



## 香港经济月报

林俊泓, CFA

高级经济师

ryancwlam@hangseng.com

# 原油价格回落之影响分析

- 原油价格急挫虽可为本港经济增长提供额外动力，惟料难以显著改善当前形势。过去半年油价下滑约50美元，在其他因素不变下，我们估计这可提高2015年香港本地生产总值约0.2个百分点。
- 去年，本地住户用于燃油相关产品的总消费额估算达527亿港元，这意味着油价滑落可为本地住户带来可观的潜在收益。
- 然而，市场在判断油价回落对经济增长的影响时，往往忽略了其他同样重要因素。首先，本港现时的发电燃料组合是以燃煤为主；其次，原油价格变幅并非完全反映在零售燃料价格；最后，住户可能保留部份或全部收益，而非悉数用作消费。
- 在作出相关调整及计入油价下跌对市场信心之间接影响后，我们估计此轮油价调整对刺激本港内需的提振作用，约为本地生产总值的0.2%。
- 鉴于本港出口市场同时覆盖贸易状况正在恶化的原油出口国，估计本港从贸易方面得到的支持作用只属温和。
- 通胀方面，过去几个月环球原油下跌料将降低本港通胀率约1个百分点。我们维持年内通胀显著下滑的预测，预期2015年本港整体通胀率将由2014年预测的4.4%，降低至3.5%

经济研究

2015年1月



## 原油价格急挫

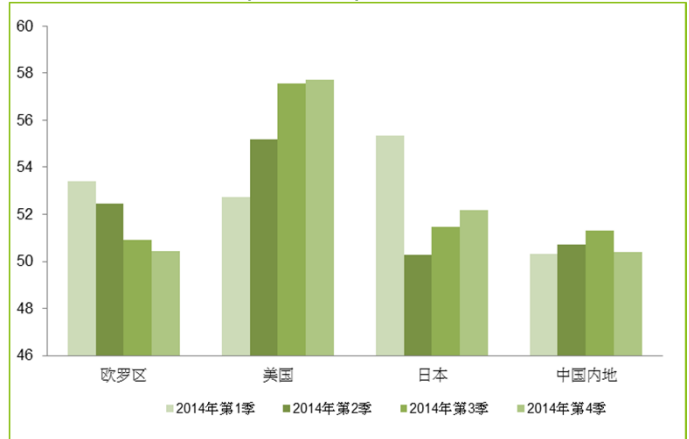
随着近月原油价格大幅回落，亚洲各国面临的经济压力似乎得到纾缓。事实上，油价在过去6个月的下跌幅度在历史上甚为罕见。自全球原油价格于去年6月触顶以来，西德州中质原油及布兰特原油价格在短短半年内已录得逾五成的惊人跌幅。目前原油价格徘徊于每桶50美元，为2009年环球经济踏入复苏以来的最低水平(表1)。

表 1: 原油价格 (美元/每桶)



资料来源: CEIC, 恒生银行

表 2: 采购经理指数 (季度平均)



资料来源: Markit, 汇丰集团, 恒生银行

过去多次的原油熊市，多由需求减弱触发。而此轮油价调整却有别于以往，主要因为供应状况发生变化所致。2014年环球经济状况虽并无太大起色，但其表现在下半年已明显回稳(表2)。事实上，在伊斯兰国武装人员攻占伊拉克石油重镇摩苏尔(Mosul)，严重威胁当地油组运作的短短一星期后，原油价格便告见顶回落。对稳定油价扮演重要角色的石油输出国组织(OPEC)，过往在油价急跌期间往往选择减产，但在11月的会议上却出乎意料地宣布维持产油量不变，向市场传达原油供过于求的状况可能延续至2015年甚至更长时间的利淡讯息。刻下，除了全球经济温和放缓的影响外，供应过剩持续亦可能令油价进一步受压。在此背景下，分析油价下滑对本港经济可能带来的潜在影响显得尤其重要。

## 如何评估有关影响

目前普遍被市场认同的分析是油价每下跌10%，经济增幅便可提高约0.1至0.2个百分点。值得注意的是，上述估计多为宏观经济模型推算的结果，在解读有关结果时需持审慎态度。利用一般经济模型进行测算的主要问题在于结果反映各因素间的平均变化关系。在现实生活中，各因素间的定量关系却往往随着时间而改变。譬如，



