

# 商品金融化的成因、影響與對策

朱美智、黃麗倫、吳黃蘋

## 摘要

過去 10 年間，國際商品價格呈現大幅波動。其中，驅動近期國際商品價格上漲的因素，除圍繞中東形勢的地緣政治風險，以及氣候異常導致部分糧食供給短缺以外，主要有三項，諸如：開發中國家對商品的需求增加、低利率與流動性過剩，以及商品金融化 (financialization of commodities) 助長投機炒作。其中，越來越多的研究指出，第三項因素的影響最大。

過去數年來，商品市場發生巨大變化。商品衍生性金融工具交易量大幅超過實體商品產量。而且，在商品衍生性金融工具市場，金融機構已取代傳統的商品買家與賣家，成為市場的主導力量。商品市場的金融化現象並造成，商品價格大幅波動，及偏離

基本面。

為因應商品金融化導致商品價格不穩定，聯合國呼籲，相關當局應採取四項對策，諸如：提高實體商品市場的透明度、提高商品衍生性金融工具市場的透明度、設定金融市場參與者持有部位限額，及授權市場監管當局於必要時干預商品衍生性金融工具市場。不過，對於上述第四項對策，IMF 有不同的看法。IMF 指出，近期政府不須迫切進行政策干預，惟須確保一個讓全球商品市場正常運作的架構。

至於應如何因應商品金融化導致國內通膨壓力上升，聯合國認為，較合宜的政策應是，採行促使國內薪資成長與生產力成長一致的所得政策 (income policies)。

## 一、前言

過去 10 年間，商品價格呈現大幅波動。原油價格自 2003 年初的每桶 30 美元左右，一路飆升至 2008 年 7 月的每桶近 146 美元，5 年間暴漲近 5 倍。如此之高的油價，在歷史上並無前例。2008 年中期全球金融危機爆發

以後，原油等商品價格在急劇飆升之後下跌。自 2009 年中期起，再度轉為上漲走勢。上 (2010) 年秋季之後，商品行情上漲速度加快，並推升全球物價水準上漲，對各國總體經濟穩定構成巨大的威脅。

針對國際商品價格上漲導致通膨壓力增加的問題，政府當局應採取何種因應對策？這方面的判斷須仰仗對國際商品價格上漲的原因及影響的評估。

近期國際商品價格的上漲，除受商品供需緊張基本面、地緣政治風險，以及寬鬆的國際金融環境等因素之影響以外，還有一項

更重要因素，即來自金融投資者對商品期貨投資大幅增加，導致商品金融化不斷發展的現象。

本文擬先敘述過去 10 年間商品價格的發展；再探討商品金融化的成因與影響；最後討論因應商品金融化的對策。

## 二、過去 10 年間商品價格的發展

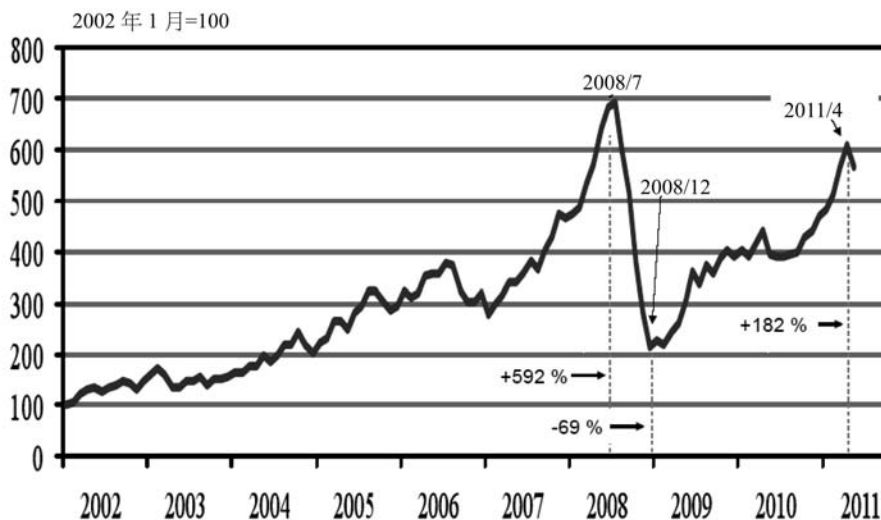
過去 10 年間，商品價格呈現大幅波動。2002~2008 年間，商品價格上漲在規模、持續時間與廣度方面，都是數十年來最為顯著的一次。2008 年中期全球金融危機爆發以後，隨之出現的價格下跌無論在嚴重程度，以及受影響商品的數量上都令人矚目。自 2009 年中期起，特別是上年夏季以來，全球商品價

