

研究  
信息

2016 年第 59 期

2016.6.27

执笔：罗宁

luoning.cs@icbc.com.cn

## “非理性”脱欧与“黑天鹅”乱局

——2016 年 6 月英国公投及国际金融市场走势述评

## 要点

- 6 月 24 日，英国脱欧公投结果出炉，51.9% 的选民投票支持脱离欧盟。一直以来，英国在欧洲一体化进程中承受着多方面压力，这样的结果虽是意料之外，却也是情理之中，但公投结果公布并不意味着英国立即就会脱离欧盟，未来还有很大变数。
- 近一个月，随着投资者预期与情绪跌宕起伏，国际金融市场一波三折。从此前民调结果偏向“脱欧”引发恐慌情绪，到女议员被刺身亡事件激发民意扭转导致市场多空反转，再到公投结果公布，最终成为全球金融市场“黑天鹅”。
- 展望未来，脱欧将对英国经济和欧盟经济造成较明显的负面影响，欧洲一体化进程面临较大冲击。英国自身未来也可能面临“脱英”热潮。在此背景下，欧洲民粹情绪可能将被进一步激化。这对于尚未陷于恐怖主义袭击阴影、难民危机持续发酵的欧洲区域而言，影响可能更为深远。

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。

6月24日，英国公布了就未来是否退出欧盟举行全民公投的投票结果，最终有51.9%的选民投出了“Leave”票。这样的结果虽是意料之外，却也是情理之中。近一个月时间里，国际金融市场在英国公投事件的影响下跌宕起伏。世界官方外汇储备币种结构中排第三位的英镑，对多数货币汇率大幅波动，英国股市、欧洲股市深度调整。随着各种民调结果的陆续发布，“留欧”与“脱欧”两大阵营辩论的不断激化，特别是某些突发事件的出现，市场投资者的情绪犹如“坐过山车”般变化。虽然在法理上，公投结果并不意味着英国就真的脱离欧盟，但由此引发的连锁反应却会对欧洲一体化进程造成较大影响，欧洲未来的前景令人忧虑。

## 一、“非理性的”公投结果：意料之外、情理之中

此前，对于6月23日英国脱欧公投，有不少市场评论人士指出，这次公投仅仅是一场“闹剧”，是政客们利用选民“非理性”情绪进行了一场政治博弈。在公投开始前，为了争取更多选民支持留欧，英国首相卡梅伦发表电视讲话，除了一再强调了脱欧将对英国经济社会带来严重冲击、造成安全威胁之外，甚至发出了“是英国人就不脱欧”的呼唤。但6月24日最终公布的公投结果却出乎多数人的预料：“Leave”1741万票比“Remain”1614万票——51.9%的选民支持脱欧，48.1%的选民支持留欧。

事实上，在2015年希腊全民公投之时，也有不少人认为是一场闹剧，但最终希腊选民在是否接受国际债权人的新一轮救助提议时选择了“No”。这个“No”并不意味着，希腊人不知道拒绝救助议题可能进一步激化与国际债权人的矛盾，甚至导致希腊债务危机再次恶化。但危机前后社会福利的明显变化以及严重的高失业率，让希腊选民只能在“两害相权取其轻”，以表达对当前状况的不满。这一次，英国选民在留欧还是脱欧的投票中选择了“Leave”，也并非英国人不知道脱欧对经济发展和社会安全带来的冲击。但“家家有本难念的经”，“脱欧”虽然意料之外，却是情理之中。



不同于此前由经济金融危机或者地缘政治危机引发多轮考验的其他欧洲国家，英国近年来经济复苏步伐稳固。作为老牌强国，英国并未面临重大外部冲击，内部政局相对稳定。但身为欧盟第二大经济体，尤其作为曾经的“日不落帝国”、欧洲甚至全球历史的秩序制定者，英国在欧洲一体化进程中承受着多种压力。尤其是在近年来出现的欧债危机、难民危机等，让英国“疑欧”情绪始终不散。欧洲经历债务危机之后向政治一体化推进的趋势，更加剧了英国的担忧，脱欧或是其不得以而选择的一条退路。

需要指出的是，虽然卡梅伦在公投结束后立即宣布辞去首相一职，但公投结果的公布却并不意味着英国立即就会脱离欧盟。从法理上看，英国公投结果对政府和议会没有法定约束力，并不直接形成脱欧的立法效果。考虑到目前的执政党和议会多数人仍然支持留欧，可以预判，即便英国真的脱欧，也将经历至少两年时间的脱欧程序以及异常复杂的博弈过程。我国财政部长楼继伟指出，“英国脱欧仅是开启了谈判进程，未来还有很大变数”。

