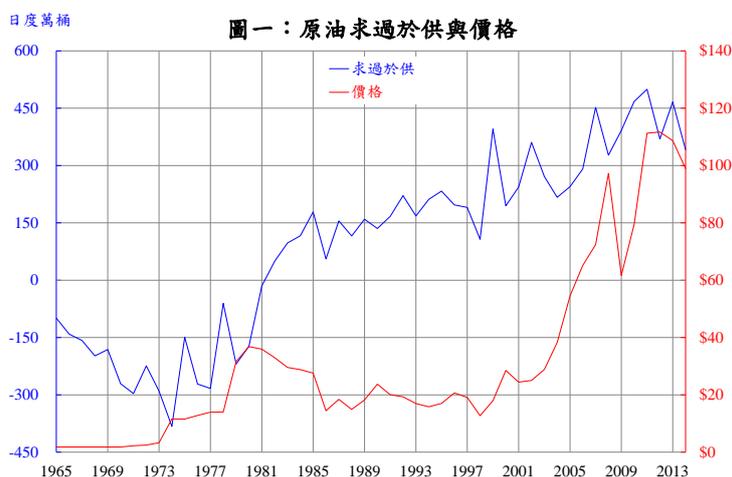


## 《信報》專欄〈一名經人〉

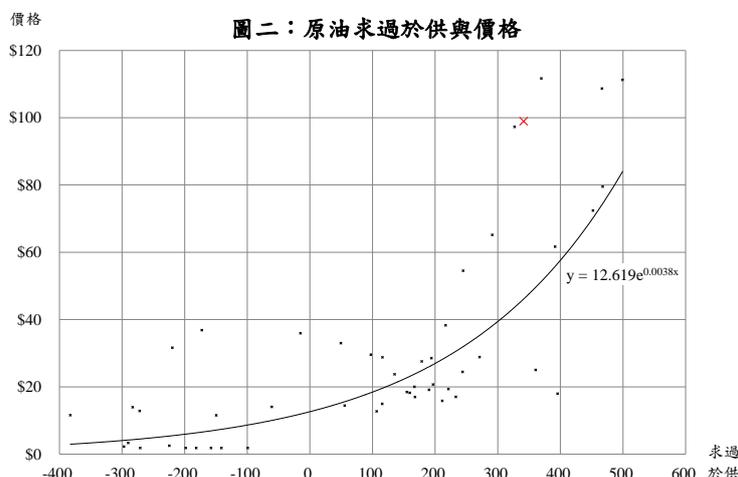
### 大多商品跟大隊 供求主導僅兩類

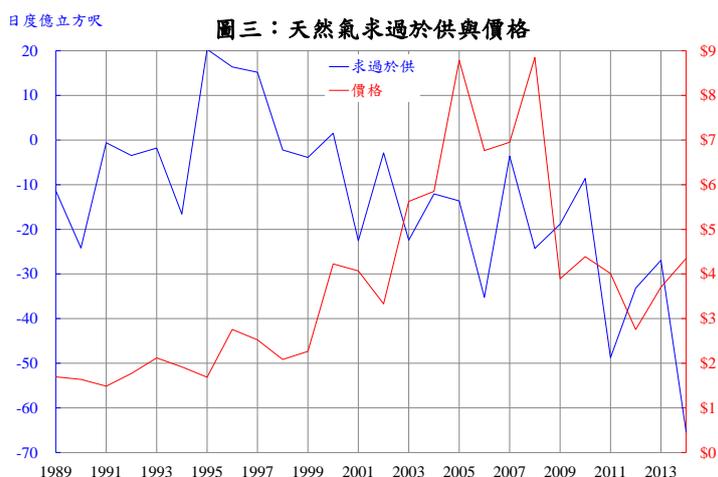
美元強勢，商品價格難以擺脫弱勢，油價雖然仍守四字頭，但金屬價格普遍破位。到底除了強元這大圍因素以外，各類商品本身的供求因素有否彰顯，解釋個別強弱呢？今文從能源、金屬及農產品三類商品中，各找兩種具代表性的來觀其價格及供求關係，當中供為生產、求為消耗；所有數據皆屬年度，最新的多為2014年，偶有2013年。

