

自2020年6月起，伴隨着全球大宗商品價格持續上漲，中國PPI已連續十一個月環比正增長，同比漲幅從2020年5月3.7%的低點升至2021年4月的6.8%，其間上漲了10.5個百分點。當前大宗商品價格走勢有何不同尋常的背景，當前的供求關係正在發生怎樣的變化，這一系列問題市場高度關注。

大宗商品漲價三大動因



▲油組等機構預計中國石油需求將於2035至2040年間達到峰值，在供給充沛、需求觸頂的預期下，煤炭、石油價格將很難持續攀升。

本輪全球大宗商品價格上漲發生的背景與之前歷次上漲有很大的不同。本輪大宗商品價格上漲是在疫情影響供給恢復導致供求缺口難以收斂、各國巨量規模經濟刺激方案推動需求釋放，以及「碳达峰、碳中和」目標對全球大宗商品供給帶來衝擊等較為特殊的背景下發生的。

疫情抑制供給復甦

綜觀歷史上的經濟運行周期，經濟復甦形成後因供求關係缺口的階段性存在，大宗商品價格通常會有一個上漲過程。但本次上漲與以往歷次經濟因素直接推動通脹上行不同，本輪大宗商品價格快速上漲的主要原因之一是疫情制約了供給能力恢復，使得供求缺口難以快速收斂。當前全球經濟處於新冠疫情影響後期，前期因疫情衝擊導致供給中斷，同時防疫要求使得全球供給能力恢復緩慢，部分主要供給所在國正在面臨疫情的再度衝擊，影響了大宗商品的生產和運輸，從而在整體上制約了全球大宗商品供給能力的發揮。

而疫情影響下，全球總需求存在一定剛性和彈性，全球居民基本生活的物質需求，使得總需求在疫情衝擊前期雖會下降，但仍然會保持在一定的水平上；同時財政貨幣等刺激政策的陸續出台又會較快恢復。隨着疫苗的普遍接種，全球新冠疫情發展可能逐步得到控制，世界經濟復甦加快，以中國、美國為代表的總需求正快速攀升，導致大宗商品供求缺口依然存在，價格仍有上行動力。

貨幣財政輪番擴張

美聯儲大幅擴張為全球通脹提供了必要條件。新冠疫情衝擊與2008年次貸危機存在本質區別，美聯儲的政策邏輯及施策對象也出現相應調整。美聯儲應對疫情的政策邏輯為：快速為金融機構、實體企業、家庭居

民、地方政府和海外央行提供融資支持，防止疫情外生衝擊惡化為經濟趨勢性下行。換言之，美聯儲通過自身資產負債表擴張來換取應對疫情短期停擺的時間，以防系統性風險發生。

為此，美聯儲一方面將聯邦基金目標利率大幅調降至0至0.25厘，並保持至今；另一方面短期內將資產負債表大幅擴容，由2020年3月初的4.24萬億美元擴至2021年5月12日的7.83萬億美元。美聯儲大幅擴表一方面為全球提供大量美元基礎貨幣，另一方面極低的利率水平為這些「熱錢」出口提供了條件。美元基礎貨幣氾濫必然導致全球信用體系快速擴張，最直接的表現便是金融資產價格上漲及美元指數下跌，這為全球通脹提供了重要條件。值得注意的是，目前美聯儲並未釋放明顯的貨幣政策收緊信號，這意味着廉價美元在未來一段時間內還將為全球提供充裕的流動性。

美國財政刺激計劃輪番推出成為點燃全球性通脹的導火索。2020年疫情爆發以來至今，特朗普政府和拜登政府已經先後出台六輪財政刺激計劃，累計金額約為5.7萬億美元。後續還將出台包括總額2.3萬億美元的基礎設施建設計劃在內的一攬子財政刺激計劃。空前的財政刺激計劃規模將導致美國總需求曲線出現顯著擴張，進而使得市場通脹預期迅速升溫。財政刺激計劃還推動通脹從資本市場開始向實體經濟傳導，使得通脹預期開始走向真實通脹，後續基建計劃有可能直接推動主要大宗商品價格繼續上升。

疫情爆發以來至今，美國極度寬鬆的貨幣政策和刺激規模空前的財政政策主要通過三個渠道影響了全球大宗商品價格走勢：一是財政擴張投入資金和美聯儲大規模印鈔導致大量廉價流動性脫實向虛，引發包括大宗商品期貨在內的金融資產價格明顯上升；二是美元指數從100上方跌至90附近助推以美元計價的大宗商品價格上漲；三是財政刺激計劃從救助轉向基建顯著提升了市場對相關大宗商品的漲價預期，進一步強化了國際大宗商品價格的上漲趨勢。