格再度上揚，儘管本（2011）年上半年漲勢已趨於緩和（見圖 1、圖 2）。

在驅動近期國際商品行情上漲方面，除圍繞中東形勢的地緣政治風險及氣候反常導致部分糧食供給短缺以外，近年來的研究另提出多項因素，諸如：

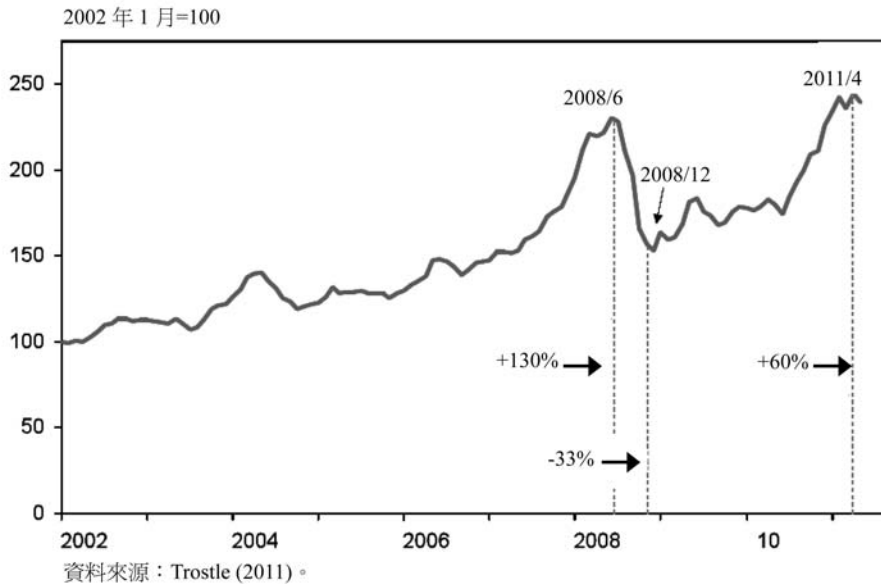
### （一）開發中國家對商品的需求增加

圖 1 國際原油價格



資料來源：Trostle (2011)。

圖 2 國際糧食價格



若干經濟快速成長多年的開發中國家，對石油的需求增加，占每年全球石油消費成長的比重越來越大。此外，數十年來，開發中國家快速的工業化與資源消耗密度大的經濟成長，加上平均每人所得快速成長，亦顯著增加彼等對石油的需求。

此外，糧食支出在新興經濟體家庭消費中所占比重較高，使得新興經濟體高速的經濟成長，推動全球糧食需求的大幅成長。再者，新興經濟體隨著所得水準提高，也增加肉類的消費，因此帶來全球飼料與糧食的需求增加。

### (二) 低利率與流動性過剩

以美國為首的先進國家持續採取低利率

及量化寬鬆政策，致造成全球寬鬆的金融環境，進一步激發在商品市場中獲取更高收益率的活動。

Inamura et.al. (2011) 為評估全球金融環境對國際商品行情所帶來的影響，利用 GDP 權重對各國的利率缺口 (interest rate gap) 進行加權平均，估算全球利率缺口，結果發現，全球利率缺口與國際商品行情間的關係呈現負相關，意味著近期國際商品價格的上漲可能受到寬鬆金融環境的影響 (註 1)。

### (三) 商品金融化助長投機炒作

越來越多的研究贊成，影響商品價格波動的主要因素為，更多的金融投資者出於金融動機參與商品交易，此一現象被稱為「商

(註 1) Inamura et. al. (2011)。

品金融化」。例如，ECB 於本年 8 月發表研究報告指出，油價變動的主要影響因素，在 2004 年以前是源自基本面；自 2004 年以來，則是拜投機活動之賜（註 2）。BIS 於本年 6

