

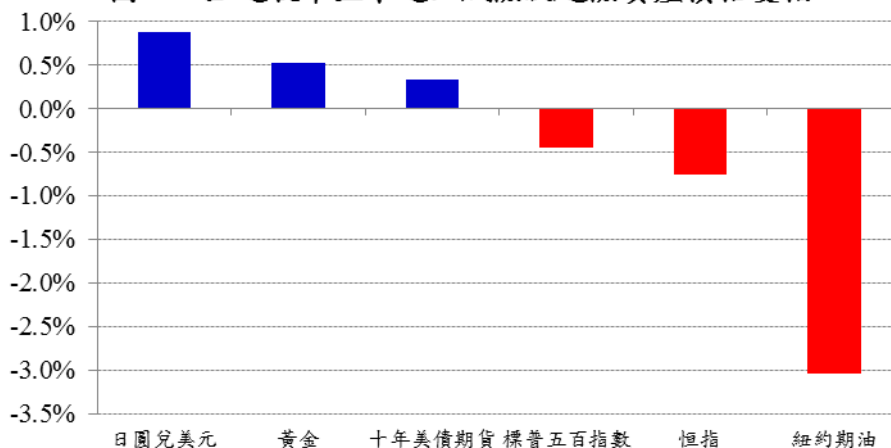
《信報》專欄〈文人經略〉

兩雄媽打水溝油 水乳交融戰未休

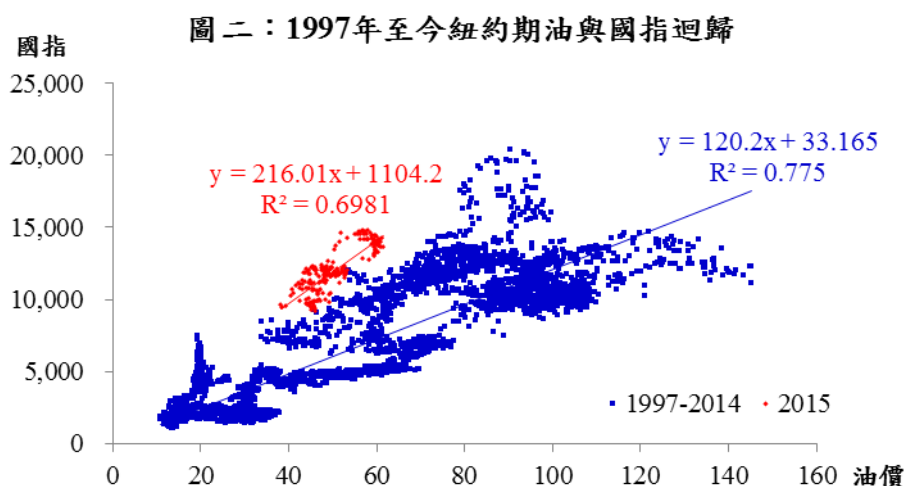
連續兩週寫石油雙（熊）雄的曖昧關係，本週適逢聯儲局議息，正想改邪歸正，重投耶倫姥姥懷抱；豈料樹欲靜而風不息，竟然有人門前叫陣，甚至有其他勢力加入混戰！前者乃俄國能源部長，週末突然硬起來，揚言與連續十六個月產量爆數後仍然增產的油組鬥到底；後者當然是眾人媽打，再一次表示放水開奶，對市場呵護備至。如此這般，兩（熊）雄大戰媽打，看得筆者心癢癢，唯有再次要姥姥獨守空幃多一個星期了。

可惜，短暫激情後，水乳交融市況隨即變成水溝油局面。上週五收市至本週執筆時，期油、美股、港股三大風險資產均見腳軟，前者更挫逾百分之三，跌穿 43 美元；相反，日圓、美債和黃金三大避險資產齊齊跑出，令人意外（圖一）。畢竟媽打今勻開奶的時點和濃度略為超乎市場預期，你看歐元連續兩日怎跌法已知一二，但市場似乎關注媽打呵護背後的原因多於呵護動作本身，因此出現了「媽打呵護，市場避險」的怪現象，歐股三日跌逾百分之一，可作明證。

