

脫歐公投倒數 港股近期焦點

中銀國際首席策略分析師

胡文洲

英國脫歐公投臨近，民調顯示脫歐派逐漸佔據優勢，引發投資者擔憂，市場避險情緒上升。上周港股走勢疲弱，恒生指數跌4.15%，收於20,169點，國企指數跌3.92%，收於8,485點。港股日均成交金額為604.3億港元，較對上一周略有增加。

英國將於本週四（6月23日）舉行全民公投，決定是否繼續留在歐盟。此前，支持留歐的人口比例一直領先脫歐派，但隨着公投的臨近以及近期中東難民問題愈演愈烈，6月的兩次民調顯示，脫歐派已經逐漸佔據了上風。根據最新民調，支持和反對英國脫歐的英國群眾分別佔52%和48%，英國繼續留在歐盟的基石似乎開始鬆動。這不得不讓人聯想到去年此時希臘脫歐陰雲對全球資本市場造成的衝擊。考慮到英國的經濟體量以及對歐盟的政治意義，英國脫歐事件造成的影響必然會大於希臘。上月英國財政部發表一份綜合分析報告，分析了英國脫歐後的兩種情景假設（兩種情景的不同點在於政治脫歐後貿易方面是否也要脫歐）。根據預測，在僅有政治脫歐下，與留歐相比，2018年英國的GDP將下降3.6%，CPI上升2%，失業率上升1.6%，實際工資下降2.8%，房價下降10%，英鎊貿易加權指數下跌12%，政府債務增加240億元英鎊。如果貿易上也脫離歐盟，與留歐

相比，2018年英國的GDP將下降6%，CPI上升2.7%，失業率上升2.4%，實際工資下降4%，房價下降18%，英鎊貿易加權指數下跌15%，政府債務增加390億元英鎊。不過，目前公投結果仍撲朔迷離。上周留歐派女議員被刺殺後的悲情氣氛可能動搖部分英國脫歐派的決心。

英倘脫歐勢影響中國出口

筆者認為，對於中國來說，英國脫歐短期內會有以下幾個方面的影響。首先，歐盟是中國最大的交易夥伴，英國是中國在歐盟國家中僅次於德國的第二大交易夥伴。2015年中國對歐盟出口總額3,560億美元，其中對英國出口達到596億美元。英國一旦脫歐會導致英鎊和歐元幣值波動，影響中國產品在歐洲的競爭力。在歐盟內部，英國一直是支持承認中國市場經濟地位的主要力量之一。英國若脫歐，中國獲得歐洲承認該地位的難度將加大。此外，英國是推動人民幣國際化進程的重要平台。2013年，英國成為首個與中國人民銀行簽訂貨幣互換協議的西方發達國家。2014年10月英國成為首個發行人民幣國債的外國政府，人民幣首次納入英國外匯儲備。2014年底倫敦人民幣存款達到200億元。目前，倫敦已經是僅次於香港的第二大離岸人民幣交易中心。這一方面是由於中英兩國政府和商界的精誠合作；另一方面也依賴於倫敦全球金融中心的地位。英國若脫歐，其與歐洲市場的緊密聯繫將被弱化，倫敦在全球金融市場中，特別是歐洲金融市

場的地位將會被削弱。長期而言，英國脫歐將推動國際格局向世界多極化發展，英國外交政策或將重點發展與新興經濟體關係。

美加息周期將會緩慢推進

受美國5月非農數據不佳及英國脫歐公投臨近的影響，上周美聯儲議息會議決定維持目前的利率區間不變。儘管此前多位成員曾發表鷹派言論，但這次不加息的決定仍獲得全票通過，表明近期美國國內及國際形勢的變化不利於美聯儲加息。會後，美聯儲公開市場委員會（FOMC）公佈了對美國未來經濟形勢及貨幣政策軌跡的預測。其中，對美國未來兩年利率中位數預期從3月1.9%（2017年底）和3%（2018年底）下調至1.6%（2017年底）和2.4%（2018年底）。雖然對2016年底利率中位數預期仍維持在0.9%（即年內還會有兩次加息），但支持年內加息一次的委員人數從3月的1位增加至6位。此外，美聯儲還將美國今年明年GDP增速的預測從2.2%和2.1%一同下調至2%。與此同時，受國際油價企穩的影響，美聯儲調高了對美國今年明年通脹水平的預期。總體而言，美國目前各項經濟指標參差不齊，單個指標波動較大，筆者認為，美聯儲此輪加息周期將會緩慢推進。（本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。）

