

油價飆升非因供應見頂



國際視野

Louis-Vincent Gave
Gavekal 亞洲區研究部主管

電郵：louis@gavekal.com

油價升破每桶 126 美元的新高後，投資者面對的問題是「黑金」價格還會升多高？高油價對經濟又有何影響呢？我就先答較易的部分。對經濟的影響肯定是負面，高油價猶如提高稅收，由私人（即你和我）處拿走資金，重新分配到一些國家手裏（委內瑞拉、伊朗、沙特阿拉伯、俄羅斯等），由國營公司使用這筆資金肯定及不上私人投資回報好。

所以，最近油價大漲肯定是壞消息。至於還會升多高呢，我們先要了解什麼推動油價飆升。就我所見，油價升上 126 美元有四個可能的解釋。

油價上升令競爭能源變可行

解釋 1：世界供應是否有局限？油價天天見新高，我們聽了很多石油供應見頂了，油產量將會減少，油價很快會升上 200 美元（高盛最新的預測）甚或是 300 美元的說法。本人則很難相信這樣的說法，就算供應沒有問題的鉛或鐵礦石或是小麥等商品價格均見大幅上揚，因此，答案應是在其他地方。

由於需求一定會跟供應接軌，問題是在什麼價格水平，是 300 美元還是 85 美元一桶呢？我不認為油價可升上 300 美元，因為油價處於 100 美元水平時，很多其他能源已變得具競爭力，到了 120 美元，就算是油頁岩（oil shale）提煉石油也變得具競爭力。而業內人士指出，在 5 年內，從油頁岩提煉石油的邊際生產成本會由 120 美元降至 80 美元以下。更重要的，若油價升至 150 美元則天然氣會變得具競爭力，天然氣的蘊藏足用數百年，美國的天然氣產量每年便以 4.5% 增長。

新興市場需求推動油價

解釋 2：那麼，需求是否太強勁呢？美國過去兩年的進口量其實每年均下跌，並很可能會繼續下跌（美國運輸部門最近便公布美國人今年駕駛的里數會是 1982 年以來最少）。而相信環球需求強勁的人便要從新興市場的快速增長找尋答案了，這些市場的新需求抵消了西方社會需求下降有餘，這樣確不易用量化模型證實，不過，隨着印度、中國及俄羅斯等國的中產階級興起，這說法也合理。無可置疑，全球人口最稠密的地方在消費上形式的轉變，確是推動



油價不斷上升，主要原因並非石油供應見頂，而是美國以外的新興市場，對石油的需求不斷增加，推高了油價。
（資料圖片）
商品價格上漲的重要推力。

投資衝動為另一推升力量

解釋 3：囤積的趨勢不斷增長。今天，只要隨便看看，都會得出大家都在囤積商品的印象。首先，美國政府每天都向市場購入 7 萬桶原油作為石油戰略儲備（中國可能也是如此），其次，這可能是更重要的，各類的投資者覺得需要投資於一些商品，由商品交易所基金到退休基金莫不如此，每個人都投入囤積商品，但非為了今天之用，而只是為了「擁有」。換言之，就如 70 年代的大型商品通脹期，現今這一浪急升的主要因素還是你追我趕的恐慌買盤，不單是炒手及投資者如此，一些最終的消費者也是如此。大家還記得 70 年代歐美推出石油配給措施，原因不是石油出口國組織短暫的石油禁運，而是駕駛者爭相把油缸填滿。

最重要的囤積發展尚未出現，我相信這股發展會來自投資者。4 年前，投入商品的被動投資約為 800 億美元，最近按柏克萊資本的估計，這方面的投資已達 2000 億美元，明年還會再多 1200 億美元，這些資金並非只是來自投機者，還有資產分配者（asset allocators）。最近柏克萊對 180 家機構（包括大學慈善基金、退休金，但未包括主權基金）進行的調查顯示，有 34% 的機構預期未來商品的投資會佔整體投資組合超過 10%。

通常這種一窩蜂的投資趨勢會由價值投資者及生產商所推翻，可是，在現今的情況下，逆勢的投機較過往困難得多，因為投資期愈來愈短，流動資金不足，有哪家油公司願透過期貨市場提前出售其未來的產量呢？就算油公司肯定一年內的產量，若油價再升 30 美元，則被迫加的期貨按

金可能摧毀公司的資產負債表，在這波動的油市，大部分油公司變成被動的價格接受者，太過波動的市況令它們不敢採取任何對沖策略。

美元弱勢加速油價上揚

解釋 4：最後，油價之升，可能源於眼上述截然不同的因素，例如美元暴瀉，令投資者轉為投資硬資產。不過，有趣的是美元愈來愈孤單地上升，金價及歐元再未能奉陪。若油價升是因美元弱，則這意味着美元再不下瀉時，油價會急速轉勢。

當然，有人會辯稱直至聯儲局顯著加息前，美元是不會回升。抱持這種想法，難怪投機商品看來是較前少風險，在資金成本近乎零下，人們可以囤積商品，建立龐大庫存，就因為持有的利息成本低，但當資本成本上升，庫存就較難融資，而要減倉。各類商品近幾個月同步上落，為何豬腩肉跟原油相關？鐵礦石跟黃金相關呢？這現象就關乎了投資流向和庫存的建倉。

哈佛大學的 Jeff Frankel 教授最近就指出真實利率引導資金流向商品，因為期貨市場的庫存成本下降了，他的研究顯示美國實際利率跟商品指數有很強的負相關關係，所以，就在世界經濟放緩時，商品價格爆升，這不關什麼需求推動價格的理論了。

當然，商品價的強勁升勢有多個原因，我認為商品價格強勁主要是上述第 2、3 和 4 個解釋，不過，看好商品特別是原油的人多信是第一個原因，若果他們是對的，則我們將開始了馬爾薩斯經濟了。若果他們是錯的，則商品牛市會較他們預期中脆弱。不過，油價急漲始終是壞消息。