

附件三

国际商品市场走势

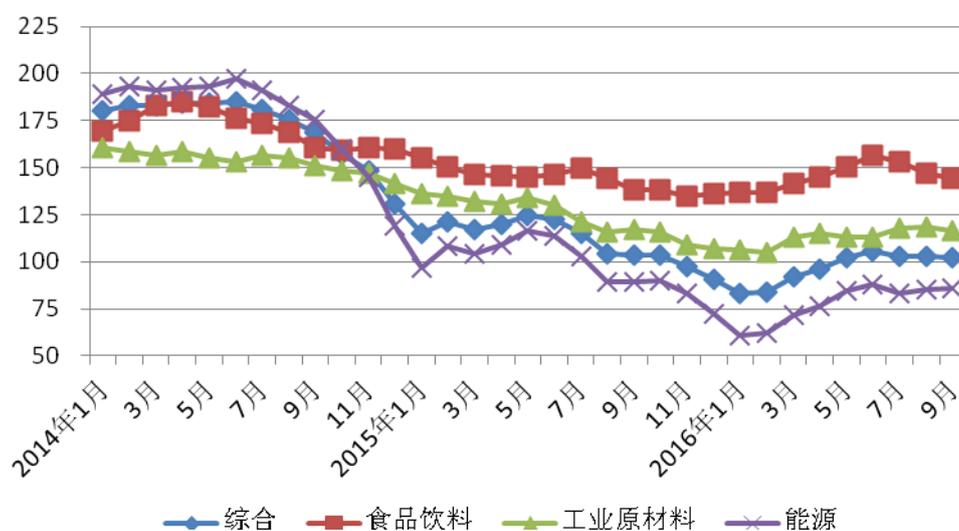
2016 年以来，国际大宗商品市场有所回暖，总体价格经历了由快速上升到回落走稳的过程，这也反映出，在全球经济趋稳的同时，一些风险因素持续存在，没有得到根本解决。在世界经济复苏乏力、国际贸易需求疲软的背景下，商品市场难有大的起色。展望 2017 年，世界经济贸易形势依然严峻复杂，不确定性因素增多，商品市场价格将延续在震荡中缓慢抬升的态势。

一、2016 年以来国际商品市场表现

2016 年，商品市场需求温和回暖，供方博弈仍在继续，突发事件、资金流动等因素成为引发市场震荡的主要力量，商品价格总水平呈现区间波动中温和回升的局面。至 9 月末，国际货币基金组织(IMF)编制的初级产品价格指数比 2015 年末上涨 12.6%，路透商品研究局指数(RJ/CRB)和标普高盛商品指数(GSCI)分别上涨 3.9%和 4.7%，道琼斯商品期货指数(DJAIG)和现货指数分别上涨 7.8%和 17.6%。

图1 国际市场大宗商品价格温和回升

(IMF 初级产品价格指数, 美元计价, 2005年=100)



