

# 2017 年第三季度全球大宗商品市场分析与展望

研发部 曹曼茜

2017 年第三季度除农产品外的大宗商品市场价格整体向好。近两年来主导大宗商品价格的因素在本季度及未来中期内仍发挥重要作用：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、OPEC 及俄罗斯等石油传统供应国执行减产协议，上述因素从调整供给和提升需求两方面对大宗商品价格的上涨提供了有力支撑。引起本季度市场波动的短期因素则主要来自卡塔尔、朝鲜、伊拉克等地区政治局势，特朗普医改税改、袭击美国的哈维飓风灾害和其他季节性因素。从品种来看，第三季度有色金属和能源价格涨幅出众，贵金属和铁矿石价格受短期需求影响出现较大波动，农产品价格则在全球“高库存、高产出”的压力下明显下滑。展望未来，我们认为原油和有色金属受供给端收紧影响价格有望继续上涨，铁矿石和贵金属分别承受中国冬季钢铁限产和美元加息压力或出现跌幅，煤炭和农产品的供需较大可能保持紧平衡使得这两者价格波动相对平稳。

## 一、2017 年第三季度全球大宗商品市场概况

第三季度全球能源市场在中国供给侧结构改革、传统产油国继续执行减产、美国石油库存下降、八月底哈维飓风阻断美国南部输油线路等多方助涨因素下，全季价格持续向好。基础原料市场和农产品市场价格则大多在八月中旬至九月初出现转折。

季初，金属价格受朝鲜核试验紧张局势和镍铜等基本金属的供给缺口拉动，出现过一波上涨行情。但后半季，标普下调中国主权信用评级刺激了市场对未来基本金属需求的负面预期，同时特朗普税改和美联储缩表计划又提振了美股和美元指数，使得市场资金投向有所转变，从而导致金属价格一定程度的回落。

随着秋收来临，主要农产品的期货价格均迎来季节性下跌。俄罗斯、乌克兰等东欧国家在适宜气候下小麦连续增产，使得小麦价格在本季度最终跌幅高达 18.88%。大豆价格则一定程度上受到飓风灾害、巴西亚马逊雨林保护行动、阿根廷转种玉米等因素的缓和，本季度小幅下跌 1.05%。

图表 1：2017 年第三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	5.59	COMEX 黄金价格指数	5.17

WTI 油价指数	9.26	COMEX 白银价格指数	3.54
Brent 油价指数	13.97	LME 铜价指数	9.91
鹿特丹煤炭价格指数	14.69	LME 锌价指数	12.57
CBOT 大豆价格指数	-1.05	LME 镍价指数	12.75
CBOT 玉米价格指数	-7.30	LME 铝价指数	9.29
CBOT 小麦价格指数	-18.88	铁矿石普氏价格指数	-5.54

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）能源市场第三季度表现

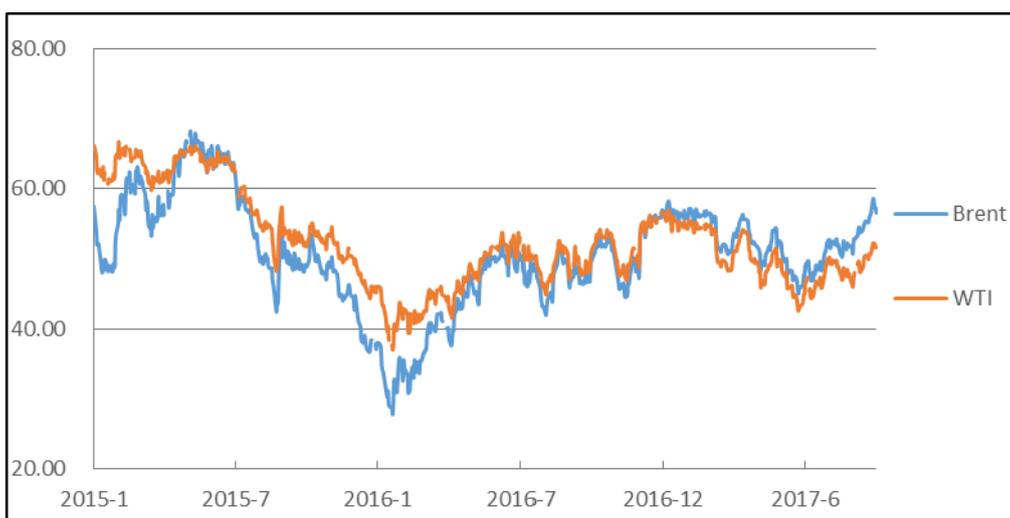
#### 1. 原油市场

受全球供应过剩和库存高企的影响，原油价格自 2014 年下半年开始断崖式下跌，并于 2016 年 2 月以 27 美元/桶创下 13 年来油价新低，此后止跌反弹，进入回升通道。自 OPEC 及俄罗斯等石油传统供应国于 2015 年末达成减产协议以来，协议的执行和延长对国际原油价格提供了极为有力的支持。2017 年上半年，油价在前两月保持 55 美元/桶左右的相对高位，随后由于传统供应国和美国竞争博弈、加大供给，牵动油价一路震荡下跌至 6 月底的 45 美元/桶。