公投結果難料 港股窄幅波動

時富資產管理董事總經理

姚浩然

港股6月頭至今經歷了很大波幅，第二周曾上試21,352點高位，但第三周卻曾重挫超過1,300點並跌穿20,000點大關，因本月發生的經濟重要事項結果對內地與香港及環球股市而言舉足輕重。上周MSCI明晟和美聯儲分別決定押後將中國A股納入新興市場指數及維持利率0.25厘不變，消息公佈後本應有助市場消除不確定性，惟市場避險情緒不跌反升，主要由於英國的脫歐公投進入白熱化階段，支持和反對脫歐的形勢不斷變化，投資者擔心脫歐的機會增加。

資金流入避險工具

市場原先預期脫歐的機會不大，惟近月民調顯示支持脫歐的人數與反對的人數距離收窄甚至有超越的趨勢，這是環球市場始料不及的，因此環球股市出現資金流出。股市資金出走帶動避險工具資金流入，日圓匯價急升，美國十年期國庫債券市場息率見1.56厘，金價亦節節上升。如果英國真的脫歐，港股面臨直接的影響

較小，只是在英國有業務的上市公司影響較大，如匯控（0005）、渣打集團（2888）和長和（0001）等。惟脫歐不但會對英國經濟民生福利造成影響外，還會對環球金融體系有衝擊。英國身為全球數一數二的金融中心，脫歐避險情緒帶動資金湧入美元，拖累新興市場匯率走勢，人民幣兌美元離岸價曾跌至4個月低的6.6155水平，壓抑內地與香港股市表現。另外，脫歐一個更宏觀的影響為此舉為歐盟其他成員國作出了示範，結果或會令一些歐盟強國留歐的決心下降。

以現時形勢而言，留歐的支持率再度輕微領先，相信上周留歐英工黨女國會議員考克斯遇襲身亡是轉捩點，令英國市民再次思考留歐和脫歐的意義。以近期英國經濟數據看，英國的復甦步伐未必能支持脫歐後自力更生，因此留歐維持現狀除了能減少不確定性，對英國經濟有莫大裨益，所以筆者認為未有意向的英國公民可能會選擇留歐。至於本周一（20日），英鎊兌美元匯價亦見反彈至本月高位1.4673，反映市場對留歐信心進一步增加。惟公投最後結果仍難以預料，相信環球市場在公投結果公佈前皆會持審慎觀望態度，港股仍會於20,000點至20,700點窄幅波動。

中國扮演金屬市場OPEC

路透專欄作家

Clyde Russell

熱點透視

中國對於金屬市場的所作所為是否就像以前石油市場上的沙特？作為全球最大的工業金屬生產國兼消費國，中國或許在不知不覺中扮演起事實上的金屬市場OPEC這個角色，根據價格信號調整供應和平衡市場。

雖然中國對於金屬市場的作用，不像沙特在OPEC輝煌時期對石油起到那麼明顯的平衡作用，但中國與金屬市場之間的互動卻有幾分相似。

考慮一下以下所述。截至不久之前，中國對於鋼鐵、精煉銅和鋁等多數工業金屬或半精煉金屬而言，在出口市場的影響還無足輕重。不過，此後中國鋼鐵和鋁出口量激增，實際上將中國融合進這些全球中間金屬市場。

在銅市場上，中國仍然是主要的淨進口國，儘管其加大了國內冶煉能力，礦石和銅精礦的增速逐漸加快。

增減進口平衡金屬市場

中國正在根據市場狀況和國內需求來擴大或削減進口，從而對全球銅市場施加影響。

儘管不像OPEC過去經常表現得那麼協調，但中國目前在中間金屬方面仍起着市場平衡機制的的作用，藉此也在鐵礦石、煉焦煤、鋁土礦和氧化鋁等原材料市場發揮重大影響。

就以鋼鐵和鐵礦石為例，今年這兩種商品的走勢特點均是強勁上漲後回落。

在上漲過程中，上海螺紋鋼期貨SRBc1在去年12月至今年4月急升了將近73%，隨後到6月17日收盤時滑落了24%。同期現貨鐵礦石IO62-CNI-SI價格上揚86%，隨後到6月17日收盤止下挫26%。

鋼鐵價格上揚的背後有基本面的推動，也就是由於中國政府希望刺激經濟成長，預期基礎設施支出將會增長。不過在金融市場以外的，鋼鐵企業增加生產，那些原本因為國家計劃削減過剩產能已經停產的企業又起死回生。其結果就是，3月鋼產量創紀錄新高，這一紀錄在5月又幾乎被追平。

