

国际大宗商品价格：运行趋势、影响和对策^{*}

◎姚瑶 谭小芬

摘要：2022 年年中以来，受全球经济增长乏力，主要经济体货币政策持续紧缩等因素影响，国际大宗商品价格经历了一轮显著下跌，近期出现稳中上行态势。地缘政治冲突的升级加剧、中国经济的回升向好，以及美联储降息预期，将支撑大宗商品价格上升；但是全球经济增长放缓，将限制大宗商品价格上涨的幅度。大宗商品价格上行会对中国的通货膨胀、实体经济和国际收支造成影响。因此，中国应警惕输入性通货膨胀，多元化大宗商品供应链，推进制度型开放和产业转型升级。

关键词：大宗商品；运行周期；货币政策；美联储；输入性通货膨胀

中图分类号：F740 **文献标识码：**A

从 21 世纪初以来大宗商品市场的超级周期，

到近年来的供需再平衡，大宗商品市场经历了多轮重大的价格调整。大宗商品价格的波动与全球经济的扩张与收缩、财政和货币政策的宽松与紧缩、金融危机冲击等因素紧密相关。当前全球经济形势发生了深刻变化，受大国博弈、疫情冲击、地缘政治冲突的影响，大宗商品价格波动更加剧烈。根据国际货币基金组织（IMF）的测算，2020—2023 年大宗商品价格的波动程度显著高于 2020 年前的 30 年。因此，在当前国际环境动荡、国内经济转型升级的关键时期，充分认识大宗商品价格的运行趋势，对我国经济平稳运行，财政和货币政策有效发挥具有重要意义。本文在回顾大宗商品价格运行历史周期的基础上，分析当前大宗商品价格的运行特征，并解析这些趋势背后的驱动因素；然后对大宗商品价格的未来趋势进行研判；最后，探讨大宗商品价格上升对我国的影响，并提出相应的政策建议。

作者简介：姚瑶，中央财经大学金融学院博士后，成都信息工程大学统计学院讲师；谭小芬（通讯作者），北京航空航天大学经济管理学院教授、博士生导师。

* 基金项目：国家社会科学基金重大项目“负利率时代金融系统性风险的识别和防范研究”（批准号：20&ZD101）；成都信息工程大学引进人才科研启动项目“跨境银行资本流动网络下货币政策不确定性的溢出效应研究”（批准号：KYTZ2023039）；成都信息工程大学科技创新计划项目“气候变化对银行贷款损失拨备的影响：基于预防风险视角”（批准号：KYQN202318）；国家统计局统计信息技术与数据挖掘重点实验室开放课题“经济不确定性视角下科技创新水平的统计测度与路径优化研究”（批准号：SDL202309）。

一、国际大宗商品价格的演变历程

（一）繁荣增长（2003—2008年）

从21世纪初期开始，大宗商品市场进入强劲且持续的上升通道。尤其是2006年以后，许多商品的价格上涨速度加快，其中原油价格在相对较短的时间内上涨了1倍多。到2008年年中达到顶峰时，大宗商品价格指数约为2003年的3倍。这期间大宗商品价格的上涨由全球经济增长推动，特别是新兴经济体（主要是中国，还有巴西、俄罗斯和印度）工业化和城市化进程大幅增加了能源和金属等大宗商品的需求。

（二）金融危机下的剧烈波动（2008—2011年）

伴随金融危机的升级和缓解，大宗商品市场经历了剧烈震荡，先是受金融危机影响价格大幅下挫，随后在全球经济刺激政策推动下快速反弹并创新高。具体而言，2008年下半年，在金融危机阴云的笼罩下，美欧等发达经济体陷入衰退，投资者信心低落，投机资金迅速撤离，导致大宗商品价格骤降。从2008年7月到2009年2月，大宗商品价格急剧下跌近50%，回吐了此前的大部分涨幅。

2009年全球经济开始从金融危机中逐渐复苏，特别是新兴经济体对商品的需求不断上升。例如，中国“四万亿”刺激方案带动了大宗商品密集型投资。2010年全球石油和基础金属的需求增长均接近危机前的高位。全球宽松的货币条件也在大宗商品价格飙升中发挥了重要推动作用，既刺激了对商品的实物需求，又促使更多的金融投机力量进入大宗商品市场。2011年4月，大宗商品价格已接近危机前的峰值。

