

# 2017 年第一季度全球大宗商品市场分析与展望

主权评级研究部 曹曼茜

2017 年第一季度大宗商品市场价格大体上经历了延续上年末增长趋势而后回落的两段式变化。曾主导 2016 年大宗商品价格上涨的主要因素在本季度乃至未来一年内仍发挥重要作用：中国和欧美发达经济体稳步复苏、中国供给侧结构性改革推进、石油传统供应国减产达成协议，从调整供给和加大需求两方面对大宗商品价格的上涨提供了有力支撑。引起本季度内市场回落和波动的消息则主要来自美联储加息、美国石油和巴西农产品供给增加以及欧洲的政治风险事件。从品种来看，第一季度贵金属涨幅最为明显，有色金属次之，石油和农产品的价格呈现出先扬后抑的态势，煤炭则步入淡季。对于第二季度，我们认为在中国和美国宏观需求拉动下，贵金属和有色金属有望继续领跑涨幅，随补库存周期的到来农产品价格或在“高产出、高库存”局面下逆转颓势温和上扬，而石油也有望在供给端竞争博弈之下震荡上行。

## 一、2017 年第一季度全球大宗商品市场概况

第一季度全球各类大宗商品市场价格走势基本都在 3 月份出现分水岭。分水岭之前主要受中国和欧美发达国家经济复苏的基本面支持、中国供给侧结构改革、石油传统供应国减产协议等中长期因素影响，除煤炭外的各类大宗商品价格基本都保持平稳或者上涨。而煤炭在经历上年末一轮价格上涨后，本季度内随着用电量进入淡季，后劲不足，整个季度都呈震荡下跌态势。

分水岭之后主要受美联储加息、年初经济数据出炉、欧洲政治风险事件等中短期因素影响，部分出现波动甚至大幅回落。回落最为明显的是石油和大豆，分别受美国石油产量提升和巴西农产品产量大增的供给侧影响，使得全季度价格呈现较大跌幅。而同期黄金价格受美联储加息消息影响也出现短期大幅波动，其后随着美联储宣布将坚持缓慢加息市场情绪得到稳定，在欧洲大选和英国脱欧等风险事件背景下作为避险资产的黄金价格大幅回升，第一季度达到 8.65% 涨幅，在各类大宗商品中表现显眼。

图表 1：2017 年第一季度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	-5.62	COMEX 黄金价格指数	8.65
WTI 油价指数	-7.68	COMEX 白银价格指数	14.51

Brent 油价指数	-5.52	LME 铜价指数	6.25
鹿特丹煤炭价格指数	-17.74	LME 锌价指数	7.83
CBOT 大豆价格指数	-6.23	LME 镍价指数	-0.35
CBOT 玉米价格指数	3.56	LME 铝价指数	16.14
CBOT 小麦价格指数	4.34	铁矿石普氏价格指数	1.15

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 二、能源市场分析与展望

### （一）能源市场第一季度表现

#### 1. 原油市场

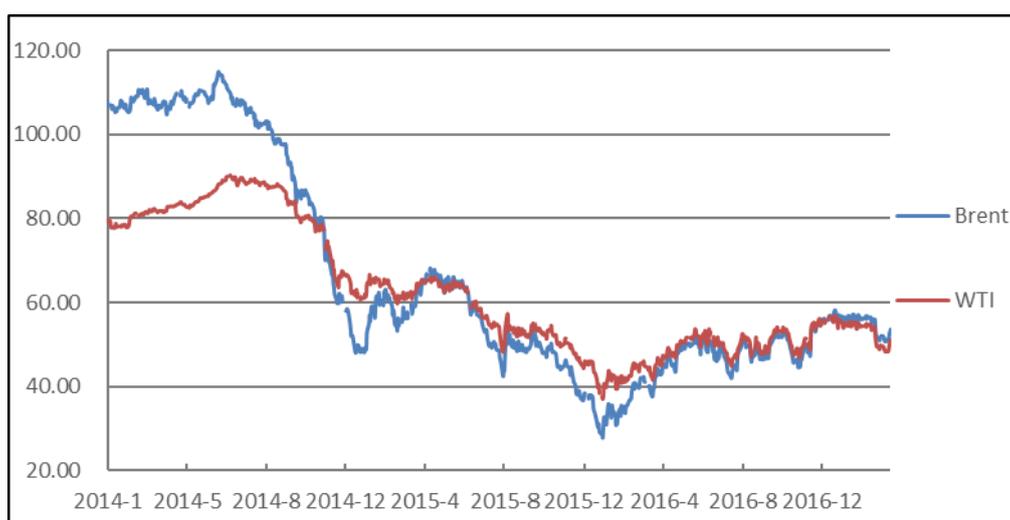
受全球供应过剩和库存高企的影响，原油价格自 2014 年下半年开始的一轮断崖式下跌创下原油价格史上最大下跌幅度和最长下跌周期。2016 年 2 月以 27 美元/桶创下 13 年来油价新低，此后国际油价止跌反弹，进入回升通道。2017 年第一季度内，油价在前两月保持高位，3 月出现小幅回落。