数据来源: 国际货币基金组织, 初级产品价格指数, 2016年10月。

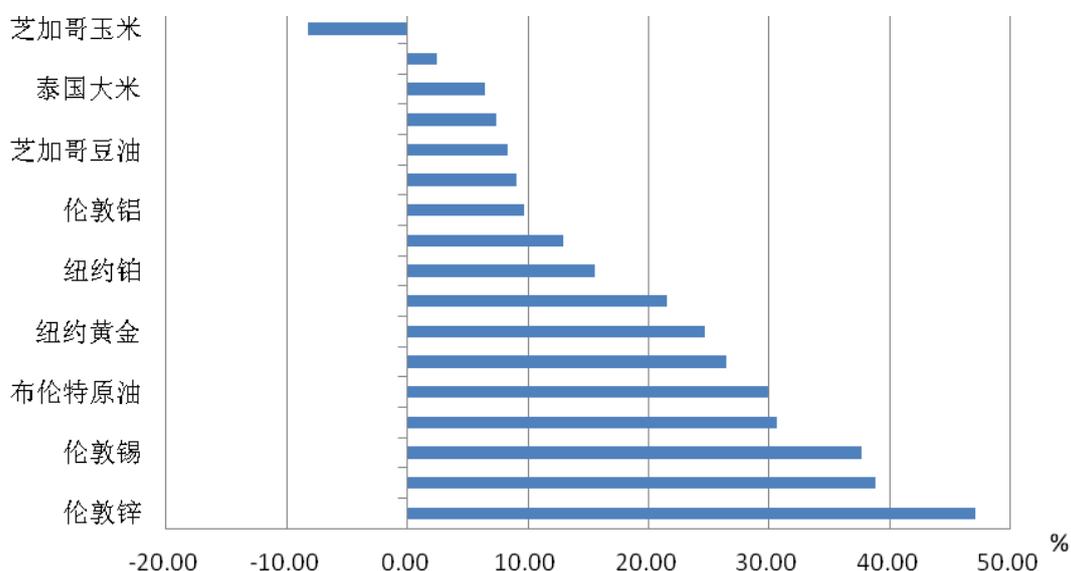
分时间段看, 2016年开年之初, 大宗商品市场延续2015年价格下滑走势, 但自1月下旬开始, 在美元加息预期减弱、市场流动性充裕、部分商品进入补库存周期等因素共同作用下, 商品价格从低谷快速回升, 且呈普涨之势。1-3月份, IMF编制的初级产品价格指数上涨11.2%, 其中, 石油领衔的能源类产品涨幅最大, 达18.3%; 其次为金属类产品, 上涨11.8%; 食品饮料类和工业用农产品分别上涨3.5%和7.2%。二季度是北半球传统生产旺季和能源需求高峰, 世界石油需求日增量达140万桶, 油价进一步得到强有力支撑。6月初纽约原油期货价格突破了50美元/桶关口。IMF能源类价格指数二季度涨幅达23.3%, 带动初级产品价格综合指数上涨14.2%。石油市场的强劲表现, 在一定程度上掩盖了大宗商品市场的整体弱势。实际上, 同期工业原材料价格指数与一季度末相比已有微弱下滑, 其中金属类价格

指数更回落 2.1%。进入三季度，供需再度趋于平衡。一方面，以能源资源出口国为代表的部分新兴市场和发展中国家经济有回暖迹象，需求有所好转；另一方面，供应方或为抓住时机守住市场份额、或因对未来形势过于乐观，一些停滞的产能重又投入生产。同时，美联储一再推迟加息时间，欧元区、日本等经济体延续宽松政策，商品市场的资金流出压力大为缓解。多种因素作用下，大宗商品价格有所回稳。9 月份，IMF 综合价格指数比 6 月份回落 3%，其中食品饮料和能源类商品价格指数分别回落 7.6% 和 2.8%，工业原材料则上升 3%。

分商品看，石油和金属是 2016 年以来表现最抢眼的商品。一方面，今年的经济增长主要源自各经济体的政策支持，基础设施建设等公共投资成为拉动经济增长的重要力量，带动对能源原材料的需求；另一方面，持续低价使得油田矿山自 2015 年开始就已收缩产能，一定程度上缓解了供应过剩压力。至 2016 年 9 月末，英国布伦特原油和纽约西德克萨斯原油期货价格分别比 2015 年末上涨 30% 和 31%；9 月份，澳大利亚纽卡斯尔港动力煤价格比 2015 年末上涨 40%；中国进口 62% 品位铁矿石平均到岸价比 2015 年末上涨 43%；伦敦金属交易所（LME）6 种有色金属中，除铜仅小幅上涨 2.4% 之外，其余涨幅达 10%-47%。农产品表现严重分化，作为工业原材料的棉、毛、油、糖、橡胶等农产品价格都有所上升，小麦、玉米等主粮依然受到供应过剩的重压，成为 2016 年以来为数不多的几种价格下跌的商品。

图 2 2016 年 1-9 月能源和金属类商品价格涨势明显

(交易所期货价格累计涨跌幅, %)



二、影响国际商品市场的主要因素

目前世界经济增长前景依然存在较大不确定性,商品需求回暖态势不够明朗,供给因素仍对商品市场走势起着决定性作用。虽然供应各方已意识到产能过剩亟需全球协同解决,但难以在短期内达成具有约束力的共同行动安排。市场回暖和价格回升的势头能否持久,既受经济复苏情况的影响,也取决于供给端的胶着局面能否被打破。

世界经济增长乏力,商品有效需求不足。长期以来,贸易和投资一直是全球经济增长的两大引擎。但 2008 年国际金融危机以来,全球贸易增速明显放缓,据世界贸易组织(WTO)数据,国际贸易增速已从 1990-2008 年间平均 7% 的增速降至 2009-2015 年间平均 3% 的增长水平。美国经济复苏势头不如预期,英国脱欧公投对英国及欧盟的贸易投资活动带来新的不确定性,倚重能源矿产出口的部分发展中

