

附件三

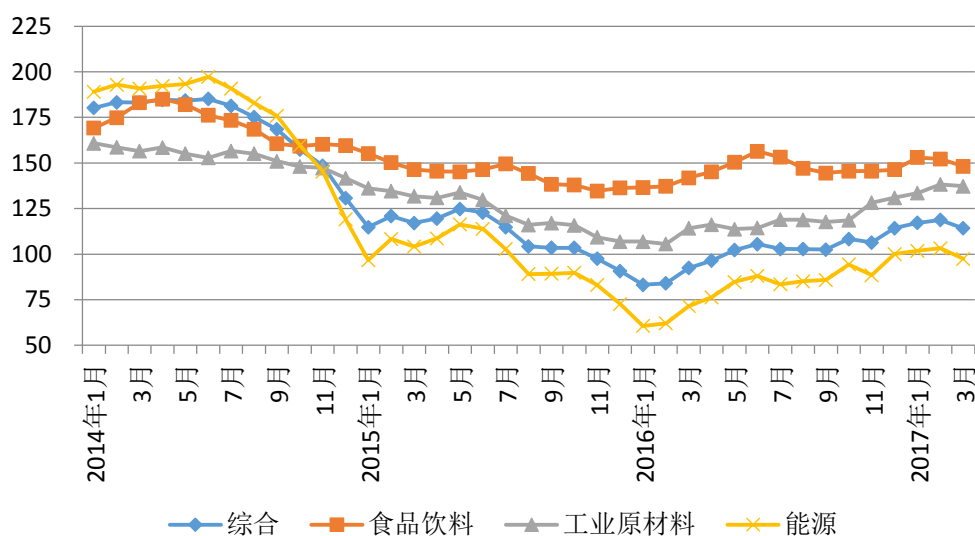
国际商品市场走势

随着主要经济体经济企稳，部分商品供给过剩得到控制，市场供求关系改善，2016 年大宗商品价格触底反弹。2017 年，世界经济和国际贸易有所回暖，大宗商品市场有望延续回升势头，但国际金融环境收紧、地缘政治局势紧张等可能对大宗商品价格带来新的冲击。

一、2016 年及 2017 年以来国际商品市场表现

2016 年，世界经济依然低速增长，国际贸易增速连续多年低于产出增速，跨国投资持续不足，且以并购为主。下半年以来，主要经济体企稳好转迹象开始增多。随着需求开始转暖，再加上大宗商品供应过剩得到一定控制，推动大宗商品价格逐步抬升。2016 年全年，各大商品价格指数均呈上涨态势，其中，国际货币基金组织（IMF）编制的初级产品价格指数上涨 26%，CRB 指数和标普高盛商品指数（GSCI）分别上涨 9.2% 和 11%，道琼斯商品期货指数和现货指数分别上涨 11.6% 和 24.4%。但大宗商品总体价格水平仍处于较低，各类指数均没有达到 2014 年的高点，距离 2008 年危机前的高点更相距甚远。

图 1 国际市场大宗商品价格触底回升

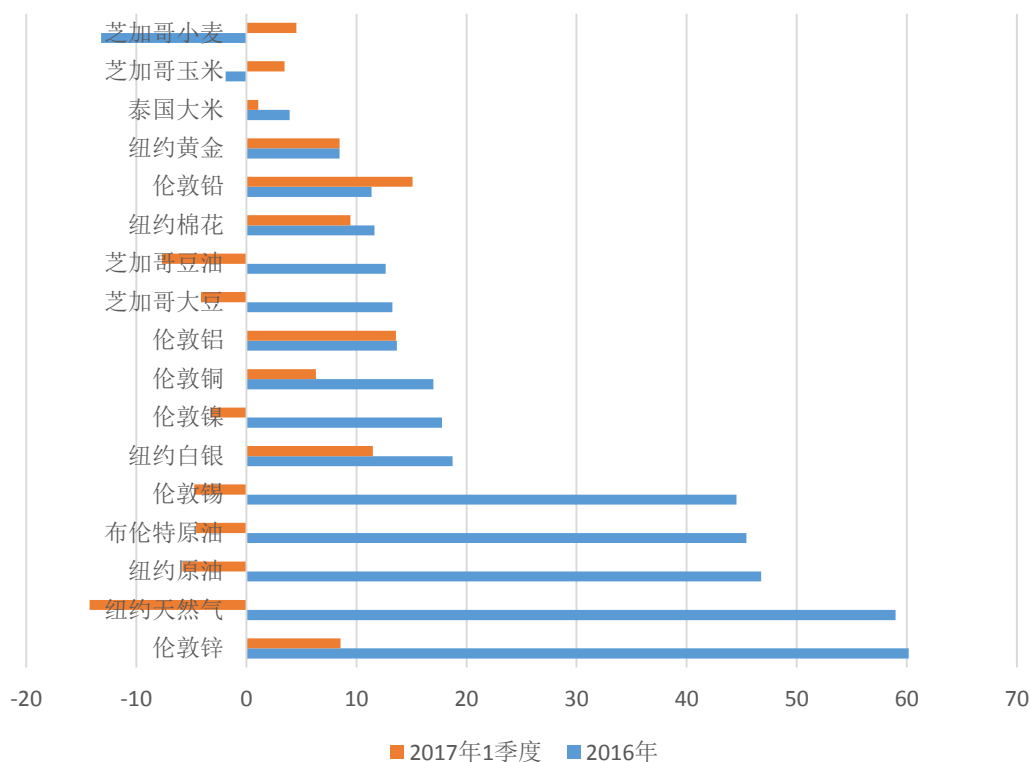


(IMF 初级产品价格指数，美元计价，2005 年=100)

