

论文 NO. 2017 年 8

发表时间：2017 年 8 月 15 日

## 全球大宗商品市场前景展望及应对略

黄国平 方龙

摘要：目前，全球经济呈现温和复苏态势，美国经济持续好转，中国经济在稳增长与供给侧改革双重推动下显现企稳迹象，全球大宗商品市场迎来转机，市场供需关系发生本质性变化，价格开始触底反弹。在此背景下，笔者的基本判断是全球大宗商品需求端将大概率保持低速增长趋势，供给端也将进一步缩窄，国际大宗商品价格在可预见的未来呈现上升趋势，波动频率可能加快，波动幅度亦会扩大。同时，中国因素对国际大宗商品价格的影响将进一步增强。为有效应对和冲销全球大宗商品市场波动对中国经济社会的负面冲击，应加快经济结构调整，促进增长模式转变，积极稳步实施以争取国际定价主导权为中心的有效战略与举措。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

## 一、引言

目前，全球经济体增长格局出现分化，美国经济复苏相对较快，日本、欧洲则仍旧疲软，而以中国为代表的新兴经济体增速逐步企稳。在此背景下，大宗商品市场终于迎来转机，市场供需关系发生本质性变化，价格在经历长达五年“熊”途之后开始触底回升，大宗商品市场再次成为全球资本市场关注焦点。鉴于大宗商品对于经济发展的基础性作用，以及资源分布在全球范围内的不均衡，大宗商品贸易一直是国际贸易的重要组成部分。随着全球性大宗商品交易体系的逐步建立和交易市场趋于成熟，国际大宗商品价格已成为反映全球经济发展的晴雨表和影响各国经济走势的重要因素 [1]。

影响国际大宗商品价格波动的主要解释变量包括金融层面和实体经济层面。从金融层面上看，在全球流动性推动下，国际大宗商品市场的金融化特征日益显现。2003—2011年，大宗商品相关金融（衍生）工具的投资需求急剧膨胀，相关资产价格从130亿美元上涨到4500亿美元，远超实际消费需求 [2]。Kaufmann 和 Ullman [3] 对石油期货价格与现货价格对比分析发现，投机性金融因素放大了实体经济基本面，触发价格上涨。尤其是金融危机后，以美国为代表的各发达经济体采取的积极财政政策和宽松货币政策，使得市场流动性大量增加，助推国际大宗商品价格上涨 [4—5]。至于实体经济层面，全球总需求的扩张，尤其是新兴经济体经济的高速增长而产生的实际与预期需求增加是推高国际大宗商品价格的主要因素 [6—7]。另外，资源不可再生性、基础设施和生产设备长期低水平投资、市场结构的

垄断性、地缘政治风险和气候异常等因素导致存货水平和闲置生产力下降、供需失衡，使得国际大宗商品市场更易产生波动 [8]。韩立岩和尹力博 [9] 分析发现，长期而言，实体经济因素是影响国际大宗商品价格的主要因素，但在短期，国际投机因素是导致国际大宗商品价格波动和金融化的重要原因。张峻晓和谭小芬 [10] 研究发现，实体经济需求和美元汇率是 2003—2014 年驱动国际大宗商品价格变化的长期性因素；投机性因素在 2005 年之后日益凸显，成为 2006—2008 年国际大宗商品价格上涨的重要推动力；2009—2011 年国际大宗商品价格上涨主要源于全球经济的复苏和宽松的货币政策；2012 年后的需求不足和美元走强是导致国际大宗商品市场疲软的重要原因。

至于影响国际大宗商品价格波动的中国因素，总体来说，中国对国际大宗商品市场的影响正在加强，但这种影响要小于美国 [9—11—12]。中国因素并未对所有国际大宗商品价格都产生较明显的影响，且其影响机制主要在于总需求而非流动性。诚然，当前，中国因素通过对市场供需关系和库存直接作用而对国际大宗商品价格具有间接影响，而投机力量借助中国因素炒作，则可能是中国因素影响国际大宗商品价格波动的更重要原因。

## 二、全球大宗商品市场现状及价格走势

大宗商品作为一种强周期性商品，其市场发展和价格走势与世界经济形势密切相关，同时受实际供需、地缘政治及资本市场等诸多因素的影响。不同类型大宗商品影响因素及其影响程度各有不同，市场和价格表现也呈现不同的特点和差异。

