

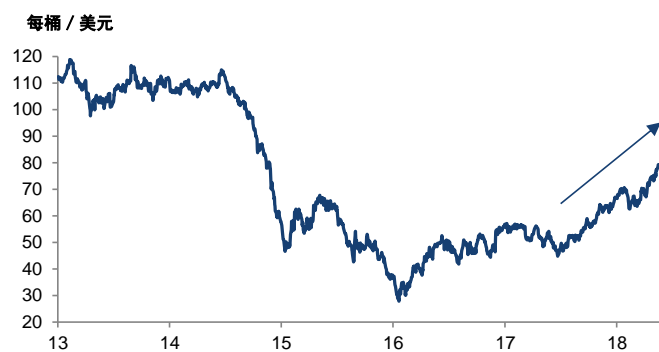
油價近期飆升的贏家與輸家

- ▶ 油價自 2017 年中開始處於升勢。石油需求增長強勁、油組主導產量控制，以及委內瑞拉油產急瀉均是當中的影響因素
- ▶ 儘管油價前景有較大的不明朗因素，油價仍有望顯著高於早前水平。這將在經濟上帶來贏家與輸家
- ▶ 在環球經濟活動仍然強勁的環境中，油價趨升將增添短期通脹壓力。這促使我們維持對成熟市場政府債券持偏低比重配置的觀點
- ▶ 不過，由於很多經濟體的通脹低於目標水平，這將限制環球央行對油價攀升的反應。生產成本上升為企業邊際利潤帶來下行風險，但整體經濟所承受的打擊可望有限，我們保持對環球股票的偏高比重觀點
- ▶ 油價攀升對不同新興市場經濟體的影響有較大差異，此突顯了選擇性地投資新興市場資產的重要性

情況發展

油價自 2017 年中開始處於升勢。歐洲油價（布蘭特期油）目前接近每桶 80 美元水平（圖 1）。

圖 1：歐洲原油價格



資料來源：彭博，截至 2018 年 5 月 22 日

以下多項因素帶動油價上升：

石油需求增長強勁。環球經濟活動在過去兩年持續加快（儘管近期放緩），帶動石油需求增長強勁。

油組主導產量控制。石油輸出國組織與俄羅斯在 2016 年 11 月同意減產，藉此支持油價及降低環球石油庫存高企情況。油組成員國的庫存在 4 月份跌穿五年平均水平（即過去五年該月份的平均水平），是自 2014 年 8 月以來首次。

委內瑞拉油產急瀉。在經濟受阻及制裁措施影響下，當地油產自 2016 年初以來減少約 850,000 桶 / 日（約 1% 環球產量）。

伊朗核協議。在伊朗核協議近期的發展影響下，預料各國在購買伊朗石油方面受限制。

油價走勢如何？

未來油價走勢仍有極大不明朗因素。環球經濟活動強勁，油組持續限制產量的預期為正面的前景帶來支持。惟油市亦存在下行風險。舉例來說，中國、印度及土耳其的持續購買，可望帶動伊朗石油出口。

一個重要因素是，美國過去 18 個月油產急升至歷史新高，使美國石油出口量增加（並創新高），有利為油價封頂。期油市場反映未來數月價格將會微跌。

哪些市場較受影響？

儘管有較大的不明朗因素，油價仍有望顯著高於稍早前水平。這將在經濟上帶來贏家與輸家。

大部分主要**成熟市場**為石油淨進口國家，故較受進口成本上升影響，通脹壓力將削弱家庭消費。好消息是目前大部分成熟市場的通脹率仍低於目標水平（圖二），有助局限各國央行作出加息反應的幅度。

在任何情況下，大部分央行往往會「忽視」能源及匯率相關的通脹壓力，傾向聚焦於本地因素帶動的通脹。

新興市場情況有輕微差別。贏家將是石油淨出口大國（**沙特阿拉伯、俄羅斯、墨西哥、尼日利亞**）。另一方面，主要石油淨進口國將較受打擊。圖 2 顯示，石油自給自足率最低的新興市場經濟體便較受打擊（**印度、南韓、菲律賓、南非及土耳其**）。