数据来源：IMF，初级产品价格指数，2017 年 4 月。

2017 年一季度，大宗商品市场总体延续了 2016 年下半年以来的回升态势，但一些前期涨幅较大的品种价格有所调整。至 3 月末，CRB 指数和标普高盛商品指数（GSCI）较年初分别下跌 3.44% 和 5.19%，但比去年同期分别上涨 9% 和 8%。一季度，道琼斯商品期货指数微跌 0.7%，现货指数小幅上涨 1.4%，与去年同期相比则分别上涨 8.4% 和 18.5%；IMF 初级产品价格综合指数在 1-2 月上涨后，于 3 月回落至去年末水平，但比去年同期仍大幅上涨 23.6%。

图 2 2016 年及 2017 年一季度主要大宗商品价格变动

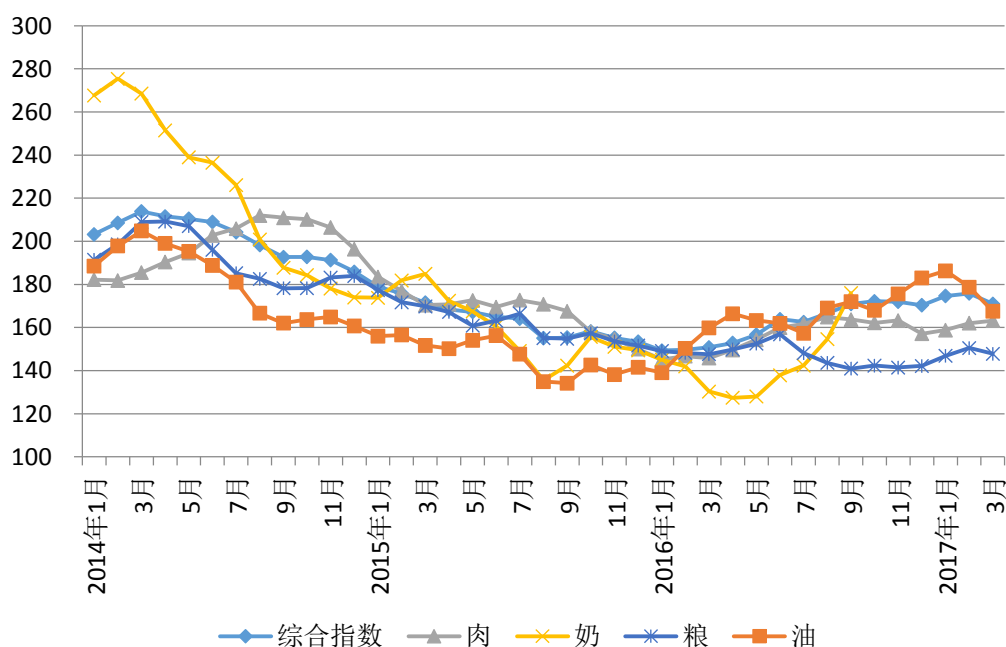


各大类商品市场表现出现分化。从 IMF 初级产品分类价格指数看，2016 年食品饮料类商品上涨 7.2%，工业用农产品上涨 6.1%。相比之下，金属类和能源类商品的价格涨幅分别达到 35.1% 和 65.1%。石油和金属成为 2016 年表现最抢眼的商品，其主要原因在于：一方面，各经济体的经济政策更加注重积极财政政策，基础设施建设、公共投资成为拉动经济的重要力量，由此带动了对能源原材料的需求；另一方面，大宗商品自 2014 年开始陷入下跌通道，持续低价压力下，油田矿山近两年逐步收缩产能，2016 年石油输出国组织（欧佩克，OPEC）终于达成减产协议，在需求预期转好、去产能效果显现的推动下，市场过剩局面有所缓和，石油和金属价格率先大幅回升。至

2016 年末，英国布伦特原油和纽约西德克萨斯原油期货价格分别比上年末上涨 54.7%和 53.7%；中国进口的 62%品位铁矿石平均到岸价比上年末飙升近 1 倍；伦敦金属交易所（LME）6 种有色金属的价格年内均有 2 位数涨幅，其中锌价涨幅高达 60%，位居主要大宗商品价格涨幅首位。

与能源矿产品相比，农产品表现大为逊色。作为工业原材料的棉、毛、油、糖、橡胶等农产品价格均有不同幅度增长，但整体涨势远不能与能源和金属类相提并论。小麦、玉米等主粮则依然受到高产量、高库存的重压，成为 2016 年为数不多价格下跌的大宗商品。