进入第三季度，夏季来临，中东产油国能源内需开始增大，原油出口比率减少。俄罗斯在 7 月和 9 月多次放出消息，表示俄罗斯对当前减产计划能充分支撑油价的信任，愿意坚持执行当前减产协定，但暂时不会进一步加大减产力度或正式讨论延长协议。此外，美国能源信息署在 7 月下调对 2018 年美国原油产量的预测，由 6 月的预测值 1001 万桶下降至 990 万桶，同期美国原油库存也开始下降。在原油供应端各方趋于稳定的背景下，投资者对未来油价继续下跌的预期减弱，原油期货价格也终于从第三季度初开始上扬。

8 月底，哈维飓风掀起的洪水淹没了德克萨斯州沿岸的炼油中心，致使墨西哥湾到美国东部的输油管道关闭，美国约 23% 的炼油产能陷入关停状态。同期，伊拉克政治局势紧张，9 月末库尔德自治区在西方国家和土耳其等周边国家强烈反对的情况下执意举行独立公投，使得该地区爆发战争及原油贸易中断的风险一度加大。原油供应在直接的飓风冲击和潜在的地缘政治风险加剧的影响下，9 月份油价一路上涨，8 月 30 日至 9 月 25 日间 Brent 原油收盘价上涨 15.49% 至 58.03 美元/桶，价格创两年来新高。

图表 2: 2015 -2017 年第三季度 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

中国是全球最主要的煤炭生产国和消费国,近年国内能源需求上涨以及供给侧结构性改革加快对煤炭价格的上涨带有明显拉动作用。同期,美国和澳大利亚等其他出口大国产量下降、新兴市场国家经济缓慢复苏,使得全球煤炭价格在供给减少、需求增长的背景下实现了 2016 年全年大幅上涨 109%。2017 年上半年,随着气候转暖用电量进入淡季,煤炭价格出现松动,截止 5 月初震荡回落至 69.80 美元/吨。

随着夏季用电高峰到来,耗煤量骤增,中国主要电厂的煤炭库存开始低位运行。中国供给侧改革叠加美国 2017 年预估产量环比下降 3.5%和澳大利亚煤炭生产受 3 月飓风天气影响下降,导致全球供煤紧张,煤炭价格一路攀升至 9 月末的 94.00 美元/吨,创三年来新高。

图表 3：2015-2017 年第三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）能源市场展望

**原油市场：**短期价格拉动因素逐步褪去，原油价格将正常化，减产协议和美国石油预期产量下降或成支撑因素，推动年末油价温和回升。

飓风灾害、产油国季节性内需增加和库尔德独立公投带来的影响将在第四季度中逐渐褪去，对油价产生更长期影响的仍将是美国与 OPEC 及俄罗斯等传统石油供应国间的竞争博弈。OPEC 正在内部推动针对石油产量和出口量的双项监管，加强减产执行的透明度；俄罗斯多次表态愿意坚持执行当前减产协议，增加了市场对短期内油价提升的预期。美国方面，飓风灾害后逐步恢复关停的炼油产能势必对油价造成一定下行压力，但从 2018 年美国原油产量预测的下降、减产协议的延期和加强执行看来，全球原油供给总体在趋于保守。美国与传统产油国为争夺市场而激烈竞产的风险趋低，有利于年末油价的稳定甚至进一步回升。部分大型石油交易商甚至表达出对未来全球市场可能面临石油短缺的担忧，他们观察认为利比亚、尼日利亚、委内瑞拉、伊朗和伊拉克五国今年已启用最大石油产能，且 OPEC 成员国普遍石油开采和发展投资不足，未来石油供给提产、提效的空间有限，未来或难以满足持续增长的市场需求。

需求端的向好主要来自中国和印度为代表的新兴经济体石油需求猛增，以及欧美发达经济体的持续经济复苏，美国近期原油库存数据下降也反映了市场的旺盛需求。综合看来，预计 2017 年第四季度原油价格将在供给收紧和需求上升的大势下震荡回升。

