



油價下跌導致的財富轉移及其影響

高級經濟研究員 戴道華

國際油價在 2014 年 6 個月之內下跌逾半，導致依賴石油和天然氣出口的俄羅斯爆發盧布危機，但市場參與者對其持有戒心之餘，仍判斷危機的傳染性不大。國際貨幣基金組織（IMF）和世界銀行（World Bank）均發表報告指油價此次下跌對全球經濟整體具有正面的刺激作用，可見油價下跌造成的全球財富轉移（例如從石油開採和生產者向消費者和其他使用者轉移，從石油出口國向石油進口國轉移等）對全球經濟的總效應是正面的。此外，在截止 2014 年年中的過去 48 個月，國際油價平均在 105 美元一桶水平，石油美元的快速積累令主權財富基金成為全球舉足輕重的投資力量，這一局面也將隨著油價的下跌而改寫。

供應驅動為主的跌幅

油價劇烈波動對經濟的影響是好是壞主要取決於它是來自需求的衝擊還是供應的衝擊。這一次，應該說供需兩方面的衝擊都有，但以供應的影響為主，此外相信還有來自預期改變，以及美元轉強等因素影響。

需求方面，近年來油價與全球經濟的走勢較為吻合。紐約即月期油 147 美元一桶的紀錄高位創於 2008 年 7 月份即雷曼破產引發金融海嘯之前，後至 2008 年 12 月中，因為全球經濟和金融危機曾暴跌至 32 美元水平，在半年之內的跌幅逾七成，其慘烈程度超過這一次。然而，當時沒有人會去討論油價暴跌的好處，因為它是全球需求在重大危機之下急劇萎縮的結果。其後，油價在全球主要央行同步刺激之下開始復甦，至 2011 年 5 月時反彈至 115 美元水平，反彈幅度 3.6 倍，不可謂不厲害，之後便在 80 至 110 美元的區間上下波動達 3 年之久。在 2014 年 6 月起自 108 美元水平拾級而下，迄今跌幅近六成，接近金融海嘯期間的劇烈程度。

根據 IMF 的統計，全球經濟繼 2009 年錄得零增長以後，2010 年復甦首年的增幅達到 5.4%，可媲美危機前 2006 年和 2007 年 5.6% 和 5.7% 的增長率，然而，之後增長卻無以為繼，2011 年至 2014 年的增長率分別為 4.1%、3.4%、3.3% 和 3.3%，呈放緩之勢，其中以中國為代表的新興市場經濟增長步伐更是從 7.5% 放緩至 4.4%，它們當中許多是石油進口國，中國更是全球最大的石油淨進口國，可見需求的放緩確是油價下跌的一大影響因素，國際能源組織（IEA）將之量化為全球每天的需求在 2015 年將減少 80 萬桶。然而，一來新興市場乃至全球經濟的放緩並沒有金融海嘯期間般嚴重，二來油價在過去半年時間內跌去一半，也非全球經濟增長與需求出現了重大惡化，同時中國等具實力的進口國還可以增加進口以加快建設其石油儲備，那麼供應相信是較需求更為主要的影響因素。

2014 年以來，地緣政治其實有不少熱點，如敘利亞、伊拉克及烏克蘭等，但它們最終都沒有對供應形成破壞，敘利亞、伊拉克和俄羅斯的石油產量正常。在此基礎上，美國頁岩油和頁岩氣革命既增加了供應，也減少了美國對外部的石油需求，同時影響了對油價的預期，三重影響成為一大變量。根據美國能源信息管理局（EIA）的統計，始於 2008 年的能源革命令美國本土的原油生產到了 2014 年每日增加 340 萬桶或 68%；美國的原油進口則每日減少 240 萬桶或 24%，進口佔美國原油需求的比例從 67% 降至 47%；淨進口佔美國石油消費的比例降至 26%；2015 年美國的原油生產預計可達日產 942 萬桶（其紀錄是 1970 年的 960 萬桶）。

美國能源革命也非瞬間發生，本來也難以解釋油價在 2014 年下半年的暴跌，但其導致的供求重大變化並沒有造成 OPEC 減產，尤其是 OPEC 在 11 月底會議沒有達成減產協議，油價逐從 75 美元水平一泄千丈，因為 OPEC 的不減產決定令市場參與者認定供應過剩的情況不會改善而會繼續惡化下去，這一供應不變導致的預期改變與美元強勢等疊加，相信就可以解釋油價的暴跌。

對美國經濟的影響

美國的盟友沙特是 OPEC 最大的供應調節者，它拒絕減產的決定讓市場將之解讀為不惜打價格戰來保護市場份額，因為目前不到 50 美元的油價會迫使開採成本高、負債沉重的部份美國頁岩油生產者倒閉並退出市場，從而減少供應、穩定價格。只要美國還是石油的淨進口國，油價下跌對其應該是有利的，問題是在低油