图 3 国际农产品价格相对疲弱



数据来源：FAO 食品价格指数，2017 年 4 月。

2017 年一季度，因减产协议的效应逐步减弱，而有限的需求增

量并不足以对市场信心形成强力提振，石油、天然气等能源市场重归平稳，价格有所回落，但与去年同期相比，布伦特原油、纽约西德克萨斯原油和纽约天然气的价格涨幅依然达到 39.8%、32.0% 和 62.8%。有色金属除锡和镍的价格分别小幅回落 4.7% 和 3.2% 外，铜、铝、铅、锌等主要品种均延续了涨势。铁矿石价格在 1-2 月继续快速飙升，2 月末，中国进口的 62% 品位铁矿石到岸价一度触及 95 美元/吨，创近 3 年高位，但因需求端支撑力不足，库存回升，随后价格开始回落调整。

农产品依然维持弱势格局。一季度，粮食价格因季节性因素小幅上涨，芝加哥小麦、玉米、泰国大米价格分别上涨 4.5%、3.5% 和 1.1%。植物油价格则在上年较大幅度上涨之后有所回落，大豆、豆油、棕榈油价格分别下跌 4.1%、7.7% 和 13.8%。受需求转暖及储备调节因素影响，棉价在 2016 年上涨 11.6% 的基础上，今年一季度进一步上涨 9.5%。

二、影响国际商品市场的主要因素

2016 年下半年以来，世界经济增长有所提速，投资活动有转强迹象，支撑了大宗商品需求回暖、价格回升。但世界经济增长缺乏强劲的内生动力与活力，同时，国际政治局势复杂多变，“逆全球化”思潮升温，政策内顾倾向和保护主义上升，国际商品市场依然面临诸多不确定不稳定因素。此外，美元走强可能对商品市场造成资金抽血和价格压制作用。

全球经济回暖，基建投资升温，拉动商品需求。据 IMF2017 年 4 月发布的预测，世界经济增长将有所加快，2017 年和 2018 年将从 2016 年的 3.1% 分别提高到 3.5% 和 3.6%。目前全球各主要经济体倾向于实施积极财政政策，通过一系列支持实体经济发展的政策，激发投资活力，扩大就业，刺激产出。美国特朗普政府强调吸引投资、振兴制造业、加强基础设施建设，经济扩张将更为强劲；中国供给侧结构性改革初见成效，虽然经济增长速度放缓，但缓中趋稳、稳中向好，未来发展更加健康和可持续；印度推出一系列关键改革，推动基础设施建设，旨在改善环境，发展“印度制造”；其他新兴市场和发展中国家有望逐步走出衰退，特别是石油、金属等大宗商品价格的上涨改善了资源出口国的财政状况，有利于其推动结构调整与经济增长的平衡发展。最近半年来，美国、日本、欧元区、俄罗斯、南非等发达经济体和新兴经济体的制造业 PMI 指数持续在荣枯分界线以上，且创出多年来新高，表明世界经济整体出现改善，增长前景预期乐观。波罗的海干散货指数（BDI）呈上涨走势，显示出全球经济贸易景气度回升。

贸易投资低速，政局动荡多变，不确定性犹存。世界经济形势总体回暖，但结构性矛盾仍然存在。最近半年商品市场需求增长主要来自基础设施建设和企业补库存，反映在钢铁、建材、工程机械等市场率先转暖。然而，基建投资扩张不是经济持续增长的充分条件，经济增长也未必带来贸易的同步增长。公共投资活动不仅有赖于政策支持，而且其长期效应也有待观察。拉动经济发展的其他关键要素如企业投资和消费需求仍然不够强劲，跨国投资和国际贸易作为全球经济发展

的两大引擎，继续受到保护主义的干扰。2008 年国际金融危机后，国际贸易年均增速已降至不足之前 20 年平均增速的一半。WTO 预计，2017 年全球贸易量将增长 2.4%，虽然高于 2016 年实际增速 1.1 个百分点，但仍低于国际金融危机前年均 5% 以上的增长率。根据联合国贸发会议（UNCTAD）2 月份发布的《全球投资趋势监测报告》，2016 年全球外国直接投资（FDI）流量明显下滑，比 2015 年下降 13% 至 1.52 万亿美元。2017 年全球 FDI 有望出现一定程度的反弹，预计增长 10% 左右，但值得注意的是制造业投资项目急剧减少。整体来看，大宗商品需求的基础依然不够坚实，目前的触底反弹要成为趋势性反转，还取决于全球经济的稳步回升和贸易投资活动的全面活跃。此外，美国宣布重新谈判北美自由贸易协定、退出巴黎协定，法国、德国等欧洲主要国家即将举行选举，中东、朝鲜半岛等地区局势极不稳定，这些因素都将加剧未来经济发展的不确定性，给商品市场带来动荡风险。

供应受到控制，过剩局面缓解，推动价格回升。实体经济回暖和基建投资扩张拉动商品需求的同时，导致本轮商品价格下跌的供应压力也在逐步得到缓解。大宗商品价格持续低迷对资源出口国和生产商造成的财政压力和冲击，迫使其陆续开始控制产能、削减产量。其中，石油减产行动颇具代表性。2016 年 11 月 30 日，在历经几次反复后，欧佩克终于达成减产协议，且得到俄罗斯等非欧佩克产油国的合作承诺。在有色金属、铁矿石等资源领域，大型企业也在调整投资活动，控制生产节奏。总体看，危机后大量资本涌入能源矿产等上游行业带

