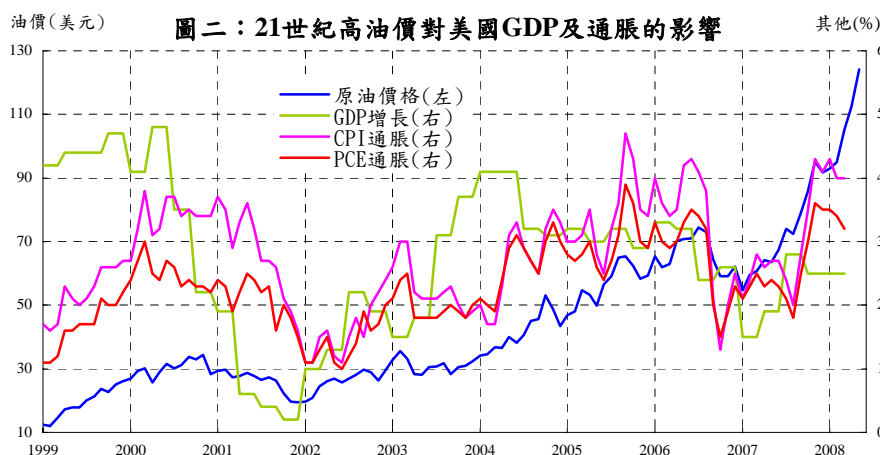
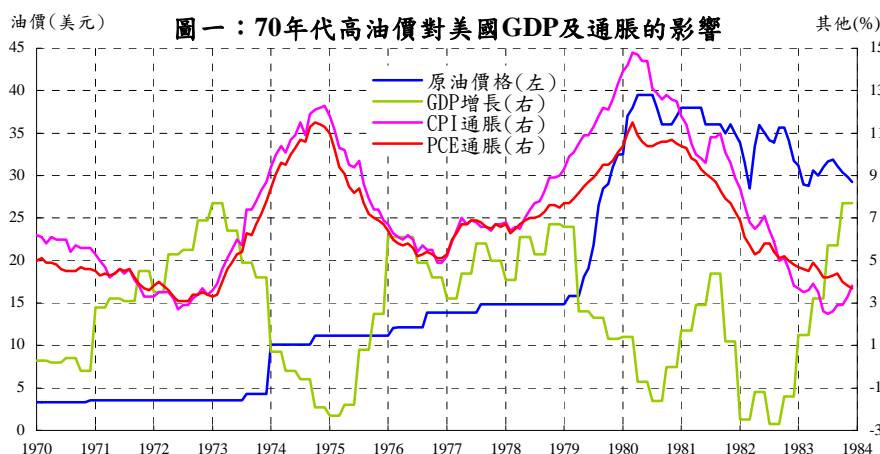


## 《信報》專欄

### 油價高企損經濟 核心通脹反受制

油價屢創新高，全球高唱通脹，恍如 70 年代。重溫歷史，西得克薩斯州中質原油（West Texas Intermediate, WTI）現價由 1973 年的每桶 \$3.56 飆上 \$10，輾轉升至 \$15，史稱第一次石油危機；1979 年再衝上近 \$40，為第二次石油危機。兩次危機之下，油價分別飆升三倍及倍半，兩次合計則共升超過十倍。通脹（以整體計）亦不客氣，第一次危機下由 3% 急升三倍至 12%，GDP 增長亦從 8% 的高峯急陷衰退；至於第二次危機，爆發前通脹已由 5% 的低谷翻逾一番，之後更兩度陷入衰退，頭尾衰足三年【圖一】。



今次危機下，紐約下月付運期油價格由 1999 年初的 \$12 反覆升至 \$120 之上，跟上兩次石油危機的合共升幅不遑多讓，同近十倍，但影響又是否一樣？假使歷史重演，過去十年間 1 到 3% 的通脹應升兩、三倍至 2 到 9% 不等，經濟亦應已陷入幾次衰退。不過事實上，過去十年來的整體通脹走一直走不出 1 到 4、5%（視乎以 PCE 還是 CPI 計），而 GDP 增長亦無明顯向下【圖二】。按過往經驗，就算效應滯後亦不似會長達十年。

史上第三次石油危機屬大題目，不會一次寫完，今次暫且不深究原因何在，而先看前後相隔30年的石油危機在客觀影響上有何分別。鑒於油價、經濟、GDP及其他經濟環節互相影響、錯綜複雜，上述的觀圖雖然易明，但無法量化影響。聖路易斯聯儲銀行三星期前發表了一篇油價對美國經濟影響的工作報告，信是當今最新的了（見參考）。該文旨不在解釋今次危機與上兩次如何不同，而是基於時間序列大師 James D. Hamilton 的純統計模型估算油價對各經濟環節的影響，當中用上芝加哥全國活動指數【表一】。