## 二、“情绪性的”国际金融市场：多空反转下的博弈大戏

近一个月时间里，随着投资者对英国公投事件预期与情绪的跌宕起伏，国际金融市场一波三折。从此前民调结果偏向“脱欧”引发投资者恐慌情绪，到女议员被刺身亡事件激发民意扭转导致市场多空反转，再到公投结果陆续公布引发又一波恐慌情绪。随着公投结果出炉，最终成为全球金融市场的“黑天鹅”事件。

### （一）民调结果偏向“脱欧”引发市场恐慌情绪

在经历了希腊公投、苏格兰公投等事件后，市场一开始对英国公投并未给予过多关注。加之 IMF、OECD、英国财政部以及众多国际投行通过详尽测算，认为“脱欧”将重创英国经济，显然是小概率事件。受此影响，2016年初至4月份英镑汇率、英国股市指数总体呈现稳步上行趋势。但随着公投临近，各种民调机构发布的调查结果让市场大跌眼镜。IG Group 电话民调结果显示，42%的选

民支持留欧，45%的选民支持脱欧。另据益普索——莫里市场调研公司的民调显示，除去尚未做出决定的选民，支持脱欧的人占比高达53%。对于脱欧成本的判断，也出现了不同的声音。脱欧阵营的经济学家认为，脱欧的经济利益会超过经济成本，带动英国社会福利提升。

在出乎预料的民调结果以及悄然转向的社会舆论影响下，英国乃至整个欧洲金融市场迅速调整。5月31日至6月16日，英镑对美元汇率下跌了3.4%，英镑对欧元汇率下跌了4.2%。6月9日至16日，英国富时100指数下跌了8.2%，STOXX欧洲50指数跌幅达7.4%，德国、法国股市指数也出现类似跌幅。此前，英国央行行长卡尼已将脱欧公投事件称为英国国内金融稳定面临的“头号风险”，并有一定潜力放大预先存在的金融稳定性风险。英国乃至整个欧洲的金融市场走势，在较大程度上也验证了卡尼的判断。国债作为一项传统避险产品，也曾一度受到追捧。5月31日至6月16日，英国5年期、10年期国债收益率下降了26.9、32.1个基点，创近三年内的新低。

### **（二）女议员被刺身亡事件扭转市场投资者情绪**

然而，6月16日英国留欧阵营的女议员乔·考克斯被刺身亡，这一突发事件成为社会舆论再次转向的导火索。前一阶段处于所谓“中间派”的选民，似乎受此影响倒向留欧阵营，而多项民调也显示两大阵营优势对比出现明显变化。随之而来的是，英镑汇率、英国股市的迅速反弹。四个交易日内，英镑对美元汇率、对欧元汇率分别上涨了4.1%和3.2%，英国富时100指数、STOXX欧洲50指数分别上涨了7%和8.1%，其他欧洲国家股票指数也迅速收复跌势。与此同时，流入英国国债的避险资金迅速流出，国债价格明显下降，收益率快速上行。截至6月21日，英国5年期、10年期国债收益率较6月16日分别上涨了18.6、18.3个基点。

### **（三）脱欧“靴子落地”成为全球金融市场“黑天鹅”**

6月23日英国脱欧公投正式开始后，脱欧阵营的持续领先让市场再次嗅到了不一样的味道。24日公投结果陆续公布时，英镑对美元汇率、对欧元汇率大



幅下跌，盘中跌幅曾一度分别达到 11.8%、8.4%，创下历史最大跌幅。此后，虽有小幅回升，但截至收盘仍然分别下跌了 8.9%、6.4% 至 1.3675 美元/英镑、1.2297 欧元/英镑，创历史新低。英国富时 100 指数盘中跌幅曾达 8.7%，尾盘跌幅收窄至 3.2%。值得关注的是，欧洲其他经济体股市跌幅甚至远大于英国股市，STOXX 欧洲 50 指数当日跌幅 6.7%，西班牙 IBEX35、意大利 ITLMS 指数分别下跌了 12.4%、11.8%，法国 CAC40、德国 DAX 指数分别下跌 8%、6.8%。

### 三、敢问路在何方：英国脱欧公投对欧洲的影响展望

#### （一）脱欧将对英国经济和欧盟经济造成较明显的负面影响

根据英国财政部发布的报告，英国脱欧可能采用 EEA 模式（例如挪威）、双边协定模式（例如瑞典、加拿大）、WTO 模式（例如俄罗斯、巴西）。这三种模式将分别导致英国 GDP 在未来 15 年下降 3.8%、6.2%、7.5%，造成人均 GDP 的损失依次为 1100 英镑、1800 英镑、2100 英镑。根据 IMF 最新发布的全球经济展望报告，英国 2016 年经济增长预期由 2.2% 下调至 1.9%，英国脱欧公投增长预期下调的主因。高盛集团认为，英国脱欧可能引发“英镑危机”，英镑可能将再度出现 20% 的大幅贬值。日本野村证券警告脱欧或将使英国经济陷入衰退，GDP 增速跌幅或达 2%。瑞银也认为在脱欧后英国经济增速跌幅在 0.6% 至 2.8% 区间内。花旗银行警告，脱欧后至 2030 年，英国可能将有 75000 人面临失业。

