

美料展開加息 油價有難



國際視野

Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部

上星期，我說過，油價持續上升，主要是受資金流向影響，而非受真正的需求影響，這樣的升勢是愈來愈脆弱的。我還特別指出，這樣的升勢可能會刺激各國推出管制措施，以防止油價因為投機活動而狂飆。作為一個極端的自由市場經濟信徒，對於政府可能干預市場，我是有點不安。

但即使沒有政府採取激進措施對抗投機活動的問題，現在的商品和石油牛市亦可能會自行收縮，因為它已顯示出很多泡沫的症狀。現時商品市場的動力，正和1980年代的日本泡沫經濟、1990年代的環球科技股，或者近年美國的樓市和按揭泡沫相差無幾。

經濟巨變每每催生泡沫

一個典型的牛市和泡沫爆破循環，通常開始時都是真的有一些革命性的經濟活動的，例如互聯網的出現、撤銷信貸管制，或者中國崛起並成為商品消費大國等。更遠一點的，甚至有荷蘭在17世紀崛起成為歐洲的經濟強國，因而引發「鬱金香泡沫」(Tulipmania)；以及英國在18世紀初戰勝西班牙，而控制了環球的海上交通線，因而出現了1720年「南海泡沫」(South Sea Bubble)爆破。

之所以出現這麼大的思維轉變，最初是有一股內生的動力推動價格，但隨後，人們對於價格究竟要升至哪個程度，卻毫無概念。

舉例說，假設中國對石油愈來愈大的需求，已造成一個長期的供求不平衡，那麼油價究竟要多少元一桶才合理？50美元、100美元，還是1000美元？我對此也沒有概念，絕大部分投資者同樣沒有。我們只知道，油價幾乎每日都上升。這就造成了一個自我持續、投資者以此詮釋世界的偏見。

經濟放緩物價漲 反常理

在這些以投機活動驅動的市場中，價格可以變得與供求平衡幾乎沒有關係。從科網泡沫和美國的樓市泡沫便可看到。現時告訴你商品價格是由基本經濟因素帶動的那些人



在這些以投機活動驅動的市場中，價格可以變得與供求平衡幾乎沒有關係，現時商品市場的動力，正和1980年代的日本泡沫經濟、1990年代的環球科技股，或者近年美國的樓市和按揭泡沫相差無幾。(資料圖片)

，根本就是說樓價上升是因為土地不足、科網股抵買是因為互聯網的用戶正在爆炸性地增長的同一批人。

根據經濟學的理論，當經濟活動加速，商品價格就會上升。相反，如果全球經濟增長放緩，商品價格就會回軟，反映出需求下降。

可是，今年以來，我們多次看到全球各地的經濟增長預測一再調低，有些分析員更擔心會出現1930年代以來最嚴重的經濟衰退。但同一時間，商品價格，特別是油價，卻繼續屢創新高。這就是商品價格飆升其中一個違反常理的地方。事實上，油價今年已經上升了超過50%，而一般原料和糧食的升幅也相若。

這就造成了油價在前周四(5月22日)先升後挫——紐約期油曾一度升至每桶133.12美元，但之後卻下跌接近4%，以每桶126.62美元收市(在10年前，每桶石油才11美元多一點，期油更只是8美元左右)。是什麼引發石油被拋售？是美國首季經濟增長向上修訂，以及美元轉強……

我個人認為，若美元轉強後，債券、商品和歐元下跌的話，那市場就有跡象恢復正常，泡沫就有機會慢慢消失。油價因為美國的經濟增長比預期為佳而回落，是有點諷刺，但卻不是完全違反常理。油市要面對資金成本上漲，亦

即買期油的持倉成本上升，事實上，市場現時估計，很多國家都會加快加息步伐。而美國當然也是其中之一，聯儲基金利率期貨已反映了聯儲局會自2006年中以來首次調高息率。

另一個令油價出現下跌趨勢的原因，是亞洲國家重新思考補貼燃料價格的問題。在亞洲，經濟的快速發展，令其對商品有愈來愈大的需求。繼台灣、印尼、斯里蘭卡和孟加拉之後，印度最近亦計劃提高燃料價格。

亞洲削補貼 落井下石

當然，中國仍然繼續補貼燃料價格。因為受四川大地震影響，數百萬災民無家可歸，需要進行龐大的重建工程，中國政府顯然擔心，若這時提高燃料價格，會令災民過得更苦。但這個堅持也不可能永久。畢竟，燃料短缺及走私問題對重建工作也沒有好處。

不管中國的政策怎樣，近期商品出現拋售，是令人鼓舞的。我知道一日不可以造成一個趨勢，但若持續下去，對環球股市，特別是亞洲股市來說，卻是非常樂觀、可以看涨的好消息。需知道，亞洲就是因為商品牛市而受挫最深的地區。