價之下美國頁岩油行業的重組有多痛苦，美國經濟能否承受得起。

對此，首先要探討假設油價在目前不到 50 美元一桶的水平長期徘徊，美國頁岩油生產有無競爭力。這主要涉及到頁岩油開採的成本，以及個別頁岩油企業的借貸情況。綜合對美國頁岩油行業的分析來看，其開採成本介乎一桶 40 到 80 美元之間，而主要的頁岩油礦和開採者的平均成本在 60 美元以下，接近 40 美元的低端。這就是說較為小型、獨立以及借貸比率高的頁岩油生產者會最為高危，但美國整個頁岩油行業乃至其產量卻可能會相對較為穩定，這還未計算開採技術的繼續改良和成本的繼續降低。相比之下，低油價導致 OPEC 的痛苦更深，儘管其主要成員開採成本或可與美國頁岩油競爭，但它們的政府財政對石油出口的依賴就嚴重得多。根據市場估計，要達到預算平衡，對沙特來說，油價要在 100 美元一桶之上，阿聯酋要在 70 美元一桶之上，只有卡塔爾和科威特需要油價介乎 55 到 60 美元一桶水平。低油價令 OPEC 需要動用之前建下的儲備，令美國的頁岩油行業整合，但將是一個汰弱留強的過程，尤其是對美國來說，惡化成為系統性風險的機會偏低。

根據美國行業組織 American Petroleum Institute (API) 的統計，美國石油和天然氣直接和間接僱用了約 980 萬人，每年支付的直接工資約為 2000 億美元，向其支持的相關行業支付的工資則約有 3000 億美元。自 2000 年以來的累積投資達 2 萬億美元，該行業的產值約佔美國經濟的 7.7%。相對於美國經濟一年的產值有 17.6 萬億美元，其中私人消費開支有 12.0 萬億美元，私人投資有 2.9 萬億美元，政府開支和投資有 3.2 萬億美元，總就業人數有 1.47 億人而言，如果低油價最壞會導致頁岩油行業整合而非崩潰的話，相信美國經濟整體會是贏家，因為私人消費開支和其他行業的受益相信會超過頁岩油行業的損失。此外，無論是頁岩油導致的進口替代還是低油價導致的進口減少，美國的經常帳和美元也會是贏家。IMF 的測算結果是在其他條件不變之下，低油價對美國 2015 年 GDP 額外可有 0.2-0.5 個百分點的提振。

對中國經濟的影響

低油價對中國經濟而言應該也是利好的，畢竟目前中國還是全球最大的石油進口國之一，2013 年中國的石油消耗量達到 4.88 億噸，57.4% 依靠進口解決，中

國能源企業近年來走出去也主要是為了確保其供應安全。但低油價對中國經濟有多利好，就算是 IMF 和 World Bank 之間也存在較大分歧。

在其他條件不變之下，IMF 估計低油價對中國 2015 年 GDP 的額外提振有 0.4-0.7 個百分點，比美國還要多，因為中國經濟的單位能耗更高，例如其石油消費相當於 GDP 的 5.4%，而美國則為 3.8%。然而，World Bank 有關的估計就低得多，只有 0.1-0.2 個百分點，其主要的理據為中國的能源消費當中石油只佔了 18%（主要來自煤，佔比為 68%），主要用油產業的一半用油來自國產油。對此，難說誰對誰錯，因為有關估算涉及很多假設，較為學術性。從低油價可以降低消費者和企業有關成本來看，它對中國 GDP 的拉動作用是正面的。此外，通脹壓力減少，為中國進一步減息創造了條件，也應該是利好的。

另外，根據中國海關的統計，2014 年在油價暴跌的情況下，中國進口原油 3.08 億噸，增長 9.5%，創下原油進口數量上的新高，但以金額來算，為 2283 億美元，只增長了 3.9%，佔整體進口額的 11.7%，反映油價下跌的影響。這一發展的啓示是油價暴跌有助中國降低其相關的進口成本，但與此同時，中國的原油進口量並未因為中國經濟放緩、需求減少而相應減少，反而在創新高，帶動石油進口的總值仍錄得增長，相信這與中國在油價下跌的利好環境下積極建造其石油儲備有關（目標為至 2020 年達 90 天的淨進口量）。2014 年底中國石油儲備一期工程建成投用，儲存了相當於 30 天石油淨進口量。油價下跌有助加速這一進程，當然情況還要視儲存庫工程的進度。在貿易平衡方面，這不一定意味著石油相關進口總值會減少，但石油戰略儲備的加快建設其重要性不亞於短期的淨出口乃至 GDP 數字。

由於油價下跌對全球兩大經濟體整體均利好，因此全球經濟整體受益也是正常的判斷。同理，油價下跌對全球經濟增長有多大的額外推動是一個較為學術性的判斷，IMF 的測算結果是可為 2015 年全球經濟額外帶來 0.3-0.7 個百分點的增長，World Bank 的測算是 0.5 個百分點。不過，這並不意味著對全球經濟增長的預測一定會上調。事實上，World Bank 在 1 月中下調了對 2015 年全球經濟增長的預測，從原來的 3.4% 下調至 3.0%，其理據是低油價的正面影響依然，但不足以抵消其他在歐洲、日本和新興市場出現的各種非油價問題。