来的产能，最近两年已经到了释放高峰期，供给端压力开始缓解。加之全球普遍性去库存、去产能的努力，以及经济企稳、需求转暖，供求关系得以逐步改善，但也不可过于乐观。以石油为例，近年国际原油市场的供方博弈，一方面是由于欧佩克借成本优势维持市场份额的策略，另一方面是美国凭借技术进步，大力开发非传统能源，使得美国、加拿大及俄罗斯等非欧佩克国家在原油市场的份额和影响力显著提高，欧佩克对原油供给和价格的控制力减弱。再考虑到历史上欧佩克减产多次“虎头蛇尾”，价格反弹后减产能否执行到位仍有待观察。供应更为分散的矿山行业同样存在这一问题。随着价格上行，复产冲动和能力不可低估。在当前需求仅是温和回升的形势下，一段时间内供给端对商品市场的影响力更大。2017 年大宗商品价格能否持续稳步上行，还要看实际产出能否得到有效控制。

美元加息升值，抑制商品价格，加剧市场波动。一系列数据显示美国经济稳步向好，在发达经济体中率先走出衰退。同时也使美国率先进入货币正常化轨道，与世界其他主要经济体货币政策出现分化。2017 年 3 月，主要发达经济体央行相继召开会议。欧洲央行宣布维持现行政策不变，并称在今年 12 月结束每月 600 亿欧元的 QE 之前，利率将维持在当前或更低水平；日本继续 2016 年初以来的负利率政策，维持政策利率在-0.1%不变，维持每年 80 万亿日元（7000 亿美元）的资产购买规模；英国央行决定将利率维持在 0.25%这一 300 多年来的低水平不变，QE 规模维持 4350 亿英镑不变。与之相对照的是，3 月 16 日，美联储宣布，继去年 12 月之后再度加息，联邦基金利率

调升 25 个基点，从 0.5%-0.75% 提高到 0.75%-1%。美联储同时预计，2017 年可能加息 3 次。美元加息步伐加快，与主要经济体的货币政策进一步背离。虽然本次加息决议公布后，美元汇率不涨反跌。但从长周期看，经济形势和货币政策的分化，使国际资本流向美国的动能增强、规模扩大，将推升美元指数，对商品价格构成压力。此外，宽松货币政策的效用逐渐减弱，世界经济仍没有找到增长点和突破口，大量资金在实体经济缺乏有价值的投资机会，资本大规模地跨境、跨市场流动，扰动国际金融市场，成为大宗商品市场波动加剧的一个重要因素。

三、主要商品市场发展前景

当前国际大宗商品市场呈现供应收紧、需求回暖、价格回升的势头，如果不发生大的突发事件，2017 年全年有望保持总体温和向上的走势。但在世界经济和国际贸易依然低速增长的环境下，再加上国际地缘政治局势复杂多变，商品市场仍面临诸多不确定不稳定因素，市场的波动性增大。

表 1 世界贸易中的商品价格变动情况 （美元计价，年率，%）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
制成品	5.9	-2.2	-0.4	6.0	-4.8	5.6	1.8
石油	4.1	-0.1	-7.5	-42.7	-15.1	32.4	-0.2
非燃料初级产品	-7.3	-0.6	-3.8	-10.4	-1.3	11.5	-1.2
食品	0.4	1.5	-4.0	-10.0	2.7	5.8	-0.4

饮料	-16.1	-11.2	20.8	5.2	-4.4	-3.2	3.6
工业用农产品	-10.0	2.4	2.0	-6.1	-5.1	9.9	-0.2
金属	-14.3	-3.5	-10.1	-16.4	-4.8	26.5	-3.9

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：英国布伦特原油、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。