对于欧盟而言，英国脱欧意味着其将失去组织内的第二大经济体，大约 3 万亿美元 GDP。在欧盟年度预算总额中，英国上缴规模贡献仅次于与德法两国，排在第三位，占总预算的 12.5%。英国脱欧相当于把欧盟年度预算抽调了一根顶梁柱，由此带来的连锁反应可想而知。英国脱欧对欧洲国家最直接的影响体现在贸易投资方面。Bertelsmann Foundation 智库测算，英国脱欧引发的贸易和投资将造成欧洲国家收入大幅下滑，这将是欧盟遭遇的最严重打击。OECD 在最新发布的报告中指出，到 2018 年欧洲其他经济体将遭受明显冲击，其中爱尔兰、卢森堡、荷兰、瑞士、挪威遭受影响最大，奥地利、比利时、丹麦、德国、芬

兰、法国、希腊、西班牙和瑞典将遭受中等程度冲击，捷克、爱沙尼亚、意大利、匈牙利、波兰、葡萄牙、斯洛伐克和斯洛文尼亚受到的冲击相对较小。2018年整个欧洲经济体GDP增速将下降1个百分点。6月24日，国际评级机构穆迪将英国主权信用评级展望从“稳定”下调至“负面”。

## **（二）英国脱欧将对欧洲一体化进程造成较大冲击，甚至可能产生连锁影响**

全球金融危机与欧债危机爆发至今，欧洲一体化进程遭遇了一轮又一轮惊险考验。尽管推出了包括欧洲银行业联盟在内的一系列措施力图继续推进欧洲一体化，但欧元区成员国在财政与货币政策方面的矛盾、欧盟内部对政策走向的争议与利益博弈，以及持续发酵的难民危机，让这个目前最大的经济体联盟前景不容乐观。英国脱欧公投的结果，再次给欧洲一体化进程带来较大冲击。

虽然即便现任执政党致力于推动脱欧进程也至少需要两年时间，但英国脱欧对欧洲一体化进程的冲击却已经显现。英国国内脱欧阵营在本次公投中取得胜利，极大地助长了欧洲其他国家内部“脱欧”阵营的势头。2016-2018年，有超过20个欧洲国家将进行大选，欧洲区域可能将进入政治风险高发阶段。近期，瑞士议会投票决定撤回加入成为欧盟永久成员的申请，在一定程度上反映出人们对欧洲未来前景的忧虑。

此外，英国脱欧对欧元的冲击更值得关注。作为当前世界上唯一一个具有法定地位、可流通的超主权货币，欧元是欧洲一体化进程中的关键载体。近年来，由于欧债危机、希腊“退欧”风波等，欧元地位已经受到明显影响。英国脱欧更让欧元雪上加霜。6月24日，英国公投结果宣布后，欧元对美元汇率曾一度下跌4.5%。随着英国脱欧引发欧洲地缘政治动荡，欧元的货币基础将面临严峻考验。

## **（三）英国脱欧未来可能引发“脱英”热潮、激发民粹情绪**

6月24日公布的公投结果显示，苏格兰有62%的选民支持留欧，北爱尔兰也有55.8%的选民支持留欧。2014年，苏格兰曾就是否脱离英国举行全民公投。虽然当时投票结果决定继续留英，但苏格兰领导人也曾表示，如果英国选择脱



欧，则可能再次发起“脱英”公投。由此可见，英国脱欧很可能将引发苏格兰的第二次公投独立。同样，对于倾向留欧的北爱尔兰也有可能发起“脱英”公投，进而向欧盟靠拢。在英国脱欧、以及未来可能出现的苏格兰、北爱尔兰“脱英”影响下，欧洲民粹情绪可能将被进一步激化。这对于尚未走出陷于恐怖主义袭击阴影、难民危机持续发酵的欧洲区域而言，影响可能更为深远。

