

駿利亨德森英國脫歐觀點： 梅伊的離開將改變整個局面

2019 年 5 月

駿利亨德森的英國多重資產團隊負責人 Paul O'Connor 與各位討論下任保守黨總理即將面臨關於英國退歐的艱難抉擇。

關鍵要點

- 隨著梅伊的離職，原先協商希望“按部就班”的脫歐流程，現在看來似乎已經不太可能了。
- 相反地，幾週前出現的幾種極端風險(tail-risk)情境下的脫歐結果，現在看來可能性反而增加了；包括無協議脫歐、2019 年大選、以及第二次公投。
- 雖然很難看到對英鎊和英國資產的情緒因這種不確定性的迷霧而改善，但目前市場已經反映了一定程度的低迷。
- 我們預計，如果無協議脫歐可能性增加，英鎊將面臨下行壓力；不過若是最後結果不脫歐，英鎊上行潛力將會相當高。

如同廣泛市場所預期，梅伊辭去了保守黨領袖領袖的決定，可能會改變英國脫歐的進程。自英國投票退出歐盟以來已經過了一千多天，但此後談判的實際進展甚微。梅伊女士的退出法案 – 為“有協議脫歐”的重要立法元素 – 已被三次被國會拒絕；並且在兩次國會指標性投票中，也未能就任何形式的英國退歐達成共識。在梅伊女士的領導下，這一進程實際上已走到了盡頭。

新任總理上任後將為英國脫歐辯論注入一股強大的政治衝擊，並且看起來將打破目前的僵局。雖然很難預測 10 月 31 日前英國脫歐進程能進展到甚麼程度，但屆時可能會有重大事件發生。而現在看來，梅伊先前所推行的“按部就班”脫歐方式似乎是不太可能了；反而無協議脫歐、2019 年大選、以及第二次公投的可能性似乎較前幾週更高了。

懷疑歐洲(Euroskeptic)的領導人

新總理很有可能在 7 月底上任。目前所有指標都指向：新任的領導人的選舉方針是相當地偏向“歐洲懷疑派”，並將以“重新談判或無協議脫歐”為中心。而這樣的選舉方針可能使得保守黨的草根派成員相當高興。從最近的一項黨內調查顯示- 75%的成員會投票支持無協議脫歐。這也很可能得到保守黨國會議員的廣泛支持：在 3 月 27 日的指標性投票中有 157 名國會議員投票支持無協議脫歐，而有 94 名投下反對票。此次偏向歐洲懷疑派的投票結果，無疑為該黨派在未來國會選舉中提供了進一步的鼓勵。

然而，這位新任總理應該很快就會意識到，雖然脫歐議題讓他/她贏得選戰，但真正要實行英國退歐將是多麼困難。第一次與現實的衝突將是新任領導人與歐盟開戰，與歐盟針對撤回協議而重啟談判流程；這也是新任總理最首要的任務之一，特別是關注北愛爾蘭的邊境保障措施。布魯塞爾不太可能向積極於“無協議脫歐”的英國領導人作出太多讓步。如果真的如我們所預期，雙方沒有進行甚麼有意義的重新談判動作，那麼新任總理將面臨以下困難的抉擇：

- **對英國退歐採取更為溫和的立場，重點是確保將最後期限延至 10 月 31 日，並最終通過談判協商找出解決之道。** 歐盟在同意延期前可能會要求英國作出相關承諾，而這對新任領導人在政治上的影響肯定是令人難以接受的。另一個變數則是從這份不具法律約束力的初步政治宣言上作改變，該宣言規定了未來貿易關係的框架，並且也試圖通過現行的撤回協議。不過考慮到梅伊一再試著撤回協議，但卻一再失敗，若想要改變政治宣言的話，可能將給新任領導人帶來巨大的政治風險，且其可能性也不高。
- **繼續推行無協議脫歐法案，並預期在 10 月 31 日離開歐盟。** 這個方法將使政府與絕大多數都支持按部就班談判脫歐的國會發生衝突。另外，目前看來，一些溫和的保守派很可能在歐洲懷疑論者領導人上任時離開政黨，那麼屆時所面臨的挑戰將會更大。