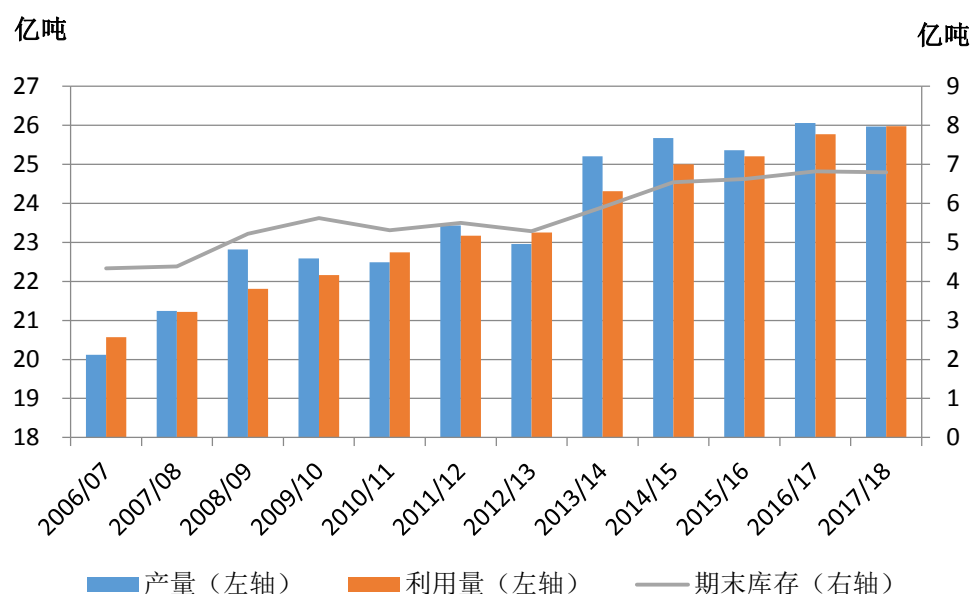
2. 2017 年和 2018 年数据为预测数。

资料来源：国际货币基金组织，世界经济展望报告，2017 年 4 月，附表 A9。

粮农产品 在消费支出和工业需求不旺的大环境下，主要受自然条件影响的供应情况成为国际粮食价格的决定性力量。农产品价格相对工业原材料来说较为疲弱，而连续良好的收成、较高的库存水平，使得粮食价格持续承压。2016 年，联合国粮农组织（FAO）编制的食品价格指数上涨 11%，其中糖、油、奶、肉类产品价格指数分别上涨 26.4%、29.3%、28.8%、4.7%，粮食价格指数下跌 6.2%，是农产品中价格下跌的唯一类别。据 FAO 今年 4 月的预估报告，2017/18 年度粮食产量比上年度的创纪录产量小幅减产 0.3%，为 25.97 亿吨。其中，主要由于低价抑制农户种植积极性，小麦减产 2.7%至 7.4 亿吨；但受益于巴西、阿根廷等南半球主产国的丰产，以玉米为主的粗粮产量估计将创新高，达 13.53 亿吨；受政府农业支持政策激励，印度、印度尼西亚等稻米主产国播种面积增加，带动全球大米产量预计增长 1%，至 5.04 亿吨。与此同时，世界粮食需求预计仅增长 0.8%，远逊于上一年度 2.2%的增长率；库存量仍处于接近历史记录的高水平，库存消费比略有下降，由上年度的 26.2%降至 25.4%。今年以来，粮

食价格略有回升。未来一两年，粮食供应过剩的严重程度将有所缓解，对价格回升的压力有望减轻。

图 4 世界粮食供应过剩状况有望缓解



数据来源：联合国粮农组织，谷物供需简报，2017年4月

与粮食相比，植物油市场相对乐观。供应方面，2016年的厄尔尼诺和拉尼娜现象影响没有预期的严重，油料作物生产基本没有受到影响。需求方面，油料作物需求一直在稳步增加，一方面油料作物与工业生产的相关度高于粮食作物；另一方面，来自中国、印度等新兴市场的膳食结构改善需求，在相当长一段时间都存在很大增长潜力。

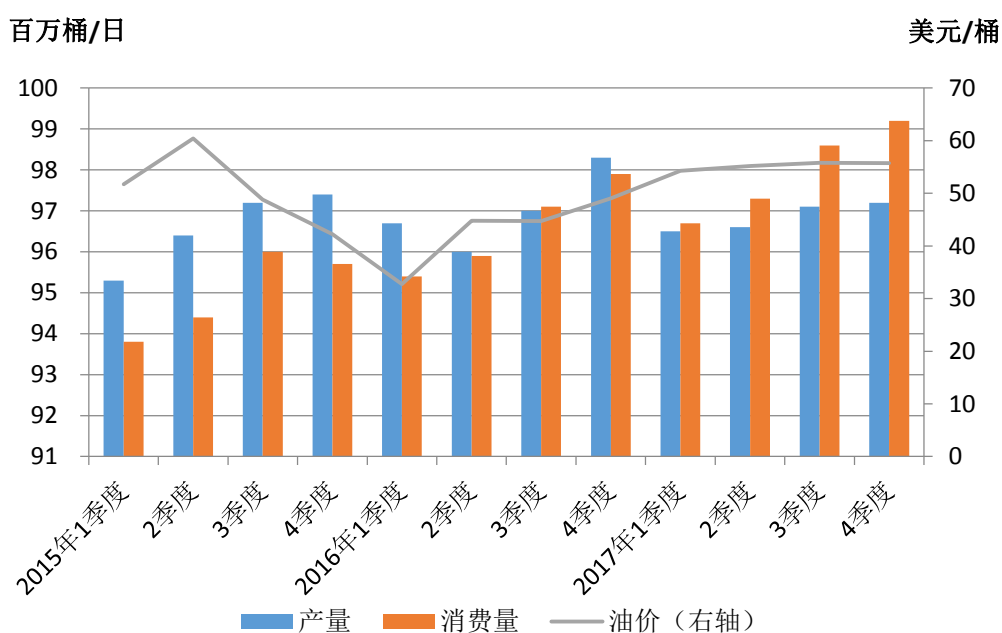
棉花价格在经历连续6年下跌后，于2016年止跌回升。与此相对照的是，2016/17年度美棉种植面积大增12.6%，创6年来最高。据美国农业部3月份的月度供需报告，2016/17年度美棉比上年大幅

