



## “硬脫歐”下的“強衝擊”

### --英鎊匯率下跌預示著什麼？

今早(10月7日)英鎊兌美元匯率一度跌至1.1841美元的1985年以來新低，隨後快速反彈至1.24美元左右，仍分別較上日及上週五收市下跌約1.5%及4.3%，令今年以來英鎊兌美元下跌了15.7%。市場對此看法仍較分歧，有指是交易出錯導致程式交易急增，拖累匯率在短時間內下跌。筆者分析認為在美元加息預期上升背景下，市場對英國最終能夠軟脫歐幻想破滅，做出強烈反應。上週日，英國首相文翠珊接受媒體訪問指出英國將於明年3月底前正式透過里斯本條約50條向歐盟提出脫歐，即最快英國將於2019年4月起便正式離開歐盟。金融市場再次憂慮脫歐將會打擊英國和歐盟的經濟，特別是英國金融業能否繼續擁有單一通行證，令英鎊匯率貶值壓力再起。

#### 一、硬脫歐可能產生綜合衝擊

雖然英國短期的經濟表現未有受到明顯打擊，但英國政府將於明年3月底前透過里斯本條約50條向歐盟提出正式脫歐，並與歐盟展開為期兩年的談判，以確定未來雙方在經貿和政治上的新關係，當中英國能否在維持單一市場準入、金融業的單一通行證、移民問題及向歐盟繳交費用等將成為焦點，將直接影響當地企業投資和僱員的信心，資產市場和消費繼而亦會受到影響，勢將對歐盟和英國經濟帶來衝突。再者，明年法國、德國和荷蘭均會舉行大選，英國脫歐、難民和經濟持續疲弱或會對疑歐派帶來支持，歐洲會否出現由疑歐派主導的政府仍是未知之數，政治風險上升，導致金融市場再起波瀾。

英國金融業單一通行證將首當其衝。近日，市場傳聞保障金融業並非英國政府的首要考慮，同樣加深了市場對硬脫歐的憂

鄂志寰博士  
中銀香港首席經濟學家  
Tel:28266204  
ezhuhuan@bochk.com

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

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。

慮，並擔心金融業會失去單一通行證的優勢。雖然歐盟有條文指出若非歐洲經濟區的國家有與歐盟相同程度的法例，他們亦可於歐盟內的不同國家提供一些金融服務，但有關條文並未覆蓋整個金融業，如零售銀行未有被包括在內，即英國的金融機構要向歐盟申請牌照才能在當地設立分支機構，開展零售銀行業務，而分銷基金等亦受到限制，令逾 5,000 家金融機構或會受到影響，將對英國至關重要的金融業帶來顯著衝擊。再者，雖然英國已放棄了於 2020 年財政平衡的目標，希望透過加大開支來刺激增長，但新任財長夏文達亦未有表示會跟隨上任財長歐思邦提出進一步減稅至 15% 的建議，故其財政政策寬鬆的力度是否足夠抵銷經濟下行的壓力仍有待觀察，硬脫歐風險正在增加。

**單一市場和移民問題兩難選擇加大市場風險。**事實上，在與歐盟展盟談判時，英國政府可作出兩個基本選擇，即是單一市場優先，還是移民問題優先。以近月英國政府的態度來看，他們認為公投清楚反映人民的意願是控制移民，並指希望未來能把每年淨移民流入的數目減至幾萬人，且英國政府亦無意以挪威等歐洲經濟區成員進入單一市場的方式作為藍本，故筆者認為英國政府會優先考慮移民問題，而非單一市場。即在與歐盟談判時，他們更多會堅持在達成控制移民於一定數目的前提下，與歐盟商討可以在貿易和投資方面達到什麼程度的自由化水平，當中或有需要放棄一些單一市場的好處，對兩地之間貿易和投資難免會造成較大程度的打擊，但具體的情況仍要有更多內容才能作出評估。

## 二、美國加息預期再起，放大市場對脫歐變局的反應程度

近日，金融市場再次開始為美國於 12 月份加息一次作出準備，帶動美元匯率上升，金價和其他外幣(包括英鎊)一同受壓。另外，目前全球金融市場(無論是股市或債市)表現較佳主要是受到央行的政策支持，而非經濟好和企業盈利佳的結果，故金融市場的表現對央行的政策極為敏感。因此，市場對央行的政策是否已經走到極限，以及主要央行是否考慮調整貨幣政策極為關注。如近日有指英國首相文翠珊在保守黨會議上表示，她反對英倫銀行低息和量寬等政策，以及有傳歐洲央行將於明年 3 月起逐步減少買債，均令金融市場風險胃納有所降低，亦推動了美元上升，其他外幣(包括英鎊)則出現下跌。

