



# 原物料面向引發之通膨隱憂

華南期貨◎邱睿弘

### 消費者物價指數創下最大增幅

自今年3月起，美國消費者物價指數（CPI）與剔除波動較大的食品與能源後的核心理消費者物價指數（CCPI）已經連續第四個月向上增加，由近兩個月的數據可以看見，5月份消費者物價指數年增率為5%，創下2008年8月以來最大增幅；核心理消費者物價指數年增率為3.8%，也創下1992年以來最高。然而最新公布的數據持續爆表，6月份的消費者物價指數年增率為5.4%（圖1）；核心理消費者物價指數年增率為4.5%，更創下近30年以來新高。由此可見，美國一般民眾的生活成本正在逐漸攀升，這也暗示著，美國國內的通膨壓力可能已經開始對民眾的日常生活造成影響。

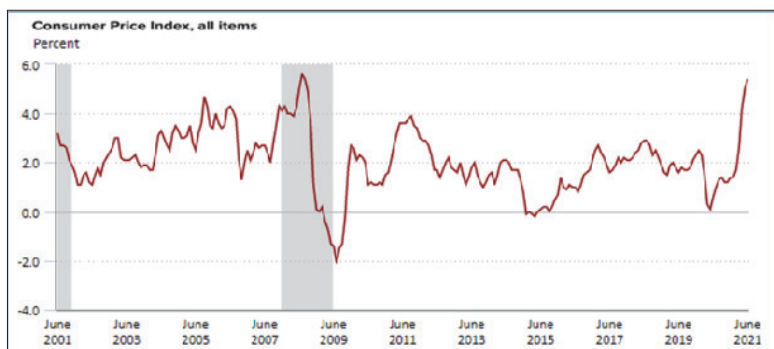


圖 1、美國消費者物價指數年增率  
圖片來源：U.S. Bureau of Labor Statistics

近幾個月以來消費者物價指數年增率竄升，部分原因在於2020年同期美國新冠疫情嚴重，多地實行封鎖措施後，物價隨貨品與服務需求銳減而驟降。如今經濟環境大變，低基期效應短期內可能持續影響通膨數據。然而“通膨”已從5月起成為全球經濟熱門關鍵字，彷彿去年3月疫情開始全球一片恐慌不敢消費，已經成為遙遠的過去式，原物料價格上漲、消費報復性反彈，還有一般民眾一年來累積的急難補助款，一次性把物價推升到頂點。

### 大宗商品齊漲，通膨已成事實

隨著國際巨頭接連宣布漲價，2021年4月20日，可口可樂表示將提高飲料價格；2021年4月21日，國際日化巨頭寶潔表示，將從今年9月開始提高嬰兒產品、成人紙尿褲和女性護理用品的價格，漲幅為5%至9%不等，並表示這可能是更大範圍商品漲價的預兆。這兩家國際巨頭漲價的原因都指向大宗商品價格上漲，加上部分國家新冠



疫情仍在流行，這引發市場對全面通膨是否到來的擔憂。

今年以來，大宗商品價格加快上漲，成為推高多國物價水平的共同原因。隨著全球經濟的恢復，需求更趨活躍，大宗商品價格走高，有著實際支撐。不過，當前全球經濟遠未達到正常水平，大宗商品價格大幅走高，泛濫的流動性也是重要因素。

目前疫苗接種正在全球推廣，美國疫苗接種率遙遙領先，在經濟加快復甦的過程中，3月中旬美國繼續出台1.9萬億美元紓困刺激法案，還將推動超過2萬億美元基礎建設計畫。美國宏觀政策外溢性明顯，通膨預期尚未推動其國內政策轉向，卻引發部分新興市場經濟體率先加息。全球市場對通膨的討論在於兩點，一則在於全球大宗商品價格走勢，會多大程度影響消費者物價水平；二則在於疫情期間寬鬆政策何時轉向，各類資產價格面臨高估。

