

## 《信報》專欄〈文人經略〉

### 柔情陳潔儀被叮 油跌德拉吉受刑

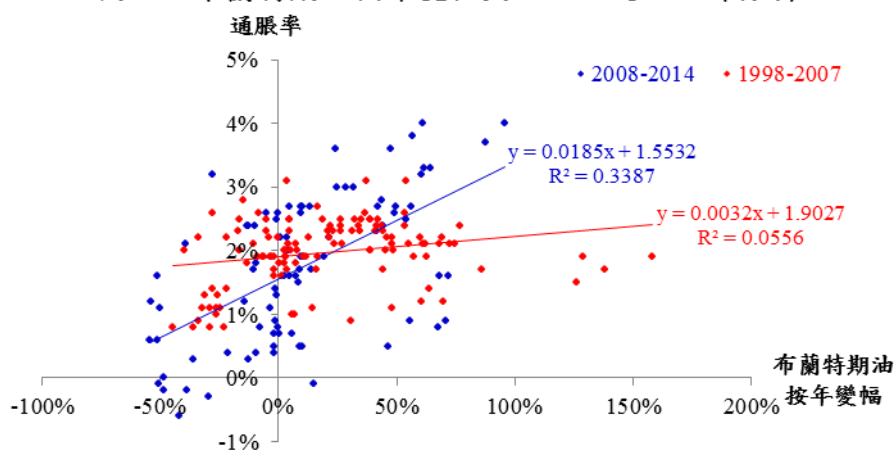
去年9月初，本欄「詛咒」歐洲「錢勢唔修」，皆因俄羅斯停止由歐洲進口食物，對歐元區的食品通脹落閘放狗。事隔不足半年，勢估唔到中東油組國加入戰團，對歐洲的能源通脹落井下石；加上美國聯儲局吶喊助威，普京、德拉吉當時的決戰紫禁之巔頓成目前的歐、俄、美、油組國決戰四方城，更是三家誅一家之局，震撼度直逼阿 Kit 陳潔儀「被走音」，令二十年來迷醉於「有一天真如果有一天，但願我還在您記憶中」歌聲的筆者，突然一陣《心痛》。

同樣感到心痛的，應該是歐洲央行總裁德拉吉。由開波即減息、出口托歐元、火併德國幫到負息推量寬，上任三年多來一直與危機博鬥，甚至不惜搶聯儲局班、奪耶倫權（見去年8月28日本欄）。可惜，雖然負隅頑抗，想不到最終歐債無爆、歐元健在，卻敗在油價大散，成為金融海嘯後首位陷入通縮泥沼的央行總裁。

今年中外不少市場人士忽然大搞「十大驚奇」，當中「德拉吉辭職」一項，例必上榜；執筆時，德拉吉更突然表明將繼續謹守崗位。筆者向來對忍辱負重、受靠千夫所指的央行救火隊長深表同情，尤其是甫上台即執特里謝胡亂加息手尾的德拉吉。今年看見市場如斯預測、德拉吉如斯表態，又是一陣心痛。

歐元區通縮前景確實堪憂。1998年至今布蘭特期油按年變幅與歐元區通脹的迴歸分析顯示，兩者關係在2008年金融海嘯前十年與後十年出現重大變化（圖一）。1998年至2007年，油價變化之於歐元區通脹僅屬「關人隱士」，但在2008年後卻「升呢」為「奪命書生」；去年11月一招「書生奪命劍」，登時令歐元區通脹見血封喉。

圖一：布蘭特期油按年變幅與歐元區通脹迴歸分析

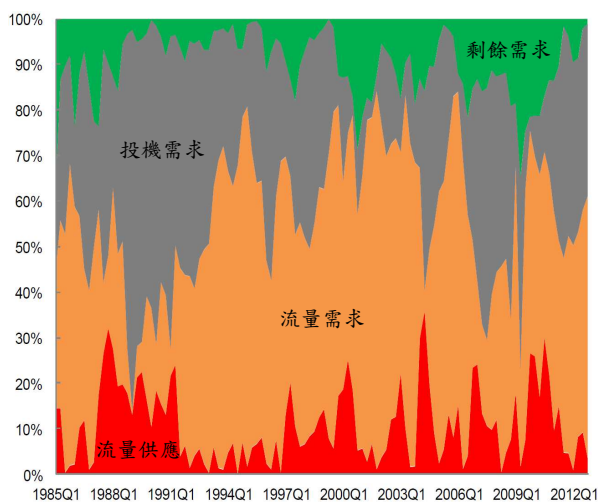


執筆時，布蘭特期油已跌穿由1998年延伸至今的長期大型下降軌（圖二紅圈，支持約為49美元），這代表什麼？IMF認定是基本需求面出了大事。一份上月新鮮出爐的研究（註）對1985年至2012年的油價數據進行分析，發現油價對市場投機行為的反應介乎10%至35%，對流量供應的反應為20%，而對實體流量需求的反應則高達40%至45%（圖三）。換言之，油價大散，基本需求因素可解近半。