因伊朗原油解禁及北美库存高企的影响，国际原油价格在 2016 年度曾一度跌至 30 美元 / 桶，几乎处于 2008 年全球金融危机以来的历史性低位。其后，受 OPEC 国家产量冻结协议及一些突发事件的影响，市场对未来国际原油供给过剩预期有所改观，价格快速反弹，国际原油价格继续攀升，突破至 52 美元 / 桶以上。① 从国际货币基金组织（IMF）的初级产品价格统计来看，原油价格综合指数② 最低下探至 29.9 美元 / 桶，其后一路震荡上行，累计涨幅高达 43.9%。

煤炭行业受中国去产能、降杠杆及国际煤炭产业投资放缓等因素影响，长期供给过剩的局面得到改善，供需关系扭转的预期使得煤炭市场结束长达五年跌势。2016 年上半年，由于市场流动性过剩，以及投机资金的疯狂炒作，中国动力煤、焦煤及焦炭的价格一度失控，表现出超预期过快上涨的态势。尽管其间经受“过山车”行情，出现大幅下跌回调，但 2016 年下半年以来，中国煤炭去产能进入全面执行阶段，而且企业补库存所带来的商品需求增长，煤炭价格从低位持续反弹飙升，达到 2012 年以来历史性高位。2016 年，中国郑州商品交易所动力煤、大连商品交易所焦煤及焦炭价格的年度涨幅分别达到 64.4%、110.3%及 138.5%。同时，澳大利亚动力煤价格从 2016 年年初以来也开始持续反弹飙升，年度涨幅达到 65.6%。③

黄金作为一个重要的投资品种，在全球流动性泛滥的金融环境下所具有的避险及抗通胀双重特点，亦使得其保值功能不可替代。2016 年以来，全球地缘政治格局极不稳定，市场流动性泛滥，黄金作为硬通货的投资价值显现，投资需求保持高居不下态势，黄金价格重新从

阶段性低位推升至 1 200 美元 /盎司以上。④ 尽管在 2016 年下半年，受美联储年底加息预期下美元指数不断走强及美国总统选举等系列突发性事件影响，黄金价格有所回调，但总体而言，全球黄金市场依然表现不俗。至于中国，受人民币贬值预期影响，以人民币计价的现货黄金及黄金期货的表现则更胜一筹，年度涨幅分别高达 18. 5% 及 19. 5%。

白银作为一种重要贵金属，相较黄金而言，工业属性更为突出，其价格走势受实际供需关系的影响较大。同时，白银价格也会受制于黄金价格的波动，两者之间所表现出的 “金银比” 通常会处于一个较窄区间内。长期来看，白银与黄金价格走势基本一致，但白银价格从 2011 年以来的回调幅度较黄金则更为充分。2016 年以来，在黄金价格大幅上涨带动下，全球白银市场扭转了此前一度震荡下行的颓势，开始触底回升。中国白银市场与黄金一样，受人民币贬值预期影响，以人民币计价的现货白银及白银期货的表现也优于外盘，年度涨幅分别高达 24. 1% 及 24. 5%。①

2011 年以来，受中国潜在经济增速下滑、需求增长放缓及金属行业产能过剩的影响，工业金属开启全面下跌态势，至 2016 年年初较历史性高点跌了近 60%。其后，受中国国内供给侧改革大环境影响，金属行业自发性去产能使得市场供需关系得到好转，加之宽松性货币政策作用，铜、铝、锌和铅等工业金属价格在持续五年多低迷运行之后终于开始触底回升，迎来大幅反弹。2016 年工业金属基本呈现普涨态势，其中，锌的涨幅最大，伦敦锌、中国锌的累计涨幅分别高达 60. 2%、55. 6%。②

钢铁价格经历了长达五年多的下行趋势，企业自发去产能导致产业投资大幅减缓。2016 年以来，钢铁市场出现了明显的供需错配局面，使得供应短缺预期下钢铁价格出现一波暴涨拉升行情。与此同时，受行业下游需求推动，铁矿石、焦炭等上游原材料价格跟涨，黑色系迎来大幅反弹。尽管其间钢铁企业受利润修复、复产增多以及相关交易和政策措施收紧等因素影响出现快速下跌回调，钢铁价格受到中国房地产市场升温带来的需求增长预期影响，仍然实现了较大幅度的年度上涨。据 IMF 初级产品价格统计显示，中国进口铁矿石价格从 2016 年年初 40 美元 /吨一路震荡上涨至年底 80 美元 /吨高位，累计涨幅高达 94. 3%。

