

# 油價50 美元恐怕是上限



國際視野 潘迪  
Gavekal Dragonomics  
資深經濟師

一位我很佩服的高人說，一隻被大肆吹捧的股票，若在眾多好消息出現時也不能上升，它通常就會下跌。目前這種「疲憊的牛市」最佳例子，並不是縱有許多壞消息也升個不停、去年2月至今不斷破頂的美股，反而是有不少好消息支持的油價。

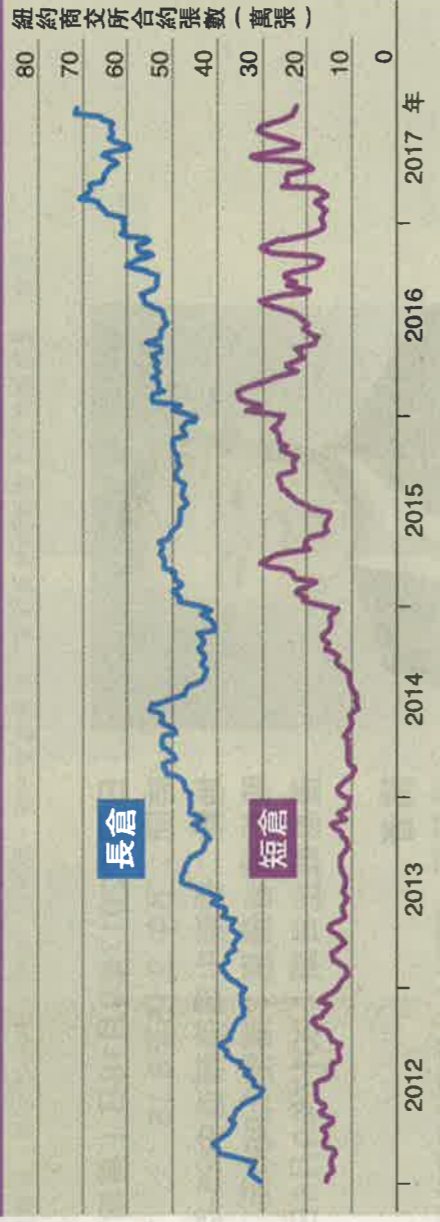
自今年初以來，有關石油的消息一直都是樂觀看漲的。例如，石油輸出國組織（OPEC）成員國前所未有的地真的根據減產協議削減石油產量，而且同意延續至2018年；委內瑞拉今年7月份的石油產量下降至每日193萬桶，與2015年的每日237.5萬桶相比，下跌了差不多20%，估計未來還可能會繼續下跌；另一主要石油生產國伊朗，則有可能因為美國重新對它實施制裁，而影響未來的石油出口量；此外，美國的原油庫存亦出現了近一年來的最大跌幅，甚至經常被市場視為「明燈」的英國時事雜誌《經濟學人（The Economist）》，8月份一期的封面以「內燃機之死」為主題（編按：即《經濟學人》看淡油價）。

## 長遠石油將供過於求

然而，油價的走勢卻有別於主流觀點。油價自2月下旬達到每桶55美元的今年最高位之後，就一直都無法重回55美元。究竟為何會出現這個矛盾呢？在能源市場上，短炒的金融業玩家仍然是一面倒看漲油價。在紐約商業交易所，近期石油投機淨長倉之多，是一直處於2014年的瘋狂水平之上，今年曾一度回落，但現在幾乎已恢復到今年2月的創紀錄高位（見圖）。事實上，在2月底時，我們已經提醒投資者要注意，市場對石油出現了一種難以遏抑，但相當誤導的看漲情緒。

長遠來說，看漲石油的人一定會感到失望，因為全世界的石油已有供過於求的問題，現時有些能源已經不一定需要石油，例如發電廠可以改用天然氣，甚至最終改用太陽能發電。如果世界上大部分石油都成為一種「滯留資產」（因為經濟增長、轉型和創新的「創造性破壞」而出現意外或過早貶值的資產），好像世界上絕大部分的煤礦那樣，那麼這些石油資產的擁有者將會產生強烈的動機，要盡快和盡量多地賣出他們手上的石油來套現。

紐約期油長倉數量攀升



委內瑞拉今年7月的石油產量下降至每日193萬桶，較2015年下跌近20%，未來還可能會繼續下跌。圖左起為委內瑞拉石油部長 Nelson Martinez 及委內瑞拉國家石油公司總裁 Eulogio del Pino。  
(資料圖片)

這反過來又意味着，長遠來說，佔現時全世界石油生產量40%，以及全世界已探明石油蘊藏量81%的石油輸出國組織，將不太可能希望限制其成員國出售更多的石油（可以參考美國能源信息署EIA的兩份報告）。尤其是美國的頁岩油生產商的開採成本愈來愈低，已經打破了石油輸出國組織的壟斷地位。

其實，石油輸出國組織在全球能源市場中的佔有率不算太高，它以往的壟斷地位也不是靠這一點，反而是靠其成員國控制着差不多所有開採成本低的油田，來鞏固其地位。

## 市場結構轉變 由需求方主導

由於頁岩油已成為原油的另一供應來源，而各種新能源技術又減低了市場對原油的需求；這些結構轉變意味以往基於石油的最大產量來制訂的投資策略，應該改變成基於石油的最大需求來制訂。早在2008年油價創下每桶145美元的歷史新高位之前，我們就已經率先提

出這個概念。從石油的最大產量，改變成石油的最大需求，這格局轉變對財務的影響，正如我們其中一名精明客戶所形容：「全世界最後一桶石油的價格，將會由無限大變成零。」

## 看漲期望落空 可留意能源股

因此，儘管有很多分析員所考慮的，3個月的「正價差」（Contango）（指期貨合約比近期合約要貴）或「逆價差」（Backwardation）（指期貨合約比近期合約便宜），究竟是反映油價應該看跌還是看漲？我們建議要觀察油價曲線的長期緩慢下跌走勢。這意味每桶50美元有可能是石油價格的長期甚至永久上限，而不是好像很多金融機構所相信的是油價下限。

這也意味當油價從市場上的看漲期望產生的「希望之坡」下滑時，在能源股方面，可能會出現一些令人意外的投資機會。關於這一點，筆者將在下一期文章用另一個角度探討。