2017 年前两月，在 OPEC 成员国和俄罗斯执行减产以及美联储未行加息、美元继续承压贬值的利好消息之下，以美元计价的石油价格保持稳定，WTI 和 Brent 原油收盘价分别围绕其均价 54.84 美元/桶和 56.35 美元/桶微弱波动，基本与上年末的高位持平。3 月初，美联储加息消息、石油减产效果存疑、美国石油供给量增加三方消息袭来：

- 美联储声明预计将在 2017 和 2018 两年各加息 3 次；
- 俄罗斯能源部长发表讲话，认可 OPEC-俄罗斯石油减产协议有效化解了潜在的市场紊乱，同时表示俄罗斯目前不考虑加入 OPEC，使得今后俄罗斯对减产协议的持续和执行情况保有不确定性；
- 官方报告显示美国石油供给量大幅提高，极大抵消了 OPEC 减产的努力。同时，市场担忧在对冲基金的深度参与之下，大批生产者已通过远期合约锁定未来十年的石油价格，OPEC 的减产将难以达到预想的价格提升效果。

在上述市场因素影响下，油价开始向 50 美元/桶下跌，3 月下旬 WTI 油价指数一度跌至 48.30 美元/桶，较年初下跌 14%，仅高于上年初最低位 16%。对此，五个 OPEC 成员国和阿曼表示将继续执行减产并支持将 2017 年 6 月到期的减产协议延长 6 个月，最终油价小幅反弹回升，3 月末原油价格较年初下降 5%。

图表 2：2014-2017 年第一季度 WTI 和 Brent 油价指数走势（收盘价） 单位：美元/桶



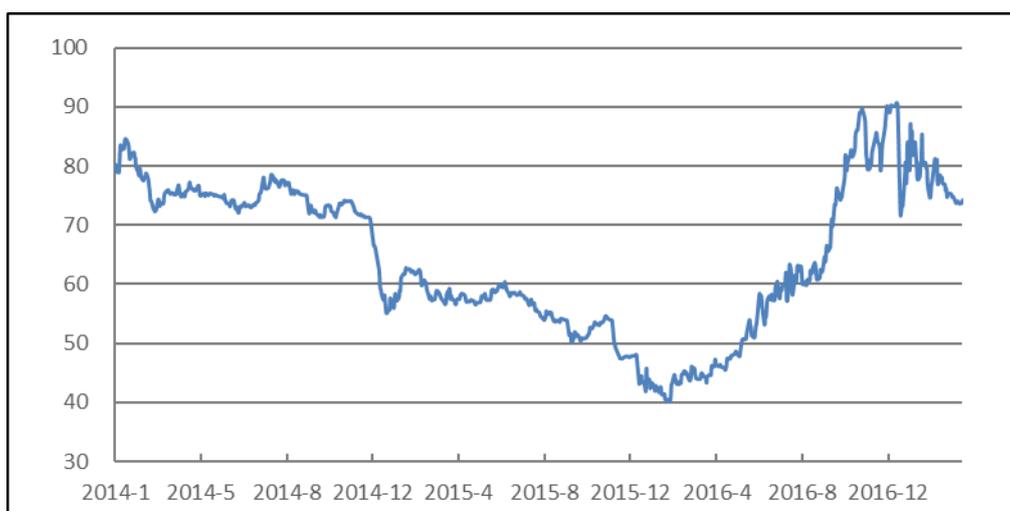
资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 2. 煤炭市场

近年，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结构性改革的影响，全球煤炭价格自 2016 年 2 月触底后开始快速回升，2016 年底煤炭价格上涨至 90.2 美元/吨，较年初涨幅超过 109%。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。

2017 年第一季度，用电量开始进入淡季，煤炭价格在 80 美元/吨附近震荡两月后以显著趋势向 74 美元/吨下降，截至三月底鹿特丹煤炭价格指数收于 74.2 美元/吨，较年初下滑 17.74%。煤炭价格下降背后是用电效率的提升和分散式发电的推广，根据美国能源信息部的数据，近一年美国用电量增速几乎为零，预测到 2040 年每年用电量平均增速将为 0.7%，稍高于 2015 年和 2016 年 1.1% 和 1.3% 的负增长。此外，煤炭较高的运输和运营费用，以及太阳能等清洁能源的推广，也影响着煤炭发电前景。

图表 3：2014-2017 年第一季度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）能源市场年内展望