国家面临大宗商品价格低水平波动的挑战。跨国投资持续低迷，迄今未恢复到危机前的水平。多个主要经济体试图以基础建设投资拉动经济，改善未来发展环境，例如印度的“印度制造”运动、英国的海上风电计划等，推动了铁路、公路、电力、港口、通信等基础设施投资建设，拉动了对石油、钢铁、有色金属等大宗能源原材料及相关机械设备的需求。但这些长期投资依然偏重于传统路径，世界经济发展尚缺乏方向性、突破性的推动力，经济增长和商品需求的持续复苏也缺乏强有力的支撑。

供方博弈仍在持续，产能过剩有待缓解。供给侧改革是全球性问题。危机发生后各国普遍采取宽松货币和积极财政的救市行动，暂时挽救了经济，延缓了危机的集中爆发，但供需失衡的深层次矛盾并没有得到根本解决，反而加剧了供方博弈和贸易保护主义。石油输出国组织（OPEC）成员在今年9月达成初步协议，同意对该组织的日产量限制在3250万桶-3300万桶/天，但此份协议未对每个成员国的产量配额进行规定，并且伊拉克在近期表示其应该得到限产协议的豁免权，俄罗斯尚未给出加入OPEC限产计划的明显承诺，石油冻产的后续协商困难重重。此外，主要钢铁生产国之间竞相发起反倾销反补贴，都反映出供给端调整难度之大。随着今年二季度大宗商品价格回升，一些停滞的产能迅速复产。据美国贝克休斯公司的统计，9月份美国油井数比2015年同期减少40%，导致世界油井总数同比下降27%，但与今年5月份的最低点相比，美国油井数增加了25%，拉动世界油井总数增长13%。在需求回升程度不足的情况下，产能反弹抑制了商

品价格的反弹。不过，危机后充裕资本投向能源矿产等上游行业的产能，在最近两年已经到了释放高峰期。随着全球经济逐步筑底企稳以及去库存、去产能持续推进，供需失衡局面有望逐步好转。

国际资本频繁流动，商品市场波动加剧。近年来，欧洲、日本等国家和地区不断加大货币宽松力度以刺激经济，时至今日政策空间已接近极限，但效用逐渐减弱，不仅未能有效驱动实体经济增长，反而推动过剩资金流向房地产、期货、黄金等虚拟经济中，导致这些资产价格轮番上涨，对大宗商品价格形成一定支撑的同时，也加剧了商品市场动荡。此外，美联储对第二次加息时点迟迟未决，而加息对大宗商品市场有多重影响。一方面，加息导致的美元升值不仅将直接对美元计价的大宗商品价格形成压制，而且美元加息可能引发国际资本回流，导致发展中国家经济“失血”，进一步增添大宗商品下行压力。另一方面，对美联储加息节奏的预期也是大宗商品市场的不稳定因素，美联储每次会议前后，商品价格都会有较明显的动荡。短期来看，欧、日和多数新兴经济体的货币政策仍将保持宽松，大宗商品价格后续走势仍将因美联储加息和全球性利率回升的预期而出现波动。

三、主要商品市场发展前景

2016 年以来大宗商品价格在波动中回升，反映出市场有所回暖，但难以断言复苏态势就此确立。需求方面，当前世界经济增长和投资贸易活动依然不振，尽管商品需求在部分经济体和一些部门有局部亮点，但总体需求转旺仍需时日。供应方面，尽管前期库存有所消化，并且持续低价对投资活动有所抑制，使得多数大宗商品供应过剩局面

已有所缓解，但供方能否真正控制和削减产出水平仍存疑虑。资金方面，宽松货币政策产生的充裕资金为趋利而在不同大类资产之间轮动，美元加息预期时有反复，商品价格可能因之骤涨或骤跌，动荡有所加剧。因此，未来一个时期，宽幅震荡将是商品市场的常态，价格水平或将在震荡中缓慢抬升，但周期性反弹的确立有待全球经济的整体好转。

表 1 国际商品市场价格走势

(美元计价，年率，%)

