

《信報》專欄〈文人經略〉

靚模股油藏扑文 原來阿媽係女人

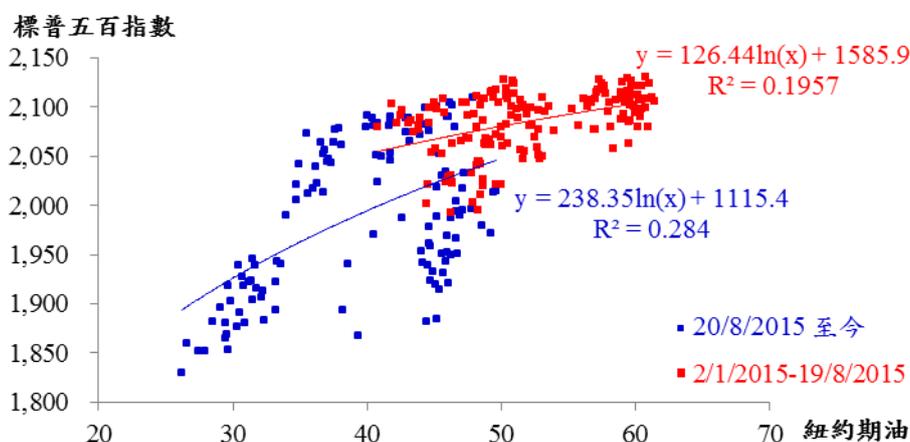
剛好六個月前，本欄開始吹水股市食粥食飯要看油價。看得本欄多，諸公應清楚；吾不學無術，拋磚為引玉。結果，經過近月股、油齊跌，終於有大佬級高人頂唔順，引出一個「如花」般靚靚的數學模型（簡稱「靚模」），然後在自己的扑文（blog）中大棍一扑，要為股油聯動一棍定音。雖然是次被扑相當應棍，但見又有高人中伏，確係爽也。

介紹扑人大佬出場前，翻兜一下油股關係先。去年8月20日，筆者檢視了紐約期油分別與美股及港股的相關性，結論是香港有份索油冇份產油，但自去年初開始期油與港股的相關性竟然高過與美股，相當無天理。

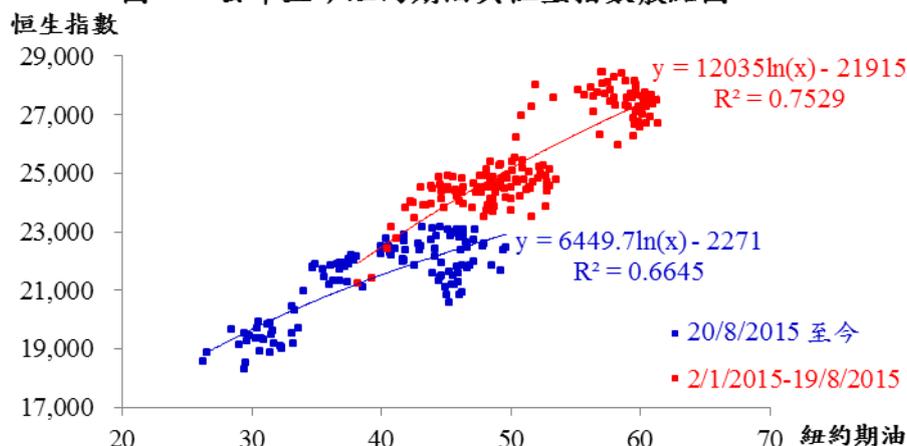
事隔半年，原油供應及庫存均處於歷史高位；實體需求不足以完全吸納，唯有原油入饌，股市先啃。家陣港股以石油煲粥，美股用石油撈飯，雖然食粥食飯有程度之別，但論「難啃」相關性（如果有的話），斷估同屬正數。圖一和圖二以去年8月20日為分界線，分別更新紐約期油與美股及港股的相關性後，果然發現期油繼續與港股保持較高相關性之餘，其與美股的相關性亦見上升。石油撈飯雖然稍勝石油煲粥，但也益發難啃。

要解決美股石油撈飯之謎，非得勞煩大佬級高人不可；吾等分析員雖然在巨人肩上市站得高，但再高也高不過坐在直昇機上派錢的聯儲局前任掌門伯南克。也許伯老見自己的 ex 女神耶倫和眾觀音兵近月被油價和股市折磨得不似官形，並遷怒於食粥食飯論，於是在布魯金斯研究所發出扑文（註一），引了測油價屢測屢錯的加大經濟學教授咸晶（James Hamilton）在2014年捧出的靚模（註二），勢要一棍扑開美股石油撈飯之謎。

