

2017 年上半年全球大宗商品市场分析及下半年展望

研发部 余潜

2017 年上半年全球大宗商品市场价格整体呈现先扬后抑的格局，以进一步消化 2016 年度取得的较大涨幅。具体分阶段来看，2017 年 1-2 月份，全球大宗商品市场价格延续 2016 年末的上涨态势，继续冲高，而后续的 3-6 月份则触顶震荡回落。前期大宗商品价格继续上涨的主要因素仍为：欧美发达经济体稳步复苏、中国供给侧结构性改革推进、传统产油国达成减产协议，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；后期引发市场震荡和回落的主要原因则来自于美联储加息、美国页岩油增产、钢铁企业库存高企、巴西农产品供给增加以及中东和欧洲的政治风险事件。从品种来看，上半年有色金属涨幅最为明显，贵金属和农产品次之，石油和铁矿石价格呈现出先扬后抑、震荡回调的态势，煤炭则一反常态，在冲高回落后逆市反弹。对于下半年大宗商品价格的走势，我们认为在美油增产、环保意识崛起的背景下，能源市场上涨空间有限；由于供给缺口持续存在，有色金属或将继续领跑涨幅；中国去产能和美国基建项目落地迟缓将抑制铁矿石的表现；全球宽松货币政策的完结和欧洲政治风险的消退也将对贵金属产生利空效应；而农产品将延续“高产量、高库存”的局面，上涨乏力。

一、2017 年上半年全球大宗商品市场概况

上半年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、传统产油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，年初随着气温转暖用电量进入淡季，后劲不足，价格呈震荡下跌态势，并一直延续到 5 月初，之后开始逐步反弹。

分水岭之后主要受美联储加息、年初经济数据出炉、中东和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铁矿石，分别受美国页岩油产量提升、卡塔尔断交风波及四大矿山¹不断扩产导致钢铁企业库存高企等因素的影响，使得上半年价格呈现较大跌幅。而同期黄金价格在经历了一季度的大幅上涨之后，受到欧洲大选及美联储加息等事件的影响，于二季度呈现短期大幅波动的态势，并一直延续至 6 月底，但总体依然较年初上涨 7.07%，在各类大宗商品中表现抢眼。

¹ 全球四大矿山分别为：澳大利亚的必和必拓集团、力拓集团、FMG（Fortescue Metals Group Ltd）集团和巴西的淡水河谷集团。

图表 1：2017 年上半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 | -2.22 | COMEX 黄金价格指数 | 7.07 |
| WTI 油价指数 | -16.25 | COMEX 白银价格指数 | 1.68 |
| Brent 油价指数 | -13.70 | LME 铜价指数 | 8.71 |
| 鹿特丹煤炭价格指数 | 8.31 | LME 锌价指数 | 8.58 |
| CBOT 大豆价格指数 | -4.37 | LME 铅价指数 | 14.33 |
| CBOT 玉米价格指数 | 6.69 | LME 铝价指数 | 13.99 |
| CBOT 小麦价格指数 | 28.91 | 铁矿石普氏价格指数 | -19.59 |

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

二、能源市场分析与展望

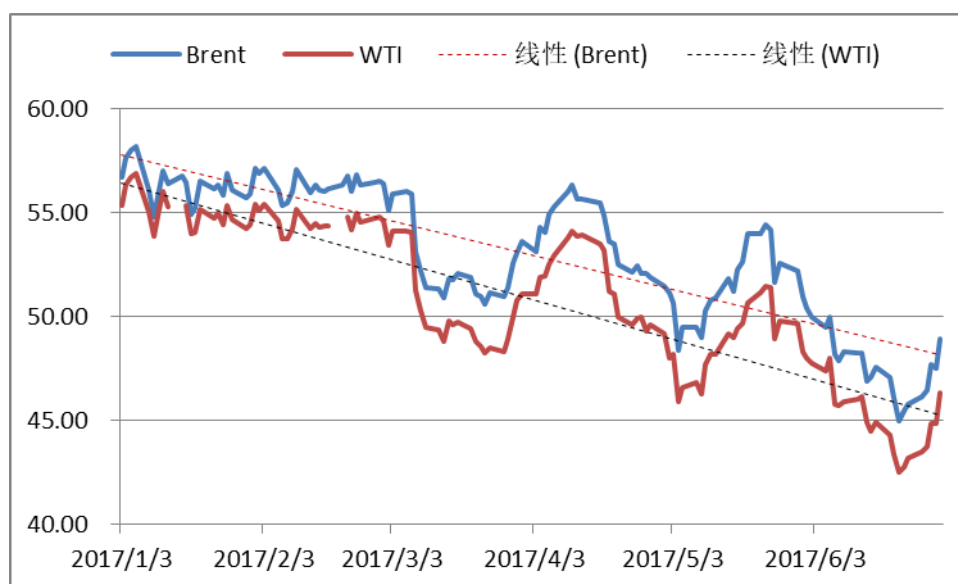
（一）能源市场上半年表现

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 年上半年，油价在前两月保持 55 美元/桶左右的相对高位，随后便一路震荡下跌，直至 6 月底的 45 美元/桶处。

