



「國際原物料期貨對國內股市連動之影響」研討會

掌握國際脈動
抓穩投資契機

◆ 撰文／董珮真 攝影／林志騏

國際原物料期貨價格波動之趨勢及避險策略（一）——基本金屬類

主講人：大華期貨副董事長姒元忠

全球商品期貨價格節節漲，包括銅、鋁、黃金、鉛、鋅等貴金屬都創下了近期新高價。大華期貨副董事長姒元忠舉銅價與鋁價期貨走勢為例，他認為在美國景氣復甦與中國市場的需求帶動之下，銅價已完成漫長的築底過程，形成牛市格局；鋁價近期展開強勢反彈，未來仍不脫離上升趨勢。商品期貨可以幫助投資人規避通貨膨脹的風險，投資人可擇適當時點進場佈局。

姒元忠 銅市場出現供需吃緊
價格築底完成，形成牛市格局

2003年的銅價受惠於全球供需吃緊，而展開了多頭走勢。姒元忠指出，從2002年9月起LME銅期貨價格就在1447美元打底起漲，去年10月正式出現強勢翻轉，2004年2月已漲到2554美元，成長幅度已達76%。由於中國建築業與汽車業的快速發



姒元忠

展，帶動了工業用金屬銅的供不應求；而銅價的巨幅波動，也吸引了全球套利投資者眼光，然而主要生產國智利罷工、印尼礦災、澳洲減產而導致銅產量下滑，庫存降低，也使得銅價觸底反彈。

姒元忠指出，美元匯率走貶，也使得銅

這類兼具保值與避險的貴金屬價格飆升，加上銅可被廣泛運用在電氣、機械、工業、建築、國防等領域，與農產品靠天吃飯的特點不同。銅期貨已具有150年歷史，這也使得國際型基金紛紛投入銅市場的投資。

因此，無論是從銅的供需基本面，或是從全球經濟成長的觀點來看，他認為銅價從去年的楔形噴出以後，已形成上漲格局，2004年的銅價仍會繼續走高，向3000美元的關卡邁進，跨過3000美元以後將會進入震盪，他建議有實際需求者，可以銅的選擇權來進行避險較佳，避險部位也以實際需求的二分之一到三分之二比率操作為宜。

倪元忠 鋁市場呈現上揚趨勢 有機會突破前波高點

LME鋁期貨價格在2003年也出現了震盪走高趨勢，由於全球鋁原料從供過於求轉向供不應求，中國由於工業發展迅速，對於

電解鋁的需求也大幅揚升，中鋁集團在去年七次調高氧化鋁價格，造成價格不停飆升，又導致國際投機者與國際基金大部位進駐對峙，LME鋁期貨的未平倉量與庫存量同步上揚，也把價格進一步往上墊高。

其實，鋁供應來源比銅穩定，而全球的商品原物料供需吃緊，才是這波推動銅價上漲的真正力道，加上美元走貶，會使得國際資金重新配置資產佈局。冶鍊鋁的原物料是氧化鋁，而全球的氧化鋁近年來已出現供給的缺口，但經濟復甦力道強勁，對鋁的需求大增，也造成鋁價居高不下。

展望2004年的鋁期貨市場，在成本推動與需求拉動的兩股力量下，鋁價有機會向上突破，而且突破前波高點的時間已越來越近。從技術面觀察，既然已突破下降趨勢線，後市仍有高點可期。倪元忠建議，投資人以選擇權來操作，2004年的目標價為1800至1900美元。

國際原物料期貨價格波動之趨勢及避險策略（二）——原油類

主講人：中國石油公司風險管理組經理畢淑倩

原油價格從2003年起進入高檔震盪，回顧去年有美伊戰爭的衝擊，委內瑞拉的罷工，奈及利亞的暴動，帶動油價高漲；展望2004年的油價，中油風險管理組經理畢淑倩認為，由於石油輸出國家組織（OPEC）的原油生產政策是決定產量的關鍵，雖然中國對於油品的需求仍會繼續成長，但油價將不會再出現去年的狂飆，短期

