

原料物 資投



Commodity Investment

最該搞懂的事

盧冠安

著



前言——投資不必單戀股票	6
--------------------	---

part 1 原物料簡介與價格簡史

一、什麼是原物料 (commodities)	10
二、為什麼現在要投資原物料？	13
三、原物料與股票的交替循環 (1877 年至今)	14
四、原物料在資產組合的重要性	16
(一) 原物料可以分散投資風險	16
(二) 股市也有長期空頭 (或盤整) 的時期，而原物料長期的 表現不比股市差	18
(三) 原物料是對抗通貨膨脹 (物價上漲) 的最佳資產	18
(四) 原物料的價格趨勢較容易掌握	19
(五) 原物料價格難以操縱	19

part 2 現在可以投資原物料嗎？

一、美元再度開始貶值週期	22
(一) 宏觀循環周期已經到美元貶值的年代	23
(二) 川普政府的政策就是要讓美元貶值	23
(三) 美國獨自升息的局面可能即將改變	24
二、經濟成長已經走到循環後段	25
三、原物料 / 股市的比例為歷史低點	27
四、通膨預期	28



五、原物料供應短缺	29
(一) 原物料廠商開始增產到能夠真正量產，有不小的時間差	29
(二) 氣候因素	32
(三) 地緣政治 (geopolitic) 的影響	33
(四) 資源國家主義 (resources nationalism)	34
(五) 礦源逐漸枯竭	35
六、原物料需求大增：中國與新興市場的興起	36
七、小結：自己做研究最重要	39

part 3 | 原物料的迷思與賣出時間點——兼論廠商如何避險

一、原物料的迷思	42
(一) 原物料賺的沒股票多	42
(二) 股債平衡的投資方法就有穩定的報酬率， 不需要投資原物料	42
(三) 原物料波動很大	43
(五) 原物料投資管道很少 (基金除外)	45
(六) 原物料沒有利息	45
二、何時賣出原物料投資	47
三、廠商如何在原物料多頭時代避險	48
(一) 與上游廠商或供應商簽長期合約	48
(二) 貸款之後囤積原物料	48
(三) 購買所需原料相類似的標的物， 抵銷所需原料價格上漲的風險	49

part 4 原物料的投資工具——謊言與事實

一、總論.....	52
二、原物料股票或原物料股票型基金	54
(一) 廠商產量減少	56
(二) 廠商成本增加	57
(三) 股市大盤表現不佳	58
(四) 其他未知的意外或因素	58
三、原物料期貨.....	61
(一) 有槓桿風險.....	61
(二) 有結算日與轉倉問題.....	62
四、原物料 ETF 及 ETN	63
五、囤積實體原物料.....	69
(一) 台銀的黃金存摺可以轉換實體黃金條塊或硬幣	69
(二) 直接購買金銀條塊或硬幣.....	69
六、投資原物料產國的貨幣.....	71
(一) 外匯波動較低，是最穩定的資產類別之一：.....	72
(二) 外匯可以收取固定利息：.....	72
七、投資原物料產國的房地產或債券.....	73
八、放空成本上漲最多的股票.....	74



part 5 原物料萬花筒——原物料個別剖析

原物料的性質與簡史.....	78
一、貴金屬：不只是首飾.....	80
黃金小檔案 ▶ 黃金：真金不怕股崩.....	80
白銀小檔案 ▶ 白銀：黃金的兄弟，但僅限於通膨時代.....	98
鉑與鈀小檔案 ▶ 鉑（白金）與鈀：汽車工業必備品.....	110
工業金屬小檔案 ▶ 工業金屬：人類文明的基石.....	123
二、能源：人類的動力之母.....	130
原油小檔案 ▶ 原油：工業之母.....	131
天然氣小檔案 ▶ 天然氣：未來的燃料.....	145
替代能源小檔案 ▶ 替代能源：前景仍然取決於油價.....	150
三、農產品：民以食為天.....	154
穀物小檔案 ▶ 穀物：人類的主糧.....	157
咖啡小檔案 ▶ 咖啡：數百年的上癮.....	167
可可小檔案 ▶ 可可：另一種成癮性作物.....	172
糖小檔案 ▶ 糖：看似平凡，卻是必須.....	179
棉花小檔案 ▶ 棉花：新的白金.....	185
結論——注意全球股市高估的風險.....	191
附錄一 重要的原物料資訊網站.....	192
附錄二 氣候資料查詢.....	198