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 原油收盘价均在 55 美元/桶的价格线上来回波动，基本与上年末的高位持平。3 月初，受到俄罗斯未进一步减产以及沙特增产消息的刺激，大量投机性看多资本一度撤离市场，油价开始大跌至 48 美元/桶上下；市场情绪平复后修复性反弹至 4 月中旬的 53 美元/桶，随后在美国页岩油增产超预期的实质性利空影响下，油价再度下跌至 44 美元/桶下方；5 月受 OPEC 延长减产协议刺激，油价一度回升至 50 美元/桶，但市场深度解读后发现，减产力度并未实际增加，同时减产协议的豁免国利比亚和尼日利亚的产量开始恢复，再加上美国方面持续增产，油价再次下跌至 42 美元/桶附近，创下年内新低，6 月末油价稍有反弹，但依然较年初大幅下跌，其中 WTI 油价指数下跌超过 16%，而 Brent 油价指数下跌亦接近 14%。

图表 2: 2017 年上半年 WTI 和 Brent 油价指数走势 (收盘价) 单位: 美元/桶



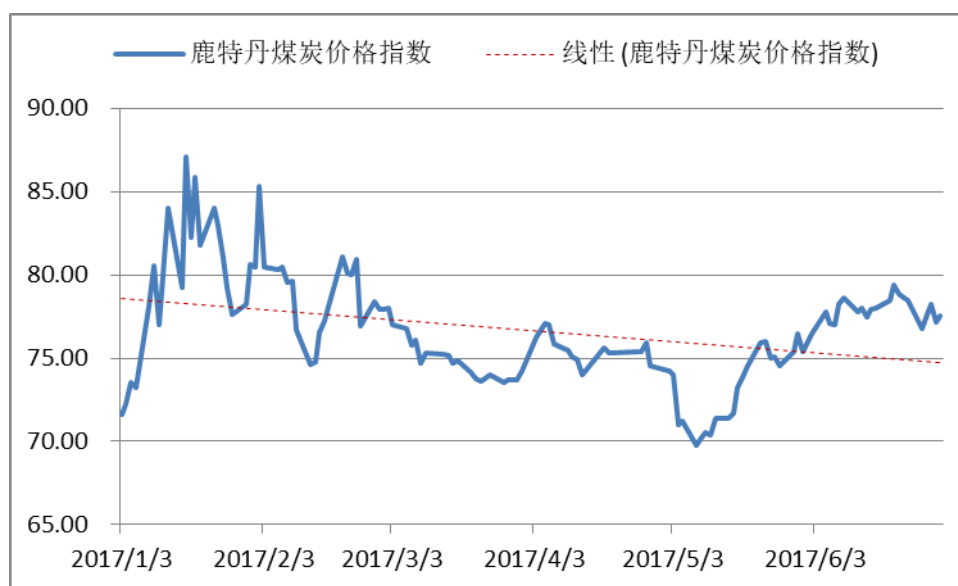
资料来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

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。

在经历了 2016 年全年的大幅上涨之后,2017 年上半年煤炭价格走势开始出现松动。年初随着气候转暖,用电量开始进入淡季,再加上各大发电厂库存充足,煤炭价格从 87 美元/吨的相对高位开始震荡下跌,直至 5 月初短暂击穿 70 美元/吨的价格线。5 月之后,高温天气日渐增多,用电量开始进入旺季,再加上各大电厂进入去库存的末期,部分企业开始补库存,煤炭价格也开始回调上扬,稳步增长。截至 6 月底,鹿特丹煤炭价格指数为 77 美元/吨,较 5 月初的年内低点回调了 10%,较年初上涨了 8.31%,但较 1 月中旬的年内高点依然下降超过 11%,且从趋势线上来看,煤炭价格整体也是呈现下降态势。究其根源,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 年的-1.1%和-1.3%。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,也影响着煤炭发电的前景,进而影响到煤炭的价格。

图 3: 2017 年上半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) 能源市场下半年展望

原油市场: OPEC 减产协议继续执行且将延期至 2017 年底, 下半年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。