近年各国对原油依赖度下滑，加上能源使用效益不断提升，令现时石油供应变化对经济的冲击较以往为低。

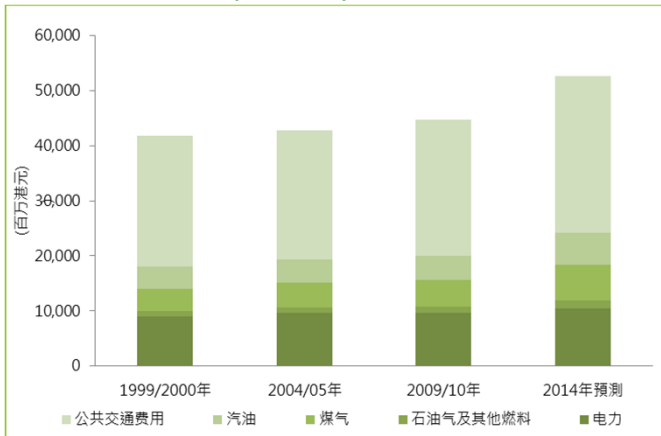
我们认为，油价回落难以显著改变香港当前的经济形势。油价急挫固然可为经济增长提供额外动力，但其作用不宜高估。过去半年油价下滑50美元，我们估计这可提高2015年本港本地生产总值约0.2个百分点。下文将作详细分析，油价下滑对本港的刺激作用主要体现于私人消费扩张，其对出口的作用虽属正面，但贡献程度却相当有限。

### 提高消费者可支配收入

油价变动可从不同渠道影响宏观经济。单看内需，油价回落的影响主要体现于两方面：其一，对私人消费的正面贡献；其二，对石油相关投资构成的负面影响。由于本港缺乏具经济价值的天然资源，与石油相关的投资项目规模微不足道，下文将集中讨论油价下滑如何影响私人消费水平。

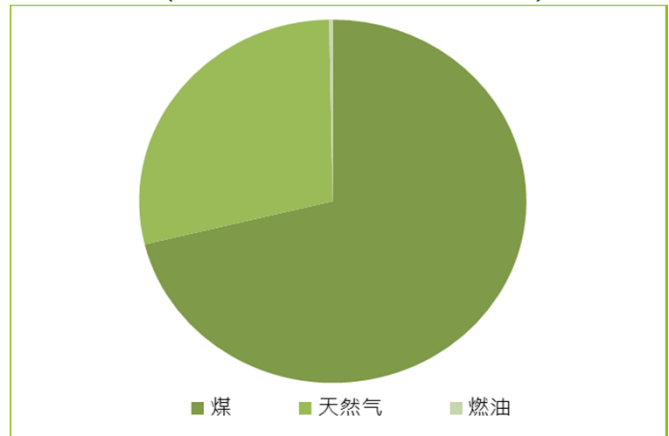
首先，我们收集了本地住户用于燃料及交通开支的数字。这数字应该能够有效反映本港用于燃油相关产品的消费规模。根据最新一期的《住户开支统计调查》，在2009至2010年，本地住户合总花费447亿港元于燃油相关产品，其中包括电力费用及交通开支。由于官方统计数字自2010年后并无更新数据，为此，我们利用消费物价分类指数升幅调整各项开支，把燃油相关产品的消费数字更新至2014年，结果列载于表3。在2014年，香港本地住户用于燃油相关产品的总消费额估算达527亿港元。稍作推算，可得出油价下滑直接提高本地居民可支配收入270亿港元的结果。单是此额外收益，便等于本地生产总值的1.2%。

表 3: 住户每年开支 (百万港元)



资料来源: 香港政府统计处, 恒生银行

表 4: 发电量 (按燃料划分、占总发电量百分比)



资料来源: 世界银行, 香港环境局, 恒生银行



不过，在判断油价回落对经济增长的影响时，上述过于简单的分析却忽略了三项重要因素。首先，本港现时的发电燃料组合是以燃煤为主；其次，原油价格变幅并非完全反映在零售燃料价格；最后，住户可能保留部份甚至全部收益，而非悉数用作消费。换言之，上述估算结果很可能高估了油价下滑对促进经济增长的作用。