前言——投資不必單戀股票

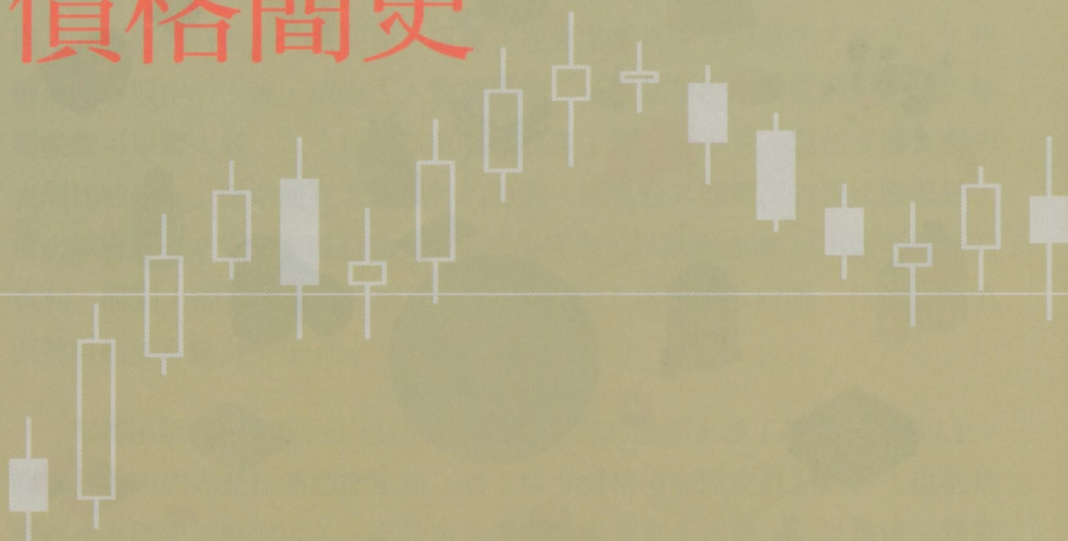
說到投資，世界主要的投資標的有五種：股票、債券、外匯、原物料與房地產，而台灣的財經界以投資股票或房地產為主，債券與外匯也有部分人提及，但原物料始終乏人問津。這種在投資上都集中在股票的「症狀」，我稱為「股票中心主義」或者「大股票思想」，也就是提到投資就只討論「那檔股票可以賺大錢」、「現在該買哪檔股票」等，而不是「現在那種資產的表現比較好？」這類較有宏觀視野的語言。畢竟若其他資產表現比股票好，何必單戀股票？當你知道石油、黃金或小麥也可以賺到 50% 以上甚至更高的獲利，而別人卻為了一碗牛肉麵漲 10 元而怨天怨地怨政府時，你就會知道原物料的神奇魅力所在了。

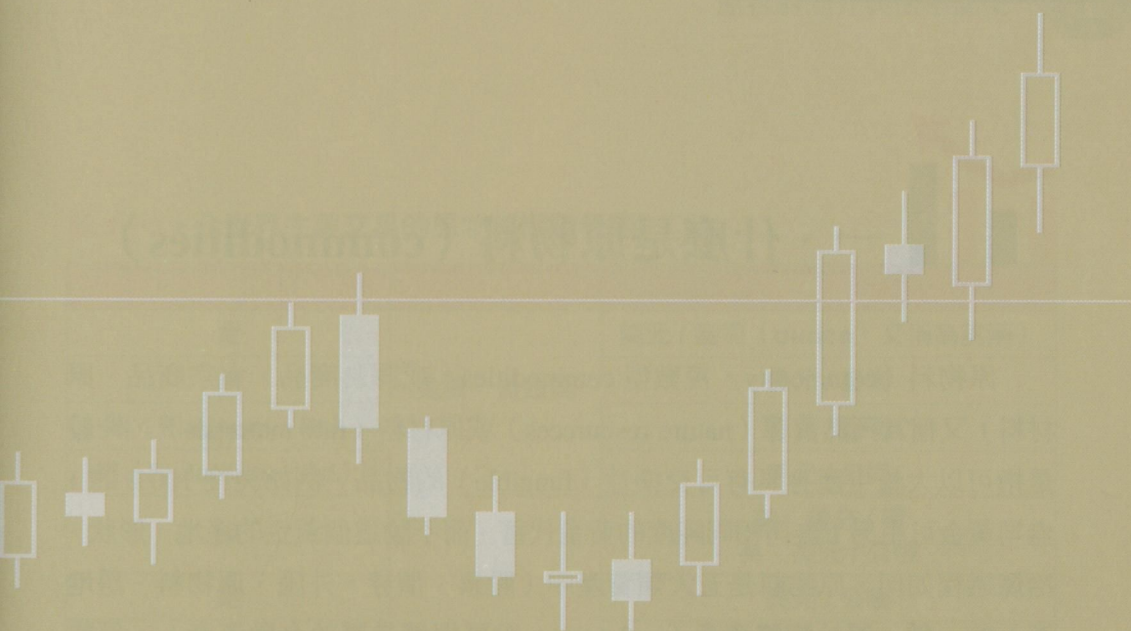
本書出版時，美國股市已經從 2009 年三月的底部上漲了超過 300% 以上，而美國股市的本益比達到歷史第二高；債券價格也在歷史高點附近（也就是殖利率在歷史低點附近），至於房地產價格也是高不可攀，可以說這三類資產目前都處於嚴重的泡沫當中。因此，（若你不放空的話）目前除了賭相對價值的外匯之外，只有原物料具有投資價值。所以你要選擇繼續在歷史高點附近的股票、債券或房地產「刀口舔血」，還是投入被低估的原物料呢？如果你選擇後者，那麼這本書和我上一本著作《掌握投資金律》將會是你最好的指引，這兩本書將協助你透過投資，在資產增值的時候也更加了解世界的運作。