（三）萧条—繁荣周期轮回（2012—2020年）

2012—2015年大宗商品市场进入下行周期，价格下跌幅度达50%。主要原因包括：一是欧元区在欧债危机的影响下经历了负增长；二是美国页岩油革命增加了石油产量，抑制了能源价格；三是中国经济增速放缓削弱了需求。此后，大宗商品价格在全球经济的温和增长下部分回升。直至2020年年

初新冠疫情暴发，引发了全球范围内的经济衰退和市场恐慌情绪，封锁措施、旅行限制和供应链中断降低了许多经济部门的需求，导致石油、金属和农产品等商品价格下跌。到2020年4月，大宗商品价格跌至2008年以来的最低点。

（四）飙升至历史高点（2020—2022年）

2020年4月至2022年年中，大宗商品价格出现强劲上涨，价格指数翻了近3倍。能源价格翻了5.7倍，这是自1973年油价飙升以来的最大涨幅。一些商品（如煤炭、天然气和镍）的名义价格达到历史最高水平。大宗商品价格暴涨的主要原因在于供需错配：在需求侧，全球经济复苏推动了需求的增长。2021年全球经济增长飙升至6.47%，这是1980年以来经济衰退后的最强增速。主要经济体采取了大规模扩张性财政和货币政策来缓解疫情带来的经济冲击，提振了市场信心，增加了对大宗商品的投资需求。例如，美联储2020年3月迅速下调联邦基金利率至接近零的水平，并实施了量化宽松政策，通过大规模购买政府债券和抵押贷款支持证券来增加市场流动性，降低长期利率，并推出一系列紧急贷款计划，包括向大型企业、中小企业以及州和地方政府提供信贷支持，刺激了投资和消费。在供给侧，大宗商品产业链受到冲击，主要生产国开工困难、产能下降。叠加俄乌冲突的影响，大宗商品供应中断，这两个国家都是能源和农产品的主要出口国，因此能源和农产品价格大幅上涨，助推了大宗商品价格指数的飙升。

二、当前国际大宗商品价格变化的主要特征

（一）总体趋势：大幅下跌

经历2022年年中历史峰值后，国际大宗商品价格急剧下跌。截至2024年4月，大宗商品价格指数从2022年的高点下跌30%。分类来看，能源类价格指数在此期间下降幅度最大，达50%，其中原油价格下跌24%，天然气价格深度回落87%；基础金属类下跌23%，其中铝跌幅27%，而铜由于后续回升势头强劲，小幅下降2%；农产品下跌13%，

图1 大宗商品价格指数走势



其中大豆、玉米、小麦价格分别下降 30%、44% 和 50%。

究其原因，主要有四个方面：

一是全球经济增长急剧放缓导致需求疲软。2022 年和 2023 年全球经济增速从 2021 年的 6.47% 急剧下降到 3.46% 和 3.21%，低于疫情前 2011—2019 年的平均增长率 3.52%，同时美欧经济通胀高企，陷入滞涨风险。在经济增长放缓的背景下，全球制造业采购经理指数（PMI）持续低迷，从 2022 年 9 月的 49.8% 到 2023 年 6 月的 48.7%，连续位于 50% 的枯荣线下方。尤其是美欧 PMI 持续收缩，欧元区 PMI 从 2022 年 8 月的 49.6% 降至 2023 年 6 月的 43.4%，而美国 PMI 也下降至 2023 年 6 月的低点 46.3%。此外，中国房地产市场增速放缓直接影响了对钢铁、铝、铜和镍等建筑材料的需求，也是造成价格下降的原因之一。

二是主要发达经济体货币政策持续紧缩。2022 年 3 月至 2023 年 5 月，美联储连续 10 次加息，累计加息幅度达 500 个基点。欧洲央行也在 2022 年 7 月至 2023 年 6 月，连续大幅加息 8 次。随着美国等主要发达经济体收紧货币政策，实际利率上升，可能通过三个渠道压低大宗商品价格：首先是“存货渠道”。利率是库存的“持有成本”，当实际利率上升时，一方面，大宗商品的生产商由于较高的机会成本，会降低库存量，将原有的库存卖出，从而增加了供给；另一方面，企业对大宗商品的库存需求会降低，从而降低了商品价格。其次是“供给渠道”。对于可枯竭的资源，利率的上升增加了当前

