

## 《信報》專欄〈文人經略〉

### 蕭后含冤千古恨 兩雄托油吹太深

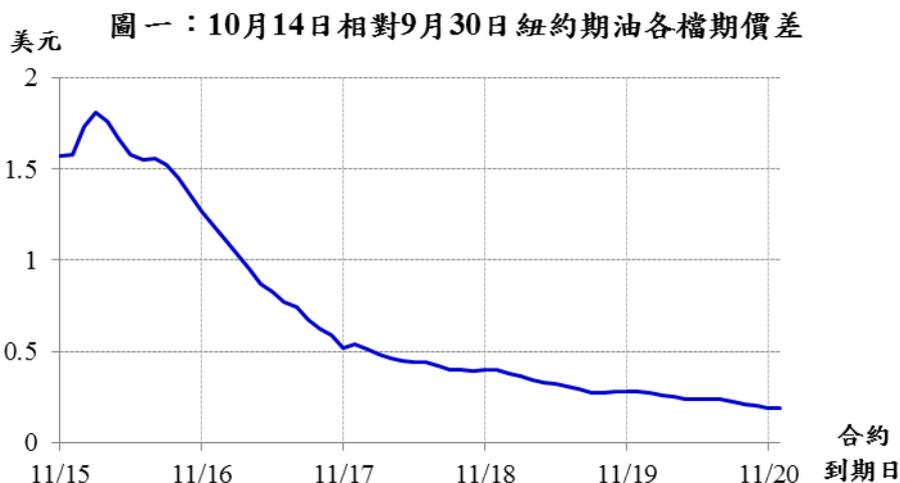
「威風萬里壓南邦，東去能翻鴨綠江。靈怪大千俱破膽，那教猛虎不投降。」遼國宣懿皇后蕭觀音一首《伏虎林應制》霸氣側漏，男兒氣概爆棚。誰想到，如此女中豪傑，同樣可以寫出「剔銀燈，須知一樣明。偏是君來生彩暈，對妾故作青熒熒。剔銀燈，待君行」的幽怨之詞。可惜，自古紅顏多薄命，姿容冠絕的蕭后遭奸臣誣陷與男歌手「暗通款曲」，被皇帝用鐵棍打至半死，再施以酷刑，最後被迫自殺，此事亦成為千古冤案。

蕭后含冤命殞於公元1075年，想不到九百四十年後的今日，再有政界人士被指暗通款曲，主人翁換上國際政治舞台的北極熊俄羅斯與沙漠梟雄沙地阿拉伯，理由是兩熊（雄）雖然一冷一熱，卻同時在過去一年的油市大跌中「揩哂」，因此痛定思痛，以敘利亞戰局作紅娘，互相吹奏一曲《玉樹後庭花》，要令油市淡友成為陳後主，為油價跌勢敲響喪鐘。

果然，在俄軍破天慌空襲敘利亞下，上週紐約期油一度由45美元水平急抽至50美元水平之上，是今年7月以來高位。可惜，執筆之時，油價已由高位回落近一成，幾乎回到上週起點；回落的觸發點，竟然是油組最新月報（註一）顯示成員國產量再次衝高，今明兩年甚至可能需要增產，以應對「傳說中」的原油需求復蘇。未復蘇先增產，難怪油價有運行，也令兩熊（雄）暗通互吹一事，頓有「吹水」之嫌。

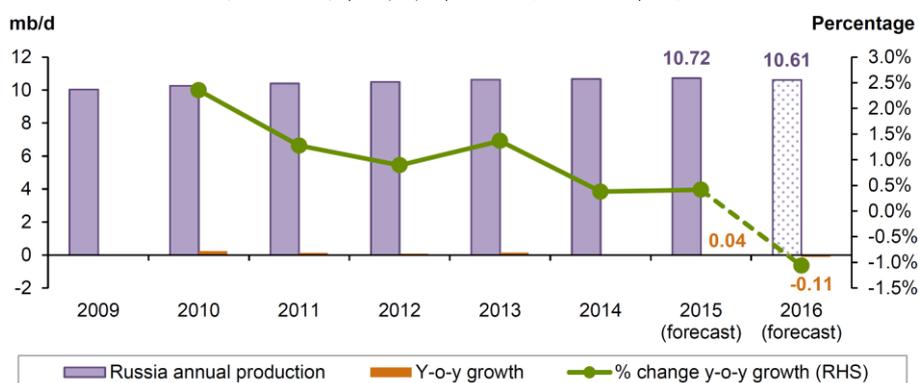
另一方面，雖然空襲引發即月期油急升，但資金未對俄軍挺進想入非非而看好後市，反而趁即月價被突然挾高之際，蜂擁入市沽貨對沖。圖一所見，雖然執筆時的紐約期油即月至明年2月合約價較俄軍開始參與空襲當日（9月30日）出現1.6美元至1.8美元之溢價，但其後各合約的溢價持續收窄，即整條期貨曲線明顯趨平，反映市場對中長期油價走勢仍然相當審慎。如果打足五季的原油增產戰真箇鳴金收兵，期油走勢是否如此景象？