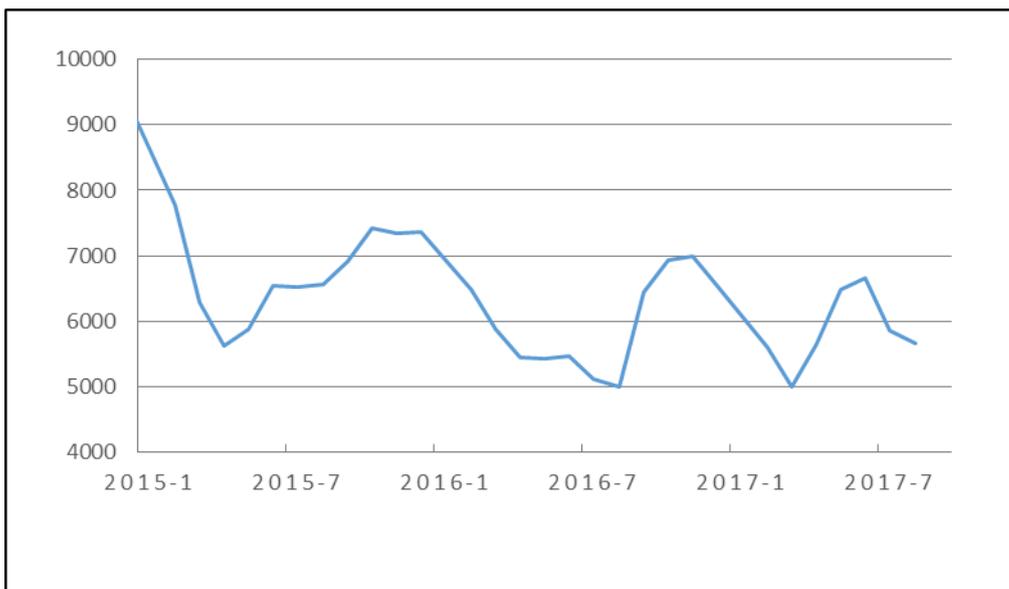
**煤炭市场：**短期受取暖需求拉动，煤炭价格高位震荡；长期受技术革新及环

保意识的崛起，煤炭价格将持续承压。

第四季度中国进入取暖季，预计煤炭需求将保持旺盛，将煤炭价格总体支撑在高位。但供给侧改革进行中的结构性的缺口和过剩以及十九大前后为维持煤炭供需平衡、抑制煤价过高而进行的政策调控都可能给价格带来波动。

长期看来，全球用电效率正广泛得到提升、分散式发电和太阳能等清洁能源的应用逐步推广。2017年中国新环保法出台，加强了政府对违规企业按日处罚、限制生产、停产整治等的规范手段，同步地，“电代煤、气代煤”等清洁能源替代工作在以河北为代表的多个地区加快推进。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。预计煤炭价格长期攀升的空间较为有限，而煤价承压下跌的前景也在加速到来。

图表 4：2015-2017 年第三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) 基础原料市场第三季度表现

##### 1. 铁矿石市场

2016年中国对海外铁矿石需求扩大，铁矿石价格在大宗商品市场里实现了抢眼的涨幅。2017年，受中国钢铁产业结构性调整的影响，铁矿石价格开始在中国需求和海外供给的拉锯战中大幅波动：年初，铁矿石价格延续上年涨势，2

月末达到 95.05 美元/吨，创 30 个月来最高；第二季度，全球四大矿场加速扩产，而中国钢铁行业去产能，致使铁矿石价格一路下探，6 月末铁矿石价格较年初下跌 19.59%，较上半年最高点跌幅超过 33%；第三季度，铁矿石价格在中国钢铁厂的强劲需求下强势反弹，整个 8 月保持在 75.00 美元/吨左右的高位，但季末随澳大利亚和巴西铁矿石供应大幅增加而回落，全季价格下跌 5.54%。

