

## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 沙地俄國財赤現 美國靜觀油價戰

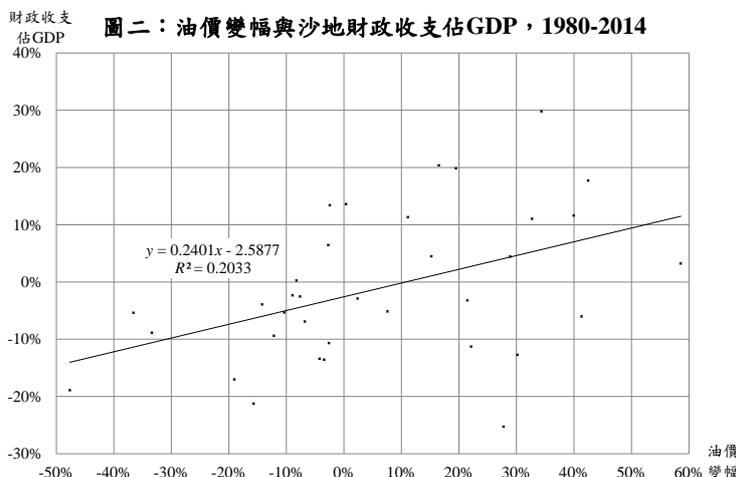
油價重返 2008 年尾、2009 年初的 30 餘元低位，但擅行寡頭壟斷的眾產油國們，頃刻間由合作博奕變成非合作博奕，由卡特爾式的減產抬價頓變成搶市場的割價增產。雖然聞說沙地阿拉伯的產油成本可能低至每桶 10 美元，但普遍產油國的成本均在七、八十美元，即使部分油商捱得過去，但靠油商稅收的產油國政府又是否捱得過去呢？

目前全球三大產油國的每日產量已拋離排第四或以後的國家，首三位分別為美國、沙地阿拉伯和俄羅斯。故這增產戰中，關鍵是沙地與俄國是否已輸凸、和尚可捱多久。是否輸凸當然可從油商，但亦可從政府財政收支的角度考慮。先看沙地。從有紀錄的 1969 至 2014 年數據所見，沙地財政收支佔 GDP 與油價（英國石油公司數據，下同）按年變幅走勢大致吻合，僅兩次石油危機期兩者稍偏離（但方向仍一致的）【圖一】。