开采的动力，从而增加供给，比如石油生产者希望尽快将地下的石油开采出来出售，换来的资金的利息会增加，而石油在地下没有资金收益。最后是“金融渠道”。对于金融化的大宗商品，利率上升会鼓励投机者从大宗商品资产类别转向国债。

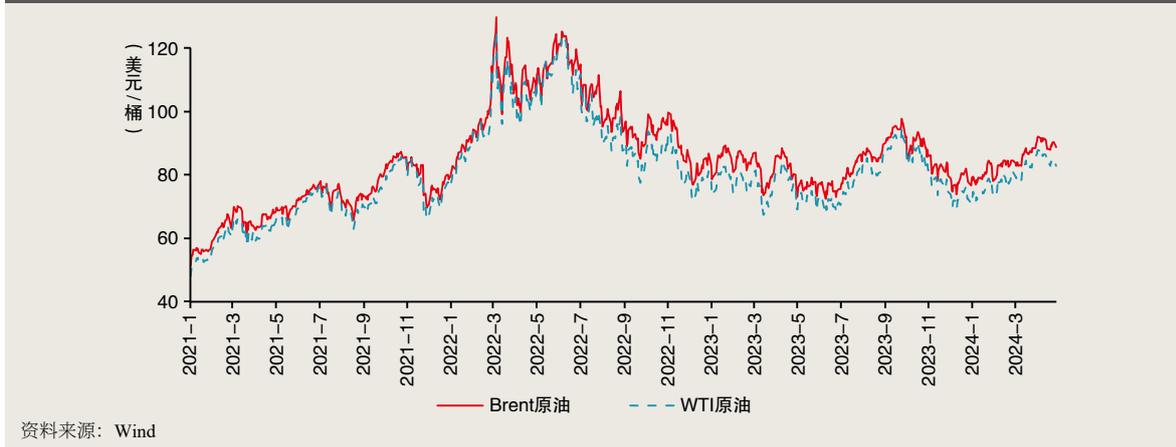
三是部分商品供应过剩。天然气和农产品的价格下挫即是如此。欧盟国家担心俄罗斯天然气输送中断引起冬季供应短缺而竞相补充天然气储备，然而，来自挪威和北非的液化天然气供应充足，在异常温和的冬季天然气供应远超需求。农产品价格持续走低则是由于澳大利亚、加拿大和俄罗斯等粮食生产大国的产量高于预期以及 2022 年 7 月《黑海谷物倡议》启动，使得供应充足。

四是欧美银行业危机蔓延。2023 年 3 月，欧美银行业危机爆发也在一定程度上加剧了大宗商品价格的下行，原油价格当月环比下跌 5%。其一，银行业危机往往伴随着信贷紧缩和金融环境的恶化，这可能导致大宗商品市场参与者，尤其是那些依赖银行贷款维持日常运营和投资的企业，面临资金链紧张的问题。其二，银行业危机可能引发市场对系统性风险的担忧，增加市场不确定性和风险厌恶情绪，进而导致投资者撤离风险资产，包括大宗商品在内的市场可能会遭受冲击。

（二）短期趋势：稳中向上

从 2024 年以来的短期来看，大宗商品价格呈逐步回升态势。2024 年 1—4 月，大宗商品价格指数上涨 7%。目前大宗商品价格仍在高位运行，近 1

图2 原油价格走势



年均值比疫情前（2015—2019年）均值高近42%。而在近期的稳中向上趋势中，不同商品的走势则表现出差异，原油、铜和黄金走强，而天然气和农产品则表现偏弱。

具体而言，2024年1-4月，油价上涨12%，Brent原油价格于4月初突破90美元/桶。LME铜价上涨14%，于4月底攀升至高点10162美元/吨，这一价格接近2022年年初的高位。COMEX黄金价格在持续的地缘政治紧张局势和对美联储降息预期的推动下，开启新一轮迅猛上涨。4月初飙升至2413.8美元/盎司的创纪录高位。总结起来，大宗商品价格近期的向上趋势，由以下因素推动：

首先，供给侧挤压推升原油价格。一方面，地缘政治冲突频发，对供给侧的实际影响和断供担忧情绪都在一定程度上助推原油价格。2023年11月中旬胡塞武装对红海海域以色列有关船只实施打击，虽然12月通过红海的油轮运输情况良好，但在2024年1月美英对胡塞武装发起军事打击后，红海运输开始面临压力。全球多家航运巨头宣布避开该地区运输，绕行好望角，更长的航行时间使运输成本飙升3倍以上。2024年4月，伊朗、以色列发生小型武装冲突。因红海事件和伊朗以色列冲突，原油价格从2023年12月的低点74美元/桶升至2024年4月高点91美元/桶。另一方面，OPEC+持续减产，支撑油价高位运行。2024年上半年减产规模维持在220万桶/日。此外，沙特阿拉伯还将其自愿减产100万桶/日的期限延长至2024年第一季度末。俄罗斯也加入其中，原油出

