

經濟專題

財資處



梁祥煊

高級經濟師

billleung@hangseng.com

嚴愛群

首席經濟師

joanneym@hangseng.com

2009年11月3日

中國內地將繼續主導全球商品市場

- 2003 至 2008 年中，全球商品價格飆升，中國內地需求被視為是最大成因之一，主要因為內地佔該期間全球石油及金屬消耗量增長的一大部份。更重要的是，中國內地頗大部份石油及金屬需要從海外進口。
- 中國內地目前的人均石油及金屬消耗量僅及美國、日本及南韓等較發達國家的一小部分，意味中國內地對商品的潛在需求巨大。由於國內預期多項主要商品的儲備不足以應付未來所需，故中國內地對全球商品市場的未來影響尤其重大。
- 中國內地早於本世紀初已加快在全球各地採購石油及金屬。2004 至 2008 年間，中國內地對外直接投資共 560 億美元（不包括在香港特別行政區內的投資），當中接近四成與採礦業務有關。
- 展望未來，中國內地將繼續成為影響全球商品價格的主要因素。不過，由於目前經濟不景導致其他國家的需求疲弱，加上金融危機前興建的新產能將會陸續投入，或有助抵銷由內地需求所帶動的商品價格上升壓力。因此，縱使中期而言全球石油及金屬價格可能會進一步上揚，但升幅應不及過去數年。

過去數年，全球商品市場經歷了自上世紀 70 年代以來其中一次最矚目的盛衰循環。儘管商品價格已於去年回落，但最近這次循環的波幅之大及持續之久，均令市場質疑全球商品供求是否已出現根本性改變，商品價格是否步上了一條新的長期升軌。

2003 至 2008 年中的商品價格升勢

以國際貨幣基金組織編製的燃料及非燃料商品價格指數所顯示的全球商品價格繼 2003 年 1 月至去年 7 月期間飆升 230% 後，在全球經濟陷入大蕭條以來最嚴峻的衰退下輾轉回落，至今年 2 月已下挫達 56% (表 1)。



恒生銀行

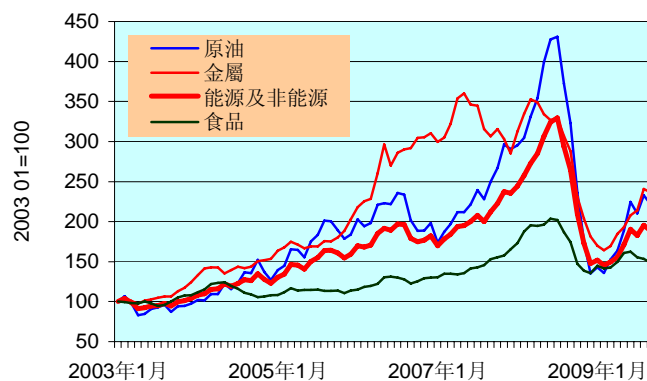
滙豐集團成員

經濟專題

財資處



表 1: 商品價格指數



資料來源：國際貨幣基金組織；恒生銀行

不過，在主要國家協力振興經濟的支持下，全球商品價格其後已回升約 30%。期內如果不是由於食品價格增長較為溫和，是次商品市場的上落波幅可能會更矚目。

坊間對於商品價格能夠如此急劇及持續上升提出了不少解釋。其一是產能不敷所需，尤其是需求上升初期，主要因為上世紀 80 及 90 年代商品價格曾持續多年下跌，導致產能投資不足。

其次是間歇性的供應中斷令價格急升，例如南非電力短缺促使貴金屬價格飆升，或尼日利亞、北海、特別是委內瑞拉的原油生產出現問題導致原油價格升穿每桶 100 美元以上。

另一解釋是政府政策使然，例如美國寬鬆的貨幣可能是導致商品價格上升的部份原因。然而，全球經濟在 2003 至 07 年間的強勁及持續的增長可能是最有力的解釋。畢竟，商品價格得以持續上升需要結實的經濟基礎因素支持。截至 2007 年止的五年內，全球經濟平均每年增長 4.7%，高於之前五年平均每年增長 3.2% 的速度(表 2)。

表 2: 實際國內生產總值增長(期間平均)

	全球	先進經濟體系	發展中亞洲地區	
			全部	中國內地
1998 年-2002 年	3.2%	2.6%	5.9%	8.2%
2003 年-2007 年	4.7%	2.7%	9.3%	11.0%