近年来，全球农产品市场需求相对稳定，其价格变化受供给方面的影响更为强烈。2016 年，农产品价格走势总体来说保持平稳，但不同品种间分化明显。其中，厄尔尼诺、拉尼娜气候条件及前期农产品价格持续下行导致全球范围内农产品库存下降，以大豆为代表的部分农产品价格从年初开始一路反弹上行，呈现出节节走高的态势。而小麦、玉米由于受气候条件影响相对较小，其价格虽有所反弹但幅度较为有限。大米上半年价格基本保持稳定，下半年受泰国大米出口限制政策等因素影响其价格开始出现明显飙升。从 IMF 初级产品价格统计来看，2016 年食品价格指数自年初以来一路震荡上行，年度涨幅为 7. 4%。泰国大米后期涨势惊人，年度涨幅高达 78. 5%。大豆价格上涨比较可观，累计涨幅为 16. 2%。玉米、小麦则相对较弱，延续前期跌势，累计跌幅分别为 1. 9%和 13. 2%。

### 三、全球大宗商品市场发展影响因素分析

## （一）全球市场经受考验，实体经济呈现复苏

2016 年以来，全球经济走势基本平稳，且呈现出温和复苏的态势。其间，尽管受中东局部战争、英国脱欧等一系列“黑天鹅事件”影响，全球金融市场仍经受住了考验，表现出较为稳定的复苏态势。从各主要国家和地区 PMI 指数走势可以看出，美国制造业 PMI 指数率先于 2016 年年初触底回升，其后中国、欧元区 PMI 指数在 2016 年一季度末也开始迎来反弹。美国、中国制造业 PMI 指数先后站上 50 “荣枯线”上方，全球制造业复苏态势的基本确立为 2016 年度国际大宗商品价格的企稳上涨作了强有力的铺垫。

2008 年金融危机后，美国采取针对性量化宽松货币政策使得私人部门资产负债表逐渐修复，社会失业率显著下降，房地产市场持续复苏，信贷增长快速恢复，这些积极因素在一定程度上支撑美国经济开始稳步向好。同时，中国经历了长达五年多的结构性调整，政府主导的全球性基础设施投资加快。在“一带一路”倡议、城市轨道交通建设以及上游企业去库存等积极因素的影响下，中国经济逐步摆脱硬着陆风险，出现企稳迹象。欧元区经济，相较而言，显得较为复杂。然而，债务危机后欧洲央行采取的量化宽松政策在一定程度上帮助欧元区经济逐渐走出低谷。以上这些积极因素在一定程度上都是当前国际大宗商品价格企稳上行的重要支撑要素。

## （二）中国因素提振需求，供需关系发生逆转

近年来，中国对全球大宗商品市场的影响正在逐渐加强。在“三去一降一补”的供给侧改革政策指导下，中国政府积极推进供给侧改革，钢铁、煤炭等长期产能过剩行业的产量有所下降，企业与市场去

库存较为积极。在需求端方面，为减缓经济下行压力，中国政府加大基础设施建设，同时，强力推行“一带一路”倡议，这使得对国际大宗商品的需求逐渐企稳回升，市场供需关系开始发生本质性转变。

2011年起国际原油基本上处于供大于求的过剩局面，这种局面在2014年和2015年有明显加重态势，国际原油价格出现了较大幅度的超卖下跌。2016年以来，随着全球经济温和复苏，中国等国际原油消费大国的需求回升。未来，在中国等能源消费大国的国际原油需求不断上升的趋势下，一旦国际原油供给收缩过紧，甚至可能会出现供不应求，国际原油价格再度上涨冲高的局面。

2012年以来，中国煤炭供求平衡指数几乎一直处于负数区间，这反映中国煤炭市场近几年来基本保持供大于求的局面。2016年以来，在煤炭供给侧改革的强力推进下，煤炭市场过剩产能得以迅速出清，供需平衡的局面得以显现，甚至受需求端增长刺激影响，煤炭市场一度出现供不应求局势。在煤炭市场供需关系发生转变的同时，煤炭价格也一改往年颓势，从2016年年初的触底回升到下半年的持续飙升。