將在高檔整理，長期可能會跌破30美元，在26美元尋求支撐。

畢淑倩

原油價格與庫存量呈現負相關

去年的美伊戰爭率先帶動油價一路攀升，戰爭一開打後，油價旋即回檔，然而儘管全球預期油價將會繼續回貶，沒想到卻因

為委內瑞拉罷工，奈及利亞暴動，產量頓時銳減，加上中國大陸的強勁需求，而繼續維持在高檔。由於去年全球的存量創下歷史新低，油品需求又大幅成長，使得整年油價平均都維持在每桶31美元以上。

熟悉原油期貨的投資人都知道，WTI的原油價格與美國石油的庫存量息息相關。當庫存量上升時，油價就下跌；反之，當庫存量下滑時，油價就上升。一般來說，安全庫存量是三億桶，雖然美伊戰爭時曾因戰略儲油而大幅提升到五億多桶，但目前已降至兩億七千萬桶的基本存量而已。然而，同時期間，原油需求量卻大幅揚升。需求超過平均點，存量又不到平均點，自然造成油價居高不下。

展望2004年，全球經濟持續復甦，GDP成長率紛紛展開揚升走勢，美國GDP預期將從2.9%成長到3.9%，歐盟GDP從0.5%成長到1.7%，東亞地區GDP從3.1%成長到4.7%，平均而言全球GDP將從3%成長到3.7%，而中國的GDP也仍將維持7.6%的高水位。

畢淑菁 OPEC會員國與非OPEC產油國角力賽影響油價

經濟的高成長，也帶動了對油品的需求成長。以2004年的全球油品需求成長分配而言，美國為27%，中國有23%，其他亞洲國家有19%，可見油品的需求成長還是集中在亞洲地區。而美元的貶值，也會支撐這種需求的成長。

至於油品的供應面，OPEC原油生產政



畢淑菁

策是決定全球產量的關鍵。雖然目前油價高，存量低，但OPEC也不願因為輕易增產而影響油價下跌。畢淑菁分析，OPEC的合理價位是在25美元上下三美元，就是介於22美元至28美元的區間，一旦油價低於22美元，OPEC會員國就會連續減產20天，反之，油價若高於28美元，OPEC會員國就會連續增產20天，以產量來限制價格。

不過，她也指出，OPEC的如意算盤不見得能成功，因為近年來，包括東歐與西非等非OPEC的產油國家，看著國際油價狂漲，馬上跟著提高產量，造成油價大幅起落，而採取配額制度的OPEC會員國，由於眼睜睜看著失去賺錢良機，因此近來的配合度也不高，因此，今年的國際油價，在OPEC會員國與非OPEC產油國之間的產量角力競賽，預料還有震盪可期。

從WTI的原油價格走勢圖看來，短期內技術面已形成M頭型態，並向下探尋頸線支撐，因此預期會在32.5美元與36.5美元之間震盪整理，長期而言，由於OPEC對會員

國沒有太大約束力，加上非OPEC的產油國拼命增產，預期今年國際原油會逐漸出現供過於求的現象。油價將在第二季暫時回歇，WTI的油價將在26美元附近尋求支撐。她

建議有需求者，上半年的避險部位不宜過多，下半年的避險部位應該選在低檔承接，同時並配合選擇權，例如賣出遠期賣權，來改善避險價格。

國際原物料期貨價格波動之趨勢及避險策略（三）——農產品類

主講人：中信期貨董事長朱士廷

春江水暖鴨先知！中信期貨董事長朱士廷表示，全球原物料行情都在漲，象徵的正是景氣復甦，景氣復甦了，第一波上漲的一定是原物料！台灣股市不只原物料股在漲，連資產股也在漲，正反應復甦力道之強勁。目前由於台幣升值，廠商的進口原料成本上揚，但因為之前的庫存成本尚低，因此在終端產品上面，還未出現轉嫁現象。而從黃豆，玉米，小麥，咖啡，糖，與棉花等大宗農產品的近期走勢，便可一探未來的投資前景。

