

英脫歐「黑天鵝」香港有危有機

2016年6月23日，英國舉行全民公投決定國家是否脫離歐盟。從選前各項民調來看，「留歐」和「脫歐」兩派的支持率呈膠著之勢；博彩公司公佈的賠率較為傾向於「留歐」，臨近公投前全球金融市場的走勢亦反映多數投資者仍判定「留歐」將會稍佔上風。次日計票結果顯示，有51.9%的選民投「脫歐」票，比「留歐」票的48.1%高出近4%，支持「脫歐」的陣營比「留歐」多了近127萬票。

英脫歐暴露一體化缺陷

英國「脫歐」一「投」定音，這個超乎市場預料的「黑天鵝」事件隨即引發全球範圍內的避險情緒升溫，各地的股票市場、外匯市場、國債市場以及大宗商品市場的資產價格劇烈波動。當日，英國、德國及法國等歐洲主要股市應聲下挫，被稱為「恐慌指數」的芝加哥期權交易所(CBOE)波動性指數飆升，香港恒生指數亦曾跌逾1,000點；英鎊兌美元最多下跌11.9%，創下近31年來的低位，歐元匯率亦大幅貶值，而美元、日元、國債以及黃金等避險資產的價格則相應走高。

表面上看，英國支持「脫歐」的陣營在公投中最終獲勝，乃始料不及的「非理性選擇」結果；但究其背後原因，英國「脫歐」早已有跡可循。在歷史上，英國本不屬於歐盟的創始成員國之一，加入歐盟之後一直處於「偏安一隅」或者「相對局外人」的狀態；更曾於1975年就是否繼續留在歐盟舉行過公投，當時的「脫歐」比例已高達33%。加上英國一直未加入歐元區，擁有自己的流通貨幣及相對獨立的貨幣政策體系；其在處理歐盟內部事務及參與制定相關規章制度等方面，均難以擁有與德國和法國相看齊的「話語權」。

從另一個角度看，此次公投結果有其深層次的經濟根源。雖然近年世界經濟增長疲弱，但英國的表現其實相當不俗，與歐洲大陸的許多國家相比，出現了明顯的背離走勢；在2013年至2015年期間，英國的年均GDP增長率達2.5%，同期歐盟「領頭羊」的德國和法國GDP年均增長率分別為1.2%和0.7%，而義大利和希臘的GDP則分別收縮0.4%和0.9%。英國經濟「一枝獨秀」，必須按歐盟的財政制度貼補前景晦暗不明的「歐豬」國家，這難免引起英國民眾「被拖後腿」的抱怨以及民粹主義者的反對。

隨着歐盟逐步擴容至28個成員國，越來越多較低收入成員國的勞工進入英國勞工市場；有分析指，英國的非本土出生勞動人口數量自1993年以來翻了一番，從290萬人增加至2014年的660萬，而外國公民佔英國總僱傭人口的比重則從

3.5%上升至 10.5%。近年來自北非和中東地區的難民大量湧入歐洲大陸；英國不少選民擔心，若英國繼續留在歐盟，最終要被迫接納更多難民，不但會加重英國福利體系的負擔，甚至會影響社會穩定和安全。

英國「脫歐」亦暴露了歐洲多年來推行的政經一體化，其本身亦存在諸多缺陷和問題。例如，除了歐盟的管治體制亟需改革之外，一體化帶來的好處在不同國家或地區、不同收入階層以及不同行業的分配並不均衡，「苦樂不均」引起英國內部「失意者」的抵觸和排斥。英國的公投結果亦顯示，支持留歐的主力是對歐盟市場依賴較大的大城市及工業重鎮；例如，倫敦金融城 4,399 張投票中，支持「留歐」的比例高達 75.3%，是英國最傾向於維持現狀的地區之一。

不確定性籠罩英歐前景

英國公投已塵埃落定，但英國作為歐盟成員國的身份並不至於立即失效。公投結果首先須得到英國國會通過，再由英國政府根據《里斯本協議》第 50 章條款向歐盟正式提交退出申請。隨後英國將有兩年時間與歐盟展開「分手」談判，釐訂退出的條款細節和路線圖，並確立退出後的新關係，包括就外交、簽證、關稅、金融貿易等重新達成協議；一旦新協議未能在規定時限內達成，英國將自動失去進入歐盟「單一市場」的權利。

