

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2016年6月21日

深謀遠慮的英國人如何選擇

顏至宏

香港科大商學院財務系客座教授

英國「脫歐」公投逼在眉睫，最新民意表明，此事極有可能會弄假成真，本來是首相卡梅倫政府用來向歐盟討價還價的工具，現在卻騎虎難下，而且可能成為2016年全世界最大的國際事件。

目前，卡梅倫政府是不希望成為歐盟的歷史罪人，但事到如今，局勢已經不是他們所能掌控，票在老百姓手中，而老百姓心裡對很多事情有自己的看法，政府已難加以左右，遑論想扭轉民意，愈想扭轉，則可能造成反效果。如果公投結果是要脫離歐盟，則英國可能變成歐洲的孤兒，這對於卡梅倫而言，也將成為歐盟的罪人，他此舉將徹底改變歐洲的地緣政治形勢，甚至未來世界局勢，這個風險實在是太大了。

金融機構緊急應對

這幾個星期，世界各大金融機構大多已經啟動緊急應急方案，應付萬一公投過後的衝擊波。但現在能做的已經相當有限，外匯和股權市場對沖成本已經上升了不少，有些機構選擇賭一把，賭公投不會通過，或者即使通過了，但影響不會太大。總之最近這段時間，手頭上持有歐洲資產的，包括英鎊歐羅和這些地方的股票，日子不會太好過。

黃金和美元債券變成避險工具，最近金價已經升破 1300 美元。若然公投通過，金價有可能上升到 1400 美元水平。與此同時，美債亦告上漲，十年期美國政府債券殖利率已經跌到 1.56%，是歷史低位，反映機構投資人在等待一場大風暴的來臨。

本文從三部分來分析這個問題。第一，英國為什麼要「脫歐」？第二，迄今，「脫歐」的可能性有多大？第三，「脫歐」會造成什麼嚴重後果。

英國附庸美國的民憤

當前，不少英國公民對首相卡梅倫的表現相當反感，認為英國目前已失去了作為大國的獨立性，往往被美國牽著鼻子走。國民要求國家向外顯示出大國應有的獨立自主性，不要再作為美國在歐洲的「代言人」。這種「代言人」身份，令很多英國的政策無法按照本國最大利益作出判斷和決定。要把作為美國在歐洲「代言人」的附庸性祛除，最直接的方法，是英國切斷與歐洲的「親近」關係，讓美國自己直接去和歐洲其他國家打交道。

事實上，不少英國人認為「英國不屬於歐洲」，而且對歐洲委員會所制定的種種法例和規則，包括對產品的性能標準等等，使英國處處受到制肘而憤憤不平；加上近年從歐盟多國湧入英國的移民激增，分享了國民的福利，佔據了不少就業崗位，這些因素都為反歐盟輿論造成更大的聲勢，也使去留歐盟的社會撕裂加劇。

投資對沖成本激增

上週四（16日），距公投還有一周，當天有兩個新鮮出爐的民調，包括民調機構 Survation 的調查，52%選民要脫歐，48%想留歐；另一民調機構易普索莫里（Ipsos Mori）的調查顯示，排除心意未決的選民，脫歐與留歐的比率分別為 53%和 47%。反映英國國民想「脫歐」的比例，已佔據了上風。

據目前的最新民調估計，英國「脫歐」的可能性達到 60%至 70%，這已經反映在前文所提到的黃金價格上漲和美元債券價格上漲，據此估算機構投資人心目中的發生的可能性。

一旦英國「脫歐」，對多種資產價格將無可避免產生衝擊，包括對歐羅、英鎊、英國和歐洲股票市場造成破壞性影響。一些金融機構估計歐羅匯價有機會下跌 20%，但筆者保守估計不會這麼兇猛，可能下跌 10-15%；英鎊匯價下跌幅度料也達到 10%。反映歐洲地區匯率對沖成本的 EVZ 波動率指數，已經較一個月前上漲 50%，從 9 左右來到 13.33；歐洲股市下跌也可能達 10%至 15%左右。

推算這些資產損失的程度大小，我們可以從多國的市場波動率去推估，例如標普 500 VIX 指數，在筆者執筆這幾天已升逾 20 點。一個月前，這個恐慌指數還處於 13、14 點水準，意味機構投資者的對沖成本已然明顯上升。

美國加息與英脫歐牽連

英國「脫歐」的衝擊，不局限於歐洲的外匯及股票市場，造成金融市場大混亂；也會波及美國。筆者預估，如果英國脫歐成功，由於金融市場震盪，美國很可能在局勢和市場穩定下來之前，不會加息。過去的歷史表明，世界經濟無法同時容