口削减30万桶/日，成品油出口削减20万桶/日。

其次，绿色转型和制造业复苏支持铜价大幅走高。2024年第一季度，全球制造业显示出改善迹象，制造业PMI从2月的50.3%升至3月的50.6%，这一上升得益于产出和新订单指数的强劲增长，其中新订单指数实现了2022年5月以来的最快增长。美国2024年2月的制造业PMI达到52.2%，是2022年8月以来的最高位。中国2024年4月制造业PMI为51.4%，达到2023年3月以来的最高位。制造业PMI的向好显示出工业产出可能摆脱长期停滞状态的希望，从而支撑铜的需求。除此之外，与以往制造业复苏周期不同的是，当前全球进入新一轮产业革命，加速向低碳、清洁能源系统转变。铜在电动汽车、可再生能源发电、电力传输以及其他新兴技术领域扮演着至关重要的角色，从而在全球产业链重构的背景下，能源转型正日益加大对铜需求的驱动力。然而，在需求增长下，铜的供给侧面临南美持续减产和中断的短缺担忧，导致铜价迅速攀升。

最后，黄金的货币属性、避险属性和金融属性共同助推其价格持续走高。一是现行国际货币体系面临冲击，去美元化进程加快，黄金货币属性彰显，各国央行增持黄金。尤其是新兴经济体央行成为购金主力，中国央行从2022年11月至2024年4月连续18个月增加黄金储备，其间共增持1016万盎司。二是地缘政治风险导致全球不确定性增加，黄金避险属性凸显。三是通胀高企及金融市场震荡加剧，黄金金融属性增强，吸引投资者进入。

图3 天然气价格走势

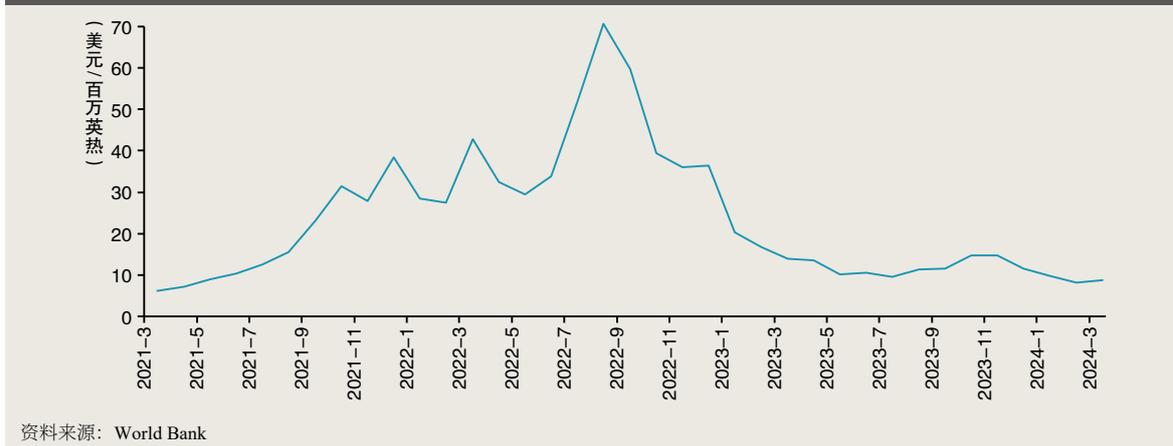
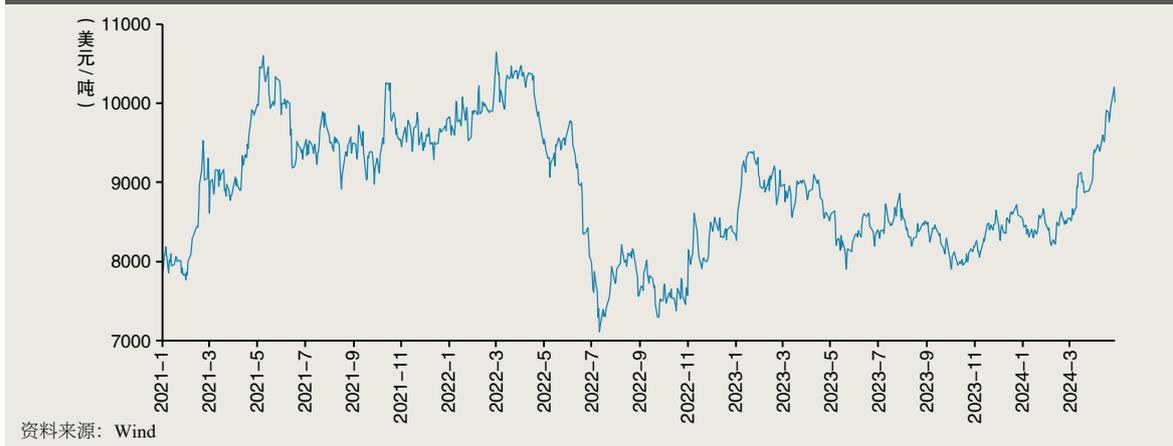


