

全球投資策略：原物料市場

美國“解放日”後的原物料市場，黃金依然是首選

焦點內容

1. 對等關稅公布後，全球景氣衰退擔憂竄升，大宗商品因衰退風險攀升而成為重災戶，受能源與基本金屬拖累。
2. 維持原先配置位階，黃金依然是首選配置，其次為銅，最後為原油（黃金>銅>原油）。
3. 原油：OPEC+組織內部的矛盾。衰退擔憂與 OPEC 大幅增產，預期油市仍面臨供過於求可能，料將壓抑油價。
4. 黃金：不確定是唯一的確定。地緣政治風險、衰退擔憂、通膨預期等不確定性猶存，仍看好黃金未來表現。
5. 銅礦：經濟衰退擔憂的陰霾。銅礦為下一個潛在被課徵關稅之商品，拉貨需求將支撐北美銅價，惟衰退擔憂可能使得銅價有下行風險，多空因素夾雜下，暫以觀望角度視之。

重要訊息

在 4/2(三)美股收盤後，川普公布了對所有國家的對等關稅細節，而這次的關稅除了全面性的 10%關稅外，對許多各別國家課徵的稅率則是遠超我們預期，當然，這也超出了所有的市場共識。緊接著，中國宣布對所有美國進口的商品課徵 34%關稅，全球貿易戰緊張局勢來到最高點，市場對經濟衰退擔憂再起，最後使得 4/3(四)、4/4 (五)全球資產的崩跌，原物料市場也成為本次貿易戰的重災戶，CRB 商品指數在短短的兩個交易日跌超 8%，跌至近半年來新低，其中油價的下挫是最主要原因，其次便是與景氣週期緊密關聯的基本金屬，而黃金的下跌則是因市場短暫流動性危機而被迫拋售以套現追補股權市場之保證金所致。

評論及分析

(1) 原油 — OPEC+組織內部的矛盾

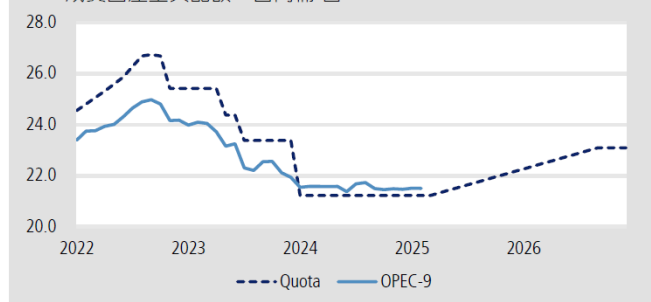
布蘭特原油與西德州原油在上週四與上週五兩個交易日分別下跌了 12.9%與 14.1%，光是兩個交易日便讓國際油價下挫 10 美元，這樣的急墜除了貿易戰所引發的衰退擔憂外，OPEC+組織宣布加速增產也是主要原因之一。

4/3(四) OPEC 發布聲明稿表示將持續維持原先逐步恢復增產 220 萬桶/日的計畫，在 2023 年自願減產的 8 個成員國將在 4 月增加 13.5 萬桶/日，但超乎意料的是，5 月的產量會增加 41.1 萬桶/日(原計畫為 5 月增產 13.5 萬桶/日)，這是原先計畫的三倍之多，OPEC+表示這是基於「更健康的石油市場前景」而做的上調，當然，這一說法與當下的總體環境形成強烈對比。我們認為這次超幅度增產的根本的原因除了美國總統川普的施壓與伊朗可能面臨的經濟制裁之外，「OPEC+組織內部的矛盾」可能才是關鍵問題。

其實從 2024 年初以來，OPEC+內部的實際產量便一直都超出自身的配額，也就是一直存在超額生產，這危及到了 OPEC+減產保價的政策理念，其中，哈薩克與伊拉克便是拖累 OPEC+產量的主要會員國，截至最新數據，兩國 2 月份分別超產了 30.2 萬桶/日與 7 萬桶/日，這讓整個 OPEC+組織在 2 月超產了約 30 萬桶/日的原油，而這樣的持續超產讓組織內部的成員國開始感到不滿，最終 OPEC+宣布 5 月將釋放比原定計畫多出 3 倍的產量。