能源數據全部來自英國石油公司。原油方面，最早的全球供求紀錄始自1965年，自第一次石油危機至今，原油的求過於供缺口（即求減供，或消耗減生產）一直上升，但以1985年後的升速較前為慢，2006年後更僅呈上落格局【圖一】。以此來看油價，1980至90年代的顯然過低，但2000年代的升勢則有過之，近年回落實屬均衡搜索。

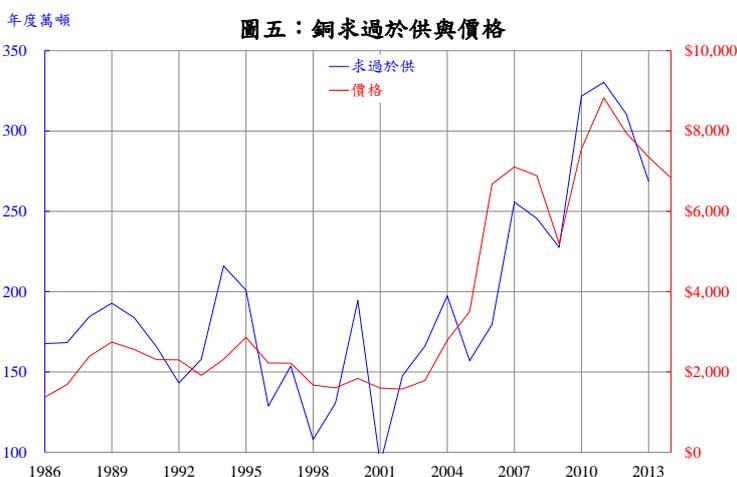
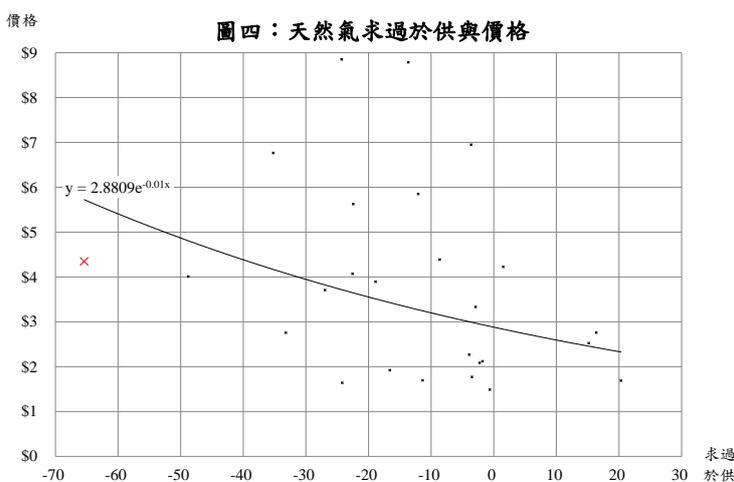


油價幾高才合理呢？資產價格普遍符合指數模式，故其對數應大致與求減供成正比。以此 fit 之，關係果然不錯【圖二】。以去年的求過於供水平判斷，合理油價約 50 美元（紅叉）。但據美國能源情報署（EIA）的月度數據估計，求減供缺口今年較去年差，不過明年將回復近去年水平。故明年合理油價應近去年的推算，即應重上近 50 美元。