**原油市场：OPEC 减产协议继续执行且将延期至 2017 年下半年，第二季度油价存在继续上升空间，但受美国石油增产的冲击，增幅有限。**

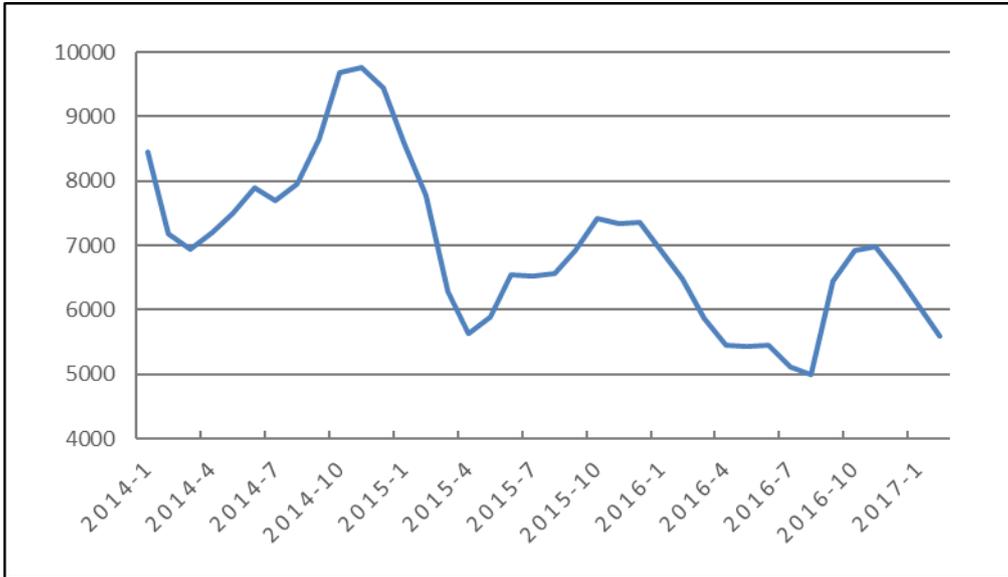
在石油供应端，OPEC 成员国、俄罗斯等传统石油输出国和美国之间正展开竞争。一方面，目前 OPEC 成员国和俄罗斯都对八年来首次达成的减产协议表示肯定和配合；沙特提出截止协议到期的 2017 年 6 月，如果 OPEC 石油存量超过 5 年平均存量的 27 亿桶就将持续减产，以一季度末 OPEC 燃料库存 30 亿桶的数量来看，延长协议已势在必行；五个 OPEC 成员国和阿曼也已表示支持将减产延长 6 个月至 2017 年底。另一方面，美国的页岩油供给大幅增加，抢夺共有市场，给价格提升造成阻力。从第一季度末的走势看来，预计 2017 年第二季度全球原油市场的供应低增长甚至下降、油价保持小幅上升仍将是大概率事件。而在需求端，以中国为代表的新兴市场国家、以欧美为代表的发达经济体宏观经济的持续复苏，再叠加美国基础建设计划等扩张性财政政策和美元的缓慢加息，都会成为支撑原油市场刚性需求和稳定价格基本要素。

**煤炭市场：用电进入淡季，用电效率提升和更多分散式发电的应用或将使得煤炭价格延续第一季度的下跌趋势。**

煤炭的供给极大地受全球最大煤炭生产和消费国中国去产能影响，目前煤炭港口与下游电厂库存均已回升至历史正常水平，未来供需或将保持平稳态势。而在需求端，由于中国煤炭消费大户钢铁行业的重组合并，相关产能被一再削减，煤炭需求受到抑制，加之全球用电量进入淡季、世界范围内用电效率得到提升、

分散式发电应用逐步推广，煤炭市场价格或将在第二季度继续承压下滑。

图表 4：2014-2017 年第一季度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

### 三、基础原料市场分析与展望

#### (一) 基础原料市场第一季度表现

##### 1. 铁矿石市场

2016 年铁矿石价格涨幅在全球大宗商品中十分抢眼，主要得益于中国对海外铁矿石需求大涨给铁矿石价格提供了牢靠的基础面保障，这一因素在 2017 年第一季度仍发挥着作用。铁矿石价格年初保持上涨趋势，2 月底达到 95.05 美元/吨，创 30 个月来最高，3 月末回落至 79.25 美元/吨，较 3 月初增长 1.15%。在中国经济保持稳定增长的背景下，中国政府对高端精炼钢铁需求旺盛，尤其加大了从巴西和澳大利亚的铁矿进口，2016 年进口铁矿石 10.24 亿吨，较前一年增长 7.5%。面对这一轮需求热，巴西淡水河谷公司也及时作出增产反应。