通脹環境亦是重要因素。**土耳其及阿根廷**通脹高企，局限央行忽視油價上升的能力。此外，對於運輸成本在消費物價通脹籃子內佔比較高的經濟體而言，油價走勢對其通脹有較大影響。**泰國**在此方面較易受影響。

圖 2：石油影響程度的分佈圖

	成熟市場							新興市場													
	加拿大	法國	德國	意大利	日本	英國	美國	阿根廷	巴西	中國	印度	印尼	南韓	馬來西亞	墨西哥	尼日利亞	菲律賓	俄羅斯	南非	泰國	土耳其
石油自給自足指數 ¹	0.9	-1.0	-1.0	-0.9	-1.0	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	-0.6	-0.8	-0.5	-1.0	0.0	0.4	6.7	-0.9	2.3	-1.0	-0.6	-0.9
運輸成本在消費物價指數籃子佔比(%)	21	15	13	14	8	16	13	17	17	11	9	19	14	14	13	7	8	3	14	27	16
通脹率與目標水平比較(%)	0.2	-0.2	-0.6	-1.4	-1.6	0.5	-0.1	10.5	-1.7	-1.2	0.6	-0.6	-0.4	-1.7	1.6	5.0	1.5	-0.4	-0.7	-1.4	5.9

自給自足比率最低

在消費物價指數籃子佔比最高

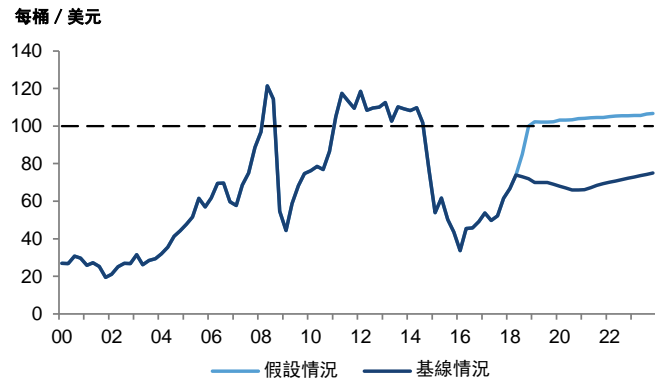
高於目標的程度最高

資料來源：滙豐環球投資管理、美國能源資訊署、彭博。1. 石油自給自足指數是以油產量減去消耗量，再除以消耗量。截至 2018 年 5 月 22 日

油價重返 100 美元的影響

在運用牛津經濟研究院的環球經濟模型下，我們可評估油價如在年底前重返每桶 100 美元所帶來的影響（圖 3）。

圖 3：假設油價重返 100 美元的情況



資料來源：滙豐環球投資管理、牛津經濟研究院，截至 2018 年 5 月 22 日

圖四顯示在此假設情況下，各國本地生產總值在 2018-23 年期間所受的影響。

圖 4：上述假設對環球 2018-2023 年生產總值增長影響

	▲本地生產總值增長 (2018-23)							累積
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	(2018-23)	
環球	-1	-20	-53	-18	12	28	-52	
成熟市場	-3	-18	-55	-28	18	30	-55	
歐元區	-2	-34	-63	-9	25	21	-62	
日本	-2	-22	-61	-53	9	54	-75	
英國	-1	-22	-32	-5	14	14	-32	
美國	-5	-18	-52	-4	13	27	-79	
新興市場	4	-29	-53	-2	4	21	-55	
巴西	1	-47	-48	-49	-9	34	-119	
中國	-6	-80	-83	43	8	29	-89	
印度	-4	-88	-71	-44	8	31	-167	
印尼	3	-33	-160	-87	90	102	-85	
南韓	4	16	-86	-44	15	92	-5	
馬來西亞	2	7	-44	-108	-34	30	-147	
墨西哥	6	17	-2	48	23	4	95	
菲律賓	-8	-125	-120	-138	-21	52	-360	
俄羅斯	-2	49	16	-15	-25	-29	-6	
沙地阿拉伯	60	141	33	2	-23	-15	199	
南非	-2	-28	-65	-52	-7	33	-121	
台灣	-2	4	-55	-39	28	68	5	
泰國	-1	-38	-53	-100	-22	10	-204	
土耳其	-1	-59	-95	-52	20	40	-147	

