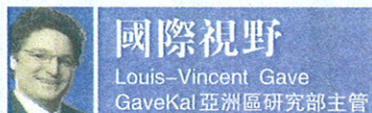
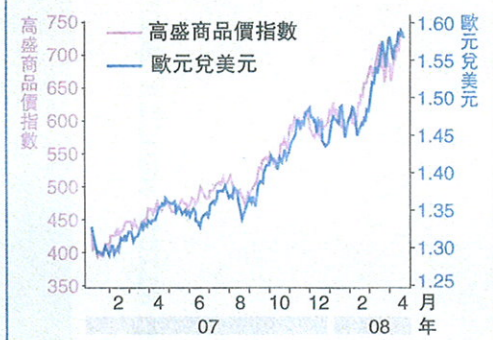


商品成投機潮最後倒下骨牌



近來稻米、粟米和豬肉等商品價格飆升，主要原因是消費者囤積，圖為印度農民收割的稻米。（資料圖片）

商品價格為何跟歐元亦步亦趨？



國際視野

Louis-Vincent Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

電郵：louis@gavekal.com

首先，美國的通脹壓力正在消退，而且因為就業人數減少，通脹壓力不久還會大幅下跌。其次，歐洲央行、日本央行和英倫銀行看來都不會好像聯儲局般大幅減息，但商品價格不論是以日圓、英鎊、歐元還是美元計算，都仍然是飆升（見圖）。第三，近來價格飆升得最快的商品，並不是金和銀（金價在「貝爾斯登星期一」升至歷史新高之後，便告回落），而是稻米、粟米和豬肉等，全部都是不能長期儲存作保值用途的東西。這反映出，價格上升，必定是因為某些短期內的供求不平衡問題。這是不是說，近期的商品價格上升，反映出亞洲逐漸富有和人口增長的問題？這個解釋更加沒有意義。畢竟，中國人和印度人並非突然間比3個月前吃多了飯。相反，他們的消耗量近來反而可能減少了，因為這兩個國家最貧窮的數以千萬計的人口正在捱餓。

那麼，這個供求之間的突然失衡究竟可以怎樣解釋？

食品價急漲 源自消費者囤積

正如上一次商品價格大通脹的70年代，最關鍵的因素可能是一窩蜂的恐慌性搶購，不只是交易員和投資者，而是包括最終的消費者。假設每一個中國和印度的國民多買2公斤大米（這是中國國民的平均每人每星期消耗量），便已經是40億公斤，即400萬噸的表面消耗量。

現時的信貸短缺局面，其實與全球商品價格急升有關。當全球經濟放緩，商品價格本來是應該下跌的，為何會繼續上升？標準解釋是，商品價格暴漲，反映了全球對通脹的恐慌，因為美國聯儲局好像印牆紙般印銀紙。但這個解釋的意義並不太大。

而全球的大米出口量一年也只有大約3000萬噸。再假設亞洲每個家庭都額外多儲備一個月的大米消耗量，那就會令需求表面上增加1600萬噸。這就可以輕易解釋到，為何國際大米價格翻了一番。

若有人認為消費者囤積商品是牽強的解釋，請回憶一下70年代初。那時歐美實行配給汽油，並非因為石油輸出國組織（OPEC）的短暫禁運，而是因為所有駕車者都盡可能將其油缸裝滿，以防萬一。

1973年的石油恐慌之後不久，就是其他相似的恐慌性搶購，以及隨之而來的短缺，包括咖啡、糖、可可，甚至廁紙！在美國，這個最「不方便」的短缺，是源於電視上的「脫口秀」Johnny Carson Show的一個笑話。那嚇怕了2000萬個收看的觀眾，令他們在翌日中午前就搶購了大批廁紙，相當於全國一個月的產量！（詳情見 www.wordpress.com/tag/toilet-paper-shortage）

以上所說的，是一窩蜂行為引致的螺旋形價格上升，這與投機性的金融市場十分相似。當某種商品的價格上升時，喜歡跟隨大勢的投機者就會買多些那種商品。唯一的分別只是，在這裏，投機者並非只是金融投資者，而是包括最終的消費者。

一般來說，這種投機活動會被價值投資者和生產商扭轉。但現時逆勢而行會比以往困難得多，因為游資幾近

乾涸，投資周期又比以往為短。例如，美國有幾個穀物批發商，就被迫得瀕臨破產，因為它們逆勢來沽售穀物期貨。當美國中西部的銀行拒絕再貸款給它們進行存貨活動時，它們就只得補回空倉，反而令穀物價格進一步上升。

這種螺旋形價格上升已引致美國農業出現混亂，更諷刺的是，還可能引致耕種活動減少。因為農夫不能靠期貨市場或預售來取得足夠的融資。

美國商品與期貨交易委員會（CFTC）已就此市場混亂情況展開緊急調查，這有助美國的穀物交易表面上回復正常。例如，芝加哥小麥期貨便已由高位回落了25%。但願隨着市場情況逐漸回歸正常，其他商品很快也會出現類似的價格回軟。

超買國債歐元先後倒下

但是，說信貸短缺與商品價格出現恐慌性急升有關，還有一個更深層的意義。在過去幾個月，四個表面上不相關的金融市場出現了一種奇怪的相互關係。這四個市場都是因為一窩蜂的投機性活動，而處於超買的情形。

除了商品之外，歐元和美元的兌換率、美國國庫券、信貸息差（後者是看淡）都有類似的投機性活動。

在年初的幾個星期，以上每一個市場的價格變動之快，都是脫離了基本因素，變得完全由投機主導。最明顯的，就是在貝爾斯登出事前，最優質的貸款者的樓按變得值錢。例如，美國半官方按揭機構房利美的債券本來是極低風險的，但那時卻乏人問津，好像它正面臨到期不能贖回債券那樣。

由於這四個市場都是因為一窩蜂的投機性活動而出現聯繫，因此它們很可能會在相若的時間轉勢。按邏輯來說，次序會如下：

首先，是信貸市場的投機活動（看淡）逆轉，鼓勵了一些熱錢流向信貸資產高的機構。於是，這令美國國庫券的吸引力下降，扭轉了其利率的下跌。接着，便扯高美國所有債券（包括私營公司）的利率，引致市場重新評估美元的前景，變成支持美元的因素。最後，強美元會變成商品價格逆轉的催化劑，因為美元和歐元的兌換率與商品市場的每天相關係數已經上升了差不多1倍。

一個月前，當我開始和客戶討論這個預測時，他們幾乎當這是我一廂情願的想法。但是，在過去幾個星期，頭兩個趨勢已經好像上述所說那樣逆轉——當貝爾斯登成功被拯救後，高質素的信貸市場已逆轉，而國債利率的跌勢亦在兩星期前逆轉。上星期，美元兌歐元回升至最近一個多月的「高位」。但這個「高位」還是不及信貸和債券的那麼有說服力。商品價格會否成為最後一塊倒下的骨牌？

商品價回落 對中國股市意義大

從經濟觀點來說，商品價格逆轉肯定是意義重大的。這會大大增強人們對經濟的信心，不單只是在華爾街，還包括中國和其他新興市場。

這會否真的發生？任何記得在90年代末期恐慌性搶購科技股，或者在近至一年前在美國和英國搶購住宅的人都知道，超買階段可能維持很久，但卻不是永遠。假如信貸、債券和貨幣能夠繼續它們近期的逆轉趨勢，我懷疑商品的投機風潮亦將時日無多。