

# 研究报告

2016年第67期

2016.7.18

执笔人：熊园

yuan.xiong@icbc.com.cn

## 英国脱欧中长期利好人民币国际化

### 要点

- 英国脱欧将导致全球经济复苏步伐放缓，全球低利率政策负重前行；也将导致欧洲一体化进程受阻，欧洲乃至全球政局不稳定加大。中长期看，现行全球政经秩序格局已然被打破，随之而来的是漫长重构。
- 货币作为一国或地区政治话语权和经济实力的有力表征，脱欧后英国与欧盟政治与经济影响力下降的同时，英镑和欧元贬值压力加大，国际地位将被削弱。
- 英国脱欧短期内会使得人民币汇率承压，打乱人民币国际化步伐；中长期看，伴随英镑欧元的衰落，人民币崛起迎来了大契机，未来国际货币格局将是美元与人民币共舞。

**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。

2016年6月24日英国公投脱欧，结果出乎很多人的意料，是个成色十足的“黑天鹅”事件。作为老牌帝国，英国是欧盟第二大经济体、全球第五大经济体；作为全球第一大外汇市场、第二大债券市场、第三大股票市场，伦敦是全球不可或缺的国际金融中心；作为昔日霸主，英镑历来是主要国际货币。肩负这般“荣耀”，英国此番退欧注定给全球带来剧烈冲击。

## 一、英国脱欧重构全球政经秩序

毋庸置疑，无论是短期还是长期，英国脱欧都将成为影响全球政经秩序演化的重要因素。短期的冲击效果从公投当天全球金融市场的波动便可见一斑，中长期看，现行全球政经秩序格局已然被打破，随之而来的是漫长重构。

一方面，英国脱欧导致全球经济复苏步伐放缓，全球低利率政策负重前行。自2008年美国金融危机以来，世界经济经过多年深度调整，开始逐渐步入复苏态势。得益于良好的经济数据，2015年12月美联储启动了过去十年来的首次加息，市场也普遍认为2016年美联储至少还会加息一次；国际货币基金组织4月发布的《世界经济展望》显示，2016年全球经济将持续向好，增速有望达到3.2%，其中发达经济体和新兴市场经济体的增长率分别为1.9%和4.1%。然而，英国公投脱欧后，事情立马发生了变化：其一，美联储加息概率已经大大降低，加息步伐或就此停住；其二，受制于日元被动大幅升值，日本央行“负利率”政策料将继续；其三，整个欧元区经济复苏力度本就疲弱，对于英国和欧盟来说，脱欧注定是个双输的局面，经济前景也将变得更加黯淡，货币政策进一步宽松是大概率事件。

欧盟是英国第一大出口目的地，同时也是英国第一大进口来源地，脱欧后双方既有的贸易协议、法律依据等将被打破。正式脱欧后，英国与欧盟的关系可能会出现三种形式，即挪威模式、瑞士模式和完全脱离欧盟模式（WTO框架）。三种模式下，非关税壁垒都会显著提高，英国收入水平将被拉低，欧盟各国也将遭受冲击。有研究表明，即使考虑脱欧带来的财政效益，挪威模式和瑞士模式将使得英国人均收入下降1.3%，WTO规则下则为2.6%；而与英国经贸往来密切的爱尔兰、荷兰、比利时等国，损失程度最高可能达到近3%。

另一方面，英国脱欧导致欧洲一体化进程受阻，欧洲乃至全球政局不稳定加大。一是英国政局不稳，可能面临分裂。包括英国首相在内的不少政府要员



已相继辞职，与欧盟就脱欧展开谈判将是新任“班子”的首要任务也是巨大考验。此外，公投结果显示苏格兰和北爱尔兰的选民均支持留欧，英国脱欧可能会导致苏格兰和北爱尔兰选择独立。二是脱欧使得反欧情绪进一步蔓延，可能引发示范效应，其他欧盟国家或许也将举行脱欧公投。三是未来更多国家将以退欧“要挟”以实现自身诉求，各国将面临欧盟凝聚力下降和欧洲一体化进程倒退的严峻挑战，欧盟的国际地位和影响力也将大大下降。四是受英国脱欧的外溢效益影响，可能促使贸易保护主义和民粹主义抬头，加大全球地缘政治风险，特别是本身政局不稳的新兴市场国家将受到严重波及。

此外，根据欧盟订立的《里斯本条约》，英国有两年的时间与欧盟达成脱欧协议。由于需要协商的问题远非一纸决定那么简单，两年内完全协商一致的难度很大。这也意味着，接下来的数年时间英国与欧洲的政治与经济都将面临相对长期的不确定性。与此同时，难民问题和恐怖主义等引致英国公投脱欧的要因，短期内尚看不到消除的迹象。随着英国脱欧，未来难民问题和恐怖主义将越发成为扰动欧洲政局稳定的主要矛盾。

## 二、英国脱欧削弱英镑欧元地位

货币作为一国或地区政治话语权和经济实力的有力表征，脱欧后英国与欧盟政经影响力下降的同时，英镑和欧元贬值压力加大，国际地位将被削弱。

一方面，**英镑、欧元汇率持续承压，波动性加剧**。6月24日公投当天，英镑一度跌去11%，欧元兑美元最高贬值4.5%。随后三周内，英镑、欧元虽有所企稳，但总体仍是贬值态势。英国与欧盟开启脱欧谈判的数年内，英镑与欧元还将一直承压，汇率波动性也将明显加大。币值稳定是一国货币发挥国际货币职能的重要条件，未来英镑、欧元的储备货币职能将就此受到明显制约。

