

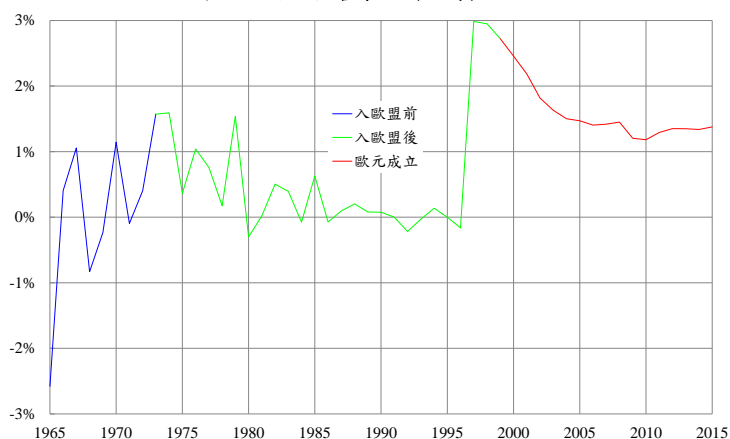
《信報》專欄〈一名經人〉

投資集資論影響 歐盟不及歐元強

英國公投臨近，英鎊相關資產波幅抽升。由於一路以來的調查結果皆「五五波」，無論脫歐、留歐均可能只在市價上反映了一半，另一半單邊甚有可能揭盅時才爆出來。若是留歐，即是維持現狀，爆上應屬短暫，頂多收復近月炒脫歐之失地。若一旦脫歐，固然即時爆落，但跌勢會否延續，則視乎脫歐的實質壞影響有幾大，是為基本因素。

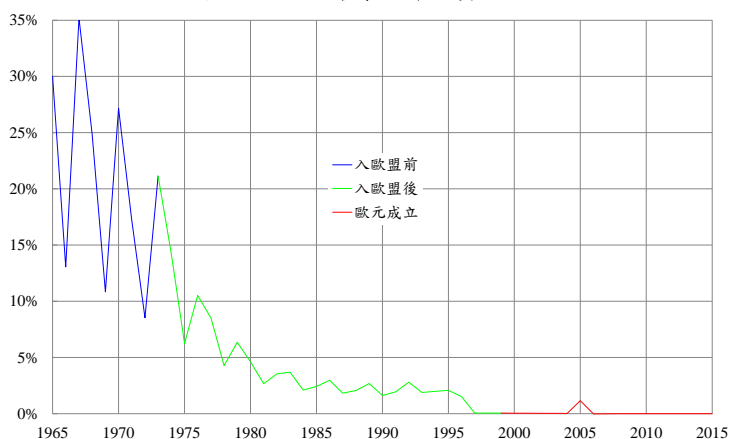
有幾壞呢？曾寫過貿易、宏觀等方面，數據顯示 1973 年加入歐盟前後沒大分別，因而推斷一旦脫歐亦應影響有限。近期討論多了關於脫歐後的實際影響，尤其在投資、集資上。今次我們以這些方面的數據，看看當年入歐前後的影響從而推斷脫歐的影響，順道亦看看這些數據在歐元成立前後之別。直觀而言，後者的影響未必小得過前者。

圖一：英國私營製造業投資佔GDP



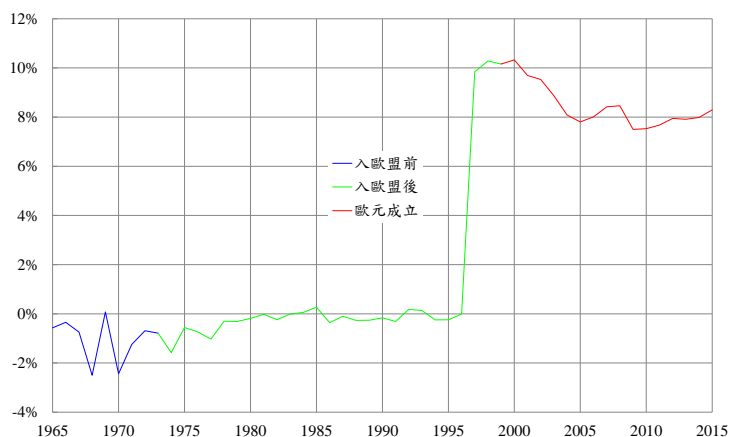
英國官方的企業投資數據可追溯至 1960 年代中。其時戰後不久，製造業較興盛。數據清楚顯示，在 1973 年加入歐盟前私營製造業投資佔 GDP 是升的，入歐後反而放緩【圖一】。週期性因素無疑是有，但在對 GDP 比例時應多少消去（因 GDP 也週期性），故這比例較多反映結構因素。1999 年歐元成立前比例飆升，之後稍回但仍高於之前。