### （三）货币超发流动性泛滥，廉价资金冲击全球大宗商品市场

经济周期、产业供求关系对全球大宗商品市场的影响往往表现出长周期特征，而短周期决定国际大宗商品价格变动的主要是货币因素，货币流动性的扩张与收缩对大类资产的名义价格有着显著影响。从全球货币市场来看，面对复苏乏力的经济、长期低位徘徊的通胀及高居不下的失业率等，各国政府纷纷采取多种形式的量化宽松政策，货币超发引致流动性急剧泛滥，资本市场一度陷入零利率甚至负利率的泥



掉。廉价资金充斥金融市场的同时，也对全球大宗商品市场带来了巨大冲击，致使国际大宗商品名义价格短期内被迅速抬升。从全球各主要国家 M2 同比数据可以看出，2011 年以来，中国、美国、日本和欧元区 M2 增长速度一直处于高位。在全球经济复苏进程缓慢的形势下，超级宽松的货币环境与极度过剩的市场流动性造就了 2016 年以来全球大宗商品市场牛市，加之投机性资金的疯狂炒作，国际大宗商品价格年度涨幅在众多投资资产中更是遥遥领先。

(四) 全球政治与地缘格局冲突，美元与国际大宗商品同涨同跌

作为全球通用货币，美元在国际大宗商品贸易中大多充当结算币种，金融市场交易中很多商品也是以美元计价，这直接导致美元的强弱变化时刻影响着国际大宗商品的短期与长期价格走势，其中表现最为突出的就是国际原油与黄金两个品种。从美元指数与国际大宗商品价格关系可以看出：长周期内，美元与国际原油、黄金价格基本表现为负相关的反向波动关系。当美元进入上升周期时，国际原油、黄金价格往往会经历比较大的调整下跌；反之，当美元开始走弱时，国际原油、黄金价格又会获得强有力的反弹回升。如图 1 所示。

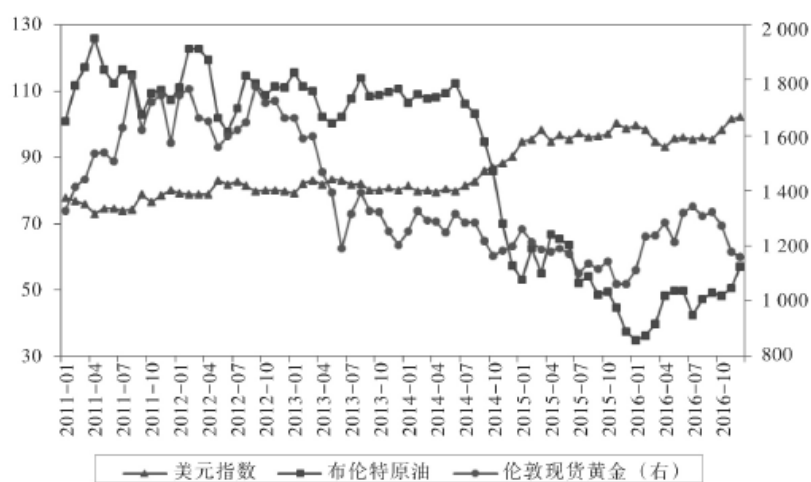


图 1 2011—2016 年美元指数与国际大宗商品价格

然而，在短周期内，美元与国际原油、黄金的反向变动关系则变得比较复杂，影响国际原油、黄金价格的因素如国际政治格局、地缘冲突及限产限购等一系列突发事件都有可能使得它们与美元指数呈现出同涨同跌的走势关系。

2016 年英国脱欧、OPEC 减产协议达成，美元与黄金、国际原油在不同阶段就分别表现出比较明显的齐涨态势。此外，美元对国际大宗商品价格的影响背后往往还存在经济周期的变化规律，如 2011 年以来美元进入长期升值通道，伴随着全球经济尤其是新兴经济体的投资增速放缓、需求下降，期间国际大宗商品价格也是经历了漫长的五年熊市。