图4 铜价格走势



三、国际大宗商品价格的未来走势展望

(一) 短期上行

第一，地缘政治局势紧张引起大宗商品供给侧压力。首先，对红海船只的袭击导致石油货物在2024年年初大幅改道，为地缘政治增加了新的挑战。鉴于全球约12%的海上贸易经过红海，胡塞武装的袭击导致贸易旅程更长，货运保险费率 and 成本上升，从而转嫁到油价。其次，鉴于2024年4月中旬地缘紧张局势加剧，中东爆发更大范围冲突的可能性预期构成油价近期上行的基础。最后，近来乌克兰频繁对俄罗斯炼油设施发动袭击也凸显出俄乌冲突的延宕可能会进一步加剧石油市场的波动。根据世界银行的测算，后续地缘局势的演变对油价的影响分为三种情况：在冲突程度有限，供给小规模中断的情况下，全球石油供应将减少50万~200万

桶/日（约为2023年供应量的0.5%~2%）。因此，油价将比2023年第四季度90美元/桶的基准高出3%~13%。在冲突升温引致供给中断的情况下，全球石油供应量将减少300万~500万桶/天（约为2023年供应量的3%~5%）。这将推动油价比90美元/桶的基准高出约21%~35%。在冲突大范围爆发而引起大规模供给中断的情况下，全球石油供应量将下降600万~800万桶/日（约为2023年供应量的6%~8%）。这将使油价比90美元/桶的基准高出约56%~75%。地缘政治冲突引发的供应中断不仅影响油价，也会造成其他大宗商品价格上升。一方面，能源价格上涨会提高食品和金属的生产成本；另一方面，冲突可能通过加剧全球不确定性而推高黄金价格，因为黄金通常被视为避险资产。

第二，中国经济回升向好态势支撑大宗商品需求。中国是全球大宗商品市场中的主要需求方，是

图5 黄金价格走势



图6 农产品价格走势



全球最大的基础金属消费国，铜和铝的需求占全球50%以上，同时是全球最大的原油进口国，占全球原油贸易的约23%，因此中国需求是支撑大宗商品价格的重要因素。中国正处于经济恢复和产业升级的关键期，2024年第一季度中国GDP同比增长5.3%，高于2023年第四季度5.2%的增速。受高科技制造业强劲增长的推动，第一季度工业产出同比增长6.1%。其中，3D打印设备、电动汽车充电站、电子元件产量较上年同期均增长约40%。随着中国经济向高质量发展迈进，清洁能源和高科技制造等领域正成为新的增长动力。中国对可再生能源和电动汽车的需求不断增长，这将构成大宗商品的需求驱动因素。

第三，美联储年内降息的预期。自2024年年初以来，由于美国经济持续走强，通胀虽然显著低于2022年年中的峰值，但仍高于美联储2%的目标，

因此，对即将降息的预期一再被推迟。根据美国劳工部报告，美国核心通胀率已从3月的3.8%放缓至4月的3.6%。与此同时，总体通胀率从3.5%放缓至3.4%。随着美国通胀率的下降，美联储在年内降息的预期仍是推动大宗商品价格上行的因素。