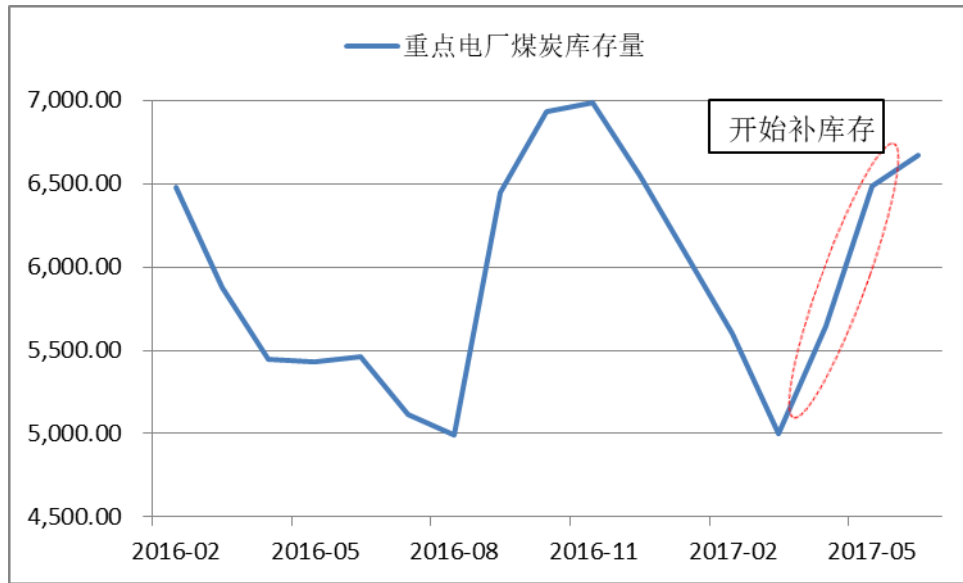
在石油供应端, OPEC 成员国、俄罗斯等传统产油国和美国之间正展开竞争。一方面, 目前 OPEC 成员国和俄罗斯都对八年来首次达成的减产协议表示肯定和配合, 且该减产协议已于 6 月份的 OPEC 会议上得到延长至 2017 年底的确认, 尽管该协议在减产力度上并未有进一步的提升, 但至少彰显了 OPEC 成员国和俄罗斯在提升油价上的决心。另一方面, 美国的页岩油供给大幅增加, 抢夺现有市场, 给国际油价的提升造成明显阻力。而在需求端, 以中国为代表的新兴市场国家和以欧美为代表的发达经济体宏观经济的持续向好, 再叠加美国基础设施建设计划等扩张性财政政策的预期导向和美元的缓慢加息, 都会成为支撑原油市场刚性需求和价格稳定的基本要素。在供求两端相互博弈的背景下, 并结合上半年油价的整体走势, 我们预计 2017 年下半年全球原油市场的供应将继续保持低增长甚至下降的态势, 原油价格相较现在的低位或有大概率的小幅上涨, 且将继续保持震荡的格局。

煤炭市场: 短期受到炎热天气的影响, 用电步入高峰, 煤炭价格上涨; 长期受到技术革新及环保意识的崛起, 煤炭价格将持续承压。

煤炭的供给极大地受全球最大煤炭生产和消费国中国的去产能影响。短期来看, 2017 年 7、8 月份天气炎热, 正是全年的用电高峰期, 市场对煤炭的需求量

大增，加之各大电厂去库存步入尾声，部分企业开始补库存，煤炭价格或将继续5月份以来的反弹势头，不断上涨。但长期来看，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，加之全球范围内用电效率得到提升、分散式发电应用的逐步推广及各国对气候变化和环境保护的日益关注，煤炭市场价格或将继续承压。

