



英國脫歐 為何英鎊獨憔悴？

英國自 6 月公投決定脫歐以來，其重要的進展計有：保守黨迅速易帥，由同為保守黨、公投中支持留歐的 Theresa May 接替首相一職；10 月初 May 終於宣佈將在 2017 年 3 月底之前引用里斯本條約第 50 條啟動脫歐程序；惟其脫歐方案的細節至今尚未形成或披露，其言論卻給市場予英國不惜硬脫歐的印象，即英國不惜放棄歐洲單一市場準入也要收回對移民政策的控制權，並將不再遵守歐盟的法律等；歐盟對英國的態度也轉趨強硬，溫和聲音明顯減弱；英國議會與保守黨政府也出現爭拗，議會要求政府的脫歐方案要得到議會的背書。與此同時，英國經濟未見明顯轉弱，樓市亦保持升勢，英國股市再創新高，債市亦曾創新高，唯獨英鎊跌至 31 年新低，更曾出現閃跌，這又如何解釋呢？

首先，英國脫歐肯定有利有弊，有利之處主要在於政治和主權，不利之處主要在於經濟，換言之，為了換取重拾移民、司法、貿易協定等方面的自主權，英國要付出一定的經濟代價，有爭議的只是代價的輕重。如果成員國可以無痛脫歐的話，就輪到歐盟岌岌可危了。

英國脫歐的經濟影響會從幾個方面體現：一是至少長達兩年的談判充斥著不確定性，脫歐後英國和歐盟的經貿關係如何重新定位目前無人能知，這會影響企業（內資和外資）的投資決定，輕則推遲，重則取消。二是脫歐後英國如果不再是單一市場的一員，它與歐盟之間貨物、服務和資金流皆不能像現在一般自由流動，這會影響其商品和服務貿易。三是金融業 Passporting 如果喪失會對英國最具競爭力的金融業帶來影響，以倫敦為總部服務歐盟的金融服務將不可避免要遷移和重組。

戴道華

高級經濟研究員

Tel: 28266187

michaeldai@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。

但從 6 月份公投至今，量度企業情緒的指標如 PMI 等僅在 7 月大幅下降，後迅速反彈，領先指標則無明顯變化。其他實體經濟數據不多，季度的第 3 季 GDP 尚未公佈，但預計與上半年平均的 2.0% 不會相差太遠。月度數據如工業生產在 7、8 月份的增長率與上半年水平相若。零售在 7、8 月份分別錄得按年 5.8% 和 5.9% 的增長，增幅甚至是今年以來最快。對外貿易繼續增長，惟進依然大於出，繼續錄得較大的貿易赤字。

英國消費者的表現是可以理解的，因為脫歐是他們的集體決定（52：48），他們不大可能用即時減少消費來自我否定。英國經濟有 65% 為私人消費開支，只要消費不跌，GDP 也就有其支持。另外，政府消費開支佔經濟的 19%，脫歐後保守黨政府放棄了 2020 年平衡預算的計劃，轉為加大開支，並考慮大幅削減利得稅率來留住外資，因此政府開支會不跌反升，支持經濟增長。受脫歐影響較為顯著的主要是佔經濟 18% 的私人投資以及 -2% 的淨出口，前者將會放緩甚至倒退，後者對經濟增長的拖累將加大，惟有關影響應該是逐漸浮現的，當投資和商品與服務貿易所受到的影響最終傳遞到私人消費上，英國經濟增長步伐才會從目前約 2.0% 顯著放緩。

在這樣的背景下，英鎊匯率必挫，且調整效率最高，甚至可以一步到位。在脫歐公投後次日，英鎊兌美元最大曾跌 12.5%，之後在一個 3% 的區間窄幅波動了 3 個月，後至英國政府明確提出了啟動脫歐時間表和擺出硬脫歐姿態後，再挫 5.7%，期間在 10 月 7 日亞洲交易時段早期曾出現兩分鐘內急跌 6% 的閃崩，結果英鎊兌美元匯率自脫歐公投以來累積下跌 18%，一度創 31 年新低，而英倫銀行所編製的英鎊有效匯率指數亦跌穿金融海嘯的低位，創 168 年來新低。究其原因，脫歐後英國相當於其 GDP 的 5.7% 的經常賬赤字勢將繼續惡化，因為其商品出口和服務出口都會因為失去歐盟單一市場而受到負面影響。其財政赤字（相當於 GDP 的 4.1%，政府淨債務相當於 GDP 的 98.4%）也會因為重走赤字預算而重新惡化。英倫銀行一度被市場認為會是繼美國聯儲局後第 2 個加息的主要央行，但 8 月份它反而決定減息 0.25%，在寬鬆之路重新上路。這還未計脫歐連累英鎊資產可能被拋售的後果。據此，英鎊匯率必挫幾無懸念。