图表 5：2014-2017 年第一季度铁矿石普氏价格指数走势（均值） 单位：美元/吨



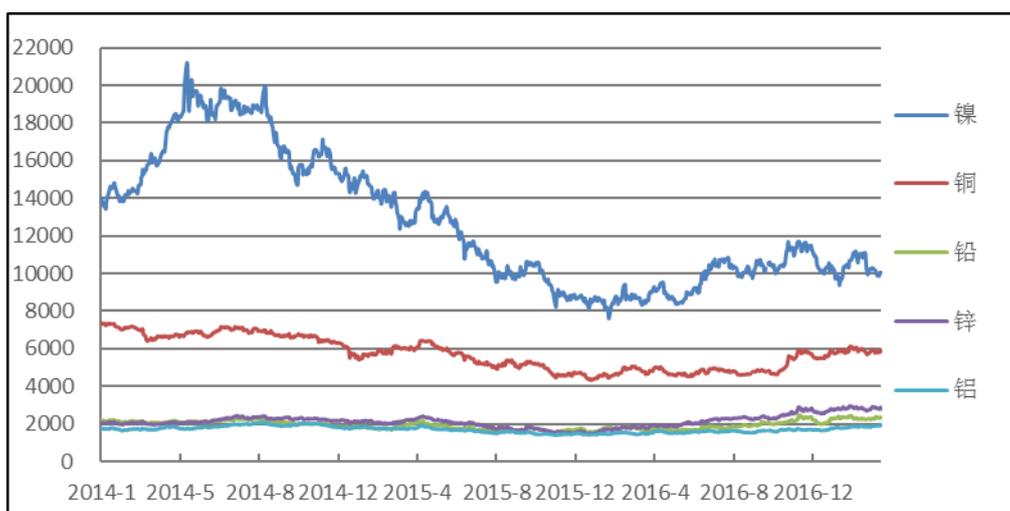
资料来源：西本数据库，新世纪评级整理

## 2. 有色金属市场

随着近几年全球主要经济体的复苏，有色金属市场也初现牛市苗头。铜价作为电缆和电线的重要基础材料，是全球经济的温度计，2015 和 2016 年铜价基本处于 4000-6000 美元/吨低位宽幅震荡态势，而 2017 年第一季度已稳定在 6000 美元/吨的位置并继续缓慢向上爬行。铜价在 2016 年里上涨 18%，自 2012 年来首次实现全年价格上涨。进入 2017 年，铜矿更是六年来首次出现 6.8 万吨供给缺口，随着中国经济增长企稳和美国新任总统特朗普减税和扩大基建规模的政策驱动，全球铜矿需求上升，新矿关停，预计 2018 年缺口将进一步扩大至 18 万吨，供给不足的局面或将持续到 2020 年。

铜以外的其他有色金属市场整体与铜价保持同步的价格趋势，前两年震荡而 2017 年第一季度缓慢上行。从 LME 市场来看，2017 年第一季度铝价上涨幅度最大，在中国继续推行供给侧改革，电解铝行业去产能的背景下，铝的市场供应下降，价格涨幅达到 16.14%。锌价也在上年大涨之后仍保持 7.83% 涨幅。镍在上年受到菲律宾关停矿山影响，在供给短缺的拉动下出现一轮价格上涨，此季度有所波动回落，最终微弱下跌 0.35%。除此之外，铅、锡等价格均有不同程度的上涨。

图表 6：2014-2017 年第一季度主要有色金属价格指数走势（收盘价） 单位：美元/吨



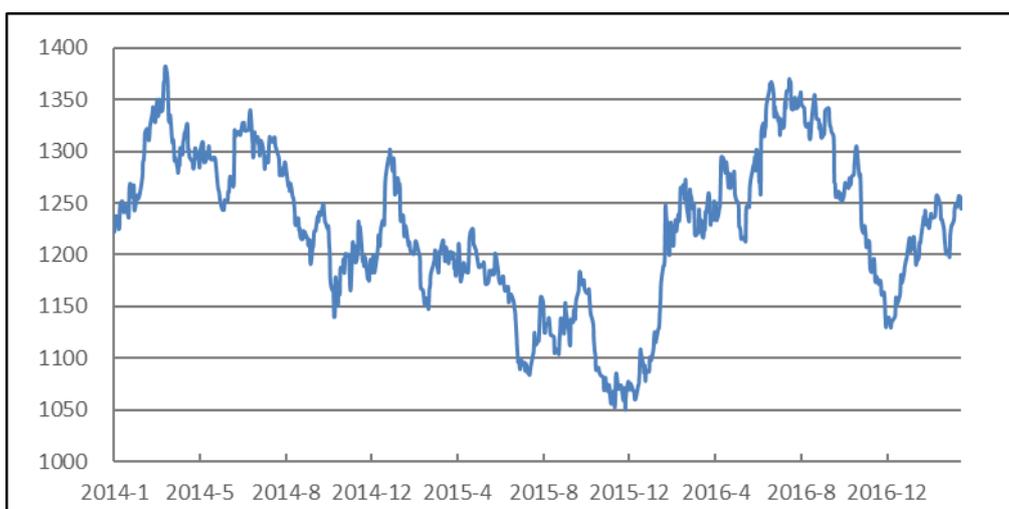
资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 3. 贵金属市场