**表一：油價每升1%的四個季度累積效應**

	1970 – 2007	1970 – 1982	1983 – 1994	1995 – 2007
實質 GDP	-0.0917%	-0.0603%	-0.0047%	-0.1327%
個人消費開支(PCE)	-0.0668%	-0.0287%	-0.1869%	-0.1074%
固定投資	-0.1375%	-0.1673%	0.0301%	-0.2649%
當中：商業投資	-0.0186%	-0.0080%	0.1368%*	-0.1686%
當中：住宅投資	-0.2304%	-0.3473%	-0.1667%	-0.1540%
出口	0.2732%	0.3967%*	0.3828%**	0.0412%
進口	-0.2704%	-0.3738%	統計不顯著	-0.4657%
CPI	0.0386%	0.0405%	0.0227%	0.1830%
核心 CPI	0.0887%	0.1166%	0.0231%	0.0019%
PCE 物價指數	0.0334%	0.0555%	-0.0383%	0.0721%
核心 PCE 物價指數	0.0653%	0.0934%	-0.0169%	0.0150%

註：「\*\*」代表 90% 可信，「\*」代表 95% 可信，其餘為 99% 可信

Hamilton 於學界德高望重，其模型毋須質疑。比較各項，可見油價對 GDP、消費、商業投資及進口的打擊，以及對整體通脹的壓力，今次是重於 70 年代的。但對於住宅投資、出口及核心通脹的影響，今次卻是輕於上兩次的。在美國，淨出口佔 GDP 不多，反而消費及投資佔絕大比重，故今次油價高企對美國的打擊是傷過上兩次的。儘管今次對整體通脹的影響亦大於上兩次，但對核心通脹的影響明顯小很多倍。聯儲局的米什金 2 月底時已清楚解釋為何要以核心通脹作為議息依據，可見通脹並不是減息的絆腳石。

**表二：模型預測高油價對美國的影響（全部按年計）**

括號內為最新數字	年份	SPF 調查	\$100 油價	\$150 油價
實質 GDP	2008	1.9%	2.0%	1.4%
(2008Q1: 2.5%)	2009	--	3.6%	2.2%
實質個人消費開支	2008	1.9%	1.9%	1.3%
(2008Q1: 2.0%)	2009	--	3.3%	2.1%
商業固定投資	2008	2.1%	3.3%	2.4%
(2008Q1: 5.8%)	2009	--	5.2%	0.6%
PCE 物價指數	2008	2.5%	2.7%	2.8%
(3/2008: 3.2%)	2009	--	2.6%	2.3%
核心 PCE 物價指數	2008	2.1%	2.1%	2.0%
(3/2008: 2.1%)	2009	--	2.1%	2.0%

有了模型，亦可估算當油價高到什麼地步會對經濟有何影響；研究員模擬了\$100及\$150油價的景況【表二】。當前油價已高於\$100，一旦衝上\$150跌不下來，今年的GDP按年增長可望跌至1.4%——首季的按年增長雖有2.5%，但按季年率卻僅0.6%，逼近收縮；若按年增長減半，世人關注的按季年率將會如何，不難想像。實質開支增長會減至1.3%，今年的商業投資增長會急降至2.4%、明年更低至0.6%。不過通脹方面，無論整體還是核心皆會回落，核心通脹水平更會低於反映通脹預期的SPF調查結果。

油價狂升，通脹怎落？道理簡單。雖說石油需求彈性甚低，但忍耐還是有限度的：人們可以忍受由\$50升至\$100的油價，但當\$100再升\$50時，生產陷入虧損，結果自是停產。只要到達某臨界點，使得開源無可開、節流無可節，並觸發大規模虧損及停產時，石油需求減少、經濟陷入癱瘓，屆時油價又憑什麼屢創新高、通脹又憑什麼再升上去？

幾十年來，幾乎所有戰爭皆與石油有關。人畢竟還是動物，解決不了就自會出兵。真正值得擔心的不是通脹，而是打仗。

參考：Kliesen, Kevin L. (2008), "Oil and the U.S. Macroeconomy: An Update and a Simple Forecasting Exercise," Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2008-009A, April.

羅家聰

資金部

[lawkachung@gmail.com](mailto:lawkachung@gmail.com)

專題報告：<http://www.bankcomm.com.hk/tw/financialinfo/info01.html>

每週分析：<http://www.bankcomm.com.hk/tw/financialinfo/info0402.html>

每日分析：<http://www.bankcomm.com.hk/tw/financialinfo/info0401.html>

(逢星期四為《東方日報》、《太陽報》及《蘋果日報》專欄)