忍兩個風險源頭同時興風作浪，他們的疊加作用是經濟學家很難判斷，因此美國的加息時間，現在已經和英國脫歐結果掛鉤。

照發展形勢看，英國成功「脫歐」，或會引起骨牌效應，觸動其他歐盟成員國效法，包括法國，德國，和義大利等。德國和法國的老百姓對於政府長期必須以相當的稅收，去支持其他「流氓國家」，如希臘等，早已怨聲載道，如果看到英國公投通過，他們可能要求模仿。如果能脫離歐盟，就可以甩掉很多包袱，讓老百姓能輕輕鬆松過日子。

骨牌效應風險難除

即使歐盟的核心成員德國，該國民間對於德國在歐盟內領導地位所付出的代價，早已有所微言，對歐債危機的援助和成本分擔、甚至困擾當前歐盟成員國家的難民問題，都有加劇歐盟其他成員國「脫歐」的情緒，因為退出歐盟，便可以不受難民承擔份額的約束，可按照本國的承擔能力去「量力而為」。

天下「分久必合、合久必分」。歐盟的一體化，在統一貨幣聯盟中，但財政政策沒有統一，成員國面對經濟表現不濟，央行無法透過貨幣貶值來恢復出口競爭力，歐洲的一體化，相信沒有多個成員國家是「開心」的。因此必須對歐盟的前景和發展路向進行反思。一旦英國「脫歐」，若觸發其他成員國仿效退出，則歐洲將變成一個「鬆散」的聯盟。

正如上文指出，歐盟貨幣統一，但財政政策不統一，在歐盟內各成員國的經濟實力有顯著差異的現實下，經濟實力弱的國家，像希臘等便受到很大的衝擊，當面對內部經濟景氣處於低谷時，無法利用貨幣和財政政策作出刺激，只能透過削減政府財政支出、降低工資和減少消費及投資的痛苦手段進行調整，令人民怨氣沸騰。

歐洲一體化步伐後退之虞

事實上，當這些弱小的成員國家看到英國「脫歐」成功，難免激發其國內人民也要求「脫歐」的壓力加劇，令歐盟的內部凝聚力受到一定程度的衝擊，益發呈現不穩定。

不僅歐洲會受到英國「脫歐」的衝擊，全球的政治經濟結構和秩序相信也會受到影響。當歐洲重新變回上世紀四十、五十年代的「鬆散」聯盟，各國均以本國為主體，「各自為政」，美國在歐洲的影響力，便無法通過一個統一的聯盟體來直接體現，而受到「分散化」，令美國的外交政策和努力變得事倍功半。

因此，英國「脫歐」的餘波，絕不會是漣漪，而是一個巨大的衝擊波，影響深遠。

英國脫歐將引發金融市場巨大震盪，全球股市和匯市將陷入混亂狀態。英國，尤其是卡梅倫，須承擔起造成全球金融經濟震盪的責任，這可能讓其政府倒台。即使如此，從歐盟各國到受到衝擊最大的美國——還有其他經濟體，如中國，日本，和加拿大等，都表明不支持英國脫歐。但是對於英國急於脫歐的民眾、這些壓力，尤其是從美國口中說出的話，反而會造成反作用。他們會將這些關切視為干涉，刺激起更多的英國百姓選擇脫歐。

提防金融市場亂局

英國脫歐還是留歐，決定權在英國老百姓手中，由 6 月 23 日的公投民意來決定。

目前金融市場的波動率上升，對沖成本增加。短期來說，有幾類金融資產的價格料繼續受到影響，包括黃金價格會上漲；可作為避險的大宗商品價格也會上升；美元和日圓也會作為避險資產而受到追捧。

清楚看到，一旦英國「脫歐」，其後果相當複雜，必須從多個層面進行探討，包括分析未來全球權力結構的政治層面，這方面的變化都會影響到經濟方面的發展。

就在英國脫歐公投倒數一星期之時，主張留歐的反對派工黨女國會議員喬·考克斯（Jo Cox）於上週四(16)日，在英格蘭北部里茲附近遭到槍擊和刺傷，送院搶救後不治。據外電報導，鎗手行兇前講出「英國優先」（**Britain First**）的疑似脫歐口號，其後果會否令留歐派得到傳媒注意以致中間遊離票的民眾支持或同情，令本週四舉行的脫歐公投蒙上更濃的政治味道，增添了新變數。

據《星期日每日郵報》在考克斯遇害後所做的首個民調指，支持「留歐」的比「脫歐」的多三個百分點，民意出現逆轉。一向予人具政治手段、深謀遠慮見稱的英國人如何選擇，本周內便有答案。

〔本文由科大商學院傳訊部筆錄，顏至宏教授口述及整理定稿〕