

潘迪藍：商品價格反彈近尾聲



【明報專訊】中國大連商品交易所的鐵礦石期貨價格上周三單日上升了5%，令6月初以來的累積升幅高達37%。事實上，鐵礦石並不是唯一出現價格反彈的商品。鋼筋、電煤（thermal coal）和焦煤（coking coal）的價格，近幾個星期全部都上漲了15%至40%。原因不難理解，是由於中國的房地產市場的增長再次勝過預期，今年6月份的全國銷量按年上升了21%。

然而，房地產市場近期的驚喜，並未改變從2016年中開始的逐漸下調的趨勢。雖然建造業和房地產投資勝過預期，但並沒有加速。因此，商品價格最近的反彈不可能持續。隨着價格上漲及政府干預刺激更多的商品供應，商品價格再進一步上漲的潛力將會有限。

這並不是說建造業的前景或者商品需求不好。只不過，勝過預期的住房銷售，有部分乃是消化之前未售出的住房庫存。因此，今年上半年，建造業開工和房地產固定資產投資都按年增長9%至11%。建造業活動看來會維持蓬勃，至少直至今年底，甚至以後。

全國住房庫存料降至6年最低

根據我們的估計，全國的住房庫存現已下降至近6年來的最低水平。今年1月份的全國住房庫存相當於21個月的銷量，6月份則是19個月。其中，表現最好的省份大約佔全國銷量的60%，它們的庫存量甚低——有13個省份的庫存只相當於9個月的銷量。在這些低庫存地區，房地產投資今年上半年增長了13%至14%，而高庫存省份的房地產投資增長則大約是4%至5%。

真正的驚喜是在需求方面。中國上兩個房地產銷售周期，分別是在2012年初和2015年初結束。每個銷售周期都持續大約3年，其中第一年快速增長，隨後兩年則是放緩。以現在這個周期來說，快速增長期也是持續了大約一年，由2015年初銷量觸底反彈，至2016年3月達到高峰，按年增幅高達36%，之後增幅即出現回落趨勢。不過，這次的回落周期和以往有些不同，它不是持續放緩，而是有升有跌，但整體趨勢呈現回落。

這種模式似乎是，每當中央或地方政府推出限制措施後，銷售就會放緩一段時間，然後又反彈一兩個月；但當中央或地方政府推出更多限制措施之後，又再恢復放緩。

下半年銀行貸款轉趨審慎

這次的放緩模式有別於以往。可能是因為，在國家層面，對房貸這樣的政策一直非常支持，但在地方層面，則有一些針對的限制。在以往的周期中，國家和地方的限制措施較為協調。因此，今年6月份的銷售反彈，看來好像2016年初的高峰之後的第3個小周期。在今年1月和2月的上一個小周期中，商品價格也曾反彈，但之後迅即回軟。

今次看來也可能會出同一種模式，因為住房需求的引擎——按揭貸款，可能會在今年下半年加速放緩。這是因為銀行多傾向在上半年批出較多貸款，所以若沒有額外的寬鬆政策，有些銀行將會在未來幾個月在房貸方面轉趨審慎。

另一個可能令商品市場放緩的因素，是因為價格上漲和政府干預，而令供應量增加。尤其是煤，其價格最近反彈得特別厲害。現時的熱煤價格接近每噸600元人民幣，這已經接近政府監管機構設定的價格上限。因此，自從6月底以來，國家發展和改革委員會已先後5次在不同場合，鼓勵煤炭業提高產量，以遏抑價格。

今年第一季的全國煤炭產量按年下跌了0.3%，第二季則上升了11%。自從官方在去年11月推出更彈性的監管制度以來，就沒有好像以往般強迫煤礦關閉。所以，煤礦經營者在價格上漲以及政府鼓勵的情形下，會相對容易提高產量。因此，最新的干預措施看來有可能成功令煤價降溫。

商品價格後市料區間上落

至於鋼鐵方面，內地政府以關閉低端煉鋼爐，來限制鋼鐵供應的干預措施，亦成功穩定了價格。有關干預措施定下的最後限期為6月30日，初步看來是成功的。因此，鋼鐵價格因為遏抑供應而上漲的壓力，可能已經過了高峰。

今年以來，鐵礦石的價格亦對內地的產量變化相當敏感。在3月間，在高價格因素帶動下，內地的鐵礦石產量增加。但到了6月份，鐵礦石的價格跌破每噸60美元，令內地的鐵礦紛紛減產，來穩定價格。之後，鐵礦石價格曾反彈至每噸60美元以上。內地的鐵礦經過5月和6月減產之後，在7月初又再增產。根據Mysteel的調查，內地70個主要煤礦的使用率在7月初都上升了。

這相信不致於令鐵礦石價格崩盤，但它確實表明，內地的商品產量對於價格仍然高度敏感。這個敏感度，將會限制目前商品價格上漲的空間。因此，我預期今年內，主要商品的價格只會是一個範圍內上上落落，不會真的跳出那個範圍。

GaveKal Dragonomics資深經濟師

[潘迪藍 國際視野]