“通貨膨脹本質上是一種貨幣現象”，這是經典的經濟學理論。但是，消費端的通膨已經消失很多年。自2008年全球金融危機以來，歐美日等發達經濟體極盡各種寬鬆手段，在推動經濟回歸潛在增速，但是消費端的物價水平始終難以達到2%的政策目標。這也是為什麼當前流動性創新高，但對於是否出現“惡性通膨”，市場依然存在嚴重分歧。

需要指出的是，以CPI為代表的消費者物價指數，難以衡量全部的通膨。持續寬鬆的

貨幣政策，推高了大宗商品、房地產等資產價格，這種顯而易見的通膨，會加劇貧富分化，不利於經濟的健康發展。

### 銅、油、鐵狂飆，史上最強原物料漲勢！

如果有從事原物料商品交易行業的，會發現自去年下半年以來，原物料的價格就不斷的上漲，例如銅（圖2）、鐵礦砂（圖3）、原油（圖4）、紙漿、白糖、棉花等等；特別是今年以來，漲幅更是明顯，部分原物料價格甚至一個月內漲幅達到了20%以上，令人震驚。

對於原物料的價格的變動，一般民眾並不了解，但是對於終端的價格，則有切身的感受。例如銅是用於製作電機的，石油的提煉物是塑料的主要來源，而鐵礦砂生產的鐵用途更多，所以原物料價格的上漲必定會帶動終端商品價格的上揚。從2020年12月末到目前，白色家電產品的價格都出現了不同程度的漲價，包括電視機、油煙機、洗衣機在內的很多家電產品漲幅都達到10%以上，個別產品漲幅甚至達到20%以上。



圖 2、銅期貨價格走勢圖

圖片來源：CME



# Cover Story



圖 3、鐵礦砂期貨價格走勢圖

圖片來源：CME



圖 4、輕原油價格走勢圖

圖片來源：CME

其實原物料價格上漲的原因無非貨幣超發、產量下降及美元計價等三個因素。

## 一、貨幣超發

按照經濟學的原理來說，在一定時間內，社會上商品的總量是固定的，如果發行與其相對應的貨幣量，那麼整個社會上的商品與貨幣的價值就是相等的，假設目前社會上全部商品的價值為100萬億，發行的貨幣也是100萬億，那麼此時1塊錢等於1元價值的商品；但如果實際發行的貨幣量超過商品的實際價值，就會造成通貨膨脹（貨幣貶值，物價上漲）。假設目前狀況變成社會

上全部商品的價值為100萬億，但發行的貨幣卻是200萬億，那麼此時2塊錢仍等於1元價值的商品，無形之中，商品的價格就提升了，貨幣的價值就下降了。

2020年全球最大的事件當屬新冠疫情，在疫情爆發後，各國紛紛採取量化寬鬆的經濟刺激政策，不斷加印鈔票，從2020年3月中旬到2021年6月底，美聯儲的資產負債表擴張了將近4萬億美元（圖5），因為美元是世界貨幣，這種印鈔方式，差不多相當於讓全世界75億人每人都必須出血400美元，來救助美國企業和個人。所以各國央行的貨幣超發必將導致原物料價格上漲，當然由於超