	1998-2007	2008-2017	2012	2013	2014	2015	2016	2017
制成品	1.5	0.4	0.9	-1.5	-1.0	-2.9	-2.1	1.4
石油	14.0	-3.3	1.0	-0.9	-7.5	-47.2	-15.4	17.9
非燃料初级产品	3.9	-0.7	-10.0	-1.4	-4.0	-17.5	-2.7	0.9
食品	2.1	1.2	-2.4	0.7	-4.1	-17.1	1.9	-0.3
饮料	-0.6	3.4	-18.6	-11.9	20.7	-3.1	-3.3	3.7
农业原材料	0.2	-0.1	-12.7	1.6	1.9	-13.5	-7.6	1.9
金属	10.4	-4.3	-16.8	-4.3	-10.3	-23.1	-7.5	1.7

注：1. 制成品：占发达国家货物出口 83%的制成品的出口单位价值；石油：布伦特原油、迪拜原油及西德克萨斯原油的平均价格；非燃料初级产品：以 2002-2004 年在世界初级产品出口贸易中的比重为权数。

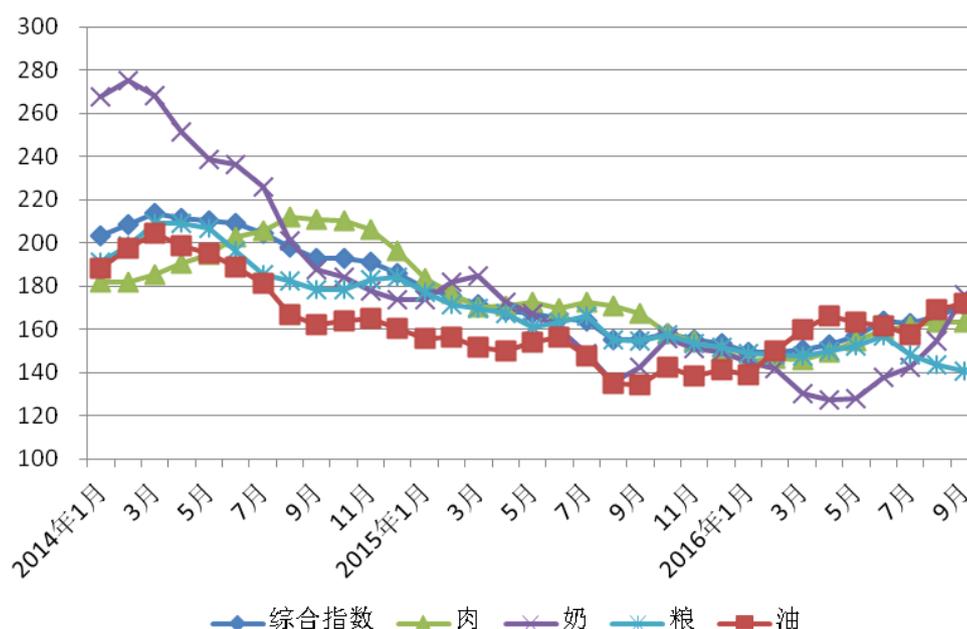
2. 2016 年和 2017 年数据为预测数。

资料来源：国际货币基金组织，《世界经济展望》，2016 年 10 月，附表 A9。

粮农产品主要受粮价拖累，农产品成为 2016 年以来表现相对弱势的大宗商品。2016 年前三季度，联合国粮农组织（FAO）编制的食品价格指数上涨 14.5%，其中糖、油、奶、肉类产品价格指数分别上涨 52.9%、23.7%、21.3%、12.6%，粮食价格指数下跌 5.5%。粮价同时受到供应、需求、成本等多方面因素打压。供给方面，世界粮食生产连续丰产丰收，全球粮食库存水平居高不下。需求方面，油价偏低使得石油竞争优势提升，生物燃料生产受到影响，粮农产品的能源需求大大收缩；同时，大宗商品价格持续低迷，严重削弱了能源资源出口依赖型发展中国家的粮食购买力。成本方面，低能源价格和技术进步降低了农业生产成本。多重因素影响下，粮食成为农产品中唯一价格下跌的商品类别。

图 3 2016 年以来粮食是唯一价格下跌的农产品

(FAO 食品价格指数，2002-2004=100)



