

## 《信報》專欄〈文人經略〉

### 油國暗戰塵蔽天 耶倫女神之夢魘

上週提到，正當日本央行奮力抗擊通縮風險之際，本應兩脇插刀的聯儲局突然轉軔，背後插刀，相當恐怖。不過，所謂剃人頭者，人亦剃其頭。本週初沙特阿拉伯悍然出招，強行令多哈會議流產，固然劍指伊朗、出賣俄國，印證沙、俄相愛很難，暗款通曲不易；意想不到的，無份開會的美國竟也躺著中槍，聯儲局主席耶倫女神之夢魘可能實現，才對未來市況舉足輕重。

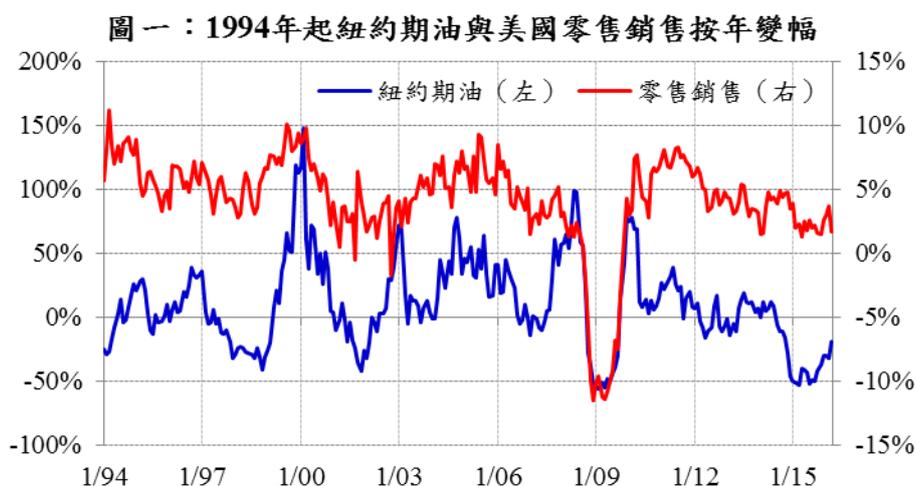
什麼是耶倫女神之夢魘？貼士就在其最近的公開演辭。話說耶倫自從前年坐正後，愈發錫身，惜字如金；Jackson Hole 央行年會走數已是舊聞，原來連公開發言次數也少過人。若果撇除議息會議和國會作證等例行公事，耶倫在 2014 年坐正首年的 1 月至 4 月間，發表公開演說次數多達五次，平均一個月超過一次；到了 2015 年，同期出場次數已大減至三次，即一個月一次……都無。今年情況更為惡劣，1 月至今僅得一次；反而副主席費希爾和理事布蘭納德分別有五次和三次，驟看莊閒難分。

雖然莊閒難分，但考慮到邊際效用遞減定律，出場愈多、發言愈濫不一定愈好，三年唔發市、發市當三年的含金量可能更高。因此，耶倫在上月 29 日所發表的今年唯一一次非例行公事式公開演說，絕對值得注意。

在那次演說中，耶倫開宗明義以經濟前景、不確定性與貨幣政策為主顯，擺明車馬放鴿。放鴿的其中一個理據，正是美國經濟持續面對兩大風險，一為外圍增長，二為商品價格。當中，最令耶倫芒刺在背的始終是油價，因此在演辭中罕有地合共二十四次提到「石油」（十七次）和「能源」（七次），遠多於費希爾和布蘭納德布在三星期前分別公開演說中提及的十五次和十三次。

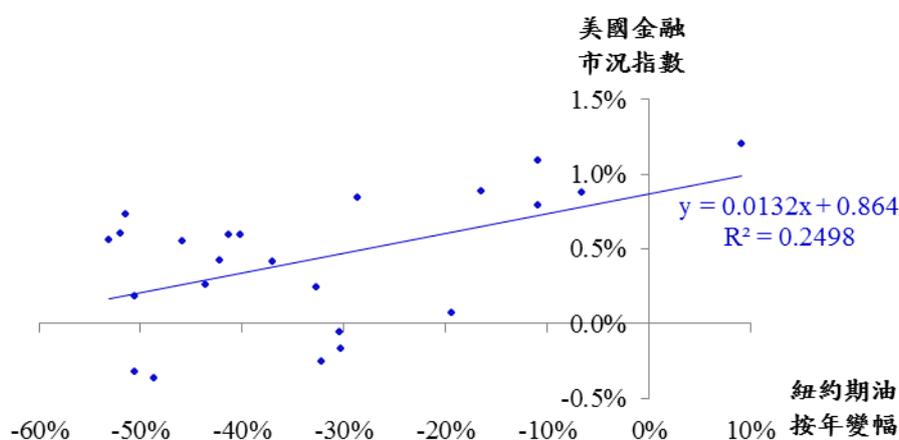
因乜咁驚油價？不利通脹乎？實情更差。原來耶倫認為，雖然低油價或許有助未來消費（圖一所見，耶倫此言差矣，油價與零售銷售走勢大致同向），但油價近年大跌已令市場擔心個別產油國和油企行將爆煲，因此金融市場預先反映，先沽為敬。

