，仍将是主要的冲击因素。由于这两个因素短期不确定性高，英镑短期承压下跌概率较大。

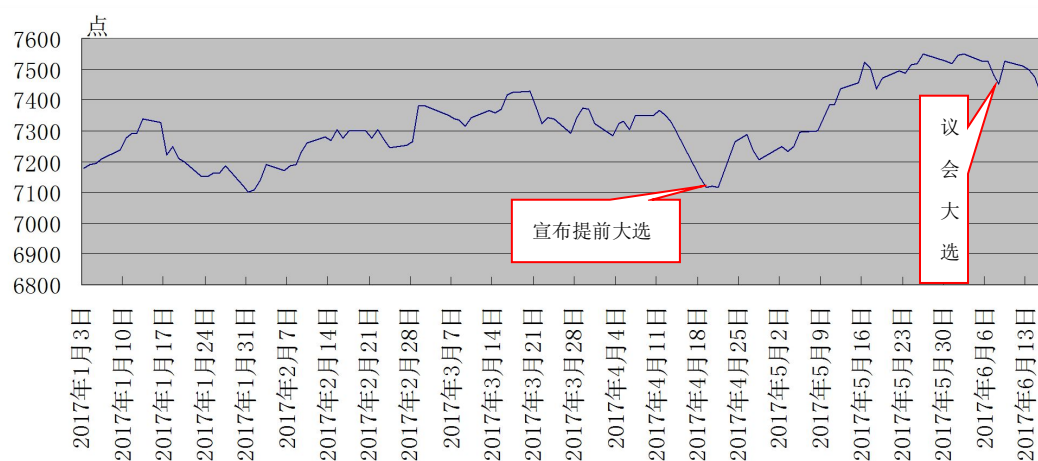


图2 2017年以来英国富时 100 指数走势

资料来源：wind。

其次，股市震荡走升。英国股市自 2017 年以来整体走势是在震荡中逐步走升。在英国和欧洲整体经济基本面逐步趋稳的大背景下，英国股市具有走升的基础。而目前为止最大的跌幅，就发生在宣布提前大选之时。英国大选短期产生的政治不稳定因素，推动英镑出现贬值，在一定程度上有利于出口，在一定程度上为股市的走稳提供了新动力。然而大选出现的悬浮议会，又造成新的政



治不确定性，对股市形成短期打压。伴随着脱欧谈判即将开启，对于谈判能否顺利开启，以及谈判政策和内容的担忧，股市再次遭到下行冲击。如果随后谈判能够如梅姨承诺的那样，达成对英国未来充满信心而丰富的协议（strong and supply deal），谈判进程对股市的冲击将会较少；但是，无论冲击大小，谈判进程中的不确定性，必然增加股市动荡。

