

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：赵雪情 中国银行研究院
瞿亢 中国银行伦敦分行
张明捷 中国银行法兰克福分行
电话：010 - 6659 4065

签发人：陈卫东
审稿：钟红 廖淑萍
联系人：梁婧 叶银丹
电话：010 - 6659 4097

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

英国脱欧进程的发展前景、经济影响与金融变局*

英国脱欧历时数年，政治和社会陷入空前分裂，不确定性严重拖累了经济前景。10月31日截止日期将近，英国脱欧谈判实质性进展有限，首相约翰逊“与其继续留欧，毋宁死在阴沟”的强硬态度引发市场广泛忧虑。综合来看，英国延期脱欧仍是大概率事件，不确定性将继续拖累英欧经济基本面。目前，面对英国脱欧风险，金融业已进入“备战”状态，采取多方位预防和应对措施，欧洲金融秩序正在重塑。

英国脱欧进程的发展前景、经济影响与金融变局

英国脱欧历时数年，政治和社会陷入空前分裂，不确定性严重拖累了经济前景。10月31日截止日期将近，英国脱欧谈判实质性进展有限，首相约翰逊“与其继续留欧，毋宁死在阴沟”的强硬态度引发市场广泛忧虑。

一、英国脱欧或将再度延期

大限将至，英国脱欧仍陷僵局。2016年公投以来，英国脱欧进程一波三折（表1）。继2018年11月梅政府与欧盟就脱欧协议达成一致以来，英国脱欧实质性进展有限，国内陷入严重分裂局面。英国议会三度否决脱欧协议，特蕾莎·梅辞去首相职务，英国脱欧一再延期。2019年7月，鲍里斯·约翰逊接任保守党党魁及英国首相，迅速完成组阁并重启对欧谈判，秉持“与其继续留欧，毋宁死在阴沟”强硬态度与策略，尝试通过延长议会休会期来摆脱议会钳制，无协议脱欧风险引发市场广泛忧虑。10月31日大限将至，英国脱欧进程“停滞”，约翰逊政府依然面临与梅政府时期相似的困境。

表 1：英国脱欧进程大事记

关键日期	主要事件
2016年6月23日	英国脱欧公投，民意脱欧（51.9%支持，48.1%反对）
2017年3月29日	英国首相特蕾莎·梅触发《里斯本条约》第50条声明，英欧启动为期两年的脱欧谈判
2017年6月	英欧正式开启脱欧谈判
2017年12月	英欧达成第一阶段共识，英国同意支付欧盟“分手费”，双方同意进行第二阶段英欧未来经贸合作伙伴关系讨论
2018年3月	英欧达成脱欧过渡期政治共识，过渡期至2020年12月底
2018年7月	英国发布《英国与欧盟未来关系白皮书》（《脱欧白皮书》），作为后续谈判主要指导性文件，确定英国“软脱欧”立场
2018年11月	英欧达成脱欧协议草案（脱欧白皮书细化内容）
2019年1月15日	英国议会否决英国前首相梅的脱欧协议

2019年3月12-14日	英国议会第二次否决脱欧协议，并通过动议排除无协议脱欧，支持延期脱欧
2019年3月29日	英国议会第三次否决脱欧协议
2019年4月11日	欧盟与英国达成一致，英国脱欧延期至10月底
2019年5月24日	特蕾莎·梅宣布将于6月7日辞去首相职务
2019年6月8日	英国保守党党魁暨新首相竞选开始
2019年7月23日	英国前外交大臣鲍里斯·约翰逊成为保守党新党魁
2019年7月24日	约翰逊正式接任英国首相，迅速完成组阁，重启对欧谈判
2019年8月28日	约翰逊提请女王延长议会休会期至10月14日，并获得批准
2019年9月4-9日	防止无协议脱欧法案成为英国法律，议会两度否决约翰逊关于提前全国大选的动议
2019年10月31日	英国脱欧最新截止日期