因此，有关估算需要修正，重新考虑上述因素的影响。我们相应地作出以下调整：

- 为了合理反映燃油仅占本港发电燃料组合0.3%的事实，我们下调了电力费用对住户开支变化的影响。
- 我们尝试以回归分析判断布兰特原油价格与本地零售燃油价格间之变化关系。我们发现，在其他因素不变下，每当布兰特原油价格下跌1%，本地零售燃油价格将跟随下跌0.3%。
- 我们假设，在油价出现变化后的四个季度，55%的额外收益将用于消费。

表 5: 对私人消费开支之正面影响

经调整后住宅用于燃油相关产品之总开支	423亿港元
原油价格调整幅度	-50%
对零售燃油价格之传导作用	30%
短期消费倾向	55%
对消费的估算影响	↑ 35亿港元 (占本地生产总值0.16%)

资料来源: 香港政府统计处, 恒生银行

在进行相关调整后，此轮油价调整可望直接提高本地私人消费额约35亿港元。为了更精确分析其影响，这结果应加入另一重要因素。国际货币基金组织 (IMF) 在2014年发表的研究<sup>1</sup>显示，油价回落有助巩固市场信心，其间接作用之贡献不亚于直接刺激。有鉴于此，我们引用内部模式，假设长期收入增长率上升0.15个百分点，以评估信心提升之影响。在计入对市场信心之间接影响后，油价下滑料可为本地经济增长带来0.2个百分点的额外贡献。

<sup>1</sup> 2014年10月期《世界经济展望》

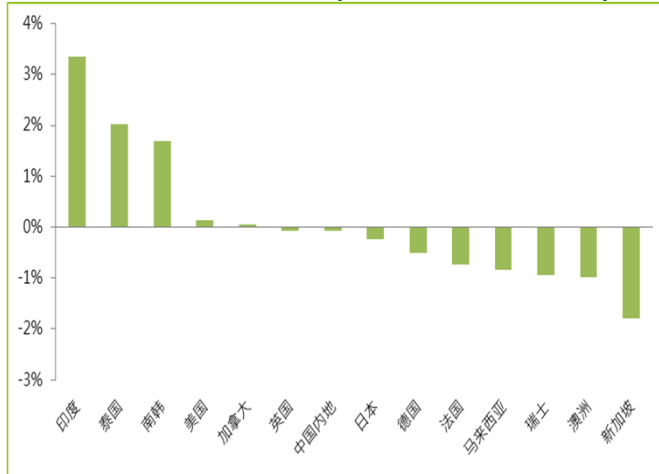


## 对出口之影响属中性

油价波动传导至实体经济的另一重要渠道为对外贸易。理论上，油价下跌对全球经济只有轻微影响。倘原油产量及消耗量维持相若，油价下跌仅反映原油输出国的收入转移到原油进口国。尽管原油进口国将受惠于贸易状况改善及实质收入上升，这却对全球整体产出水平无足轻重。不过，在现实生活中，收入转移往往并非零和游戏。相比起原油进口国，原油输出国更倾向储蓄大部分收入，故油价下滑引发的收入转移有利于提高全球整体消费水平。

香港本身高度依赖进口原油，惟需留意本港出口市场遍及多国，贸易伙伴同时包括原油输出口国及进口国（表 6），油价下滑对本港贸易的影响并非百利而无一害。对于包括本港在内的众多国际贸易中心而言，油价下滑的作用却是利害参半。分析难处在于传统宏观经济模型未必能够掌握不同贸易伙伴的个别特点。为简化分析，我们假设本港贸易伙伴对原油的短期需求量不会因油价波动而变化。基于此假设，各国石油制品贸易平衡之变化，便可理解为油价下跌对各国经济增长的贡献。

表 6: 对石油制品的贸易平衡 (占本地生产总值百分比)



资料来源: 联合国, 恒生银行

表 7: 油价下滑对经济增长的贡献 (占本地生产总值百分比)