增产 31.6%，带动全球棉花产量增加 197 万吨至 2305 万吨。全球棉花消费预计增加 26 万吨至 2451 万吨，连续两年产不足需，期末库存减少，库存/消费比从 2014/15 年度的 100.3% 降至 2015/16 年度的 87.3%，本年度将进一步下降至 79.9%。虽然该比率连续两年下降，但仍处于高位水平，将持续对全球棉价形成压力，抑制棉价上涨空间。此外，市场平衡还将受到中国和印度等主要生产消费国储备调节等因素的影响。

石油 自 2016 年 11 月 30 日欧佩克达成减产协议以来，多数欧佩克成员乃至俄罗斯都做出了减产努力。数月来，国际油价一直徘徊在 50-55 美元/桶的水平。这意味着需求端无法进一步提振市场信心，供应端的改善只是在消化过往高产量带来的高库存。根据国际能源署（IEA）数据，OECD 库存从去年 8 月的创纪录高点开始下降，也印证了减产有助于去库存和实现再平衡。如果各方都能履行减产协议，到 2017 年 6 月协议到期时，国际石油市场可能会出现轻微供应缺口，对油价形成有力支撑。但展望后市，一方面要看需求是否能持续复苏，另一方面要看各方的减产努力能否持久。从需求来看，国际能源署估计 2016 年世界石油需求日增量为 160 万桶，2017 年预计为 140 万桶。需求并没有大的起色。从产量控制来看，2017 年前 2 个月，欧佩克依然将产量维持在减产协议范围内，并且连续 2 个月同比下降，但是 2 月份比 1 月份的日产量增加了 17 万桶。非欧佩克成员 2 月份则比去年同期增产 40 万桶。未来如果油价不能如愿上涨，欧佩克各国减产的意愿将受到打击，而不受减产协议约束的以美国为首的北美非传

统油气生产更将成为对市场平衡的威胁。据美国贝克休斯公司的统计，随着油价回升，自 2016 年 6 月开始，加拿大和美国的活跃油井数逐月大幅增加，带动世界油井总数快速回升。至 2017 年 3 月，加拿大和美国油井数分别比 2016 年同期增加 188%和 65%，带动全球油井总数增加 28%。在当前需求回暖力度不强的情况下，国际油价升势将受到高库存和随时增产的压制。

图 5 世界石油市场供需趋于平衡



产量与消费量数据来源：国际能源署，石油市场报告，2017 年 3 月；

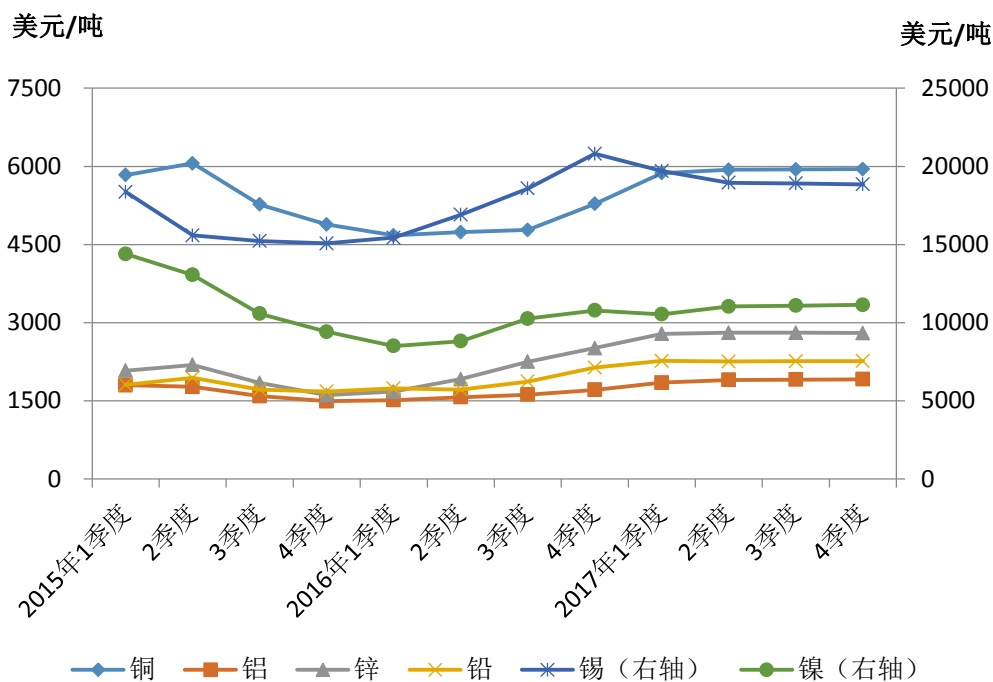
价格数据来源：IMF，大宗商品价格预测，2017 年 3 月。

有色金属 2016 年有色金属市场供应过剩局面有所缓解，一些品种出现供应缺口，各品种价格都有不同程度上涨，尤其以锌和锡涨幅最大，指标性金属铜则表现相对较弱。2017 年以来，除锡和镍有

所回落调整外，大部分品种延续了上年的涨势。展望全年，随着全球经济逐步企稳，对能源原材料的需求继续恢复性增长，有色金属市场总体将保持供需回暖、价格水平抬升态势。再加上基建投资对价格的长期支撑效应，有色金属市场预期向好，但由于短期内未必产生大幅的需求增量，有色金属价格难以持续大幅上涨。特别是，与石油相类似，价格回升可能使部分削减的产能重新复产，进而对价格涨势形成压制。