资料来源：作者根据公开信息整理。

英欧谈判受阻，关键在于北爱尔兰问题。英国在脱欧关键问题北爱尔兰担保协议上有两点核心诉求：一是要求欧盟删除脱欧协议中的北爱尔兰担保协议，避免英国长期受困于欧盟监管和贸易规则。二是希望通过其他方案替代北爱尔兰担保协议。然而，当前英国对于脱欧、爱尔兰边界问题的意见严重分裂，难以协调统一提出切实可行的解决方案。欧盟则在北爱尔兰担保协议问题上坚持如果英国无法提出有效替代方案，就不会与英国重启脱欧协议谈判。英国脱欧进程由此陷入两难局面。

2019年7月以来，英国硬脱欧风险“先扬后抑”。过去一段时间，约翰逊首相一再表示，不论在任何情况下英国一定会在10月31日脱离欧盟。同时，约翰逊政府制定包括“翠鸟行动救助计划”等在内的多项措施，应对可能的无协议脱欧，缓冲负面经济冲击。市场调查显示，英国无协议脱欧概率一度从30%跳升至35%，创两年来最高值。然而，随着英国议会“反扑”，9月6日通过旨在防止无协议脱欧的法案，并于9月9日获得女王批准成为具有约束力的法律文本，英国硬脱欧风险显著下降。若10月19日前英国政府既无法与欧盟达成脱欧协议，也无法推动无协议脱欧获得议会批准，则须向欧盟申请延期脱欧，将脱欧截止日期由目前的2019年10月31日延长至2020

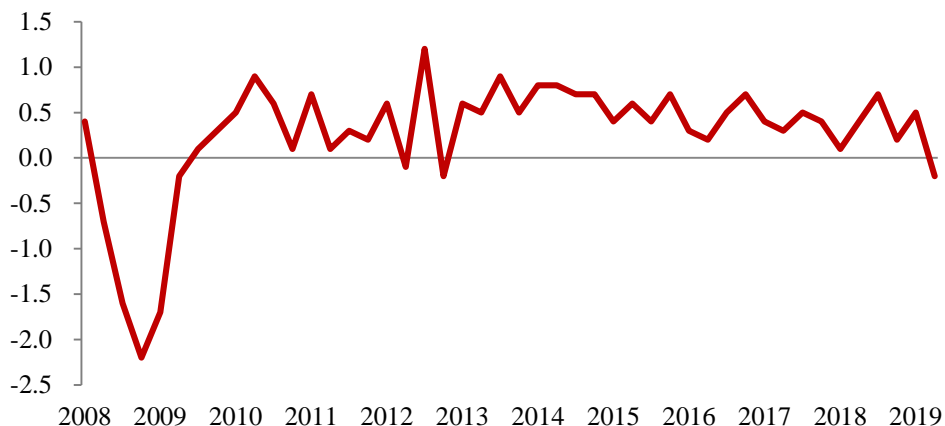
年1月31日；若10月19日后议会批准脱欧协议或者批准无协议脱欧，英国政府可以选择撤回或修改延期申请。

综合来看，英国或将再度延期脱欧。尽管除硬脱欧以外的各种选项依然存在，但延期脱欧仍是大概率事件。这主要出于四点原因：一是法律约束，约翰逊政府在无法与欧盟达成协议的情况下须根据英国法律向欧盟申请延期。二是议会掣肘，约翰逊关于提前大选的提议连续两次被议会否决，在失去议会多数地位的情况下约翰逊政府脱欧策略的推行必然受阻。三是关键矛盾短期难以化解，英国在北爱尔兰边界问题上尚未达成可行的替代方案，获得欧盟让步的可能性较小。四是欧盟反对无协议脱欧立场，尽管欧盟表态强硬，不愿重启谈判，但也反对英国无协议脱欧，考虑到近期欧盟经济低迷形势以及德国、法国等说辞柔化，欧盟料将对英国延期脱欧持开放态度。

