

# 動盪時代拉開帷幕——淺析英脫歐對市場影響



▲避險資產如黃金、美元會受到支撐，英鎊、歐元會繼續承压

路透社

脫歐公投把英國推到了風口浪尖上。在英格蘭銀行、歐洲央行及IMF等反覆提醒脫歐可能帶來的重大影響後，英國民眾意外的公投結果震驚了世界。在英國生活工作十五年，並在倫敦目睹這一切發生，筆者感觸良多。值得所有市場參與者反思的是，市場對於許多非經濟利益因素的影響缺乏充分認識，但往往是這些不被重視的因素影響了市場走勢。

中銀國際環球商品市場策略團隊主管 傅曉



江南曉聖

就目前而言，公投不等於脫歐，未來事態發展依然存在大量不確定性和轉機。比如，本周一（27日）上午，脫歐陣營領袖鮑里斯·約翰遜（Boris Johnson）與德國總理默克爾的語氣都有所緩和，英國財政大臣喬治·奧斯本（George Osborne）的講話等都有利於穩定市場信心。然而可以確定的是，這一過程會較為漫長，英國脫歐的影響將成為今年下半年，甚至未來兩到三年全球最具影響力的宏觀不確定因素之一，這對全球金融市場意味着嚴峻考驗。

有鑑於這一重要事件持續時間較長並涉及方方面面，筆者認為，市場參與者可通過對英國及歐盟歷史文化，以及經濟政治的更多了解，盡量避免對未來事態發展的誤讀和誤判。如果今天各方表達的良性合作意願得以繼續，有可能撥雲見日，令市場波動性下降。但總體而言，英國脫歐對市場參與者的風險承擔能力將產生深遠的影響。在全球經濟增長放緩的大背景下，未來一段時間英國和歐盟的政治進程存在較大的不確定性，或會影響到市場信心。筆者認為，短期內所有憂慮很難完全消除。

期待意料之外——動盪時代剛剛開始

全球央行方面，美聯儲升息步伐會明顯放慢，市場隱合概率顯示7月、9月加息概率為0%，市場甚至開始定價美聯儲降息的可能性。為應對經濟下滑風險，歐洲央行和英格蘭銀行可能需要降息並增加QE（量化寬鬆）。全球低利率環境或持續更長時間。

避險資產如黃金，美元會受到支撐，英鎊歐元會繼續承压。風險類資產如股票、原油、基本金屬類，由於風險偏好下降和美元上升而受到壓力。但原油和基本金屬會受到基本面和成本的支撐，大幅下行風險有限。

值得所有市場參與者反思的是，市場對於許多非經濟利益因素的影響相對缺乏

認識，但往往是這些不被重視的因素影響了市場走勢。目前來看，公投不等於脫歐，筆者在此對之後事態可能的發展路徑和不確定因素試作如下分析。

不確定性一——誰成為英國的下一任首相？

2016年6月24日唐寧街外，在飽含感情的演說中，首相卡梅倫宣布會尊重英國人民的意志，退出歐盟。但由於英國人民的選擇與他所支持的道路不同，卡梅倫表示他已不再適合繼續擔任首相，提出與歐盟的談判需要在新任首相的帶領下進行才符合英國的國家利益。他建議保守黨在今年10月選出新的黨魁。

前倫敦市長鮑里斯·約翰遜和內政大臣文翠珊都很可能是下一位首相的候選人，他們將在本周正式開始對保守黨黨魁的競爭。其中鮑里斯·約翰遜作為獲勝的脫歐派領導人之一，擔任下一任首相的可能性相對較高。但下一任首相的位子並不好坐，保守黨內對於脫歐和留歐的政見原本就不統一，繼任者將面對一個嚴重分裂的政黨，以及多數支持留歐的國會議員。

不確定性二——英國會二次公投嗎？

脫歐公投投票結果雙方差距僅有2%，不少選民無法接受簡單多數的投票結果。國會關於請願的規定是，如果有超過十萬人的請願，將被提起議會辯論。目前請願二次公投的人數已經超過300萬，前首相布萊爾表示不排除二次公投的可能性。但是國會也規定，如果該議題此前剛剛討論過，則可以選擇不提交議會討論。而且公投結果是有法律約束力的，預計立法機構會對展開二次投票有所顧慮。

