

《信報》專欄〈文人經略〉

天青色等烟雨 通脹在猶豫

上週提到，歐洲兩代男神前週先後出場，市場一陣亢奮；激情過後，空虛感突然來襲時，筆者喜歡聽歌。近期翻聽周董《青花瓷》，一句「天青色等烟雨，而我在等妳」，道盡這半個月市場你我心情：減了息購了債的央行等通脹回升、低位撈了期油的好友等油價反底、0.80樓上沽了澳元的淡友等澳洲儲備銀行減息。猶幸本週二早上執筆時終於等到佳音，紐約期油重上51美元水平、澳洲出乎意料提早減息，恍若為遇見妳伏筆。

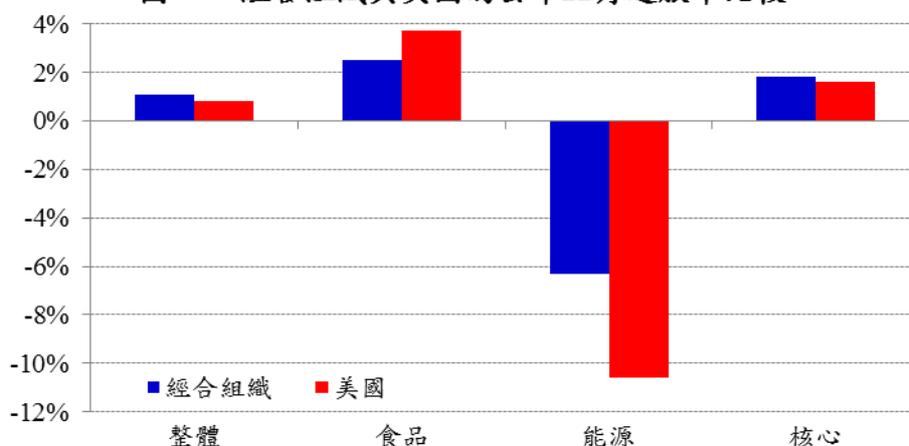
不過，等始終需要耐性，市場價格還好，反應快，較領先；只要不是最低位沽、最高位揸，亦非all-in博盡的話，即使短期市況不就，總有坐回來的一天。經濟數字卻未必即時反映，因其具週期性但時間難測，受政策影響但反應難料。正如上週所言，鴿如德拉吉，搞了幾年都搞不起通脹，「火都嚟埋」，憤而全力量寬，與通縮誓不兩立。

事實上，莫講話歐洲，根本整個發達經濟體均面對通脹急速下行的風險，各位尊貴的央行總裁不能不「頻能」。經合組織三十四個成員國的最新通脹率已從去年11月的1.5%跌至12月的1.1%（圖一），創下2009年10月以來逾五年新低，當中元兇為能源價格大跌6.3%，反映油價大跌開始拖累主要發達國家的通脹。



目前央行態度最鷹的美國又如何呢？圖二可見，雖然食品通脹較高，但整體、能源及核心通脹均低於經合組織平均水平。如果說美國整體經濟增長明顯優於其他成員國家，那麼，其通脹反而較低的主要原因之一，可能和聯儲局的收水動作以及加息預期有關。