二、英国硬脱欧潜在冲击堪比经济危机

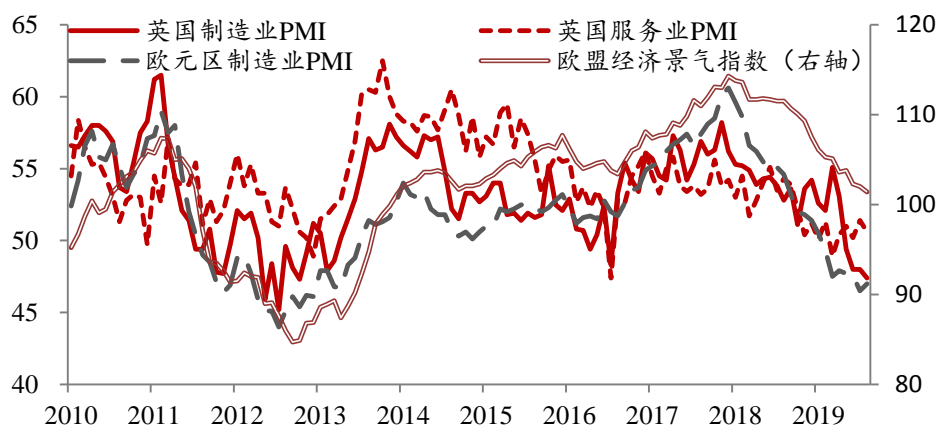
2019年，英欧受脱欧进程不确定性拖累，经济基本面走弱。英国脱欧进程波折不断，不确定性成为主题词，严重削弱投资与消费信心，拖累欧洲经济增长。2019年第二季度英国GDP环比下降0.2%（图1），近期公布的8月制造业PMI在荣枯线下方（图2），整体经济活动处于萎缩状态。英镑贬值在一定程度上推升原材料进口成本，导致通胀水平近期跨过2%的目标值。理论上，央行应通过小幅收紧货币政策，抑制中期通胀继续上升。但由于脱欧进展仍不明朗，英央行仍需预留充足政策调整空间应对可能发生的无协议脱欧。据英国央行预测，在无协议脱欧情形下，英国经济总量将萎缩5.5%；据IMF预测，在WTO情景下，英国失去欧盟市场的任何优惠准入，英国实际产出长期将下降5%-8%（人均损失约在1700英镑到2700英镑之间）。另一方面，欧洲外有贸易摩擦之忧，内有英国脱欧之患，内外夹击下复苏进程雪上加霜。8月欧元区制造业PMI连续7个月低于荣枯线，欧盟经济景气指数跌至101.4，为2014年以来最低水平。根据IMF、欧盟委员会预测，2019年欧盟经济增长将为1.3%-1.4%，创2014年以来最低水平。

图 1：英国经济环比增长（%）



资料来源：英国统计局。

图 2：英国、欧洲经济景气状况



资料来源：欧盟统计局，英国统计局。

英国脱欧特别是无协议脱欧，其潜在冲击堪比经济社会危机，可能出现以下状况：

第一，经贸关系退回至 WTO 框架，可能引发短期市场混乱。英国与欧洲大陆国家在贸易、金融服务、工业、农业、能源、物流、科技和信息服务以及公共事业等各领域关系紧密。一旦英国无协议脱欧，10 月 31 日后英国和欧盟贸易将遵循 WTO 规则，相互征收与其他国家同等的进出口关税，实施同等的双边贸易限制，金融及其他服务行业也将受限，人员不能自由流动。WTO 规则允许成员国对贸易伙伴采取的优惠政策空间较小，英欧双方有待重新签订特别的双边贸易协定。无协议脱欧伊始，英国与欧

盟将立即设立税收关卡，流通商品均需缴税，欧盟远程销售登记限额随即失效，主要口岸货物流通将因海关边防检查而滞缓，英吉利海峡货车通过速率可能降低 40%-60%，影响双方企业生产周期和原定业务规划，甚至造成市场混乱，可能出现食品、燃料短缺、供应链中断、公共秩序混乱等紧急状况。双方顿失区内优势，贸易量势必短期锐减，英欧经济蒙受巨大损失。以德国为例，2015 年至 2018 年德国商品出口总量增长 11%，而自 2016 年公投以来德国对英国商品出口连续下降，较此前的 2015 年萎缩了 7%。此外，英国对其他国家和地区的经贸关系也面临重塑难题，将带来一系列连锁反应。