#### 四、全球大宗商品市场前景展望

当前，全球经济温和复苏，发达经济体中美国经济明显好转，中国在稳增长与供给侧改革双重推动下经济逐步显现企稳迹象。美国等发达经济体复苏势头走向稳健，中国等新兴经济体结构性调整进程可能加快，这为全球大宗商品市场发展前景保持相对乐观在实体层面上奠定了较好物质基础。① 根据国际货币基金组织（IMF）2017 年 4 月发布的《世界经济展望》报告，未来两年全球经济增长趋于乐观态势。经济增长乐观态势在美国表现得尤为明显，这主要是由于美国大选后，财政政策趋于宽松，加之美元走强，基准利率上升，消费者信心普遍增强，美国经济的周期性增长有望保持。至于日本和欧元区，由于净出口的转好以及国内需求回升也促使他们经济表现日趋好转。由于中国内部政策支持有效的提高了经济发展，同时，政策制定也进一步加大了对宏观经济稳定性的关注，因此，可以预见，中国经济未

来两年仍可保持强劲增长趋势。诚然，全球大宗商品市场增长趋势和价格走势不仅仅取决于实体经济层面上的发展，同时全球各主要经济体在货币与金融政策、市场流动性提供、产业供需与结构调整方面以及地缘政治格局冲突等事件的出现都会对其产生显著影响。

货币流动性方面，随着美国通胀率回升、失业率进一步下降，美国经济复苏态势的逐步确立将可能加快美联储的加息进程。届时，全球资本市场流动性将重新向美国回流，美元指数将保持强势，而新兴市场经济增长可能会遭遇重大打击。与此同时，受近年来全球大宗商品市场价格大幅普涨趋势的影响，通货膨胀有所抬头，各国此前竞相采取的零利率甚至负利率等宽松性货币政策也表现出收敛之势。在此背景下，预计未来全球资本市场流动性很难再现前期的极度过剩状态，廉价资金与充足流动性支撑国际大宗商品价格上涨这一因素正逐步减弱。当然，考虑到全球经济复苏态势仍旧疲弱，而美联储加息政策则存在较大的不确定性，不排除未来经济增长严重下滑状况下市场流动性再度大幅释放的可能。

产业供需方面，一是 OPEC 减产协议的达成与执行效率将对未来国际原油价格走势产生关键影响，除此之外，地缘冲突、政治博弈、经济制裁以及美国页岩油复产速度等也将对国际原油价格产生难以估量的重大冲击。二是中国经济结构性调整与供给侧改革将继续推进，煤炭、钢铁等工业品及玉米等农产品去产能、去库存的局面不会改变，未来能源类商品及部分农产品供给收缩的趋势可能好转并得以延续。三是美国政府准备推出大规模基础设施建设计划，中国可能采取的一系列经济增长政策和“一带一路”倡议的有序推进，都将很大程度

上拉动全球大宗商品需求进一步回升。

突发性因素方面，全球政治局势仍存在较大的不确定性，英国脱欧暴露出欧元区内部矛盾重重，中东地区地缘纷争，法、德、韩等各国领导人选举悬疑以及特朗普政府推出的诸多非正常化举措（如限制移民政策）等，这些因素都为全球经济的复苏蒙上了一层阴影，而国际大宗商品中具有独特避险价值的黄金等贵金属则可能因全球局势的不确定性及相关一系列突发事件的发生而再次走强。另外，诸如 2016 年厄尔尼诺、拉尼娜等类似反常性自然气候现象也极有可能再度发生，从而对农产品市场供给产生重大影响。

基于以上各因素的分析，我们对未来全球大宗商品市场发展前景表示相对乐观。根据 IMF 预计，2017 年、2018 年和 2019 年国际大宗商品价格指数平均水平分别为 116.2、115.7 和 115.3，其中，2017 年相对前一年的变动率为 16.1%。具体而言，能源类商品的表现可能更胜一筹，2017 年能源价格指数变动率将高达 26.1%，其中，国际原油相对煤炭更被看好，预计年变动率为 28.2%；而煤炭的市场价格可能进一步攀升，年变动率可达 14.2%。非能源类价格指数表现相对比较弱，但 2017 年变动率也有望达 5.5%。其中，金属矿石等工业品表现将最为可观，变动率预计高达 15.4%；农产品表现其次，为 5.6%；食品最弱，仅为 1.3%。如表 1 所示。