数据来源：FAO 食品价格指数，2016 年 10 月。

展望后市，2016 年全年粮食收成预期乐观。厄尔尼诺现象对粮食生产的影响有限，FAO 多次调高粮食产量预估。10 月份的最新报告预计，2016 年世界谷物产量将增产 1.5%至 25.69 亿吨，再次刷新历史记录。其中，小麦主产地美国、欧盟、俄罗斯、印度等均收成良好，预计世界总产量将再创新高，达到 7.42 亿吨；稻米产量也将达到创纪录的 4.98 亿吨；美国玉米产量有望刷新历史最高纪录，拉动世界粗粮总产量比 2015 年回升 1.8%，至 13.29 亿吨。FAO 预计，2016 到 2017 年度全球粮食消耗将增长 1.6%，大致与产量增长同步。然而受制于前些年累积的高库存，粮价仍将比其他大宗商品承受更多压力。

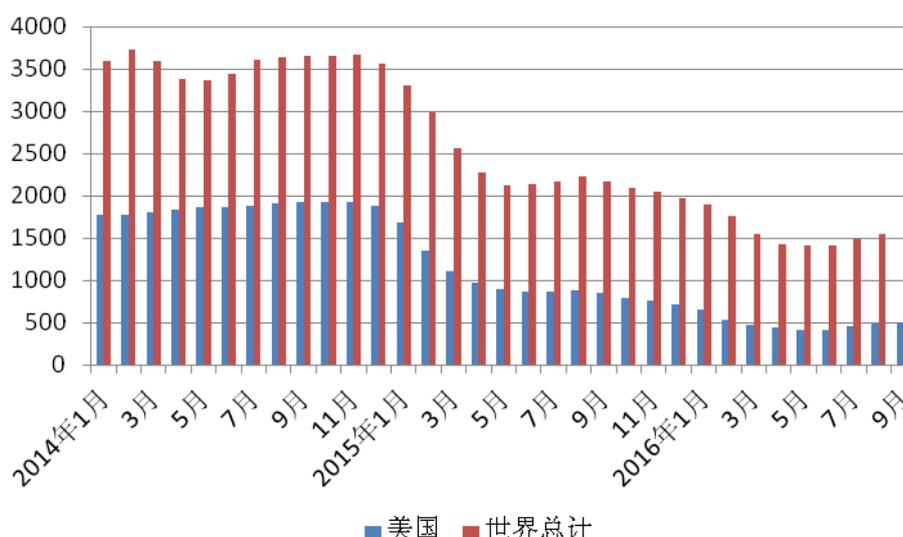
图 4 粮食市场持续供应过剩



数据来源：FAO，谷物供需简报，2016 年 10 月。

石油近两年国际原油市场一直面临供应过剩的压力。持续低价打压投资热情，2015年，以美国为首的非OPEC产油国产能大幅收缩。进入2016年后，产能削减基本已到极限，下半年更随油价回升而开始反弹。据国际能源署（IEA）统计，8月份非OPEC国家合计日产量比2015年同期仅减少30万桶。与此同时，OPEC国家倡议的冻产协商一波三折，俄罗斯、伊拉克等国的最终表态将很大程度上影响联合冻产的推进。即便冻产协议真正达成，各方能否完全按照协议行动仍存在较大不确定性。此外，需求依然没有大的起色，美国经济好转对原油需求的拉动力有限，经合组织（OECD）国家的石油总库存在7月份创下历史新高。新兴经济体的经济增长和商品需求也不尽如人意。IEA预计，2016年世界石油需求日增量为130万桶，2017年将进一步放缓至120万桶。未来一段时间，世界石油供需平衡格局有望改善，但不可过于乐观。一方面，目前较高的库存水平将抑制油价的上涨空间；另一方面，一旦需求有所回暖，供应方很可能有相应的增产行动，这是制约油价上涨的最主要因素。

图5 世界石油产能止跌反弹（油井数）



数据来源：美国贝克休斯公司，石油钻井统计，2016年10月

专栏一 冻产协议与油价走势

近年国际原油市场格局发生较大变化，页岩油开采技术的进步，使得以美国为主的非 OPEC 国家在原油市场的份额和影响力显著提高，而 OPEC 对原油供给和价格的控制力减弱。2014 年以来，国际油价不断走低，为弥补价格下跌的收入损失、保持或抢夺市场份额，OPEC 成员没有采取以往的限产保价策略，反而持续超配额生产，试图以低成本优势排挤竞争者。俄罗斯、美国等也不甘示弱，纷纷开足马力加快生产。然而，持续低价令委内瑞拉、沙特阿拉伯、俄罗斯等严重倚赖石油收入的国家财政恶化、经济萎缩，越来越无力支撑价格战。