石油主權財富基金的重整

過去幾年在油價高企時，石油美元的地位和影響迅速擴大，產油國所成立的主權財富基金成為全球投資市場新的重要參與者和各個金融中心所爭奪的對象。全球首隻主權財富基金是於 1953 年創立的科威特投資管理局，其資金來源於科威特的石油出口收益（其管理資產規模於 2014 年底時達到 5480 億美元）。在 2003 年至 2008 年期間，由於石油和天然氣價格大幅飆升，以石油出口收益為主設立的主權財富基金出現爆發式增長。自 2005 年起，全球便有超過 20 隻此類主權財富基金誕生。

全球主權財富基金按照資金來源劃分為兩大類：商品類和非商品類。商品類主權財富基金的資金主要來自石油、天然氣和礦產等的出口收益。根據行業組織 Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI) 的統計，截止 2014 年底，若撇除中國外匯儲備和香港外匯基金的投資，則全球十大主權財富基金當中有七隻源於石油和天然氣出口收益，它們分別來自挪威、阿聯酋、沙特阿拉伯、科威特、卡塔爾和俄羅斯等產油國。在全球主權財富基金 70574 億美元資產當中，資金源自石油和天然氣出口收益的就有 42917 億美元，佔比 60.8%。

回顧 2014 年，全球主權財富基金的資產規模仍在不斷增長，就算是在油價暴跌的第 4 季也不例外，反映石油美元所支持的主權財富基金暫時沒有受到重大影響。不過，2015 年如果油價持續徘徊在 50 美元左右，情況恐將改寫。像俄羅斯、伊朗、利比亞、尼日利亞及委內瑞拉等特別脆弱的產油國，是到了要動用以往賺取的石油美元去穩定其貨幣匯率和填補其財政赤字的地步，相信再沒有多餘的資源可以撥入主權財富基金來賺取投資收益。至於基礎較為雄厚的沙特、阿聯酋、卡塔爾和科威特等 OPEC 成員，雖然沒有貨幣危機，但石油出口收益減少，以及油價遠低於其取得財政平衡所需要的價格水平，那麼其主權財富基金相信就不能像過去幾年那樣擴張。主權財富基金投資遍佈全球，資產涵蓋政府債券、公司債券、股票及房地產等。今後來自石油美元的主權財富基金恐怕難以再大幅增加投資，尤其，倘若出現撤資的最壞情形，可能為全球金融市場帶來更多的不確定性。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2012	2013	2014/Q2	2014/Q3
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	19,644	20,372	5,179	5,765
升幅 (%) Change(%)	1.5	2.9	1.8	2.7
二. 對外貿易 External Trade	2012	2013	2014/11	2014/1-11
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	588	544	47	512
轉口 Re-exports	33,755	35,053	3,221	33,901
總出口 Total exports	34,343	35,597	3,268	33,604
進口 Total imports	39,122	40,607	3,789	38,476
貿易差額 Trade balance	-4,778	-5,010	-522	-4,873
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-10.4	-7.6	2.5	3
轉口 Re-exports	3.2	3.8	0.4	3.4
總出口 Total exports	2.9	3.6	0.4	3.4
進口 Imports	3.9	3.8	2.4	4.1
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	4.1	4.3	5.1	4.4
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units			2014/12	2014/1-12
合約宗數 (宗) No. of agreements	115,533	70,503	7,578	81,489
年升幅 (%) Change(%)	6.2	-29.9	26.2	15.6
五. 勞動就業 Employment	2012	2013	2014/9-2014/11	2014/10-2014/12
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	12.45	11.84	12.6	12.2
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.2	3.2	3.3	3.3
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.5	1.4	1.6	1.6
六. 零售市場 Retail Market	2012	2013	2014/11	2014/1-11
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	9.8	11.0	4.1	0.2
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	7.2	10.6	7.5	0.8
七. 訪港遊客 Visitors				
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	4,862	5,430	530	5,517
年升幅 (%) Change(%)	16	11.7	15.7	12.4
八. 金融市場 Financial Market	2012	2013	2014/10	2014/11
港幣匯價 (US\$100=HK\$)	775.05	775.4	775	775.3
H.K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)				
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	22.2	9.7	16.5	12.7
M2	11.1	12.3	12.1	11.2
M3	11	12.4	12.2	11.2
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	9.3	10.6	11.9	11.1
港元存款 In HK\$	11.7	5.1	10.7	8.9
外幣存款 In foreign currency	7	16.2	12.9	13.2
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	9.6	16.0	13.7	12.8
當地放款 use in HK	7.1	13.8	13.7	12.6
海外放款 use outside HK	16.5	21.4	13.5	13.3
貿易有關放款 Trade financing	10.2	43.8	3.8	1.7
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	22,657	23,306	23,998	23,987