图4：2016-2017年上半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

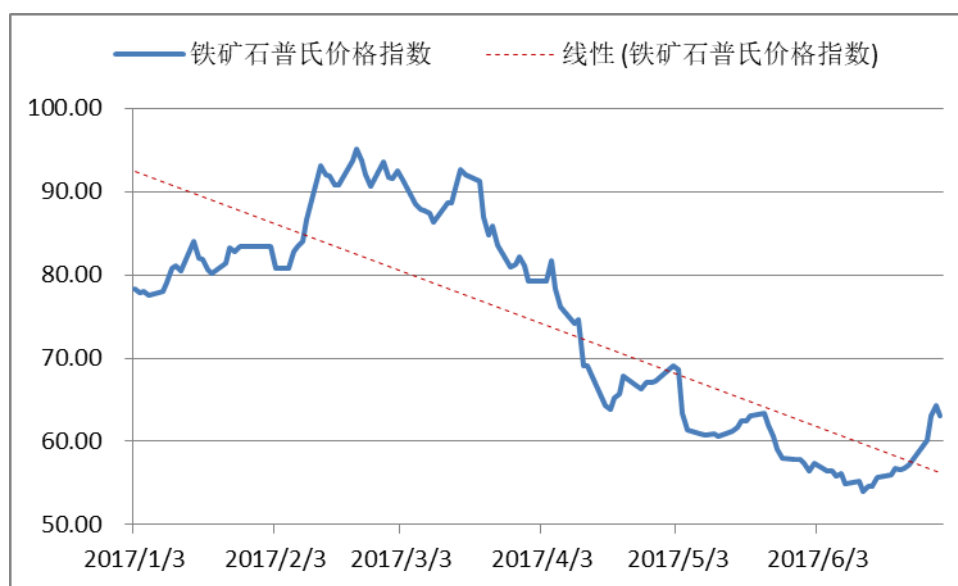
三、基础原料市场分析与展望

(一) 基础原料市场上半年表现

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的抬升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。铁矿石价格在年初的三个月里总体保持上涨趋势，其中在 2 月底达到 95.05 美元/吨，创 30 个月来最高。但从二季度开始，铁矿石价格开始出现大幅度的回落，主要原因在于全球四大矿山的不断扩产，导致供给严重过剩，而与此同时在需求端，由于中国钢铁行业步入去产能时代，加之之前各大钢企铁矿石库存充足，导致需求下降。在供给端和需求端严重失衡的背景下，铁矿石价格自二季度初一路下探，直至 6 月中旬跌破 55 美元/吨的关口。截至 6 月底，铁矿石普氏价格指数较年初下跌 19.59%，较本年最高点下跌超过 33%，成为上半年表现最差的大宗商品。

图表 5： 2017 年上半年铁矿石普氏价格指数走势（均值） 单位：美元/吨



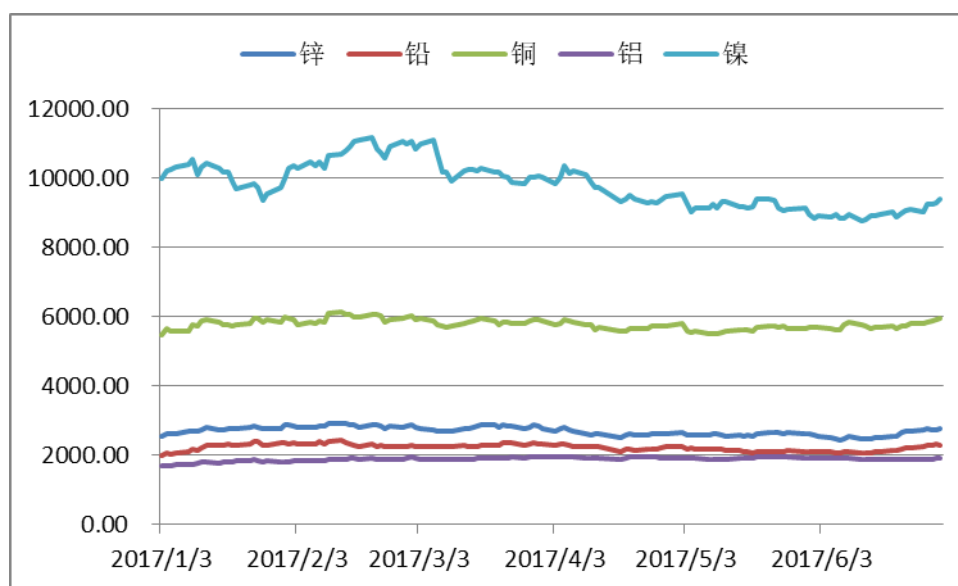
资料来源：西本数据库，新世纪评级整理

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 年上半年已稳定在 5500-6000 美元/吨的位置，且整体涨幅达到 8.71%。铜价上涨的主要原因在于供应下滑而需求不减。根据世界金属统计局（WBMS）公布数据，2017 年前 4 月，全球铜矿山产量 655 万吨，同比下滑 0.6%。铜矿供应下滑的主要原因是今年新矿勘探项目减少，再加上全球最大的智利 Escondida 铜矿矿工罢工事件对产量的扰乱。这一系列因素导致 2017 年全球铜矿市场六年来首次出现供应缺口，且缺口高达 6.8 万吨。同时，随着中国经济的企稳回升和美国新任总统特朗普减税及扩大基建规模的政策驱动，未来全球铜矿需求仍将上升；根据世界金属统计局测算，预计 2018 年全球铜矿市场缺口将进一步扩大至 18 万吨，且供给不足的局面或将持续到 2020 年。

铜以外的其他有色金属价格整体与铜价保持同步趋势，即 2015-2016 年宽幅震荡，而 2017 年上半年则价格趋稳且缓慢上行。从 LME 市场来看，2017 年上半年铅和铝的价格上涨幅度最大，分别达到了 14.33% 和 13.99%。其中铅价上涨的主要原因是全球范围内铅矿的大规模减产及产铅大国中国日趋严格的环保审查导致市场供应减少；而铝价上涨的主要原因在于中国电解铝行业去产能的持续推进。此外，锌价继 2016 年大涨之后在 2017 年上半年仍实现 8.58% 涨幅，其背后的动力同样是过去几年大量锌矿关闭导致的市场供应减少。

图表 6： 2017 年上半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

3. 贵金属市场

2017 年上半年，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，呈现三波段震荡但总体上扬的趋势。截至 6 月底 COMEX 黄金价格较年初上涨 7.07%，COMEX 白银价格较年初上涨 1.68%。具体分析如下：

