

2016 年全球大宗商品市场回顾及 2017 年展望

主权评级研究部 余潜

在刚刚结束的 2016 年里，全球大宗商品市场创下了自 2010 年以来的最佳年度表现，成为整个金融市场为数不多的亮点之一。主导 2016 年大宗商品价格上涨的主要因素在于中国经济稳增长政策持续发力带来的对需求端的拉动效应，叠加中国政府致力于稳步推进供给侧结构性改革带来的对供给端的抑制效应，是供需两端变化共同作用的结果。再加上欧美发达经济体的同步复苏，也为大宗商品价格的上涨提供了有力支撑。从品种来看，2016 年能源类产品和铁矿石的涨幅最为明显，有色金属次之，贵金属和农产品的价格则呈现出先扬后抑的态势。对于刚刚迎来的 2017 年，我们认为影响大宗商品价格走势最为关键的因素依然是供求关系的变化。2017 年中国宏观需求将进一步趋稳，而美国需求的扩张则有望在下半年开始凸显。2017 年大宗商品均价整体仍将上移，但不同品种之间，价格走势分化或将更为显著。

图表 1： 2016 年全球大宗商品市场概览（涨跌幅%）

商品指数	涨跌幅	商品指数	涨跌幅
Wind 商品指数	27.77	COMEX 黄金价格指数	8.63
WTI 油价指数	42.29	COMEX 白银价格指数	15.44
Brent 油价指数	49.38	LME 铜价指数	17.64
鹿特丹煤炭价格指数	87.72	LME 锌价指数	59.80
CBOT 大豆价格指数	16.64	LME 镍价指数	14.00
CBOT 玉米价格指数	-1.88	LME 铝价指数	12.46
CBOT 小麦价格指数	-13.03	铁矿石普氏价格指数	84.16

资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

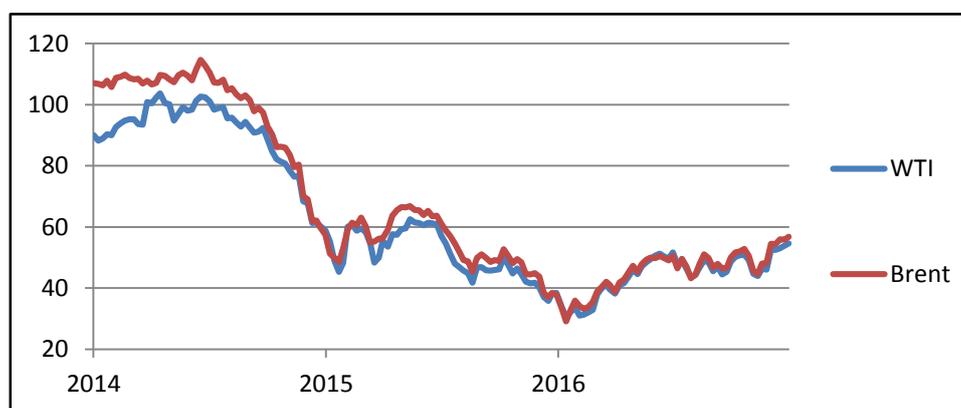
一、2016 年全球大宗商品市场年终盘点

（一）能源市场

原油是现代工业经济最重要的能源之一，也是全球大宗商品的核心。国际原油价格自 2014 年下半年开启断崖式下跌模式，在供应过剩和库存高企的愁云笼罩下，至 2015 年底累计跌幅高达 55%。进入 2016 年后，2 月份国际油价持续下跌至 27 美元/桶，创下 13 年来的新低，此后国际油价止跌反弹，进入回升通道。

截至 2016 年 12 月 30 日,WTI 和 Brent 原油收盘价分别为 54.61 美元/桶和 56.75 美元/桶,较年初最低点分别回升了 78%和 95%。2016 年原油价格指数的反弹主要发生在 2 月至 6 月之间,持续低迷的价格和突发的灾难性事件(加拿大产油区大火、尼日利亚三角洲地区石油基础设施受袭、利比亚出口危机延续等)导致的原油供应降低以及以中国为代表的全球原油进口需求的复苏为原油价格指数上涨提供基本面的支撑;但其后受限于自身的高库存以及美国页岩油的复产压力,WTI 和 Brent 原油价格一度在 52 美元/桶上下徘徊不前。直至 12 月中旬原油价格指数终于再度向上突破, Brent 油价指数一度触及 57.89 美元/桶,创下 2015 年中以来的新高。其主要推动力来自于 OPEC 国家与非 OPEC 国家达成石油减产协议。需要特别指出的是,2014 年中至 2016 年初的这轮油价下跌,创下了原油价格史上最大的下跌幅度和最长的下跌周期。