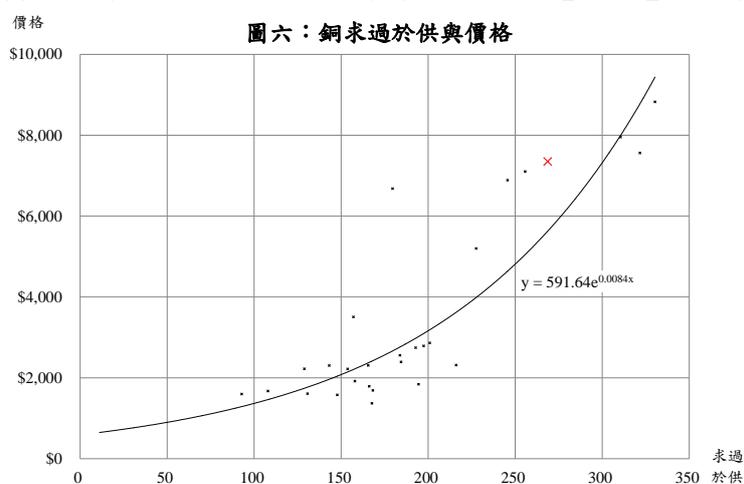


天然氣方面，供求數據雖遠至 1970 年代初，但價格數據卻遲至 1980 年代後期才有，故分析被迫由那時開始。踏入本世紀至今，天然氣一直供過於求，主要由於需求穩定，但供應持續增長。不過，近廿年來價格並非如求供缺口般持續下跌，而是首十年先升，近七年才跌【圖三】。然則求過於供與價格上落不一致，前者高位較後者早十年出現。將兩者以散點圖示，亦見兩者不呈應有的正比關係，可見供求不能解釋價格【圖四】。因此可以推斷，天然氣價受外圍商品價格走勢的影響，還多於本身市場的供求因素。

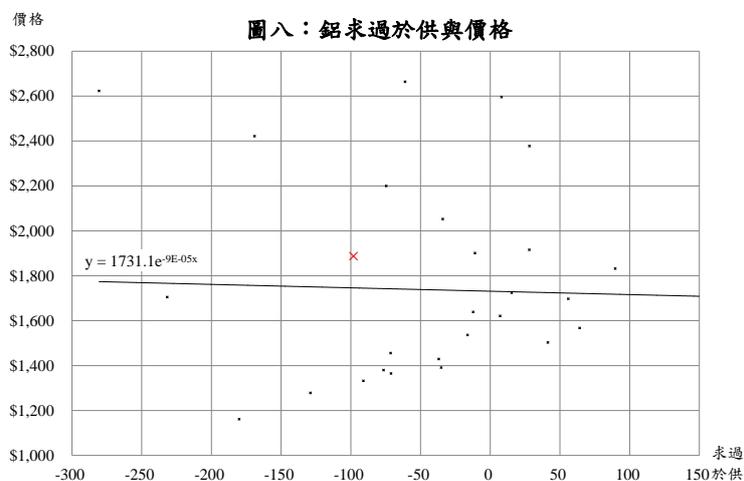
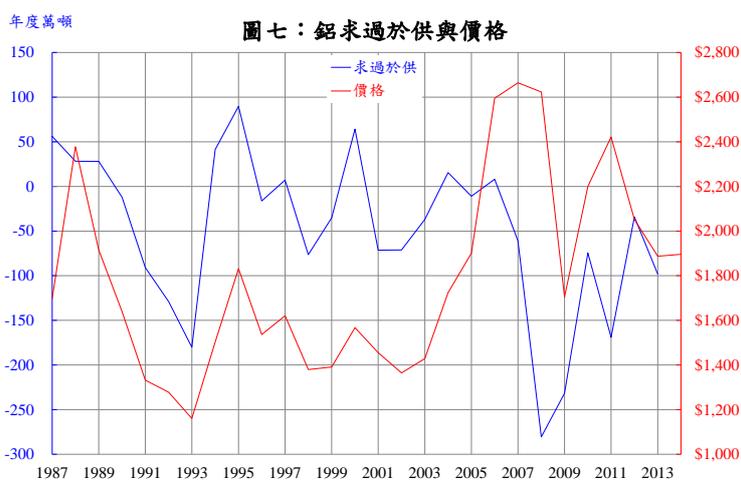