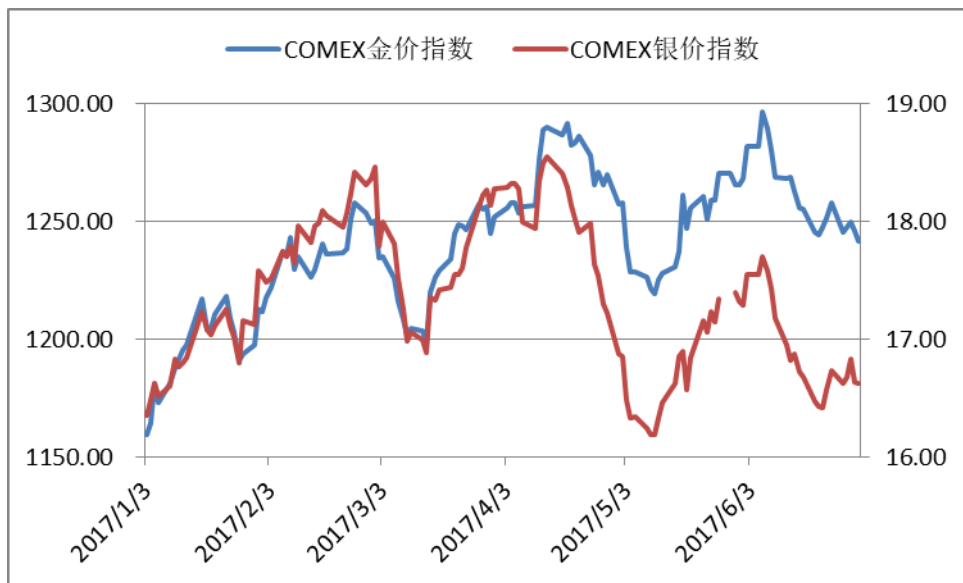
第一阶段，2017 年年初美国总统特朗普上台，开始逐步兑现竞选承诺，主张实行贸易保护主义，再加上欧洲民粹主义泛滥，导致全球政治风险上升，作为天然的避险资产，黄金价格开启第一波上涨。直至 3 月初，随着荷兰大选结果的出炉，欧洲政治风险有所缓和，再加上受通胀指数达到美联储目标和就业市场稳定等消息的影响，市场对于美联储加息的预期提升，黄金价格开始回落。

第二阶段，2017 年 3 月中旬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；加之特朗普为转移国内注意力相继空袭叙利亚及阿富汗 ISIS 控制区，全球地缘政治风险升级，引发国际黄金价格的第二波上涨。直至 5 月初法国大选中马克龙战胜右翼势力成功上台，法国脱欧风险骤降，金价开始第二轮回调。

第三阶段，2017 年 5 月上旬由于特朗普“通俄门”事件持续发酵，导致美国国内政局不稳，再加上后续英国大选中执政党失利和中东的“卡塔尔断交危机”等因素的影响，推动黄金价格开始第三波上涨。直至 6 月初美联储年内第二次加息，并首次提及缩减资产负债表事宜，导致金价再一次承压回调。

同期白银价格走势与黄金价格基本一致，都是在“欧洲大选”、“美联储加息”、“特朗普”等因素的影响下总体呈现上涨与回落交替进行的三波段式格局。但相较黄金，白银的价格波动更大，原因在于白银还是一种重要的工业原料，工业需求的不断变动也是影响其价格涨跌的重要原因之一，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。当前主要经济体宏观经济的逐步复苏和工业原料需求的不断提升对未来白银价格的走势会形成重要的基础面支撑。

图表 7： 2017 年上半年 COMEX 黄金与白银价格指数走势（收盘价） 单位：美元/盎司



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

（二）基础原料市场下半年展望

铁矿石市场：在全球四大矿山不断增产，而同期中国钢铁行业去产能持续进行及美国基建项目缓慢开展的背景下，下半年铁矿石价格总体或将在供大于求的格局下继续呈震荡下行趋势。

在供应端，全球四大矿山不断扩产，其中较突出的为巴西淡水河谷采矿史上最大的项目 S11D 在 2016 年底投产运营，采用高效的生产和物流技术，预计到 2020 年产能可达 9000 万吨；此外，澳大利亚最大的单一铁矿场 RoyHill 自 2015 年 12 月份出货以来也在不断提高产量，目前已成为全球第五大铁矿石矿场。而在需求端，尽管 2017 年上半年中国多个省份基建投资计划密集出炉，这将在中长期内成为铁矿石需求强有力的支柱，但这一效应在短期内尚未显现，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，预计下半年中国对铁矿石的需求难有明显提升；美国方面，尽管特朗普大规模投资基础设施建设的计划在其任期内或将对上游铁矿石