資料來源：國際貨幣基金組織；恒生銀行

亞洲新興國家及地區的經濟增長尤其顯著，2003 至 07 年間平均每年增長 9.3%，而之前五年平均每年僅增長 5.9%。同期中國內地經濟平均每年增長達 11.0%，是區內之冠，亦高於之前五年平均每年 8.2% 的增長。觀乎此，中國內地被視為是導致商品價格飆升的最重要因素之一便不足為奇。



恒生銀行

滙豐集團成員

經濟專題

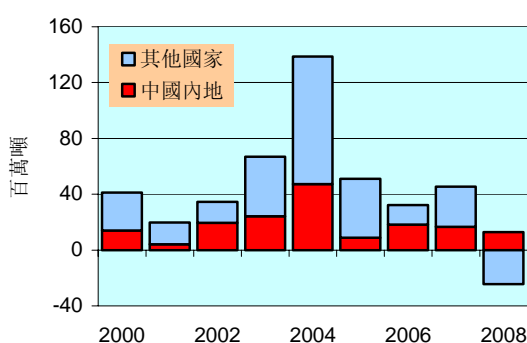
財資處



中國因素的重要性

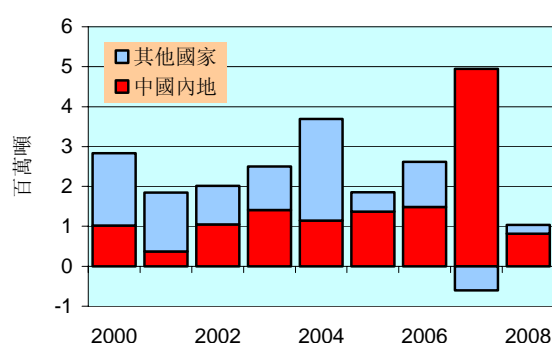
然而，要計算中國因素對 2003 至 08 年中商品價格上升的影響並不容易，因為商品價格高企的原因眾多。不過，期內中國內地對商品價格構成重大影響的證據依然俯拾即是。例如，2003 至 07 年間，全球石油消耗量共增加 33,390 萬噸，當中 11,540 萬噸的增幅，亦即總增幅的 34.6%源於中國內地(表 3)，而之前五年，這個比例僅為 28.7%。

表 3: 全球石油消耗量增長



資料來源：國際能源機構；恒生銀行

表 4: 全球銅及鋁消耗量增長



資料來源：國際貨幣基金組織；恒生銀行

中國內地對金屬需求的增長更為矚目。2003 至 07 年間全球所增加的 150 萬噸銅及鋁的消耗量中，僅內地已佔 104 萬噸，亦即總增加量的 69.3%(表 4)。其他金屬如鋅、鎳及鋼的情況也相若。

一般認為中國內地是 2003 至 07 年間全球商品價格上升的主要成因，因為期間中國內地相當部份的商品需求，尤其是若干主要商品如原油、鐵及銅等均需大量進口。中國內地自 1993 年起成為石油淨進口國。至 2007 年，內地 46.6%的石油消耗量需依賴進口應付(表 5)。同年，內地 35.1%的鐵礦亦需要進口支持。

表 5: 中國內地對若干商品的進口需求 (2007 年)

	本地產出 (百萬噸)	進口	
		百萬噸	佔總消耗量
原油	186.3	163.2	46.7%
鐵礦	707.0	383.1	35.1%
銅	3.4*	4.5**	57.0%

資料來源：「全國礦產資源規劃(2008-2015 年)」，國土資源部；中國海關

*精煉銅，**銅礦

¹Milton Keynes Open University 一項研究顯示，2000 至 2007 年間，中國內地佔全球鋅消耗量增長超過 85%、鎳 80%及銅 80%。「China's structural demand and the commodity super-cycle: implications for Africa」；Masuma Farooki，Development Policy & Practice, The Open University, Milton Keynes。



恒生銀行

滙豐集團成員

經濟專題

財資處



中國內地未來的商品需求

按人均消耗量計算，中國內地相比其他先進工業國家仍屬發展初期。2008 年，中國內地的人均石油消耗量僅及南韓的七分之一及美國的九分之一左右。銅消耗量雖然稍高，但亦僅及南韓的五分之一及日本的五分之二上下(表 6)。