**图表 5：2015-2017 年第三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

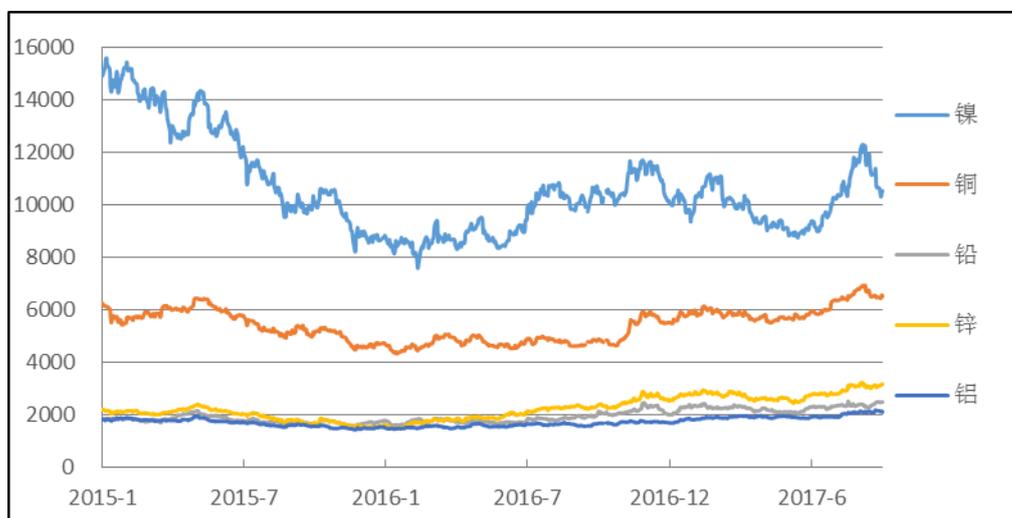
有色金属在 7-8 月受供给缺口影响普遍大涨，奠定了第三季度最终的增长格局，但 9 月里由朝鲜氢弹试射引发了朝鲜与美国间的紧张局势，瞬间提升投资者避险情绪，使有色金属的投资下挫。同期，标准普尔自 1999 年来首次下调中国主权信用评级，使得市场对未来有色金属需求的预期看淡。在此双重因素影响下，LME 镍、LME 铜、LME 铝、LME 锌价格分别在 9 月下跌 13.31%、5.04%、1.63%和 1.47%。

镍矿价格最终领涨本季有色金属市场，9 月 4 日达到的 12280 美元/吨创两年内新高。此轮供给缺口主要源于菲律宾和印度尼西亚等地大生产商受雨季影响而季节性放缓矿石供应，同时下游不锈钢产业抓紧采购，带动 LME 镍价季内快速上扬。据估计，中国不锈钢产出近年或增长 2%至 2540 万吨，超过镍矿增速的 1.1%；日本最大的镍生产商住友金属也在 8 月底表示，全球镍金属的供给缺口估值已由 5 月的 4000 立方吨升级为 51000 立方吨。

本季市场的铜矿需求旺盛。根据上海期货交易所 9 月 28 日数据，精铜库存已连续七周下降，落至 103151 吨，为上年 11 月 3 日以来最低水平，降幅达 27%。

季内铝价也较为直接地受到中国供给侧改革影响而上涨。7月内，山东魏桥创业集团和信发集团两大电解铝厂共计321万吨违规电解铝产能被关停。预计有色金属供不应求的局面还将延续至年末。

**图表 6：2015-2017 年第三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

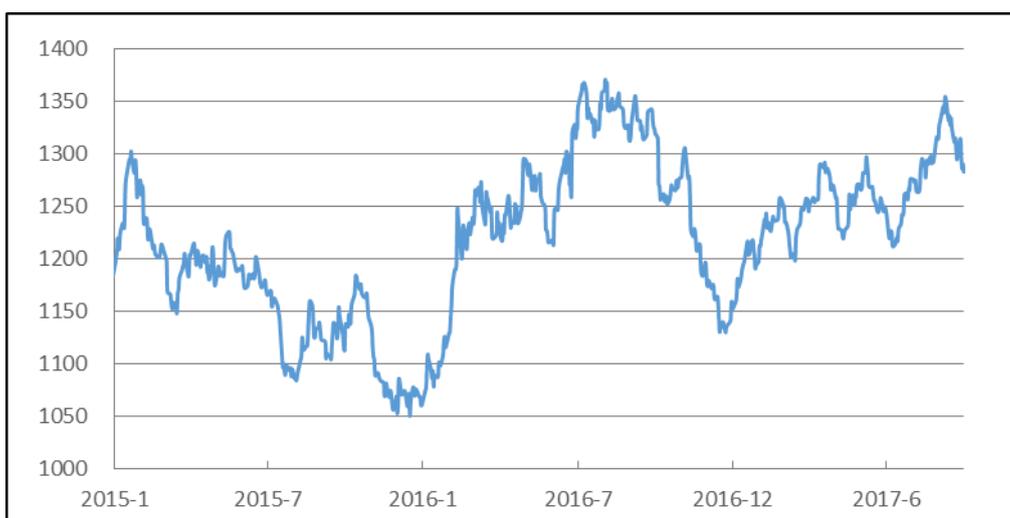
### 3. 贵金属市场

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，呈现三波段震荡上行态势，截至 6 月底 COMEX 黄金价格较年初上涨 7.07%，白银价格较年初上涨 1.68%。第三季度中，金价再次受市场避险和消费需求影响出现一波涨幅，并于 9 月 7 日达 1354 美元/盎司，创今年新高。