资料来源: 联合国, 恒生银行

对于本港大部份贸易伙伴而言，若油价于2015年都维持于每桶50美元，其对经济增长的影响将介乎-0.5至0.5个百分点（表 7）。这结果与经济合作与发展组织（OECD）的研究结果相近<sup>2</sup>。再按照各地占本港总出口比重综合计算，我们可得出油价回落对本港出口增长的整体影响。

<sup>2</sup> 经济合作与发展组织于2001年9月发表的第306号工作报告《Standard Shocks in the OECD Interlink Model》

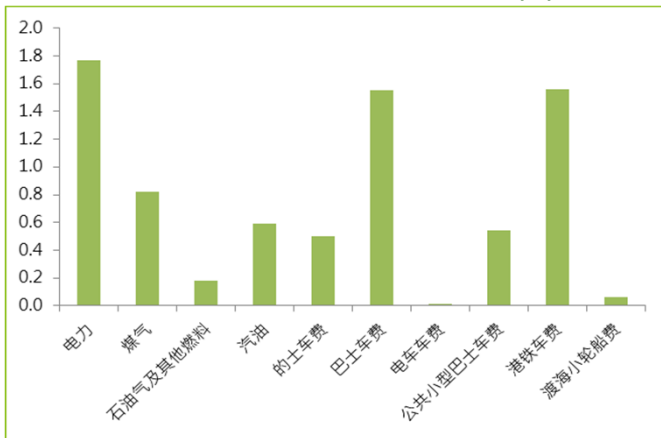


以贸易价值权重计算，本港从贸易渠道得到的支持相当温和，其对经济增长的贡献估计低于0.1个百分点，其中一个解释就是本港出口市场同时覆盖贸易状况正在恶化的原油出口国。此外，「页岩革命」(shale revolution)大大减低了美国对进口原油的依赖，亦削弱了油价回落对地方经济的支持作用。总括而言，我们认为油价回落并未为本港贸易环境带来根本性的变化。

### 通胀压力纾缓

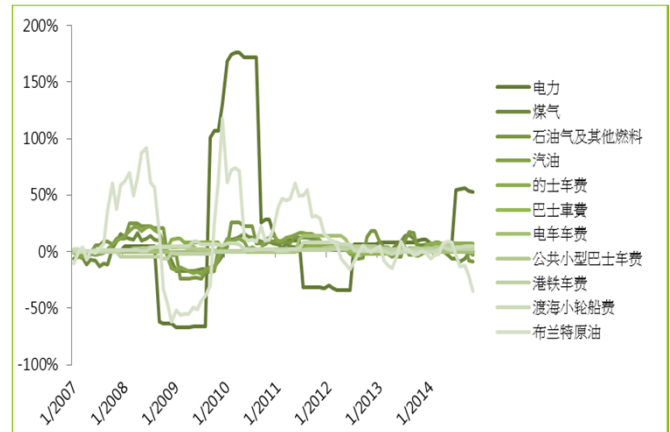
尽管油价滑落对经济发展的影响尚待观察，全球各地通胀水平已明显受其影响而快速下滑。在本港，燃油相关产品在综合消费物价指数篮子中占比为7.6% (表8)。至于最终对通胀影响如何，端视乎炼油厂及零售商调节利润率的幅度，令原油价格变幅反映在零售价格之上。

表 8: 燃油相关产品占消费物价指数篮子比重 (%)



资料来源: 香港政府统计处, 恒生银行

表 9: 燃油相关产品价格 (%、按年)



资料来源: 香港政府统计处, 恒生银行

由于综合消费物价指数内各燃油相关产品定价机制有别，其与原油价格之间的关系亦需逐一识别及评估。从表9可见，煤气、石油气及汽油价格与原油价格变幅较为一致，反观公共交通费用变化则平稳得多。

参考2009年大宗商品进行深度调整的经验，我们假设原油价格变幅之四成会传导至煤气、石油气及汽油价格，一成变幅会传导至电力费用，而5%变幅则会传导至公共交通费用。按此假设推论，近月原油急跌可以降低本港2015年通胀率约1个百分点。由于我们原来的预测已经考虑到油价急跌的影响，我们维持年内通胀显著下滑的判断，估计2015年整体通胀率将由2014年预测的4.4%，下降至3.5%。