資料來源：滙豐環球投資管理、牛津經濟研究院，截至 2018 年 5 月 22 日

成熟市場方面，偏重石油業的美國及倚賴石油進口的日本將受最大影響。在新興市場方面，菲律賓、印度、南非及土耳其這些淨進口大國將受最大不利影響。另外，阿根廷、巴西及泰國將承受損失，因當地消費物價指數籃子內運輸成本較高，而且它們也屬倚重石油的經濟體。最後，馬來西亞也會受較大打擊，但南韓及台灣這些出口偏高地區將有望受到 2022 年環球週期性經濟反彈所支持。

投資啟示

在環球經濟活動仍然強勁的環境中，油價趨升將增添短期通脹壓力。就多元資產投資組合而言，這促使我們維持對**成熟市場政府債券持偏低比重配置**的觀點，其預期回報低於其他資產類別。

正如早前提到，很多經濟體的通脹低於目標水平，這將限制環球央行對油價攀升的反應，而油價往往對物價有短暫影響（央行可以「忽視」）。這意味着經濟影響有望局限於 (i) 實際工資增長降低，令家庭消費短暫受壓，以及 (ii) 生產成本上升，引發企業裁員以保持邊際利潤，而不是貨幣政策收緊。事實上，在我們對油價於 2018-2023 年處於 100 美元的假設情況下，環球本地生產總值增長的累積跌幅將非常有限（約 50-60 個基點）。

整體而言，我們預料成熟市場央行將循序漸進及可預計地進行政策正常化。基於我們所處的盈利週期位置，目前環球股票風險溢價指標（相對現金的超額回報）仍見合理，而環球經濟增長仍然穩健，故**我們維持持重環球股票**。然而，隨著美國國庫券息率趨升，股票的風險溢價正逐漸邁向趨於更為中性水平的重要關口。由於油價升幅帶動生產成本上升，企業邊際利潤亦面對風險。

油價攀升對不同新興市場經濟體的影響有較大差異。可以預計，主要石油淨出口國將受惠（但此或暫緩結構性改革及經濟多元化，故可能變相成為負面因素）。另一方面，石油淨進口國易受打擊（如印度、土耳其及菲律賓），通脹高企的經濟體（土耳其、阿根廷）及對油價走勢較為敏感的地區（泰國）亦如是。

整體而言，此突顯了選擇性地投資**新興市場資產**的重要性（還有其他考慮因素如美元走強及資本外流）。但總體而言，我們認為此資產類別的價值仍然吸引，也是受惠於增長環境保持強勁的最佳選項之一。

致客戶的重要資訊：

警告：本文件的內容未經任何香港或任何其他司法管轄區的監管機構審閱。建議您就相關投資及本文件內容審慎行事。如您對本文件的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

本文件由香港上海滙豐銀行有限公司（「本行」）在香港經營受管制業務期間發佈，可在其他可合法分發本文件的司法管轄區進行分發，並僅供收件人使用。本文件內容不得複製或進一步分發予任何人士或實體作任何用途，不論是全部或部分內容。本文件不得分發予美國、加拿大或澳洲，或任何其他分發本文件屬非法行為的司法管轄區。所有未經授權複製或使用本文件的行為均屬使用者的責任，並可能引致法律訴訟。