圖 1：OPEC 在 2024 年開始，成員國中存在超產問題

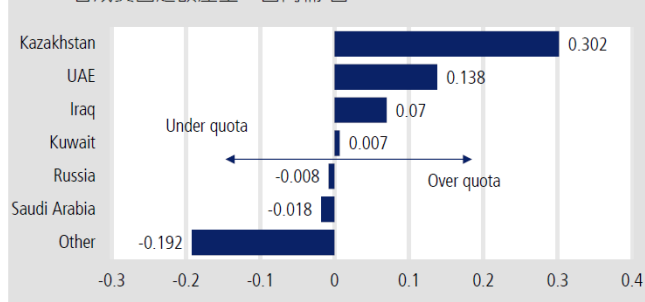
OPEC 成員國產量與配額，百萬桶/日



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：最新的 2 月 OPEC+產量，哈薩克是超產最嚴重國家

OPEC+各成員國超額產量，百萬桶/日



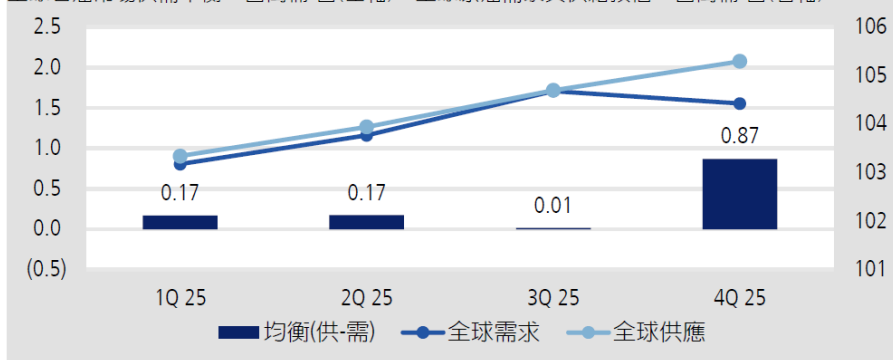
資料來源：S&P Global；凱基

這樣的警告除了讓油價下挫外，也浮現了 OPEC+ 成員國是否還能恪守減產紀律的這個疑問，倘若分歧越來越大，難保會讓沙烏地阿拉伯從維繫價格的「守護者」變成爭奪市場份額的「鬥士」。當然，演變成石油價格戰並不是我們的基本情境，未來將持續關注這些超產的國家是否有重新遵守減產協議並補償過去的超產。

回到油價的展望，我們認為短期油市的波動可能會較以往劇烈，因為不論是關稅政策或是 OPEC+ 產量計畫都相較 2023 與 2024 年更加不確定，考量超逾我們原先預期的關稅稅率以及 OPEC+ 的增產幅度，我們下調布蘭特原油短期波動區間為 57.5-62.5 美元/桶；西德州原油短期波動區間為 55-65 美元/桶。戰略配置上，我們並不改變我們對能源部位「減持」的想法，石油市場長期供過於求的局面並沒有發生結構性改變，基於 OPEC+ 內部恢復增產壓力與貿易戰對全球原油需求的衝擊，供給過剩與需求下降還是讓長期油價中樞下行的根本原因。

圖 3：兩大能源機構(IEA 與 EIA)均仍認為今年油市存供過於求可能

全球石油市場供需平衡，百萬桶/日(左軸)；全球原油需求與供給預估，百萬桶/日(右軸)



資料來源：EIA, IEA；凱基

(2) 黃金 — 「不確定」是唯一的確定

黃金期貨價格在上週四與上週五同樣隨著全球風險性資產崩跌而下挫，由 3,200 美元/盎司的高點回撤至 3,035 美元/盎司，下跌約 5%，當然，下跌的幅度相比其他風險性資產來說相對溫和，回撤的主要原因還是為了解決流動性問題，投資人大量的將黃金期貨合約進行平倉兌現，用以彌補股權市場的保證金追繳。另一方面，聯準會主席鮑威爾表示須待關稅政策更為清晰後，方考慮調整貨幣政策立場，偏向觀望的言論也壓抑黃金的表現。

我們認為「不確定性」仍是持續帶動金價的最主要原因，要去理解這樣抽象的不確定性是甚麼，大致可以拆分為地緣政治、經濟衰退、通膨預期與美國債務這四個構面進行梳理，當然，這樣的不確定性是否在「美國解放日」之後完全解除？我們認為現階段來說仍很難說服市場。

