

油價波動趨大趨強下的投資機會

第一季與三月份全球主要股市回顧

*在已開發市場股市回顧部份：

4月3日美國公佈了3月新增就業12.6萬，僅為2月的一半左右，而且大幅低於24.5萬的預期，此前美國非農就業人口已經連續12個月高於20萬，失業率維持於5.5%，但就業參與率將至1978年以來的最低水準62.7%。資料公佈後全球外匯市場巨震，資金紛紛湧入美債避險，推動美債收益率急跌。美元指數狂瀉100點，其它非美貨幣直線拉升。最新公佈的3月ISM製造業指數51.5，低於市場預期的52.5。3月密歇根大學消費者信心指數終值為93，相比2月的終值95已有所下降。此前美聯儲議息聲明中顯示在就業市場進一步改善、且當有理由相信通脹率會朝著2%回升時候，才會加息。而且市場多為預期美聯儲將會在6月或者9月加息，3月非農資料使美聯儲加息的時間更加不確定了。年初至今美國標普500指數略升1.05%。

歐洲方面，4月希臘有一筆4.58億歐元的IMF(國際貨幣基金)貸款到期，而且將有24億歐元的短期國債到期，需要再融資，此外希臘政府還需要支付公共部門的薪水和社保款。如果再沒獲得救助款，希臘政府的資金即將耗盡，還款形勢嚴峻，違約風險逼近。因之前未能與希臘政府就該國改革達成一致，國際貸款方IMF、歐盟委員會和歐洲央行已凍結救助款。目前希臘政府與各方的談判進展緩慢，而希臘需要遞交更全面的改革方案，才能更快獲得救助款，以避免未來的多項應付款和需展期國債製造的新危機。年初至今希臘股市下跌6.64%，而歐元區其他國家受此影響較低，德國股市上升22.05% 法國股市亦上升18.76%，但歐元的貶值使此類的收益有所下降。此外，其他發達國家股市表現較德法兩國略為遜色，英國富士100指數僅上升4.07%，日經225指數上升12.43%，韓國股市上升6.76%，香港恒生指數上升7.08%，國企指數上升5.66%。

*在新興市場股市回顧部份：

年初以來中國經濟下行壓力不減，房地產再度成為穩增長的關鍵，2014年以來政府數次出台地產刺激政策，而近日五部委又發文降低二套房首付至4成，同時降低公積金首付貸款成數，以及二套房交易營業稅，從各方面刺激地產需求。受此類政策的影響，年初至今上證指數暴漲21.29%。其他新興市場，表現最佳的阿根廷年初至今漲幅高達33.34%，其次為丹麥股市漲幅高達29.67%。而東

南亞股市方面表現就較差了，印度上漲 3.65%，印尼年初至今上升 5.18%，泰國升幅為 3.18%。其他新興市場表現也相對較佳，南非股市 4.73% 升幅，巴西上升 7.46%。除了中國，新興市場的股市表現就比以開發市場相對劣勢得多了。

今年 3 月 9 日歐洲央行正式啟動量化寬鬆政策，預計以每月 600 億歐元收購歐盟各國政府債券與民間債券，計劃收購計劃可至明年 9 月，故上可至 1.14 兆歐元的資金可望釋出至市場與產業，以提振歐洲經濟。歐元區大部份股市聞聲而漲，估計從美國股市撤出前往歐洲股市的資金多達三百多億美元，此也影響了美股市場的發展。

本刊三月份報告美股高處不勝寒的主題，迄今仍提醒投資人：美股標準普爾指數的本益比已經高達 20 以上，遠高於其長期平均本益比 15 以上，繼續看多美股的風險驟增；這麼高的本益比是以未來數年美企企業獲利能力持續上升為前題的。今年美企的獲利狀況仍將因其削減成本得當而持續有所改進，但未來一兩年全球經濟成長動能可能至多緩升 1.8% 成長的隱憂下，美股獲利空間將會持續被壓縮。美股上升動能也將受到極大的限制，此點投資人不可不慎之。

第二季/澳幣與日圓持續貶值下的投資機會

全球美元指數今年以來已上漲 8.7%，從過去一年來累計則大漲 22.6%。而今年以來第一季受傷最重的貨幣非歐元莫屬，計貶值 10.7%；澳幣從年初之 1 澳幣兌 0.808 美元下跌 6.9% 至 0.75 美元；而日幣繼去年第四季下跌 6.6% 後已回穩，維持在 1 美元兌 119 日圓左右。

今年第二季美元因市場預期美元利率將升息故仍將保持強勢，但全球貨幣的主要受災區將從歐元轉到澳幣與日圓。日圓與澳幣雙雙看貶的主要因為日本央行與澳洲央行預料將會進一步加大寬鬆的貨幣政策。在日本方面，安倍的通膨目標在第二季時將可能面臨通膨為負的窘境，所以日本央行將被迫進一步進行更寬鬆的貨幣政策；而澳洲則因鐵礦沙價格預期將進一步滑落，影響經濟成長，故澳洲央行也將被迫採取更寬鬆的貨幣政策。

澳幣可能在第二季底前後再貶值至 1 澳幣兌 0.72 美元左右；日幣則可能至第三季左右貶值 1 美元至 125 日圓。然後此兩種貨幣可能將持穩一段時間。所以對澳幣固定收益產品與日本與澳洲海外不動產的投資者來說，第二季以後可以慢慢佈局。