第二，英欧法律法规断崖式分离，相关服务不得不中断。 欧盟规定了数以万计的法规和条款，这些法规涉及内容包罗万象，大到国际协定、市场监管、生产标准，小到卡车司机工作时间以及渔网规范等等。一旦英国无协议脱欧，英欧间法律服务、客户数据共享等将会中止。目前，英国和欧盟对于脱欧后双方公民在对方领土的权益也未有具体安排，身在对方国家的工人、学生、旅客等将顿失保障。欧盟强硬表示，硬脱欧后欧盟单一市场将大幅缩小对英国的开放程度，英国将被视为“第三国家”，英欧双方都将面临巨大的法律风险。

第三，部分行业遭受严重冲击，双方企业成本压力陡然上升。 英国与欧盟在产品供应链、监管规则等方面联系紧密，如果缺乏过渡期安排，化工、食品、制造业将受到较为严重的负面影响。以汽车行业为例，2018 年英国汽车总产量为 152 万辆，其中 124 万辆出口至全球其他国家（占总产量的 82%），欧盟市场约占 52.6% 的份额。在无协议脱欧情形下，英国汽车行业至少面临两方面不利影响：一是关税成本上升，英国汽车行业海外竞争力下降，在 WTO 规则下汽车出口关税约为 10%。据英国制造商和贸易商协会（SMMT）估计，在英欧未达成贸易安排情形下，英国每辆新车出口的平均成本将上升 2700 英镑。二是汽车行业吸引投资能力下降，可能导致供应链出现转移。对于英欧双方，企业成本压力陡然上升，不仅包括贸易壁垒提高后的税收成本，还包括人力资源成本，各行各业不得不调配大量人力物力以迅速适应欧盟和英国不同的法律法规和生产操作规则，还要对新一轮政府协议作好应对预案。

第四，“脱英”“疑欧”情绪上升，政治社会不稳定加剧。一旦英国无协议脱欧，北爱尔兰地区与爱尔兰可能设立硬边界，引发北爱尔兰“脱英”情绪。2019年前7个月，英国抗议活动如火如荼，极右翼势力抬头，发生近40起恐怖袭击，其中超过60%发生在北爱尔兰地区。同样地，爱尔兰也将成为受脱欧负面影响最大的欧盟成员国，根据爱尔兰经济和社会研究所（ESRI）预测，如果英国无协议脱欧，未来十年内爱尔兰就业岗位将少增8万人；即使英国协议脱欧，爱尔兰就业岗位也将少增4.5万人。北爱尔兰和爱尔兰区域将成为矛盾焦点。同时，无协议脱欧将助长疑欧势力，促使其他欧盟成员国萌生退意。当前，欧盟经济增长预期不佳，难民不断涌入，失业率居高不下，欧盟层面一时难以找到行之有效的解决方案。2019年，意大利政治风波再起，法国保护主义倾向上升，欧盟成员国对德国主导欧洲持明显担忧情绪。这股反一体化、反全球化的思潮若被推向高潮，将严重威胁到欧洲乃至全球经济的稳定发展。

