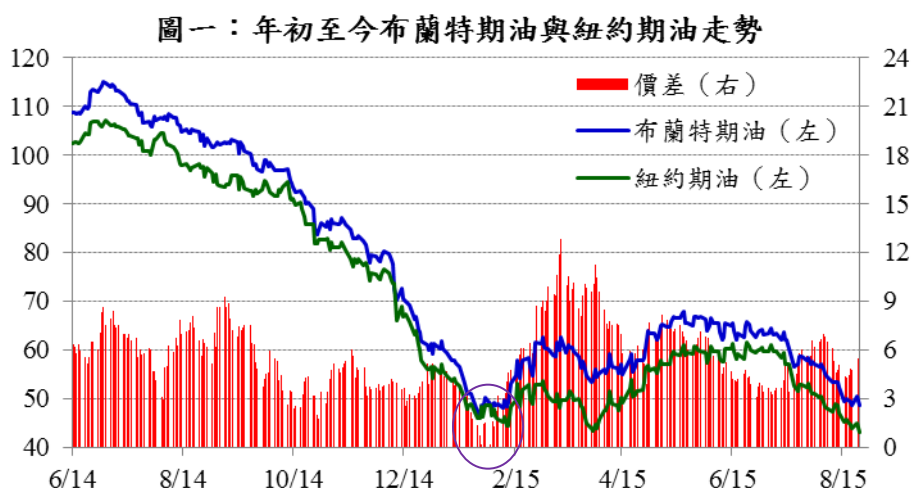


《信報》專欄〈文人經略〉

歐美油價俏冤家 息價差妳上我下

上週指出，油價與股市升跌攸關，相關性奇高；錯判油價走勢，輕則做燈，重則損手。本月布蘭特期油和紐約期油「拍住落」，攜手再試年內低位，新興股市同樣急跌，歐、美等發達股市則準備作高台跳水狀。油價作為風險資產的風向儀，豈能輕視？

今趟油價第二次試底（下週可能變成破底），有一特別之處，值得各位留意。圖一所示，在去年6月中至今年1月中的第一波跌浪中，不論在見頂／底時間上或跌幅上，布蘭特期油一直領先紐約期油，即油價下跌主要由前者帶動，意味當時歐洲整體經濟及實質需求差於美國。讀者記性好的話，應記得當時在歐洲央行連番減息及購債的同時，市場正炒作美國經濟形勢大好，聯儲局最快可於今年6月加息。

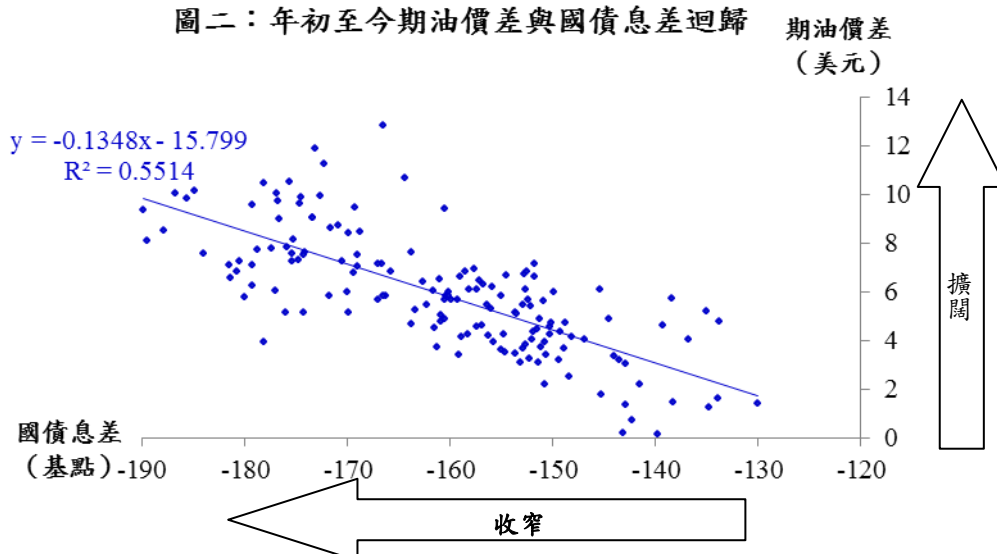


因此，在油價第一波跌浪中，布蘭特期油對紐約期油的溢價一直收窄，在前者 1 月中見底的一刻更幾乎平價（紫圈），市場對歐、美經濟前景展望的分歧到達極致。

時移勢易，半年過去，美國經濟表現差強人意令聯儲局 6 月加息不成，美股大幅跑輸歐股，而油價在 7 月起再次下跌之時，竟見布蘭特期油對紐約期油的溢價不單止維持在 4 美元之上，更微微有上行之勢。換言之，與第一波跌浪中歐衰過美不同，今趟是美衰過歐。合理的解釋是，市場擔心美國經濟復蘇在告別零息後無以為繼，相反歐洲經濟繼續獲得歐央行量寬保駕護航，期油溢價正正體現著這種對歐美前景展望的反差。

既然涉及市場對兩地經濟前景和風險胃納的看法，正路來說，債市也應有類似的反映。圖二所見，布蘭特期油對紐約期油價差果然與歐美十年國債差息有關。迴歸結果顯示，年初至今，後者可以解釋前者五成半走勢，而兩者的負相關系數更高達 0.74。

圖二：年初至今期油價差與國債息差迴歸



看到這裡，讀者可能有一個疑問：若然歐美十年國債息差由正數（溢價）持續收窄至負數（折讓），即歐息較美息更為腳軟，應意味市場認為歐洲經濟前景及風險胃納衰過美國，因此狂掃歐債，壓低歐息，何解偏偏對應期油價差擴闊，即美衰過歐？

要解開歐美期油價差與國債息差這對冤家妳上我下之謎，我們需要一個第三者，那就是波幅指數。年初至今不論美國還是歐洲十年債息，其與聯邦基金利率期貨價的相關性（約為 0.7）均高於風險資產的相關性，反映今年的歐、美債息走勢主要反映央行政策預期甚至實際動作。

美國債息走高，可能意味聯儲局加息機會提高，平添市場對美國經濟前景的憂慮，打擊美國市場的風險胃納；VIX 波幅指數與聯邦基金利率期貨價（六個月後結算）的相關性高達 0.5。另外，歐洲債息走低，亦可能反映歐央行買債壓息的量寬效果，重振市場對未來經濟前景的憧憬，刺激起區內的風險胃納，於是便出現布蘭特期油對紐約期油價差上升的現象。事實上，歐美十年國債息差及歐美期油價差與兩地波幅指數的相關性頗高，足證風險胃納在當中扮演重要角色。

表一：歐美十年國債息差及期油價差與兩地波幅指數的相關性

	VIX 波幅指數	歐洲 STOXX 50 波幅指數
歐美十年國債息差	0.43	0.44
歐美期油價差	0.43	0.58

綜合幾週分析，可見環球股、匯、債、油市實在息息相關，牽一髮動全身，更與政策互相糾結。現在一髮甚至多髮已牽，下一步會否被「動全身」？

何文俊
環球金融市場部