分品种看，2017 年铜的消费将保持平稳增长。供应方面，因诸多矿山劳工协议到期，新一轮劳资谈判对铜生产的干扰几率大增，铜矿生产面临较多不确定性，可能影响精炼铜的生产。但因前期的高库存尚在消化，铜的供应总体依然宽松。近期主要矿山的罢工对铜价有一定支撑，未来走向取决于宏观经济及终端需求能否持续向好。2016 年锌价飙升刺激了锌的复产动能，库存快速消耗的短缺态势将逐步缓解，预计 2017 年下半年锌将转为小幅过剩，对价格构成压力。铝在高科技、新材料领域的应用不断扩大，同时发展中国家和新兴市场的社会经济发展对铝的消费持续增长，铝消费长期看好，世界铝业协会（IAI）预计铝的需求未来 20 年将保持 4%左右的年均增速。但近一两年，过剩产能将始终对铝价形成压制。

图 6 2017 年有色金属价格有望平稳抬升

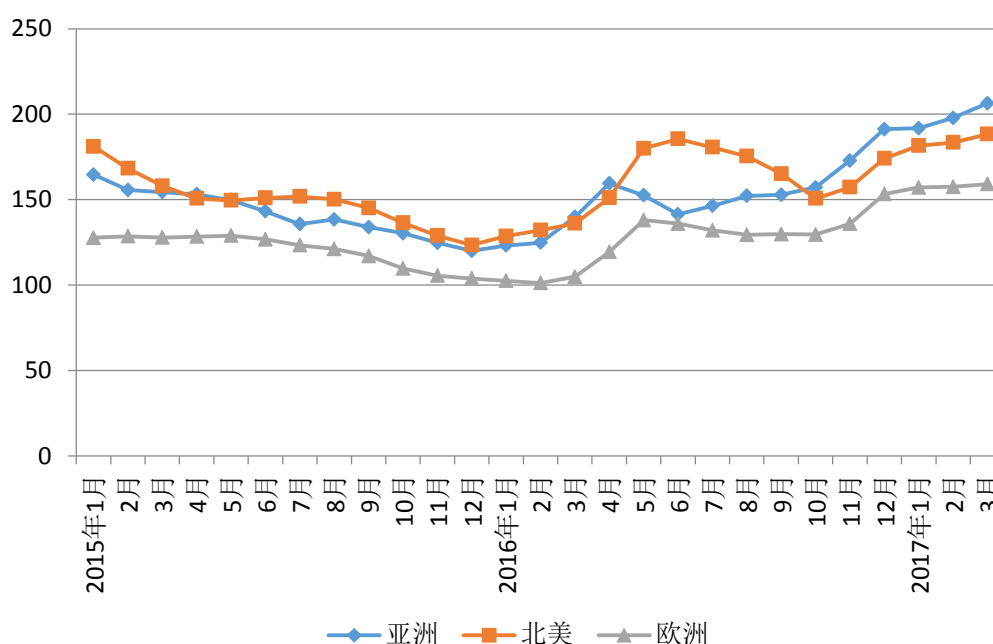


数据来源：IMF，大宗商品价格预测，2017年3月。

钢铁 2016年，受世界经济向好、基建投资扩张、中国钢铁去产能等因素影响，国际钢材价格快速反弹。我的钢铁网编制的钢材价格综合指数全年上涨50%。其中，北美、欧洲、亚洲市场分别上涨41%、48%和59%。2017年一季度，在经历了寒冬以及西方圣诞节、新年、中国春节等假期之后，北半球进入传统补库旺季，进一步支撑了钢材价格上行，北美、欧洲、亚洲钢材市场均延续涨势，涨幅分别为8%、4%和8%。据国际钢铁协会预计，2017年世界钢铁总需求将连续第二年好转，增长率为0.5%，在2016年的0.2%的基础上进一步小幅扩张。其中中国需求预计下降2%，中国以外的市场需求增长2.6%。但要看到，世界钢材产能严重过剩的局面尚没有得到根本改善。国际钢铁协会最新统计显示，市场好转已刺激产能利用率回升，2017

年 2 月世界粗钢产能利用率为 70.3%，环比增长 1.1 个百分点，同比大幅提高 4 个百分点。钢材依然是贸易冲突高发领域。若要实现国际钢材市场健康稳定发展，需要全球全行业长期努力，共同推动去产能、调结构，不断优化贸易环境。

图 7 不同地区钢材市场均现回暖



数据来源：我的钢铁网，Mysteel 国际钢材价格指数。

2016 年，铁矿石价格受下游钢价传导，扭转了 2013 年以来的下跌走势，呈震荡上行态势。全年中国进口的 62% 品位铁矿石价格近乎翻番。2017 年 1-2 月，铁矿石价格继续快速飙升，一度创 3 年来新高，虽然因实际需求不足以支撑，3 月份价格有所回落，但一季度仍有 10% 的涨幅。当前需求虽有回暖，但钢铁行业依然有压缩产能的空间。从海外矿山增量来看，4 大矿企今年供应增量预计为 7000 万-1 亿吨，