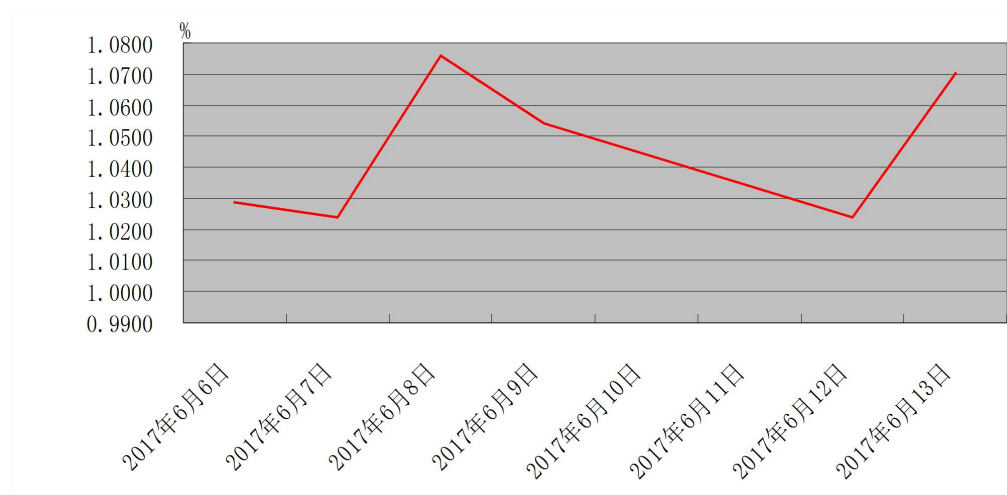


图3 英国10年期国债收益率大选前后走势

资料来源：wind。

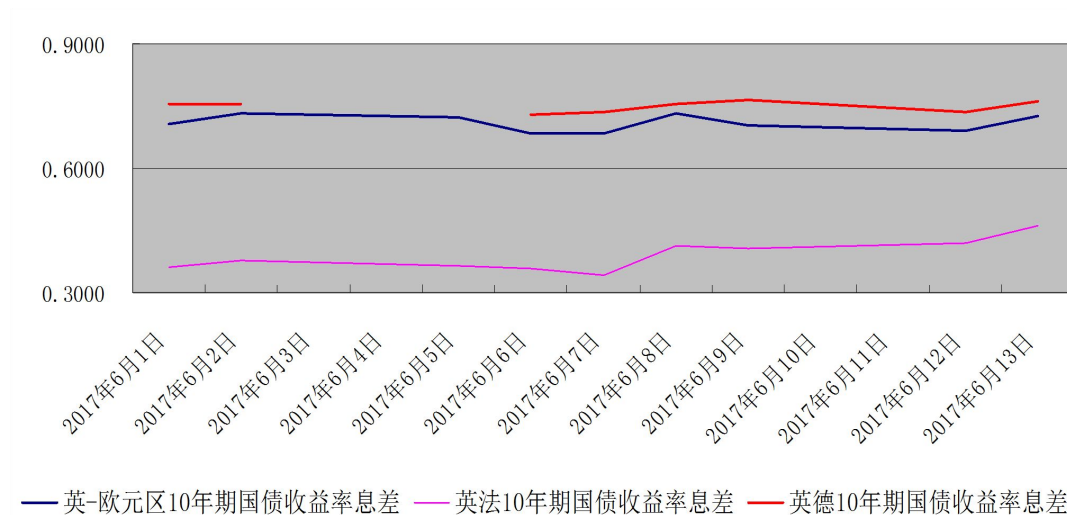


图4 英国与欧元区及其主要国家国债收益息差

资料来源：wind。



第三，债市和黄金等大宗商品市场走势。在美联储和英国央行收紧政策前景预期下，悬浮议会不管出现上述四种情况的哪一种，都会增加政治不确定性，导致债市收益率短暂走升。但是总体来看，大选带来的政治不确定性，并没有给债市带来持续影响。因此，黄金等避险类资产受到的影响相对更为有限。可以预期“悬浮议会”对债市和黄金等大宗的影响总体是短暂而有限的。

## （二）英国评级展望负面

英国评级全面转负，短期或将直接推高资金成本，中长期对经济增长产生负面影响。悬浮议会可能产生的负面影响，导致全球三大评级机构：惠誉、穆迪和标普，一致将英国评级展望定调为负面。去年6月英国举行脱欧公投后，惠誉和标普均将英国评级调降至“AA”，穆迪则维持自2013年2月的“Aa1”评级。目前三大机构对英国评级尚没有变化。但是目前展望上的负面调整，将对英国的国际借贷成本产生负面影响。鉴于英国的预算赤字和不断升高的公共债务，脱欧谈判结果和进程中英国的财政进展，将对未来三大机构评级走向产生影响，值得密切关注。

## 三、未来影响

“悬浮议会”的影响远不只于短期。其所带来的英国政治不稳定性，短期将在外汇、债券和股市掀起层层波澜；中长期来看，英国在国家政策、脱欧谈判、经济增长三方面的不确定性也将大增。而不论短中长期来看，更复杂的是，其产生的影响既有消极一面，又有积极一面（表1），需要对各种影响的积极与消极层面进行综合考查。