圖一：去年至今紐約期油與標普五百指數散點圖



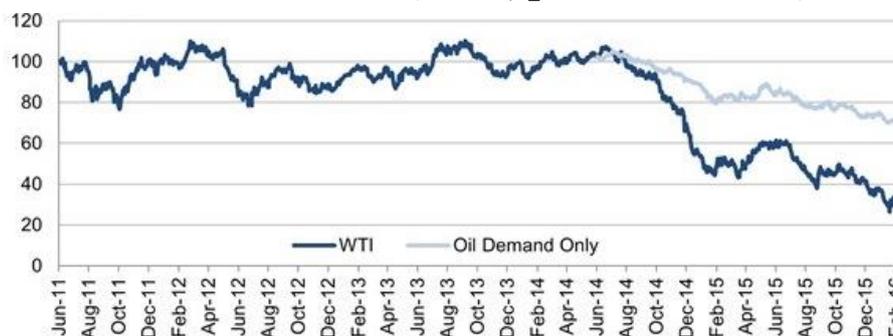
圖二：去年至今紐約期油與恒生指數散點圖



根據伯老扑文，過去五年油價與標普五百指數的相關性（以二十日移動平均數計）雖正但不高，僅 0.39 左右；看來標普五百指數之跌，幕後黑手不是油價，應另有其人。其人是誰？伯老斷估，應是全球總需求腳軟，令企業盈利和原油需求受拖累，終令油、股兩市先後俯首稱臣。

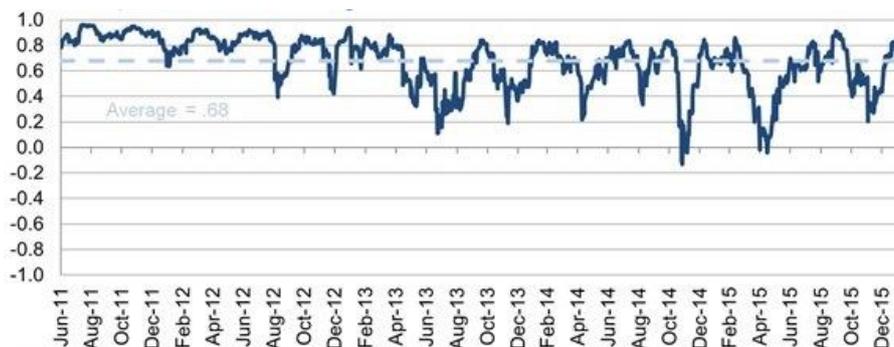
斷估無辛苦，但驗證卻不然，因此，伯老捨難取易，在觀摩了咸晶力捧的靚模後，抄考其以銅價、美國十年長債孳息和美元指數的走勢作為市場對全球及美國需求預期的替身，看看這個「需求替身」對油價和股市的關係有幾大。結果發現，由「需求替身」推算出的油價，雖然同樣呈跌勢，但「應該」比現價高接近一倍（圖三）；與標普五百指數的相關性則升至 0.48，但也不算很高。換言之，跌市幕後黑手除了「全球總需求」這個其人外，看來有更其之人。

圖三：紐約期油與「需求替身」推算出的油價走勢



因此，伯老需在咸晶的靚模以外，進一步深入摸索。從何入手呢？作為 Bernanke put 的發行人，他必然了解市場情緒和風險胃納的重要性，於是摸呀摸，終摸了個波幅出來。伯老留意到股、油齊跌時，市場波幅必然大；他嘗試將 VIX 波幅指數納入「需求替身」，發現由兩者推算出來的油價與標普五百指數的相關性平均高達 0.68（圖四），得咗！

圖四：美股與經「需求替身」及波幅指數調整的油價之相關性



來到呢度，伯老終於露出他老人家的底線：油市股市 you jump I jump，皆因後面有鬼——實體需求唔得掂和市場波動不明朗；市跌背後的 signal，就是經濟差、情緒壞。換言之，阿媽係女人。

按此思路，只需知道經濟前景幾時轉好、市場情緒幾時走高，股油摸底無難度！市傳伯老飯局盛惠 25 萬美金一位，高人搵錢何其容易。

註一：<http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2016/02/19-stocks-and-oil-prices>

註二：<http://econbrowser.com/archives/2014/12/oil-prices-as-an-indicator-of-global-economic-conditions>

$$\Delta p_{oil,t} = 0.363 \Delta p_{copper,t} - 1.253 \Delta p_{dollar,t} + 9.442 \Delta r_{10y,t} + \hat{\epsilon}_t \quad R^2 = 0.33$$

(3.40) (4.44) (2.84)

何文俊
環球金融市場部