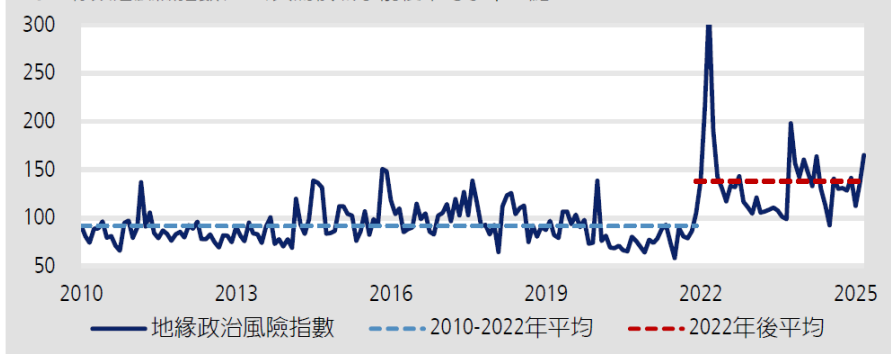
地緣政治來看，雖然烏俄談判已經進入談和階段，然而近期美國與伊朗之間的衝突又再次的浮出檯面，伊朗核協議(JCPOA)大部分的條款將在今年 10 月 18 日到期，川普在今年 3 月向伊朗提出就新協議內容進行談判，不過遭伊朗否決，這也使得美伊衝突再起，川普甚至揚言對伊朗進行轟炸，並對伊朗進口時有的國家徵收 25% 的進口關稅，整體來看，地緣政治事件的衝突在烏俄戰爭爆發後的現在仍然存在。

其次，由於全面貿易戰所帶來的停滯性通膨擔憂在上週來到最高點，以現階段而言，實際的經濟數據(Hard Data)雖然尚未表明經濟步入衰退，然而市場的預期卻已經達到恐慌並率先反應，這包括了消費者信心下滑以及通膨預期的攀升，我們認為若川普仍一意孤行他的全面關稅政策，那這樣經濟衰退與通膨上行擔憂可能還會持續。最後是美國債務問題，當然這屬於較為長期的問題，短時間內看到緩解還是有其難度。

整體來看，我們認為市場的不確定性依然存在，避險需求仍在持續，再加上 2022 年烏俄戰爭美國凍結俄羅斯的美元資產，這讓許多新興市場央行意識到外匯儲備多元化的重要性，央行擴增黃金儲備需求尚未看到逆轉，綜合考量，我們評估黃金的牛市仍舊未止，還是以「增持」角度視之，並將長期目標價維持在 3,300 美元/盎司。

圖 4：全球地緣政治風險在烏俄戰爭後依然保持於較高水平

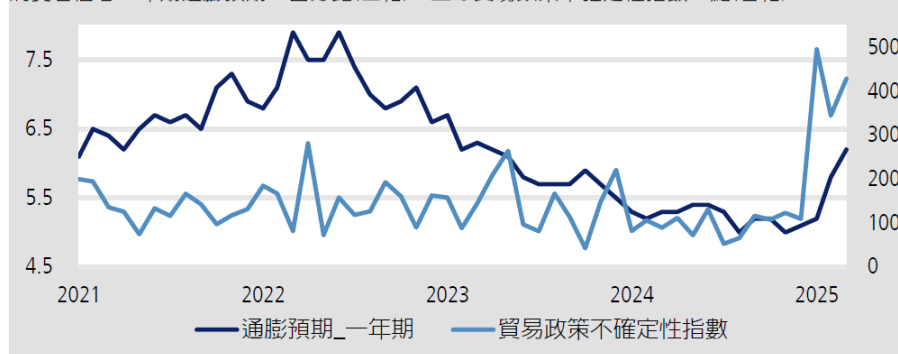
全球地緣政治風險指數(GPR)與烏俄戰爭前後平均水準，點



資料來源：matteoiacoviello；凱基

圖 5：近期關稅政策的不確定性讓市場對「衰退與通膨」擔憂再起

消費者信心一年期通膨預期，百分比(左軸)；全球貿易政策不確定性指數，點(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

(3) 銅 — 經濟衰退擔憂的陰霾

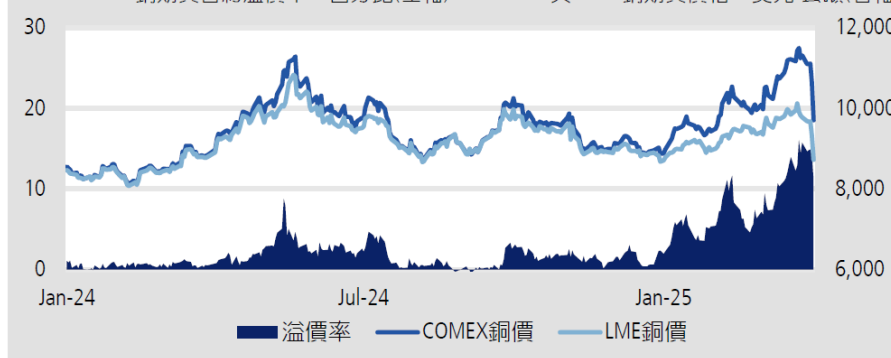
LME 銅期貨價格在上週短短兩個交易日便抹平了今年以來的漲幅，連續兩個交易日下跌約 10%，從 10,000 美元/公噸的高位下跌至 8,750 美元/公噸，基本金屬可謂在整個大宗商品裏頭對景氣循環尤為敏感的商品，而貿易戰讓全球經濟陷入衰退的預期也是讓銅價急跌的主因。