當中的微言大義，除了反映市場對油價後市信心不足外，亦可能表示油企趁機對沖，鎖定較高油價，然後繼續開採生產，確保未來不會因油價大幅波動而致利潤受損。換言之，油企進行對沖後，未必需要大幅減產，令市場預期油價下跌將會壓低供應、從而推動油價見底回升的如意算盤，可能難以打響。如此看來，市場的表現似乎並不認同兩熊（雄）私通托市，油企繼續趁價高進行對沖，淡友亦未有冇旗反手。

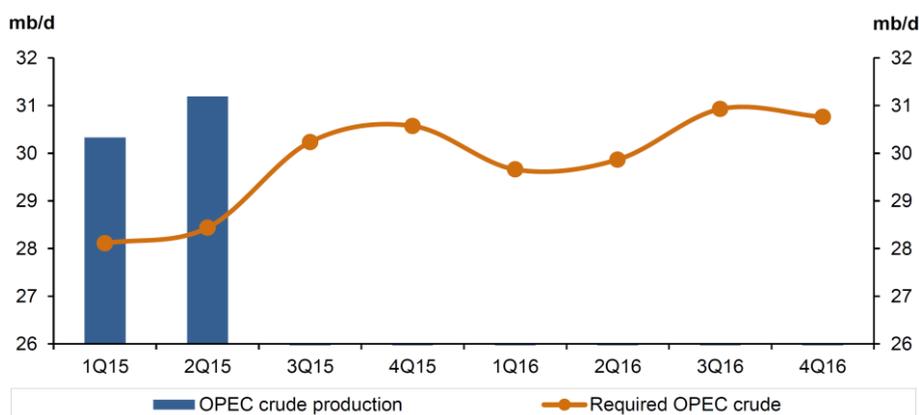


再者，從宏觀產油數據看，北極熊與沙漠梟雄暗通的機會亦不大。根據油組最新月報，北極熊明年的原油產量將維持於近年的高水平，走勢相對穩定，即使按年出現收縮（圖二），而且肯定不關空襲事。至於沙漠梟雄方面，雖然油組並未提供個別國家數據，但觀乎今明兩年的所需產油量預測，油組整體增產機會似乎高於減產（圖三）。

圖二：俄羅斯每年產油量及按年變幅



圖三：油組今明兩年產油量



過去一年沙漠梟雄以本傷人，雖然打得低當時得令的頁岩油企，卻打不低更以本傷人的北極熊；非油組國成員過去一年在油價大跌下持續增產，正是原油供過於求的市場預期遲遲未見扭轉的一個主要因素，亦是沙漠梟雄拒不減產的主要原因——前門拒狼，後門卻進了熊，為免將環球能源市佔率拱手相讓，偏住企硬，甚至要在今年上半年大幅增產，希望拉近與北極熊的距離。

除此之外，北極熊情歸伊朗，亦令沙漠梟雄恨得牙癢。全球最 top 國防及國安智庫 Center for Strategic and International Studies (CSIS) 在今年 6 月發表的研究（註二）表明，伊朗的地緣政策基本上與歐美陣營（包括沙地阿拉伯和以色列）直接衝突，因此，根據當前形勢和各方誘因，伊朗核協議的最大得益者很可能是北極熊而不是歐美陣營；伊朗之強大，將可間接強化北極熊對中東的影響力。

不難想像，北極熊此時高調插手敘利亞局勢，可能正正基於自己形勢比人強的判斷，畢竟今日與一年前在烏克蘭被迫出招時大為不同。試想，只要成功鞏固敘利亞現政權，加上已經鬆綁的伊朗和七國咁亂的伊拉克，北極熊基本上有能力將阿拉伯半島由歐亞大陸中切割開去（不信可打開世界地圖看看）。若然沙漠梟雄背住美國與熊謀皮，豈不是有可能在對美關係、地緣政治和原油市場三輸？九百四十年暗通款曲的千古冤案，九百四十年後會否在西域重演？

註一：OPEC Monthly Oil Market Report, October 2015.

註二：Paul N. Schwartz, 'What the Iran Deal Means for Russia', Russian Defense and High Technology Project, CSIS, 2015.

何文俊  
環球金融市場部