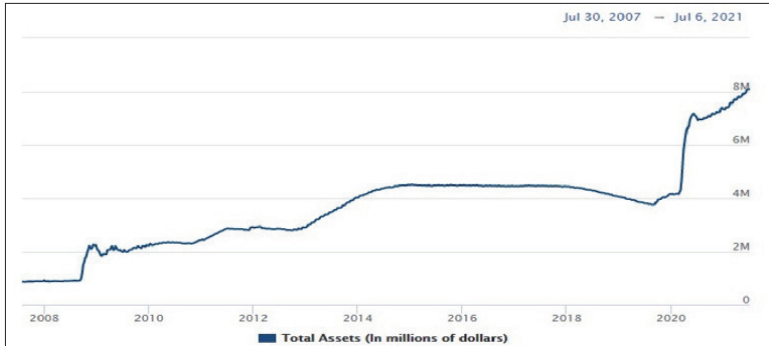


圖 5、美聯儲資產負債表

圖片來源：美聯儲

發的貨幣流通到市場因而影響終端的價格需要一定的時間，所以原物料的價格從去年下半年才開始上漲，而終端商品的價格到年末才開始上漲，這是價格傳導的時效性所致。

## 二、產量下降

自2020年疫情在全球爆發以來，除了部分國家對疫情能有所控制外，其餘國家現階段尚處於疫情陰霾中，不少企業的生產也受到影響，例如汽車芯片行業，受疫情影響全球芯片供應商迎來短缺潮，市場更是預計，2021年全球範圍內的汽車芯片短缺將造成多達450萬輛汽車產量的損失，而這已經相當於全球汽車年產量的近5%。所以市場上產品供不應求，必將造成產品價格的上漲。

當經濟經歷衰退後並開始復甦時，生產鏈上的各個節點將開始消耗原物料，對於工業金屬、能源、鋼鐵等原物料會出現報復性需求，此時跌深的原物料價格將獲得買盤支持，而當下的供應商更因先前在衰退時期尚未復原產能吃緊，因此更容易出現市場供不應求、拉動原物料價格逆勢走升的狀況。而

在供給方面，除了全球各區受疫情影響產能未能恢復，更出現：原油市場OPEC+與沙特的自願減產協議；反聖嬰現象、乾旱危機衝擊農產品供給；南美智利銅礦輪番面臨疫情、罷工隱憂；中國唐山鋼鐵祭出限產禁令；缺船、缺工、缺櫃、塞港…等問題，使原物料面臨

短期供給緊張。

## 三、美元計價

全球主要的原物料商品皆以美元計價，因此兩者通常存在著反向關係。當美元走貶時將有利原物料價格走勢，主要是因為原物料進口國的實質購買力上升，提升商品需求以及市場風險偏好提高，資金轉向股市、新興市場、原物料等風險性資產。美元指數於去年3月流動性緊張期間最高突破102關口，但隨著美聯儲公布一連串貨幣寬鬆政策，支持家庭與企業信貸市場流動性、壓抑美元走勢，美元指數今年最低跌破90，間接給予原物料表現空間。

原物料價格基本上還是由供需來推動的，美元弱勢只是在背後成為推升價格的燃料而已。從目前2021年7月7日美聯儲公布6月15日至16日的聯邦公開市場委員會（FOMC）會議紀錄觀察，FOMC內部顯然已經開始針對縮減購債展開討論，相信美聯儲宣布縮表的時間點已經不遠了，當美聯儲開始與市場溝通縮表的時間點以及正式啟動



## Cover Story

縮表時，按照上一輪的經驗在進入緊縮式的貨幣政策後，實質利率將會出現顯著走揚，而在實質利率走高的帶動下，美元指數表現也不會太差，進而可能會壓抑當前原物料價格的漲勢。

綜上，在貨幣超發、需求復甦、產量下降以及弱勢美元等因素的影響下，原物料自2020年底後開始上升循環週期。原物料市場交投熱絡，景氣循環概念股、週期性類股重新獲得資金青睞，甚至引發市場對於「原物料超級循環」是否已經到來的猜想！

### 原物料超級循環是什麼？

所謂原物料超級循環（Commodities Supercycle）是因為需求的結構性改變，使得各種原物料價格維持在他們的長期趨勢之上很多年，甚至超過一個世紀。這種週期通常具備：全球經濟發生基本或結構性轉變、戰爭、革命或重大科技創新等特質，如運輸或通訊創新。像是1900年初期，美國當時進入了工業化以及都市化的一個過程，1950年代二次世界大戰之後歐洲及日本的重建，以及最近的一次是2000年開始，當時占全球40%人口的BRIC金磚四國，巴西（Brazil）、俄國（Russia）、印度（India）和中國（China）開始工業化、都市化，尤其是中國，對於原物料的高需求持續了一段非常長的時間。2000年的時候銅價是大概每公噸2000美金，被中國買到2011年每公噸近10000美金。全世界礦業公司的併購案