圖二：英國公營製造業投資佔GDP



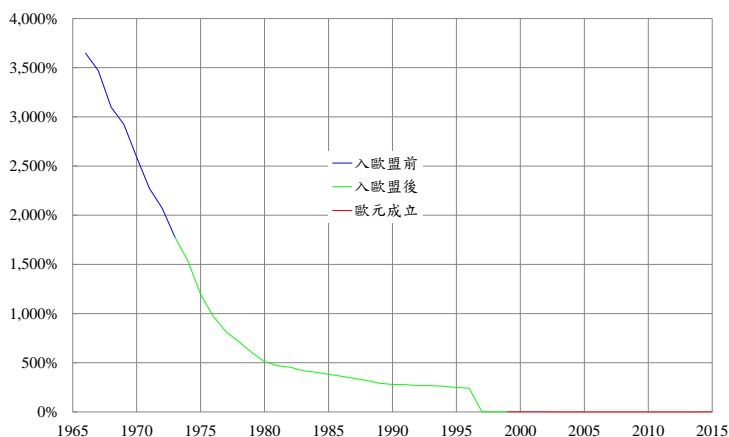
公營製造業投資佔 GDP 方面，則加入歐盟前後未見趨勢分別，都是跌的【圖二】。至於在歐元成立前兩年即 1997 年，投資比例已跌至近零，維持至今。非製造業方面，走勢與私營製造業的大同小異，投資佔 GDP 水平在加入歐盟前後都分別不大【圖三】。真正見分別的乃歐元區成立前兩年，無論製造業或非製造業（即服務業）投資均抽升，之後稍回但仍企於高位。某程度上，歐元是英鎊的勁敵，但歐元的成立竟然有利英國。由此可推，假使早年真的 Grexit 促使歐元解體，對英國的實質傷害應遠大於 Brexit。

圖三：英國非製造業投資佔GDP



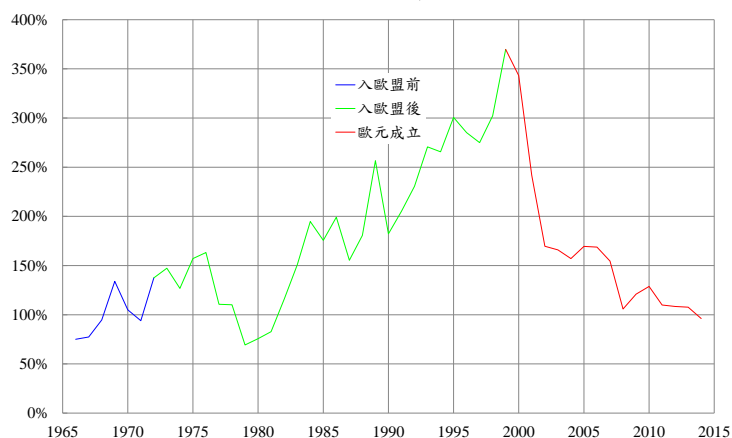
脫歐的潛在影響之一，是英國倫敦的國際金融中心地位會否就此失去或沒落下去。上述的私營投資數據當中，有一細項是金融中介部分。觀圖所見，這中介部分佔 GDP 其實在 1966 至 1996 這卅年間均在下落，且以頭半的十五年跌得較急；歐元成立前後，比例已很接近零【圖四】。姑勿論比例跌的原因，加入歐盟顯然無關這金融中介投資。

圖四：英國私營金融中介投資佔GDP



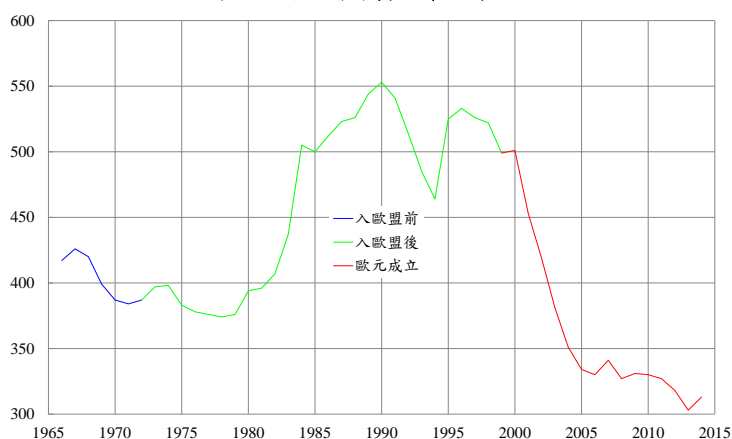
收窄範圍，現轉看股市集資能力。據倫敦證券交易所的統計，外資企業市值佔 GDP 在加入歐盟前後都在 100% 許上落，真正擺脫此水平而往 200%、300% 上升還是 1980 年代初的事，在時間上看不到與加入歐盟有何關係【圖五】。反而在 1999 年歐元面世，比例見頂並一直回落至今。由此可見，儘管歐元區的成立有利英國製造與服務業投資，皆屬經濟範疇，但在集資能力即金融方面，歐元顯然是英國的剋星，這也許教人意外：歐元出現，令歐、英在經濟上共贏，但金融上此消彼長。反而歐盟，卻是無關痛癢。