全球石油價格分析面向

自去年下半年以來，全球石油價格非但未如高盛預期北海布蘭特石油價格高漲到每桶 145 美元

以上，反而隨著石油輸出國組織與美國頁岩油氣生產廠商的角力，而直落甚至接近每桶 45 美元的價格。這時高盛公司又預測每桶油價可能跌破每桶 30 美元的報告，再加上國際地緣政治因伊朗情勢趨緩有可能未來增加輸出原油的供給，投資人再度陷入天人交戰中。

原油每天全球需求達九千萬桶以上，但原本原油價格的波動就繫於供需僅數百萬桶的預估差距中，再加上原油期貨交易數量更達現貨交易甚至千倍的數字。因而在近年來供給面產業革命--美國頁岩油氣產業的崛起，使全球石油供需面的預測更加困難。

本刊此處僅略說明近來導致此項預測困難的幾個面向與發展趨勢，然後以一般石化產業界對石油供需的中期走勢看法。值得提醒的是，石油價格預測不是本刊作者之專業，也不是一般個人投資人能從事的短線投資工具，但值此全球石油價格重大變動之際，從不缺席此一資產配置的角色來看，個人投資人是可考慮從中長期全球資產配置的角度下，可在商品配置面增加石油相關投資商品的佈局。但此一投資佈局最好由熟悉此等石油投資商品的投資顧問來進行是最佳途徑。

*影響石油中期價格的因素，最吸引專家重視的不外以下數點：

(a) 存貨需求面--全球戰備儲油量與商業安全儲油存貨預估

這是一個最困難的預估數字，因為它們的透明度最低：中國不會揭露他的戰備儲油數字，美國即使有所報導，也是不甚可靠。因為這都遷涉到國家安全，各方因而多猜測儲油槽興建與儲油地點與儲備油量。另一方面，商業需求的儲油存貨則更難估計，當今海上油輪運輸費用降低，使運用油輪儲油的成本降低，所以海上停泊油輪數也是難於估計。總的而言，這些實體石油存貨量也會被石油期貨投機者幕後所影響，易發增加預測的困難度。

高盛公司認為今年以來，美國的儲油槽閒置容量已大幅降低，有些地區的儲油槽使用容量高達 75% 遠高於過去的 50%，所以認為原油的存貨需求未來一年很難提升太多，這是高盛公司看跌原油價格的原因之一。

(b) 供給面--美國頁岩油氣廠商降低或增加油井探勘數目預估

美國頁岩油產業的邊際成本一說在每桶 55-60 美元左右，所以當過去三個月來的布蘭特原油價格屢屢低於每桶 50 美元時，也就是邊際成本不敷邊際利潤，此時一些財力較薄弱的頁岩油生產商被迫關閉油井台。今年以來從美國石油工程師與工人遭資遣的情況來看，確實油井關了不少。最明顯的是，自去年 10 月中，美國油井數為 1609，到今年 3 月中，油井數目降至 866，降幅達 46%。

從石油輸出國組織過往在油價走低下，九個月來仍保持甚或微幅增加原油產量，刻意打壓油價以打擊美國頁岩油產業的觀點來看，他們的策略是奏效的。美國頁岩油生產商結構上以中小型企業為主，因此較難敵政府力量的石油輸出國組織之集體力量，更重要的是，有著新技術的美國頁岩油

公司似乎無法不斷降低生產成本以因應石油輸出國的價格競爭。這場石油價格戰爭，到目前為止來看，石油輸出國組織贏了。

(c) 實質需求面--全球原油之供需落差

如前述，如果供給與實際需求結果相差數百萬桶原油就足以大大地影響原油價格。這九個月來原油狂跌的基本主因之一就是中國經濟意料之外的疲弱以致全球原油需求不足。展望未來，油價下跌當然會誘發原油實質需求的增加，這也是需求預估困難之所在。短期間，油價還可能會持續低落因為夏天用油的需求會少，而供給會超過需求。但是今年第四季以後，油價將因需求回升可能每天多 1.6 百萬桶至可能每天 94 百萬桶的需求，屆時油價將往中期均衡價位發展，預估如下。

產業界的油價判斷與油價波動趨大趨強下的投資機會

長期言，美國頁岩油產業的確對全球原油價格有所衝擊，一般預估，原油價位大致上很難長期間超過每桶 75 美元；但短中期間，今年以內，一般合理預估北海布蘭特原油剩下的三季將平均每桶在 59 美元附近，2016 年將平均每桶約 71 美元。至於西德州原油 2015 年剩下的三季將平均在每桶 54.5 美元，2016 年將平均每桶約 66.9 美元。這個預估當然會隨全球經濟情勢而調整，目前對全球經濟成長仍審慎樂觀，主要是在中國人行較為寬鬆的貨幣政策主導下，以及「一帶一路」帶動中期消化剩餘產能的期待下，中國經濟在 2016 年將比目前預估的好。

投資機會就在未來幾個月，絕對避免放空油價並多配置油價相關的中期看多油價的基金上。另外，由於多空交戰激烈，油價將劇烈波動，短期間也可投資石油期貨為主軸的期貨基金。總之，目前是投資時機，個人投資者應積極佈局，風險是勿追高，半年之平均成本基金投資法最為恰當。