

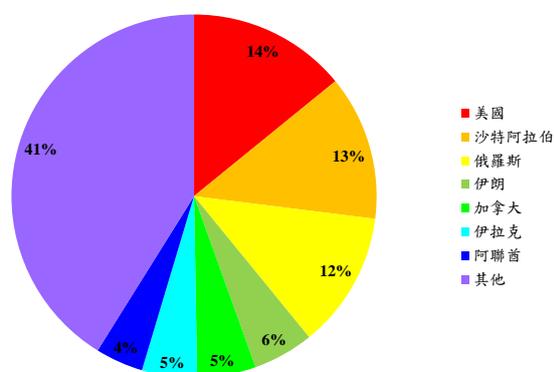
## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 供求推算油見百 通脹穿三倉必折

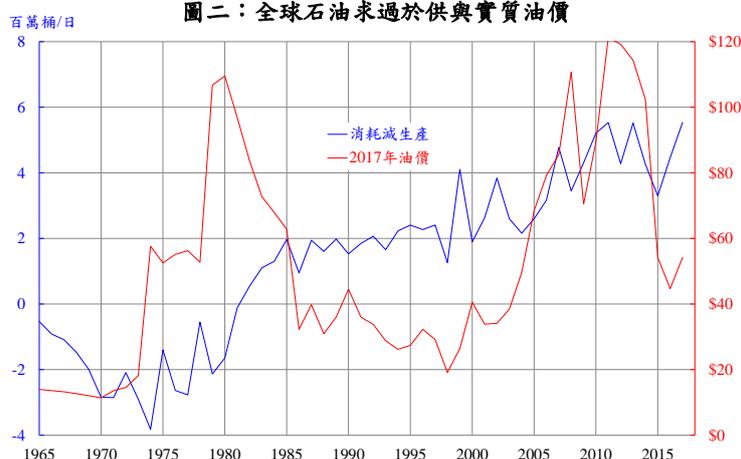
目前全球避險情緒無疑比一、兩季前高出一截，尤其新興市場。出事的必要條件，固然是多年來累積的泡沫、槓桿，但還得一些充分條件使之出事，當中首推利率趨升。當代各處都行通脹目標，外圍加息十之八九都因通脹壓力，而當中有不小是來自油價。紐約油價跌至 65 美元後在伊拉克指實際增產量遜預期而回抽，看來似乎又跌不下去。英國石油公司年中例牌發行的《世界能源統計年鑒》乃行內的必讀物，雖無短線數據，但對中、長線分析卻幫助甚大。今次用這批反映基本因素的數據，來判斷油市後向。

首先以去年計算，全球油產一哥已非沙特阿拉伯，而是美國。最多產的三頭馬車，分別由美國、中東、俄羅斯三分天下，油產佔全球比例相若，但排第四起的已差一大截【圖一】。另外，這三大巨頭的利益顯然各異，可見油產其實並不太高度集中於中東，而頭七大合計才佔六成，地理上相對分散。由此可見，這個年代油價不單由中東話事；事實上，近年中東費盡九牛二虎之力、好些年的時間，才勉強將油價挽回 2011 至 2013 年高位（但非歷史高位）的約半。故分析油市還宜從全球出發，不宜只看局部地區。