### （一）积极层面或昙花一现、消极层面需积极应对

表1 悬浮议会影响形式与层面

影响性质	影响方面
积极面	股市、出口、软脱欧、信用评级
消极面	汇市、债市、地缘风险、信用评级、经济增长

资料来源：作者自行整理。

“悬浮议会”影响的复杂性，不仅在于既有积极也有消极的层面，更在于

可能同时存在积极与消极“双刃”影响。首先，出口提振效应“短小”。“悬浮议会”状态下，政治不稳定性和不确定性增加，导致英镑贬值贬值，虽然从积极层面来看，带来了出口企业竞争力提升，但是币值不稳、贸易模式不确定、政府政策不稳定，都将使得出口提升的经济贡献大打折扣，从而很难对经济增长带来实质的积极影响。其次，股市短暂上扬，需守住经济增长这一根本。在英国经济基本面性质不改前提下，悬浮议会带来的复杂影响，从积极一面来看，可能通过利好出口提振股市，但从消极层面看，政治和政策的不稳定和不确定性，如果一旦伤及经济增长，必将最终累及股市。目前来看，英国陷入严重的政治瘫痪的可能性不大，但是如果梅姨不能尽快组成占多数的联合内阁，英国政治的不稳定、政策的不确定和低效率将一直存在，并将带来更加复杂的多层面影响。第三，软脱欧概率增加，稳定信用评级的概率增加。由于英国与欧盟政治经济联系紧密，脱欧硬度越大，原有政治经济联系向新模式转化的过程相对更长，成本更大，难度更大，因此，目前各方普遍预期硬脱欧对英国经济的短中期影响都最大。由此，“悬浮议会”状态下，梅姨硬脱欧几无可能，软脱欧可能性增长，降低了对经济增长的沉重压力，为维护信用评级机构对英国的信用展望和信用评级提供了支持。去年脱欧公投后，信用评级机构纷纷将英国评级展望由“稳定”调整为“负面，穆迪和惠誉更是将英国信用评级下调了一级；今年大选之后，三大信用评级机构对英国评级展望全面转“负”。英国信用评级面临再次下调的关键时刻，此时软脱欧对英国经济短期的稳定作用，有利于增加维护英国信用评级的力量。第四，消极层面多样化、复杂化，需积极应对。“悬浮议会”状态下，不论出现四种结果中的哪一种，都不可能消除政治和政策的不稳定，因而，其对汇市、债市的冲击都将持续存在。同时，在恐怖主义问题没有得到有效解决情况下，悬浮议会的形成进一步加重了地缘冲突，进而直接干扰信用评级转“正”。上述负面影响综合作用，对英国经济增加必将形成持续压力。综合第三、第四点来看，“悬浮议会”在消极和积极层面的综合影响，可能会产生下列三大后果。

## （二）脱欧谈判不确定性增加





“悬浮议会”凸显出英国目前在脱欧问题上各派势力的变化，相应增加了脱欧谈判的变数。由于英国主要政党在脱欧问题上立场各异（表2），悬浮议会导致，未来英国议会各项重要决策，都必然是经由几大政党协商达成。在6月19日开启的脱欧谈判中，新确定的三大谈判议题：人员流动和权力（rights of expats）、英国脱欧需支付费用（financial settlements）、边界问题（separation of borders），并没有解决英国和欧盟在谈判立场上的巨大差异。“悬浮会议”的后续进展，将不断对脱欧谈判形成新的不确定性干扰。

表2 英国主要政党在脱欧谈判中的立场和主要主张

党派	立场和主要主张
保守党	硬脱欧，没交易好过烂交易
工党	软脱欧，支持退出单一市场，希望兼顾脱欧和就业
自由民主党	亲欧
苏格兰民族党	苏格兰独立
北爱尔兰的民主统一党	与欧盟达成全面自贸协定之后再脱欧

资料来源：作者根据相关资料自行整理。

例如，保守党一致坚持将贸易协定谈判与脱欧谈判同时进行，在此问题上，梅姨正在谈判联合组阁的北爱民主统一党也持有类似立场，但是该党立场显然与欧盟立场截然不同。鉴于保守党在谈判开启后的表态，曾提及“没交易好过烂交易”，谈判开启初步确定的三大议题，很难确保在后续谈判中得到顺利推进。又如，由于欧盟与英国在双方人员联系上的紧密关系，人员流动和权力问题，不可避免影响短期就业的变化，而这与工党坚持脱欧与就业兼顾的立场，显然大相径庭。因此，在该议题谈判中，“悬浮议会”带来的政治和政令不稳定，将对该议题及随后的脱欧谈判产生影响。

### （三）英国政策波动性增加

表3 保守党和工党在主要问题上的立场差异

	特蕾莎·梅（保守党）	科尔宾（工党）
脱欧	<p>“没交易好过烂交易”</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>坚持脱欧的公投结果，并大力推进脱欧进程</li> <li>承诺退出欧洲单一市场和关税联盟，寻求与欧盟更稳固深厚的关系</li> </ul>	<p>“未达成任何交易的脱欧是再糟糕不过的”</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>接受公投结果，但不赞成特蕾莎·梅谈判策略</li> <li>渴望保留欧洲单一市场的关税</li> </ul>

		同盟的好处
移民	严苛限制移民 ✧ 减少并控制移民在数万人，针对技术工人短缺行业设计移民政策	灵活对待移民 ✧ 主张脱欧后欧盟公民将不能自由流动，但移民不会成为替罪羊，并将根据经济需要打造移民体系
税收	保证低税率 ✧ 到 2020 年将免税收入上限提高到 1.25 万英镑，更高一档所得税收入提高到 5 万英镑 ✧ 2020 年将公司税税率从 19% 降到 17%	增收税款 486 亿英镑用于教育和保健 ✧ 将 8 万英镑以上收入的所得税税率调高 45%，12.3 万英镑以上的所得税税率提高 50% ✧ 公司税税率从 19% 提高到 21%，下一年提高到 24%，在下一年提高到 26% ✧ 对离岸信托购房征税 15%
能源	重视页岩气行业，限价燃气和电费 ✧ 不得在英格兰建设更多大型风力发电厂 ✧ 支持在英国发展页岩气行业 ✧ 对大部分家用燃气和电费实施限价，对能源成本展开独立调查	重视可再生能源，电力燃气国有化 ✧ 确保到 2030 年实现 60% 能源来自零碳来源或者可再生来源 ✧ 禁止水压裂解技术 ✧ 支持未来的核电项目 ✧ 电力和燃气及网权归国家所有