倚賴石油出口的產油國固然可能要大「咳筆直」，能源企業更可能面對沉重的財政壓力而要炒人封舖；若然油價彈完再散，上述是但一種情境均可能「陀衰」全球經濟。若然這些風險好嘅唔靈，則美國經濟既可能直接受害，亦可能因金融市場緊張而間接受拖累。



雖然目前未有產油國和油企真正爆煲，但耶倫對油價之於金融市場的看法，基本符合事實。自從2014年6月下旬油價起步下跌至今，紐約期油與由彭博編製的美國金融市場狀況指數的相關係數高達0.8，呈現高度正相關，反映油價愈跌，金融市場愈緊張，反之亦然（圖二）。

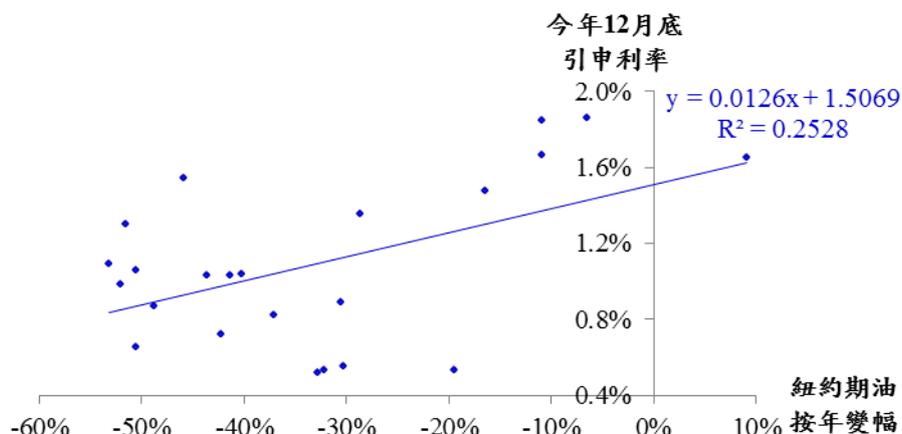
圖二：2014年6月起紐約期油與金融市況散點圖



油價既影響金融市場狀況，自不然也影響到市場對美息的預期。去年初再今，紐約期油與市場預期今年12月議息後聯邦基金利率水平的正相關性高達0.9（圖三），效果看來比聯儲局官員一時一樣的口術更好。

利率期貨市場信油多過信人，對耶倫肯定是夢魘。油價跌加上市況波動，市場自然炒作聯儲局加不了息；但轉過頭來，此舉卻可令市場自行穩定下來。這個時候聯儲局應怎樣做呢？趁市況回穩而加息麼，結果就像去年12月加息後的模樣，勞煩諸位領導在今年2、3月齊齊出面喊停加息；應市場預期而不加麼，等於看市場面色做人，自廢武功。

圖三：2014年6月起紐約期油與美息期貨散點圖



根據筆者的考證，自2014年初以來，聯邦基金利率期貨的加息預期一直較聯儲局的官方展望為鴿，結果是聯儲局轉軟，由2014年第四季開始連番下調展望，向市場認錯（詳見4月7日本欄）。換言之，眼見油價、市況波動而被迫跪低、自廢武功已是近年常態，因而導致聯儲局受千夫所指、公信力大跌，正正是耶倫女神之夢魘。任何有機會引發油價大幅波動的因素，都可能是夢魘成真之路。

執筆時，沙特阿拉伯外長突然兇美國政府，警告如果美國國會通過法案，允許追究沙特政府涉嫌資助九一一恐怖襲擊的狀況，沙特將拋售價值7,500億美元的美國債券和資產，以免這些資產遭美國法院凍結。昔日在中東的親密盟友，近年已在油價戰上將美國的能源企業弄得死去活來，今時今日更向聯儲局和美國政府找碴（別忘記聯儲局成手美債，仍未出貨）；利雅得內外政經形勢耐人尋味，耶倫在演辭中突然關注個別產油國的爆煲預期，莫非擔心惡夢成真？

何文俊  
環球金融市場部