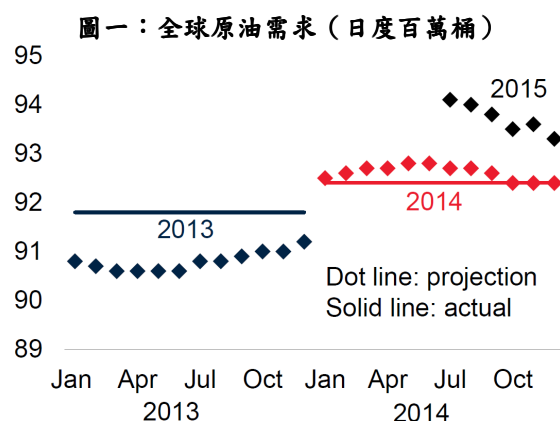


## 《信報》專欄〈一名經人〉

### 油瀉可訴諸供求 通脹跌在一季後

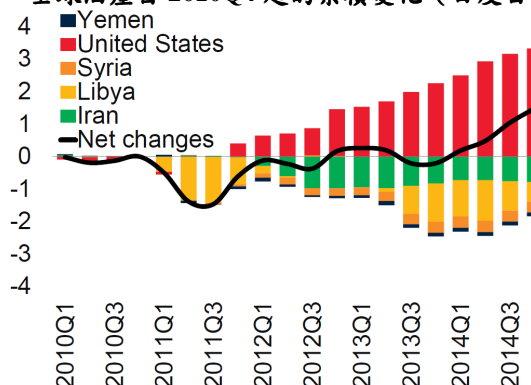
轉瞬間油價已跌穿了45.5元的重要支持，然而淡友不乏，看20元、10元的都有。油價如斯大跌令通脹、薪資增長、進而長息也跌，改變了市場對歐美貨幣政策的看法，亦引發了大量對油市分析的湧現，連世銀最近的《全球經濟前景》也有專章深入探討，今文就讓我們借其數據看看油市的基本供求因素，及對通脹所帶來的影響（見參考）。

全球對原油的需求是否很弱呢？數據看來未必。從國際能源署（IEA）數據所見，去年需求確比前年為高，只是前年的高於預期，而去年則稍遜預期，故前年油價尚升，而去年則跌【圖一】。IEA雖對今年的需求預測也較去年有所調升，但隨着油價大跌，數字已逐月向下修正，今年預期的增幅已與去年的很接近，預示今年預測未必大錯。

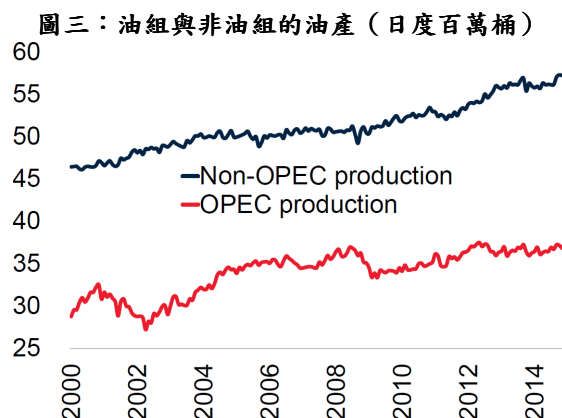


至於供應方面，自2010年末季油價開始在80至110元區間上落起累積至今計算，中東主要產油國都在減產，反而美國則自2011年末季起見逐年增產，兩者相消餘額自2014年起直線上升【圖二】。計及數據滯後公佈，不難理解緣何油價自去年起急瀉。