看過能源，輪到金屬類別。不計因有貨幣性質這一難以衡量需求多寡的貴金屬外，

交投最活躍的應數期銅。銅的求過於供跌勢在 2001 年扭轉，截至 2012 年止皆呈升勢，都拜新興市場的黃金十年所賜；同期價格升勢亦見吻合【圖五】。近年固然無以為繼。

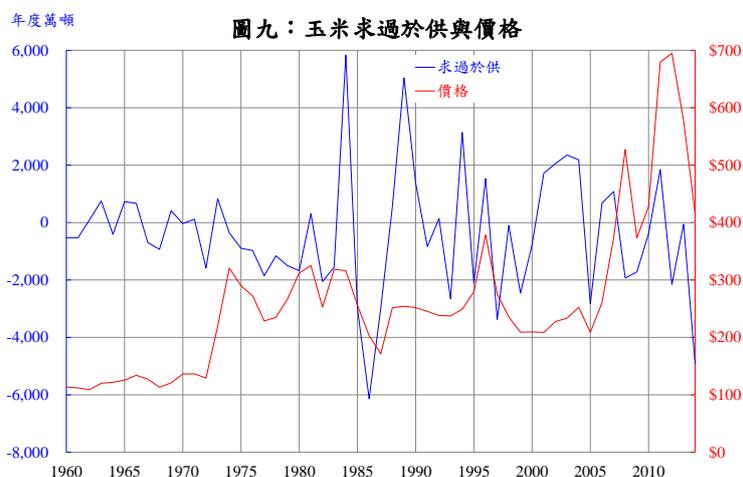


再以散點圖示，即見求過於供與價格對數呈不錯關係【圖六】。以此推算，最新的 2013 年求供缺口預示合理銅價約 5,500 美元。按世界金屬統計局 (WBMS) 月度統計，目前銅的求過於供跟 2013 年水平相若，換言之今年中所處的 5,500 美元或已達均衡。固然，價格向下搜尋過程多會過度，但基本因素蓋已反映，無怪拼圖亦料底應不遠。

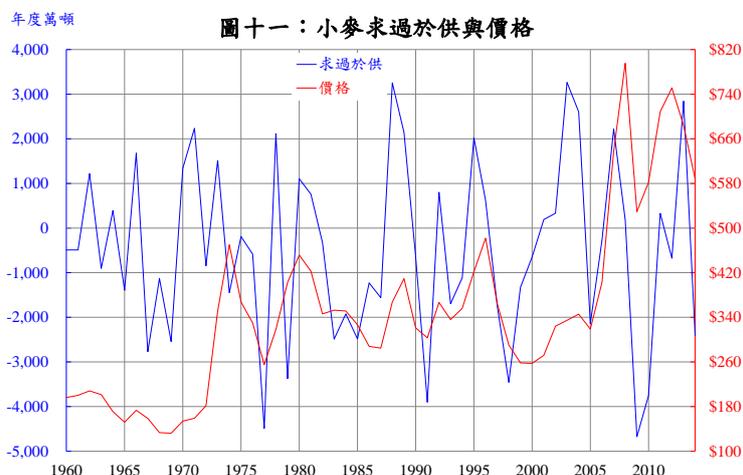
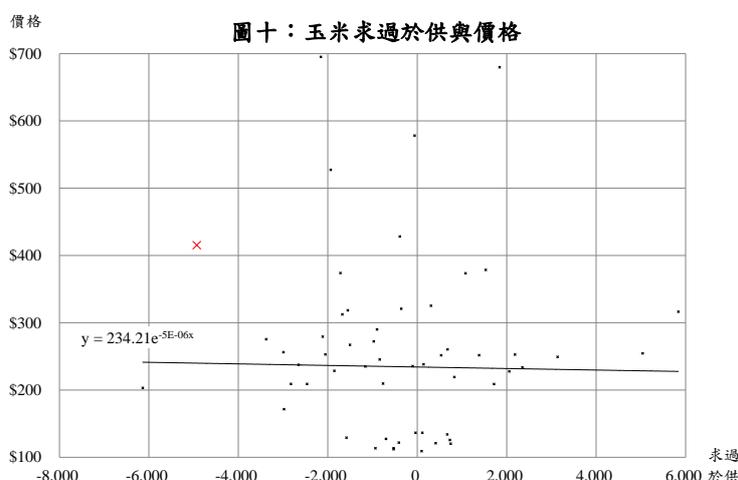