碳中和帶來短期衝擊

2015年12月，第21屆聯合國氣候變化大會通過《巴黎協定》，旨在將全球平均氣溫較前工業化時期上升幅度控制在2攝氏度內，並爭取升溫1.5攝氏度內。2018年10月，政府間氣候變化專門委員會表示需要在2050年前將全球碳淨排放量降至零，即「碳中和」，才能實現1.5攝氏度的目標。截至目前，全球已有50多個經濟體宣布甚至立法規定2050年前達到「碳中和」的目標。2020年9月，國家領導人在聯合國大會上宣布中國在2030年前實現「碳达峰」、2060年前實現「碳中和」的承諾，明確了國家對於長期低碳發展轉型的戰略部署。

發電行業、鋼鐵行業作為中國碳排放量最高的兩個行業，是實現縮減碳排放目標的重點。提高能源利用率、促進生產流程電氣化改革是未來的發展方向，但這並非一蹴而就的任務。短期來看，見效最為明顯的舉措還是縮減產量。在碳中和目標下，減產限產政策的執行使煤炭、鋼鐵行業的供求關係預期改變，推動價格強勢上漲。2021年3月唐山限產、4月邯鄲限產合計影響全國供應約5%，行業進入短期的產能不足狀態。但3月以來粗鋼產量仍然出現較大幅度增長，說明閒置產能在市場機制的調節下替代了產能過剩區域的限產，總產量仍然得以增長。但在需求維持高位的情況下，收縮產能仍限制了產能擴張和供給補充的速率，抬升了下游產品價格的漲價預期。

長期來看，碳中和和政策對於內地大宗商品價格的影響將體現在以下幾個方面：

一是推動能源消費結構調整。據測算，2025年前後煤炭新增需求將達到峰值，而天然氣消費將成為未來十年主要的增長點。近年內地煉化產能擴張會對石油需求的增長形成支撐，OPEC（油組）和國際能源署等機構預計中國石油需求將於2035至2040年間達到峰值。在供給充沛、需求觸頂的預期下，煤炭、石油價格將很難持續攀升。

二是利多有色金屬需求。碳中和意味着電力深度脫碳及工業生產電氣化的普及，其中無論是清潔能源發電裝置的建設、工業領域電氣裝置的更新、新能源車的產能擴張，都會對銅、鎳等有色金屬的需求產生有力支持。據測算，「十四五」期間碳中和目標將令中國每年銅消耗增加85萬噸，佔2020年中國銅消費量5.7%。而目前全球銅礦產業投資低迷，供需缺口下價格大概率會維持高位。

三是黑色金屬行業的去產能及轉型升級利好鋼材價格及鋼鐵企業利潤。2020年中國粗鋼產量佔全球總量的56.5%，長期以來鋼材供應寬鬆和原材料需求過於旺盛的格局使得產業鏈上下游利潤配置失調，2018至2020年焦炭、鐵礦石等上游原材料價格大幅上漲而下游價格難以上調，使鋼鐵行業處於高產能、高庫存、低盈利的低迷周期。去產能政策的下達將有效抑制原材料價格上漲，提升市場鋼材供給收縮預期，支撐鋼材價格維持正常盈利區間，促進生產利潤重新合理調配，保障鋼鐵行業長期健康發展。同時，生產流程電氣化推進意味着生產成本的上升，在提升行業集中度的同

數字貨幣跌跌更健康

鏈能講堂
付 饒
國際新經濟研究院
高級研究員

5月19日，比特幣從當日最高43816美元一度跌至29000美元，跌幅達33%。以太坊ETH從3464美元最低跌至1764美元，24小時最大跌幅達48%。全網超過57萬人爆倉，爆倉金額達442億人民幣。正如筆者在之前專欄中反覆提示的，近期數字資產已處高位，並不適合沒有區塊鏈基礎知識和對沖工具的散戶操作。

造成數字貨幣暴跌的原因是多方面的。5月13日，馬斯克在推特宣布，特斯拉暫停接受比特幣作為支付方式；5月18日晚間，中國互聯網金融協會、中國銀行業協會、中國支付清算協會聯合發布《關於防範虛擬貨幣交易炒作風險的公告》，三大協會要求，金融機構、支付機構等會員單位要切實增強社會責任，不得用虛擬貨幣為產品和服務定價，不得承保與虛擬貨幣相關的保險業務或將虛擬貨幣納入保險責任範圍，不得直接或間接為客戶提供其他與虛擬貨幣相關的服務。