根據國際貨幣基金組織（IMF）的分析，「脫歐」之後，未來英國與歐盟之間的經貿安排可大致分為三類情況：一是「挪威模式」，英國作為「歐洲經濟區」（European Economic Area）的成員，可享受歐洲單一市場（Single Market）的絕大部分優惠條件，但商品出口歐盟的行政檢查費用將有所上升；二是「瑞士模式」，英國與歐盟達成自由貿易協議，享受歐洲「單一市場」的部分便利，但對歐盟的服務出口將會受限；三是「WTO 模式」，英國與歐盟遲遲難以達成新的協議，只能採用 WTO 的最惠國待遇規則來規範二者的經貿關係，有可能要重新引入關稅及非關稅貿易壁壘。

「脫歐」史無前例；英國和歐盟間最終會達成怎樣的經貿協議尚難意料。歐盟為了「殺雞儆猴」，警示其他國家勿效仿英國退歐，不排除會採取較強硬立場；處於下風的英國可能要承受被刁難、報復的風險，甚至被施加新的貿易和投資壁壘。歐盟是英國最大的貿易夥伴，有約四成半的英國商品輸往歐盟國家；無論英國「脫歐」後採用何種經貿模式，與歐盟的自由貿易都將出現不同程度的倒退。

同時，隨著英國喪失歐盟成員國的身份，歐盟與 60 多個非歐盟經濟體原先簽訂的經貿協議將不再適用，英國必須儘早單獨與各個國家進行磋商。這些談判費時失事，極可能一拖經年；在冗長的過渡期裏，可能會觸發各種不確定性以及市場的避險行為，加上英鎊匯價受壓，難免會打擊居民的消費意欲和企業的投資信心，亦令金融環境持續動盪不安。

另一方面，倫敦之所以成為享譽全球的國際金融中心和企業營運的總部中

心，在一定程度上是得益於英國作為歐盟成員國可享有的「通行證機制」，以倫敦為總部的金融機構和跨國公司得以通暢無阻地進入擁有約 5 億人口的歐盟市場，自由而便捷地在其他成員國設立分支機構或者向當地提供金融和商業服務。英國「脫歐」勢必會削弱與歐盟的聯繫，動搖其經濟腹地；而歐盟各國政府亦可能會認為繼續以倫敦作為歐洲的重要金融中心未必再符合其長遠利益。倘若英國未能獲得歐盟同意而繼續保留「歐洲經濟區」成員國的身份，將會失去通往歐盟的「通行證」，其作為歐洲經濟、金融中心以及企業營運總部的地位勢必會受到挑戰。在公投之前，已有傳聞多家美資投資銀行表示英國「脫歐」後會將歐洲總部遷出倫敦；而新加坡的大華銀行日前更宣佈礙於公投後前景不明，決定暫時停止為倫敦房地產及樓宇買賣提供貸款的業務。

IMF 在公投前作出測算，在「樂觀情形」，英國與歐盟間達成類似「挪威模式」的新安排，英國 2018、2019 年和 2020 年的 GDP 會比「留歐」的情形輕微下跌 1.3% 至 1.4%；而在「悲觀情形」下，英國根據 WTO 框架接受歐盟制定的關稅壁壘，未來三年的 GDP 比基線情形減少的幅度將會達 5% 以上（*IMF 預測英國「脫歐」之後對當地經濟造成的具體影響詳見附件表 1*）。此外，不同國際機構估計英國 2018 年的 GDP 因「退歐」而受損的比重介乎 1% 至 6% 之間。英國財政部則預計，「脫歐」兩年後，英國國內生產總值將因此減少 3.6%，失業人數增加 52 萬，英鎊貶值 12%；「脫歐」給每個英國家庭造成每年的損失達 2,600 英鎊至 5,200 英鎊。