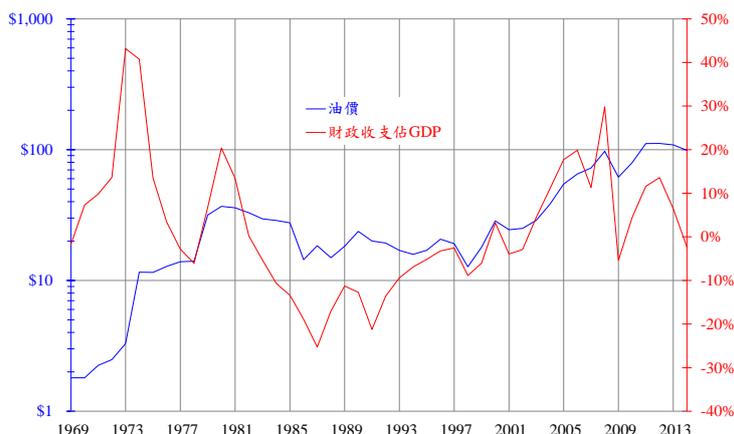
圖一：油價變幅與沙地財政收支佔GDP



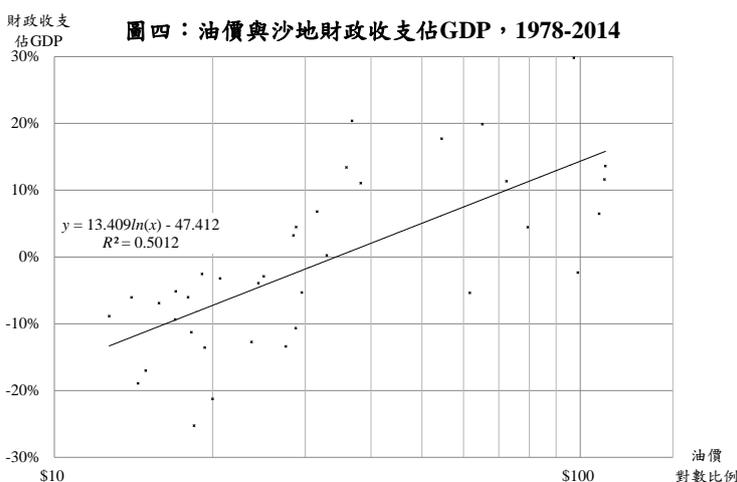
兩者具體關係可從較密切的 1980 年算起。散點圖示可見兩者呈線性關係【圖二】。推算顯示，油價升幅只要低於一成便致財赤；目前油價跌好幾成，推算財赤應逾一成。



圖三：油價與沙地財政收支佔GDP



另一算法是直接以油價水平與財赤找關係。觀圖所見，油價對數與財政收支正比，但僅1978年起才較明顯【圖三】。驟眼不易看出是油價水平還是其變幅較能解釋財赤，故需計數才知。將之再以散點圖示，可見兩者也呈線性關係，但顯著性較圖二的高得多【圖四】（圖二、四的 $t$ 值分別為3和6）。另因兩個關係的因變量（dependent variable）相同，故兩者的 $R^2$ 可比。比較所見，以油價水平解釋財赤顯然好過以油價變幅解釋。以模型論，無論統計顯著性還是相關度計，圖四的水平版本皆勝過圖二的變幅版本。

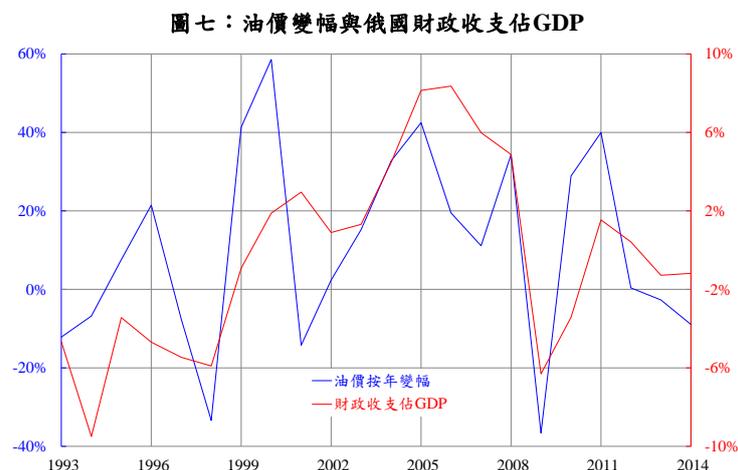
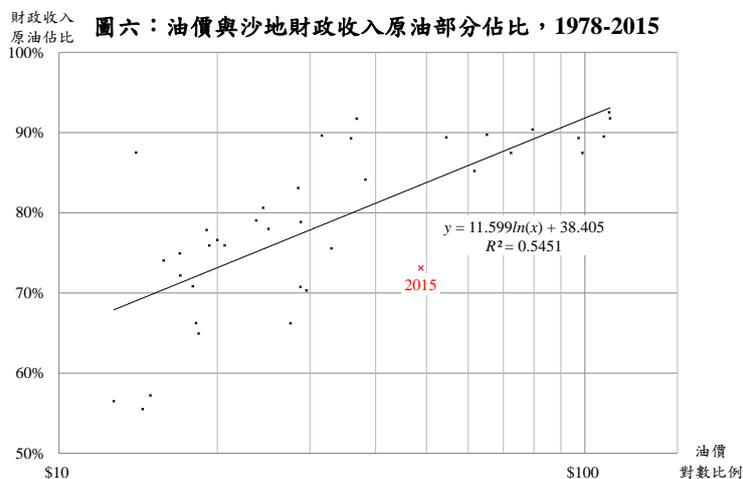