第三季度伊始，朝鲜半岛就开始出现紧张局势，至 9 月 3 日朝鲜进行核试验期间，日元和黄金作为避险资产价格不断上涨。季度中期，多方消息推动了金价上扬：美国方面，特朗普财政促增长计划以及医改方案受阻，劳工部 7、8 两月 CPI 同比增长率未达到美联储 2% 的目标水平，市场预计美联储目前难以展开政策行动提振美元；世界最大黄金消费者之一的印度，在进行税制改革后调动起国内市场消费和珠宝行业的扩张，本财年印度珠宝业收入增长约 30%；同期欧洲股市下跌，更加刺激了黄金投资。

9 月中旬起，美联储释放由量化宽松向紧缩政策转向的信号以及特朗普公布税改框架，促进了市场对美国经济恢复的信心，美股开始攀高、美元止跌。同时，朝鲜局势逐步缓和，市场避险需求下降，致使金价下跌。9 月 29 日 COMEX 金价收于 1283 美元/盎司，较 9 月 7 日收盘价下跌 5.28%。

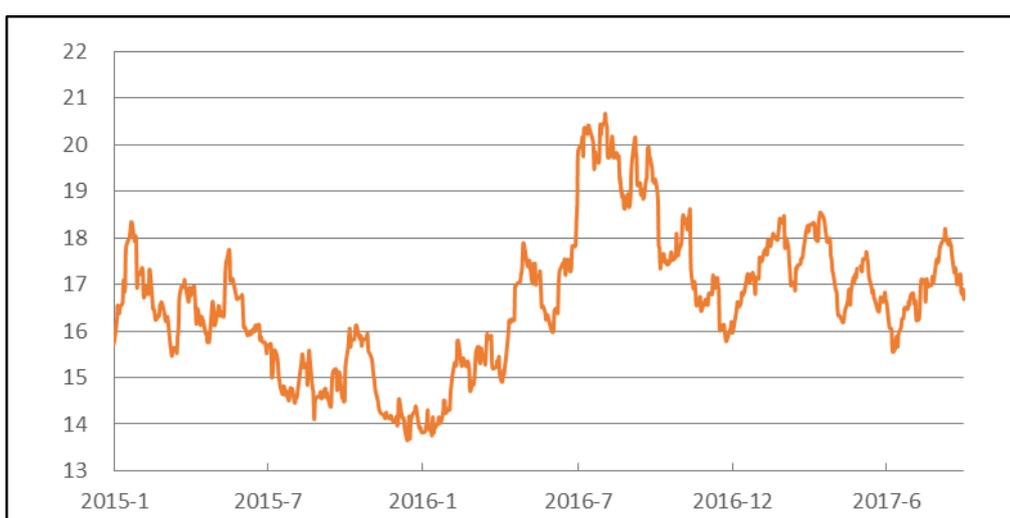
图表 7：2015-2017 年第三季度 COMEX 黄金价格指数走势（收盘价）单位：美元/盎司



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

同期的白银价格走势与黄金价格总体一致，但短期波动幅度较黄金更大。9月12日 COMEX 白银创近 4 月以来最高价 17.97 美元/盎司，较季度初大幅上涨 11.55%，而 9 月 29 日较高点回落 7.18%，收于 16.68 美元/盎司。白银与黄金之间最大区别在于，白银在投资保值功能以外还是重要的工业原料，超过一半的白银产出用于太阳能板、电力工业、照相技术、污水净化等工业生产领域，因而其价格同时受工业需求影响极大。近年全球主要经济体的稳步复苏，制造业 PMI 普遍持续增长，工业原料需求的提升也一定程度稳定了白银价格的中长期走势，使其第三季度经历波动之后最终较季初和年初分别温和增长 3.54%和 2.02%。

图表 8：2015-2017 年第三季度 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）基础原料市场展望

**铁矿石市场：中国供暖季钢铁限产、美国基建项目进展缓慢，年末铁矿石价格或继续回落。**

中国 10 月开始进入的供暖季将持续到明年 3 月，中央为防止北部地区雾霾加重而要求污染行业减少产出和排放，其中包括对石家庄、唐山、安阳、邯郸四个被点名城市严格执行钢铁限产 50%，未来还可能扩大限产地区范围，预计至少将压缩年末全国钢铁产量的 8%-9%，使得年末钢铁厂对铁矿石需求减弱，也即是使得全球铁矿市场需求的核心拉动力被削弱；美国方面，特朗普财政促增长计划的进展始终低于预期，7 月至 9 月美国钢材进口量连续下行，预计年末亦很难对铁矿石需求起到拉动效果。

作为全球铁矿石重要主产地澳大利亚和巴西的矿场近年来不断扩产。澳大利亚最大的单一铁矿场 RoyHi11 出货量自 2015 年 12 月份以来就不断提升；巴西淡水河谷采矿也在 2016 年底将史上最大的项目 S11D 投产运营，生产和物流技术都有所升级，近月对中国等地出口已开始提高，预计到 2020 年产出将达 9000 万吨。