此外，「脫歐」已令英國社會撕裂，政治和社會的矛盾激化，亦導致歐盟分崩離析的風險上升。在英國脫歐公投結果公佈之後，有 62% 公民支持「留歐」的蘇格蘭隨即表示不能接受「脫歐」，不排除會發動第二次的獨立公投；北愛爾蘭亦持與蘇格蘭相似的立場。英國公投還打開「潘朵拉盒子」，為其他歐盟成員國樹立了「負面標桿」，目前荷蘭、法國、義大利等國已有提出舉行類似「脫歐」公投的呼聲。

實體經濟受損料仍可控

英國「脫歐」對世界經濟的衝擊首先集中於金融領域。在「黑天鵝效應」之下，歐元和英鎊勢遭到拋售，避險資金湧向全球貨幣龍頭美元和第四大貨幣日圓；由於「蹺蹺板」作用，美元和日元的匯價被推高。有分析警告，當前國際資本急速流動，恐會出現類似近一兩年美國聯儲局回收流動性所引起的資金轉向，刺激國際資金流出新興市場，可能引發新興經濟的貨幣貶值風潮；惟強美元亦可能令聯儲局延後甚至擱置加息，在一定程度上或可紓緩這方面的衝擊。在英國公投後，除日圓外，包括人民幣、新加坡幣、新臺幣、韓圓等在內的亞洲貨幣相對美元均出現不同幅度的貶值。

繼金融震盪之後，英國「脫歐」引發的經濟震盪將接踵而來，對實體經濟的影響會逐漸顯現。英國經濟受創甚至可能出現衰退；而金融動盪影響了環球特別

是歐盟的投資、消費信心，美元與日圓走強令這兩個國家經濟承受更大壓力，加上資金外流削減新興市場的經濟增長動力，令本已「冷風陣陣」的世界經濟雪上加霜。不過，根據國際貨幣基金組織的模擬分析，英國脫歐對其他國家經濟的「溢出效應」預料會集中於歐盟國家，特別是與英國有密切貿易和投資聯繫的國家，例如愛爾蘭、塞浦路斯、馬耳他、荷蘭和比利時等，整體上不算太嚴重；預計歐盟的 GDP 將減少 0.2% 至 0.5%，全球其他經濟體將減少不超過 0.2%。

突發事件對金融市場的衝擊往往「來去一陣風」，市場在極短時間內做出過激的反應，隨即又會較快地收復部分失地；近日環球金融市場，包括香港、英國、歐洲的股市，都已呈現喘定的跡象。但須留意的是，英國、歐盟如何妥善處理「後事」以及主要國家的政府特別是金融監管機構如何管理風險和疏導市場情緒，仍是為此波金融動盪「止震」以及防患溢出效應放大並向實體經濟擴散的關鍵所在。如果處理不慎，無法實施有效的「損害控制」(Damage Control)，導致餘波不斷而引發多方面的骨牌效應，對全球實體經濟的拖累作用恐會更加深遠和「綿綿無絕期」。

港經濟受累惟程度有限

在亞洲經濟體中，香港受英國「脫歐」的影響會相對較大；一來香港作為英國的前殖民地，與英國有著較為深厚的社會經濟聯繫，二來香港本身是小而開放的經濟體，又是國際金融中心，自然會對世界範圍內的政經變動呈現高度敏感性。

目前，歐盟是香港的第二大商品出口市場；其中，英國又在香港的歐洲貿易夥伴國中位居第二。根據香港統計處的數據，2015 年本港對歐盟及英國的貨物出口分別為 3,351 億港元和 548 億港元，分別佔本港整體貨物出口總值的 9.3% 和 1.5%；英國亦是香港的第 3 大服務輸出的目的地，2014 年佔香港服務出口的 6.6%。另一方面，中國內地 2015 年出口到歐盟的貨品價值為 3,560 億美元，其中英國為 596 億美元，分別佔內地總出口的 15.6% 和 2.6%；在香港對內地的轉口貿易中，應有一部分與內地出口英國以及歐洲的貨物有關。