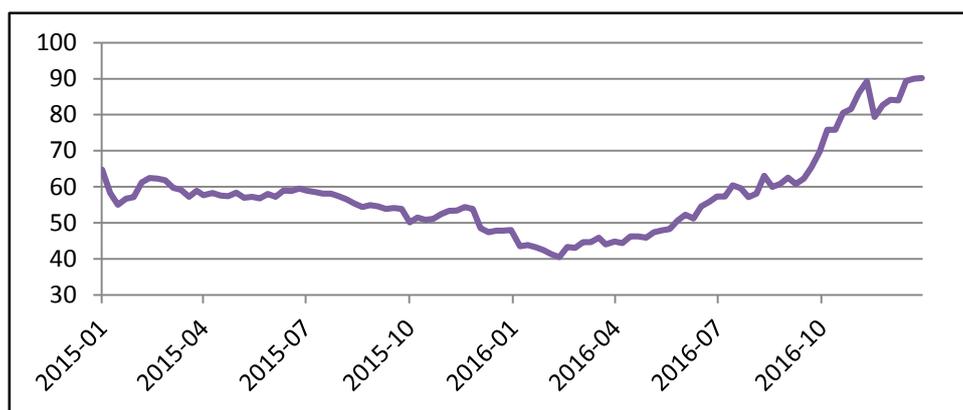
图表 2: 2014-2016 年 WTI 和 Brent 油价指数走势(收盘价) 单位: 美元/桶



资料来源: Wind 资讯、新世纪评级整理

世界煤炭价格自 2011 年 4 月创下 131.75 美元/吨的高位之后,一路震荡下跌,直到 2016 年 2 月触底至 40.05 美元/吨。但随后受到全球最主要的煤炭生产国和消费国——中国的需求上涨和供给侧去产能的影响,价格开始快速回升,截止 2016 年底,煤炭价格上涨至 90.2 美元/吨。较年初最低点涨幅超过 125%,成为 2016 年度表现最好的大宗商品之一。除去中国的因素,美国、澳大利亚等产煤大国的减产以及新兴市场国家经济的缓慢复苏也对煤价的回升贡献颇多。

图表 3： 2015-2016 年鹿特丹煤炭价格指数走势（收盘价） 单位：美元/吨

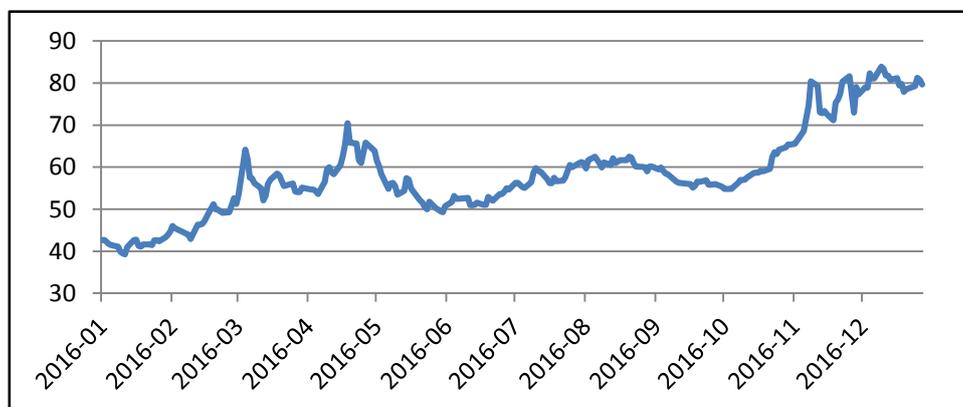


资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

（二）铁矿石市场

在 2016 年全球主要大宗商品的涨跌排名中，铁矿石价格以近乎翻倍的涨幅位列前茅。铁矿石价格的暴涨既有需求基本面的驱动，也有大宗商品短期投机炒作的因素。年初，铁矿石普氏价格指数长期处于 45 美元/吨下方活动，在 1 月 15 日更是一度跌至 2016 年最低的 39.25 美元/吨。2 月份开始，中国钢铁行业行情出现井喷式上涨局面，由此带动上游原料市场跟涨，铁矿石普氏价格指数也在 4 月 22 日涨至上半年最高点：70.5 美元/吨。随着铁矿石供需状况的好转，市场整体运行状况逐渐趋于平淡，5 月份铁矿石均价在 55.72 美元/吨，6 月份铁矿石均价 51.77 美元/吨。此后铁矿石的价格始终在 50-60 美元/吨之间震荡前行，这种相对平稳的运行状态一直延续到 10 月底。此后价格突然由 11 月初的 64.7 美元/吨，暴涨至 12 月中旬的 83.95 美元/吨，涨了将近 20 美元/吨，涨幅 29.75%，较年初低点更是涨了一倍有余。

