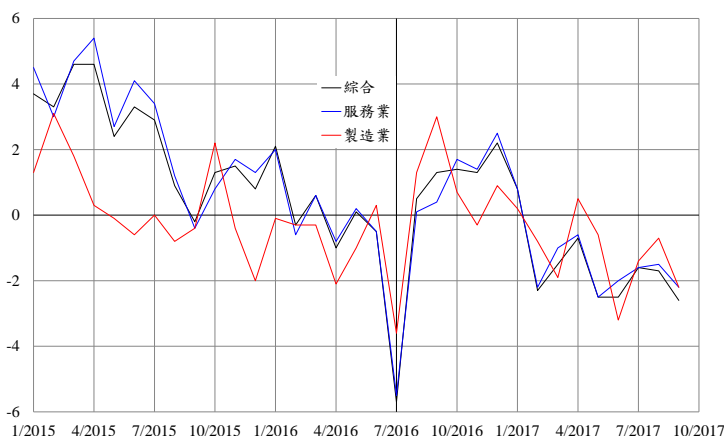


《信報》專欄〈一名經人〉

脫歐一年看英倫 最弱還在輸自信

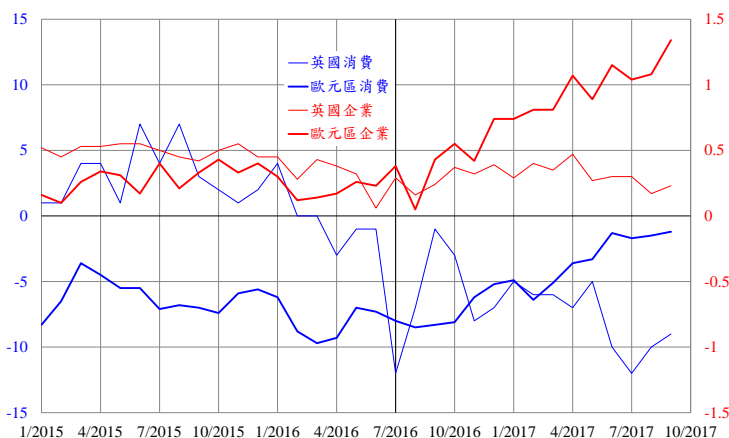
隨着脫歐期限臨近，英國前景愈趨不明，之前一直爭議的分手費始終沒解決跡象。英國一路以拖字闕手法處理，欲在未達成新關係前以舊模式處理；但歐盟則不如是想，雖未宣之於口，但卻有時辰一到便一刀兩斷之意。一般認為，這樣拖下去對英國不利，但貿易、投資是雙方面的，一刀兩斷意味一拍兩散。脫歐決定逾一年了，誰輸較多？

圖一：英歐採購經理指數差



以下會看看一籃子指標，不妨先看些最有機會受影響的環節。比較方法相當簡單，只需取英國、歐元區兩組相同指標的（相減）差或（相除）商即可，縱數據本有趨勢，在相減或相除之下即告相消，可見此法之妙。第一組看的是英、歐採購經理指數差距。觀圖所見，去年中（6月下旬）決定脫歐一刻指數差插水式大跌，但頗短暫，無論綜合、服務或製造業皆然【圖一】。不過自今年起指數差見跌勢，這可能反映近月市場憂慮，但綜合和服務業指數差自前年初起已向下，會否英國經濟本已相對歐元區放緩在先呢？亦不能排除。因為英國經濟性質類似美國，先於歐元區復蘇，近年先行放緩亦不奇。

圖二：英歐消費和企業信心（淨好轉值）

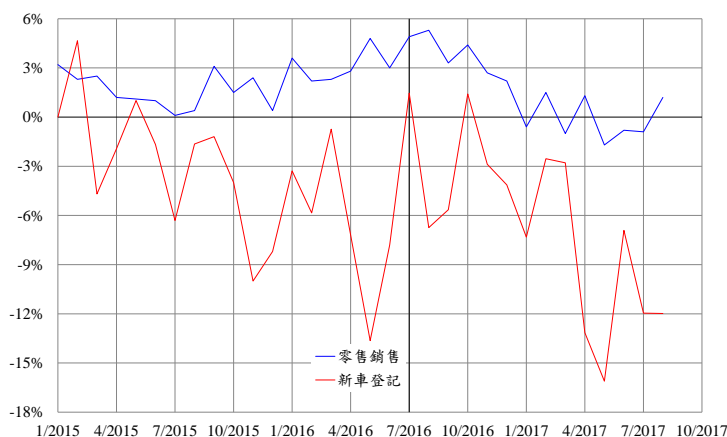


另一組對脫歐反應大的，是信心指標，有消費、企業兩類；由於單位、算法有異，故這裏只並列而不相減或除了【圖二】。如圖所見，英、歐企業信心在脫歐前皆平穩，

但脫歐後，英的繼續橫行，而歐的則轉為向上。類似情況亦見諸消費信心：脫歐前後，英的皆為向下，但歐的卻由橫行轉為向上。看來實質影響未明，但心理影響肯定有。

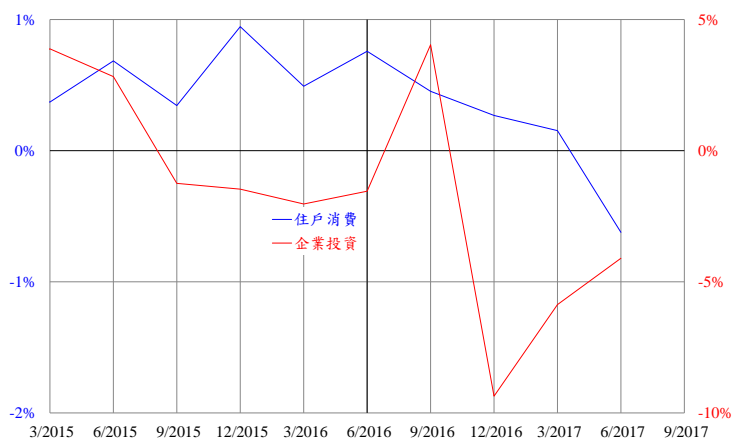
實質一點，看看銷售，找到兩組數字，一是零售銷售，另一是新車登記【圖三】。英、歐的零售銷售和新車登記按年增長差皆於去年中決定脫歐後由升轉跌。話雖如此，但最近數月零售銷售增長差卻有回升之勢。英國的情況，看來又不是一面倒的差勁。

