

# 脫歐震盪 外幣存款避險勝算低

中銀香港董事會秘書

陳振英

財經評述

英國公投脫歐事件仍有難以預料的後續發展，事件對全球經濟秩序及格局將有深遠影響，但相信英美、歐盟等西方主要經濟體會積極管控風險，盡早消除不確定性，維持經濟的復甦進程以及金融市場的穩定。但英國此時脫歐畢竟是黑天鵝事件，全球金融市場震盪並非可在短期內平息，未來資金選擇從較高風險的領域流向傳統的避險資產是理性選擇，這將促使金融市場的資產價格出現巨大變化。過去幾天環球債市和股市的走勢，足以說明投資者仍未能完全猜透金融市場下一階段將循什麼方向發展。

## 美年內加息機會渺茫

美聯儲對加息步伐一直含糊其詞，原因是美國經濟增長動力不足，隨著時間推移，特別是在英國脫歐事件發生後，美國聯儲局加息理據顯得更為脆弱，年內加息機會渺茫，未來全球低息環境仍將持續。英國公投脫歐後，全球股市向下調整，資金湧向債市，主權債息急跌，美國十年期國庫券息息更曾跌穿1.5%。避險情緒高漲，全球債息反覆走低。

過往匯市由於交易規模大，全球日均外匯交易額為股市與期貨市場交易

總額的數十倍，單日幅幅往往較低。惟近年受主要央行的激進貨幣政策影響，匯市波動大幅增加。眾所周知，英美澳加等地區是香港學生出國留學的熱門選擇，為免受該等地區貨幣短期波動影響而增加子女出國留學的負擔，除美元這個掛鈎貨幣外，英鎊、澳元和加元是很多本港家庭的習慣性存款選擇。英國脫歐成為事實後，英鎊急瀉至31年以來低位，近一兩天雖略為企穩，但相信仍在尋底過程中，手持英鎊的存戶難言已鎖定損失。而脫歐的震盪已為歐盟的整體前景蒙上陰影，歐元的貶值壓力亦正在上升中。澳元和加元匯率近期雖大致穩定，澳元在澳洲央行6月宣佈維持利率1.75%不變後企穩，惟澳洲受中國經濟放緩拖累，缺乏增長動力，而避險情緒也會促使部分資金從澳元這種「高風險高回報」貨幣流走；加拿大經濟則受油價、山火等多重打擊，兩種貨幣均非短期避險之選。

## 日圓成熱門「避風港」

過去幾天日圓明顯發揮避險貨幣的作用，匯價一路攀升，在1美元兌102日圓上下水平徘徊，並有望進一步升值，成為一枝獨秀的「避風港」，但日本的本土經濟問題不可能長期容許日圓升值，日圓也存在調整風險。

至於另一種較受市民歡迎的高息貨幣應屬人民幣，人民幣近日同樣有所

走低，但預計當英國、歐盟及主要經濟體央行相繼採取應變措施後，全球金融市場的動盪情況會有所緩和並逐漸回復正常。當前全球貨幣政策保持大範圍寬鬆的局面大致不變，實質負利率環境料將持續一段時間，人民幣相對其他貨幣仍享較高利息，利差因素可能支持其匯率走穩。今年10月人民幣正式納入SDR前後，其匯率水平如保持相對平穩，將可吸引更多中央銀行和主權基金配置人民幣資產，對人民幣匯率產生較強的支持作用。

## 黃金需求因避險增溫

可以說，利用外幣存款減低匯率波動影響的傳統智慧在新一輪的金融市場走勢下已不再勝算。而除外匯市場外，黃金近期也成為市場焦點。因為美國的加息預期多次落空，負利率現象不斷蔓延，黃金的投資價值作用重現，年初至今金價已升值接近四分之一。英國公投脫歐後，貴金屬勢將繼續受到追捧，形成一股支持金價飆升的新力量。全球資金避險情緒不斷升溫，對黃金的需求有望維持強勁並終止過去三年的跌勢。以往黃金與外幣投資的最大差別在於黃金不享有利息，惟利率不斷下跌，特別是多數發達國家處於零利率、甚至負利率環境，持有黃金的機會成本相對較低，黃金作為投資者審慎避險的功能在提升。

## 脫歐衝擊 英局勢不明朗

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

英國上週四舉行脫歐公投，結果出乎市場預期。在脫歐公投結果公佈後，英國有超過三百萬人支持進行第二次脫歐公投。但是，歐盟多個主要國，例如德國及法國等，舉行了緊急會議後聲明指，希望英國盡快就脫歐啟動程序，令其他國家知道脫歐的後果。另一方面，英國本土亦出現分裂的情況，蘇格蘭、北愛爾蘭及倫敦分別有要求獨立運動。英國政壇亦出現嚴重分裂，究竟會對英國及歐洲有什麼影響？對美國11月舉行的總統大選又有什麼啟示？