图表 4： 2016 年铁矿石普氏价格指数走势（均值） 单位：美元/吨



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

（三）有色金属市场

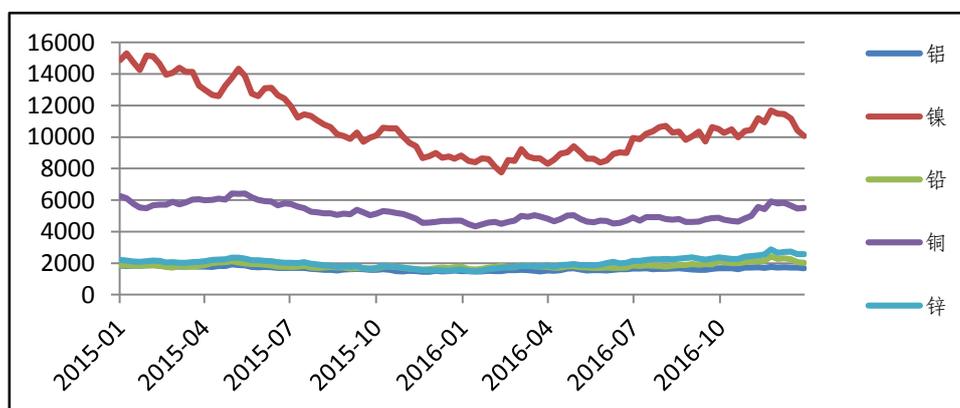
铜价在 2016 年 11 月之前基本处于低位宽幅震荡的态势，11 月在中国经济出现企稳态势进而引发市场对铜的供求预期转正以及在美国新当选总统特朗普的减税和扩大基建规模政策预期的驱动下，叠加短期炒作因素，一周内铜价暴涨 16%，震撼了整个市场。据此，2016 年铜的行情大致可以分为以下两个阶段：

第一阶段（年初-10 月底）：新年伊始，人民币贬值预期加剧，市场对通缩的担忧有增无减，期货市场持续下探，LME 铜价创下 6 年来的最低点：4318 美元/吨。2 月份之后，中国稳定经济的政策出台，大宗商品市场开始出现明显反弹，而铜价由于其疲弱的基本面以及悲观预期，始终在 4500-5000 美元/吨之间波动。

第二阶段（11 月初-年底）：进入 11 月，铜市悲观预期被逐步修正，市场开始重新审视铜的供求预期，加之中国宏观经济企稳迹象明显以及特朗普减税和大规模基建政策的预期，铜价出现补涨行情，单周涨幅超过 16%，为 30 年来最大单周涨幅，创出反弹新高 6045.50 美元/吨。截止 12 月 30 日，LME 铜报收 5516 美元/吨，较 2015 年底的 4689 美元/吨上涨了 17.64%。

除铜之外的有色金属市场整体以上行为主，但各品种上行强弱差别较大。其中，供应端的紧张程度是各品种价格走势的决定性因素。从 LME 市场来看，锌价上涨幅度最大，达到 59.80%，澳大利亚 Century 矿和爱尔兰 Lisheen 矿的资源枯竭是主因，嘉能可减产 50 万吨更是加大了锌市场供应的紧张程度。镍是涨幅居中的品种，受到菲律宾关停矿山影响，镍市出现短缺，缺口为 5.7 万吨，是镍价上涨的关键因素。2016 年全球铝价亦小幅攀升，截止年底，LME 市场铝价上涨 12.46%。其主要原因在于中国推行供给侧结构性改革的大背景下，电解铝行业去产能化现象严重，抑制了铝的市场供应。除此之外，铅、锡等价格均有不同程度的上涨。