Part 1

原物料簡介與 價格簡史







一、什麼是原物料（commodities）

原物料（commodity，複數型 commodities，或譯為商品、大宗商品、原材料）又稱為天然資源（nature resources）或原材料（raw materials），一般是指可以大量生產且具有可交換性（fungible）的物品，例如純度 100% 的 1 盎司黃金可用另 1 盎司相同純度的黃金代替，而不論這個黃金的產地、形狀、冶煉過程如何。原物料是五大類資產中（股票、債券、外匯、原物料、房地產）的一種，屬於實體資產（real asset，股票與債券屬於金融資產）。原物料的種類有金屬、能源、農產品共三大類，而金屬類又可分為貴金屬（precious metal）與工業金屬（industrial metal 或 base metal，或譯為基本金屬、卑金屬）兩大類。在各類原物料中，貴金屬的流動性（可變現性）最大，而農產品種類最多。然而，不論是汽油、銅、玉米或小麥，這些都是日常生活最常接觸的東西，你覺得會比一張台積電的股票更難理解嗎？因此，請敞開心扉接受原物料，讓我們的資產追隨著物價開始起飛吧！

原物料的種類雖然很多，但是由於交易的便利性，我們可以投資的種類多半是在金融市場上有期貨交易的原物料（雖然我不推薦以期貨做為原物料的投資工具，我較推薦以 ETF 做為投資原物料的主要工具，但原物料需要期貨市場才能建立 ETF，詳情請見 Part4），而世界上主要交易的原物料期貨種類，請見表 1—1。

表 1—1 ▶ 全世界主要交易的原物料期貨種類

原物料期貨名稱	分類	報價單位
金	金屬—貴金屬	美元 / 盎司 (ounce, 又稱為英兩)
銀		美元 / 盎司
鉑 (Platinum, Pt)		美元 / 盎司
鈀 (Palladium, Pd)		美元 / 盎司
銅	金屬—工業金屬	美：美分 / 磅 英：美元 / 公噸
鋁		美元 / 公噸
鉛		美元 / 公噸
鋅		美元 / 公噸
鎳		美元 / 公噸
錫		美元 / 公噸
輕原油 (西德州中級原油, WTI)	能源	美元 / 桶 (barrel)
布蘭特原油		美元 / 桶
RBOB 汽油		美分 / 加侖
熱燃油 (取暖油)		美分 / 加侖
天然氣		美元 / 百萬英國熱單位 (mmBTU)
小麥	農產品—穀物	美分 / 英斗 (bushel, 又稱為「葡氏爾」)
玉米		美分 / 英斗
黃豆		美分 / 英斗
糙米		美分 / 英擔 (quintal)
黃豆粉 (Soy meal)	農產品	美元 / 公噸

(粗體字表示會於本書 Part5 詳細介紹的原物料)

(報價單位中的美、英，分別代表美國與英國的期貨交易所)

原物料期貨名稱	分類	報價單位
黃豆油	農產品—油脂	美分 / 磅
棕櫚油		馬幣 / 公噸
咖啡	農產品—軟性商品 (soft commodities)	阿拉比卡 (美) : 美分 / 磅， 羅布斯塔 (英) : 英鎊 / 公噸
可可		美 : 美元 / 公噸 英 : 英鎊 / 公噸
糖		美分 / 磅
柳橙汁 (FCOJ)		美分 / 磅
棉花		美分 / 磅
橡膠	農產品	日圓 / 公斤
木材	農產品	美元 / 千板英尺 (mbf)
活牛 (Live cattle)	農產品—牲畜	美分 / 磅
瘦豬 (Lean hog)		美分 / 磅
飼牛 (Feeder cattle)		美分 / 磅