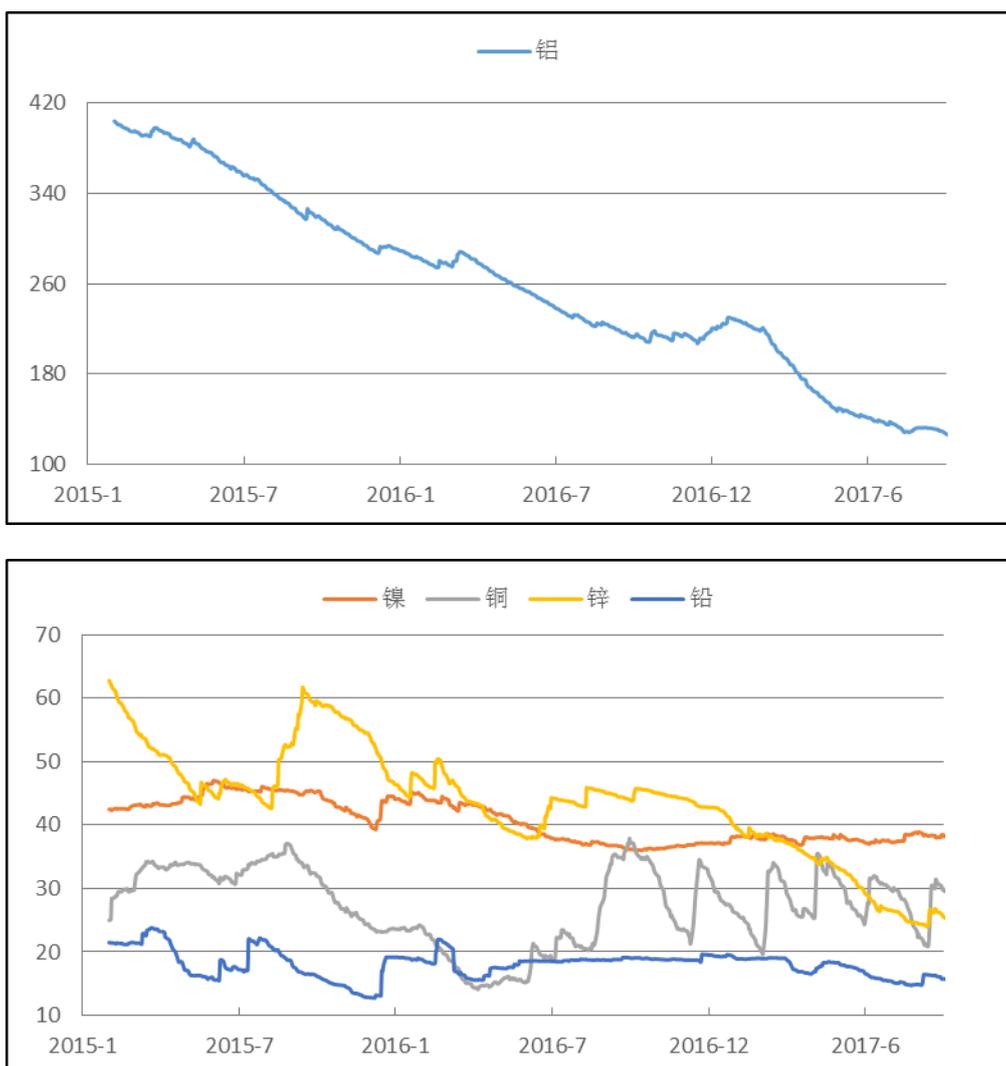
综合供需端的现状，我们判断年末铁矿石价格较大可能继续承压回落。

**有色金属市场：有色金属供需缺口继续拉大，年末有望维持涨幅。**

受生产商雨季供给放缓以及中国去产能影响，年内有色金属供给整体减速，随着需求的上涨，供给缺口明显扩大。第三季度中，包括美国、中国、日本、法国、德国、巴西、印度在内的全球主要经济体制造业 PMI 指数都连续攀升，带动了市场对有色金属的需求。伦敦金属交易所（LME）的显性库存数据显示（图表 9），铝、锌、镍、铅等重要有色金属的库存均处于历史较低位置，仅第三季度内锌矿、铝矿和铅矿库存就分别下降 11.71%、10.01%和 4.02%。顺带一提，已有大型厂商表示有色金属的制造业用途未来有望得到进一步开发，如铝或将在汽车零件中替代钢材、铜和镍或在电瓶车电池中得到使用。

此外，有色金属还广泛应用于电力和建筑等各个经济建设领域，其价格也受到投资或消费上行预期的支撑。目前，中国、美国和欧洲发达国家整体经济温和上升，虽然特朗普大部分财政促增长计划进展缓慢，但其公布的税改框架已得到市场关注和期待，美联储 12 月按计划加息的预期也较为明确，年末美股和美元向好，我们也看好有色金属价格年末上行的前景。

