



對英國脫歐影響的初步評估

今天，英國公佈公投結果，脫歐得票率達 51.9%，即 1,741 萬票，較支持留歐的多近 127 萬票。脫歐從市場最壞的預期演變為真實的結果，導致整個市場波動頻率的大幅度上升。筆者分析認為，英國公投退歐結果對英國、歐盟及香港的影響程度不等，對香港的影響主要集中在金融市場方面，對實體經濟衝擊有限。

鄂志寰博士
首席經濟學家
Tel:28266204
ezhihuan@bochk.com

戴道華
高級經濟研究員
Tel:28266187
michaeldai@bochk.com

蔡永雄
高級經濟研究員
Tel:28266976
rickychoi@bochk.com

一、脫歐衝擊英國金融體系

由於脫歐公投史無前例，金融市場對公投結果極度敏感，公投前夕政商主流及金融市場對留歐結果持樂觀態度，結果公佈后，事實與預期出現巨大落差，對全球金融市場產生強烈衝擊。

在昨日公投開始投票前，市場普遍預期英國最終會留在歐盟，一度刺激英鎊兌美元匯率升至 1.50 美元，歐美股市亦大幅回升。然而，公投的結果卻遠遠超出市場預期，造成金融市場大幅波動。英鎊匯價曾跌至 1985 年以來新低，最低見 1.3228 美元、日股和港股分別跌約 8% 及 3%，英國股市也跌約 7%，美股期貨跌約 3%，在岸和離岸人民幣則略為貶值 0.5% 及 0.8% 至 6.61 及 6.64。同時，避險資產受到追捧，日圓曾升至 1 美元兌 99 日圓、美國十年期國債息率跌至 2012 年以來新低的 1.48%，以及黃金價格曾升至 1,358 美元一盎司的水平。

預計短期內，英鎊匯率、英國股市和樓市將進一步受壓、企業投資、個人消費信心等難免受到影響，經濟或許不能逃過衰退的命運。在較悲觀情景下，英鎊匯率和金融市場亦可能出現超調。

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

英國脫歐導致的不確定性可能長期持續。決定退歐后，英國政府可能需要數個月以至半年以上時間才可向歐盟正式提出退歐的要求。隨後，英國政府便會與歐盟開展為期最少兩年的談判，但有關談判的道路料將甚為崎嶇，因為既無先例，其他歐盟領袖也不想就此建立一個壞先例。再者，瑞士和挪威等國家在與歐盟達成高程度自由貿易協議的條件之一是兩地之間的人員可以自由流動到對方的國家生活和就業等，但移民問題是英國人民選擇最終脫歐的一大原因，故英國和歐盟日後談判時亦會遇到不少挑戰。因此，英國與歐盟(以及其他貿易夥伴)何時才能達成新的協議仍是未知之數，不確定性長期困擾英國。

脫歐可能會在英國內部產生一定的示範效應。在是次公投中，蘇格蘭和北愛爾蘭均支持留歐，而上次蘇格蘭獨立公投最終選擇留英亦很大程度是希望留在歐盟。現時，英國選擇退歐，不排除蘇格蘭和北愛爾蘭將有可能要求獨立。若英國出現分裂的話，英國在世界的影響力將會有所減弱，且可能無法繼續保持世界第五大經濟體的地位。

倫敦國際金融中心地位受到潛在影響。倫敦作為全球首要的國際金融中心之一，也是多家全球系統性大型金融機構的總部或區域總部所在地。英國脫歐後，海外企業可能不再將英國視為開展歐洲業務的最佳跳板，其金融機構亦需要證明可以滿足歐盟的監管要求才可繼續在當地營運，倫敦作為國際金融和服務業中心的地位難免受到影響。

在脫歐公投中，倫敦地區的結果是留歐以 59.9% 的絕對優勢勝出，這反映倫敦的國際金融中心地位與歐盟息息相關。根據倫敦金融城的評估，歐盟約 35% 的批發性金融服務由倫敦提供；倫敦股市有 126 家來自歐盟其他成員國的公司掛牌；歐盟首 10 大律師行總部均設在倫敦；英國/倫敦處理著 78% 的外匯交易、74% 的利率場外衍生產品交易、管理著 85% 的歐盟對沖基金資產、64% 的私人股權基金資產、59% 的國際保險金。脫歐後預計歐盟無論是作為懲罰也好還是作為分散風險也好，會嘗試鼓勵把有關的業務移往歐洲其他金融中心。

二、脫歐可能影響歐盟一體化進程

英國脫歐在一定程度上反映了近年歐洲多國的反歐勢

力有所崛起的趨勢，雖然這些勢力尚未成為當地的主流政黨，但英國成功脫歐，其經濟若能快速復元，並與歐盟及其他主要經貿夥伴簽訂自由度很高的經貿和投資協議，勢將為反歐勢力注下一支強心針，不能排除個別成員國的人民亦會對脫歐提出公投的訴求，勢將影響歐盟的穩定性，並衝擊了對全球第二大貨幣歐元的信心，對未來歐洲政經環境將會產生深遠影響。再者，英國作為歐洲第二大經濟體，其不參與歐盟的話，歐盟在國際社會的代表性亦會大受打擊。

三、脫歐在香港金融市場引發劇烈震蕩

脫歐引致香港股市和匯市震蕩，惟資金流走壓力不大。今天在退歐公投形勢逐漸明朗的過程中，香港股市先有上升，隨後急轉直下，恆生指數一度下跌逾千點。

香港股市劇烈調整的直接原因是因為香港股市當中不少上市公司與英國經濟的關係密切，其股價曾下挫雙位數字。由於近年來英國經濟表現優於歐元區，脫歐后存在逆轉為衰退的可能性，加上英鎊大幅貶值，有關企業的盈利可能受到一定影響。