图表 5： 2015-2016 年主要有色金属价格指数走势（收盘价） 单位：美元/吨

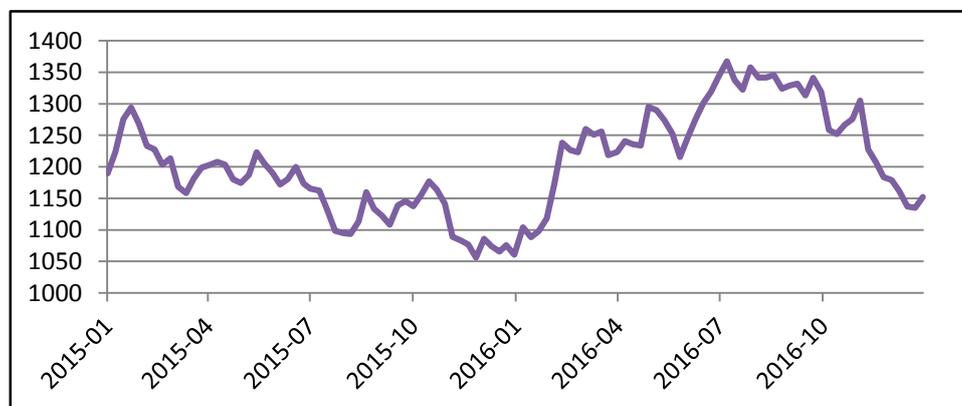


资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

（四）贵金属市场

2016 年，受全球主要经济体货币政策及避险因素的影响，贵金属市场整体呈现出较为明显的 n 形走势。上半年，因市场对于美联储加息的预期较弱，美元震荡下行，全球主要经济体持续货币宽松政策，欧央行、日本央行接连实施负利率，货币政策极大利好贵金属，黄金价格开始不断走高。随后 6 月份英国脱欧公投的“黑天鹅”事件彻底引爆了市场避险情绪，刺激金价突破 1300 美元/盎司的关口，并触及年内最高点：1377.5 美元/盎司，较年初涨幅高达 28%，此后维持近两个半月的高位震荡。下半年，美联储加息预期开始高涨，10 月初美联储官员鹰派发声，美元指数开始走强，且市场传言欧央行或将收紧 QE，金价开始承压回调。随后，宣称上台后将实施扩张性财政政策的特朗普意外赢得美国总统大选，叠加 12 月美联储加息预期的迅速攀升，美元开启强势上升通道，金价持续下跌。12 月份美联储如期加息 25 个基点，并发表超市场预期鹰派言论称预计 2017 年将加息三次，再加上美国近期宏观数据表现强劲，美国经济有望持续好转，提振美元继续上行，美元指数触及 103.66 的高位，刷新近十四年来新高，而金价则不断下挫，跌至今年 2 月初以来水平，基本抹平年内涨幅。

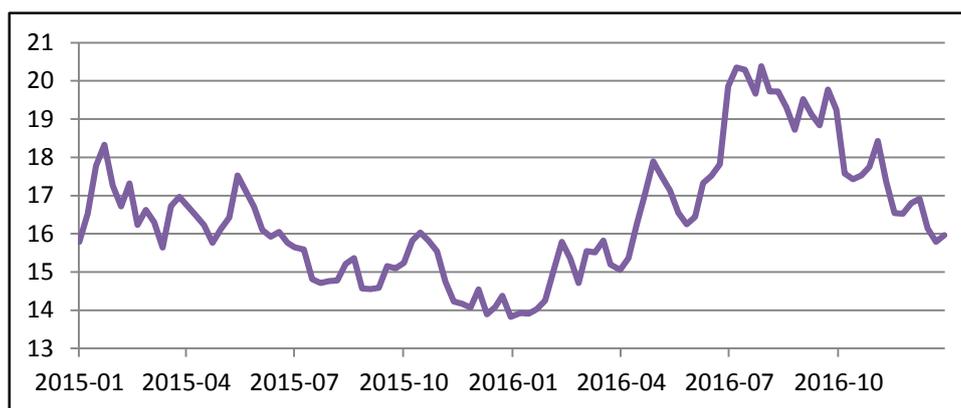
图表 6： 2015-2016 年 COMEX 黄金价格指数走势（收盘价） 单位：美元/盎司



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

2016 年白银价格同黄金价格一样，都是整体呈现价格上行乃至暴涨之后又不断震荡回调的两段态势，但相较黄金，白银的价格波动更大。白银作为一种非常重要的工业原料，其价格上涨的根本推动力还是在于工业需求的不断增长，这也是白银与同为贵金属的黄金之间最大的区别。有超过一半的白银都被用于工业生产，比如太阳能板、电力工业、照相技术、污水净化灯等领域。而后半段白银价格不断震荡回调的直接原因同样在于美联储加息预期的上升，美元指数的持续强势对白银造成长线下跌的压力，8 月份开始白银价格持续下跌。

图表 7： 2015-2016 年 COMEX 白银价格指数走势（收盘价） 单位：美元/盎司



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

（五）农产品市场

2016 年三大农产品中，大豆价格指数上涨最为明显。2016 年年初至今，CBOT 大豆价格指数反弹 16.64%，玉米价格指数下跌 1.88%，小麦价格指数下跌 13.03%；从年度均价来看，2016 年相较 2015 年大豆均价回升 4.97%、玉米下跌 4.93%、小麦下跌 13.16%。从价格走势来看，农产品在 2016 年第二季度呈现明显上涨的态势，这其中或有由于其他大宗商品价格的快速反弹，导致通胀预期升温，从而引发农产品价格共振的原因。但其后，受限于自身的高产量、高库存，各大农产品的价格出现明显回落；其中谷物类的小麦、玉米价格回落最为明显，而工业属性较强的大豆价格相对比较抗跌。

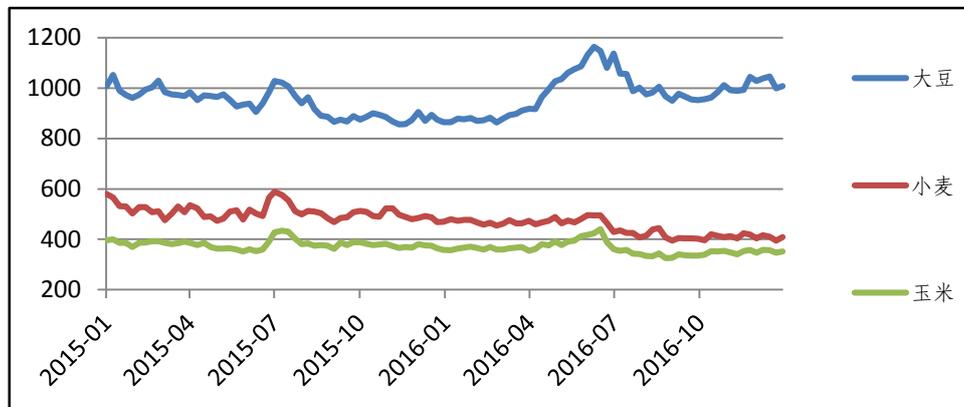
具体分类来看，2016 年大豆的总产量约为 3.13 亿吨，较上一年度小幅减产 2% 左右，主要原因在于受厄尔尼诺现象影响，大豆主产国之一的阿根廷遭遇洪涝灾害，在一定程度上影响了大豆的产量与质量。而在需求端，随着中国等广大发展中国家对蛋白需求的刚性增长，全球大豆消费继续保持多年来的稳健增长，2016 年度全球大豆消费约为 3.18 亿吨。供需之间存在 500 万吨左右的缺口，这直接导致了 2016 年全球大豆均价的上涨，且根据 CBOT 大豆价格指数显示，2016 年 6 月中旬大豆价格触及近年来的高点：1163 美分/蒲式耳，约合 428 美元/吨。