月發佈的年報指出，2008 年中期油價的驟升，證明金融投資造成油價嚴重偏離供需基本面（註 3）。

### 三、商品金融化的成因與影響

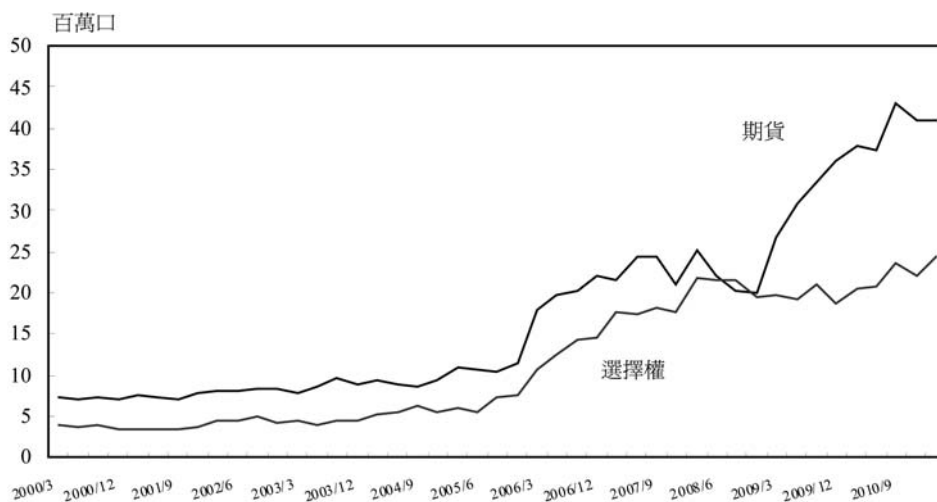
過去數年來，商品市場發生巨大的變化。商品衍生性金融工具交易量大幅超過實體商品產量。而且，在商品衍生性金融工具市場，金融機構已取代傳統的商品買家與賣家，成為市場的主導力量。商品市場的金融化現象並造成，商品價格大幅波動，及偏離基本面。

商品市場中的金融活動（主要是經由商品的衍生性金融工具交易）與實體商品產量密切相關，並在全球金融危機發生的前幾年加速進行。根據 BIS 的統計，在商品交易所市場，期貨與選擇權的未平倉契約口數自 2004 年的不到 1,500 萬口增加至 2005 年的近 1,900 萬口，至 2008 年底則達到近 4,000 萬口。2002~2008 年間，商品交易所中期貨與選擇權的未平倉契約口數成長 146.2%，商品衍生性金融工具市場的快速膨脹，進一步擴大

#### （一）商品金融化的成因

1. 商品衍生性金融工具交易量大幅超過實體商品產量

圖 3 全球商品交易所中期貨與選擇權交易契約口數



資料來源：BIS。

(註 2) Vansteenkiste (2011)。

(註 3) BIS (2011)。

商品衍生性金融工具交易量與實體商品產量的差距。以石油為例，2005年，全球商品交易所的期貨與選擇權規模達到商品世界總產量的3.9倍。店頭市場亦出現類似情況。

在全球金融危機平息後，商品交易所之期貨與選擇權的契約交易數持續成長，在2008~2011年3月期間，成長近62.4%（見圖3）。

此外，將投資者吸引到商品衍生性金融工具市場的驅動力量有二：

（1）機構投資者對分散投資與通膨避險有強烈需求

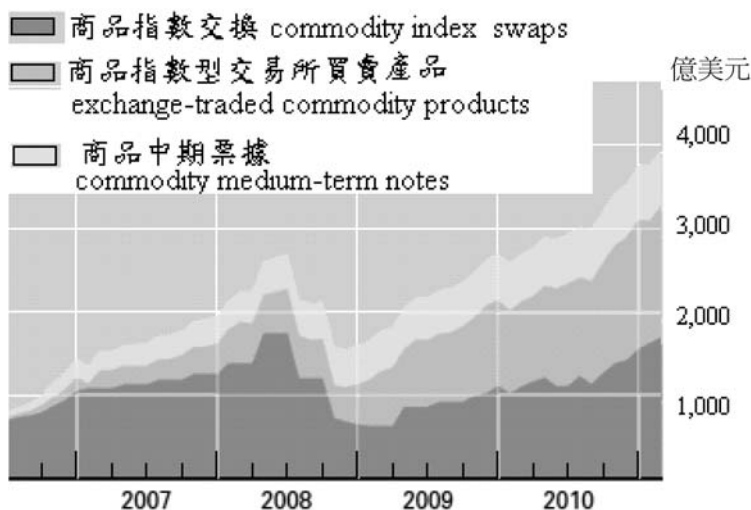
除對沖基金等短期投資者之外，退休基金及人壽保險等以長期運用為目的，且對分散投資與通膨避險有強烈需求的機構投資者