图表 9：2015-2017 年第三季度全球主要有色金属显性库存走势 单位：万吨



资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

**贵金属市场：年底美联储或如期加息提振美元，随年内主要避险因素消退，金价或年底承压。**

最近半年美国通胀率持续低迷，美联储预计将按计划在今年 12 月和明年 3 月实行加息，调息后美元的反弹势必给黄金、白金价格带来压力。随着欧洲各国大选在上半年尘埃落定，英国脱欧进程、朝鲜局势、库尔德地区独立势力等事件给金价带来波动逐渐减弱，年底若无其他突发事件刺激黄金避险需求，预计金价将在第三季度末基础上进一步回落。

更长期看来，金价或因技术改革出现新增长点。比特币近年已通过多次突发事件进入公众视野，其区块链 (Blockchain) 系统未来可能引发黄金交易的技术性革新。过去十年，黄金支持的交易所交易基金 (ETFs) 吸引的投资量显著提升，已经给黄金的需求增长提供了助力。未来当高透明度、安全性和效率的区块

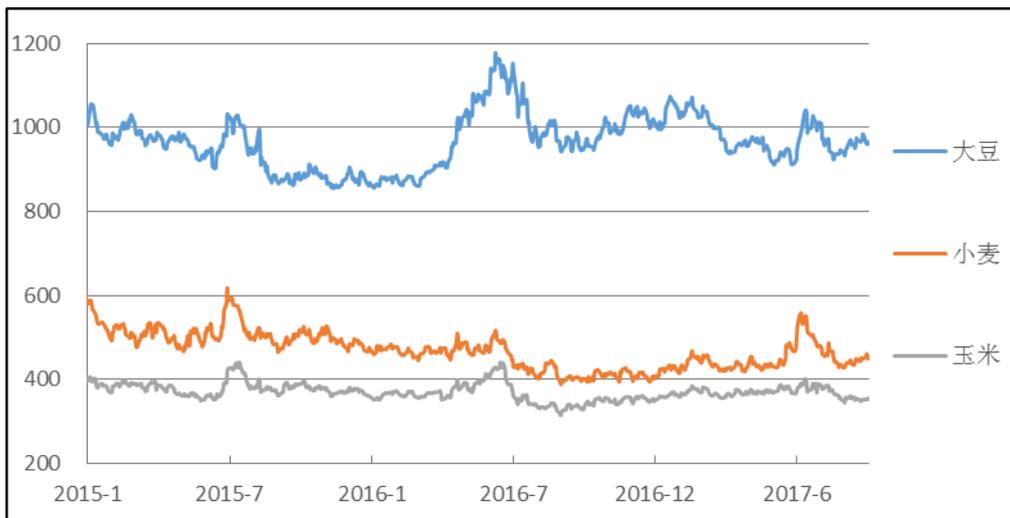
链系统更全面地引入交易市场，改善当前交割较慢且存在价格风险的黄金交易，或将对黄金价格产生更大推动。

#### 四、农产品市场分析与展望

##### （一）农产品市场第三季度表现

主要农产品价格在第三季度初期短暂地延续了上季度末由需求拉动的涨幅，其后呈现大幅季节性下跌后温和回升的两段式行情。其中，小麦价格波动最大，玉米和大豆价格波动次之，CBOT 小麦、玉米和大豆价格指数全季分别下跌 18.88%、7.30%和 1.05%。从季度均价来看，2017 年第三季度小麦较上年同期均价下跌 11.46%，玉米下跌 8.32%，大豆上涨 2.09%。全球农产品整体高产量、高库存的格局不变，本季前半段价格随着秋收来临季节性下降，而后半段受各主产国气候干扰和巴西亚马逊雨林保护争端等供给端影响，价格有所回升。

图表 10：2015-2017 年第三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

随着种植技术的提升和农业面积的拓展，全球农产品供给充沛是大势所趋，大豆以 1.05% 的跌幅成为本季价格下跌最为温和的作物。美国农业部（USDA）7 月报全球大豆产量随美国和巴西两个主产地减产同比小幅收缩 2%，而中国大豆消费相比上年增长 7%；8 月美国大豆单产上调，但部分受到印度和加拿大产出下降的冲抵，并且需求端增长疲软，总体供应提升，8 月 15 日 CBOT 大豆落至季内最低价，较季初下跌 5.25%。后半季度，各主产地供应受不同原因影响使豆价出