## 英國本土民意分歧擴大

對英國本土方面，可以先從執政的保守黨及工黨的影響講起。保守黨方面，首相卡梅倫已於上週五宣佈辭職，但在10月保守黨大會選出新黨魁後才離任。但他的辭職，已引發保守黨內部的嚴重分裂，特別是前倫敦市市長約翰遜及司法大臣高文浩，均有興趣成為卡梅倫的接班人。但卡梅倫卻希望由屬於溫和派的文翠珊接任，預料保守黨內部的矛盾可能激化。另一方面，雖然卡梅倫希望接任人在10月上台後，才收拾這場公投的爛攤子，但歐盟近日的發言非常強硬，希望英國於本月初便要開始啟動退歐的程序，故卡梅倫的如意算盤未必可以打開。保守黨內部資深議員，於日前開會選出新黨魁的程序。

至於工黨方面，其情況亦不太好。雖然工黨一向主張留歐，但黨魁科爾賓被指忽視選民的訴求，令作為傳統工黨票廠的新特蘭及南泰恩賽德，在今次公投中有大量選民支持脫歐，令外界感到非常意外。不少工黨中人認為，是次投票結果反映中下階層認識到問題的嚴重性，而精英派由於受惠於方便及有新工作增加的因素，故希望留歐。

## 脫歐黑天鵝陸續有來

香港專業人士協會副主席及資深測量師

陳東岳

英國公投以52%對48%的多數通過脫歐，出現一隻黑天鵝，觸發環球金融市場動盪，歐美日股匯即時出現大幅調整，雖然近日英美股市已經收復失地，但預計全球將面對脫歐後的連鎖後遺症以及惡性循環，股匯市及實體經濟貿易互相負面影響，英國面對蘇格蘭等要求留歐，歐盟內諸國存在貧富差距的矛盾，日後或再有其他國家仿效英國，最壞的情況可能是導致歐盟解體，有評論認為這是對全球一體化的衝擊。

## 對英國衝擊料持續

英國要脫離歐盟，還需要依退出機制進行談判，當中最重要的是貿易環節，視乎雙方能否保留自由貿易區協議。對歐盟貿易佔了英國外貿四成多，英國日後變成非歐盟成員國身份，在關稅等貿易條款方面，必然沒法享受目前的待遇，將對英國出口做成很大衝擊。英國公投通過脫歐後，蘇格蘭等支持留歐地方馬上提出要再進行獨立公投，令英國政治增添不穩定。穆迪已將英國信貸評級展望調低至「負面」，預期英國脫歐對英國本土以到整個歐洲的衝擊，勢將維持一段較長時間。

目前不少外國公司在英國設立總部，脫歐後，這些總部或遷往歐洲，英國將失去部分就業崗位，外國公司遷歐帶來資金而未來新公司不再選擇在英國設總部，經濟將會遭受負面影響。另一方面，歐洲同樣面對政治及經濟衝擊，法國、意大利、荷蘭等國或可能會發動脫歐公投，令歐盟面對着解體

## 中國原油進口強勁非實際需求

路透專欄作家

Clyde Russell

相比於英國公投決定退出歐盟，原油與成品油市場更為擔憂中國情況。雖然新聞媒體繼續高度聚焦於英國公投，但越來越多的證據顯示中國原油與燃料市場的動態正在發生變化，可能給全球能源市場帶來更大的衝擊。

表面上看，作為全球第二大原油消費國，中國的原油進口情況顯得很穩健，今年1月—5月進口同比增長16.5%，相當於每日大約749萬桶。但有幾個因素在發揮作用，使得進口的強勁表現容易造成誤導。首先，國內原油產量在下降。官方數據顯示，5月原油產量較上年同期減少7.3%，今年頭五個月減少3.7%。1月-5月中國總共生產8,500萬噸石油，相當於日產408萬桶，較2015年同期日產減少大約17萬桶。這就是說，今年頭五個月每日額外進口的近100萬桶

當中，至少17萬桶只是在彌補國內的減產。

第二個因素是，中國似乎持續以很快的速度補充戰略石油儲備。由於當局不公佈庫存數據，了解收儲石油數量的最好辦法，就是用進口和國內產量之和減去煉廠加工量。中國1月-5月原油進口和國內產量總共為2.409億噸，原油加工量為2.273億噸。這意味着約有1,960萬噸(約合94.1萬桶/日)原油進入了商業或者戰略庫存。該數據遠遠高於2015年，去年進口和國內產量與原油加工量之差約為56萬桶/日。