2016 年全球玉米产量约为 10.11 亿吨，同比增长 5.31%。产量的增长主要基于美国 and 阿根廷这两大玉米生产国种植面积的扩大。两国玉米产量较上一年度分别增长了 7% 和 21%，这极大的缓解了玉米工业消费需求和饲料消费需求的压力。目前全世界 60% 左右的玉米消费被饲料加工产业占据，而以玉米为原料的纯净燃料乙醇同样发展迅猛，这在很大程度上支撑起了全球玉米需求的基本面。2016 年，全球玉米消费约为 10.09 亿吨，同比增长 4.98%。总体来看，2016 年全球玉

米供需较为平衡，供略过于需。但同时我们也注意到全球玉米库存消费比仍将处于 20.65% 的高位，对玉米价格构成下行压力。

近年来全球小麦价格整体呈现震荡下行的趋势，2016 年延续了这一趋势。究其根本原因在于全球小麦连续多年大丰收导致库存高企，价格始终承压。据统计，2016 年全球小麦产量约为 7.3 亿吨，消费量约为 7.36 亿吨。尽管消费略高于供应，但对高企的小麦库存来说，意义并不大。小麦供应宽松的格局短期内不会有太大变化。

图表 8： 2015-2016 年三大农产品价格指数走势（收盘价） 单位：美分/蒲式耳



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

二、2016 年全球大宗商品市场解析

尽管大宗商品市场品类繁多，走势较为复杂，影响价格的因素也不尽相同，但 2016 年整体而言还是受到以下几个共性因素的影响：

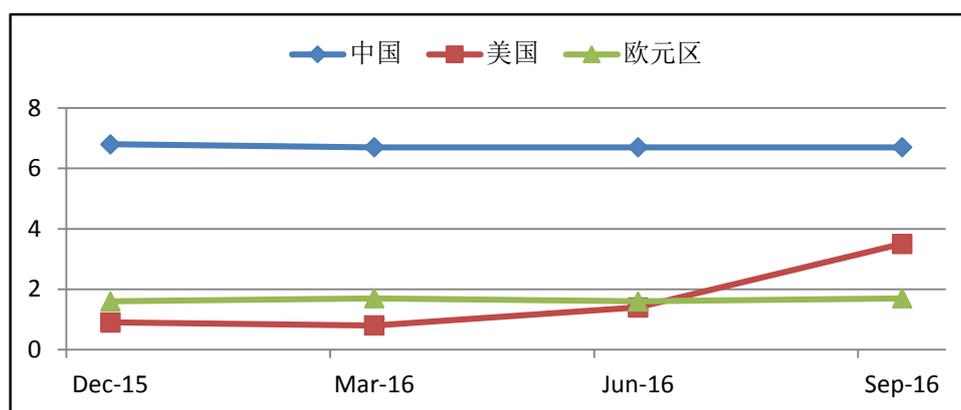
（一）大宗商品价格走势总的来说是受制于经济周期的变化。综合回顾 2016 年经济的走势，全球经济整体而言还是处于温和复苏的阶段，尽管有英国脱欧、美国大选、意大利公投等所谓“黑天鹅”事件的影响，但全球经济整体上的复苏势头无须怀疑，这也是大宗商品价格企稳并上涨的根本原因。具体来看：

对美国而言，未来其有望继续引领全球经济的复苏。由于美国在 2008 年金融危机之后采取了有针对性的量化宽松货币政策，成功修复了私人部门资产负债表，失业率显著下降、房地产市场持续复苏、GDP 增速明显上扬。预计未来特朗普上台后的扩张性财政政策将继续支撑美国经济稳健复苏。

以中国为代表的新兴经济体经过长达数年的结构调整，经济换挡进入中高速增长态势、但产业结构亟待优化，而复苏的动能主要来自于政府主导的基础设施建设投资，如一带一路发展战略的快速推进及城市轨道交通建设不断掀起高潮，还有上游企业去库存等积极因素，这些都会成为大宗商品价格企稳并上行的主要支撑因素。