不確定性三——《里斯本條約》第50項條款何時啟動？脫歐談判將持續多久？

卡梅倫在24日的發布會上稱，英國需要一段時間的穩定期，並由新任首相帶領英國與歐盟進行談判。鮑里斯·約翰遜也指出，英國不需要急於啟動《里斯本條約

》第50條。與之相反，歐盟領導人擔心長時間的拖延會增加市場不確定性，影響市場情緒，希望英國在年內可以盡快開始脫歐談判。

根據歐盟《里斯本條約》第50條規定，任何有脫歐意向的成員國都需要經過長達兩年協商期，並有可能在兩方同意的情況下延長談判期。在此期間，英國仍是歐盟成員國。屆時，談判將由歐洲理事會主持，英國不能參與歐盟方面的討論，歐盟提出的協議條款英國也沒有投票權，這可能令歐盟提出的條件不利於英國。然而，德國總理默克爾認為，沒有必要為此懲罰英國，並會促與其分道揚鑣，應當繼續保持夥伴關係。

不確定性四——蘇格蘭是否會舉行獨立公投？

蘇格蘭首席部長妮古拉·斯特金表示，英國退出歐盟違背蘇格蘭的意願，為了維護蘇格蘭民眾利益，第二次蘇格蘭獨立公投將很有可能發生。此外，妮古拉·斯特金又在周末表態，稱會投票否決英國脫歐法令。然而，英國政府方面會盡力避免蘇格蘭公投的發生。脫歐陣營首領鮑里斯·約翰遜認為目前沒有「興趣」討論蘇格蘭公投事宜。

不確定性五——歐盟成員國會效仿英國嗎？

英國脫歐公投波及了整個歐洲，歐盟領導人擔心英國脫歐會產生多米諾效應。目前，每一個歐盟成員國都有部分政治力量支持退出歐盟。僅僅在英國脫歐公投兩天後，西班牙將重選國會，決定是不是也要開展激進改革。此外，2017年主要歐盟國家大選密集，比如德國（二月）、荷蘭（三月）、法國和匈牙利（四月）很可能令不確定性進一步發酵。

英國脫歐對外匯市場的影響

英國退出歐盟給金融市場帶來了巨大衝擊，並且將會對各大央行政策和各主要貨幣帶來重大影響。

1、美元與美聯儲

公投結果公布後，受益於避險貨幣需

## 新盤按揭五花八門

Q房網·香港董事總經理 陳坤興



樓語縱橫

香港金管局於過去數年間多次收緊按揭上限的要求，原本價值600萬以下物業，可承造七成按揭。直至去年2月28日，金管局為了平衡銀行風險，將七成按揭上限下調至六成。同一時間，過去只要400萬元以下的物業，買家才可以透過按揭保險計劃承造九成按揭，現在連帶市民的供款佔入息比例亦有一定要求。

金管局就按揭要求設下重重關卡，為的就是平衡整體銀行體系的風險。但與此同時，銀行及發展商亦需要按公司發展而爭取業績。現時發展商針對不同的顧客群提供了不同類型的貸款計劃及優惠，這種舉動同時反映了市場對於高成數按揭、低首期，以至樓換樓都有一定需求。