第三個起到作用的因素是成品油出口增加，尤其是汽油以及柴油和煤油等中質油。中國今年1月-5月柴油出口跳增322%至相當於27.1萬桶/日，航空煤油出口增加8%至約24.5萬桶/日，汽油出口大增63.5%至約18.7萬桶/日。

將上述三個因素綜合起來，就可清楚地表明，中國原油進口強勁增長並非因為需求增加，事實上中國實際成品油消費增長可能是不存在的。(本文有刪節)

是次選舉中，勝利者非獨立黨莫屬。雖然作為一個較小型的在野黨，由於在是次選舉中立場明確，預料將會吸納過去曾支持保守黨或工黨，但又支持脫歐的支持者，可以隨時左右英國政壇。由於工黨未能捍衛蘇格蘭人的留歐夢想，又未能了解英國本土人的脫歐之心，故有機會在英國本土的選舉中再度遇上挫敗。因此，預料獨立黨未來可以挑戰工黨的地位，繼而進逼保守黨目前的領導局面。

## 蘇格蘭北愛爾蘭或公投脫英

除了英國本土因為公投出現分裂外，蘇格蘭人亦因為他們不希望脫歐，令他們可能於短期內就脫離英國獨立進行公投，令英國政壇進一步分裂。在是次公投中，蘇格蘭支持留歐的比率高達62%，是12個大選區中支持留歐比率最高的地區。蘇格蘭民族黨已表明，將會就是否脫離英國，而加入歐盟進行公投。三年前當地曾舉行脫英公投，部分蘇格蘭人因為擔心脫英可能同時造成脫歐，故投下反對票。但目前英國已經脫歐，他們可以沒有顧慮，去投票支持脫英，可能出現英國脫歐的第一個後遺症。但同時，由於蘇格蘭有三分二的生產是輸往英國，預料蘇格蘭對加入歐盟亦非全無顧慮。

至於北愛爾蘭方面，亦是較多人支持留歐的。因此，北愛爾蘭主要政黨新芬黨的領袖便批評，脫歐令英國不能代表北愛的利益，要求進行脫英公投，希望與愛爾蘭合併。但據知，這個動議已被親英國的首席部長拒絕。

## 脫歐程序談判判處劣勢

根據目前情況，英國在歐盟的壓力下，可能於短期內啟動脫歐程序，而在談判上亦可能處於劣勢，歐盟可能希望殺一儆百。惟一旦歐盟國家的叫價過高，可能令英國內部民心再度轉向。因此，英國短時間內經濟及政治上環境可能轉差。

危機。加上難民問題仍未解決以及英國脫歐，歐洲將可能再次陷入經濟衰退。歐央行行長德拉吉、聯儲局主席耶倫，均早已預警英國脫歐會打擊歐美經濟，後果十分嚴重，更有分析警告，環球經濟衰退機會超過一半，聯儲局今年加息機會等於零，下一步或要減息，甚至再推量寬。

資金流入避險貨幣如美元和日元，美元轉強令多國貨幣受到衝擊，部分國家入市支持本身貨幣匯價。各國央行或將會再度實施量寬，短期內仍會造成市場寬鬆環境，歐洲經濟或可支撐下去而不致「爆煲」。但假如脫歐浪潮持續，有機會演變成火燒連環船，在一段長時間內困擾環球經濟。

## 冀對華貿易補損失

港人關心香港經濟能否獨善其身，在脫歐消息面世那一刻，港股曾下跌逾千點，但繼後逐漸收復失地。中國及香港距離歐洲比較遠，兩地股市受影響相對較細，但無論如何，歐洲如陷衰退，中國出口勢將面對或多或少衝擊。作為全球第二大經濟體，中國預期6.5%的經濟增長，脫歐後，料英國以及歐洲諸國均會傾向更歡迎中國資金投資，中國正值推行「一帶一路」國策，或會較以前容易與合作夥伴洽商條件。料各國亦會加強對華貿易，希望填補到脫歐引致的損失。

至於港樓市方面，英國脫歐之後，資金傾向避險，美聯儲局料推遲加息步伐甚至在年內減息，如未來再出現央行實施量寬，在資金寬鬆的環境下，部分現金流入實物資產如黃金和物業，近年內地資金投資外國房地產不少，面對全球新形勢，未來部份資金或會選擇投資亞洲地區包括香港的優質高息物業，本地樓價回落勢頭或會告一段落。