(粗體字表示會於本書 Part5 詳細介紹的原物料)

(報價單位中的美、英，分別代表美國與英國的期貨交易所)

也就是說，我們聽到新聞報導的「國際油價」其實是洲際期貨交易所 (Intercontinental Exchange, 簡稱 ICE) 交易的布蘭特原油期貨 (Brent Crude Oil future)，而「國際玉米價格」就是芝加哥商業交易所 (Chicago Mercantile Exchange, 簡稱 CME) 交易的玉米期貨價格，這點各位讀者需要牢記。



二、為什麼現在要投資原物料？

經歷了 2011 年（或 2012 年）到 2015 年的下跌，多數原物料在 2015 年底到 2016 年初打底，到目前均有一定程度的上漲。但有不少人懷疑這次原物料上漲，是一次空頭反彈還是再一次長期多頭的開始？我認為以下幾個原因應該可以確保原物料不是一次空頭反彈，而是另一次長期多頭的開始：

- （一）美元再度開始貶值週期
- （二）經濟成長已經走到循環後段
- （三）原物料 / 股市的比例為歷史低點

關於以上三點，我們將在 Part2 詳述。



三、原物料與股票的交替循環 (1877 年至今)

根據經濟學者研究，原物料與股市在長期循環上有負相關的現象，就是股市長期上漲時，原物料多半長期下跌；而原物料長期上漲時，股市多半長期下跌。而從 1877 年以來，原物料價格總共經歷 4 次的多頭和 4 次空頭。請見表 1—2。

表 1—2 ▶ 1877 年以來的原物料與股票交替循環

(粗體字是原物料多頭時代)

時間	股票或原物料何者表現較佳	對金融市場具長期影響力的事件
1877 ~ 1907 (持續 30 年)	股票	1907 美國銀行業危機
1906 ~ 1921 (持續 15 年)	原物料	1914 ~ 1918 第一次世界大戰
1921 ~ 1929 (持續 8 年)	股票	1929 美國股市崩盤，之後進入大蕭條時期
1931 ~ 1950 (持續 29 年)	原物料	1933 美國禁止人民持有黃金，並把黃金價格上漲 69% (也就是讓美元對黃金貶值 69%) 1937 ~ 1945 第二次世界大戰 1944 布列敦森林協議開始實施
1950 ~ 1968 (持續 18 年)	股票	1950 ~ 1953 韓戰

時間	股票或原物料何者表現較佳	對金融市場具長期影響力的事件
1968 ~ 1982 (持續 14 年)	原物料	1959 ~ 1975 越戰 1971 布列敦森林協議瓦解 1973 ~ 1974 第一次石油危機 (第四次中東戰爭、OPEC 石油禁運) 1979 ~ 1981 第二次石油危機 (伊朗伊斯蘭教革命、蘇聯入侵阿富汗、兩伊戰爭、伊朗人質危機)
1982 ~ 2000 (持續 18 年)	股票	1987 股市崩盤 1990 波斯灣戰爭引發第三次石油危機、蘇聯解體、全球房地產下跌
1999 ~ ?	原物料	2000 ~ 2003 網路科技泡沫、股市崩盤 2001 911 事件 2001 ~ 2011 阿富汗戰爭 2003 ~ 2011 第二次伊拉克戰爭 2008 次貸危機，房地產及股市崩盤 2010 ~ 2011 阿拉伯之春 (茉莉花革命) 2011/8 美國信用評等被調降 2011 ~ 2012 多數原物料創下歷史高點，開始下跌 2015 ~ 2016 多數原物料打底，開始上漲

由表 1—2 可以看出原物料和股市的確有交替循環，兩者的多頭平均約持續 18 年。而 1999 年開始這次的原物料多頭，多數原物料在 2008 年到 2012 年達到最高點，在 2012 年到 2015 年多數原物料下跌，2015 下半年到 2016 上半年打底之後又再度上漲至今。由於 2012 年到 2015 年這波原物料下跌並未跌破 2000 年的低點，因此 2015 年到 2016 年開始的原物料上漲究竟應定義為 1999 年到 2011 年那波原物料多頭重新啟動，還是新一波原物料多頭，目前仍無法確定。