原油需求跌引發典型反應

原油價格和需求降低的另一個反應體現在中國股市——尤其是能源股市

以實際效果而言，中國鋼廠在價格上漲信號的鼓勵下增加生產，起到了平衡市場的作用，但最終極有可能生產過多，導致價格大幅下滑。這將導致未來幾個月中國鋼鐵產量會減少的預期，除非鋼鐵廠能找到出口客戶來吸收國內市場無法消化的產量。總的來說，中國鋼產出出現相當迅速的改變，5月產量7,050萬噸較12月的6,430萬噸高出近10%。如果未來幾個月中國的鋼產量真的開始減少，那將進一步表明中國的鋼鐵廠即便沒打算那麼做，也將對市場起到平衡作用。

鋼鐵市場模式近似鋁市

中國鋁產量早前幾年也曾出現類似的模式，原本閒置的產能在價格上漲時迅速復工。

若說中國身為金屬市場平衡者有什麼問題的話，就是價格下跌時超額產能退出市場的情形看來不若價格上漲時產能增加的狀況。那意味著價格漲勢持續的時間通常比跌價或價格停滯的時間要短。不過中國的煉鋼和煉鋁廠似乎能夠，且願意對市場動態變化作出反應的事實，或許和前些年已有所改變。以前通常可能不顧市場價格，一味繼續生產。

這可能是加工金屬出口增加造成的影響。今年首5月，中國出口鋼材同比增長6.4%，達到4,630萬噸。未鍛造鋁和鋁產品出口首5月下降7.9%至190萬噸，這可能是因為最近全球價格下降的緣故，以及鋁價漲勢不如鋼材強勁。倫敦三個月期鋁CMAL3自12月低位至4月底的年內迄今高點上漲了17%，隨後自高點下跌了近4%。當然，中國在全球市場的影響力不斷增強，其他生產國皆看在眼里，且不是非常高興。他國採取了一系列措施阻止中國鋼材等金屬的出口，或者正在考慮採取此類措施。總體來看，中國似乎已經從最後的買家變成了調節生產國。中國正在限制產能，同時有干預市場的意願，意味著其作為調節生產國的角色可能難以捉摸和不可預測。

從這點來看，中國不像是過去的OPEC，但類似於OPEC，觀察中國金屬生產商的產出與出口趨勢變得越發重要，因其儼然成為全球市場的關鍵驅動因素。

內地應對油價跌 整合供給側改革

富拓首席市場分析師

Jameel Ahmad

隨着WTI原油逼近每桶50美元，長達兩年的全球油價低迷或將進入尾聲。不過對中國來說，企業收益降低和內外需疲軟的殺傷力正趨趨明顯。

根據國際能源署（IEA）最新資料顯示，隨着中國供給側改革的推進，效率低下的生產企業和老舊油田已被關停。此外，中國對於削減重工業以及向消費型經濟轉型的決策，也推進了原油總需求的下滑趨勢。

原油需求的下行趨勢甚至引發市場猜測，有分析指，印度在原油需求上或將超越中國。現在，印度的原油需求日增長約30萬桶，年均增速達8%，中國平均年增速則為6.9%。中國原油需求的萎縮其實在2015年油價暴跌之前就有跡可尋。身為世界第二大經濟體，中國經濟增速全面放緩，內地眾多製造企業紛紛倒閉，倖存企業也在過剩產能和低下效率中苦苦掙扎尋求生機。在這個轉折時期，中短期最佳的對策就是適度減少對原油產品的需求。

原油需求跌引發典型反應

原油價格和需求降低的另一個反應體現在中國股市——尤其是能源股市

場。2015年下半年至2016年第一季度，內地能源類股票經歷了幾輪劇烈波動，歐洲和北美股市也被負面情緒所籠罩，全球市場皆感受到切膚之痛。

從宏觀經濟層面來講，原油這一關鍵商品的總需求回落顯而易見，這意味着可能會引發以下幾種典型反應：

匯率會經歷大起大落。美元對人民幣匯率已然受影響，匯率持續波動，想穩定這種波動只有靠政府實行寬鬆貨幣政策。

給主要貿易夥伴帶來經濟壓力，商品和服務出口需求受挫。這一反應已經兌現。美國和歐洲經濟剛剛從蕭條中復甦，升勢雖談不上強勁，但較經濟危機前的狀態已經好轉不少。

股價大幅下跌。以躡身標普／香港交易所大型股指數成分股的中石化為例，其股價從6.8港元跌至4.2港元。該反應亦已發生。

房貸和商貸的收緊。該項反應目前表現不是非常典型，這與政府現正實行貨幣寬鬆政策鼓勵投資有關。不過伴隨而來的問題是：低利率貸款對經濟的支撐能延續多久？

利率和稅率的大起大落。事實上，對中國貨幣政策的調整已有廣泛報道。2015年，中國央行數次調低基準利率，10月，基準利率從之前6%的均值下調至14.3%的新低。

上述多種經濟反應的出現不能簡單歸結於原油需求的萎縮，但由於原油與經濟發展的高度關聯，人們確實能從中探究中國的主要趨勢。

中國的國內生產總值（GDP）和製造業採購經理指數（PMI）等關鍵宏觀指標被全球投資者密切關注，兩者和原油需求息息相關。原油需求對整體經濟，尤其是對於依賴重工業新興經濟體的發展具有重要意義。