在 4/2 簽署的全面關稅行政命令中，排除了未來可能適用 232 條款關稅限制的銅，而銅是否會成為下個被課徵的對象？我們認為可能性還是存在的。

首先，雖然銅相對美國的鋼鐵業或鋁業有那般悠久的歷史，過去也不是生產銅的主要大國，但川普對這些基本礦物對外課徵關稅並不單單只是希望重振本土的冶煉產業，更希望的是評估這些礦物如果持續依賴外國進口是否會對國家安全構成威脅，特別是中國。其次，市場上對銅的需求日益擴大，銅是所有金屬中導電性僅次於銀的金屬（導電性：銀>銅>鋁），考量成本效益下，銅可以說是在工業領域中導電性最好的材料，而「電」的需求同樣與日俱增，特別是在新興產業當中，從新能源領域到 AI 資料中心的基礎建設，從數千公里的海底電纜到數十微米的銅箔基板，基本上都脫離不了銅的存在，這都說明銅的戰略地位越發重要。基於上述兩點，我們認為川普為擴大對銅的冶煉、開採能力，對進口銅產品實施關稅的可能性仍高。

圖 6：兩大交易所銅合約溢價為 10-15%，說明美國銅仍有可能被課徵關稅

COMEX-LME 銅期貨合約溢價率，百分比(左軸)；COMEX 與 LME 銅期貨價格，美元/公噸(右軸)

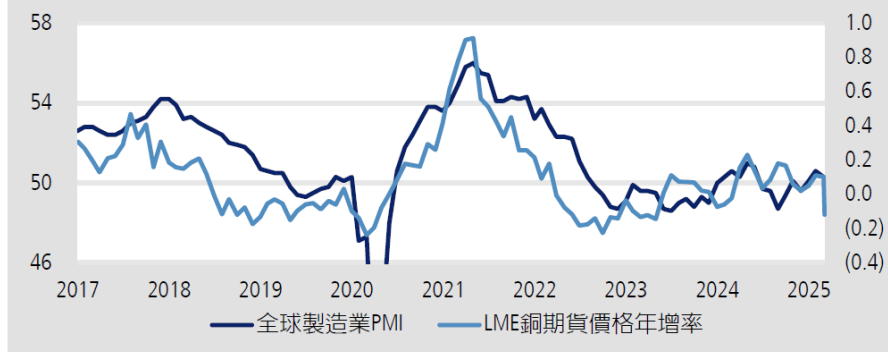


資料來源：Bloomberg；凱基

展望後市，在川普可能對銅課徵關稅的前提下，我們認為北美廠商提前拉貨的需求還會持續一段時間，這多少會支撐美國銅礦價格，惟考量現階段川普的貿易政策仍存有很大的不確定性，全球景氣衰退的概率依然存在，預計銅價波動在短期內更為劇烈，故我們暫將銅的策略配置調整為「持有」，投資人可待關稅政策更為明朗之際或是經濟衰退陰霾消散後再行布局。

圖 7：銅與製造業景氣緊密連動，若製造業步入衰退，銅價亦可能出現更大的回撤

全球製造業 PMI，點(左軸)；LME 銅期貨價格年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

結論

總結來看，黃金市場在地緣政治風險、停滯性通膨擔憂與關稅政策等諸多不確定性猶存下，仍樂觀看待其後續表現，維持「增持」的配置建議，長期目標價維持於 3,300 美元/盎司。銅礦市場考慮全球製造業復甦仍存變數下，調整策略配置至「持有」，投資人可待關稅政策更為明朗或是經濟衰退陰霾消散後再行布局。維持原油市場「減持」的配置建議，當前油市供過於求的局面並沒有發生結構性改變，OPEC+ 內部恢復增產壓力與貿易戰對全球原油需求的衝擊，仍為長期油價中樞下行的根本原因。配置方面，維持原先配置位階，黃金依然是首選配置，其次為銅，最後為原油 (黃金 > 銅 > 原油)。

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。