圖五：倫交所外資市值佔GDP



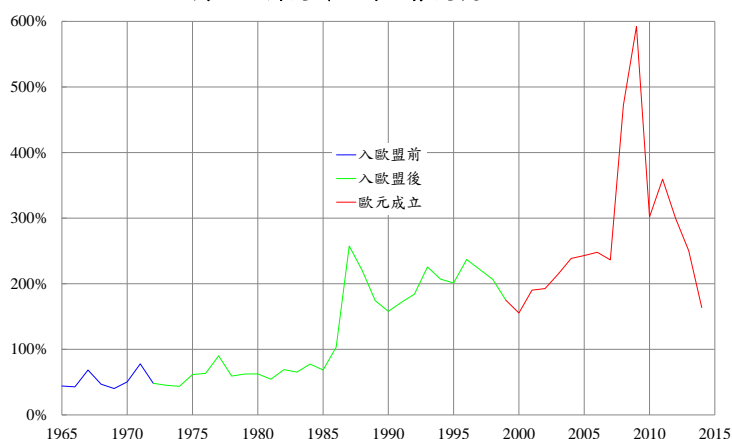
至於在倫交所上市的外資企業數目方面，走勢與市值相若，同於 1980 年代崛起，在時間上與加入歐盟無關；及至歐元區成立後不久，外企上市數目即急插水【圖六】。

圖六：倫交所外資上市企業數目



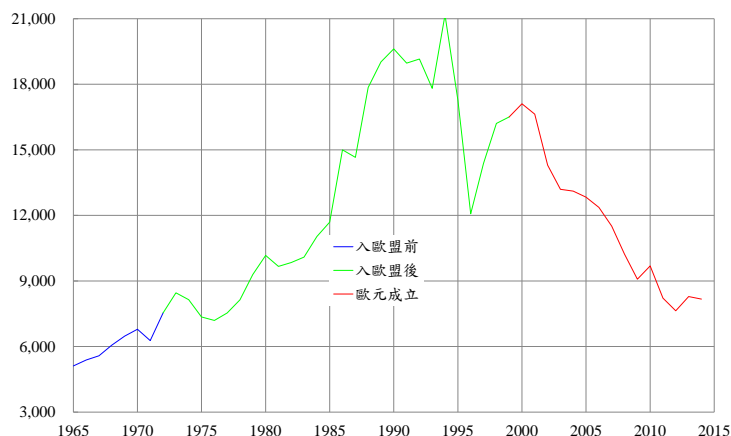
換上倫交所政府證券（主要是國債，即 gilt）交投佔 GDP，則見數字有兩次躍升：一在 1986 年，另一則在金融海嘯【圖七】。第二次即海嘯僅短暫抽升，過後打回原形，主要由避險推動，並無形成升勢。至於 1986 年那次，原因有兩方面，一有《廣場協議》後美元大瀉，變相有利其他貨幣債券，二有全球通脹受控大幅回落的背景下有利債市。不過，這兩個因素皆與加入歐盟或歐元區成立無關；似乎只有股市集資方面才關事。

圖七：倫交所政府證券交投佔GDP



最後在非英國居民申請專利的數目上，可見情況與股市集資的走勢類似，以 1990 年代中為分水嶺，之前升之後跌，同樣很難看出加入歐盟前後有何顯著分別【圖八】。

圖八：英國非居民專利申請數目



今文進一步從投資、集資等數據看，一如貿易與宏觀經濟，加入歐盟前後無分別；反而歐元成立對某些方面的影響力更為明顯，然則現在的焦點不是 Grexit 而是 Brexit。加入歐盟無影響，能否對稱地推論脫離歐盟也無影響呢？無錯，這個對稱地無是假設，或許是很大的假設；但若說不對稱地有，何嘗不是也是一個很大的假設嗎？未嘗脫歐，可做的分析就僅止於從入歐的對稱推理。若說不對稱，那會是什麼？因恐慌而失控嗎？那麼假設 1973 年入歐時曾有無限憧憬而失控看好又可以嗎？斷估大家不會同意吧。

經濟畢竟不同金融，前者有其實質部分，並非純由恐慌、失控等情緒可完全解釋。實質之上，到底還要回到不同體制下的具體數字。如此一來，對稱假設還是可取的。

羅家聰
環球金融市場部