現時發展商提供五花八門的高成數按揭優惠，可從金管局副總裁阮國恒發表的文章中清楚了解到，目前發展商提供的按揭貸款計劃及優惠大致分為四類：

（一）按揭貸款最高可達樓價的九成半

（二）讓買家抵押現有物業，提供過渡性貸款，貸款額甚至可高於新樓的價值

（三）提供首兩、三年免息免供優惠，買家只需付少量訂金，餘款於優惠期屆滿才繳付以完成交易

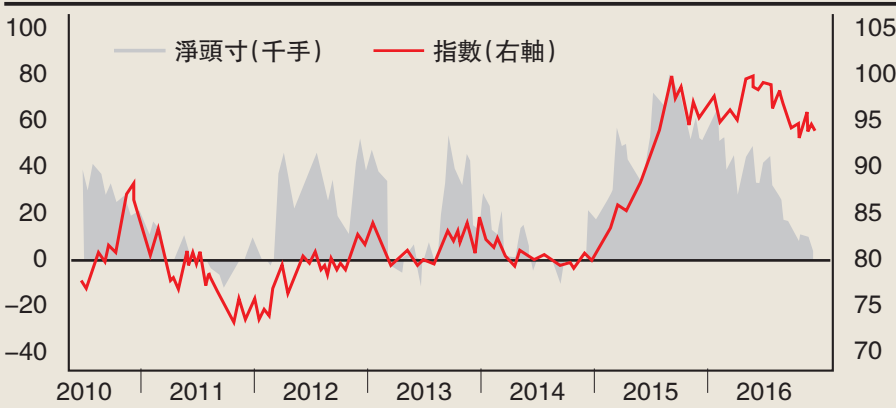
（四）買家毋須通過針對還款能力的壓力測試，甚至不用提供入息證明

慎重衡量還款能力

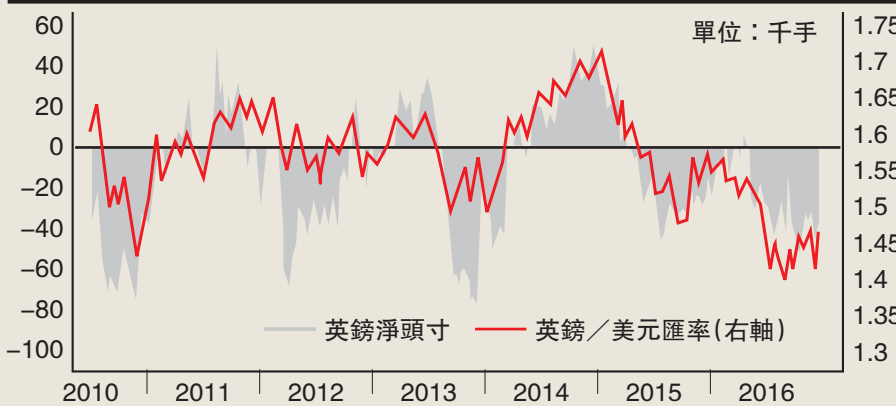
綜合上述四類優惠，可見現時的優惠主要都是圍繞着低首期、高成數按揭、申請銀行按揭時面對的壓力測試審查，以至樓換樓時於財務上的安排。當然，面對這種情況，基於風險上的考慮，不能不提醒準買家：若要置業，不能只顧眼前短期的利益，要小心衡量自己的還款能力，不應忽略未來有可能出現的變數。

但是，筆者認為金管局於平衡整體銀行的風險安排的同時，亦應考慮到發展商亦會有自己本身的風險評估，再者翻查過去20年的新盤市場，發展商亦會按不同的市況以至當時的買家需求而提供不同的付款辦法及優惠，故金管局收緊按揭政策時，亦需留意一下市場真正的需求。

美元淨頭寸與DXY美元指數



英鎊淨頭寸與英鎊／美元匯率



求的提升，DXY美元指數大幅上漲。根據CFTC最新投機者倉位元顯示，美元淨頭處於低位，表明了美元還有充足的上升空間。筆者認為，這將有可能壓低大宗商品價格。此外，周五出乎意料的結果顯著降低了美聯儲的加息預期。美聯儲七月和九月加息的隱含概率降至0%，市場也將12月加息的概率下調至15%，甚至開始將美聯儲降息的可能性納入定價的考慮中，7月、9月、12月降息的可能性上升為10%、14%和11%。全球低利率環境可能持續更長時間。

2、英鎊與英格蘭銀行

退出歐盟的公投結果令英鎊發生巨大調整，僅在上周五一天英鎊匯率日內跌幅達8%，遠超1992年的「黑色星期三」4.1%的單日最大跌幅。上次英鎊的大跌是由於英鎊被迫脫離歐洲匯率機制，僅在1992年9月裏，英鎊貶值幅度達15%。最新的CFTC投機者頭寸資料顯示，英鎊淨空頭增加。雖然上周五的資料還未公布，但預計包含新增空頭在內，周五的淨空頭寸將接近歷史高位。

英格蘭銀行發布了維持市場穩定的聲明，「隨著脫歐過程不斷推進，我們可以預見市場和整個經濟將面臨波動。但英國銀行業新增資產超過1300億英鎊，擁有超過6000億英鎊的優質流動資產應對風險。」如果經濟形勢不如人意，英國央行有可能降息或重啓量化寬鬆政策。

3、歐元與歐洲央行

短期來看，英國脫歐的公投結果對歐元／美元匯率產生負面影響，並可能迫使歐洲央行實施進一步的寬鬆政策。歐洲央行稱，已準備好在歐洲國家提升歐元及外匯流動性。

英國脫歐對大宗商品市場的影響

脫歐結果使黃金等避險資產受益。股票、基本金屬和原油等風險資產將會受到抑制。

黃金——由於不確定性依然存在，我們預計資金繼續流入黃金市場，金價持續上揚。數據顯示，黃金ETF持有量較年初已上漲30%，達到1905噸的數年高位。

基本金屬——筆者認為，美元升值以及風險帶來的負面情緒令基本金屬仍有下行空間。但如果價格跌至80至90%全球成本線左右則會受到支撐。由於美元影響，很多新興市場貨幣包括許多基本金屬生產國的貨幣也有貶值風險，這也會令全球成本曲線下移。中期來看，筆者依舊認為，基本金屬的基本面將持續分化。

原油——儘管短期內WTI和布倫特將受美元升值和風險偏好下降的雙重壓力，但筆者認為，從中期來看，原油市場基本面正逐步向好。基本面的改善會減小匯率和市場不確定性的負面影響。短期的全球原油供給中斷、美國頁岩油產量的持續下滑，以及夏季原油的需求高峰正在幫助市場再平衡。

（本文為作者個人觀點）