英鎊匯率的這種有效調整部份解釋了其他主要資產的表現。英國股市在脫歐公投次日最大曾下挫 8.7%，但之後僅用了 3 個交

易日即全部收復失地並持續攀升，至 10 月 11 日，FTSE 100 指數更創下了 7129.83 的歷史新高，目前水平較脫歐公投前高出 10.8%。這主要是因為 FTSE 100 指數成份股裏面約有三分之二的盈利來自海外，英鎊貶值會帶來匯兌收益。相比之下，FTSE 250 指數約有 55% 的盈利來自英國國內，它需時逾一個月才收復脫歐公投導致的失地，目前水平僅較公投前高出 3.5%。除匯率因素之外，英倫銀行 8 月份時減息 0.25% 至新低的 0.25%，重啓資產購買計劃，計劃買入總值 700 億英鎊的債券（600 億英鎊國債，100 億英鎊公司債券），並推出 Term Funding Scheme。金融海嘯之後發達經濟體的經驗都是量化寬鬆在經濟增長乏力的情況下依然能夠推動股市創新高，這一次英國股市也不例外，英倫銀行的政策足夠抵消脫歐對英國股市帶來的沽壓有餘。

英國債市脫歐公投至今整體告升，10 年期國債收益率累計下跌 30bp，已經算是小的，因為中短期和長期國債收益率的跌幅更大。然而，其走勢其已在逆轉當中。公投後英國國債在避險情緒驅動下立即飆升，10 年期收益率在 8 月 12 日（即英倫銀行重推寬鬆政策一週之後）從 1.37% 跌至 0.52% 的新低，之後反復回升至 1.07%，從低位翻了一倍。影響英國國債走勢的因素衆多，其中避險和新一輪量寬等的影響可能比英鎊貶值、英國國債捱沽還要大，當前兩者被一定程度消化後，英鎊貶值會刺激通脹以及對硬脫歐要付出的經濟代價的憂慮便主導了市場。英國 9 月份的 CPI、核心 CPI、PPI 產出價同比分別升 1.0%、1.5%、1.2%，均是今年以來最高，硬脫歐或會導致滯脹，應是不利於英國國債市場的。

最後，脫歐對英國樓市肯定不利，惟英鎊匯率已先行有效貶值，樓市這一資產價格面對的貶值壓力就會相應減輕。英國全國樓價指數在 7、8、9 月同比升幅分別為 5.2%、5.6% 和 5.3%，非常接近今年最高的 5.7% 的水平，而其他的量度如 RICS、HBOS、Rightmove、DCLG 樓價指數就顯示英國樓市整體仍然告升，惟其上升動力明顯弱於公投前。據此，英鎊匯率貶值是可以緩衝脫歐帶來的種種衝擊，惟當這一避震器被消耗光以後，脫歐對英國經濟和英鎊資產的負面影響相信還是會陸續浮現出來。

近期報告

1.	內地經濟嘗試築底，供應側改革效果漸現	鄂志震、蔡永雄	10.19
2.	從“辣稅”分析樓市需求	蔡永雄	10.18
3.	關注近日離岸人民幣匯率波動	應堅	10.17
4.	中港跨境金融服務新態勢	蔡麗斌	10.14
5.	“硬脫歐”下的“強衝擊” ——英鎊匯率下跌預示著什麼？	鄂志震、蔡永雄	10.07
6.	迷你單位無助改善居住環境	蔡永雄	09.30
7.	公平與優先，美國經濟該選哪條路？	蘇杰	09.28
8.	從復星國際案例看保險公司的策略啟示	何國樑	09.27
9.	綠色債券市場發展潛力不容小覷	羅羽庭	09.23
10.	別高估日本央行新招的成效	張文晶	09.23
11.	中國究竟有沒有銀行危機的風險？	戴道華	09.23
12.	深港通會重演滬港通行情嗎？	蘇傑	09.21
13.	未來數月一手住宅銷情料將保持活躍	蔡永雄	09.20
14.	如何看待中國的影子銀行問題及其風險	戴道華	09.19
15.	未來可能改變金融市場的金融科技	劉逸飛	09.15
16.	重振全球貿易和投資 出路在哪裡？	柳洪	09.13
17.	「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
18.	匯率貶值壓力下資產負債調整	戴道華	09.09
19.	歐央行負利率和量化寬鬆政策略有成效	蔡永雄	09.08
20.	RQFII額度管理模式改革便利境外投資者	花鋒	09.06