英國脫歐後英國和歐盟經濟放緩，當地居民的消費能力和意慾下降，貨幣貶值亦會削弱進口商品的價格競爭力；香港和中國內地對英國、歐盟的出口或會有不同程度的降低。然而，英國在香港和內地的出口市場結構中所佔的比重畢竟較小，兩地輸往歐洲的貨物中亦有相當部分是需求彈性較低的生活必需品，例如電子產品、服裝、家居用品等；加之英國經濟增長的內在動力未必會消失殆盡，陷入長期衰退的機會不高，歐盟經濟本身所受的影響料不算太大兼且會相對短暫；故即使將香港對歐出口以及內地透過香港輸往歐盟及英國的轉口貿易等因素均考慮在內，「脫歐」對香港貨物出口貿易的影響應屬輕微，充其量今年只會導致香港整體貨物出口減少零點幾至一兩個百分點。

香港有不少公司對歐洲市場的敞口較大。例如，長和集團在英國的投資現時覆蓋港口、電信、零售、水電和房地產等多個領域，去年來自英國逾 800 億港元

的收入在其總收入的佔比超過 20%；本港兩大發鈔銀行匯豐和渣打的總部亦設在倫敦。另一方面，2015 年共有 631 間英國公司在香港成立了地區總部、地區辦事處和當地辦事處。這些企業的英國生意受挫，亦會波及香港的業務，進而對本港的整體就業市場及營商氣氛帶來負面影響；他們當中更有一些是恆生指數的重磅股，其股價變動又會引發大市的較大波動，例如，匯豐、渣打以及長和在 6 月 24 日分別下跌 6.6%、9.3% 和 5.5%，跌幅遠高於恆生指數的 2.9%。

受諸多不確定性的困擾，預計英鎊、歐元將在較長一段時間內疲不能興；在強美元格局下，採用聯繫匯率制、釘住美元浮動的港元將被迫追隨升值，與亞洲貨幣包括人民幣等走弱的趨勢背道而馳。港元堅挺不利於本港的貨物和服務出口特別是吸引訪港遊客，本已羸弱的零售市道和旅遊業將更加舉步維艱。今年首季香港經濟增長率僅為 0.8%，創下 4 年新低，而貨物出口的按年實質跌幅更擴大至 4.2%，基本經濟因素使得港元匯率其實有走貶的壓力。港元繼續追隨美元走強，恐有背離實體經濟和高估之嫌；而這一矛盾若成為國際投機者炒作的題材，將會令本港股市、匯市、樓市更顯波動。

港須「防風」更要逆市「淘金」

對於英國「脫歐」所引發的外溢效應，香港固然無法獨善其身，但畢竟亦並非處於此次風暴的「浪尖風口」上；加之香港擁有健全的金融體制尤其是完善的聯繫匯率機制，具深度、成熟的股匯市場以及豐富的監管經驗，相信會有足夠能力作出應對。

未來一段時間，全球的經濟金融形勢料將暗湧不斷，香港一方面要枕戈待旦，繼續做好「防風」工作，特別是密切關注國際資金進出的動向；另一方面亦須留意全球政經格局變化，以冀洞悉和捕捉箇中可能出現的機遇。

例如，英國「脫歐」的一大隱患是外資可能撤離；港商若能「人棄我取」或者夥拍內地企業，或有可能在此特殊時期獲得更好的市場進入條件和投資機會；而英鎊貶值亦令英國資產更顯「抵買」，有利於在當地開展購併和直接投資活動。

其次，英國在「脫歐」後將無法再享有歐盟對外簽訂的經貿合作協定，迫切需要盡快啟動與其他主要經濟體的經貿談判，尋求達成新的雙邊協議。香港若能把握機會，率先啟動與英國商討簽訂自由貿易協定，或有望爭取較有利的談判條件。另一方面，中國乃當今全球第二大經濟體，更是英國重要的經貿伙伴，而英國過去對華的市場開放度亦處於歐盟國家的前列，相信今後亦會更加重視及優先發展中英關係。英國「脫歐」後將解除必須與歐盟捆綁、共進退的制肘，在處理對外關係上將會有更大的自由度，中英經貿政治關係很可能「不退反進」。作為中國對外經貿的「窗口」以及內地企業「走出去」的首選中轉站，香港可在中英深化經貿合作的過程中「分一杯羹」。