香港经济统计数据

2015年1月

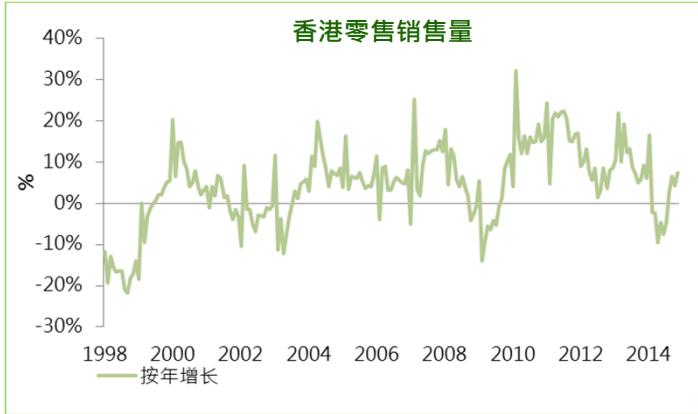
	本地生产总值		零售销售量		对外贸易					失业率 %	消费物价 指数 按年增长 (%)
	名义(10亿港元)	实质按年增长 (%)	按年增长 (%)	按年增长 (%)	整体出口		进口		贸易差额 10亿港元		
					10亿港元	按年增长 (%)	10亿港元	按年增长 (%)			
2006年	1,503	7.0	7.2	5.7	2,461	9.4	2,600	11.6	-138.8	4.8	2.0
2007年	1,651	6.5	12.8	10.1	2,688	9.2	2,868	10.3	-180.5	4.0	2.0
2008年	1,707	2.1	10.6	5.0	2,824	5.1	3,025	5.5	-201.1	3.5	4.3
2009年	1,659	-2.5	0.6	-0.8	2,469	-12.6	2,692	-11.0	-223.3	5.2	0.5
2010年	1,776	6.8	18.3	15.5	3,031	22.8	3,365	25.0	-333.8	4.3	2.4
2011年	1,934	4.8	24.8	18.4	3,341	10.1	3,767	11.9	-426.4	3.4	5.3
2012年	2,037	1.5	9.0	7.0	3,434	2.9	3,912	3.9	-478.0	3.3	4.1
2013年	2,125	2.9	11.0	10.8	3,562	3.6	4,065	3.8	-502.9	3.3	4.3
2014年预测	2,227	2.1	1.0	1.0	3,704	4.0	4,248	4.5	-543.4	3.3	4.4
2015年预测	2,345	2.6	6.0	5.0	3,890	5.0	4,503	6.0	-613.1	3.5	3.5
2013年第1季	507	2.9	13.9	14.1	813	3.9	923	4.9	-110.6	3.5	3.7
第2季	491	3.0	16.1	15.0	859	2.4	996	3.5	-136.6	3.3	4.0
第3季	548	3.0	7.5	6.9	931	3.3	1,049	2.7	-118.7	3.3	5.3
第4季	580	2.9	6.8	7.0	960	4.8	1,097	4.4	-137.0	3.2	4.3
2014年第1季	531	2.6	4.2	4.0	818	0.7	942	2.1	-124.0	3.1	4.1
第2季	518	1.8	-7.0	-7.2	901	4.8	1,042	4.6	-140.7	3.2	3.7
第3季	576	2.7	1.6	1.6	985	5.9	1,109	5.7	-124.0	3.3	4.8