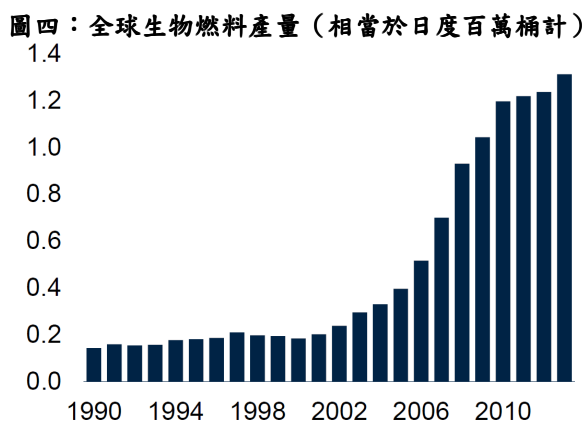
圖二：全球油產自2010Q4起的累積變化（日度百萬桶）



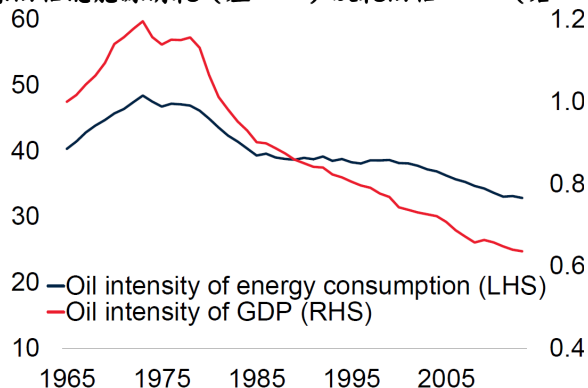
整體原油供應亦見類似的圖像：以中東為首的油組產油量，十年八載來沒怎大升，但總產量更多的非油組國則近兩、三年急增【圖三】。既然需求未如預期且供應加快，很自然地，油價自2013年見過110元後便一直受壓。這是供求可解釋到的價格變化。



除油市內（endogenous）的供求因素不利油價，油市外的（exogenous）同也不利。從全球生物燃料產量所見，2013年升速雖不及2006至10年時，但亦較2011、12年快【圖四】。以相當於原油的產量計，生物燃料固然只及原油的零頭，但在廣泛報道下，其冒起對傳統油價的衝擊卻不小——油價不會純因新能源跌，但卻有落井下石之效。

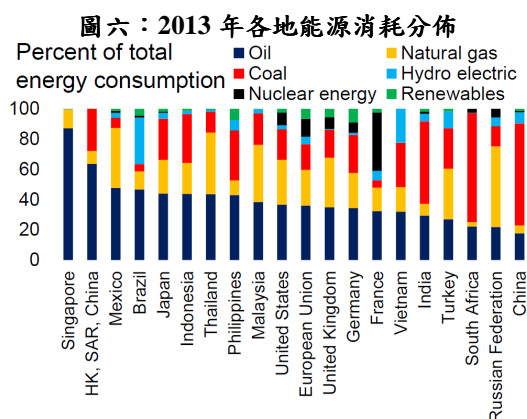


圖五：原油佔總能源消耗（左，%）及耗油佔GDP（右，1954=1）

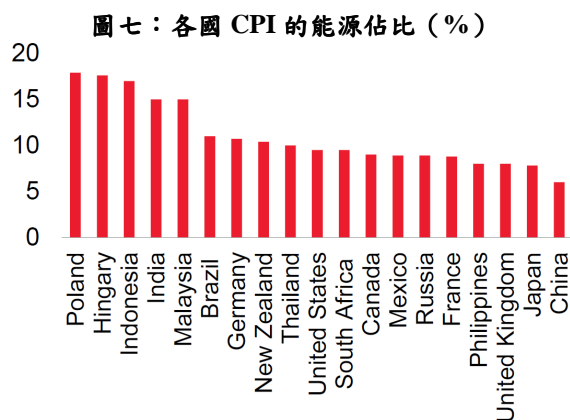


無論是替代能源冒起、科技進步提升用油效率還是環保減耗，用油確是在減少中。第一個因素令原油相對其他能源消耗降低，連同後兩個因素則令耗油佔個經濟比重跌。從截至 2013 年的數據所見，用油佔所有能源消耗及佔 GDP 均持續多年下跌【圖五】。先前看的近年供求因素解釋油價短期跌勢，但這用油佔比卻預示油價長遠亦無運行。

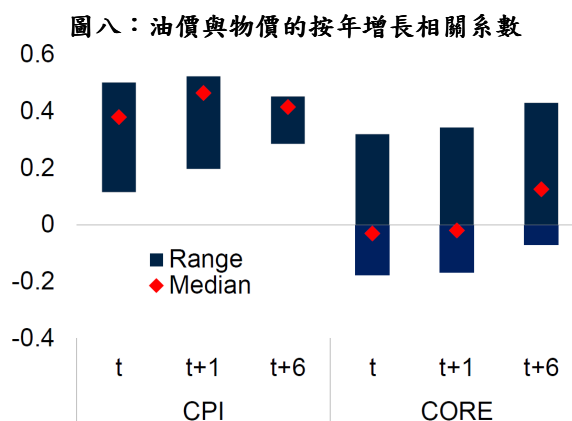
油價大跌對哪些地方最有利呢？不少人以為是耳熟的新興市場，但結果並不全對。假設能源消耗中，用油佔比愈高的愈受惠油價下跌的話，從 2013 年廿餘個地方所見，最受惠的照理竟是星、港不屬新興的兩小龍（人均 GDP 近美國，怎也說不上是新興）【圖六】。固然，有人抱怨在港的油公司加快減慢，則屬後話；又固之然，除油價外，其他能源價格也受拖累而見相當程度的下跌，故到底誰最受惠，也要全盤計過才知。