2016 年 2 月，沙特阿拉伯、卡塔尔、委内瑞拉和俄罗斯四个产油国一度同意冻结产能，市场对此做出积极回应，国际油价迅速从低点大幅回升。然而此后沙特阿拉伯和俄罗斯的原油生产力度不减，不断

创下历史新高，冻产协议流产，石油市场重回黯淡。9月29日，OPEC成员在阿尔及利亚非正式石油会议上达成限产协议，将原油日产量由目前的约3324万桶降至3250万桶，消息发布后，伦敦布伦特油价应声跳涨6.4%。然而，原油市场供应过剩局面是否能真的因此而得到缓解，不仅要看协议是否有后续可操作的细节、各成员是否能信守承诺履行协议，还要看俄罗斯未来是否能与OPEC达成合作协议。此外，美国页岩油生产商是否能在油价回升后遏制住复产冲动更是存疑。尽管种种不确定因素依然存在，石油市场的供方博弈也不会因OPEC的冻产协议而停止，但市场预期仍有所改善，并反映为价格的企稳回升。

有色金属在持续低价压力下，大型矿商纷纷开始减产，同时一些主要经济体实行以基建投资拉动增长的刺激政策，加之宽松资金的推动，能源原材料需求得到提振，有色金属供应过剩局面有所缓解，一些品种甚至出现短缺。2016年以来，有色金属价格普遍上涨，部分品种价格大幅飙升，成为除能源外涨势最为明显的大类品种。其中，以嘉能可为主的矿业巨头陆续关闭锌矿，2016年以来关闭的锌精矿产能总计占世界产量的10%左右，推动锌库存持续下滑，预计全年将由过剩转为出现35万吨左右的供应缺口，使得锌成为2016年以来涨幅最大的有色金属和大宗商品；锡主产国印尼在限制出口的政策影响下，供应大幅下滑，致使伦敦金属交易所（LME）的锡库存降至近8年来低点，价格涨幅居前；相比之下，铜作为一向活跃的指标性金属，因其精矿供应充足，库存水平相对稳定，供求基本平衡，价格表现反

而相对平淡。前三季度，LME 铜、铝、铅、锌、镍和锡的价格涨幅分别达到 2.4%、9.7%、13%、47.1%、21.5%和 37.7%。2016 年年内，有色金属价格维持上涨行情应无意外，但在世界经济总体形势不明朗、需求转旺的趋势未能确立的情况下，也不太可能出现持续大幅上涨，总体将表现为震荡上行。

钢铁 2016 年上半年，在美国经济数据向好、中国房地产市场回暖、全球流动性泛滥等因素叠加影响下，全球钢材市场出现快速反弹。5 月份，钢材价格和粗钢产量均达到年内高点，“我的钢铁”网编制的钢材价格综合指数比年初大幅上涨 30%，世界粗钢月度产量比 1 月份增长 10%。然而，实际需求并未如预期乐观，钢材市场从三季度开始进入调整分化阶段，价格回落盘整。9 月份钢材价格综合指数比 5 月高点下跌 4%，同比增幅收窄至 15%。全球钢铁企业在产能过剩以及钢铁价格疲弱的重压下负债沉重，经营困难，一方面试图通过并购、出售不动产等经营活动改善财务状况，另一方面在难以达成削减产能共识的情况下，贸易保护大战日趋白热化，钢铁生产大国之间的贸易摩擦成为常态。在世界经济和钢铁需求没有根本性改善的背景下，钢铁价格回升难以持久，结构调整将成为全球钢铁行业需要长期共同面对解决的问题。不同地区分化形势将更加明显，亚洲市场主要受部分国家经济结构调整影响，可能震荡走弱；欧洲、北美的调整将先行开始并先行结束，后市表现将相对好于亚洲市场。世界钢铁协会 10 月 11 日发布预测称，2017 年全球钢材需求将较 2015 年增长 0.5%，达到 15.9 亿吨，为时隔三年首次实现正增长。