農產品其實是最早的期貨始祖。朱士廷指出，從清朝道光年間，1848年出現第一口期貨交易，就是從農產品開始，因此要了解期貨交易的來龍去脈，必先了解農產品。農產品的走勢會影響期貨的投資決策，由於農產品從生產到收成會有一段時間落差，又會受到氣候等因素影響，因此農產品的價格難免會產生波動，需要期貨市場來避險。

朱士廷 黃豆多頭格局不變 面臨重大關卡區，採階梯式避險

黃豆是農產品期貨的主要標的之一，從



朱士廷

1900年起在美國中西部普遍種植，為食用油的主要原料。目前美國為主要產地（52%），其餘還有巴西、阿根廷與中國。黃豆深受氣候影響收成，在北半球的美國是夏季播種，秋天收成；在南半球則相反，冬天播種，春天收成。由於受到生長季節的影響，黃豆價格往往是在第三季收成期間，因供給量增加而下跌，然後逐步走揚到隔年第二季，國內相關廠商包括統一、泰山、嘉食化、福壽、大成等作為食用油、豆粉、飼料用途。

朱士廷分析，近年來全球氣候劇變，使

得黃豆主要產區的環境也跟著改變。主要產地美國的產量與庫存正在逐年下降，巴西、阿根廷的產量不穩定，加上中國大陸的種植面積也在減少，因此黃豆價格也跟著上揚。價格從2002年開始出現W型態反彈，去年九月已突破675美分的頸線壓力，來到855美分的七年新高價。短期間將會在750至900之間的區間游走，一但再突破900美分壓力，區間會往上提升到750至1000。

他指出，今年由於美國中西部受低溫寒害，港口結冰將會影響黃豆出口，加上阿根廷因乾旱減產，將為黃豆價格帶來支撐；不過，近期在亞洲爆發的禽流感疫情，將會影響未來幾個月的黃豆價格，畢竟，家禽死亡則飼料需求便下跌，價格就有下跌危機。因此他建議，黃豆的多頭格局雖然不變，但是中長期已面臨重大關卡區，今年價格會有大震盪，因此國內有需求者，應在突破900美分時，往上以每10美分做階梯式避險。

朱士廷 玉米產量不虞匱乏，價格有波段下跌風險，避險急迫性降低

具有六萬年歷史的玉米，同樣是用在動物飼料方面，主要產地包括美國（55%）與中國（25%）。玉米價格通常在第三季至第四季收成期間為最低，春初價格持穩，然後隨著庫存耗盡而走高。因此高點往往出現在上半年，低點落在下半年，十分符合季節循環。國內相關廠商包括統一、泰山、嘉食化、福壽、大成、中日、尚德、立大等作為飼料與原料用途。

玉米價格在1994年中國停止生產，於

1996年攀升到550的最高點，而後因為聖嬰現象，美國產量與庫存量緩步走升，價格也滑落到300至175的大盤整區。根據美國農業部的預估，2003年至2004年的產量將從90億英斗增加到130億英斗。朱士廷分析，由於產量不虞匱乏，中長期價格並無大漲空間。加上中國等亞洲國家因為禽流感疫情造成飼料需求下滑，CBOT的玉米價格從高檔下跌已超過3.6%，未來很可能會出現波段下跌走勢。由於避險的急迫性降低，他建議對需求者而言，反而可以在280至300之間，先小量放空，賺取下跌利潤。

朱士廷

小麥價格短期有撐

全球主要穀物之一的小麥，主要用於食品製造，很少作為牲畜飼料。主要產地包括中國（24%），歐盟（24%），印度（19%）與美國（17%）。國內相關廠商包括統一、嘉食化、聯華等公司，用在麵粉製作與原料銷售等。朱士廷分析，小麥價格與產量之間，比較不符合明顯的季節供需原則，歷來像是美伊戰爭，狂牛症陰影，聖嬰現象等都曾造成小麥價格大幅波動，加上近來中國的飲食習慣也逐漸西化，即使在農業補貼政策下，產量大增，價格卻也大幅上揚。

近年來小麥價格從2002年9月434美分的高點滑落以後，就出現下滑走勢，期間曾於2003年12月反彈至421高點再往下走跌。預估今年由於中國大陸對小麥需求仍未減少，可能還會持續收購小麥，加上美國西部乾旱影響產量，都會為小麥價格帶來支撐。他指出小麥已完成W型態反彈，目前正在做