另一主流金屬鋁又如何呢？近十幾年的求過於供情況，顯然沒銅般呈現單邊向上；

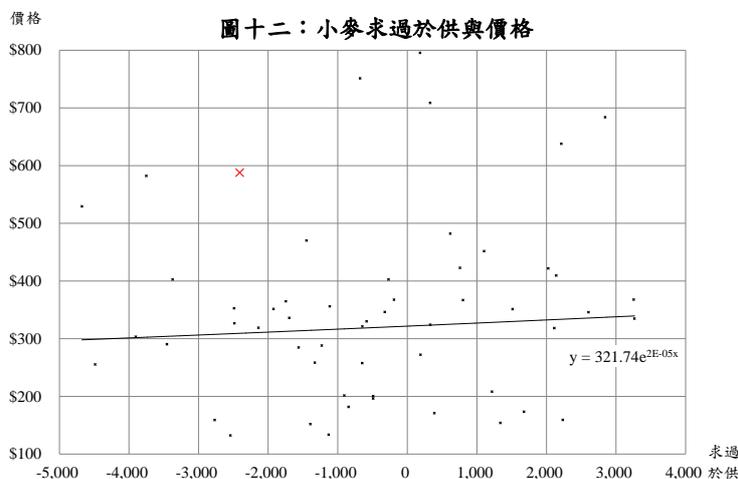
而價格走勢與求過於供的關係亦不太明顯【圖七】。如果交投活躍的銅類比原油的話，那麼鋁或可以類比天然氣市場，後兩者價格較受外圍商品走勢影響多於自身供求因素。將鋁價與求過於供以散點圖示亦未見關係【圖八】，儘管未至於如天然氣般關係反比。



最後輪到農產品市場，先看玉米。觀圖可見，多年來的供求缺口未見單邊趨升或跌【圖九】。跟能源或金屬不同，農產品會腐壞，故供應在較大程度上會參照食用需求，避免過大缺口。事實上，玉米價格除在第一次石油危機及十年前炒生物燃料升過以外，其餘日子都呈橫行。將供過於求及價格以散點圖示，亦見兩者幾乎沒有關係【圖十】。



最後到小麥。跟玉米相似的是，小麥的求過於供亦多年來呈隨機、無規律的模式；至於價格則亦僅於1973及2006年這兩潮升過【圖十一】。散點圖亦顯示兩者幾無關係【圖十二】。然則從最新（2014年）價格來看，則兩種農產品價仍遠高於歷史均值。



今文所見，商品價格受供求影響的，很可能僅較為人熟知、交投活躍的某些市場。其他市場較小，或不屬生產資源的農業品類，則供求無法解釋價格，即使長遠也不能。故展望商品的較佳做法，是針對一些主要的如油、銅等，先有供求因素對價格的判斷，然後再將這大方向的展望套進其他商品。既然油、銅皆用作生產，而生產前景仍黯淡，故整個商品市場短期內仍難有起色。至於價位目標，則難免要靠技術。以回調上次升市76.4%幅度計，油價低位目標為43.8美元，已見；銅價則3,426美元，目前顯然尚遠。

同樣幅度計，金價應見646美元。但如上文所述，貴金屬有難以量化的貨幣需求，故本文刻意避開四大貴金屬。金價回調61.8%為890美元，以此為低位目標較實際。

羅家聰  
環球金融市場部