圖二：1998年至今布蘭特期油走勢



圖三：實質油價推動因素

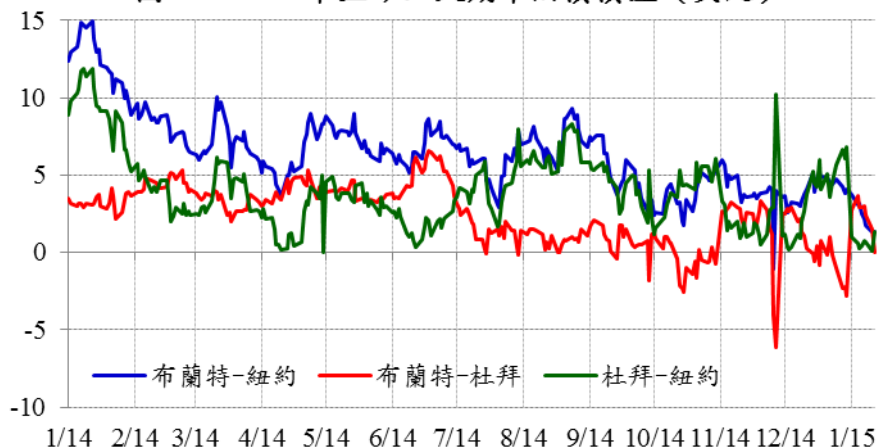


是哪裡的需求面出事？上年油價急跌，顯然由布蘭特期油帶動；其見大頂於歐央行6月首次減息及實施負利率後兩星期，破紅底於歐央行9月宣佈買債後一星期，對紐約期油價差更由當時的8美元附近跌至目前的近1美元，時間上與歐央行救經濟的動作出奇地吻合。換言之，期油市場在去年第三季已對歐洲經濟弱勢見獵心喜，因而對歐央行的動作「睇住嚟食」；俄、美、油組國其後三家誅一家，不過是順勢而「圍」、擇弱而噬。歐元國不爭氣，被誅怪不得人，可憐德拉吉在歐央行扭盡六壬，仍成箭靶。

布蘭特期油「行先死先」，固然反映歐洲命途多舛，新興又是否命當該絕呢？未必。根據地域劃分，布蘭特期油是全球六成原油交易的價格基準，主要覆蓋歐非中東及個別亞太國家如澳洲、越南、印尼和馬來西亞；整體亞太市場包括中、印、俄三大金磚國等，均以杜拜油價作為基準；因此，要看這些金磚大國的原油需求，可看杜拜油價表現。

圖四為去年初至今布蘭特期油、紐約期油及杜拜期油的相互價差，在一定程度上，三者可分別反映歐非中東、美洲整體及亞洲新興市場的相對需求。不難發現，「布蘭特—紐約」及「布蘭特—杜拜」價差同步收窄，意味歐非中東的需求不論相對美洲整體或亞洲新興，均處於弱勢；「杜拜—紐約」價差多屬正數，即品質較低的杜拜期油相對品質較高的紐約期油出現溢價，意味亞洲新興市場的需求即使不強於美洲整體，也不遑多讓。內地剛公佈去年進出口數據，主要大宗商品進口量保持增長，其中原油進口達3.1億噸，增長9.5%，進口價則下跌6.1%，顯示在國際油價大散的同時，內地卻愈跌愈買！

圖四：2014年至今三大期準油價價差（美元）



近半年油價回到海嘯時，市場言人人殊，個個靠估；有說沙特搞美國頁岩氣，有說美國搞伊朗、俄羅斯，有說油組國搶市場鬼打鬼，有說新興國爆煲，甚至有說美元強所以油價跌（但又不見金價跌）；此等解釋，驟眼看條條大路通羅馬，實際等於無路可捉。

筆者經常提醒自己，走路可發白日夢，研究切忌假大空。只要簡單查查領跌的布蘭特期油油田在哪、輸往何方，看看還有什麼大路數據與油價同撈同煲（歐元匯率？歐洲通脹？），如此看市即使不中亦不遠矣。既然世界是平的，敢問路在何方？路在腳下！

人會《心痛》，皆因《心動》，希望阿Kit也好、德拉吉也好，「如果不能夠永遠走在一起，也至少給我們懷念的勇氣、擁抱的權利」，不要讓我們《心如刀割》。

註：Beidas-Strom, S and A Pescatori (2014), "Oil price volatility and the role of speculation", IMF working paper 14/218.

何文俊  
環球金融市場部