

油價已跌至可看漲的時候



國際視野 潘迪藍

Gavekal Dragonomics
資深經濟師

石油價格崩潰始於2014年秋季，現時或已經跌至谷底，至少暫時是如此。自從石油市場由沙特阿拉伯寡頭壟斷，過渡至正常和有競爭的定價機制後，油價就一瀉如注，我們很應該定期檢討一下這個假設。油價經過近兩個星期的大跌之後，現在已轉向中性，甚至是應看漲。

至少有兩個因素，對油價是正面的。但是，這兩個正面因素，有部分受到兩個負面因素抗衡。後兩個負面因素令人相信，石油市場將會出現新一輪熊市，油價將會明顯跌破上周末試的每桶30美元關口。

對油價正面的第一個原因是油價已經由2014年夏季高峰期的每桶110美元，大幅下跌至每桶30美元，跌幅高達73%。這已經反映了很多基本因素惡化。

其實，早在2015年秋季，我們就已經提出，沙特阿拉伯壟斷油價的機制崩潰之後，油價在之後很多年將會介乎每桶25美元至50美元之間（見圖1）。

這些數字部分是基於歷史經驗，部分是行業內的共



歷史顯示，油價下跌通常預示着經濟活動復蘇，而不是衰退。自1970年以來，每次全球經濟衰退，都在油價急劇上升後出現，而不是油價下跌後。（資料圖片）

圖1：油價在不同時期走勢

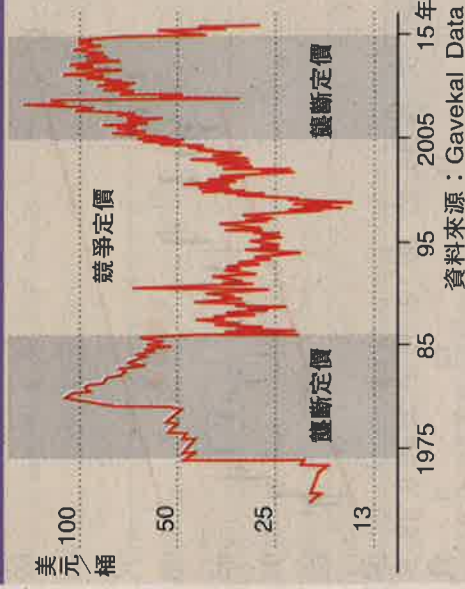
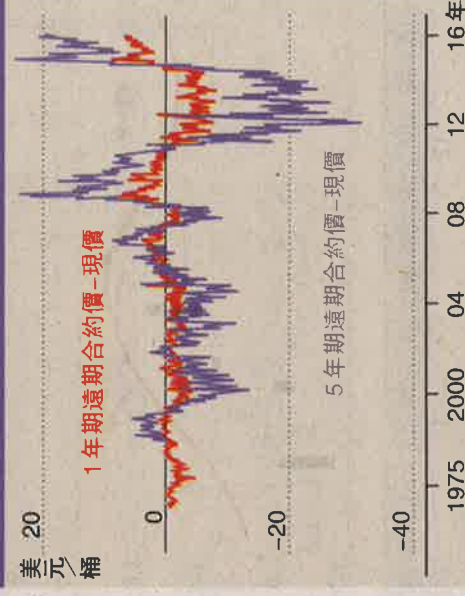


圖2：遠期合約反映市場看好油價



識估計。後者是基於生產成本最高的生產商，例如頁岩油生產商、油砂生產商，以及生產成本較低的生產商，例如哈薩克斯坦和俄羅斯，分別作上限和下限，來粗略估計它們的供貨價。

潛在回升空間 較下跌空間大

以每桶30美元這個價格來說，油價的長期調整有可能還未完全結束，但暫時來說，這個調整已經非常合理。因為以每桶25美元至50美元這個範圍來說，油價潛在的回升空間，其實已經比進一步下跌的空間大得多。

若看空情緒變得好像上星期那麼極端，油價回升的機會可能會更大。有一些分析員現在為了嘩眾取寵，預測油價將會下跌至每桶25美元，甚至20美元或以下。但他們之中，有些人之前曾經預測，油價將會反彈至每桶68美元，甚至100美元。

第二個以及最重要的對油價正面的原因，是人們對低石油和宏觀經濟的關係的普遍誤解。油價下跌，現在已差不多被普遍視為經濟增長疲弱的領先指標——因為經濟增長疲弱，所以能源需求更疲弱。

持續低油價 有利經濟復蘇

然而，歷史表明，油價下跌通常預示着經濟活動復蘇，而不是衰退。自1970年以來，每次全球經濟衰退，都在油價急劇上升後出現，而不是油價下跌後。

經濟分析亦支持同樣的結論。因為每桶原油的價格下跌60美元即是意味着，每年有2萬億美元的收入可以由生產者重新分配到消費者，同時亦保證了央行會非常友善。

換一種說法，油價今年大幅下跌，無疑會引起混亂；但低油價一旦穩定下來，就會對經濟增長有利。

當然，油價崩潰會引致金融動盪。但是，一些過度槓桿化的石油生產商破產，對於規模較大的石油公司來說，實際上卻可能是一個福音。因為它們可以收購這些破產的競爭對手，而不用花巨資去勘探新油田。簡而言之，現時投資者幾乎一致假設了一個惡性循環——油價崩潰會引致全球經濟放緩，後者又會引致

能源需求更加疲弱，於是油價又再進一步下跌。

但歷史和經濟分析都表明，低油價會對經濟活動產生支持作用，從而令能源需求溫和上升，於是形成一個自我穩定的機制。

即是說，如果讀者同意我們對低油價的好處之論點，那麼現在的壞消息，其實就是好消息。但要留意，即使油價很快穩定下來，或者好像以上所說般反彈，仍有兩大理由相信，這只是暫時的回升，而不是長期熊市的結束。

產油國加快供應 油價長線勢看淡

對油價維持結構性看淡的主要原因，是長期基本因素對石化燃料仍然不利。一方面，環境限制和電力技術現在長期制約了石化燃料需求的增長。另一方面，若中東產油國、俄羅斯和委內瑞拉等國家的政府認為，它們大部分的石油財富最終會成為滯留在地底下的資產（好像大部分的煤儲量那樣），它們的石油供應將會繼續迅速增長。

投機性的倉盤和市場情緒顯示的較長期指標，亦維持對油價不利。短期的油價預測，由止跌回升到極度看淡都有；但分析員和投資者仍然幾乎一致地認為，油價將會在一至兩年內上升至遠高於每桶50美元。

長倉數量遠超投機淡倉

這種看漲情緒，可以從幾乎史無前例的差價看到。一年期的遠期交易石油期貨的價格，要比現貨價格高出7美元（約22%）；5年期的遠期交易石油期貨的溢價更高達20美元（約64%，見圖2）。

投資者的倉盤亦是過於樂觀。非商業的長倉仍然遠遠超過投機性的淡倉。這大概是因為，很多長期投資的機構仍然投資在商品之上，作為投資多元化的手段之一；一些看漲商品的零售ETF投資者仍然未有認輸。

在熊市真正結束之前，這些機構和零售ETF投資者全面認輸，是有可能的，但市場很少以直線移動。因此，看漲油價者現在或許可以預期，有一個暫時喘息的機會。