圖五：油價與沙地財政收入原油部分佔比

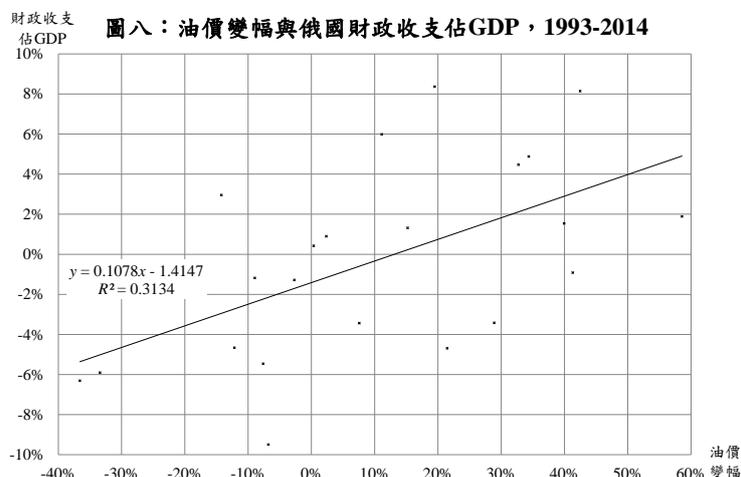


那麼在事實上，沙地政府的財政收入是否真的很倚賴原油呢？不妨又再做些分析。

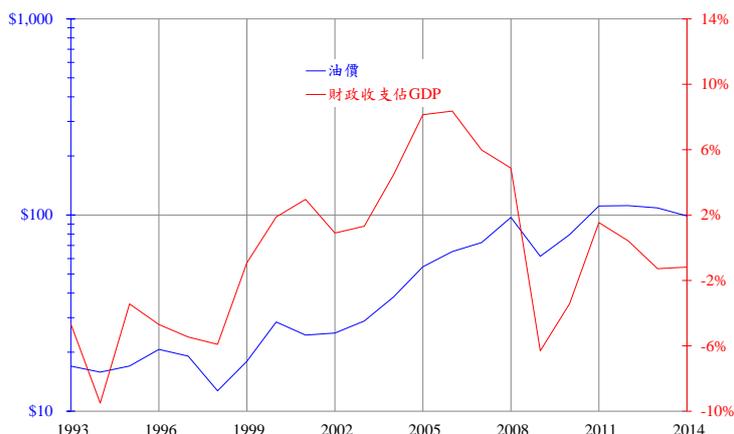
將原油部分財政收入佔總財政收入與油價（對數）比較，即見關係也甚密切【圖五】。從關係較佳的1978至2015年一段所見，線性關係之佳拍住剛述的財政收支【圖六】。2015年油價平均稍遜50美元，但當局預計同年原油部分收入卻較這模型所預示少。



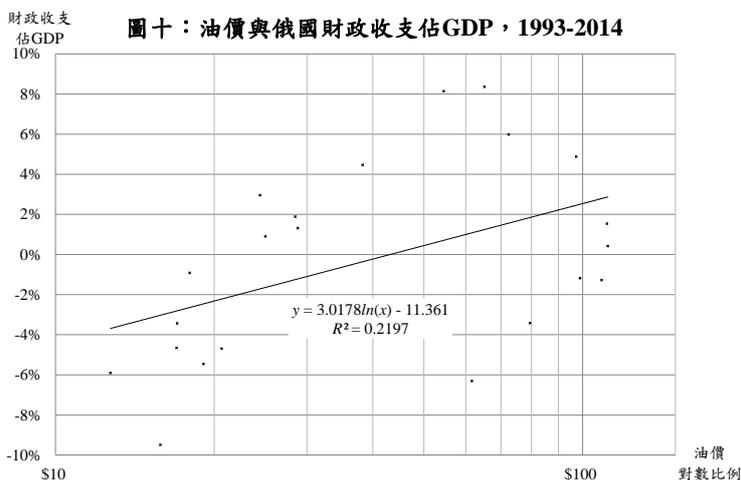
筆鋒一轉到俄羅斯。蘇聯在1990年代初瓦解，故俄羅斯數據僅始自1990年代初。觀圖所見，油價變幅與俄羅斯財政收支佔GDP關係驟看也不錯的【圖七】。但論具體，還是計計數才知道。散點圖中所見，關係線性且算顯著，而當油價升幅低於一成許時，同樣推算俄國出現財赤【圖八】。不過，當前油價跌幅僅預示財赤佔GDP在半成內。



