

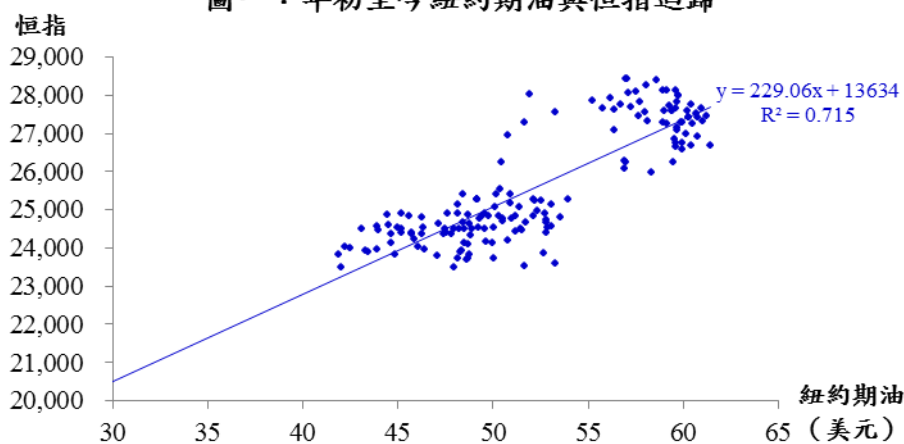
## 《信報》專欄〈文人經略〉

### 股市食粥定食飯 還看油價四十關

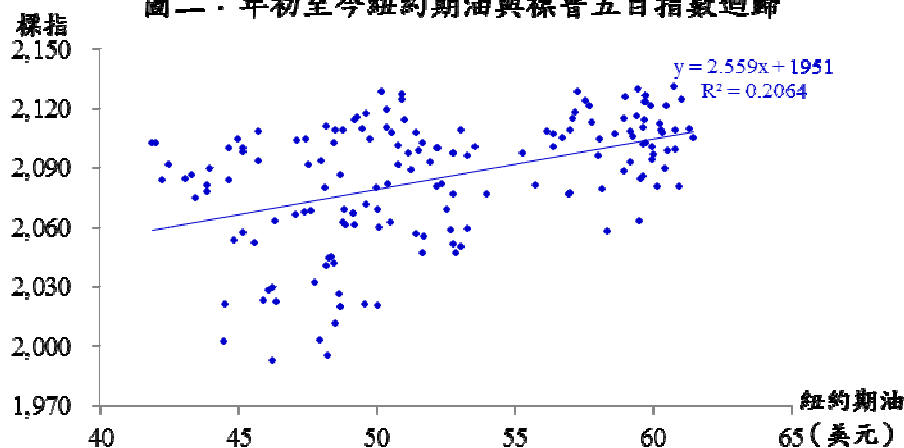
上週本欄見報時正值油價今年第二次試底，筆者笑言本週可能變成破底，執筆時果然。雖說笑言，但有看近一個月油價系列的讀者，大概感受到作者行文強作輕鬆，實情笑唔得出，甚至對人歡笑背人憂。油價牽一髮動全身，現在一髮甚至多髮已牽，明顯港股正被動全身。

最叫筆者傷感的是，香港地有份索油冇份產油，油價跌應對家庭消費和實體經濟有利；但年初至今，油價與美股的正相關僅 0.45，與港股的正相關卻高達 0.85；迴歸分析亦顯示，油價每跌 1 美元，對應恒指跌近 1%，但標普五百指數僅跌約 0.1%，對港股的影響明顯高於對美股的影響（圖一、二）。按圖一推算，假如油價跌至 40 美元，恒指的理論價約為 22,800 點；若然油價跌至 30 美元，恒指的理論價則為 20,500 點。換言之，假如油價破 40 美元望 30 美元，恒指有機會下試 20,000 點大關。

圖一：年初至今紐約期油與恒指迴歸



圖二：年初至今紐約期油與標普五百指數迴歸



嚇人的是，技術上 40 美元正是油價近十年大浪的重要爆破點，一旦重回其下，是否意味原油甚至商品大勢已去，一切回到起點，而且可能不是 2009 年復蘇的起點，而是 2004 年復蘇的起點（圖三）？

