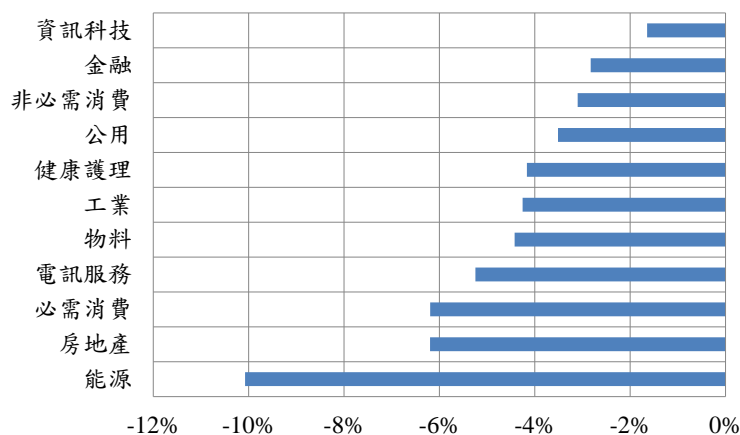


《信報》專欄〈圖理滿文〉

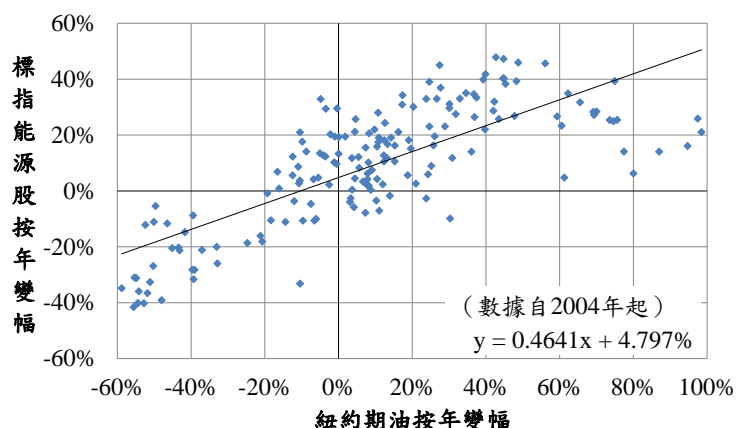
油股落後有力彈 息升影響將有限

市場憂慮美國債息上升引發美股由1月底高位急挫超過一成後，近日明顯由低位反彈，標指已回升至1月初時的水平，部分行業的反彈力度更非常強勁。圖一顯示2月初至昨日的標指各行業變幅，近期被市場擔心估值過高、盈利增長放緩及政府收緊監管的科技股，2月份跌幅由超過一成大幅收窄至現時不足2%，反映企業基本面強勁較容易吸引投資者趁低吸納。相反，能源股走勢卻明顯失色，一度跌穿去年10月低位，現時累積跌幅約一成。隨著過度悲觀的投資情緒逐步被消化，加上VIX反向ETF的急跌未有引發金融系統風險，能源股是否有機會出現追落後的反彈？

圖一：2月份標指各行業變幅



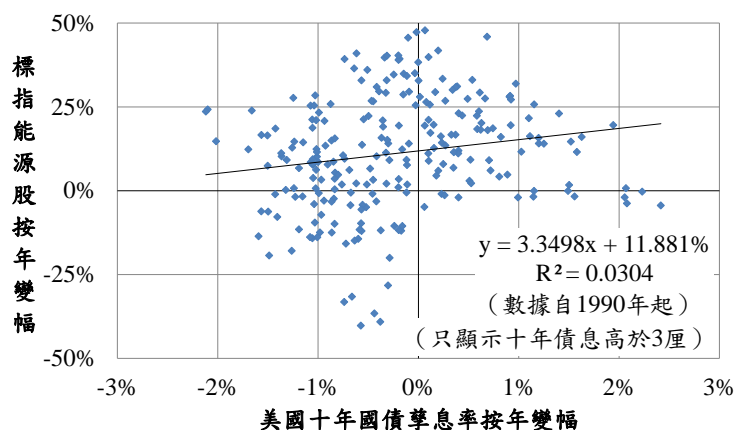
圖二：標指能源股及油價



要分析美國能源股的前景，最直接當然是跟油價作比較。圖二顯示自2004年起標指能源股及紐約期油的按年變幅，兩者走勢同步並呈正相關性。由於本月只餘下五個交易日，除非油價出現急升或急跌，否則對整個月的平均值影響輕微。為了方便計算，筆

者假設油價在今個月的餘下時間於現價維持不變，然後將計算得來的按年變幅代入圖中的迴歸算式中，將得出2月份標指能源股的按年變幅為+13%。如果同樣地假設標指能源股股價在今個月餘下時間維持不變，將得出2月份的按年變幅為-7%，跟+13%有明顯落差，似乎能源股有機會由低位反彈。事實上，油價經過早前的回調後，現時已回升至1月初時水平，相反能源股卻跌至9月底時水平，可見能源股仍大落後。

圖三：標指能源股及美國十年債息



至於近期市場關注的十年債息升穿3厘問題，部分投資者一直認為能源公司需大量融資用作開採原油，債息上升將增加能源股的資金成本，不利未來盈利及股價表現。不過事實上，過去的股價表現顯示十年債息升穿3厘對能源股不會帶來負面影響。圖三顯示自1990年起美國十年國債孳息率高於3厘時跟標指能源股的按年變幅。雖然圖中的 R^2 只有0.03，反映兩者的關係密切度較低，但油股變幅對長息變化的敏感度為10:3（ p 值亦低於0.05），影響不算少。

事實上，比較標指各行業指數的負債佔總資產、總股本、企業價值及稅前息前折舊攤銷前盈利（EBITDA）的比例，能源股的負債水平不高，當中淨負債佔總股本比例更是各行業中最低。因此，縱使債息上升將增加企業的融資成本，但預期不會對能源股帶來針對性的負面影響。

總括而言，雖然近日標指能源股的反彈力度明顯較其他行業為弱，2月份的累積跌幅是一眾行業之冠，但對比跟油價的表現，2月份能源股理應出現逾一成的按年增長，結果顯示能源股確有潛力追落後反彈。至於近期市場一直擔心的債息上升問題，結果顯示即使十年期債息升穿3厘，跟能源股亦呈現正相關性，因此投資者無需過分憂慮債息再上將拖低能源股表現。而事實上，對比一眾行業指數的負債比率，能源股的負債情況並不突出，因此在油價穩定的情況下，縱使債息上升所帶來的融資成本增加，但估計對能源股的影響將會跟其他行業相若。

梁志麟
環球金融市場部