现反弹：美国西部和北部干旱缺水，适逢哈维飓风切断南部运输，使美国大豆供给大面积受到影响；巴西总统近月保护亚马逊雨林的行动遭到部分呼吁拓展农用地、追求发展权的农业从业者抗议，北部港口被抗议者长时间拥堵，干扰了巴西大豆和玉米的出口，其引起的农仓堆积还影响到后续的收割效率；而南半球连续降雨，阿根廷农民在适宜的气候下选择少种大豆，转向利润更为丰厚的玉米，这些因素促使 CBOT 大豆季末价格指数较季内最低点小幅回升 4.44%。

## 2. 玉米市场

全球玉米长期供给充足、库存高企，在 USDA 连续三月报产出下降的情况下，截至 8 月 30 日玉米价格仍季节性下滑 10.04%，美国的中西部干旱、南部强降水延缓播种也仅仅带来玉米价格在后半季小幅回升 3.04%。预计年末玉米期货价格将随秋收的进行而继续承压。

## 3. 小麦市场

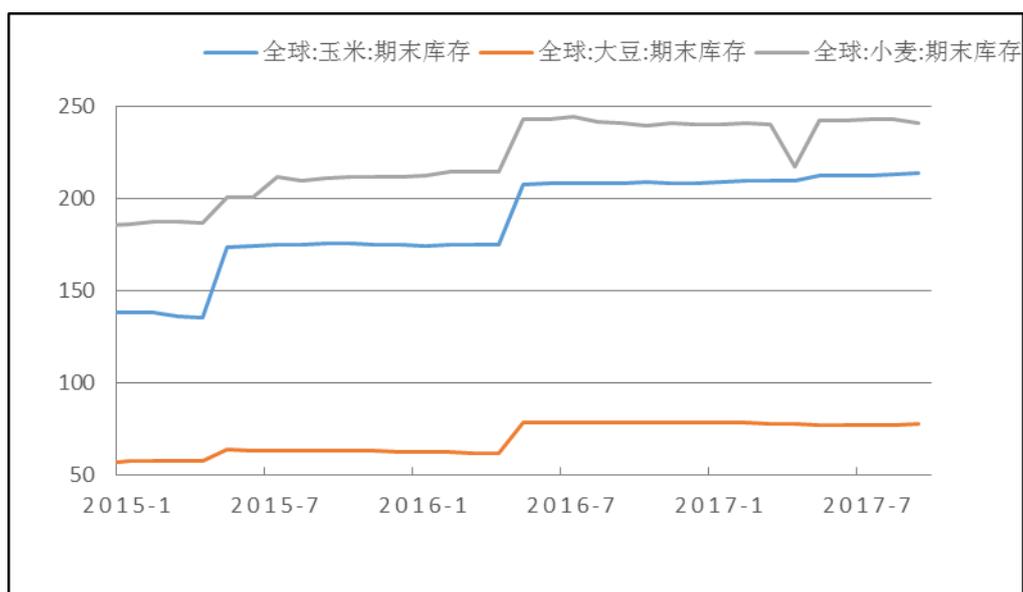
本季小麦消费保持稳定，美欧国家产量下滑，但不抵东欧国家在良好气候下的三月连续增产，使得小麦最终以 18.88% 的价格幅度领跌农产品。8 月 30 日前小麦价格跌幅更达 22.45%，若非美国中西部严重干旱和哈维飓风切断美国南部重要货运通道，小麦价格下行压力将更为强劲。而 9 月 30 日，美国农业部申明市场对于干旱气候担忧过虑，今年收成较期望更好，小麦年末价格预计难以回升。

### （二）农产品市场展望

**年末农产品库存充沛，预计在需求变化下价格将低位震荡。**

全球农产品供给量在经历秋收季的波动以后，预计年末将趋于平稳，而需求端可预见的变动因素也较少，中国的进口需求或成为年末价格最重要的影响因素。中国大豆进口量占全球 60% 以上，产地主要为巴西和美国；同时，也是最大的油菜购买者，油菜籽用于制作蛋白丰富的饲料、满足中国日益提升的牲畜养殖需求，进口主要来自加拿大。2017 年中国刚刚开放进口新品种转基因玉米和大豆，并延长了对包括棉花和油菜在内的 14 种作物的进口许可，其第四季度的进口量或给农产品带来一定价格波动，但不足以撼动全球农产品当前“高产量、高库存”的局面。

图表 11：2015-2017 年第三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

长期中还值得注意的是，相较于小麦，大豆和玉米具有更强的工业属性。由大豆和玉米加工制成的生物柴油和生物乙醇可做清洁能源使用，其长期需求前景较好，从而使大豆和玉米的价格比小麦更多一层保护。包括中国在内，主要经济体对环保项目和清洁能源的建设开发支出在持续提高，大豆和玉米更多样的工业使用值得期待，但就目前来看，清洁能源对石油的替代效应尚未显现。