2013年1月	不适用	不适用	10.5	10.4	305	17.6	332	23.9	-27.5	3.4	3.0
2月	不适用	不适用	22.7	21.9	216	-16.9	250	-18.3	-34.0	3.4	4.4
3月	不适用	不适用	9.8	10.1	292	11.2	341	11.3	-49.2	3.5	3.6
4月	不适用	不适用	20.7	19.4	290	9.0	333	7.7	-42.7	3.5	4.0
5月	不适用	不适用	12.9	12.2	292	-1.0	336	1.7	-44.3	3.4	3.9
6月	不适用	不适用	14.7	13.3	278	-0.2	327	1.4	-49.7	3.3	4.1
7月	不适用	不适用	9.3	8.7	305	10.6	343	8.3	-37.2	3.3	6.9
8月	不适用	不适用	8.1	7.2	307	-1.3	347	-0.2	-39.6	3.3	4.5
9月	不适用	不适用	5.0	4.9	318	1.5	360	0.4	-42.0	3.3	4.6
10月	不适用	不适用	6.3	5.9	323	8.8	361	6.3	-38.1	3.3	4.3
11月	不适用	不适用	8.5	9.1	326	5.8	370	5.2	-44.6	3.3	4.3
12月	不适用	不适用	5.7	6.1	311	0.0	365	1.8	-54.4	3.2	4.3
2014年1月	不适用	不适用	14.4	16.7	303	-0.4	323	-2.7	-20.0	3.1	4.6
2月	不适用	不适用	-2.2	-2.2	213	-1.3	267	6.8	-53.7	3.1	3.9
3月	不适用	不适用	-1.5	-2.5	302	3.4	352	3.2	-50.4	3.1	3.9
4月	不适用	不适用	-9.9	-9.6	286	-1.6	341	2.4	-55.3	3.1	3.7
5月	不适用	不适用	-3.9	-4.6	306	4.9	348	3.7	-42.4	3.1	3.7
6月	不适用	不适用	-6.9	-7.5	309	11.4	352	7.6	-43.1	3.2	3.6
7月	不适用	不适用	-3.2	-4.6	326	6.8	368	7.5	-42.1	3.3	4.0
8月	不适用	不适用	3.5	2.8	327	6.4	359	3.4	-31.5	3.3	3.9
9月	不适用	不适用	4.8	6.6	332	4.5	382	6.3	-50.4	3.3	6.6
10月	不适用	不适用	1.4	4.3	332	2.7	382	5.6	-49.8	3.3	5.2
11月	不适用	不适用	4.1	7.5	327	0.4	379	2.4	-52.2	3.3	5.1
年初至今	1,625	2.4	0.2	0.8	3,363	3.4	3,853	4.2	-490.8	3.3	4.4