价格预期产生一定的拉升效应，但由于近期特朗普新政的推行屡屡受挫，大规模基建项目短期内很难落地，对下半年铁矿石需求的拉动效果十分有限。综合供给端与需求端的现状，我们判断，2017年下半年国际铁矿石价格将继续在震荡中不断下行，直至供需平衡的实现。

有色金属市场：有色金属供需缺口较大，下半年继续上涨成大概率事件。

从供给端来看，铜铝铅锌等有色金属现阶段上游供给明显不足，且各品类的显性库存均处于历史较低位置，电解铝受中国去产能持续推进的影响，短期供给实质性缩减，铅锌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，需求不断增长。供给与需求的相背离，将为下半年有色金属整体价格上涨提供基础性动力。具体到不同种类有色金属来看：

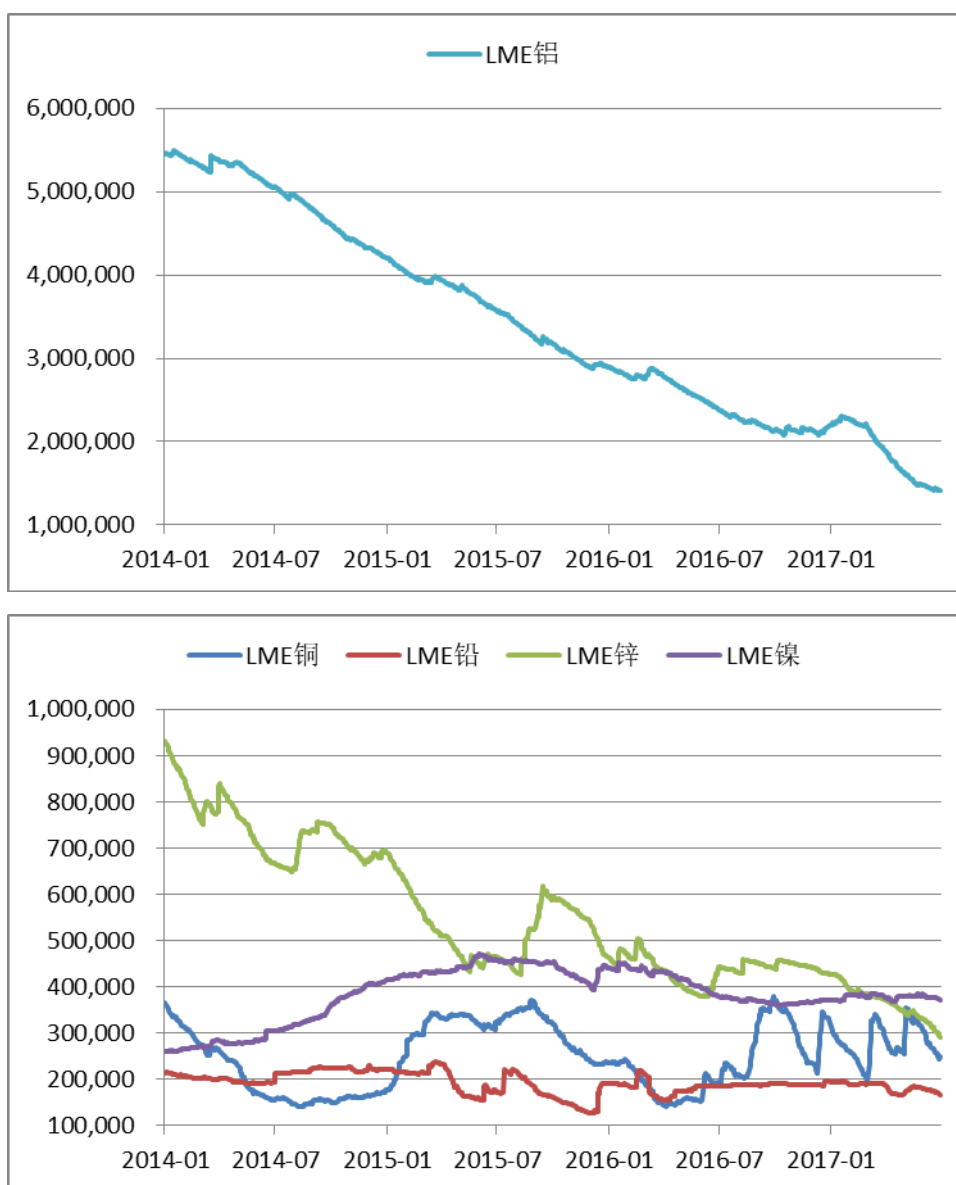
1. 铜：供给缺口对铜价形成支撑。受前几年价格低迷的影响，全球矿业投资放缓，新矿山投产不及预期，导致近年来铜矿供给放缓；因此，从供需层面来看，铜基本面良好，且由于全球经济向好，铜需求将继续增长，而供给的增长略小于需求，供给缺口扩大对铜价形成有力支撑。