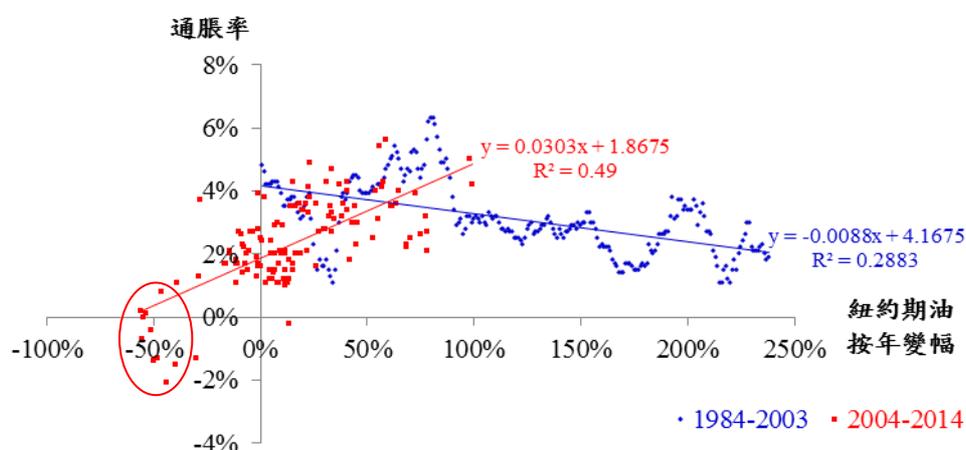
圖二：經合組織與美國的去去年12月通脹率比較



事實上，雖然美國能源價格佔其消費物價僅約一成，但自從 2004 年初紐約期油升穿 41 美元的過去二十年高位後，油價與美國消費物價指數兩者的按年變幅明顯呈正向關係，與 1984 至 2003 年截然不同（圖三）。另外，紐約期油按年變幅與滯後一個月的通脹率相關性最高，達 0.8；按此伸算，美國最新公佈的 12 月通脹率 0.8%，可能僅反映油價在 11 月由 80 美元跌至 65 美元的走勢；至於近兩個月由 65 美元跌至 45 美元的走勢，將於 1 月和 2 月的通脹率中反映。

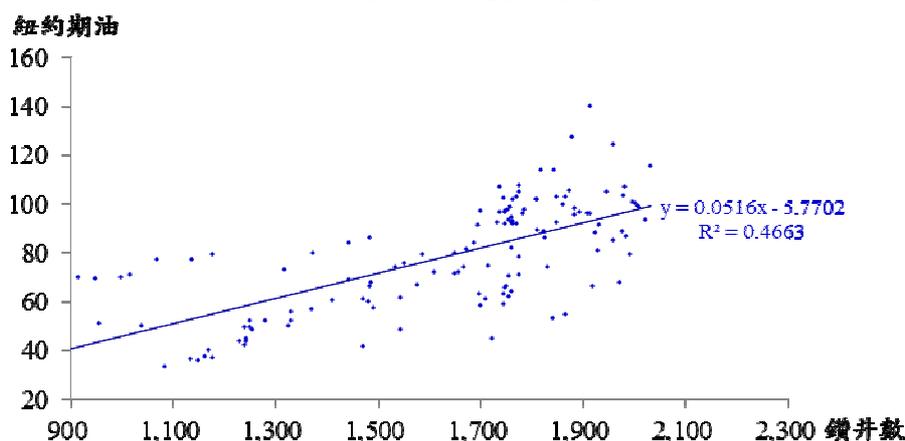
去年 12 月和今年 1 月，紐約期油按年分別再跌 46% 及 50%。圖三可見，一旦油價按年跌近 50%，通脹率極大機會跌至 0% 以下（圖中紅圈），預料美國未來兩次公佈的通脹率都可能趨近 0%。換言之，聯儲局 3 月議息時，美國在數字上有可能出現通縮；如果屆時政策聲明要刪除「耐心開展貨幣政策正常化」的字眼，耶倫也許要在記者會上加倍耐心地回答傳媒的提問了。

圖三：1984 年至今美國期油與通脹率迴歸



執筆時，有報導指美國一週內有 7% 的油氣井停止運作，刺激紐約期油大幅反彈至 52 美元之上。原油供應終於大跌而支持油價掉頭回升了嗎？未必。圖四顯示，過去三十多年以來美國油氣鑽井數目與油價大致呈正向關係，兩者的相關係數約 0.64，意味鑽井數目上升可能反映油價造好，反之亦然。鑽井數目大跌是否能夠推動油價反彈甚至大升，尚屬未知之數；要由此推論通脹即將回升，通縮風險解除，未免過於樂觀。

圖四：1983年至今美國油氣鑽井數與紐約期油迴歸



更須當心的是，如果愈來愈多油井停止鑽探而油價反彈乏力，更未必是好事，可能反映原油需求以至實體經濟出大問題。

執筆時，布蘭特期油與紐約期油分別反彈至 57 美元及 52 美元水平，兩者價差亦重新擴闊至超過 5 美元。觀乎價差於上月歐洲央行議息前夕見底反彈，且年初以來，布蘭特期油跌 1.5%，但紐約期油卻跌近 3%，看來期油市場對歐洲央行已投下信心一票，德拉吉力排眾議推動量寬功不可沒；反而紐約期油開始跑輸，美股亦然，加上美國油企大減今年資本開支，未來經濟、通脹前景如何，難以預料。

市場等通脹、等加息已等了三、四、五年，誰料聯儲局開波前半年，油價與其他央行紛紛對著幹，令耶倫此刻心有如孤島，四面是濃霧；佢若是明白，可否快快步到？最穩陣的對策，也許是等佢來宣佈，以後亦同步，分析原是這樣的美好？

何文俊
環球金融市場部