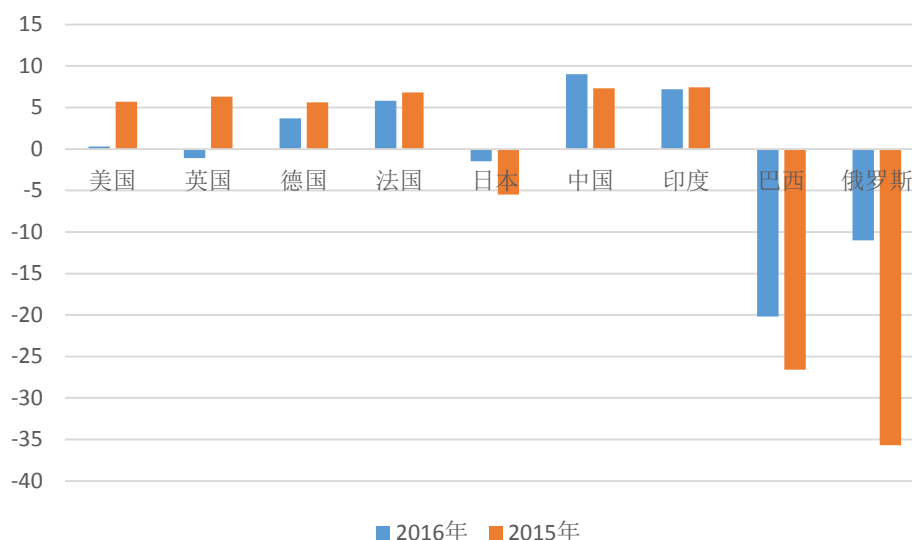
印度、伊朗、塞拉利昂、加拿大等非主流矿山也将有不同幅度增产。随着供应的逐步释放，再加上前期企业补库强度较大、库存处于高水平，后期铁矿石价格面临较大的下行压力。

机械设备 受大型工程等基建项目和矿山等资源领域投资活动拉动，工程机械市场表现火爆。制造业已显现回暖迹象，机械设备市场前景看好。据德国机械设备制造业联合会（VDMA）最新预测，德国机械设备制造在连续两年增长后，2017 年生产预计将再增长 1%。

新能源设备 技术发展使风能、太阳能等新能源成本不断降低，竞争力增强，即使在低油价环境下依然保持快速发展势头，在电力行业的份额稳定提升。据美国市场调研机构 GTM Research 发布的报告，2017 年全球新增太阳能装机容量将超过 85 吉瓦，其中中国、美国、印度和日本四大市场共计占 73%，中东和北非地区也在努力减少对化石能源的依赖，优先发展太阳能。风能特别是海上风电发展更快，2009-2016 年，全球海上风电装机容量年均增长率超过 30%，增长主要来自中国和英国、德国、丹麦等欧洲国家。近年来，美国、俄罗斯也开始大力发展海上风电。美国能源署（EIA）预计，2018 年风能装机容量将由 2016 年的 81 吉瓦增长到 95 吉瓦，俄罗斯将在 2017 年建设首个海上风电场。新能源的发展将促进相关基础网络的建设，带动开关设备、控制设备、电力电缆和变压器等输配电设备需求。但光伏行业面临愈加激烈的市场竞争。多家市场分析机构均预测 2017 年全球光伏市场接近零增长，供过于求可能使组件及中上游的多晶硅、硅片、电池片的价格都陷入低谷。

汽车 2016 年全球汽车市场表现不一。美国和欧洲主要国家得益于整体经济形势和大力促销，销售继续增长，但增速不同程度放缓；中国、印度汽车产业保持稳健增长；俄罗斯、巴西等资源型新兴市场汽车销售连年萎缩，但随着经济好转，降幅开始收窄。受政府补贴、技术改进、基础设施改善等因素支持，新能源汽车发展势头强劲，预计未来 5 年将以年均 20% 以上的速度增长。

图 8 主要汽车市场表现不一



数据来源：综合盖世汽车、搜狐汽车、新浪汽车等

电子 根据 IT 研究公司 Gartner 发布的最新预测报告，半导体行业最糟糕的时期已经结束。库存补充和价格上涨，将使 2017 年全球半导体市场规模达到 3641 亿美元，比上年增长 7.2%，扭转过去连续两年的颓势。其中，个人电脑（PC）和智能手机等传统市场增长放缓，工业、汽车和储存市场成为新的增长领域。报告显示，PC 出货

量自 2012 年开始逐年下滑，2016 年估计比上年减少 6.2%。手机出货量只在亚太地区新兴市场有所增长。预计 2017 年个人电脑（PC）、平板和手机的全球总出货量将与上年持平，维持在 23 亿台。未来传统设备市场增长空间有限，消费者更加追求新型产品和新的应用。电子行业媒体 Aspencore 发布研究报告认为，人工智能、无人机、虚拟现实、机器人、可穿戴设备、自动驾驶、生物识别与安全、数据安全、情景算法、耳内接口等电子信息技术，将成为未来的市场热点。各国对人工智能的关注度不断提升，特别是在“再工业化”的趋势下，人工智能硬件平台市场巨大。美国发布《国家机器人计划 2.0》，日本也将人工智能定位为国家增长战略的支柱领域。