表 1

2014—2019 年国际大宗商品价格或价格指数

指 标	实际值			预测值			年变动率 (%)		
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014—2015	2015—2016	2016—2017
大宗商品	171.5	111.0	100.0	116.2	115.7	115.3	-35.3	-9.9	16.1
非能源	162.4	134.0	131.4	138.6	136.6	135.8	-17.4	-2.0	5.5
金属矿石	164.4	126.5	119.4	137.8	132.7	129.4	-23.0	-5.7	15.4
农产品	138.8	120.1	113.2	119.6	119.7	119.6	-13.5	-5.7	5.6
食品	170.2	141.0	143.9	145.8	143.9	144.1	-17.1	2.0	1.3
能源	176.9	97.6	81.7	103.0	103.5	103.2	-44.8	-16.3	26.1
国际原油	96.2	50.8	42.8	54.9	55.7	55.7	-47.2	-15.7	28.2
煤炭	149.1	121.3	138.4	158.1	142.8	137.6	-18.6	14.1	14.2

资料来源：IMF 初级产品价格统计。

综合来看，全球经济稳步复苏态势下大宗商品的需求端有望保持低速增长的态势，而供给端受过剩产能退出、企业库存下降、减产限产协议达成等一系列因素影响可能进一步呈收缩之势，未来全球大宗商品市场将呈相对乐观态势。此外，注意到美联储加息步伐加快、OPEC 减产协议失效、自然气候灾害突发及地缘政治冲突加剧等可能给部分大宗商品带来的风险与冲击，国际大宗商品价格在呈现缓慢增长趋势的同时，波动频率和幅度将有所增大。

## 五、结论及启示

纵观全球大宗商品市场历史走势，分析其发展现状，预期国际大宗商品价格在可预见的未来呈现上升趋势，波动频率可能增加、波动幅度亦会扩大。同时，中国因素对国际大宗商品价格的影响也愈益增强。鉴于中国对能源、工业金属和贵金属等各类国际大宗商品的需求持续增长，其频繁和大幅的价格波动必将给中国经济带来挑战。国际大宗商品价格波动会对国内的产出（特别是对原材料主要依靠进口行业产出）稳定造成不利冲击，而且会威胁国内物价稳定，增加政策调控难度。另外，国际大宗商品价格波动通过贸易条件和机制也会造成国民收入和福利损失。目前，中国已经成为许多大宗商品的最大消

费国，为有效应对和冲销国际大宗商品价格波动对中国经济和社会的负面冲击，中国不仅需要调整经济结构，转变增长模式，同时，更加需要从维护国家经济和战略安全的角度，实施以争取国际定价主导权为中心的有效战略和政策：

一是从维护和保障国家能源和资源安全高度，完善国家战略资源储备制度和体系。一方面在国家层面上，有序增加石油、黄金等国家战略资源能源储备能力，同时，支持和引导资源能源企业建立市场化的企业层级储备体系。实施能源资源“走出去”战略，支持和鼓励能源和资源企业加强境外资源开发和产业投资，扩大境外权益资源、能源规模。

二是配合“一带一路”倡议，加强与“沿带”和“沿路”国家在能源资源领域开展多边与双边合作，推动构建多元、分散和可持续的能源资源供应渠道，寻求广泛的能源供应链。在推进“一带一路”倡议上各国和各地区互联互通，建立更加紧密的经贸关系，打造以能源资源合作为核心的新合作亮点。尤其关注的是，抓住当下美国降低对中东、非洲和拉美国家石油依赖，主要资源输出国寻求扩大中国市场份额的有利机会，通过以贸易带动投资、金融和产能合作，增大对这些国家和地区的战略投入，加强中国在相关国家和地区的影响力。

三是建设和完善大宗商品现货和期货交易市场，提升国际大宗商品市场定价话语权。一方面，通过完善大宗商品市场现货与期货市场交易体系和机制，扩大国内大宗商品市场现货和期货交易规模，逐步建立和完善较为合理的大宗商品贸易、金融机制和体系；另一方面，

伴随着人民币国际化步伐的加快，力推人民币在国际原油等全球大宗商品贸易中作为计价和结算货币，形成“石油—人民币”良性循环，构建以人民币为计价货币，反映中国市场变化的大宗商品价格指数体系。