此外，暴跌也與交易平台系統過載、清算等因素有關。與其他任何資產類別相比，加密貨幣仍然是「法外之地」。畢竟在某些交易所，用戶可以用高達50至100倍的槓桿對加密貨幣進行交易，很多更高的槓桿頭寸在短時間內被平倉。這是一個巨大的衝擊，如果市場想要繼續走高，有必要從過度槓桿化的頭寸中去除一些泡沫。

事實上，自5月16日開始，比特幣和以太坊一直有中大戶在抄底，期貨市場也是精英多頭佔優。但是5月19日下午，盤面被一個擁有超級實力的空頭打破，從16時開始一單千個以太坊以上的賣單放出來，主力資金的砸盤加劇了大跌。大跌時由於極端行情，以太坊交易費用及交易量飆升，火幣、幣安、OKEX、Coinbase幾乎同時因此宕機，只有Bingbon等少數交易所是正常的。這亦反映出，交易所需要提升在極端行情下的應對能力。

抄底資金正在進場

目前世界上大多數人對比特幣和加密貨幣的了解仍然模糊，對區塊鏈這項技術也不是很明白，區塊鏈技術基礎設施還不是很完備，並沒有廣泛運用，缺乏新的比特幣用戶加入。但筆者認為，本次大跌不必過度恐慌，甚至可以讓牛市更健康。2017年9月4日和2020年3月12日數字資產也曾出現大跌，但經過那兩輪超過40%的大跌之後，比特幣等主流數字資產的走勢都是長期上升的。當下的市場，尤其是主流市場對比特幣等加密貨幣更加熟識，市場的恢復也將更快和更有力量。

分析平台CryptoQuant提供數據顯示，5月20日多個加密貨幣交易所穩定幣流入量創下了歷史新高，達52.8億美元，這表明「加密鯨魚」再次逢低買入了比特幣。買入比特幣的另一個證據來自Glassnode的數據，鯨魚從加密交易所轉出了19639枚BTC，價值約7.91億美元，抄底資金的進入給市場注入了強心針和穩定劑。



◀加密貨幣仍是「法外之地」，如果市場想要繼續走高，有必要從過度槓桿化的頭寸中去除一些泡沫。

經濟數據利樓市

主樓布陣
布少明
美聯物業住宅部
行政總裁

近日有多位朋友問我入市意見，但他們問的已不再是應不應該入市，而是「邊度仲有筍盤」或「應該買邊個新盤」？這反映市場風向又有所轉變，由早前遲疑是否入市好時機，到最近只要有實力都想入市。事實上，樓市的氣氛較之前更旺，不但用家趕上車，就連投資者都大舉買磚頭。一時間，無論住宅或是商舖、新盤或是二手，交投都非常活躍。

今年的樓市到底有多旺？數據不會說謊，據美聯物業房地產數據及研究中心綜合土地註冊處資料顯示，本年截至5月18日，二手住宅註冊量已錄2.4982萬宗，超越去年下半年2.4804萬宗水平。若以今年上半年計算，二手住宅註冊量已創自2018年上半年後的三年新高。

進入次季，樓市交投更見暢旺。主要原因是多項數據均顯示，香港經濟已經走出疫情的陰霾，有谷底回升的可能。首先是本港今年首季本地生產總值（GDP）預估數字按年升幅勝預期，更出現自2010年一季度以來最勁的按年

增幅，有分析機構更隨即上調香港GDP預測。與此同時，本地失業率亦已從高位連續兩個月回落，加上疫情再有緩和跡象，皆令市場憧憬本港經濟有「疫後復甦」的可能。

短期交投更趨暢旺

香港雖未完全擺脫疫情的影響，但市民的信心日漸恢復，這點從樓價走勢穩步回升可以反映。「美聯樓價指數」已經連升四星期，突破170點後進一步攀升，最新報170.7點，按周升0.41%；比四星期前升2.11%，而今年迄今指數累升4.42%。

此外，私人住宅租金於3月份一度止跌後，4月份再度輕微回軟，惟呎租已連續四個月介乎34.24元至34.3元之間窄幅上落，走勢橫行。美聯「租金走勢圖」4月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租報約34.26元，按月跌約0.1%，而今年首四個月呎租下跌約0.38%。

現時樓市由樂觀氣氛籠罩，估計短期交投都會繼續暢旺。5月份至今，一手市場已錄得近1700伙成交，較4月份約820伙大幅上升逾一倍，預期6月份將有多個大盤部署推售，相信將會進一步為一手市場氣氛加溫，並帶動二手樓價持續錄得升幅。