圖三：英歐零售銷售和新車登記按年增長差



從 GDP 的兩大項——住戶消費與企業投資的增長差所見，情況也不多利好英國，消費和投資增長均較歐元區低【圖四】。不過還是那句，英國可能有週期領先之因素，何況近兩季相對歐元區的投資增長有所改善。整體看來，各類指標表現都參差不一。

圖四：英歐消費和投資按年增長差

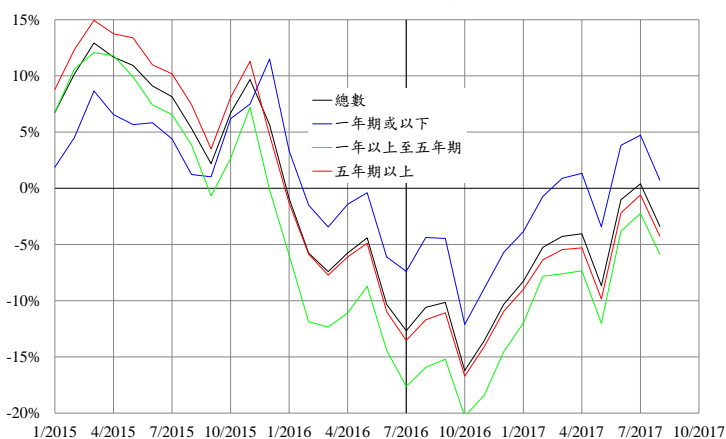


剛看的兩套數字均為已入帳的消費（零售）和投資（汽車）；但若要看前瞻性的，文初提及的採購經理指數和信心指標都可作參考，不過這些都是調查而已，未必真確，且亦頗受波動的市場情緒影響。要前瞻得來又要夠實在，看來有一指標可大派用場——銀行貸款。錢借回來應會用的，但投資或消費項目大概尚未入帳，故是上佳領先指標。

從英、歐的企業貸款按年增長差所見，由 2015 年底宣佈脫歐公投起時見頂始跌，但跌到公投決定脫歐後一季在去年 10 月便見底，之後至今更反覆收復失地【圖五】！查去年 10 月正是英鎊跌至多年低位 1.20 以下。這些企業未必、甚至多數不是外來的，

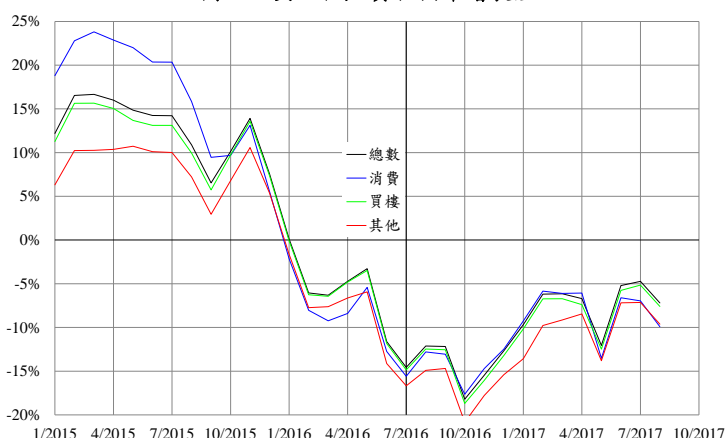
雖然借英鎊、使英鎊，但亦很大程度受英鎊走勢所主導。其實在是次脫歐的過程當中，英鎊被視為最能反映脫歐後的英國前景。今英鎊從谷底回升，雖跟公投前有相當距離，但走勢論前景卻不見得黯淡。一句到底，就是真金白銀的投資還離不開市場氣氛的。

圖五：英歐企業貸款按年增長差



最後也是貸款，不過是住戶消費、買樓等的借貸。如圖所見，英歐貸款增長差也自2015年底跌至去年底後回升至今【圖六】。不過比起企業貸款，消費貸款增長差稍遜，起碼未能返回零水平。這與圖二、四是對應的——脫歐對消費的相對打擊大於投資。

圖六：英歐住戶貸款按年增長差



今文所見，脫歐對英國的影響在現階段而言大於對歐元區的打擊，看來不只心理，實質的影響也見到的。不過前景而言，貸款所見的情況又不太差，而觀乎貸款的走勢，很大程度又視乎市場對脫歐前景的看法（英鎊）。換句話說，市場情緒絕非無關痛癢，到底投資、消費還看前景。文翠珊過去一年所帶領的談判，予人感覺就是——唔掂。

實在，脫歐應是雙輸的，但如今製造的效果是英國全輸，起碼外界普遍是如是看。脫會反要付會費，小學生都知是違反常識的，但歐盟所營造到的效果卻竟是理所當然。英國前景未必真劣，但談判所表現的弱勢卻未輸條件先輸陣，市場看淡亦理所當然了。

羅家聰
環球金融市場部