圖三：1983年至今紐約期油走勢



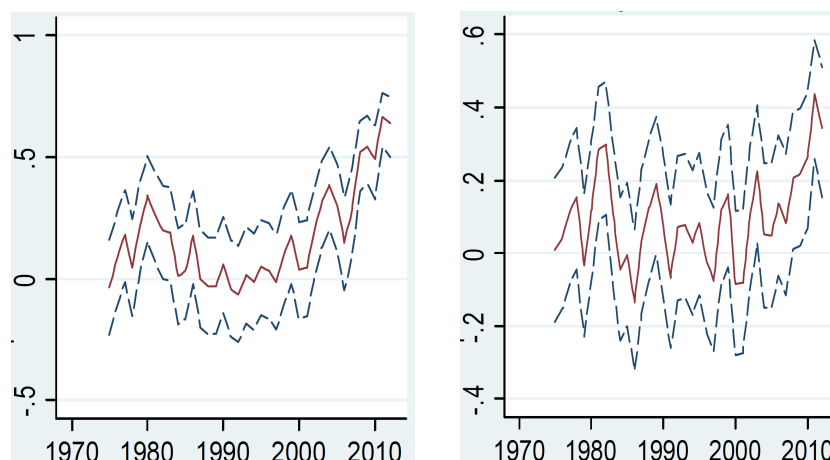
2004 年復蘇和 2009 年復蘇有何不同？大有不同！2004 年復蘇是 2000 年科網泡沫爆破後，全球經過差不多三年零八九月扎炮後所迎來的柳暗花明；2009 年復蘇則是全球政府、央行以史無前例的瘋狂放水所谷起的 V 型亢奮。

因此，未來紐約期油能否守住 40 美元大關，至關重要。守得住，即勉強保得住量寬所帶來復蘇成果，舞會也許未完；守不住，表示油價乃至商品十年大浪告終，加上美國加息、伊朗增產等因素，油價可能回到 10 美元至 40 美元的波動區間（圖三紅框範圍），屆時港股、美股，以至其他市場表現如何，不敢想像，也不必想像，翻看過去一個月本欄舊文便可。因此，未來市場食粥還是食飯，還看油價 40 美元大關。

唉，要憂心的不止是油價。執筆時，期銅和期豆單日分別大跌 1.8% 和 1.4%，在商品指數中跌勢僅次於白銀。正路而言，銅與豆對港股應無甚影響吧，豈料不然！來自北京大學和普林斯頓大學的兩位學者早有研究，原來隔夜期銅和期豆走勢對東亞地區的股市和整體行業板塊的股價竟然有顯著和正向的預測能力（註）。

學者分析了 1960 年至 2011 年的數據，發現隔夜美國期銅和期豆與各東亞股市的回報成顯著正相關，且以香港股市最甚，近十年兩者每週回報的相關性持續上升至 0.5 之上（圖四）。兩位學者估計箇中原因是期銅和期豆的走勢分別反映了工業用金屬和農產品的市場訊息，是環球經濟狀況的寒暑表。看來，香港作為區內主要國際金融中心，經濟和市場外向程度高，令它成為反映商品市場和環球經濟訊息的重要場所，環球 ATM 之美譽，絕非浪得虛名，唉！

圖四：上世紀七十年代至今期銅（左）及期豆（右）每週回報與恒指的相關性



更值得注意的是，研究特別指出，期銅、期豆與恒指這種正向關係，在2005年前並不顯著，但在2005年後卻相關突出，意味2005年前後環球商品市場可能出現了一個結構性變化。這個推論，與上文筆者的期油十年大浪說法，不謀而合；紐約期油40美元，果真未來食粥食飯價。

註：Conghui Hu, Wei Xiong, “Are Commodity Futures Prices Barometers of the Global Economy?” NBER Working Paper No. 19706, December 2013

何文俊  
環球金融市場部