2017 年第一季度，贵金属市场受全球主要经济体货币政策及避险因素的影响，在前两月保持价格上扬之后，于 3 月出现下滑，最终在季末恢复向好趋势，第一季度末 COMEX 黄金价格指数较年初上涨 8.65%。随着新任美国总统特朗普举债投入基建和减税等政策举动，美元指数于上年末筑顶后开始下跌，利好基础金属和贵金属价格。同时，在特朗普当选、欧洲大选和英国脱欧的一系列政治风险事件大背景下，投资者寻求避险资产，贵金属（尤其黄金）因其价格受政治事件冲击较小而成为大宗商品中的投资首选。从而，黄金价格在第一季度前两月保持上扬，2 月末达到当季最高点的 1258 美元/盎司，较年初上涨 8.54%。3 月初受通胀指数达到美联储目标和就业市场稳定等消息的影响<sup>1</sup>，市场对于美联储加息的预期提升，黄金持续半月下跌，触至最低点 1198.5 美元/盎司。随后，美联储主席耶伦发表讲话强调将在实际负利率和通胀率超出预定的 2% 目标情况下坚持有计划的缓慢加息，打消市场疑虑，也使得金价出现自上年 11 月以来最大增幅，第一季度末黄金价格收于 1252 美元/盎司。

<sup>1</sup> 根据美国官方公布的 2017 年 3 月数据，美国通胀指标自 2012 年 4 月以来首次达到美联储 2% 的目标，同时就业市场稳定，失业率基本恢复至 2008 年金融危机前水平上半年。

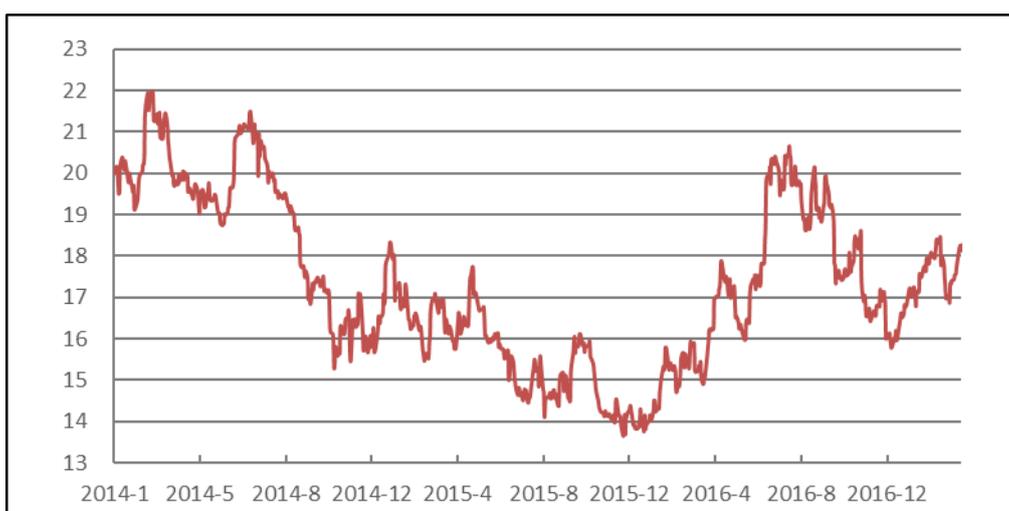
图表 7：2014-2017 年第一季度 COMEX 黄金价格指数走势（收盘价）单位：美元/盎司



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

同期白银价格走势与黄金价格一致，都是价格上行后震荡回调、最终再度上扬的三段态势，但相较黄金，白银的价格波动更大。白银作为重要的工业原料，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。超过一半的白银被用于工业生产，比如太阳能板、电力工业、照相技术、污水净化等领域。当前主要经济体的复苏和工业原料需求提升对未来的白银价格走势形成重要基础面支撑。

图表 8：2014-2017 年第一季度 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

## （二）基础原料市场年内展望

铁矿石市场：澳大利亚和巴西加大市场供应，需求端的中美基建项目缓慢开展下，近期内铁矿石供给增长或较需求增长更为显著，第二季度铁矿石价格总

**体或将在供需拉力战中呈震荡下行趋势。**

在需求端,2017年初国内包括广东和陕西省在内多个省份基建投资计划密集出炉,基建投资增速将保持在20%左右水平,整体规模预计16万亿左右,在中长期内成为铁矿石需求强有力的支柱,但短期内的影响尚未显现,与此同时,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,预计第二季度国内对铁矿石的需求难有明显提升,而将在中长期内出现上扬;美国方面,特朗普大规模投资基础设施建设在其任期内会对上游铁矿石价格预期呈现一定的拉升效应,但短期内也尚未落地,对第二季度铁矿石需求的拉动效果有限。而在供应端,澳大利亚最大的单一铁矿场Roy Hill自2015年12月份出货以来不断提高产量;巴西淡水河谷采矿史上最大的项目S11D也在2016年底投产运营,采用高效的生产和物流技术,预计到2020年能达产9000万吨。