“悬浮议会”带来的政治和政令不稳定，已经产生并将继续存在。首先，保守党开始调整政策内容。如英国脱欧大臣戴维斯证实，在大选中失去多数党地位后，保守党将对竞选宣言做出调整，包括可能删去此前引起很大争议的税收改革政策。其次，投资者不得不考虑工党领袖科尔宾的商业和经济政策，该党被广泛认为是自 20 世纪 80 年代以来英国主要大党中最左翼的政党。工党的主要经济政策包括提高企业所得税和收入税，8 万英镑以上税率从 40% 提高到 45%，12.3 万英镑以上收入税率提高 50%。将 2018 年企业税从目前的 19% 提升到 21%，2019 年提升到 24%，2020 年提升到 26%。并将最低工资从目前的每小时 6.70 英镑提高到每小时 10 英镑。该党还承诺将公用事业、铁路公司以及皇家邮政系统国有化，还表示将就拆分银行展开磋商。而保守党和工党在主要问题上的立场差异（表 3），必将增加英国政策的波动性。第三，财政走宽的可能性增加。悬浮议会之后，市场各方普遍预期英国央行将保持货币政策稳定。尽管随后英国央行议息会议保持利率不变（维持基准利率在 0.25% 不变，维持 4350 亿英镑



资产购买规模不变，同时维持 100 亿英镑非金融投资级企业债购买规模不变），但是从选票布局来看，加息声音有所增强。为维持英国脱欧面临的各方面改革和不确定性，英国财政政策放宽的可能性大大增加，由此进一步增加债务负担。

#### （四）加剧脱欧的负面经济影响

表 4 英国主要经济指标最新变化

经济指标	变化
GDP (%) 预期	0.2 (不变)
CPI (%)	2.9 (+0.2)
/CPI 核心 (%)	/2.6 (+0.2)
贸易 (百万英镑)	49816 (下降 28)
失业率 (%)	4.6 (不变)
景气指数 (点) (制造业 /服务业)	56.7 (下降 0.6) /53.8 (下降 2)

注：贸易和失业率数据是 2017 年 4 月（与 2017 年 3 月比较）；其他数据是 2017 年 5 月（与 2017 年 4 月比较）

数据来源：wind。

“悬浮议会”进一步增加了英国脱欧的不确定性。目前来看，对英国脱欧本身经济影响的预测普遍负面，如德国经济研究所（German Ifo Institute）就不同脱欧模式的经济影响进行了评估。测算结果显示，无论何种脱欧模式，英国都将付出更高昂的成本。在欧英达成全面的、高水平的自贸协定情景下，欧盟和德国的实际 GDP 在长期均将下滑 0.1%，英国将下滑 0.6%。在谈判破裂、欧英贸易适用 WTO 最惠国税率的情景下，欧盟和德国的实际 GDP 在长期将分别下滑 0.3% 和 0.2%，英国将下滑 1.7%。从对行业的影响看，英国的汽车业、航空制造业和化工产业由于深度融入欧洲价值链体系，受到的冲击将会最大。德国的制药业、汽车业和机器制造业的产值也将会出现显著下滑，但金融服务业和 IT 服务业有望从英国脱欧中获益。在“悬浮议会”状态下，脱欧谈判不确定性进一步增加，其对经济增长的负面影响，有可能进一步增长。目前来看，这种负面影响在宣布提前大选之后，已经在一些领域开始出现（表 4）。尽管预期 GDP 连续三个月保持不变，但该数字在梅姨宣布启动脱欧谈判的 2 月就从 0.4% 降到了 0.2%。其它主要经济指标中，除失业率保持不变，通胀继续增长，景气和贸

易数据都有不同程度的下降。

#### （五）国际环境雪上加霜

6月美联储议息会议决议，再次加息0.25；尽管与市场普遍预期一致，英镑仍然被动下行。如果下半年美联储如期加息，不论最终是一次还是两次，市场信心和反应都将一再强化，对企业和资本的吸引力也将一再提升；加上，日本央行如果经济评估明确经济“转向温和扩张”，英国央行货币政策维持目前宽松的难度将大幅上升，英镑将不断被动承压，债市压力也将进一步增长。在全球贸易尚未企稳，全球投资竞争进一步激化的背景下，“悬浮议会”有可能将深陷“政治、政策不稳”和脱欧谈判“前景不明”双重压力之下的英国经济，推入更加复杂而艰难的境地，建议密切关注脱欧谈判进展和“悬浮议会”后期结果。