左右對稱震盪，短期將在375至425區間游走，除非再次跌破去年358的低點，否則國內需求者應可以在370以上進行避險。

朱士廷

咖啡偏多操作，糖價有反彈機會 棉花高檔震盪

咖啡價格受到產地國巴西與最大消費國美國的供需影響很大，每年四至八月收成期間會出現低點，隔年一二月因北半球冬季消耗量大而攀升。朱士廷分析，巴西近期有控制出口數目以哄抬價格現象，因此短期內咖啡價格不至於大跌。從技術線型來看，咖啡價格已完成W型態反轉，更已突破站上70美元頸線，因此未來區間是在70至80美元，未來仍可能突破80，由於仍有上漲空間，他建議國內需求者應偏多操作，在70至75美元之間進場買進，以規避價格飆漲風險。

糖主要用在食品與飲料上面，粗糖的價格平時很少波動，一但有波動就很劇烈。影響價格波動最大因素就是期末庫存量，近年來粗糖價格呈現下跌格局，不過由於最新公佈的期末庫存統計顯示，巴西等產國庫存有下降現象，因此短期內糖價有反彈跡象。朱士廷建議對需求者或投機者而言，可在5.7美元以下逢低買進，多單停損價在5.4美元，未來不排除可反彈到6.5美元。

棉花價格有季節性循環，每年秋末收成期到隔年初達到最低，新高價往往集中在七月至十月。2003年由於庫存下降，中國成衣製造與原料加工數量增加，造成對棉花需求激增，棉花價格上漲38%，於10月間創下七年來新高，隨後就大幅回檔，朱士廷預估，今年由於美國產量提升，棉花要再大漲不易，目前價格已陷入高檔震盪格局，對需求者而言，目前是避險的觀察期，除非能創下波段新高，否則反而可以在此短空因應。

原物料價格變動對國內股市之影響

主講人：今週刊社長謝金河

近期全球原物料出現了難得一見的飆漲行情，黃金從十年前260美元的低點一路飆漲到430美元的高價，白金也從低檔一路飆漲到885美元，創下20年來的新高價，原油價格最高曾來到36美元，近年也始終維持在30美元以上的高檔。今週刊社長謝金河分析這波原物料行情的飆升內涵，主要是受惠於全球景氣復甦強勁，其中美國與中國居功厥偉，美元走貶與中國大陸的強

勁需求，是兩大主因。

謝金河指出，兩年前大家都在談如何因應通貨緊縮，然而從2003年第二季以來，波羅的海指數就開始起漲，從1530狂飆到5669，漲幅之大難以想像，代表全球航運出現百年來的難見榮景。航運興盛，也象徵著全球經濟景氣開始復甦，而且復甦力道超過大家想像。許多以往讓投資人背棄的傳統產業，也已開始賺錢。

謝金河

避險黃金創高價 原油價格跌不下

美元走貶，使得具有避險價值的黃金跟著水漲船高，由於相較於美元只有區區兩百餘年歷史，黃金五千多年來的歷史價值，使得全球投資人又再度重新重視，加上中國與印度這兩大經濟高成長國家，對於黃金特別鍾愛，當地民眾一有錢就會買黃金，使得近年來的金價居高不下。原油價格在2003年美伊戰爭前夕一路攀升，戰後全球預期油價將會回貶，沒想到卻因為中國大陸近來的強勁需求，而繼續維持在高檔。加上價值投資大師巴菲特又重現江湖，買進24億六千股的中國石油股票，結果使得該支股票從1.59美元狂飆到4.95美元，這一出手竟大賺八十億美元。

至於其他金屬也不惶多讓，鋼鐵連續漲了兩年，這是很少見的現象，中鋼連連調高盤價，目前盤價已高漲到每噸2000元以上，就是明顯的證明。鎳價飆升到17700美元的新高，也帶動了不鏽鋼價的上漲，鋅價漲到1080美元的高價，錫價漲到6620美元，鉛價漲到835美元，作為電線電纜原料的銅價，也漲到2600美元，鋁價也漲到1688美元，相關個股也紛紛從個位數漲到了兩位數。連白銀也創下3800的近期新高，不過目前已出現明顯回檔。