另一方面，**伦敦的国际金融中心地位下降波及英镑，欧盟的影响力下降波及欧元**。对于英国来说，脱欧的最大代价或许是伦敦逐步丧失国际金融中心地位，进而导致英镑国际地位下降。其一，英国是典型的外商投资流入国，近年来，全球和欧盟英国对FDI均为净流入，欧盟贡献了近20%。退欧后欧盟对英国进行投资的便利性将下降，资本外流成为了英国不得不承受的冲击。其二，国际上主要的金融金机构之所以在英国开设分支，不少机构还把总部落在伦敦，除了英国强大的金融实力和完善的金融基础设施外，英国是欧盟成员国的因素

不容忽视。有调查显示，在伦敦设立分公司的金融机构中，40%以上是想借助英国开拓欧洲市场。脱欧后伦敦的吸引力将大大降低，众多金融机构或就此撤出。据报道，德国已经明确表示，英国脱欧后不会把德意志交易所与伦敦证交所合并后的总部设在伦敦。

对于欧盟来说，英国、德国和法国是三根“顶梁柱”，缺一不可。如前所述，英国脱欧使得欧盟失去了得力的“左膀右臂”，导致欧盟凝聚力下降和欧洲一体化进程倒退，进而削弱欧盟的国际影响力。稳定的、团结的、强大的欧盟是欧元的有力保障。虽然英国脱欧给欧盟敲响了警钟，可能促使欧盟内部更加团结，助推欧盟加快自身改革。然而，在未来较长时间内，欧盟内部将一直陷入困境，欧元区还不排除被解体的可能，欧元的国际地位受到较大冲击在所难免。

### 三、英国脱欧利好人民币国际化

乱世出英雄。英国脱欧虽然短期内会使得人民币汇率贬值压力加大，伦敦国际金融中心地位的下降也会导致人民币国际化在欧洲的既有部署受到影响，但中长期看，伴随英镑、欧元的衰落，人民币崛起迎来了大契机，未来国际货币格局将是美元与人民币共舞。

一方面，短期看，英国脱欧将打乱人民币国际化步伐。人民币汇率承压是英国脱欧给我国带来的最直接冲击。英国公投脱欧不到一个月的时间内，人民币累计贬值幅度已经超过2%，人民币兑美元中间价逼近6.7关口，创下自2010年11月以来新低。基于对人民币篮子货币的大体测算，预计年内将贬至6.8-6.9，甚至冲破7的关口。然而，必须认清的是，人民币这轮贬值主要是受外部因素所致，属于被动性的、策略性的贬值。被动性贬值体现为按照“收盘价+一篮子货币”的中间价报价机制，基于英国公投脱欧后主要货币的汇率走势，人民币贬值属于“被动挨打”，但顺理成章；策略性贬值则体现为自2015年下半年以来，人民币汇率一直存在阶段性贬值压力，需要货币当局相机抉择、渐次释放。虽然短期人民币贬值压力不减，但并不意味着人民币会发生断崖式、趋势性的贬值，中长期看人民币升值的动力仍在。

近两年人民币国际化进程明显提速，其中一个突出特点是“英国标签”频现，包括与英格兰央行签署货币互换协议，在伦敦设立人民币清算行，人民币与英镑实现直接可兑换，在英国发行首支人民币国债等。随着英国不再是欧盟



成员国和伦敦国际金融中心地位的逐步下降，中英“蜜月期”势必受到影响，我国也将被动寻求布局欧洲的新支点。所幸的是，法兰克福、巴黎、卢森堡等其他欧洲金融中心与伦敦竞争人民币离岸中心由来已久，中英“失宠”或许中欧“得福”。

另一方面，中长期看，人民币将迎来崛起的大契机。“机会往往是跌出来的。”这句股市的经典话语也适合人民币国际化。人民币的崛起，必然意味着美元、欧元、日元、英镑等其他主要货币地位的下降。英国脱欧拖累英镑、欧元，可谓人民币国际化的“天赐良机”。与此同时，英国脱欧也将加深人民币与英镑、欧元的合作，特别是欧元与人民币的合作。自 1999 年正式流通以来，欧元在国际货币体系中的影响力不断提升，并已成了全球第二大货币，也是美元霸主地位的最有力挑战者。但十几年过后，欧元至今未对美元构成实质性“威胁”，世界上大部分跨境贸易仍是以美元计价，全球央行的储备中美元资产占比超过六成，外汇市场中涉及美元的交易也高达 80%。此次英国脱欧，为防止欧元国际影响力不被弱化，在已经开展诸多合作的基础上（包括欧央行与我国央行签署货币互换协议、人民币与欧元直接可兑换等），欧元进一步联手人民币将是不二之选。

展望国际货币格局的演变趋势，美元主导地位依旧难以动摇，欧元、日元、英镑趋于弱势，人民币强势崛起。我国当局应审时度势，顺势而为，稳妥推进人民币国际化。短期内的主要目标是有序释放人民币贬值压力，逐步完善人民币中间价报价机制，增强人民币汇率弹性；中长期需致力于为人民币国际化创造更多有利条件，保持人民币汇率稳定，以欧洲为突破口并以加入 SDR 为契机，全面提升人民币国际化水平。