

《商報》專欄

鴿仔再起床 油價跌定未？

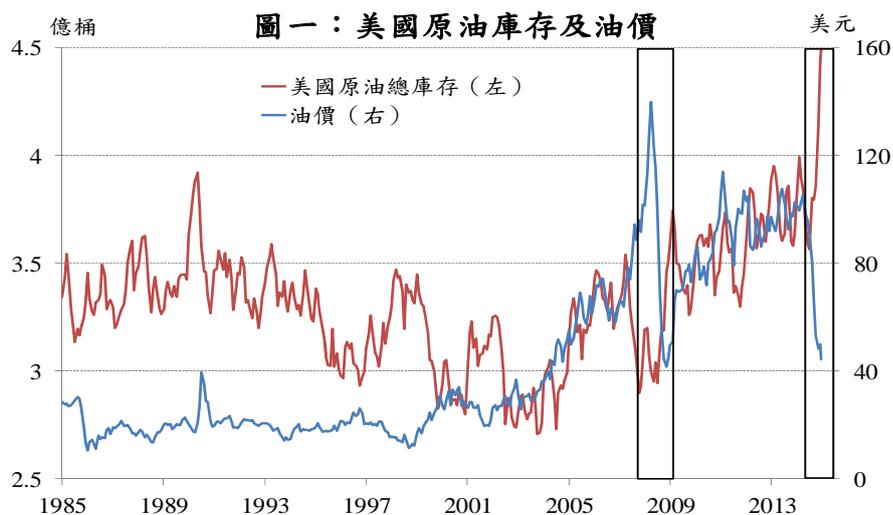
耶倫又說鴿話。於上週聯儲局議息上，除了大幅調低今年底的利率預測外，形容經濟增長的措辭亦轉趨溫和，如堅實速度（solid pace）的經濟增長轉為某程度放緩（moderated somewhat），亦言出口已經轉弱（weakened）等等。雖然口中仍未排除6月加息，但以這個大鴿媽態度，實在難以想像萬一6月加息會對全球股市產生什麼負面影響。

看遍整個議息內容，耶倫看鴿的理由一如以往，要視乎就業及通脹情況。前者上，在下已多番指出美國就業市場正強勁復蘇，故不再多言。反而，今次想談談未來美國通脹前景。以往在下都指現時通脹低企的主因是油價疲弱，此乃耶倫一向所承認。故此，在就業市場復蘇不成問題下，油價能否回升就決定了未來聯儲局加息的時間及幅度。

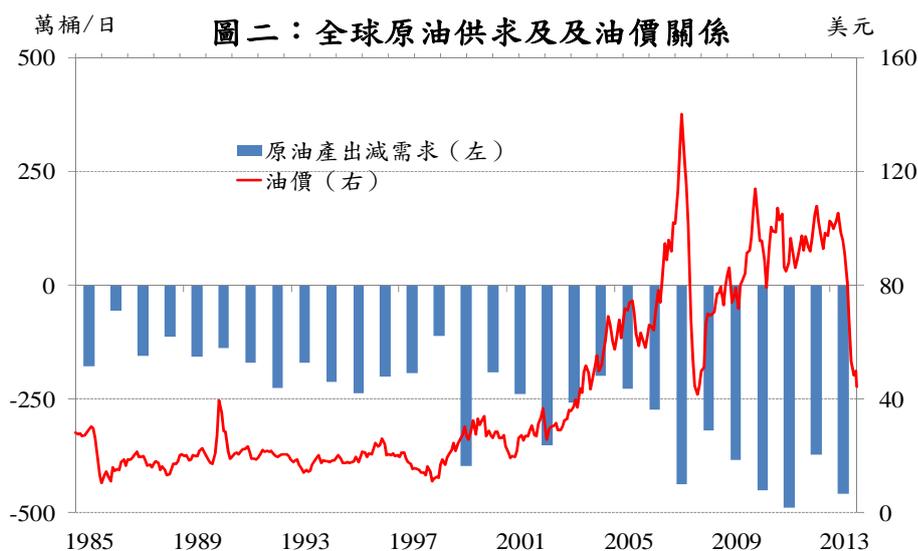
不過，油價持續低迷，令一眾鷹派人士大跌眼鏡。近來油價再插至近42美元，當中有兩大原因，一是最近美國鷹能源公司（American Eagle Energy）表示將不會為半年前發行的1.75億債券派發第一次息，原因是其資金流出現問題，而這令到市場擔心出現火燒連橫船而推低油價。