三、欧洲金融秩序正在重塑

面对英国无协议脱欧风险，金融业已进入“备战”状态，采取多方位预防和应对措施。在英国脱欧的进程中，欧洲金融秩序正在重塑。

一是金融机构遵循“效率最高、成本最低”原则进行转移。目前，在不确定性背景下，外资金融机构应对脱欧的基本思路是逐步满足最低监管要求。英国《金融时报》对多位银行高管的采访显示，为保留更多选择权，在英大型国际银行暂不针对脱欧采取更多行动，通过尽可能少地转移人数和业务，使其在应对政治不确定性的同时将成本降至最低。一方面，立足客户需求和监管合规，迁移至欧盟的人员和业务保持在最低水平，例如投行业务、销售和交易以及合规人员等。另一方面，尽可能保持现行业务管理模式不变，原则上在提升经营效率的同时降低成本。保持现有的以法人实体与管理路径地理分离的欧非地区业务管理模式。管理路径以效率和人才为先，视伦敦为重要的金融管理中心，选取欧盟内法人机构辐射欧盟内业务，替代人员迁移。截至2019年3月，伦敦排名前15的大型国际银行共减少工作岗位3500个，占伦敦全部雇员的5%，其中仅有不到1500人的转移与脱欧有关（表2）。根据欧洲央行预测，截至10月末将有24家银行将相关业务从伦敦转移至欧元区，涉及资产金额高达1.3万亿

欧元。

表 2：在英外资行应对脱欧的人员转移情况

机构	脱欧公投后人员转移情况	相关表述
花旗银行	已转移约 80 人	伦敦总雇员数 6000 人 保持伦敦集团 EMEA 地区中心不变
摩根士丹利	雇员人数基本保持不变	伦敦总雇员数为 5000 人
高盛集团	计划转移雇员人数 400-500 人	员工转移至法兰克福、巴黎、都柏林
摩根大通	计划转移雇员人数 400-500 人	2019 年 3 月在都柏林开设新的办公室
美国银行	计划转移雇员人数 400-500 人	已转移约 125 名员工到都柏林 仍将转移几百名员工到巴黎
瑞银集团	已转移雇员人数约 200 人	在英总雇员约 5000 人 转移人员主要从事资本市场以及投行业务
瑞士信贷	未公布具体转移人员数量	人员数量变化与业务重组有关 业务扩展至欧洲其他金融中心
法国巴黎银行	计划转移雇员人数 100 人	在英总雇员比脱欧公投前增加
法国兴业银行	脱欧公投后预计转移人数为 200 人	部分员工将被转移至巴黎总部 在英现有人雇用人数比脱欧公投前有所增加
德意志银行	计划转移雇员人数 250 人	人员转移至其法兰克福总部
三井住友银行	未公布具体转移人员数量	保持伦敦为业务中心地位不变，在法兰克福开设新的分行及投行
三菱日联金融	未公布具体转移人员数量	在英总雇员较脱欧公投前增加 在荷兰开办新的证券公司为欧盟客户提供服务
野村证券	计划减少伦敦雇员 300 人	员工数量减少主要原因为业务重组，与脱欧并无直接关系

资料来源：作者根据金融时报、各大银行官方网站等公开资料整理。

二是欧洲金融监管愈加复杂化。目前，英欧双方间的投融资、储蓄、信贷、结算、证券交易、保险等金融业务所涉及到的合同，均在现有监管和法律体制下运行。一旦英国无协议脱欧，意味着监管和法律将发生重大改变，大量金融业务合同的连续性恐将受到影响。同时，无协议脱欧涉及到众多监管条例，如CRR，CRD，MiFID2和欧盟数据保护法等，关系到银行管理、客户和消费者权益、数据管理和数据保留、转账支付、有价证券交易等诸多领域。当前，英欧双方正积极协商使脱欧对金融业务产生的不利影响最小化，已达成一系列应对无协议脱欧的重大安排。在中央清算领域，欧洲市场及证券管理局（ESMA）同意欧盟金融机构在可能出现的英国无协议脱欧情况下，有一年的过渡期继续使用伦敦金融基础设施进行衍生品清算服务。在金融通行证方面，英国延长在英欧盟金融机构过渡期，推出临时许可制度（TPR）。若英欧之间没有达成脱欧“过渡期”协议，拥有“金融通行证”的欧洲经济区（EEA）金融机构可以通过申请TPR获得三年的过渡期，继续按照原有规则向英国客户提供服务。

三是金融市场难免剧烈震荡。2016年公投以来，英国脱欧进程屡有变化，英镑、欧元乃至美元指数随之起伏，欧洲股市、债市、黄金价格应声涨跌。一旦英国无协议脱欧，黑天鹅再度飞起，必将再次引发一轮金融市场震荡。在经济环境恶劣的背景下，公司债、杠杆贷款、新兴市场债券等部分资产可能失去流动性。资产流动性风险将在英欧双方积聚，金融系统将蒙受巨大压力，可能出现市场超调状况。目前，英国央行、欧洲央行都表示为金融体系流动性支持做好准备，但货币政策仅能抵消部分负面影响，潜在金融风险仍不容忽视。