欧洲则显得较为复杂，一方面 2016 年欧元区经济确实出现回暖态势，制造业 PMI、投资者信心指数和 GDP 同比增速都有所上涨，而且我们看到作为欧洲经济主要的管理机构欧盟致力于采取财政紧缩的政策，较为坚决的进行结构性调整，这从中长期来说，将会有助于欧洲经济的全面复苏和健康发展。但另一方面，我们也注意到欧元区银行业存在潜在风险因素以及欧洲政治风险冲击不断，例如银行普遍的高坏账率制约了信贷规模的增长、英国脱欧、意大利公投以及难民危机导致的社会问题不断涌现等。这些问题给欧洲经济的未来发展带来了一定的不确定性。

图表 9： 2015 年第 3 季度至 2016 年第 3 季度中美欧 GDP 增速 单位：%



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

(二) 货币周期对大宗商品的影响起到第二层作用。通常我们会认为货币政策的松紧与大宗商品价格的走势呈现负相关的关系，货币政策越宽松，利率水平越低，大宗商品的价格就会上涨，反之亦然。纵观全球货币市场，面对复苏缓慢的经济和浮躁的民意，各国政府纷纷采取零利率甚至负利率的货币政策，导致廉价的资金在全球市场肆虐横行。2016 年全年美元的实际加息次数及幅度都远不及 2015 年末的预期水平，欧洲央行和日本央行分别实施负利率政策，中国央行也将低利率政策贯穿始终。全球主要经济体的宽松货币政策支撑起了整个大宗商品交易市场的回暖。

(三) 产业供求关系直接决定大宗商品作为一类重要的资产的内在价值。

除去以上我们所分析经济周期和货币周期对资产价格的影响之外，真正决定大宗商品内在价值的主要因素还是基于产业的供求关系。以铁矿石市场为例，2016年度，中国为保持宏观经济的中高速增长态势，加大了基础设施建设等在内的固定资产投资力度，对钢铁的需求进一步增大，但同时由于中国政府积极推进供给侧结构性改革，试图通过限产能、提效率的改革模式来调整供求关系，而整个钢铁行业，包括上游的铁矿石开采业，更是去产能化的重点领域，导致供需在一定程度上失衡，再加上游资的炒作，铁矿石价格泡沫化程度被急剧放大。

综合以上几个因素的分析，我们认为 2016 年全球大宗商品市场出现反弹主要是基于世界经济逐渐复苏、货币政策持续宽松、供求关系略微失衡，再加上短期的投机资本操作共同作用的结果。

三、2017 年全球大宗商品市场展望

（一）能源市场：看好原油，看淡煤炭

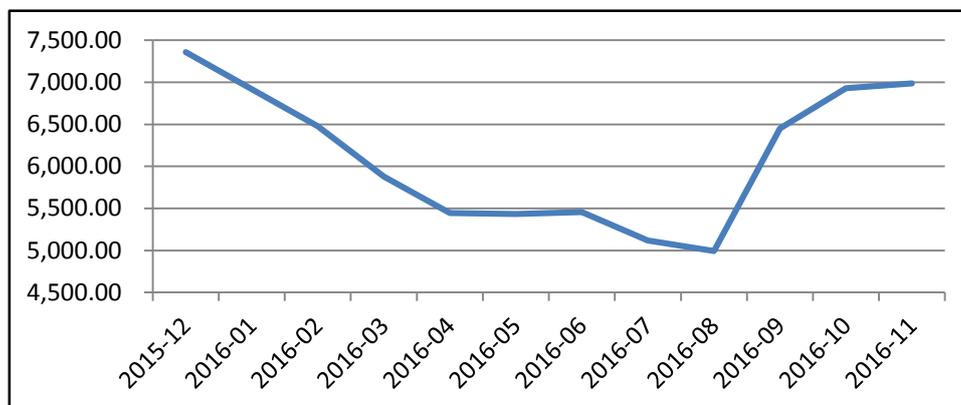
从供求关系的基本面上来看，由于 OPEC 限产协议的达成，我们相对看好油价的持续反弹，而由于下游工业企业的煤炭库存已回升至历史正常水平，我们认为煤炭价格的大幅上涨或将趋于结束。具体分析如下：

1、在供应端，2017 年油价有望受到支撑，尤其是上半年。全球的原油供需平衡状况在 2016 年呈现明显的改善，产油国库存增加的幅度显著放缓。2016 年年末，OPEC 与非 OPEC 国家达成了八年来的首个减产协议，尽管该协议的实际执行程度仍有待进一步观察，但相对于 2016 年来说，2017 年全球原油市场的供应显著收紧仍将是大概率事件，这也为 2017 年全球原油市场的走势定下基调，即供应下降，价格上涨。这一减产效应最早或将于 2017 年上半年即可显现出来。而在需求端，以中国为代表的新兴市场国家，以及以欧美为代表的发达经济体宏观经济的持续复苏再叠加扩张性的财政政策，都会成为支撑原油市场刚性需求的基本要素。2017 年国际原油市场供求曲线的交汇点将不断上调。