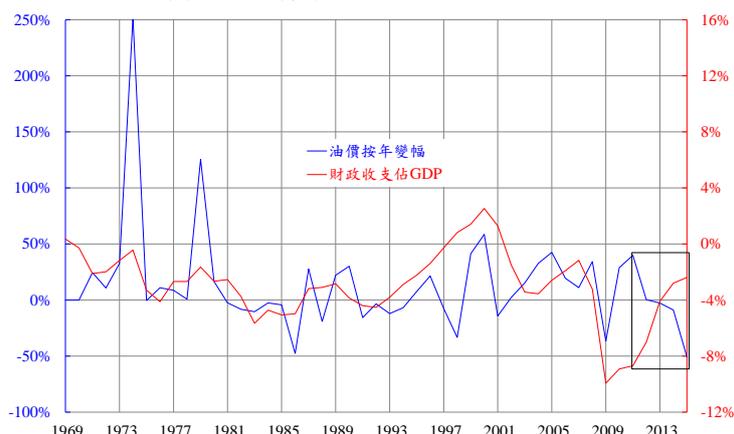
圖九：油價與俄國財政收支佔GDP



一如上述，將油價變幅換上水平再計一次，驟看沒 fit 得那麼好了，兩線關係不強【圖九】。再以散點圖計，關係不呈統計顯著 ( $p$  值達 0.11)【圖十】。即是在俄國而言，油價按年變幅對財赤的影響大於油價水平高低；而在沙地阿拉伯的情況則稍稍倒轉。

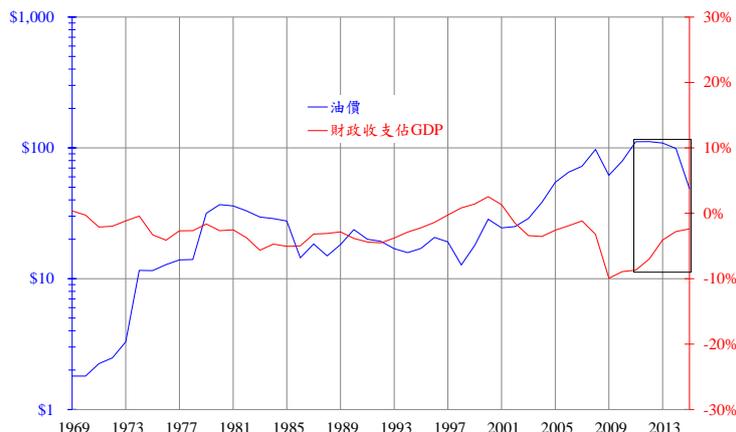


圖十一：油價變幅與美國財政收支佔GDP



沙地與俄國都看過，最後回到近年產油國一哥——美國。華府也有原油相關收入，從 1969 年有紀錄起至今，油價變幅多年來與財政收支大致吻合，但自 2012 年起至今，兩者史無前例地大幅背馳【圖十一】。即使將油價變幅換上水平再計，同樣見背馳情況【圖十二】。換言之，毋須再以散點圖示，亦見近年油價大瀉對美國財政仍絲毫無損。

圖十二：油價與美國財政收支佔GDP



由此可見，中東俄國等增產變相減價戰，華府看來似乎事不關己，自然隔岸觀火。油價持續低迷對外界的最大影響，除所引發的 risk-off 冧市外，經濟上頂多是低通脹。歐美在量寬上不遺餘力，中東俄國等現竟為通脹撲火，曾經大手推過量寬的央行來說，嘴巴上固然密切關係，但心底裏卻高興不及，多謝無句。此乃油價可見 30 美元之因。

不過話說回頭，隨着產油國政府已蝕到入肉，她們又會否讓減價戰持續下去呢？

羅家聰  
環球金融市場部