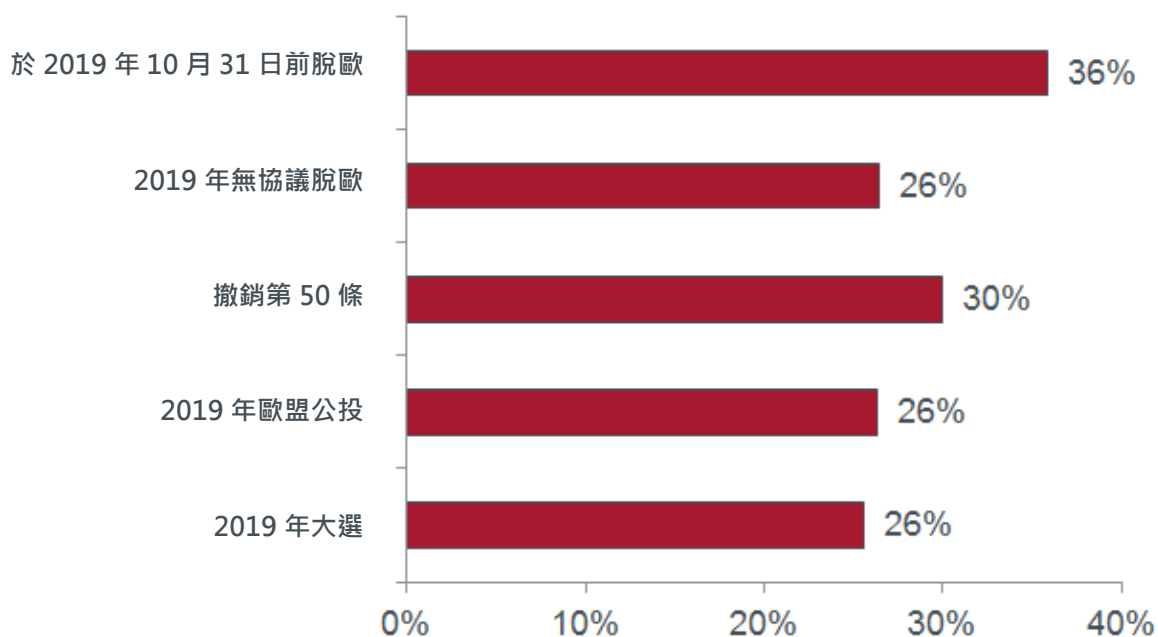
由於英國國會多數席位也僅是個位數，所以只要幾位議員離黨，就很有可能破壞國會平衡。而最有可能的情況是：國會通過對政府的不信任投票，給政府兩週的時間來重新獲得支持或面臨大選。

- **國會終止該議案**。理論上，總理有權暫停國會舉行來阻止無協議脫歐法案的通過。不過這將是一個極具爭議性的舉動，因為這樣等同於無視國會多數決的意願。
- **召集大選**。由於瞭解到國會的權力畢竟相對較小，要想通過大型法案，新任總理可能會選擇召開大選以尋求更強而有力的授權。然而，除非在未來幾週內，對保守黨的民意看法有決定性的波動，否則這似乎是一個冒險的選擇，因為該黨在最近的歐盟國會選舉中僅獲得不到 10% 的選票。另外，時間也是一個重要的考慮因素：國會將於 7 月 20 日至 9 月 5 日休會，而 10 月 31 日英國脫歐的最後期限迫在眉睫。
- **針對歐盟成員國籍召開另一次公投**。考慮到不論選擇上述哪一選項，都將帶來政治難處，新任總理若想打破僵局，第二次公投將是最有效的方式，希望能傳遞出一個更為明確且支持英國脫歐(但較易實行)的訊息。但此方法的風險來自於：若是公投結果轉向“留在歐盟”，則支持脫歐人士勢必將強烈反對。另一個值得考慮的因素是，執政政府在國會擁有少數席位，也意味著對於公投選票上所列問題，政府也無絕對的控制權，甚至無法將“無協議脫歐”列為選擇之一。

決議時間

對於新任首相來說，脫歐沒有簡單的道路可走。雖然再過幾個月，我們可能就能知道新任首項是誰，但可能要再等幾週、或再幾個月才能知道他/她在 10 月 31 日(英國脫歐最後期限)將採取何種途徑。然而隨著梅伊的離職，目前看來想要“談判脫歐”的概率已經明顯下降。相反地，在幾週前看來屬極端風險(tail-risk)情境的結果，現在看來可能性卻變高了。如果我們想將各項概率量化的話，我們認為“無協議脫歐”、“不脫歐(撤銷第 50 條)”、“與 2019 年的大選”與“第二次歐盟公投”等選項，現在看來概率都是一樣高的。

英國脫歐概率



資料來源：截至 2019 年 5 月 28 日的 Betfair 統計概率。

雖然很難預測英國脫歐的前景將如何演變，但我們知道 10 月份很有可能會發生重大事件。延後英國脫歐時程和一昧寬限延期的時代已經結束，未來幾個月需要做出一些重大決定。不過，這個過程中，包含了一些固有的政治性質、以及一些不可避免的虛張聲勢以及邊緣政策，對投資者來說可能不是一個容易評估的環境。不過，雖然很難看到對英鎊和英國資產的情緒因這種不確定性的迷霧而改善，但目前市場已經反映了一定程度的低迷。我們預計，如果無協議脫歐可能性增加，英鎊將面臨下行壓力；不過若是最後結果不脫歐，英鎊上行潛力將會相當高。

重要資訊

於台灣係經由金融監督管理委員會登記並監管的駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司所發行。本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容、或以參閱任何其他刊物方式為之。任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述/範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是完整或及時且亦不保證使用中所獲得的結果。本基金經金管會核准或申報生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本公司及銷售機構均備有公開說明書(或其中譯本)或投資人須知，歡迎索取，或經由下列網站查詢 <https://zh-tw.janushenderson.com> /及境外基金資訊觀測站網址 <http://www.fundclear.com.tw/>。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金公開說明書及投資人須知中，投資人可至前述網站查詢。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

投資人應諮詢您的銷售機構有關產品適合度之相關建議並協助您決定產品如何能夠符合自身之投資目標。投資決定乃屬於投資人所有且投資於本基金並非適合所有投資人，如有任何疑問，請與您的銷售機構聯絡。駿利亨德森為 Janus Henderson Group plc 或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。

駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。地址：110 台北市信義路五段 7 號台北 101 大樓 45 樓 A-1 室。電話：(02) 8101-1001。107 金管投顧新字第 023 號。

JHITL0619(1)1219.TW.retail