2、中国作为全球最大的煤炭生产国与消费国，其宏观政策的取舍将对 2017 年全球煤炭市场的走势产生重要影响。就目前的态势来看，在供给端，中国煤炭行业去产能进程明显放缓，预计煤炭产区库存将暂缓下行，而煤炭港口与下游电厂库存均已回升至历史正常水平，煤炭供给最为紧张的时点已经过去。而在需求端，由于煤炭消费大户钢铁行业的重组合并，相关产能被一再削减，再考虑到由于煤炭燃烧造成的大气污染已成为全社会关注的话题，淘汰高污染、高能耗的落后产能也已成为政府高层和普通民众的一致共识。这些都将抑制中国对煤炭需求

的进一步提升。2017 年煤炭市场价格或将承压回调。

图表 10： 2016 年中国重点电厂煤炭库存量走势 单位：万吨



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

（二）铁矿石：两端承压，宽幅震荡在所难免

2017 年铁矿石价格走势，宽幅震荡在所难免。在供应端，作为新兴矿山澳大利亚最大的单一铁矿石矿 RoyHill 自 2015 年 12 月份出货以来，2016 年已提高了产量，并透露预计会在 2017 年年初实现 5500 万吨的年度产量目标。而淡水河谷采矿史上最大的项目-S11D 在 2016 年底投产运营后，预估 2017 年的达产率能够达到 70%，新增产量则在 6300 万吨。总体而言，全球铁矿石市场供应充足。而在需求端，中国铁矿石港口库存在 2016 年末已逼近历史最高记录，且在房地产调控叠加钢铁行业去产能的大背景下，中国对铁矿石的需求预计会趋弱；而美国方面，特朗普承诺大规模投资基础设施建设，尽管相应政策落地时间尚不确定，但仍会对上游铁矿石价格预期呈现一定的拉升效应。

综合分析铁矿石新增产能以及中美两国对铁矿石的需求状况，预计 2017 年全球铁矿石市场供应将会是偏宽松的局面，相较 2016 年，价格方面的宽幅震荡将在所难免。但考虑到铁矿石供应量集中度的进一步提高，矿山议价能力的增强，加之人民币贬值的预期，在全球钢材需求预期增加，粗钢产量增长的情况下，铁矿石价格中枢有望小幅上移。

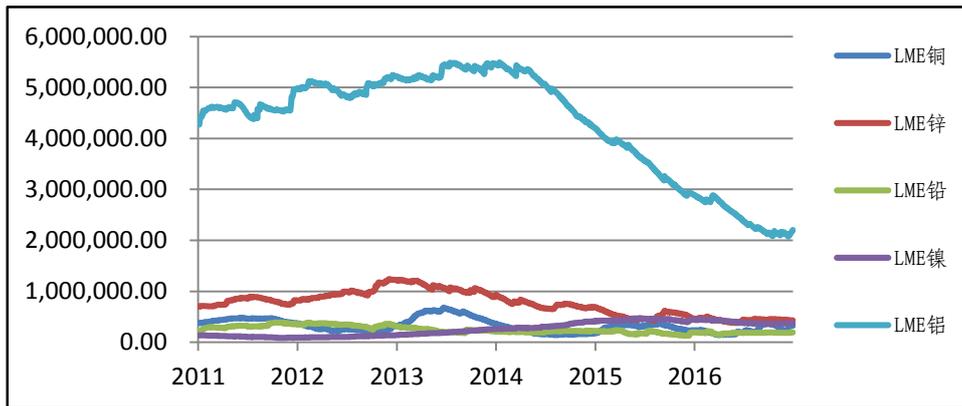
（三）有色金属：2017 年下半年将持续走强

从供给端来看，铜铝铅锌等有色金属的显性库存处于历史较低位置，价格弹性相对较好。从需求端来看，我们预计 2017 年上半年其价格将受到中国需求回落的影响，而下半年美国需求回升将对价格预期形成支撑。具体来看如下：

1、2015 年以来，铜的显性库存（LME 伦敦金属交易所）呈现区间震荡走

势，而当前库存处于区间的下沿。此外，铝的显性库存延续了自 2014 年以来的下降趋势，当前水平与八年前相当；锌的显性库存延续了自 2013 年一季度以来的下行趋势，当前水平同样与八年前相当；铅的显性库存虽然摆脱了 2016 年年初以来的低点，但仍处于较低位置。预计 2017 年全球主要有色金属的显性库存仍将处于历史低位运行，供给端承压的态势不会有很明显的改观。

图表 11： 2011-2016 年全球主要有色金属显性库存走势 单位：吨



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

2、我们认为美国需求将对有色金属价格形成支撑，美国需求预期能否兑现是 2017 年下半年有色金属价格走势的关键。美国大选之后，有色金属的价格涨幅明显扩大，这包含了对美国扩张性财政政策的预期。有色金属广泛应用于电力、建筑、汽车以及家电等经济建设的各个领域，投资或消费的上行预期均能为其价格上行带来支撑。