表 6: 個別國家的人均商品消耗量 (2008 年)

	石油 (每日桶)	鋁 (公斤)	銅 (公斤)	鎳 (公斤)
美國	0.064	18.6	6.4	0.4
日本	0.038	17.6	9.3	1.5
南韓	0.047	19.9	17.5	1.5
中國內地	0.006	9.4	3.9	0.2

資料來源：「Global Commodity Markets」，2009 年，世界銀行；恒生銀行。

倘以美國、日本及南韓等國家的商品消耗量與經濟發展的歷史關係為參考，中國內地未來對商品的潛在需求將會相當巨大。問題是，內地多項商品的儲備並不足以滿足未來需要。

根據中國國土資源部就 2008 至 2020 年間內地商品需求量所作的預測，儘管內地的煤礦儲備足夠應付未來 100 年的消耗量，但其他多項商品如原油及銅的儲備卻可能很快耗盡(表 7)。

表 7: 中國內地主要商品供求預測

	本地需求 (百萬噸) (1)		本地供應 (百萬噸) (1)	保證儲備 (2)	
	2008 年 – 2020 年 每年平均	2020 年	2015 年	2008 年 (百萬噸)	供應年數*
煤炭	超過 3,308	超過 3,500	超過 3,300	326,144	98.6
石油	超過 462	超過 500	超過 200	2,890	6.3
鐵礦	超過 1,231	超過 1,300	超過 1,100	22,640	18.4
銅	約 7.7	7.3-7.6	超過 1.3	28.9	3.8

資料來源：(1) 「全國礦產資源規劃(2008-2015 年)」，國土資源部；(2) 中國統計年鑑 2009，第 386 頁

* 2008 至 2020 年間的年平均消耗率

國土資源部指出，倘內地不改變目前倚重投資及出口的經濟增長模式，到 2020 年中國內地 45 種主要礦產中將有 19 種面臨短缺。屆時，內地 40% 的鐵礦需求、60% 的原油消耗量以及 70% 的銅及鉀需求將要依賴進口應付。國土資源部強調，19 種預計將面臨短缺的礦產中，11 種對中國內地的經濟增長極為重要。

儘管國土資源部在其預測中並未提及對經濟增長及效益提升等變數的假設，但其結論相信毋庸置疑，尤其證諸中國內地近年在全球採購商品的積極態度。

² 「全國礦產資源規劃(2008-2015 年)」，國土資源部，2009 年



恒生銀行

滙豐集團成員

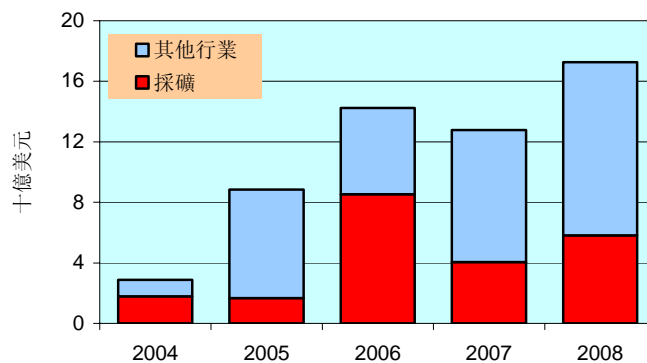


為確保未來供應採取的措施

中國內地早於上世紀 90 年代中已開始從海外採購主要商品，但採購步伐自本世紀初開始加快。例如，為確保未來石油供應，內地自 2004 年起已在非洲以基建換石油的交易方式進行大量採購。今日，安哥拉是繼沙特阿拉伯及伊朗後中國內地的第三大石油供應國家，供應內地約 6% 需求³。

其他保障未來商品供應的措施可見於內地企業的大量海外投資。並不令人意外的是，該等投資有頗大部份涉及石油及金屬開採業務。2004 至 08 年間，內地對外直接投資（不包括在香港特別行政區的投資）共 560 億美元，當中 219 億美元或總額的 39% 與採礦業務有關（表 8）⁴。

表 8：中國內地對外直接投資(不包括香港特別行政區內投資)