至於第二點是供求問題，當中美國原油庫存大增大幅推低油價，亦令未來全球通脹前景變得黯淡。圖一見到，美國原油庫存由去年9月起大增，到今年3月已升至自1980年來高位。大家可能會問，為何油價大跌仍要增產至庫存那麼高水平？坊間有一個解釋：油企增產是為了還債。在油價大跌下，以上游為主的勘探和產油企業的業務已經變得非常脆弱。由於部分油企先前在生產上投入較多資金，在成本高企但過低油價下，令資金回收十分困難，故要拋售原油來取回資金，造成現時坊間所言的供過於求情況而再次拉低油價。

是否供過於求容後討論，但話說回來，現時只以美國原油庫存大增的原因就可把油價弱勢定調？回看圖一，自1985年以來，原油庫存數量的多寡不時與油價同向，當中於2001至2007年及2009至去年都曾見過同升情況。要數到兩者背馳，就只有近半年來油價大跌及2008年的金融海嘯，其餘情況都多數同向。由此可見，庫存大增就可炒低油價？似乎未必一定。換句話說來講，庫存數據與油價升跌並無明顯關係。另外，現時坊間都因而推斷是正反映原油的供過於求，但話說回來，庫存增加究竟是反應供應增加或需求減弱呢？這就無從稽考。供應或正因油企危機而增加，但需求有否減弱似乎需要其他數據佐證。

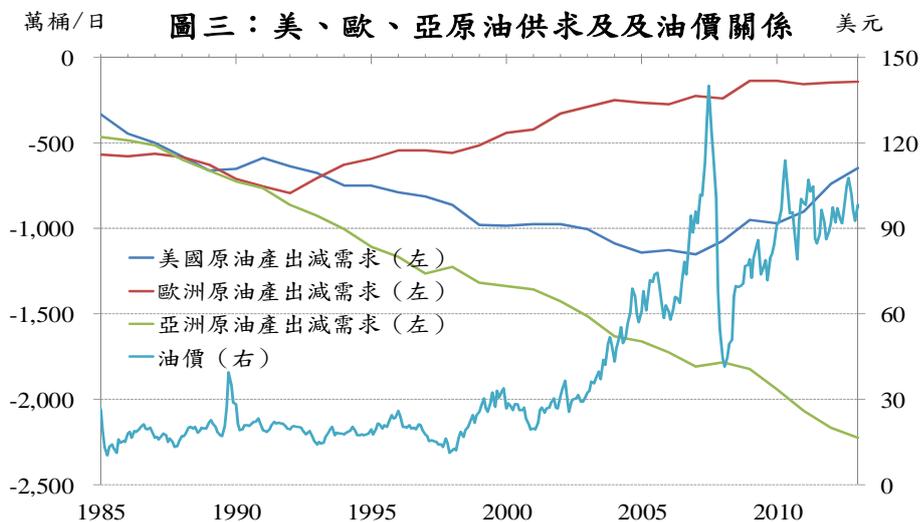


大家常言今年全球經濟將趨下行，故原油需求將會下滑。首先，相較幾年前，現在美國經濟復蘇更強勁，歐豬谷底回升，亞洲仍然向好，只有歐洲大國經濟稍轉疲弱，但亦未言衰退。總括而言，現時全球經濟情況應比幾年前穩健。圖二見到，根據英國石油公司提供的原油消費及產出數據計算，近年全球原油需求都是有增無減，而且需求量亦大於每年產出量。當兩者相減下，近年求過於供情況更為明顯。大家可能爭拗：今年經濟或會下行，需求因而下降。但就算如此，美國經濟會差過幾年前的QE時代嗎？歐洲會比歐債危機間更混亂嗎？觀乎過往十年只有2009年出現需求下跌，但相比2008年，2009年的原油需求只下跌1.2%。仔細想想，今年全球經濟有如金融海嘯間惡劣？若果上文所講油企的債務問題逐漸過去以及全球經濟仍然穩定下，似乎年內全球原油需求仍會高於供應，而油價亦未必會如市場預期一直跌至30或20美元。



總括而言，筆者想講的是現時美國原油庫存大增似乎難以成為油價長跌的主要原因。而圖三亦見到，亞洲國家近十多年對原油需求十分旺盛。除非今年亞洲經濟大逆轉，依現時亞洲仍是全球最大原油消費國下，似乎原油求過於供情況仍然持續。此時，油價

仍會否在如此低位運行仍是一個疑問。若年內如油企爆煲或油組不肯減產的政治因素過去後，供求因素反過來可能成為推動油價反彈的利好因素。如斯情況下，你還敢大沽油價嗎？



劉振業
環球金融市場部