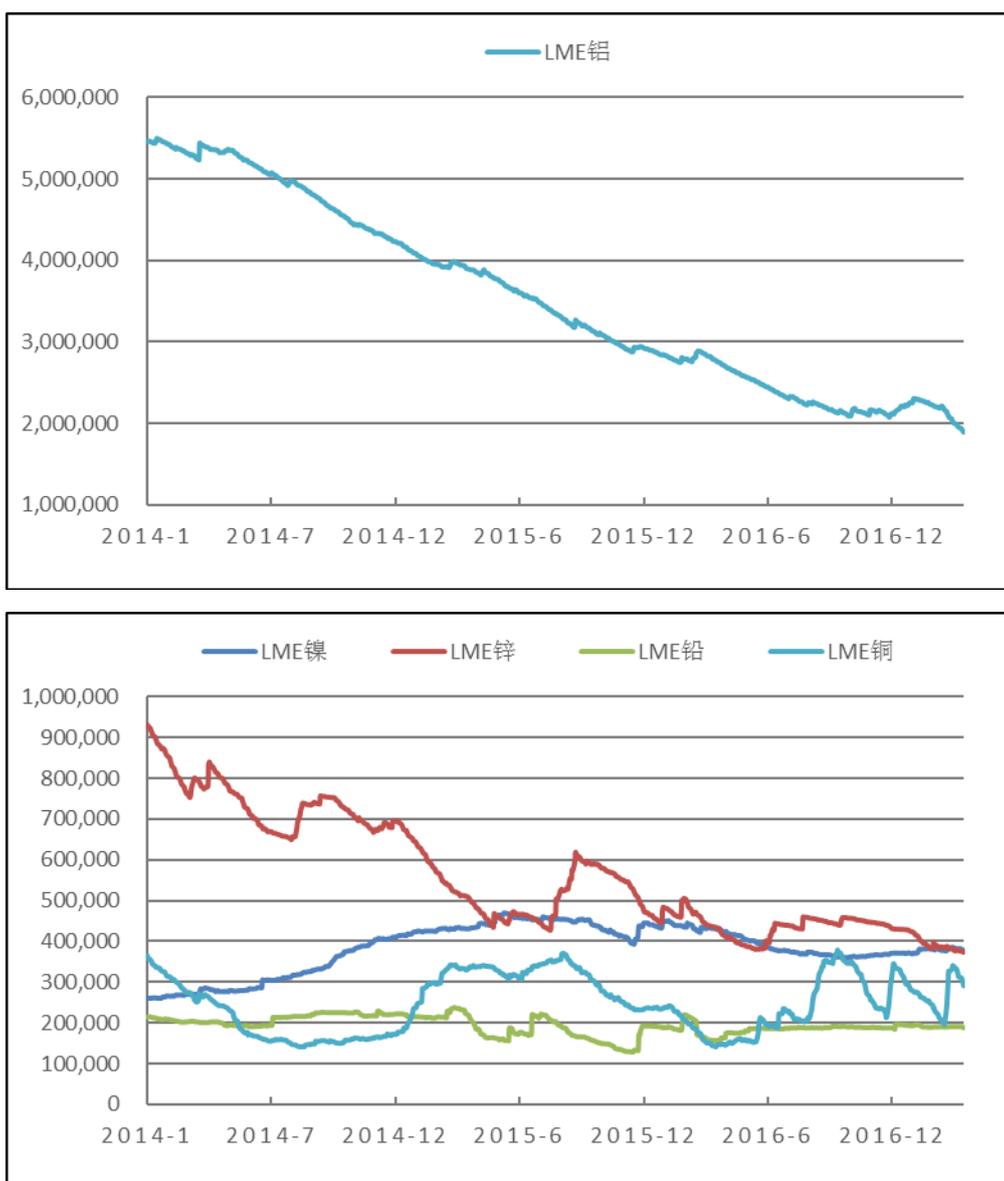
**有色金属市场: 有色金属供需缺口拉大,或在第二季度再创涨幅亮点。**

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,电解铝受中国去产能影响供给下降,铜镍等金属则受矿场关停影响出现供给短缺。从需求端来看,随着全球PMI指数连续攀升,原材料进入补库存周期,市场根据历史经验普遍预计此轮补库存周期将持续到2017年中期。这也将成为推动第二季度有色金属整体价格上涨的重要动力。