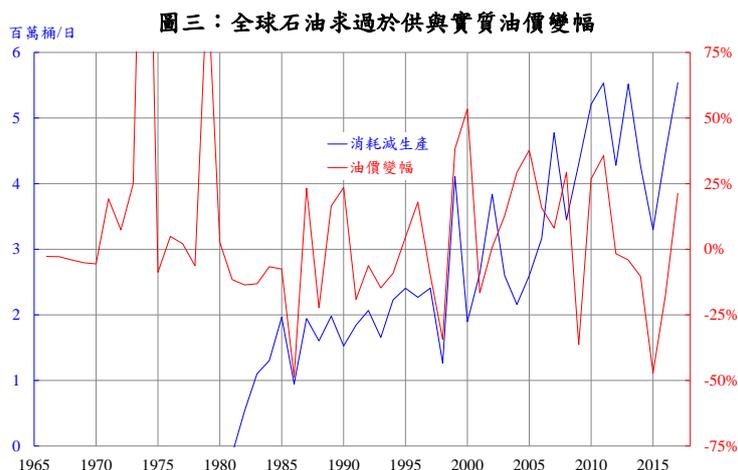
圖一：全球去年油產分佈



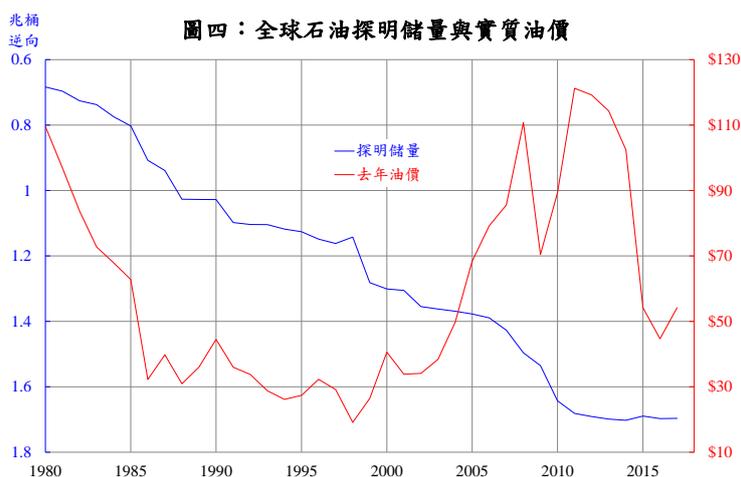
圖二：全球石油求過於供與實質油價



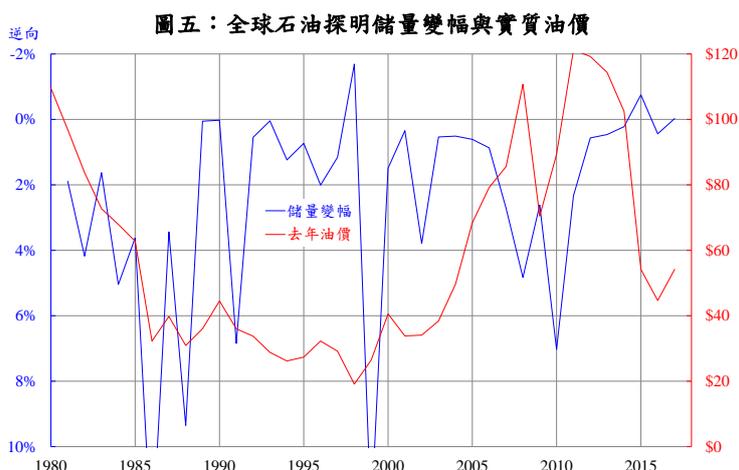
油價短線走勢固然受消息、市場所影響，但畢竟油都是期貨交收，故中長線而言，還是要看供求（若無實際用途，無人會買桶油來存倉的）。全球石油的年度供求數字，英國石油的統計始於1965年，照理消耗減生產應跟油價成正比——固然指實質油價。觀圖所見，石油的求過於供曾在兩個年代升過：一是1975至1985年，另一是2005至2011年【圖二】。的確，這兩段時期的油價都曾飆升過，而其餘日子則僅呈上落格局。然而以去年價計，目前實質油價只處1974年水平，而非如供求所預示的近100美元。



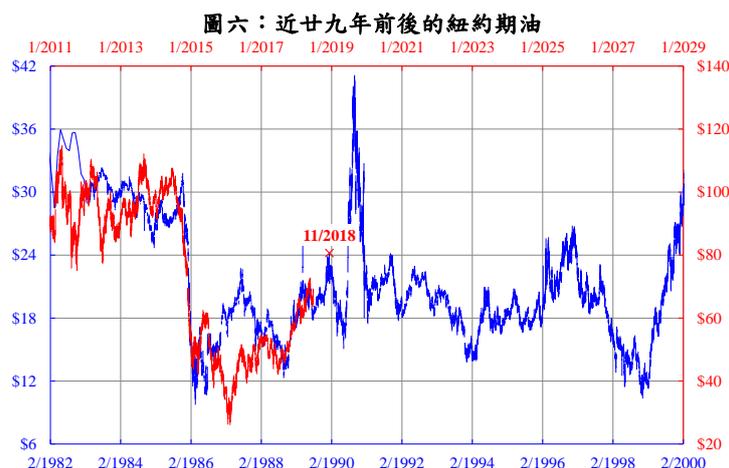
換個角度，以供求跟價格變幅比較，如圖所見，早年不行，但1985年中起見關係【圖三】。不過，在2000至2013年間，求過於供趨升之際，實質油價變幅卻在趨跌。從上述石油供求與實質油價的水平 and 變幅關係所見，一是油價根本不受供求關係影響，或更受供求關係以外的因素影響；二是目前供求依然話事，油價未升只是時辰未到矣。從事學術的一般不會隨便說理論出錯，尤其是「價格由供求決定」這麼大路的理論——儘管找出理論出錯卻又本屬學者的責任和成就。現不妨再換個角度來看看兩者關係。



求過於供除體現於流量外，亦可體現於存量，數據上即探明儲量。以儲量水平計，這頂多只能與實質油價水平比較，不過如圖所示，儲量與油價的關係不明，前者長升，後者上落【圖四，左軸逆向】。正路的修正方法是取變幅後再做，要取的顯然是前者。不過，以儲量變幅與油價比較，不見得關係強了幾多【圖五】。不過同樣的分析結果，是假使關係可信，推算的2017年油價水平應在100美元，折算2018年價應差不多。



看來無論以流動的供求或存量即探明儲量計，油價皆屬低估，理應可見 100 美元。固然，他日另類能源普及的話，這個歷史性的供求分析將要改寫；以計量經濟術語講，即呈結構轉變，昔日、將來的關係已大不同。然而這是後話。廿年甚或十年後會如是，但目前仍倚賴石油下，油價追回供求所預示的水平，短線衝上 100 美元仍說得通的。



以圖論圖，今年後期油價（紐約期貨）是可見 80 美元的，而明年的有機會更高，儘管最終飆得幾遠亦未必如 1990 年海灣戰爭的情況般失控【圖六】。一如舊作所指般，油價長遠的需求因素轉弱，但供應因素轉強，故油價長線難有大單邊市，最可能是圍繞 60、70 美元上落。但若在此之前如 2008 年般飆上 140 美元水平，則會造成很大問題。

以 1983 年有油價紀錄計起，美國 PCE 整體通脹（聯儲局通脹目標所參考的指標）對油價按年變幅的迴歸系數為 0.014。換言之，假使油價真的由 70 美元飆上 140 美元，即按年升 100%，美國通脹便會升 1.4%。即使這是幾短期的現象都好，目前通脹 2%，若一下子見近 3.5%，市場固然會有反應，但聯儲局也會難免會發茅，怎樣加息難講。就當政策利率貼住通脹行，若聯邦基金利率要見 3½ 厘，長端十年期債息恐怕難免要見 4 厘。屆時市場亂象如何，大概不難想像。油價這個來年風險因素，實在不宜低估。

羅家聰  
環球金融市場部