

# 一切已經改變

國際視野 Anatole Kaletsky

GaveKal Research 伙伴

歷史上總有一些時刻，原先被視為不可能發生的事情，最終成為了必然，2008年9月雷曼兄弟公司破產就是這樣的一個時間。在上周四（6月23日）的公投，英國選民令人意外地選擇退出已加入43年的歐盟（由其前身歐洲共同體和歐洲共同市場起計），就是另一個例子。

英國公投結果造成的衝擊，完全可以和當年雷曼兄弟公司倒閉相比。上周四晚，在亞洲市場，英鎊兌美元大幅下跌10%之多，跌至1985年以來的最低位。在一個交易時段之內，一個G7成員國的貨幣下跌這麼多，在以往可是絕無僅有的。

英鎊或其他資產將會出現某種技術性反彈，還是進一步暴跌，英國決定退出歐盟將會對金融市場和環球經濟產生怎樣的長期衝擊，將取決於英國、歐盟以及其他國家的政治發展。

## 今年政治對金融市場影響更大

這些政治事件就好像英國公投一樣難以預測。與其試圖純粹基於有關英國和歐洲的政治、貿易談判或貨幣政策的假設，而揣測這次「地震」的宏觀影響，倒不如較為微觀地應變。正如雷曼兄弟公司破產後的那一段時間，現時投資者應該優先增持現金，以便在未來幾星期和幾個月出現任何災難或投資機會時，保留應對的選擇權和彈性。

由2009年起，世界各地的基本經濟因素已經逐漸好轉了這麼多年。因此，現時保守一點，考慮多一點風險問題是合理的。事實上，在過去兩個月，我已一再指出，在2016年政治問題對金融市場的影響，要比經濟數據或企業業績更大。

過去幾星期，這已變得非常明顯，因為全球市場都在緊盯英國的民意調查結果的變化。

## 民粹反叛勢力 遠比民調強

對我來說，在實際公投時，民粹主義的反叛勢力表現得比民意調查時更加強，足以推翻全世界最穩定及中庸的民主政體的整個政治架構，並不是十分令人意外。不論是好還是壞，這在上周四晚確實發生了。因此，所有偏好風險資產（Risk-on）的假設，至少必須暫停，甚至可能要倒轉過來。這意味着，以往被認為不太可能的熊市，現在卻變成最有可能的情況，至少在未來幾個月是如此。這個慘淡的結論有四大理由。

首先，英國是環球經濟很重要的一部分，但由上周



英國退出歐盟，對其他歐盟成員國的潛在政治影響是相當巨大和難以預測的。這意味着，餘下的歐盟成員國將會更加團結緊密，還是更加鬆散，甚至或歐盟或歐元區完全解體，在未來幾個月將會逐漸有所分曉。

（資料圖片）

五早上開始，至少在未來幾個月內，英國的貿易、投資、資產價格和銀行穩定性等前景，將會因為前所未有的政策不明朗，而受到嚴重破壞。雖然英國的GDP只佔全球GDP的2.5%至4%（視乎以貨幣匯率計算，還是以購買力平價（Purchasing Power Parity, PPP）計算），但它在全球金融的重要性卻大得多。更重要的是，從美國次貸危機以及希臘和愛爾蘭的債務危機中，我們可以看到，環球經濟中只要有一小部分出現嚴重混亂，但因為世界互連的關係，其影響可以放大很多倍。尤其是透過金融市場和投資者預期，這個放大過程特別大和特別快，比起主導傳統經濟模式的貿易和製造業互連更厲害。

由於英國有非常大的經常帳赤字，英國的銀行體系亦面對房地產價格下跌的風險問題，英國爆發一場金融危機，並且蔓延到其他歐洲國家，並非不可能。

## 連漪效應 顛覆歐美政壇

其次，英國退出歐盟，對其他歐盟成員國的潛在政治影響是相當巨大和難以預測的。這意味着，餘下的歐盟成員國將會更加團結緊密，還是更加鬆散，甚或歐盟或歐元區完全解體，在未來幾個月將會逐漸有所分曉。但可以肯定的說，歐盟和歐洲央行努力阻止歐元危機再次爆發，以及保留西班牙、希臘和意大利在歐元區之內信譽，將會受到嚴峻考驗和市場質疑，尤其是這些國家的國民。

第三，英國脫歐公投的結果，一定會引發其他國家出現類似的政治動盪。其他歐盟成員國極可能直接模仿。至於在美國，其影響會較為微妙，但卻更加巨大。儘管美國選民不會單純因為英國脫歐公投的結果，而改為支持特朗普，但金融市場和政治評論家將會被迫更加重視特朗普現象。這是因為，英國脫歐公投的結果證實了，之前的專家意見和市場預測非常誤導。這意味着，特朗普將會獲得更多信任和在財政支

持，同時亦會增加美國總統選舉的政治不明朗引發美國出現金融危機和經濟衰退的風險。這又會反過來增加特朗普進駐白宮的可能性。

## 公投分化英國社會

第四個理由，或許亦是最令人不安的理由，英國的全民公投產生了一個極其破碎和分化的社會。在相對不發達的鄉郊地區，年長和貧窮的選民大多數都支持退出歐盟；而在倫敦、曼徹斯特、布里斯托、紐卡索等繁榮城市以及蘇格蘭，年輕和受過高等教育的選民則大多數都支持留在歐盟。對一個關乎生存意義的全國問題這麼兩極分化，即使在良好的經濟環境中，亦可能會拉高社會和政治緊張的風險。如果英國出現某種金融危機和經濟衰退（這完全有可能），支持脫歐的英國選民將會發現，脫離歐盟並不能解決任何引起他們對現行政治體制不滿的經濟及社會問題。

若真的出現這種情況，公眾的憤怒或許會加大，而不是冷靜下來。在其他選民決定推翻政治精英和經濟「專家」的分析的國家，亦可能出現類似的希望幻滅。到了某個時候，這些政治和經濟緊張可能會穩定下來，若新的政治領袖和經濟決策者能夠就改革提出建設性的意見，這些人民「起義」最終可能會產生一些積極的結果。

羅斯福在1930年代經濟大蕭條之後擔任美國總統時，以及在1970年代的石油危機之後，戴卓爾夫人擔任英國首相，列根擔任美國總統時，就出現過這種情形。但1930年代的歷史亦提醒我們，這種經濟改善可能相當有限。即使在1980年代，也是經過數年的巨額虧蝕和極端動盪，投資者才較為明顯獲利。當一個社會及一種經濟制度出現翻天覆地的改變時，誰也不能肯定其長期結果。但這正是現時英國甚或整個歐洲的選民決定要做的。對此，最理性的反應就是增持現金，以減低風險。