圖一：上週收市至本週三風險及避險資產價格變幅



筆者性好揩油，每見油價大跌即提心吊膽，人盡皆知；尤其今年恒指與油價相關性奇高（詳見 8 月 20 日本欄），更令筆者擔憂油價再踩下港股又試「揩野」。年初至今，港股明顯跑輸歐、美、中、日、韓等主要股市；時近年尾，港股基金粉飾櫥窗也好、臨尾追數也好，要判斷後市好淡，實在不可不看油價走勢。跌近百分之三的恒指如是，跌近一成二的國指更不在話下（圖二）。



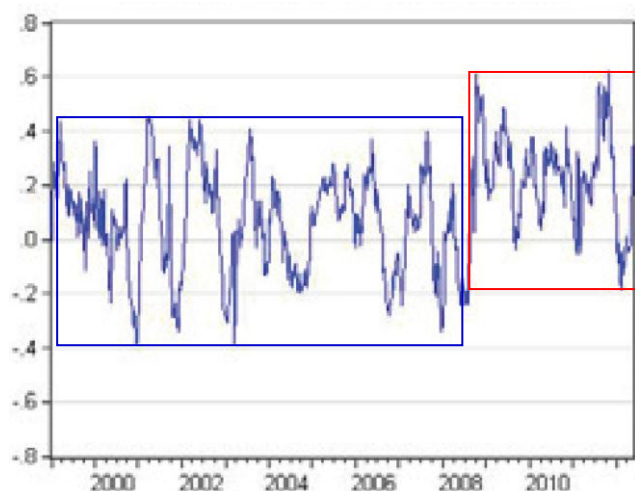
事實上，不少學者與筆者同樣杞人憂天。有學者對2000年至2012年間油價與十個亞太股市的數據進行研究（註1），發現2008年金融海嘯前油價與亞太股市的相關性確實並不顯著，但金融海嘯後情況大為不同，股市回報與油市回報互相依賴的程度大幅提升，研究顯示兩者相關性由金融海嘯前的0.0001大幅提升至金融海嘯後的0.3913。

當中主要原因，是原油需求大幅下降反映經濟下行，最終拖累股市大跌；隨著油價於2009年2月中率先回升，市場認為此乃經濟見底回升的訊號，因此環球股市亦於3月初見底回升。再者，近年石油交易趨向金融化，愈來愈多與原油相關的金融衍生工具和投資產品面世，交投量亦愈來愈大，令油市與股市走得更埋。

另外，學者亦發現，油市與股市的相關性並不對稱；當油價大跌時，其與股市的相關性要高於油價大升。油價升時，股市未必升得足；油價跌時，股市卻出現「攬住一齊死」的局面。箇中原因是，由於近年油市與股市相關性趨升，因此又炒油又炒股的基金實在難以有效分散兩種資產的風險，因此他們對兩者同時冧市的風險不敢掉以輕心，一旦市場有任何冬瓜豆腐，便會果斷行動，兩邊出貨，令油、股出現「you jump, I jump」的情況。

事實上，另外兩位學者亦發現，油市波動性對中、港、台、菲、馬、印（尼）股市的波動性有顯著影響（註2），且一如圖三所示，同樣以2008年後為甚，兩者的相關系數大部分時間高於零，而且趨勢明顯高於過去十年（紅、藍圈）。整體而言，進行相關研究的學者普遍有幾個主要共識，第一是油市與股市的關係在最近幾年明顯地出現了結構性轉變，由關係不顯著轉變為「著埋同一條褲」，而轉捩點就是2008年金融海嘯；第二是兩市的回報和波動性同樣互為影響；第三是基於兩市近年的高度相關性，基金經理根本難以有效分散風險，因此要小心調整兩種資產在投資組合中的比例，並以適量的股市空倉對沖油價波動的風險，以免兩者齊齊插水時攬住一齊死。

圖三：紐約期油波幅與港股一個月波幅相關性



由此可知，不論回報或波幅，油價對股價確有溢出效應，加上避險資產與風險資產走勢壁壘分明，市場對兩（熊）雄大戰媽打之結果，莫非已買定離手，等待耶倫姥姥正式揭盅？

註：

1. Huiming Zhu, 'Modelling Dynamic Dependence between Crude Oil Prices and Asia-Pacific Stock Market Returns,' *International Review of Economics & Finance*, January 2014.
2. Sang Hoon Kang and Seong Min Yoon, 'Return and Volatility Transmission between Oil Prices and Emerging Asia Markets,' *Seoul Journal of Business*, Vol 19, December 2013.

何文俊
環球金融市場部