香港股市劇烈調整的間接原因是香港股市一向流動性強，在全球經濟和金融動蕩時可供投資者套現或沽空，英國公投正好是香港股市交易時段，歐、美股市尚未開市，因此沽壓較重。

估計全球金融市場在英國、歐盟當局等採取恰當的應變措施後，可能會逐步穩定下來，香港股市也將從猝然應對黑天鵝的危機模式，逐步回歸基本面。

儘管股市大幅度下跌，但香港資金流走的風險並未出現明顯上升。在脫歐成為定局後，美元和日圓成為避險貨幣而大幅走強，其他主要貨幣幾乎全綫貶值，英鎊和歐元兌美元貶幅達到 9.0% 和 3.5%，但港元兌美元僅僅小幅貶值 0.03% 至 7.7608，情況與歐債危機跟希臘醞釀脫歐時相似，反映港元尚未成為投資者首選的避險貨幣，但香港錄得大規模資金流走的風險不高。

四、脫歐對香港實質經濟增長影響有限

香港作為亞洲區主要的國際金融中心，資金進出完全沒

有限制，故以往在國際或區內金融市場避險情緒升溫時，如全球金融危機、歐債危機、新興市場貨幣貶值等，即使問題根源不是香港，但香港金融市場難以獨善其身。然而，英國脫歐對香港實體經濟的衝擊料不會太大。

香港與英國的經濟和貿易往來可能有所調整。英國是香港整體商品出口第 9 大目的地，其佔比為 1.5%，它也是香港第 3 大服務輸出目的地，佔比為 6.6%，故脫歐如果打擊英國經濟，料會直接影響香港對英國的這一部份直接貿易。此外，英國也是香港第 5 大直接投資目的地，英國業務受損和英鎊貶值，除了影響有關上市公司股價之外，也會影響投資收益。間接方面，近年來中英經貿關係發展良好，2015 年中國對歐盟貿易下跌 8.2%，但對英國貿易則只跌 2.9%，英國是中國在歐盟的第 2 大貿易夥伴，中國則是英國的第 2 大貿易夥伴，2015 年習近平主席訪問英國，便簽署了總值逾 400 億英鎊的投資和貿易協議。同理，英國經濟受到衝擊，也會影響中英貿易與投資往來。

其次，英國退歐勢必要與包括歐盟在內的貿易夥伴重新談判貿易協定，由於香港的自由港地位和與英國的歷史關係，應該不受有關談判有可能出現變數的影響，而繼續維持與英國良好的經貿和投資關係。

另外，以英國為總部的企業因為退歐可能受到一定影響，從而調整其在香港的運作。以往跨國金融集團在拓展海外業務失利時，往往需要削弱成本，從而影響香港的業務拓展和僱員數量。2015 年共有 631 間以英國為總部的企業在港成立了地區總部、地區辦事處和當地辦事處。倘若這些機構受到英國脫歐影響，其在香港的業務可能會受到不同程度的波及。

近期報告

- | | | | |
|-----|------------------------------|---------|-------|
| 1. | 英國脫歐對人民幣的正面影響更多一些 | 張朝陽、應堅 | 06.24 |
| 2. | 英國脫歐公投的前景及影響 | 鄂志寰、蔡永雄 | 06.22 |
| 3. | 為何負利率債券仍然投資者衆？ | 戴道華 | 06.20 |
| 4. | 美國利率正常化舉步維艱實乃 QE 後遺症 | 卓亮 | 06.16 |
| 5. | A 股入摩受阻無礙中國內地金融市場開放進程 | 鄂志寰、蘇杰 | 06.15 |
| 6. | 增長走勢平穩，結構變動加快 | 王春新 | 06.14 |
| 7. | 生物認證技術有助金融業逐步實現全流程電子化服務 | 關振球 | 06.13 |
| 8. | 香港的供樓負擔究竟是重是輕？ | 戴道華 | 06.10 |
| 9. | 美國勞工市場轉弱顯著壓縮加息空間 | 鄂志寰、卓亮 | 06.08 |
| 10. | 近期人民幣匯率波動的新態勢 | 鄂志寰、柳洪 | 06.07 |
| 11. | 深港通前瞻：深圳市場聚焦中國新經濟 | 蘇杰 | 06.07 |
| 12. | 香港經濟有沒有高槓桿的隱憂？ | 戴道華 | 06.03 |
| 13. | 內地 A 股離 MSCI 指數還有多遠 | 蘇杰 | 06.01 |
| 14. | 熊貓債漸入發行旺季 對點心債挑戰加大 | 應堅 | 05.31 |
| 15. | 美元轉勢下的全球外匯市場走勢分析 | 張朝陽、柳洪 | 05.27 |
| 16. | 從人民幣資產持有量看人民幣國際化 | 戴道華 | 05.27 |
| 17. | 人民幣在國際貨幣支付中的排名波動不影響人民幣國際貨幣地位 | 孔玲 | 05.26 |
| 18. | 聯儲局“加息週期”或近尾聲 | 卓亮 | 05.26 |
| 19. | 中國的貨幣環境是鬆還是緊？ | 戴道華 | 05.19 |
| 20. | 一季度香港經濟增長遜預期 | 蔡永雄 | 05.13 |