	存款总额		人民币存款总额		贷款总额		货币供应 (总M3)	住宅物业 价格指数	写字楼 租金指数	抵港旅客	
	10亿港元	按年增长 (%)	10亿人民币	按年增长 (%)	10亿港元	按年增长 (%)	按年增长 (%)	年初至今 (%)	年初至今 (%)	千人	按年增长 (%)
2006年	4,757	17.0	23	3.6	2,468	6.7	15.5	4.1	15.0	25,251	8.1
2007年	5,869	23.4	33	42.7	2,962	20.0	20.6	25.7	14.6	28,169	11.6
2008年	6,060	3.2	56	67.8	3,284	10.9	2.6	-11.1	9.2	29,500	4.7
2009年	6,381	5.3	63	11.9	3,289	0.1	5.2	28.5	-9.8	29,590	0.3
2010年	6,862	7.5	315	402.2	4,227	28.6	8.0	21.0	12.5	36,030	21.8
2011年	7,591	10.6	589	86.9	5,081	20.2	12.9	11.1	15.5	41,921	16.4
2012年	8,297	9.3	603	2.5	5,569	9.6	11.0	25.7	7.7	48,615	16.0
2013年	9,180	10.7	860	42.7	6,457	16.0	12.4	7.7	7.1	54,299	11.7
2014年预测	10,189	10.0	不适用	不适用	7,168	11.0	12.5	0.0	0.0	61,358	13.0
2015年预测	11,364	11.0	不适用	不适用	8,033	12.0	12.0	-4.0	-4.0	66,880	9.0
2013年第1季	8,353	8.9	668	20.5	5,738	10.4	9.6	5.4	3.0	12,742	13.5
第2季	5,481	10.1	698	25.1	6,098	14.7	10.9	6.9	6.0	12,624	13.7
第3季	8,906	12.2	730	33.8	6,399	18.1	13.4	7.9	7.5	14,499	11.1
第4季	9,180	10.7	860	42.7	6,457	16.0	12.4	7.7	7.6	14,434	9.0
2014年第1季	9,189	10.0	945	41.4	6,826	19.0	12.1	-0.6	1.0	14,698	15.3
第2季	9,612	13.3	926	32.7	7,074	16.0	15.0	2.1	2.3	13,831	9.6
第3季	9,920	11.4	944	29.4	7,210	12.7	12.2	8.6	3.8	16,130	11.2
2013年1月	8,535	11.2	624	8.3	5,685	11.1	12.4	2.2	0.4	4,633	11.9
2月	8,436	9.0	651	15.1	5,671	10.1	9.8	5.4	1.7	4,022	19.3
3月	8,353	8.9	668	20.5	5,736	10.4	9.6	5.4	3.0	4,087	10.2
4月	8,475	9.4	677	22.6	5,804	10.7	10.3	5.2	4.5	4,280	11.5
5月	8,577	12.8	698	26.1	5,903	12.3	13.5	5.8	4.9	4,142	13.8
6月	8,481	10.1	698	25.1	6,096	14.6	10.9	6.9	6.0	4,201	16.0
7月	8,607	10.8	695	23.4	6,181	15.1	11.6	7.7	6.7	4,832	10.6
8月	8,652	10.3	709	28.5	6,263	16.9	11.3	8.2	8.0	5,358	9.4
9月	8,906	12.2	730	33.8	6,399	18.1	13.4	7.9	7.5	4,309	13.9
10月	8,973	10.9	782	40.9	6,406	17.8	12.4	7.8	7.1	4,632	9.1
11月	9,065	11.2	827	44.8	6,460	17.7	12.6	7.6	7.7	4,580	8.6
12月	9,180	10.7	860	42.7	6,457	16.0	12.4	7.7	7.6	5,222	9.3
2014年1月	9,184	7.6	893	43.2	6,697	17.8	9.6	-0.2	-0.2	5,455	17.8
2月	9,330	10.6	920	41.2	6,908	21.8	12.8	-0.3	0.4	4,417	9.8
3月	9,189	10.0	945	41.4	6,826	19.0	12.1	-0.6	1.0	4,825	18.1
4月	9,392	10.8	960	41.8	6,852	18.1	12.5	0.0	1.3	4,748	10.9
5月	9,522	11.0	956	36.8	6,966	18.0	12.6	0.9	2.0	4,591	10.8
6月	9,612	13.3	926	32.7	7,074	16.0	15.0	2.1	2.3	4,493	6.9
7月	9,848	14.4	937	34.8	7,141	15.5	15.9	4.6	3.2	5,374	11.2
8月	9,855	13.9	937	32.0	7,142	14.0	15.2	6.6	3.5	6,010	12.2
9月	9,920	11.4	944	29.4	7,210	12.7	12.2	8.6	3.8	4,747	10.2
10月	10,037	11.9	944	20.7	7,282	13.7	12.1	10.3	3.8	5,214	12.6
11月	10,075	11.1	974	17.8	7,287	12.8	11.2	11.8	4.1	5,300	15.7
年初至今	10,075	11.1	974	17.8	7,287	12.8	11.2	11.8	4.1	55,172	12.4