規模，從2002年的100億美金，因而成長到2007年的1500億美金。

美國的熊彼得（Joseph Scumpeter）與俄羅斯的康德拉季耶夫（Nikolai Kondratiev）兩位經濟學家分別針對超級循環發展出各自的分析基礎架構，並提出詳細的解說。

康德拉季耶夫的研究是：利用原物料商品價格、利率、工業生產和對外貿易等因素來敘述四十至六十年的長週期循環。最初經濟活動穩定上升、低利率和物價上漲，然而隨著資產價格泡沫開始形成，轉折點就會出現，接下來利率將開始上升，經濟成長則趨緩，這個循環的最後階段就是經濟衰退或蕭條，而到了這時，先前經濟榮景時期所累積的過剩產能就會開始瓦解。在漫長的超級循環裡，也常會出現一些短期的波動，這些短期波動通常是因某些外生因素（未被考慮到的變數）或預料因素（如氣候或戰爭）所造成，這些因素可能改變原物料商品價格的既有趨勢。

熊彼得的研究則是：聚焦在大型超級循環裡的較短期循環，把這個理論應用到原物料商品，推演出一個結論。一旦全球經濟出現結構性或根本變化，如戰爭、革命或運輸及通訊領域的重大創新，人類對天然資源的需求將暴增，由於供給無法滿足意外暴增的需求，資源的價格便會上漲，接下來原物料供給將隨著需求漸漸增加，只不過以多數工業原物料（如金屬或能源）來說，要新增穩定的供給量，有時可能得花上好幾年的時間，所以價格將維持相對高檔一段時間，而



等到供給終於漸漸能滿足需求後，消費水準可能已經開始降低，畢竟經過漫長的快速擴張期後，需求成長難免趨於平穩，漸漸停滯在一個較能永續發展的水準。

基本上，過去原物料超級循環，通常是全球主要經濟體像是美國、歐洲、中國、日本，發生了工業化、現代化或是戰後重建的過程，導致原物料的需求有了結構性的改變，然而原物料供給端卻無法在短期內跟上這樣結構性的需求改變。上一輪原物料價格出現超級循環時（約2000-2011年間），期間發生了2008年的金融海嘯；之後美債信評調降、歐洲經濟放緩甚至引發歐債危機，而中國在2015年A股泡沫化後開始實施去槓桿以及經濟體轉型，2017年川普上任後又發動中美貿易戰，這些牽動全球經貿事件，使得過去十年來我們很少聽到原物料超級循環這個名詞，也很少聽到有人在考慮要投資原物料。然而當2020年初COVID-19疫情爆發，封城、鎖國，導致全球對原物料需求大幅下降，直到疫苗問世，全球經濟活動復甦，原物料超級循環的話題，又再度浮上檯面。

### 原物料超級循環是否再現？

簡單說明超級循環的本質、成因與特性後，我們再來看看這波原物料行情會不會演變成另一個原物料超級循環的起點？筆者從能源、農產品、金屬類的長期基本面提出看法與讀者交流。

### 一、原油：OPEC+目前仍握有大量剩餘產能、化石燃料需求增速趨緩。

短期而言，在目前OPEC+的減產支持下，2021年原油將維持供不應求，但長期來看油價漲勢將受到兩個因素制約：(1)市場預期OPEC+在2022年仍將握有每年將近500萬桶的剩餘產能，70元美金以上的油價也已經遠超過多數美國頁岩油商的平衡油價（45至55美元），更高的油價將會刺激供給持續復甦；(2)國際能源署（IEA）預估2023年全球原油需求才會恢復到疫情前水準，加上再生能源比例持續提高，未來石化燃料的需求增速趨緩。整體而言，油價要出現超級循環的機率不高。

### 二、農產品：價格上漲吸引種植面積擴大、需求並未出現大幅增加，整體供需缺口縮小。

由供給方面來看，2020年初疫情影響北美種植以及反聖嬰肆虐至年末，衝擊全球南北作物供給，因而造成穀物（特別是黃豆、玉米）、軟性商品（棉花、咖啡、糖）供給趨緊，進而推升全年農產品價格強勁上漲。但價格高檔也吸引了農民擴大今年新作種植面積，由最新會計年度2021/2022美國農業部報告（USDA）來看，農產品皆出現供給大幅度調升的現象，顯示供給端有望隨後於2021下半年補上，長期供給不足的隱憂顯然消失。整體而言，農產品基本面呈現「供需缺口縮小」（圖6），因此本波農產品的行情也不屬於超級循環的起點。