也進入市場。機構投資者鑑於低利率，遂將資金從債券轉移至收益率更高的商品市場，同時視商品為通膨避險工具。

（2）商品期貨市場的基礎設施日趨完善自2003~2004年，商品指數基金（indexed funds）與商品指數型交易所買賣基金（exchange-traded commodity funds）開始吸引大量資金投入，近年來更是發展迅速（見圖4）。

最普遍的兩個商品指數為標準普爾高盛商品指數（SP-GSCI）及道瓊瑞銀商品指數（DJ-UBS）。此外，美國紐約商品交易所（NYMEX）的大宗商品交易平台於2006年完成電子化，使得成交速度更加快速，交易成本進一步降低（註4）。

圖4 商品相關的衍生性金融工具



資料來源：BIS (2011)。

(註4) 同註1。

## 2. 金融機構成為商品衍生性金融工具市場的主導力量

### (1) 金融機構成為市場的主導力量

美國商品期貨交易委員會 (CFTC) 將商品衍生性金融工具市場的交易商分為兩大類：即「商業類交易商」(commercial trader) 及「非商業類交易商」(non-commercial trader)。前者係指利用交易所的衍生性金融工具對沖其他業務風險的機構，包括利用交易所衍生性金融工具對沖現貨部位的商品買家與賣家，以及利用交易所衍生性金融工具對沖店頭市場衍生性金融工具的金融機構，即商品互換交易商。商品互換交易商是市場的仲介，是連通交易所市場和店頭市場的樞紐。根據 CFTC (2008) 的統計，商品互換交易商的部位占商業類交易者的 80% 以上。

非商業類交易商係指僅在交易所衍生性金融工具中持有部位的交易商，主要包括兩類金融機構，即對沖基金與場內經紀商。雖然非商業類交易商的整體部位小於商業類交易商，但是，在紐約商品交易所的石油期貨與選擇權契約中，全部金融機構（包括商業類交易商的互換交易商與非商業類機構）的部位占全部部位的 70% 左右（註 5）。

### (2) 非商業類機構的交易量逐年增加

在 2000~2008 年期間，原油期貨市場之非商業性交易商數目不斷增加。

非商業類交易商持有期貨部位大幅增加，從 2000 年下半年的 45,000 口契約，增加至 2008 年前 8 個月的超過 50 萬口契約。

非商業類交易商持有期貨部位占市場所有期貨部位比重增加為 2 倍，從 2000 年的不到 20%，增加至 2008 年的超過 40%（註 6）。

### (二) 商品金融化的影響

商品的金融化帶來商品價格的變化如下：

#### 1. 商品價格脫離基本面

2000 年代中期以後，機構投資者開始增加對商品市場的投資。彼等逐漸將商品定位為股票及債券等傳統金融資產的替代投資工具。當金融投資者的資產負債表之平衡遭到破壞時，會增加售出有價證券中的風險資產；反之，如果他們的風險偏好增強，則會增加對風險資產的需求。最終結果，商品投資報酬率與股票或債券投資報酬率之間的相關性升高（見圖 5）。

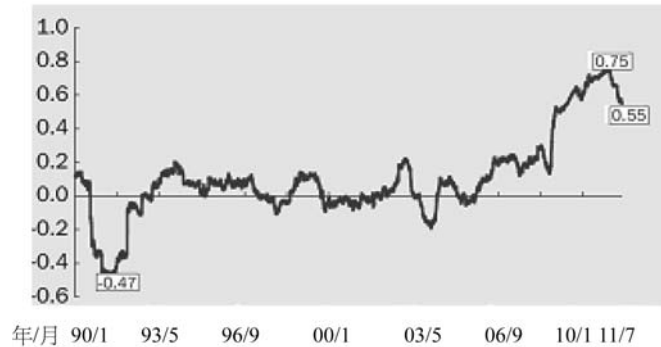
此一發展顯示，商品價格一方面易受到金融投資者投資組合重新平衡的影響；另一方面，則不一定能繼續反映商品的供需基本面（註 7）。