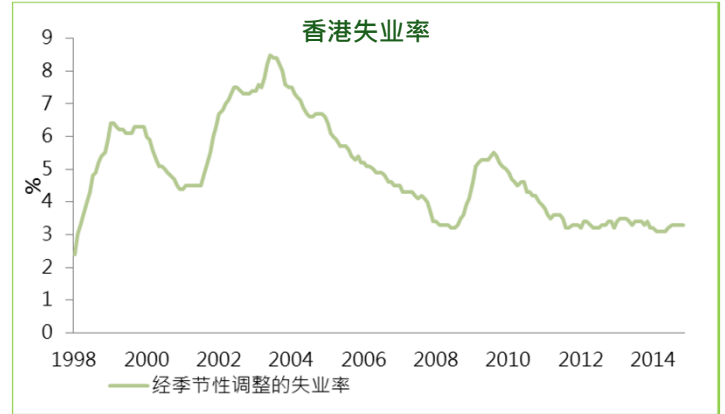
资料来源: 香港政府统计处, 金管局, 差饷物业估价署, 旅发局, CEIC, 恒生银行



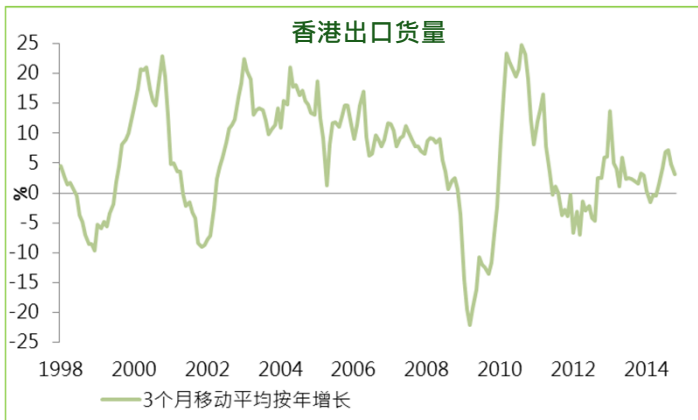
香港经济月报



资料来源：CEIC, 恒生银行



资料来源: CEIC, 恒生银行



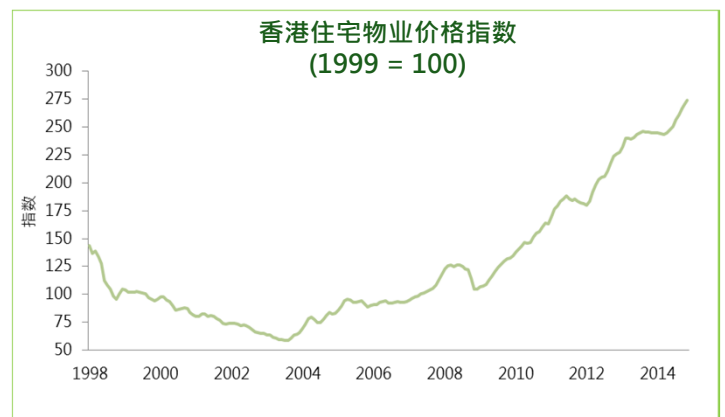
资料来源: CEIC, 恒生银行



资料来源: CEIC, 恒生银行



资料来源: CEIC, 恒生银行



资料来源: CEIC, 恒生银行





## 免责声明

本档由恒生银行有限公司（「恒生」）提供，内含之资料，乃从相信属可靠之来源搜集，而当中之意见仅供参考之用，意见内容不一定代表「恒生」之见解。撰写本档之分析员证明于本档内所发表之意见，乃准确反映分析员就有关金融工具或投资项目之个人意见，而有关分析员过去、现在或未来之报酬，并无任何部份直接或间接与本文件内之特定建议或意见有关。本档的内容并非(亦不可作为)买卖外汇、证券、金融工具或其他投资之要约或邀约。本档的任何部份均严禁以任何方式再分发。

本文件所载之数据或只属指示性，并且未经独立核对。「恒生」对当中所载之任何数据、推测或意见，或作出任何此等推测或意见之基础的公正性、准确性、完整性或正确性并无作任何明示或默示的担保、申述、保证或承诺，亦不会就使用或依赖本档所载之任何数据、推测或意见承担责任或法律责任。投资者须对本文件所载数据及意见的相关性、准确性及充足性自行作出评估，并就此评估进行认为需要或合适的独立调查。所有此等数据、推测及意见均可予以修改而毋须事前通知。

「恒生」及其联系公司可以其名义买卖，可能有包销或有持仓于所有或任何于本档中提及的证券或投资项目。「恒生」及其联系公司可能就其于本档所提及的所有或任何证券或投资项目的交易收取经纪佣金或费用。

本文件所提及之投资项目未必适合所有投资者。投资者必须根据其各自的投资目的、财务状况及独特需要作出投资决定，并在有需要时咨询独立投资顾问。本档并不拟提供专业意见，因此不应赖以作为此方面之用途。

本档并无考虑任何收件人的特定投资目标、财务状况或特定需要。投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升亦可跌，而过往之表现亦不一定反映未来之表现。本档并不拟指出本档内提及之证券或投资项目可能涉及的所有风险。