脫歐公投以來，英國短期的經濟數據仍較穩定。6 月 23 日公

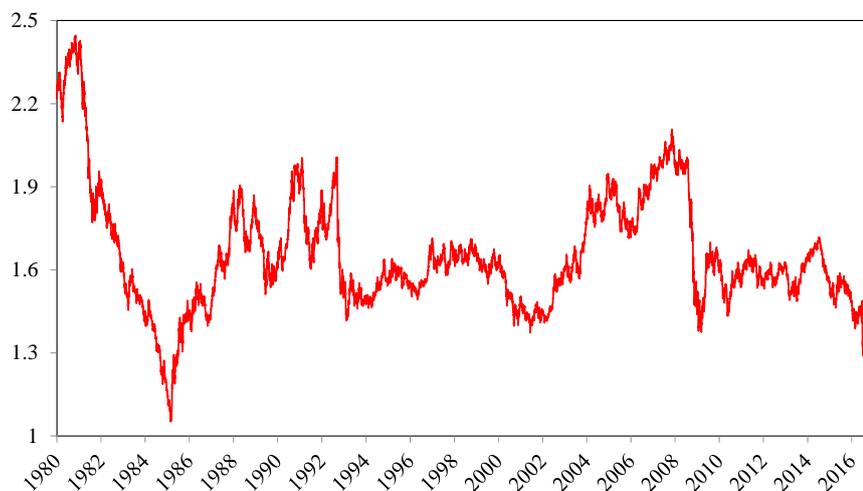
投脫歐至今超過 3 個月，金融市場僅於公投後數天出現了短暫波動，隨後便在預期英國和其他主要央行將大幅寬鬆貨幣政策下而顯著回升，美國和英國股市更曾創出新高紀錄。同一情況亦出現於經濟數據上，經過 7 月份的短暫下跌後，8、9 月份的經濟數據亦回復穩定，無論是製造業和非製造業、消費信心、以至零售和工業生產等表現均顯示英國經濟僅略為放慢，而非如脫歐前預期會陷入衰退。經濟和金融市場未有明顯打擊，相信是與英國政府權力有序交替，英倫銀行重啟減息及寬鬆貨幣政策，加上金融市場表現理性，以及英鎊匯率顯著貶值等，部份紓緩了脫歐所帶來的下行壓力。

### 三、英鎊匯率中期前景將維持偏弱

未來英國與歐盟將就新的經貿協議談判，兩地政府將出現不同程度的博弈和爭拗，料將繼續困擾英鎊匯率的表現，預期英鎊匯率將繼續處於 1.25 美元左右的偏弱水平。若英國與歐盟爭拗升級，則不排除英鎊匯率會再試新低，惟跌至 1985 年 1.05 美元低位的機會不大。

近日市場對美國加息預期再起，美元走勢大致偏強，但英鎊再次大幅貶值卻未有顯著拖累歐元等貨幣的表現。以歐元和英鎊於美元指數分別佔 57.6% 及 11.9%，倘若英鎊貶值能僅限於其本身匯率的變化，未有影響到歐元的話，美元匯率出現持續大幅單邊升值的機會不高，對人民幣等其他貨幣的壓力料可受控。

英鎊兌美元匯率再創 1985 年以來新低



資料來源：彭博，中銀香港經濟研究

## 近期報告

- |     |                                             |         |       |
|-----|---------------------------------------------|---------|-------|
| 1.  | 迷你單位無助改善居住環境                                | 蔡永雄     | 09.30 |
| 2.  | 公平與優先，美國經濟該選哪條路？                            | 蘇杰      | 09.28 |
| 3.  | 從復星國際案例看保險公司的策略啟示                           | 何國樑     | 09.27 |
| 4.  | 綠色債券市場發展潛力不容小覷                              | 羅羽庭     | 09.23 |
| 5.  | 別高估日本央行新招的成效                                | 張文晶     | 09.23 |
| 6.  | 中國究竟有沒有銀行危機的風險？                             | 戴道華     | 09.23 |
| 7.  | 深港通會重演滬港通行情嗎？                               | 蘇傑      | 09.21 |
| 8.  | 未來數月一手住宅銷情料將保持活躍                            | 蔡永雄     | 09.20 |
| 9.  | 如何看待中國的影子銀行問題及其風險                           | 戴道華     | 09.19 |
| 10. | 未來可能改變金融市場的金融科技                             | 劉逸飛     | 09.15 |
| 11. | 重振全球貿易和投資 出路在哪裡？                            | 柳洪      | 09.13 |
| 12. | 「沙盒」(Supervisory Sandbox)是中銀香港在金融科技領域的突破機遇？ | 關振球     | 09.09 |
| 13. | 匯率貶值壓力下資產負債調整                               | 戴道華     | 09.09 |
| 14. | 歐央行負利率和量化寬鬆政策略有成效                           | 蔡永雄     | 09.08 |
| 15. | RQFII額度管理模式改革便利境外投資者                        | 花鋒      | 09.06 |
| 16. | 人民幣外匯交易排名升至全球第八位香港穩居最大的人民幣外匯交易中心            | 應堅      | 09.02 |
| 17. | 首只人民幣SDR債券今日正式面世                            | 應堅      | 08.31 |
| 18. | API應用將顛覆銀行業的商業模式                            | 張文晶     | 08.30 |
| 19. | 聯儲局只會在貨幣寬鬆的路上愈行愈遠                           | 卓亮      | 08.29 |
| 20. | Jackson Hole年會能否給出加息的確切信息？                  | 鄂志寰、蔡永雄 | 08.26 |