2. 铝：中国供给侧改革有望继续推升铝价。全球铝价在 2015 年经历了大幅下跌后，导致铝价低于现金成本，2015 年 12 月中国 14 家骨干电解铝企业宣布减产并承诺不再重启已关停产能。由于电解铝的重启成本高，因此联合减产对电解铝的短期供给构成实质性缩减，导致全球原铝供应紧缺，再加上中国环保督查的持续推进，短期内供给短缺将成为常态，并进一步推升铝价。

3. 铅锌：大规模的关停矿场成为铅锌价格继续上涨的诱因。澳大利亚与 2015 年底关闭西澳铅矿，同期全球矿业巨头美国嘉能集团也关闭了其旗下的锌矿，且都暂无计划重新开启，导致全球范围内铅锌精矿供给的紧张。因此，短期来看，供给缺口将继续不断推高铅锌价格，但随着价格高位运行，铅锌企业利润增加，上述关闭的矿场也将存在复产的可能，供应不足的态势或将逐步缓解。

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。从上半年的情况看来，全球主要经济体都在缓慢复苏过程中，对有色金属的需求也将逐步增加，同时美联储表态将坚持年内三次缓慢加息，使我们有理由相信下半年有色金属将继续上涨的判断。

图表 8：2014-2017 年上半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

贵金属市场：主要经济体将逐步走出宽松货币政策周期及全球政治风险明显消退或将对下半年的金银价格产生利空效应。

根据美联储 6 月份的议息会议及之后的耶伦讲话，基本可以确定美联储将在 2017 和 2018 年保持每年三次加息的步伐，维持美元缓慢升值，并计划于 2017 年下半年开始缩减庞大的资产负债表。而与此同时，欧元区经济增速稳固增长，根据最新的数据显示，欧元区经济环比增速连续三个季度维持上升趋势，经济复苏加快，据此欧洲央行在 6 月份的议息会议上表示“欧洲经济增长面临的风险大体均衡”，且在其后发布的声明中删除了“可能再次降息”的表述。这表明欧元

区的货币政策也将迎来拐点，减缩量化宽松的力度或将成为大势所趋。在此背景下，国际金银价格将会明显承压。

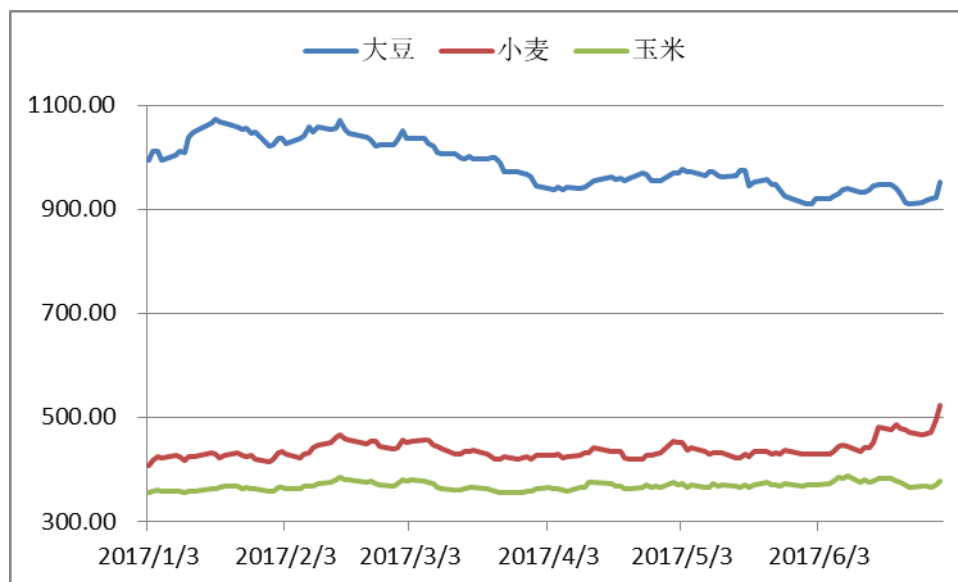
此外，不断凸显的地缘政治风险（尤其是欧洲政治风险）及其可能引发的国际资本市场的不确定性也是助推 2017 年上半年金银价格阶段性上涨的重要动力之一。但这一因素伴随着荷兰、法国、英国大选结局的出炉而逐渐消退。另外，美国总统特朗普上台后经历了与国内各政治势力之间的相互磨合，下半年其政策稳定性也将较上半年有所提高。这些都将削弱以金银为代表的避险资产的上涨势头，对下半年的金银价格产生利空效应。

四、农产品市场分析与展望

（一）农产品市场上半年表现

2017 年上半年三大农产品的价格变化差异较大，CBOT 大豆价格指数下跌 4.37%，CBOT 玉米价格指数和 CBOT 小麦价格指数分别上涨 6.69% 和 28.91%；纵向来看，与去年同期相比，2017 年上半年大豆均价上涨 1.71%，玉米和小麦的均价则分别下跌 7.13% 和 2.66%。这表明在高产量、高库存的背景下，全球主要农产品的价格虽然出现不同程度的上涨，但依然尚未走出低谷。具体分类来看：