图1 主要货币汇率走势图

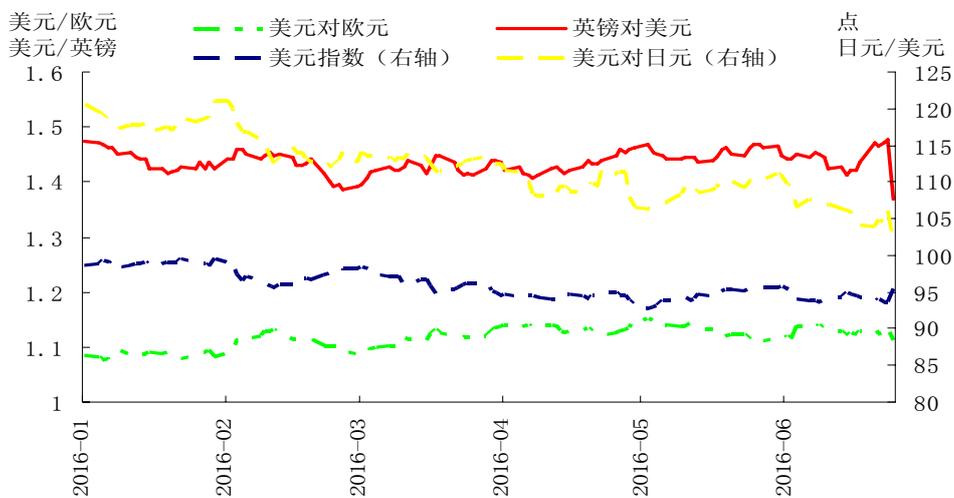


图2 全球主要股指走势图

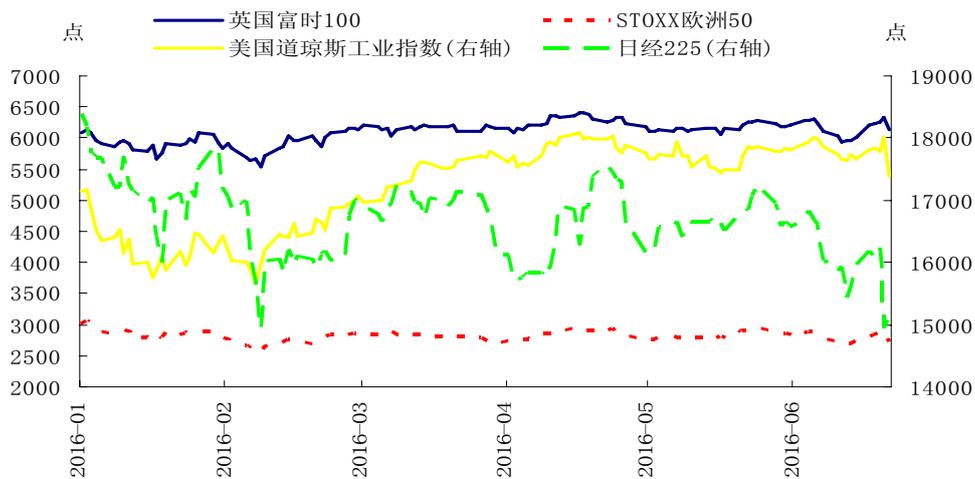


图3 全球主要大宗商品走势图

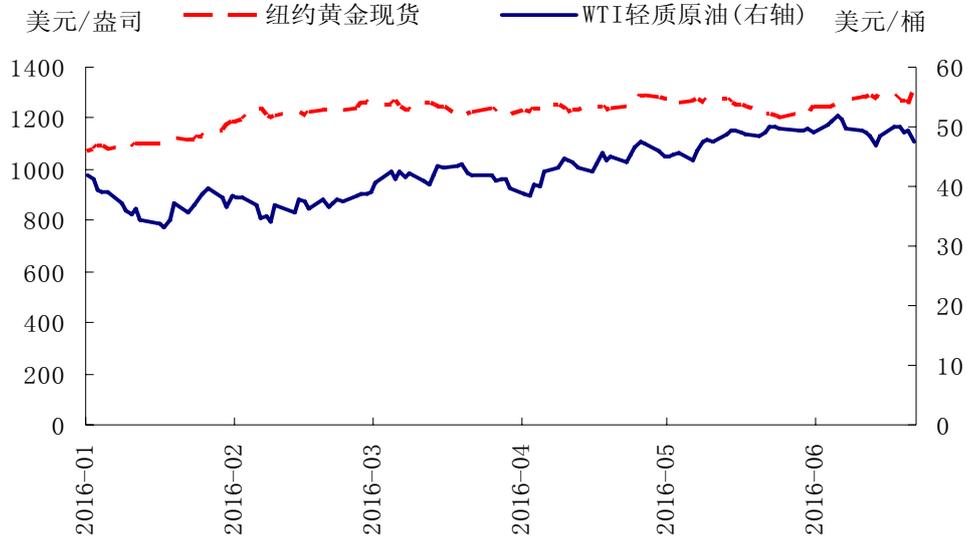


图4 部分国家国债收益率走势图