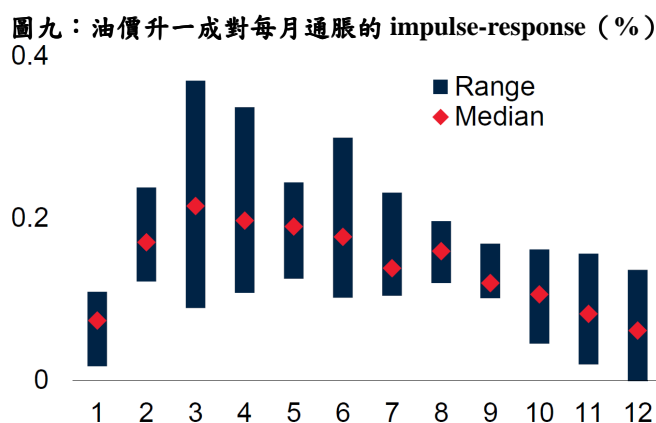
油價跌對經濟的「量」雖難說準，但對「價」的影響則相對容易評估。無論哪國，能源均直接計入消費物價指數（CPI）裏，起碼油價下跌的直接通縮效應該不難算出，儘管這未考慮次輪通脹效應——即非核心通脹帶動核心通脹下跌；然而效應一般不大。觀圖所見，在一些新興市場能源佔 CPI 比重達一、兩成，而先進體系如德國的也不低，故油價跌易令這些國家通縮；但在另些如英、日等國，能源佔 CPI 則不算重【圖七】。不過，油價較一年前已跌逾半，故佔 CPI 比重縱低至一成，直接通縮效應亦達半成！



將油價與CPI的按年變幅計相關系數，即見當前者跌後一個月，整體通脹亦跟跌，儘管核心通脹則要滯後半年才見跟隨【圖八】。油價與CPI在計變幅後的相關系數仍達0.5，可不算低（通常兩個水平的相關度高，但兩個變幅的則低）。故見多國通脹下跌、甚或通縮，只要是整體通脹跌而核心不怎跌，那就不奇怪了；如美國的整體通脹1.3%，但核心通脹1.7%，歐元區的數字分別為-0.2%及0.8，反映油價跌多於物價跌的現象。

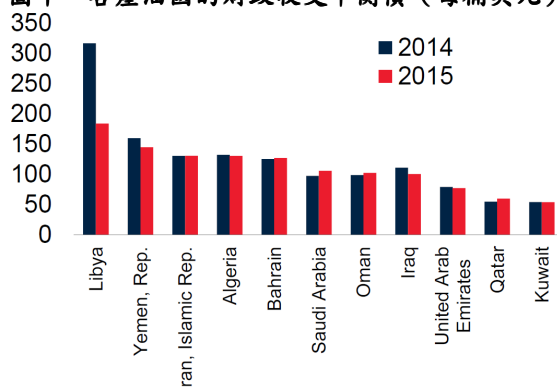


至於油價變化對CPI的具體量化動態影響，則可透過impulse-response模擬出來。這固然要先起模型——包括CPI、PPI、油價、名義有效匯率及工業生產「去勢」部分，以八個滯後項作VAR估算，再計算當油價一次過升一成後，往後的通脹會如何變化。結果發現，油價升對三個月後的通脹影響最大【圖九】。以一成油價帶動0.2%通脹計，假設升跌效應對稱，跌逾半的油價將令通脹跌超過1%，這正是歐美陸續浮現的現象。約一年後，效應減至很小。固然，一旦油價見底大反彈，通脹自然亦會對應地回升。



然而有人懷疑，究竟油價會否這麼容易便大反彈。首先，單從技術派的常識而言，資產價格多服從牛頓第三定律：跌得甘必會彈得勁，儘管幾時彈、彈幾多是另一回事。另從各中東產油國的政府財政所見，若要收支平衡，油價一般要在百元上下【圖十】。跌穿50元，連卡塔爾、科威特等財政較佳的亦難支持。至於商業生產的回本價而言，據上月17日《金融時報》報道，普遍在七、八十美元水平；現價有近九成油企輸錢。

圖十：各產油國的財政收支平衡價（每桶美元）



基於這些，油價難在目前水平維持太長時間，相信不逾一季。一旦油價絕地反彈，通脹乃至市場對歐美貨幣政策的前景亦必改觀，這可能是今年上半年內的事。固之然，長短基本因素均不利油價，反彈也許止於百元以下，並長時間在半百、一百元間上落，直至供、求尤其後者——更尤其是新興市場何時走出谷底——有突破性的變化為止。

因事關係，敝欄下週或停一次，敬請見諒。

參考：World Bank (2015), “Understanding the Plunge in Oil Prices: Sources and Implications,” *Global Economic Prospects*, Ch.4, pp.155 – 168, January.

羅家聰  
環球金融市場部