四是欧洲展开新一轮金融中心角逐。随着英国脱欧，不少欧盟成员国看到其中的机遇，积极吸引金融运营机构入驻。德国、法国的金融监管当局组成了专门的工作团队到伦敦宣讲；法国总统马克龙试图推动更宽松的劳动法并推出税务减免优惠，减轻企业和投资者税负；德国政府为吸引外资银行进驻法兰克福，放松了年薪高于22万欧元银行高管的辞退保护；都柏林、卢森堡、阿姆斯特丹等欧洲金融城市也凭借各自的地理区位、交易平台、税收成本等优势，积极参与到欧洲金融中心的角逐中来。然而，伦敦国际金融中心地位不会发生根本性动摇。受脱欧不确定性影响，在英外资同业多

数持观望态度，仅为满足欧盟监管要求实施脱欧应急预案，人员和业务转移的基本原则是最低成本和最高效率，维持伦敦欧洲区域中心以及业务中心地位。无协议脱欧将在短期内冲击英国金融市场，对英镑汇率及房价造成不利影响。但是从长远来看，考虑到英国在营商环境、法律、人才和经营时差等方面的优势，伦敦国际金融中心地位依然稳固。

四、中资金融机构区域管理应对建议

英国脱欧进程具有较大的多米诺效应，金融界惟有时刻准备着调整战略，随机应变。对于体量庞大、希望进一步推进国际化的中资金融机构，应做好充分准备应对来自英欧双方因政策法规无法相互对等而引发的变数，以降低“走出去”的管理成本与风险。

目前，英国脱欧谈判进程中不确定因素仍然很多，尽管对在英的中资金融机构而言直接影响不大，但脱欧已对大多数金融机构的战略布局产生了不可逆转的影响。中资金融机构在欧洲普遍设有分行，未使用“金融通行证”，本身具有“防脱欧”属性，受到的直接冲击较小，但是溢出效应不可忽视。中资银行正处于特殊的发展阶段，进行集约化区域化改革，伦敦作为最重要的全球金融中心，应是区域化中心的理想选择。在脱欧的背景下，伦敦辐射欧洲的业务模式面临挑战，同时对中资银行区域化管理架构的选择有一定溢出效应。

一是充分考虑欧盟金融监管政策在英国脱欧后落地实施的影响。以2019年欧盟出台的 IPU 政策为例，该法令要求在欧盟运作的第三国金融机构集团在欧盟设立中间母公司，实施更全面、更集中的金融监管。在区域统一管理 with 合理选定组织形式以及管理架构的基础上，如果英国无协议脱欧将为满足资产规模要求的第三国机构群体带来 IPU 驻地的选择难题。建议中资金融机构从长远利益出发，在考察驻地位置时兼顾各国市场环境、经济总量、政治风险、监管沟通成本、赋税成本以及人力资源成本等综合因素。

二是充分评估欧盟法律法规对中资金融机构在英国设立相关中心职能的影响。以

2018 年出台的《通用数据保护条例》为例，欧盟的数据保护法有双重目标，一方面要保护个人数据，另一方面则要消除壁垒，实现个人数据在成员国间自由流动。一旦英国无协议脱欧，英国企业将数据输出至欧盟成员国或者欧盟成员国向英国传输数据，必将遭遇限制阻碍，而数据传输正是当前欧洲监管机构最关注的领域。如果中资金融机构欧盟片区信息或数据中心设在伦敦，则需充分研判脱欧后其受欧盟数据保护法的影响。由于该法案处罚成本最高可达集团全球营业收入的 4%，故机构需及时评估并权衡耗费资源与合规成本，选择转移信息数据中心职能至欧盟大陆国家或对保留中心在伦敦采取补救措施。