## Cover Story

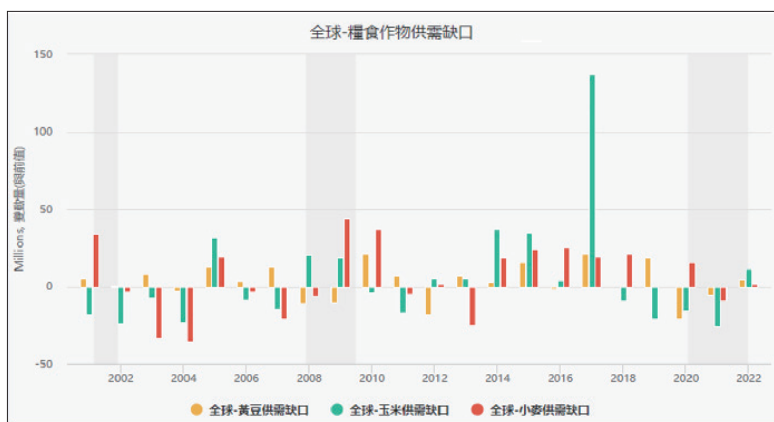


圖 6、全球糧食作物供需缺口

圖片來源：財經 M 平方

### 總結

其實大宗商品最終就是一個供給以及需求的平衡，而且會不斷的循環。當供給降低（像是中國的鋼鐵），或是需求提升（減碳的銅需求），價格自然就會上漲，但是最終價格上漲可能會導致降低需求或

### 三、金屬：長線利率向上將不利黃金、碳中和目標支撐銅價。

黃金在去年突破每盎司2,000美元價格後便拉回震盪，而疫苗問世、經濟復甦等因素更使得波動加劇，雖然通膨壓力是推升近期金價的主因，但是隨著美國疫苗持續大規模施打、經濟有望迎來報復性復甦，美聯儲必將開始討論縮減購債以及推動升息，隨著利率上升、經濟狀況改善將給金價帶來更大的下行風險。然而目前全球同步往碳中和的目標邁進，更替銅創造出新的需求，銅的導電特性以及CP值在去碳化的過程扮演非常重要的角色，電動車銅需求是油車的3至5倍，充電樁的電纜需要銅、太陽能電板也需要銅來導電，風車發出來的電也要經由銅線傳導至目的地。整體而言，目前市場預期美聯儲最早在2021年底開始溝通縮減購債、未來實質利率長期將保持上行趨勢，以及綠能經濟發展將影響銅需求提升的狀況下，將壓抑金價漲勢，綜此，金價上漲更不屬於超級循環。

是供給增加，如果在這些週期當中，能找到一些結構性的改變就會有較高的機會形成原物料的超級循環，但其實很難想像石油的需求能在未來幾年有結構性上的成長，反而是全球去碳化，可能是接下來全世界主要的經濟體都有共識的一個議題，如果相關的原物料，因為供需在結構上被改變了而形成超級循環是可以理解的，但這一波原物料板塊的暴漲，主因仍是由貨幣超發、需求復甦、產量下降以及弱勢美元等因素共同驅動，若是要定義為超級循環，恐怕還有一大段距離。

過去幾次的超級循環都是以強勁需求拉動，例如：20世紀初期美國工業化、二戰軍備需求、戰後歐日重建，21世紀初期中國成為世界工廠作為開頭，並在供給發生嚴重短缺（戰爭、石油危機）的情況下達到高峰。目前逐一觀察商品基本面就會發現，長期下來能源與農產品的供給缺口將獲得緩解，需求也不至於出現大幅度增長，但未來則需留意，當新興市場走緩、美國貨幣政策轉向緊縮使美元反轉向上時，原物料板塊的移動。

CNFA