至於「經濟增速放緩」和「國家及工業部門石油產品收益下降」孰先孰後，這就像「雞生蛋還是蛋生雞」的問題。或許我們可以嘗試從另一個角度來思考，這兩者哪個是症狀，哪個又是病因？或許從財富數據便可見一斑。自2007年至2014年，油價高企使中國國企的收入持續錄得驚人的增長。舉例來講，中石油的營收在2007年為780億美金，2014年已高達3,052億歐元，但在2015年即驟降至2,444億歐元。

表面上，似乎世界油價下跌、石油產品導致的國家收入減少，以及隨之對中國經濟增長放緩的憂慮巧合在同一時間發生。不過這也許難以解釋為中國經濟下行的全部原因。油價下跌以及其對中國的影響必將引發一系列經濟反應，其強烈程度足以引起投資者的重視和密切關注。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。

靜待脫歐公投 金價繼續上行

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

目前，全球市場將目光聚焦英國脫歐公投。將從6月23日倫敦時間凌晨開始，最終結果應會在第二日北京時間下午出爐。主張脫歐和留歐的兩大陣營勢力不相上下，民調結果也是反反覆覆，令最終的結果充滿未知數，幾率真的是一半一半。

英若脫歐 貿易勢受衝擊

早在2013年英國首相卡梅倫出於政治考慮，便提出脫歐公投言論，不過目前他又站出來，連同財政部、英國央行、IMF等輪番上陣提出英國脫歐的風險。脫歐陣營也不甘示弱。如果真的脫歐，英國經濟將受到重大影響，尤其衝擊貿易，倫敦的金融中心地位難保。

談到脫歐公投，我們第一個便想到英鎊何去何從。其實在5月之前，英鎊一度表現不俗，直逼1.48水平。不過隨着公投日子的臨近，市場情緒極為敏感，英鎊波幅也加劇。尤其是前段時間，民調顯示脫歐陣營領先留歐陣營，讓大家擔心是否這個黑天鵝會引爆市場。進入6月以來，有恐慌指數之稱的VIX暴漲至20水平。投資者擔憂真的脫歐將導致經濟增速放緩，英國資本外逃。英鎊受壓回落，加速下行，失守50日和100日均線，一度低探1.4水平。

不過，市場情緒在一英國親歐盟議員遇襲身亡後出現轉變。於是兩大陣營的宣傳活動暫時停止，市場開始寄希望於此事件會議23日的公投推遲。歐美股市和英鎊匯率出現回漲，金價回落。上周五英鎊大漲1.09%，並在本周一早盤延續升勢，直逼200日均線。

英若留歐 有助美元轉強

此外，如果英國脫歐，意味着歐盟也會受到影響，歐元也難逃貶值。歐元在月內一度低探至1.1131水平，和英鎊一樣，在上周五和周一大幅反彈。美匯指數在5月有一波升勢，不過受非農數據遜色拖累大跌，近日表現疲弱。如果英國真的脫歐，對美國的影響不可忽視。不斷被擱置的加息計劃有可能繼續延後，貨幣政策前景要重新進行評估，到時美元自然進一步受壓。公投結果留歐，有助美元反轉。

日圓則受益於避險情緒，進入6月便升勢連連，更在上周宣佈維持貨幣政策不變後飆升至兩年來高位。上周五做出小幅調整，上行動能持續。目前市場關注日央行會否出手干預匯市，若真的破100水平，大概會有所行動。

再來看黃金，從6月開始一路走高，逐步升穿100日和50日均線，動能強勁，企穩5日均線，直逼每盎司1,300美元。在上周四，先受到美日英宣佈息口不變以及避險情緒推動下高見每盎司1,315美元一線，隨後受到英國議員事件以及獲利回吐壓力影響回落，好在10日均線支持仍有力，短線在每盎司1,300美元形成阻力。如果確認脫歐，料黃金成為首選的避險資產，雖短線遇到獲利回吐壓力，反之金價回落。無論結果如何，周內波幅亦將加劇。不過考慮到全球寬鬆的貨幣環境，金價保持較強的支持，上行格局並沒有改變。



■隨着英國脫歐公投臨近，市場情緒極為敏感，英鎊波幅加劇。 資料圖片