英國公投之後，英鎊和歐元的匯價雖已大幅下挫；鑒於歐洲政經前景充斥著

諸多不明朗因素，難言這兩個貨幣是否已完全釋放貶值的壓力。英鎊和歐元是世界第二及第三大的貨幣，僅次於美元，佔國際交易量達 37.7%；其走勢不明，作為國際貨幣的功能亦會受到抑制。中國若能夠在此期間維持人民幣匯率相對穩定，或有機會吸引更多海外機構使用人民幣以及投資於人民幣資產，提升人民幣的國際貨幣地位。屆時，香港作為全球首要的離岸人民幣中心，亦可從人民幣業務需求的新一輪增長中受益。

此外，英國「脫歐」或會削弱倫敦國際金融中心和企業總部經濟中心的地位；倫敦「退色」，或許正是香港「乘勢而起」的歷史機遇。香港與紐約、倫敦同被譽為執全球金融牛耳的「紐倫港」；香港在法律上與英國一樣使用普通法，在金融和公司管治制度上受英國影響甚深，具備較好的條件吸納從英國轉出的金融業務和企業。例如，不久前匯豐曾積極研究將註冊地重新遷回香港；亦有分析指，在 2008 年金融海嘯發生之後，英國加強對投資公司監管，導致對沖基金在歐洲運作成本大增，當時有不少投資公司就選擇轉戰香港，令香港的財富管理得以做大做強。

雖然「倫敦淪陷」是否會成為不可逆轉的趨勢尚言之過早，但亦不排除今後或有部分英國的金融業務會被分流到歐盟其他城市甚至香港。香港憑著普通法、中英雙語使用及人才等方面的優勢，可趁機謀求在某些金融領域取而代之，例如石油美元業務、中東金融、財富管理等；亦可吸引一些本身與香港關係密切或者有意發展亞太市場的企業「擇木而棲」，來港設立地區總部。

2016 年 7 月

附表 1：「脫歐」對英國經濟造成的影響

經濟指標		2016	2017	2018	2019	2020	2021
實質 GDP 增長率 (同比, %)	留歐	1.9	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1
	脫歐-樂觀情況	1.7	1.4	1.8	2.0	2.1	2.1
	脫歐-悲觀情況	1.1	-0.8	0.6	1.7	2.6	2.9
實質 GDP 因脫受 損的比例 (%)	留歐	0	0	0	0	0	0
	脫歐-樂觀情況	-0.2	-1.0	-1.3	-1.4	-1.4	-1.4
	脫歐-悲觀情況	-0.8	-3.7	-5.2	-5.6	-5.2	-4.5
貿易餘額佔 GDP 比重 (%)	留歐	-2.1	-2.1	-2.1	-2.0	-2.1	-2.1
	脫歐-樂觀情況	-1.5	-0.3	-0.3	-1.3	-0.5	-0.7
	脫歐-悲觀情況	-1.5	0	0.1	-0.2	-0.8	-1.4
失業率 (%)	留歐	5	5	5.1	5.3	5.3	5.3
	脫歐-樂觀情況	5.1	5.3	5.4	5.5	5.4	5.4
	脫歐-悲觀情況	5.2	6	6.5	6.1	5.8	5.8
財政赤字佔 GDP 比重 (%)	留歐	-2.9	-2.	-1.1	0.5	0.5	0.6
	脫歐-樂觀情況	-3.2	-2.7	-1.9	0	0.1	0.2
	脫歐-悲觀情況	-4	-5	-4.8	-2.6	-2.3	-1.7
通貨膨脹率 (%)	留歐	0.8	1.9	2	2	2	2
	脫歐-樂觀情況	1.1	2.6	2.8	1.8	1.5	2
	脫歐-悲觀情況	1.6	4	3.2	1.9	1.2	1.9

資料來源：國際貨幣基金會(IMF)對英國脫歐的專題分析報告。