(註 5) Yin (2008)。

(註 6) 同註 2。

(註 7) 同註 1。

圖 5 商品價格指數與股價指數報酬率的相關性



資料來源：ADB (2011)。

## 2. 商品價格波動性增大

指數基金等金融投資者不會增強市場的流動性，也不會使市場更具多樣性。彼等大多數追隨潮流，採取同樣的策略，並堅信市場價格在可預見的未來仍會上漲。當然，如

果指數基金等投資者急劇拋售多頭部位，則將導致商品價格暴跌。此商品金融化使商品市場不大遵循一般市場的邏輯，而更常遵循被群聚行為（herd behaviour）主宰的金融市場邏輯。

## 四、因應商品金融化的對策

### （一）因應商品金融化導致商品價格不穩定的對策

聯合國貿易暨發展會議（UNCTAD）於本年 9 月 6 日發佈「2011 年貿易暨發展年報」，呼籲各國政府須重新規範存在群聚效應之致命缺點的商品金融化市場。UNCTAD 建議相關當局應採取下列 4 項對策（註 8）：

#### 1. 提高實體商品市場的透明度

提供更及時與準確的商品資訊，諸如，石油剩餘產能與全球庫存量，以及農產品的種植面積、預期收成、庫存與短期需求預

測，以提高實體商品市場的透明度，俾方便商品市場參與者評估目前與未來的供需基本面。

#### 2. 提高商品衍生性金融工具市場的透明度

改善商品衍生性金融工具市場的資訊流通與獲取，以進一步提高市場的透明度，俾使該交易管道能夠向商品生產者與消費者發出可靠的價格訊號。

#### 3. 設定金融市場參與者持有部位限額

對金融市場參與者實施更加嚴格的監

（註 8） UNCTAD (2011)。



管，例如，設定持有部位限額，俾削弱金融投資者對初級商品市場的影響。

4. 授權市場監管當局於必要時干預商品衍生性金融工具市場

授權市場監管當局於必要時，針對商品衍生性金融工具市場進行系統性干預，俾促使其更有效率地運轉，及避免價格崩跌或價格泡沫。

不過，對於上述第 4 項對策，IMF 有不同的看法（註 9）。IMF 其於本年 9 月出版「世界經濟展望報告」指出，近期研究未能提供有力證據，證明商品市場金融化導致商

品現貨市場價格的不穩定，因此，政府無須立即進行政策干預，惟須確保一個讓全球商品市場正常運作的架構。

## （二）因應商品金融化導致國內通膨壓力的對策

國際商品價格因大量的金融投資者，出現極大的波動性。上揚的商品價格導致國內通膨，削弱家計部門的購買力。對此，UNCTAD 認為，採行緊縮性的貨幣政策可能只會傷害經濟成長，較合宜的政策應是採行促使國內薪資成長與生產力成長一致的所得政策。

## 參考文獻

ADB (2011), "Box 2: Financialization of Commodities," *Asia Economic Monitor*, July.

BIS (2011), "Monetary policy challenges ahead," *BIS: 81st Annual Report*, June 26.

IMF(2011), "Financial Investment, Speculation, Commodity Prices," *World Economic Outlook*, Sep..

Inamura, Yasunari, Tomonori Kimata, Takeshi Kimura, Takashi Muto(2011), "Recent Surge in Global Commodity Prices -- Impact of Financialization of Commodities and Globally Accommodative Monetary Conditions," *Bank of Japan Review*, No.11-E-2, Mar. 31.

Trostle, Ron (2011), "Food commodity prices have risen-Again," *Economic Research Service*, U.S. Department of Agriculture, June 30.

UNCTAD (2011), *Trade and Development Report*, Sept. 6.

Vansteenkiste, Isabel (2011), "What is Driving Oil Futures Prices? Fundamentals Versus Speculation?" *ECB Working Paper*, No. 1371, Aug..

Yin, Jianfeng (2008), "Financialization of Commodity Markets and Soaring Oil Price," *CEIBS Lujiuzui International Finance Research Center*, Nov..

（本文完稿於 100 年 9 月，作者朱美智小姐、黃麗倫小姐現為本行網路金融資訊工作小組二等專員、四等專員，吳黃蘋小姐則為同小組辦事員。）

（註 9）IMF (2011)。