(二) 长期上涨动力不足

长期来看，多重挑战下全球经济增长乏力可能限制大宗商品价格的上升。根据IMF的数据，2023年全球增长率估计为3.2%，2024年和2025年预计将继续保持同样的速度，均远低于过去20年（2000—2019年）3.8%的年均增速。这是因为全球经济增长面临多重挑战：一是地缘经济碎片化加剧。美国通过脱钩断链割裂世界基于市场的产业链和供应链，在地缘政治紧张局势下，世界经济分裂可能会加速，拖累全球贸易和投资，减缓创新和技术的

扩散，导致全球经济运行成本上升、效率下降。二是发达和新兴经济体均面临困难。就发达经济体而言，由于高利率、消费放缓和劳动力市场疲软，经济增长受到阻碍；就新兴经济体而言，由于金融条件收紧、财政空间缩小和外部需求低迷，经济增长也受到困扰。三是气候变化带来的损害和风险将给全球经济蒙上阴影。气候变化增加了自然灾害发生的频率和成本，从而抑制经济增长、加剧贫困并降低农业产量。

对于不同商品而言，走向也将差异化。油价预计震荡下行。一方面，原油供给收缩不及预期，虽然 OPEC+ 持续减产，但非 OPEC+ 产量强劲，国际能源署（IEA）预计 2024 年全球石油供应量将增加 58 万桶/日；另一方面，原油需求增长乏力，由于经合组织发达国家的需求放缓以及欧洲气候温和，IEA 在 5 月的石油市场报告中将 2024 年的石油需求下调 14 万桶/日。因此，从供需两方面预计原油价格将小幅下行，但是地缘政治局势带来的供应中断威胁可能造成油价的波动。

铜价有望继续增长。随着全球能源转型，特别是电网基础设施、电动汽车和太阳能电池板的发展，将推动铜需求的稳步增长。根据 IEA 的测算，2030 年全球铜矿产的需求量将比 2023 年增长 20%。然而，未来铜的供需平衡和供应链安全面临挑战。一方面，2030 年的预期供应量仅能满足铜需求量的 80% 左右；另一方面，全球矿产供应链的多元化程度不高，这增加了由于物理事故、地缘政治事件或主要生产国的其他发展而导致的潜在供应中断风险。因此，供需紧平衡将造成铜价的持续攀升。

黄金价格预计稳在高位。首先，2024 年是全球超级大选年，经济、政策和地缘政治带来的不确定性加剧，推动黄金的避险需求增加。其次，一半以上的央行认为美元资产比重将在未来 5 年内下降，各国央行资产多元化的储备管理策略构成了对黄金强劲的需求。最后，美元小幅走弱和全球央行降息的预期也将为黄金价格提供支撑。

农产品价格预计低位波动。阿根廷和乌拉圭干旱状况的缓解将增加全球粮食供应，而乌克兰为克服与俄罗斯的《黑海谷物倡议》于 2023 年 7 月到期的影响，将逐步建立替代贸易路线。根据美国农

业部（USDA）的预估数据，2024/2025 年全球小麦产量将达到创纪录的 7.982 亿吨，同比增长 1.3%。全球玉米产量预计 1.513 亿吨，同比增长 0.7%。而新兴经济体的出口限制、厄尔尼诺现象的不利影响以及俄乌冲突升级带来黑海的进一步贸易中断可能造成粮食价格的波动。

四、国际大宗商品价格变化对我国的影响

2024 年前 4 个月，大宗商品价格上涨近 7%，尤其是原油和铜价涨幅明显。在地缘政治风险、我国经济回升向好以及美联储降息预期的推动下，预计短期内大宗商品价格上行趋势仍将持续。我国大宗商品对外依存度（进口量/消费量）高，其中大豆的对外依存度在 80% 以上，原油和铜对外依存度均达 70% 以上，天然气对外依存度在 40% 以上。而大宗商品需求弹性通常很低，这就意味着对于这些对外依存度高的商品，其价格上升对我国造成的冲击将会更加显著。根据海关总署数据，2024 年前 4 个月，我国原油进口量增加 2%，每吨价格上涨 5.6%；铜材进口量增加 7%，每吨价格上涨 2.8%。原材料价格的上涨可能会给我国的经济和金融带来一定影响。