謝金河

中國大陸的強勁需求與美元走貶 趨勢，帶動原物料行情看漲

謝金河認為，原物料行情的上漲背景，



謝金河

首先是來自於中國大陸的強勁需求，十三億人口發動的需求不容小覷，不管是食衣住行各種相關產業，都會受惠於這個市場的蓬勃發展。而這波上漲從汽車類股的發動，再到航運股漲升。以汽車為例，2003年中國大陸的汽車需求量為380萬輛，目前需求已攀升到460萬輛，預期未來還會成長到600萬輛，將成為全球僅次於美國與日本的第三大汽車市場。因此，全球各大車場也紛紛到中國大陸卡位，積極尋求與當地廠商策略聯盟或合資機會，如寶馬（BMW）與華城在東北設廠，福斯（Volks Wagon）與大眾汽車在上海合資，日產（Nissan）與裕隆都是例證。

中國大陸已成為全球生產基地，大量生產需要大量原物料，連帶也使得水泥與鋼鐵、造紙、石化中間原料與化纖類股出現了明顯的回溫。煉鋼所需要的煤礦與鐵礦砂也出現供不應求。原油價格的居高不下，也是受到中國大陸很大影響，由於中國的外匯存底節節升高，為了緩和貿易順差，因此拼命

買油，單是2003年就從海外進口了12000萬桶原油，高居全球第一，也造成油價始終跌不下來。

謝金河指出，原物料行情的上漲，除了靠中國，另一主力就是美國。美國在口頭上說要保持強勢美元，骨子裡卻是走弱勢美元策略。而弱勢美元的趨勢，自然增加了購買原物料的成本。其實，從2002年到2003年，美元對歐元貶值幅度為40%，正好就是金價上漲的幅度。因此預期未來人民幣與新台幣的升值幅度，應該也會走這種40%的比例原則。



◆研討會現場觀眾專注聽講

謝金河

原物料上漲，帶動產業新生態 通縮端是價格殺戮戰 通膨端坐以待幣

謝金河認為，原物料的漲升行情，也使得投資人應該重新思考，未來全球市場上通貨緊縮與通貨膨脹並存的可能性。其中，「通縮端」是一場價格殺戮戰，「通膨端」則是「坐以待幣」。由於中國這塊生產基地

的大量生產，勢必會造成產能過剩，導致各種產品的價格開始廝殺，相關產業也進入微利時代。

以台灣電子代工產業而言，就已經進入微利時代。廣達，鴻海，仁寶等一線大廠，紛紛全力衝高營收的背後，除了代表一線大廠會宰殺二線小廠，還代表著勉強維持競爭力的窘境。當市場只剩下一線大廠時，最後會演變成一線大廠對一線大廠的戰爭，而且這種情況，已經從筆記型電腦，延伸到華碩、技嘉等主機板產業，後果實在難以想像。反觀通膨端卻是坐以待「幣」，鋼鐵業出現了罕見的連續兩年大行情；波羅的海指數出現百年來的難見榮景。台灣的資本市場，在90年代是與美國NASDAQ股市連動，2002年的台股，卻是與中國與香港的股市連動。

中國的寶鋼與馬鞍山鋼鐵等個股值得留意，中國的華城，一汽，長安，上海，江鈴等汽車公司也是未來潛力股，台灣的裕隆與中華也將受惠於中國市場，此外，像是香港的京陽水泥與台泥國際；中國的海螺水泥與華新，也會帶動台灣水泥類股。而台灣的航運股與石化類股也值得注意。

面對低利率時代即將轉折，謝金河認為，聯邦公開市場委員會（FOMC）在改變利率之前會維持耐心，美國聯準會將做好升息準備。美元若仍維持弱勢的趨勢，原物料行情也將繼續維持上漲格局，投資人該面對下一個壓力，就是人民幣與新台幣的升值，屆時，全世界的錢將會淹沒亞洲，台灣的投機活力也會跟著大增，投資人就得好好掌握這波理財契機，創造人生富貴。 □