# 大部分人投脫歐 落錯注

興證國際證券宏觀策略分析員

葉旨暉

百家觀點

昨《華爾街日報》頭版報道指，過去一周市場因為英國脫歐而劇烈波動，由於大部分投資者都有「投射偏差」(projection bias)，即是基於自己預期的公投結果作出投資部署，因而蒙受重大損失，報道亦指出在公投事件中投資市場的贏家是能較準確預測結果的電腦程式，而非個人。

## 投射偏差日常生活常見

「投射偏差」是行為經濟學(behavioral economics)的一個概念，就是人會以現時的喜好預估將來的選項優次，但卻傾向低估自己喜好改變幅度，因而會為未來作出錯誤決定。日常生活中也會發生「投射偏差」，例如當人在寒冬時選擇夏天要出遊的地方，會預估在炎炎夏日時自己最享受的旅遊勝地，但由於「投射偏差」，人往往會錯選了太熱的目的地。如果這偏差發生在餐桌上，便是廣東人熟悉的「眼闊肚窄」，在肚子餓時會容易點多了餸菜。

餸菜點多了可能影響較小，但如果「投射偏差」發生在金融市場上，可以對投資者造成重大損失。學者Klinger及Levy曾經分析美國的期權交易數據，發現投資者並不能理性為未來作出預測，從而指出「投射偏差」確有其事。

今次英國脫歐公投前，各種民調都指出支持及反對陣營勢均力敵，而支持一方一直輕微佔優，因此連最堅決的脫歐派在公投結束時也斷言脫歐失敗。散戶以至專業投資者的倉位在事前都為留歐部署，突如其來的脫歐令市場大幅波動，便成為「投射偏差」的好例子。

## 電腦精確計出公投結果

相反電腦便沒有這個問題。筆者在香港時間6月24日早上約7時已收到四面八方電腦程式計算出來的公投結果，顯示脫歐的機會較大(正式結果約在當日下午2時公佈)。這些專業工具令金融機構行動較散戶更快，所以散戶投資時更要步步為營，避免「投射偏差」。



■有報道指，過去一周市場因為英國脫歐而劇烈波動，大部分投資者都有「投射偏差」。

## 內地續拓體育產業助經濟轉型

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

地僅7,100個左右，明顯落後其他球類運動場地的增長，限制了足球運動的發展。

## 料掀足球場地建設高潮

近年人們對健康的重視程度不斷上升，加上政府持續加大力度完善體育運動設施，體育鍛煉已成為一種潮流和趨勢。中央早在90年代便提出全民健身概念，2011年首次制定為期5年的全民健身計劃，至今年計劃完結，收到顯著成效。近日中央再度制定新一輪體育發展的五年計劃，冀繼續推動體育產業發展及經濟轉型升級，其中足球和冰雪運動相關產業的發展值得留意。

## 4年後產業規模超3萬億

據統計，截至2014年底，內地人均體育場地面積達到1.5平方米，體育產業總規模約為1.36萬億元(人民幣，下同)。而根據最新規劃，至2020年末，內地人均體育場地面積將達到1.8平方米，體育消費總規模將達到1.5萬億元，產業總規模將超過3萬億元。按照規劃，未來五年內地體育產業總規模年化增速將達到17.14%，遠高於目前GDP的增長速度，戰略地位突出。

計劃涉及內容眾多，但足球和冰雪運動的發展可重點留意。內地足球愛好者眾多，但行業發展滯後，飽受社會詬病。以足球場數量為例，據2014年底國家體育總局發佈的《第六次全國體育場地普查資料公報》，內地新增籃球場地約48萬個，排球場地約3萬個，但足球場

為改善足球運動場地不足問題，國家發改委今年5月發佈了《關於印發全國足球場地設施建設規劃(2016-2020年)的通知》，提出至2020年全國足球場地數量要超過7萬個，平均每萬人擁有足球場地0.5個以上。據官方數據，目前內地合格足球場地僅有1萬餘個，未來5年需建設6萬個才能完成規劃的目標，可以預見，內地即將掀起足球場地建設高潮，足球場地相關產業可望大幅受惠。

此外，政府亦積極推進冰雪運動的發展，以迎接2022年冬奧會的到來。規劃提出要加強多功能冰場和雪場的建設，以及推動花樣滑冰、冰球、高山滑雪等體育項目的發展，並成立相關運動俱樂部、院校和發展相關賽事等，其目標是到2020年實現3億人參與到冰雪運動中來，增長空間巨大。

## 足球冰雪運動發展可期

基於民眾健康觀念的提升及政府加大力度建設運動場地，內地運動熱潮可望持續升溫，未來數年體育產業可望持續保持較高速度增長。現階段而言，足球及冰雪運動相關產業的發展值得留意。

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。