

《信報》專欄〈文人經略〉

俄國油企鬼見愁 貨幣抽插狂索油

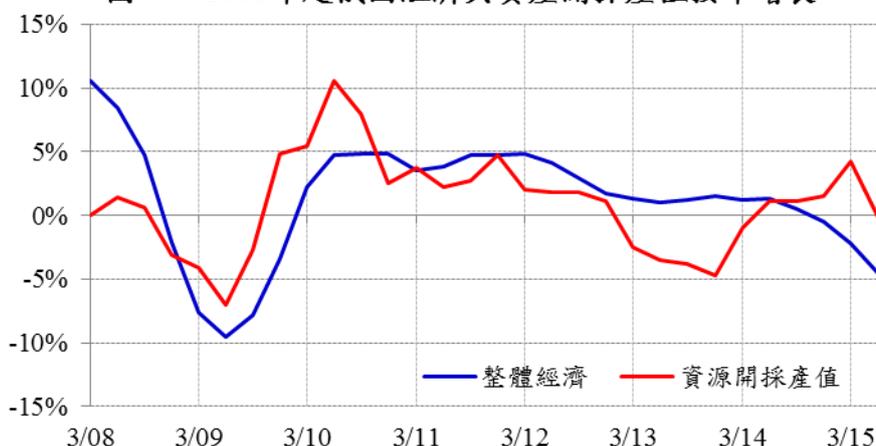
所謂「寧教人打仔，莫教人分妻」，因此當筆者上週聽見市場吹風北極熊俄羅斯與沙漠梟雄沙地阿拉伯「暗通款曲」後，便急急擺蕭后上枱，以免因吹（風）成含（冤）。豈料，身為北極熊元配的敘利亞政府捕風捉影，不待沙漠梟雄小三身份確認，便已急急出手宣示主權。《華爾街日報》報導，敘利亞政府軍在俄羅斯、伊朗與黎巴嫩真主黨力撐下，向由美國支持的反對派所佔領的第二大城市阿勒頗狠狠挺進。

按照傳統市場智慧，中東局勢緊張理應直接推升油價，問題只是升多升少；但《華日》這篇報導於香港時間本週一清晨發出後，卻見紐約期油於 47.50 美元水平持續回落，至執筆時更一度跌穿 46 美元水平，單日最多跌 3.5%，再次回到上週本欄見報時的水平。油價是強是弱，一目了然；俄羅斯是托價還是壓價，無甚懸念。

再按傳統市場智慧，油價大跌對作為資源大國的俄羅斯不利，因此後者應有誘因推升油價。不過，這個智慧近年亦似乎備受挑戰。圖一顯示，由 2008 年至 2013 年，俄羅斯的經濟與資源開採產值按年增長的確關係密切；但到了去年上半年，情況便出現變化。當時烏克蘭危機惡化，歐、美與俄羅斯在外交上開拖，制裁戰爆發，國際油價挾高，俄經濟腳軟但資源開採產值仍然上升，不足為奇。

踏入去年第三季，國際油價開始插水，俄經濟亦然，但其資源開採產值按年增長竟然不跌而續升，甚至於今年首季國際油價首度跌穿 50 美元時，升上三年高位。更叫人嘖嘖稱奇的是，今年次季國際油價最高反彈至 60 美元，但資源開採產值按年卻掉頭收縮。

圖一：2008年起俄國經濟與資產開採產值按年增長



換言之，由去年第三季開始，俄羅斯的資源開採產值按年增長竟然與其油價反其道而行；油價跌得愈甘，行業產值愈升。產值等於價格乘以產量，價格大跌但產值大升，意味產量升幅更勁。上週筆者斷言俄羅斯比沙特更以本傷人，過去一年在油價大跌下持續「索油」，應所言非虛。要論證俄羅斯經濟頂唔順油價大冧，尚需更有力證據。

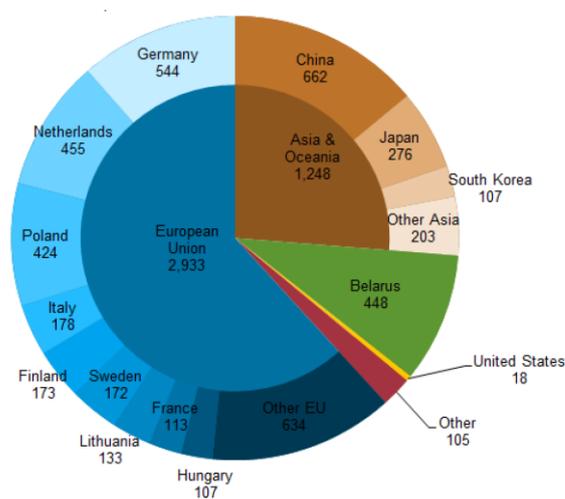
國家經濟層面如是，企業層面亦如是。圖二顯示去年6月中油價見頂以來俄羅斯頭兩大石油公司與全球頭五大市值石油公司的股價走勢，結論是前兩者跑贏後兩者幾條街！別忘記，俄羅斯的石油公司除了面對油價大跌外，更名列歐、美制裁名單上，無法在歐、美金融市場融資，理應成為爆煲首選，結果卻成為跌市奇葩。

圖二：去年油價見頂至今環球主要油企股價變幅



為什麼會出現如此戲劇性的結果？原來關盧布事。話說去年下半年油價大冧加上歐、美制裁，市場以為俄羅斯經濟必死無疑，因此狂沽俄羅斯盧布，導致後者大幅貶值，殊不知因而幫了俄羅斯油企一把。俄羅斯地大物博、技術水平高，因此大部分生產活動在國內進行，所有生產成本以至政府抽稅，均以盧布計價。相反，俄羅斯逾六成原油出口輸往歐洲，近三成輸往東亞和美洲（圖三），前者收歐元，後者收美元。

圖三：2014年俄羅斯原油及凝析油出口目的地



資料來源：EIA

結果？圖四顯示，去年6月中油價見頂以來，雖然油價大跌逾七成，但歐元兌盧布及美元兌盧布居然分別抽升近六成和九成！換言之，出口收歐元的話，匯率升幅幾乎完全抵銷油價跌幅，收美元更有賺。難怪俄羅斯油企無懼油價大跌，猖狂索油，皆因歐、美元狂抽、盧布插得甘也；出口所收歐元、美元一兌換為盧布入賬，即賺！



再者，俄羅斯政府對油企抽稅乃從量而非從價，因此，只要油企增產，政府仍然可以獲得可觀稅款以填公共財政之罅。英國牛津大學的石油專家認為，要令俄羅斯油企也頂唔順，油價起碼要見 25 美元或更低。

不過，若然油價真的跌至此水平，歐、美石油巨企將會怎樣命運？恐怕要先行一步了。

何文俊
環球金融市場部