本文件沒有合約價值，並不是且不應被詮釋為進行任何投資買賣，或認購或參與任何服務的要約或要約招攬或建議。本行並沒有建議或招攬任何基於本文件的行動。

本文件內列明的資訊及 / 或表達的意見由滙豐環球投資管理有限公司提供。我們沒有義務向您發佈任何進一步的刊物或更新本文件的內容，該等內容或隨時變更，並不另行通知。該等內容僅表示作為一般資訊用途的一般市場資訊及 / 或評論，並不構成買賣投資項目的投資建議或推薦或回報保證。本行沒有參與有關資訊及意見的準備工作。本行對本文件內的資訊及 / 或意見之準確性及 / 或完整性不作任何擔保、申述或保證，亦不承擔任何責任，包括任何從相信為可靠但未有獨立進行驗證的來源取得之第三方資訊。任何情況下，本行或滙豐集團均不對任何與您使用本文件或依賴或使用或無法使用本文件內資訊相關的任何損害、損失或法律責任承擔任何責任，包括但不限於直接或間接、特殊、附帶、相應而生的損害、損失或法律責任。

如您持有滙豐環球投資管理有限公司管理的個人投資組合，本文件內的意見不一定代表目前投資組合的構成部分。滙豐環球投資管理有限公司管理的個人投資組合主要反映個別客戶的投資目標、風險喜好、投資年期及市場流動性。

本文件內含的資訊未有按您的個人情況審閱。請注意，此資訊並非用作協助作出法律、財政或其他諮詢問題的決定，亦不應作為任何投資或其他決定的依據。您應根據您的投資經驗、目標、財政資源及有關情況，仔細考慮所有投資觀點及投資產品是否合適。您可自行作出投資決定，但除非向您出售產品的中介人根據您的財政情況、投資經驗及投資目標，向您說明該產品適合您，否則不應投資於任何產品。您應細閱相關產品銷售文件了解詳情。

本文件內部分陳述可視為前瞻性陳述，提供目前對未來事件的預期或預測。有關前瞻性陳述並非未來表現或事件的擔保，並涉及風險及不穩定因素。該等陳述不代表任何一項投資，僅用作說明用途。客戶須注意，不能保證本文件內描述的經濟狀況會在未來維持不變。實際結果可能因多種因素而與有關前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。我們不保證該等前瞻性陳述內的期望將獲證實或能夠實現，警告您不要過份依賴有關陳述。我們沒有義務更新本文件內的前瞻性陳述，不論是基於新資訊、未來事件或其他原因，亦沒有義務更新實際結果與前瞻性陳述預期不同的原因。

投資涉及風險，必須注意投資的資本價值，且所得收益可升可跌，甚至變得毫無價值，投資者可能無法取回最初投資的金額。本文件內列出的過往表現並非未來表現的可靠指標，不應依賴任何此內的預測、預期及模擬作為未來結果的指標。有關過往表現的資料可能過時。有關最新資訊請聯絡您的客戶經理。

任何市場的投資均可能出現極大波動，並受多種因直接及間接因素造成不同幅度的突發波動影響。這些特徵可導致涉及有關市場的人士蒙受巨大損失。若提早撤回或終止投資，或無法取回投資全額。除一般投資風險外，國際投資可能涉及因貨幣價值出現不利波動、公認會計原則之差別或特定司法管轄區經濟或政治不穩而造成的資本損失風險。範圍狹窄的投資及較小規模的公司一般會出現較大波動。不能保證交易表現正面。新興市場的投資本質上涉及較高風險，可能較其他成熟市場固有的投資出現較大波動。新興市場的經濟大幅取決於國際貿易，因此一直以來並可能繼續受貿易壁壘、外匯管制、相對幣值控制調整及其他貿易國家實施或協商的保障措施不利影響。有關經濟亦一直並可能繼續受其貿易國的經濟情況不利影響。**互惠基金投資受市場風險影響，您應細閱所有計劃相關文件。**

版權所有 © 香港上海滙豐銀行有限公司 2018。保留一切權利。未經香港上海滙豐銀行有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本刊物任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。

由香港上海滙豐銀行有限公司刊發

Issued by The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited

exp. 22/08/2018