图表 9：2017 年上半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

1. 大豆市场

以巴西为代表的全球大豆主产区连年大丰收，供需格局偏松是驱动国际大豆价格持续下降的主要因素。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，直至6月底收报952.25美分/蒲式耳，期间一度触及911.25美分/蒲式耳的半年新低。

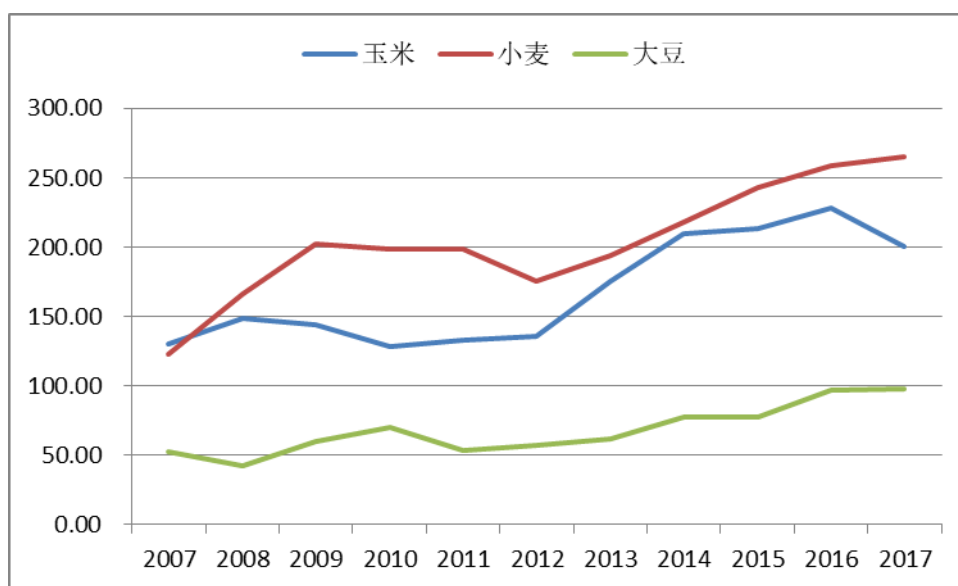
2. 玉米市场

2017年上半年全球玉米市场总体呈现供需较为平衡的局面，其中需求可能略微高于现有供给，从而导致玉米价格小幅上调。从需求端看，以中国为代表的主要玉米消费国对玉米进口的需求较为强劲。中国农业部在2017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。而从供给端看，随着科技的进步和适宜肥料的施用，巴西和阿根廷的玉米总产量有所增加。与此同时，非洲第二大玉米生产国南非上半年的玉米产量也大幅高于上年同期，达到1500万吨，并创下40年来的产量记录。总体来看，在全球范围内需求与供给的同步增加，使得玉米价格在始终保持在较为稳定的状态。

3. 小麦市场

2017年上半年全球小麦价格呈现出两段截然不同的走势，其中1-5月份基本处于小幅波动的平稳状态，但6月份CBOT小麦价格指数迅速攀升，截至6月底小麦价格较年初大幅上涨28.91%，其中仅6月单月即贡献了22个百分点的涨幅。这一短时间内的飙涨主要是由美国农业部发布关于全球小麦产量下降的报告所引起的。报告显示受干旱等恶劣天气影响，美国、东欧等小麦主产区2017/2018年度小麦产量将较去年将下滑1600万吨，远高于预期；而需求端则与去年基本持平。虽然从历史记录来看，全球小麦库存依然处于高位，但短期的利多效应加上投机性资金的大力炒作，仍可以迅速抬升其价格至与供求基本面向背离的位置。

图表 10：2007-2017 十年间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

（二）农产品市场下半年展望

全球主要农产品将延续“高产量、高库存”的局面，价格上涨动力依然不足。

根据最新的农业数据显示，2017/2018 年度巴西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国，这将进一步推动农产品“高产量、高库存”的局面的延续。而在小麦方面，虽然受到干旱等恶劣天气的影响，美国、东欧小麦产量较去年有所下降，但因之前库存高企，市场投放量基本不会受到太大影响。在此背景下，全球主要农产品普遍缺乏上涨动力。

此外，需要注意的是相较于小麦，大豆和玉米具有更强的工业属性。从长期来看，随着国际油价长期看涨及各国环保意识的加强，由大豆和玉米加工制成的生物柴油与生物乙醇的替代性需求或将逐渐被激发，从而对大豆和玉米的市场价格形成一定的支撑。但就目前来看，由于国际油价持续低迷，这一替代效应尚未显现。