四是充分发挥能源资源需求大国地位，积极影响和融入全球大宗商品价格协商机制重塑过程。当前，以 OPEC 为代表的国际石油价格协商机制在大宗商品波动行情中没有充分发挥稳定价格的作用，说明当前以石油为代表的大宗商品现行价格协商机制存在重大缺陷。随着以中国为代表的大宗商品需求国定价地位提升，未来可能会出现包括产出国和输入国及相关机构共同组成的新型能源资源价格与产量协商机制。中国作为主要能源资源需求国，通过积极配合和推动加快人民币国际化进程和“一带一路”倡议的实施，深化发展与大宗商品主要输出国和进口国的经贸关系，积极融入国际大宗商品价格协商机制的重塑过程，带动国际产能合作。

五是实施有效的财政和货币政策配合，对冲国际大宗商品价格波动对实体经济的负面冲击。从日本、欧盟等受国际大宗商品价格波动影响较大的国家的政策实践看，应对国际大宗商品价格波动对实

体经济冲击的有效手段是财政和货币政策的协调配合，包括税收、补贴以及政策利率手段。当前，中国伴随供给侧结构性改革力度加大，既要抑制落后产能的进一步扩张，也要积极促进新兴产业的发展和传统产业的升级。因此，需要充分发挥财政政策，兼顾稳增长和调结构，同时，关注国际大宗商品市场价格波动可能对中国实体经济带来的消极影响，配合以灵活适度的中性稳健货币政策，保持流动性合理充裕

和社会融资总量适度增长。目前，全球主要关注中国需求对国际大宗商品价格走势影响，而忽视了美联储等发达国家货币政策和信贷政策对国际大宗商品价格产生的作用。作为大宗商品进口大国，中国需要密切关注欧美等发达国家货币和财政政策对全球大宗商品市场的溢出效应。

#### 参考文献:

- [1] 吴崇宇, 周建涛 . 国际大宗商品价格传导机制的结构特征与路径特征 [J]. 经济学动态 2014, ( 4) : 87—96.
- [2] Nishimura, K. G. Financial Factors in Commodity Markets [R]. International Financial Forum at the Paris Euro — Place, 2011.
- [3] Kaufmann, R. K. , Ullman, B. Oil Prices Speculation, and Fundamentals: Interpreting Causal Relations Among Spot and Futures Prices [J]. Energy Economics, 2009, 31( 4) : 550—558.
- [4] Akram, Q. F. Commodity Prices, Interest Rates and the Dollar [J]. Energy Economics, 2001, 31 ( 6) : 838—851.
- [5] Gilbert, C. L. How to Understand High Food Prices [J]. Journal of Agricultural Economics, 2010, 61( 2) : 398—425.
- [6] Kilian, L. Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market [J]. The American Economic Review, 2009, 99( 3) : 1053—1069.
- [7] Arbatli, E. C. , Vasishtha, G. Growth in Emerging Market



Economies and the Commodity Boom of 2003—2008: Evidence

From Growth Forecast Revisions [R]. Bank of Canada Working Paper No. 2012-8, 2012.

[8] Breitenfellner, A. , Cuaresma, J. C. , Keppel, C. Determinants of Crude Oil Prices: Supply, Demand, Cartel or

Speculation? [J]. Osterreichische National Bank, Monetary Policy and the Economy, 2009, 4( 4) : 111—136.

[9] 韩立岩, 尹力博 . 投机行为还是实际需求? ——国际大宗商品价格影响因素的广义视角分析 [J]. 经济研究,

2012, ( 12) : 83—96.

[10] 张峻晓, 谭小芬 . 国际大宗商品价格波动: 基本面还是投机因素——基于 2003—2014 年全样本 VAR 和滚动

VAR 模型的分析 [J]. 金融评论 2015, ( 3) : 59—74.

[11] Roache, S. K. China's Impact on World Commodity Markets [R]. International Monetary Fund Working Paper No. 12 —

115, 2012.

[12] 谭小芬, 刘阳, 张明 . 国际大宗商品价格波动: 中国因素有多重要——基于 1997—2012 年季度数据和 VECM 模型的实证研究 [J]. 国际金融研究 2014, ( 4) : 75—8