（四）贵金属：2017 年上半年价格承压，下半年不确定性增加

根据美联储在 2016 年末议息会议上的决议，其在 2017 年表现的将更为鹰派，预计上半年美元名义利率的上行将导致黄金价格承压；而下半年，美联储对于通胀的容忍度是左右黄金价格的主要因素。目前，从美联储立场来看，货币政策将更快收紧，从而不利于黄金价格走势；从特朗普政府立场来看，积极财政需要宽松或者稳健的货币政策从旁配合，从而刺激黄金价格企稳上涨。具体来看如下：

1、2017 年上半年鹰派美联储将使得黄金价格承压

即使不考虑美国潜在的积极财政政策，美联储也将大概率在 2017 年加快加息节奏，其核心原因在过于鸽派的加息节奏将带来通胀压力的边际上行。美国劳动力市场接近充分就业，劳动者薪资出现稳健的上涨，更多的消费需求将带来通胀的上行。另一方面，市场对积极财政的预期会加速名义利率的上行。鹰派美联储叠加市场对积极财政的预期，美元实际收益率将趋于上行，黄金价格相应承压。

2、2017 年下半年黄金价格走势取决于美联储的通胀容忍度

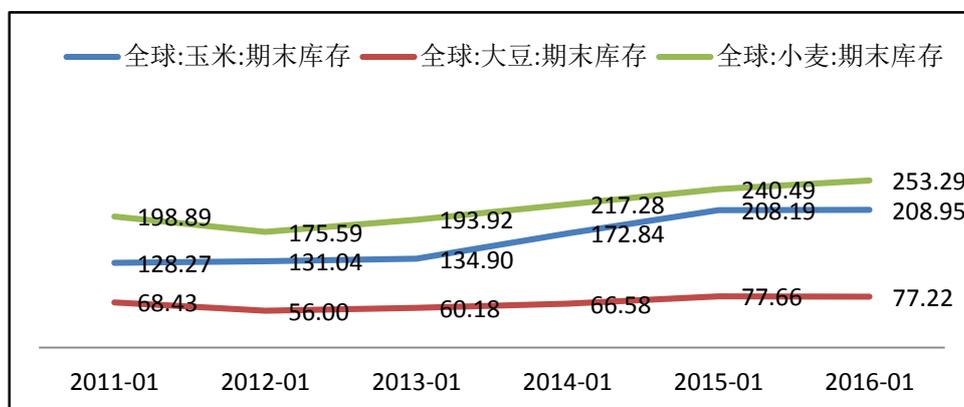
特朗普积极的财政政策将带来更为显著的通胀压力，届时美联储或将更快的收紧货币政策。美联储对于通货膨胀的态度将成为左右黄金价格的主要因素。如果美联储坚守 2% 通胀目标的底线，那么美联储必将显著加快升息步伐，加息次数在 2017 年将大概率高于市场与美联储当前的预期。这种情况下，名义利率上行将导致黄金价格明显走弱。如果美联储提高对通货膨胀的容忍度，也就是加息节奏放缓，与 2016 年上半年类似，则通胀预期的上行对金价的影响占据主导地位，黄金价格将转为上行。目前来看，美联储倾向于第一种模式，而特朗普政府显然倾向于第二种模式；未来政策的走向，我们将持续关注。

（五）农产品：玉米与大豆价格相对看涨

2016 年主要农产品价格走势为：一季度低位窄幅震荡，二季度冲高，三季度大幅回落，四季度陷入宽幅震荡。2017 年农产品供应压力和库存压力依然显著，但玉米的供需平衡最有希望边际收紧，而基本面相对较好的大豆将有望受到工业属性的支撑；预计 2017 年玉米与大豆价格将相对强于小麦。具体来看如下：

1、供应压力和库存压力依然显著。小麦、玉米和大豆的基本面仍然呈现“高产量、高库存”的特征。小麦、玉米和大豆的预估产量均处于历史记录的最高水平；从库存消费比来看，小麦最为悲观，仍处于历史高位；玉米库存消费比虽然同样处于历史高位，但最近一年未呈现上行态势；大豆的库存消费比自 2014 年下半年以来整体呈现回落态势，虽然 2016 年下半年反弹明显，但整体而言，没有太多历史负担的大豆基本面仍相对优于玉米和小麦。预计 2017 年小麦、玉米和大豆的供应压力和库存压力会继续高企，但相较而言，大豆仍好于玉米和小麦。

图表 12： 2011-2016 年全球三大农产品期末库存走势 单位：百万吨



资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

2、工业属性较强的大豆和玉米价格仍将强于小麦。从需求端而言，工业属

性相对较强的大豆与玉米其价格与工业品走势更为相关；我们预计 2017 年原油价格将大概率上涨，因而生物柴油与生物乙醇的替代性需求有望被进一步激发，大豆与玉米价格将因此相对受益。此外，中国等广大发展中国家对蛋白需求的刚性增长也会支撑起大豆价格的基本面。