结合具体不同种类金属在伦敦金属交易所(LME)的显性库存数据来看,第一季度涨幅最大的有色金属铝和锌库存处于历史低位,下一季度在供给缺口下保持高速增长的可能性较大;第一季度涨跌幅度微弱的镍和铅库存走势较为平稳,或随有色金属整体价格趋势震荡上行;铜的显性库存则在第一季度呈大幅波动,第二季度铜价或在中国和美国等主要经济体实际工业需求的拉动下震荡上行。

值得一提的是,美国的需求预期能否兑现以及作为计价货币的美元能否抗住下行压力都将对有色金属价格形成重要影响。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。从第一季度情况看来,特朗普正大力投入基建项目,同时美联储表态将坚持年内三次缓慢加息,使我们有理由继续保持看好有色金属的预期。

图表 9：2014-2017 年第一季度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

**贵金属市场：**全球主要经济体现行的宽松货币政策以及避险因素将继续利好第二季度贵金属价格。

日前，美联储主席耶伦的讲话已明确官方对通胀超出预定的 2% 目标持容忍态度，美联储将在 2017 和 2018 年保持每年三次加息的步伐，维持美元缓慢升值。预期第二季度美国通胀将保持稳定，给金价提供上行支撑（更多预测背景可参见《2016 年全球大宗商品市场回顾及 2017 年展望》，新世纪评级）。而随着英国在脱欧正式启动之际提前开展大选、法国举行大选等欧洲重大政治风险事件的背景下，黄金作为重要避险资产也将在第二季度继续受到青睐。此外，长期看来黄金作为无国别的通用货币，也已成为各国政府防止美国政府操控的重要避险资产。

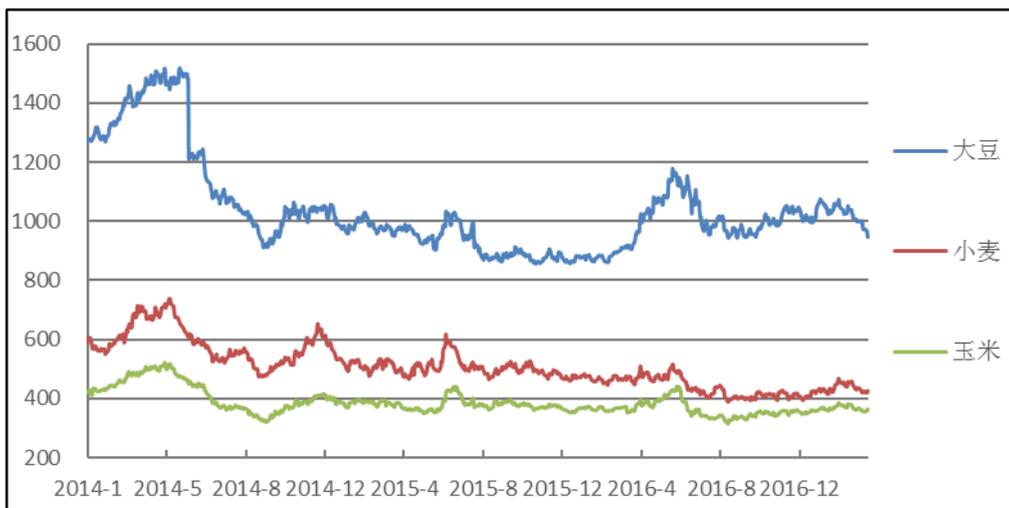
例如 2012-2016 年间，中国和俄罗斯央行采购了约 5000 万盎司黄金纳入储备，同期出售美国国债逾 2670 亿美元。

#### 四、农产品市场分析与展望

##### （一）农产品市场第一季度表现

2017 年第一季度三大农产品的价格变化差异较大，CBOT 大豆价格指数下跌 6.23%，玉米价格指数和小麦价格指数分别小幅上涨 3.56% 和 4.34%；较上年第一季度均价来看，2017 年第一季度大豆较上年同期均价上涨 16.35%、玉米上涨 0.55%、小麦下跌 7.05%。从价格走势来看，农产品基本在年初延续去年末的上涨趋势，而随着官方农业数据的公布，在高产量、高库存的影响下价格出现不同程度的下滑。

图表 10：2014-2017 年第一季度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

##### 1. 大豆市场

具体分类来看，巴西的大豆供应上升是驱动其价格下降的主要因素。3 月初美国农业部报告显示，巴西大豆产量将高于市场预估的 10600 万公吨，达 10800 万公吨，数十年来首次取代美国成为全球最大谷物出口国。以巴西主要的大豆种植州——马托格罗索州为例，巴西 80% 的谷物在这里种植，由于天气良好和肥料施用加大，平均谷物产出较去年同期高出 12%，达到近 35 年来的最高值。大豆供给的提高超出中国等发展中国家需求的增长，CBOT 大豆价格指数在 2 月中旬达到最高点 1071.75 美分/蒲式耳之后，持续震荡下跌，在季末收于半年来最低点的 945 美分/蒲式耳。