（一）抬升通货膨胀

我国是最大的原油和金属进口国，因此相关行业 PPI 受国际市场原油和金属价格的影响较大。例如，2024 年 4 月，受原油和铜价上升的影响，我国石油和天然气开采业 PPI 环比增长 3.4%；有色金属冶炼和压延加工业 PPI 环比增长 3.2%，其中金冶炼、铜冶炼 PPI 分别上涨 8% 和 5.8%。PPI 上涨可能会传导至 CPI，从而抬升通货膨胀水平，制约刺激性货币政策的空间。

（二）抑制实体经济

大宗商品价格上涨可能通过生产成本和金融渠道抑制实体经济。一方面，能源和原材料投入价格推高了企业的生产成本，这可能会降低企业的投资需求，进而影响经济增长的内生动力；另一方面，

生产成本的增加挤压了中下游企业的利润空间，削弱了企业的偿债能力，这不仅可能增加银行的信用风险，对于中小企业而言，可能面临金融条件更大程度的收紧，从而加速了实体经济活动的收缩。

（三）影响国际收支

当大宗商品价格上涨时，我国进口这些商品的成本随之增加，当进口支付的增加超过出口收入的增长时，就可能导致贸易账户出现逆差。此外，大宗商品价格上涨还可能通过价格渠道影响我国的出口竞争力，进一步影响贸易平衡。

五、应对大宗商品价格变化的政策建议

（一）警惕输入性通货膨胀

构建全面、实时的大宗商品价格监测系统，涵盖国内外市场的价格数据，实现对关键商品价格波动的实时监控。关注国际市场动态，尤其是美国货币政策和全球经济形势，以评估其对我国物价水平的潜在影响。采取适当的宏观经济政策，如适时调整利率和干预汇率，以缓解输入性通货膨胀的压力。

（二）多元化大宗商品供应链

第一，多元化进口渠道。与新兴大宗商品生产国合作，开发新的供应来源。通过多元化供应来源，降低对少数国家和地区供应的过度依赖，减少供应中断风险。这包括与更多的国家和地区建立贸易关系，降低特定国家和地区的地缘政治和自然灾害等风险。第二，多样化大宗商品组合。建立多种大宗商品的进口组合，包括能源、金属、农产品等，实现对多种商品价格波动的分散化管理。第三，鼓励企业多元化采购。政府可以通过税收优惠、贸易政策等措施，鼓励企业多元化采购大宗商品，降低特定商品价格波动对企业生产经营的影响。

（三）推进大宗商品领域制度型开放

第一，积极参与国际大宗商品市场规则制定和标准制定，提升我国在全球大宗商品市场的话语权和影响力。加强国际大宗商品交流与合作，构建互利共赢的大宗商品稳定贸易渠道。第二，积极参与

多边贸易机制，支持自由贸易、开放市场的原则，推动构建开放型世界经济，为我国多元化进口提供更有利的国际环境。第三，积极推进人民币国际化，增强人民币在大宗商品定价中的作用，减少对美元的依赖。通过双边和多边协议，鼓励使用人民币进行大宗商品的计价和结算。

（四）推进产业转型升级

面对原材料价格的高企，政府应鼓励和支持传统产业通过技术改造和创新，提高资源利用效率。鼓励研发替代材料和产品，减少对某些关键大宗商品的需求。同时，积极发展高附加值、低资源消耗的产业，如高科技、绿色能源等。

参考文献：

- [1] 谭小芬、王欣康、张碧琼. 全球大宗商品价格周期的驱动因素：基于 2000—2021 年月度数据的实证分析 [J]. 国际贸易问题, 2022 (8) : 1-18
- [2] 谭小芬、熊玲誉、宋佳馨. 全球流动性对国际大宗商品价格的影响——基于 TVP-FAVAR 模型和 2000—2017 年数据的实证分析 [J]. 中国软科学, 2020 (1) : 30-48
- [3] 张天顶. 国际大宗商品的长期价格走势及其对经济的影响 [J]. 国际金融, 2015 (2) : 57-62
- [4] 赵庆明、鲍思晨. 论商品期货市场在推进人民币成为大宗商品定价货币进程中的作用 [J]. 国际金融, 2017 (3) : 45-52
- [5] IEA. Global Critical Minerals Outlook 2024[R]. IEA, Paris. Licence: CC BY 4.0, 2024
- [6] International Monetary Fund. World Economic Outlook, Steady but Slow: Resilience Amid Divergence[R]. Washington, DC. April, 2024
- [7] World Bank. Commodity Markets Outlook[R]. April 2024. Washington, DC: World Bank. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO, 2024

（责任编辑：李楠）