資料來源：商務部；恒生銀行

中國內地亦於 2005 年開始建立石油儲備，最終目標是於 2020 年之前建成相當於 100 天石油進口量的石油儲備。規模相當於 10 天進口量的第一階段儲備已於本年較早前建成⁵。有關項目尚餘兩個階段。

對全球商品價格的潛在影響

未來數年中國內地對石油及金屬的需求將會穩定增長，當中多項主要商品的需求將有賴海外市場滿足。一個重要的問題是內地需求穩步增長會如何影響全球商品價格。很明顯，中國內地的需求僅是影響全球商品價格的多項因素之一。

³ 「US enlists oil to sway Beijing's stance on Tehran」，華爾街日報，2009 年 10 月 20 日。

⁴ 「2008 年度中國大陸企業對外直接投資統計公報」，商務部，第 39 及 67 頁

⁵ 連同石油公司的儲備，中國內地的總石油儲備目前達到約 30 天進口量。



經濟專題

財資處



據國際貨幣基金組織預測，全球國內生產總值將從 2004 至 08 年間平均每年增長 4.5% 放緩至 2010 至 14 年間平均每年增長約 4.1% (撇除 2009 年)(表 9)。儘管該組織估計前後兩段期間，中國內地對全球經濟增長的貢獻率將從 22% 增加至接近三分之一，但仍不足以抵銷其他國家的經濟增長所預期的減幅。

表 9:全球國內生產總值增長預測

	對國內生產總值增長的年度貢獻 (百分點)		期間變動 (百分點)
	2004-2008	2010-2014	
中國內地	1.0	1.3	0.3
美國	0.5	0.4	-0.1
其他先進國家	0.9	0.7	-0.2
全球其他國家	2.1	1.7	-0.4
總計 (每年實質國內生產總值增長)	4.5	4.1	-0.4

資料來源：世界經濟展望，2009 年 10 月，國際貨幣基金組織；恒生銀行

由於商品需求與經濟增長密切相關，若中國內地未來的石油及金屬需求未能完全抵銷其他國家的需求所預期的減幅，亦不足為奇。事實上，未來數年先進工業國家對商品需求的增長可能遠低於金融危機前的水平。

目前，全球經濟衰退的嚴峻程度可能已改變了先進工業國家的消費模式，令該等國家的經濟跌至一條較低的長期增長軌道。例如，美國消費者自金融危機爆發後已變得更為節儉。基於此，其他國家的需求不振有可能完全抵銷內地需求對商品價格構成的上升壓力而有餘。

供應樽頸舒緩是遏抑商品價格上升的另一項因素，因為 2003 至 07 年間因應商品價格大幅飆升而興建的新產能將會陸續投產。

展望未來，中國內地的經濟結構將會逐漸由目前倚重投資及出口，轉向以服務為主；在這過程中，內地對石油及金屬的需求相對其經濟規模而言亦會逐漸減少。科技發展亦有同樣效果。然而，這將會是一個漫長的過程。



恒生銀行

滙豐集團成員



免責聲明

本檔由恒生銀行有限公司（「恒生」）提供，內含之資料，乃從相信屬可靠之來源搜集，而當中之意見僅供參考之用，意見內容不一定代表「恒生」之見解。撰寫本檔之分析員證明於本檔內所發表之意見，乃準確反映分析員就有關金融工具或投資項目之個人意見，而有關分析員過去、現在或未來之報酬，並無任何部份直接或間接與本文件內之特定建議或意見有關。本文件的內容並非(亦不可作為)買賣外匯、證券、金融工具或其他投資之要約或邀約。本檔的任何部份均嚴禁以任何方式再分發。

本檔所載之資料或只屬指示性，並且未經獨立核對。「恒生」對當中所載之任何資料、推測或意見，或作出任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何資料、推測或意見承擔責任或法律責任。投資者須對本文件所載資料及意見的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為需要或合適的獨立調查。所有此等資料、推測及意見均可予以修改而毋須事前通知。

「恒生」及其聯繫公司可以其名義買賣，可能有包銷或有持倉於所有或任何於本檔中提及的證券或投資項目。「恒生」及其聯繫公司可能就其於本檔所提及的所有或任何證券或投資項目的交易收取經紀佣金或費用。

本檔所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢獨立投資顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。

本文件並無考慮任何收件人的特定投資目標、財務狀況或特定需要。投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔並不擬指出本檔內提及之證券或投資項目可能涉及的所有風險。