图6 2016年以来全球钢产量与价格双双走高

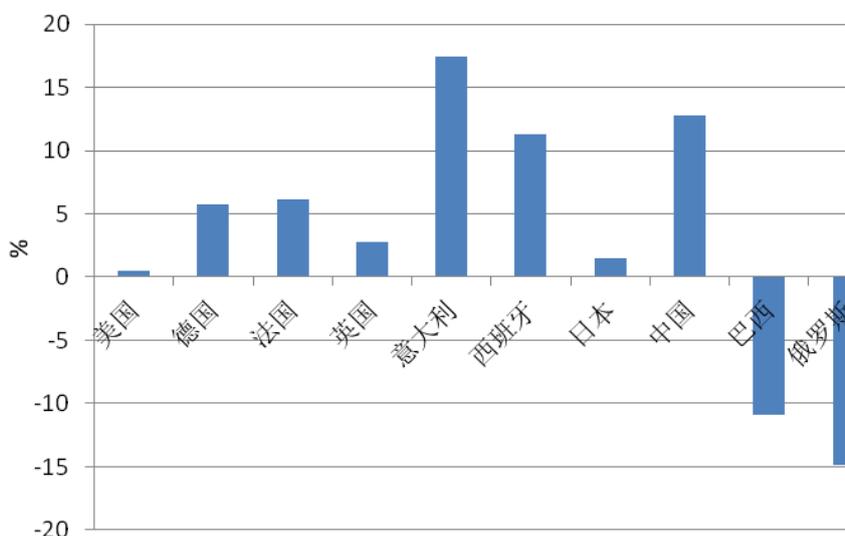


粗钢产量数据来源：国际钢铁协会，2016年9月；

钢材价格指数数据来源：我的钢铁网，全球综合指数，2016年10月。

机电产品世界经济低速增长、国际贸易和跨国投资活动萎缩，机电产品市场总体需求依然低迷，国际竞争日趋激烈。但随着经济筑底，需求开始局部回暖，不同行业表现分化。受各经济体普遍推行刺激政策影响，水利、电力、通信、交通、物流等领域基础设施建设投资有所扩大，带动工程机械、包装机械、电力设备、农业机械等市场温和好转。全球汽车市场普遍回暖，中国及欧洲主要国家增长势头好于2015年，日本汽车市场止跌回升，巴西、俄罗斯汽车销量虽依然下降，但降幅大大收窄，印度汽车销售增势强劲，2016年1-8月份增速约为15%-20%；但美国汽车销售平淡，显示消费增长势头不如预期。

图7 2016年1-8月全球汽车销售市场普遍回暖



数据来源：盖世汽车网、中国汽车工业协会。

持续低迷的经济对消费类电子产品市场的抑制作用日益显现，2016年以来，电脑、平板电脑、手机等几乎所有移动终端的出货量都呈现下滑趋势。据市场研究公司 Gartner 预计，2016年全年，因消费意愿不强、换机周期拉长以及市场发展方向不明确，个人电脑出货量将萎缩 8%；手机出货量预计减少 1.6%，其中智能手机仍保持增长，但因市场逐渐成熟，增长速度将大大低于往年。

专栏二 发达国家的制造业回流与智能化

金融危机后的全球产业格局再调整有着与以往不同的新特征，科技创新能力在产业转移和投资流向中成为关键因素。同时，随着制造业中先进加工技术、高技术含量的产品和材料的运用不断增加，以及

金融、能源、物流、运营等成本变动，近年全球制造业的成本构成也在发生变化。以美国为代表的发达国家不仅继续保持技术优势，同时由于能源成本优化、劳动生产率提高，制造成本优势也逐渐显现。加之国家发展战略的推动以及相关政策的支持，使得制造业呈现出向发达国家加速回流趋势。此前，美国制造业在 1998 至 2010 年之间流失了超过 600 万个就业岗位，而近年来制造业对美国就业的贡献正在逐渐恢复，自 2010 至 2015 年，制造业新增非农就业人口达到 84.2 万人。

值得注意的是，这种“回流”并非以往传统制造业的简单回归，而是与制造业的智能化相结合。在美国，特别表现为互联网与传统制造业的加速融合。不仅有通用公司这样的传统制造业巨头向工业互联网转型，更有谷歌、亚马逊等互联网巨头进军制造业，因此诞生了无人驾驶汽车、智能家居、工业机器人等一批创新产品，并从技术、标准、产业化等角度对制造业的未来进行前瞻性布局 and 定义。