## 2. 玉米市场

玉米市场在第一季度基本延续上年末全球供需较为平衡的局面。从需求端看，主要消费国对玉米市场的需求支持较为有力。中国农业部在年初宣布，67万公顷耕种地将由玉米改种其他作物，中国2017年玉米产量将下降4%至21500万吨，进口量提升70%至100万吨。而供给端，随着肥料施用和科技采用量提高，巴西和阿根廷的玉米种植有所增加。非洲第二大玉米生产国南非第一季度玉米产量也大幅高于上年同期，并两次提升全年玉米产量的预期。世界范围内的供给增加，使得玉米价格在季度末有所回落。

## 3. 小麦市场

全球小麦价格在第一季度也随产量和库存的报告数据有所下滑。美国农业部年初报告显示，2016年美国冬季的小麦种植较前一年超预期下降10%，9-11月谷物种植面积约3238.3万英亩，创1909年以来最低记录。报告发布后，农产品价格短期内小幅攀升，2月中旬最高点达468美分/蒲式耳，较年初价上涨15%。但受到全球小麦连续多年大丰收导致的高库存影响，价格随后承压回落，第一季度末收于427美分/蒲式耳。预计小麦供应宽松的格局在年内不会有太大变化。

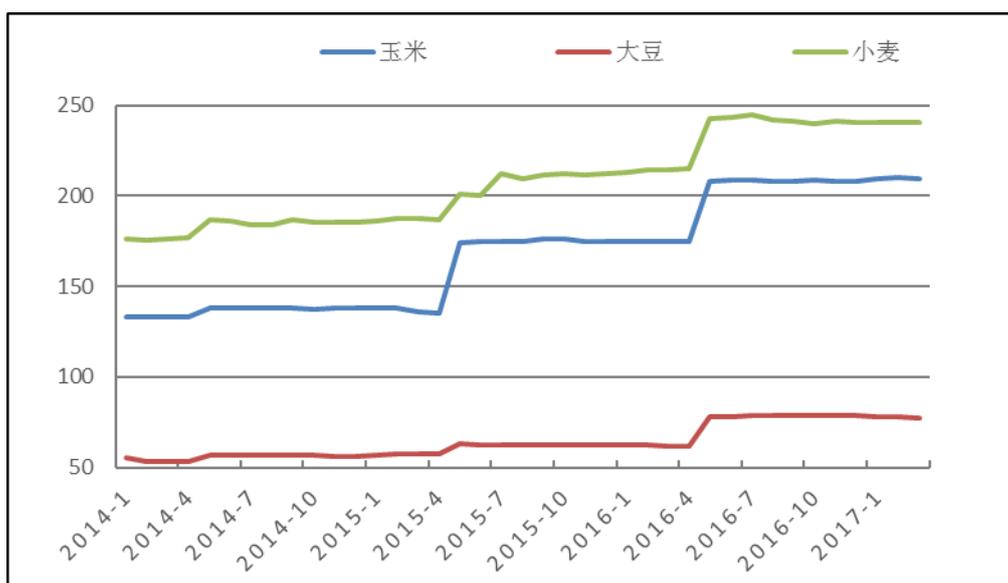
### （二）农产品市场年内展望

**补库存将推动第二季度农产品价格上涨，幅度或不及上年。**

农产品将在第二季度迎来新一轮补库存，受此行业周期性影响农产品价格将确定上涨，不同品种价格上涨幅度或拉开差距。上年第二季度内，大豆、玉米和小麦曾分别出现28.32%、9.07%和24.29%的涨幅。而2017年第一季度公布的农业数据显示，巴西本年大豆和玉米产量预估上升，巴西将取代美国成为世界最大谷物出口者，推动农产品“高产量、高库存”的局面加剧。

对局面有所缓解的消息来自美国：全球谷物产量提高、长期价格大幅下降至接近历史最低点，以及美国新一轮加息周期的到来、借贷成本上升，都使得美国农民要更谨慎得计算购买种子、肥料和机械燃料的成本投入。美国农业部年度报告显示，2016年美国冬季的小麦种植较前一年大幅下降10%，创1909年以来最低记录。

图表 11：2014-2017 年第一季度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

从需求端而言，大豆和玉米较小麦具有更强的工业属性，主要经济体工业需求拉动或对大豆和玉米第二季度的价格走势形成更强支持。我们预计随着 2017 年第二季度原油价格继续上涨，生物柴油与生物乙醇的替代性需求有望被进一步激发，从而使大豆与玉米价格相对受益。