

初级商品价格的上涨

驾

驭



美国明尼苏达州谷物集散点。

Thomas Helbling、Valerie Mercer-Blackman 和 Kevin Cheng

上升的初级商品价格可能具有持久的影响。

初级商品市场价格正在上涨。尽管许多主要的发达经济体信贷市场混乱,经济增长缓慢,但近几个月来多数商品的价格——尤其是石油、镍、锡、谷类和小麦的价格——创下历史新高(见图1)。当前的价格上涨也比往常拥有更广阔的基础和更持久的影响,而且比20世纪80年代和90年代更显著,那时大多数商品价格在下降。那就是说,尽管向下的趋势明显逆转,许多初级商品经过通货膨胀调整后的价格仍然低于20世纪60年代和70年代见到的价格水平。

价格上涨给初级商品市场带来根本的变化。商品出口国家已经从快速增加的出口收入中获益。事实上,许多分析家把高商品价格当作许多新兴和发展中经济体快速增长的一个重要原因。同时,初级商品部门的投资在相当长时期的疲软表现之后已然加速。并且,在金融市场,初级商品现在是替代资产中范围更广的资产等级里的一个确定部分。同时,消费者和生产者已经

开始从较高的初级商品价格中感觉到压力,并且引起对新兴和发展中经济体中穷人的影响的广泛担忧。

近年来,虽然全球经济快速增长仅仅是价格上涨的一个原因,但2008—2009年全球经济活动放慢的预测已经引起对初级商品市场的关注。与这一个背景相反,国际货币基金组织最近着手了一项研究,目的是较好地理解初级商品价格上涨的深层原因是什么以及它对全球宏观经济可能的冲击。研究发现最近初级商品价格上涨反映了许多周期性和结构性因素。研究也发现,虽然由需求驱动的价格上涨对全球的影响到目前为止比较有限,但较高的初级商品价格有引发通货膨胀的危险,而且可能导致一些国家外部融资的困难,特别是低收入商品净进口国。

需求和供给因素

为什么初级商品价格如此之高?除了初级商品的特定因素——像地理政

风浪



波兰 Katowice 的钢铁工人。



墨西哥湾的石油钻井平台。

治风险、天气条件和农作物遭灾——支持性的金融条件使需求和供给力量相互加强，从而推动着当前的价格上涨。

首先，新兴经济体驱动了对各种初级商品的需求——这个趋势可能会持续下去。在2001—2007年间，主要初级商品类别的全球消费比20世纪80年代和90年代增加的要多(见图2)。而且尽管全球经济增长迅速是一个关键因素，但它被增加的人均收入、快速的工业化、经济增长中较高的初级商品密集度所加强，并且一些主要新兴经济体人口增长迅速(特别是中国、印度和中东)。所有这些因素对近几年来需求快速增长都发生了作用。

石油市场上,2001—2007年,中国、印度和中东对石油的需求占到石油消费增长的56%。这种增长部分地是由伴随着人均收入的增加,私人拥有汽车的增加所驱动的。例如,2001—2007年间中国小轿车销售量增长超过5倍(关于这一问题见“图表释义”)。同时,新兴市场国家的工业化和城市化,特别是在中国,提高了对以燃料为基础的电力的需求。结果,其他燃料的价格——特别是煤,是发电的关键原料——近几个月来也快速上涨。

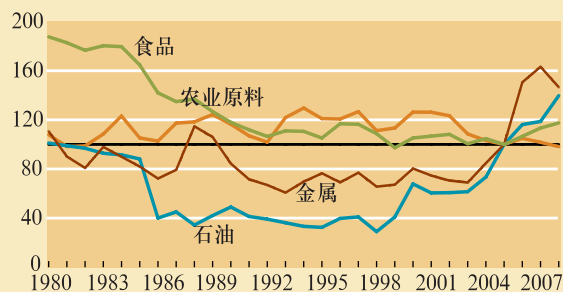
在一些例子中,某些新兴经济体不断上升的燃料需求也反映了政策因素,特别是和国际市场没有联系的国内最终消费价格和因此而增加的补贴,尤其

在石油出口国。而且国际能源机构预测新兴和发展中经济体的石油消费增长会继续超过发达经济体——在2007—2012年间,新兴和发展中经济体每年大约将增长3.5%,而发达国家将增长1%。

新兴经济体也在非燃料初级商品市场的价格上涨中扮演一个重要角色。特别是中国的工业化和城市化刺激着对贱金属的消费。例如,在2000—2006年间,单单中国对铜的消费就占了全球铜消费增长的约90%,铜是建筑不可缺少之物。同时,新兴经济体变得更加富裕,他们不仅仅消费更多的粮食而

图1
价格创新高

在最近几个月,许多初级商品的价格创历史新高。
(实际商品价格;2005年不变价格,2005年=100)



资料来源:IMF;商品价格体系和国际金融统计数据库。

且饮食结构正向高蛋白质食物,如肉、海产品和食用油以及水果、蔬菜转变。在2006年,中国对小麦、谷类、大米和大豆的消费占全球消费的1/5。事实上,中国现在是世界最大的大豆进口国,大约消耗了全球大豆出口量的40%。

第二,生物燃料助长了对特定粮食作物的需求。导致这一时期的价格上涨与早期的价格上涨不同的另外一个显著因素是大豆。近年来的高油价,加上美国和欧盟慷慨的支持性政策,已经导致使用生物燃料作为交通运输的辅助燃料的急剧增长,特别是在发达的经济体。在2005年,美国超过巴西,成为世界最大的酒精生产商,其使用的生物燃料在全球占比超过80%。欧盟是最大的柴油机生产方。

生物燃料的生产对粮食市场产生了重要影响——主要生产国生产生物燃料的原材料,尤其是谷类和油菜籽,有20%—25%正从食物生产转移到生物燃料生产——但是不影响石油产品市场,这个市场的生物燃料占交通运输油料供应量的不到1.5%。这造成价格的不对称——即石油产品的价格决定着零售生物燃料的价格,而生物燃料的增长对给料的价格产生强烈的影响(特别是乙醇,是用谷类和糖生产的)。

美国和欧盟关于生物燃料使用的高标准要求意味着将农作物转而为生物燃料的生产将会再继续至少5年的时间,那时,第二代生物燃料给料方式上的新技术在商业上变得可行——它使得能利用不适于食用的植物来生产生物燃料,这些植物的生产不会在土地和水资源上与主要粮食作物的生产相竞

争。美国的2007年能源法几乎使生物燃料生产目标翻了5倍,到2022年增加到350亿加仑,而欧盟已经要求到2020年,交通用油的10%必须使用生物燃料。这意味着一些主要粮食作物价格上涨压力将会持续一段时间。

第三,供给反应的迟顿增加了价格压力。单单需求的增加不能够解释近几年来大幅度的和持久的初级商品价格上涨。供给因素也在起作用。在基本上由需求驱动的价格上涨的初始阶段,考虑到短期生产能力的限制,供给反应的迟顿毫不为奇。过度的需求被价格上涨时的存货下降所消纳——这种格局在近年来的许多初级商品市场上可以看到。因为对初级商品的需求趋于使价格不富有弹性——即初级商品价格大的变动仅对需求产生很小的影响,尤其是在短期内——在这期间,商品需求对价格快速上涨的反馈效应非常有限,这部分地解释了初级商品市场中常见的价格大幅上涨的原因。

“出现在近期基础广泛的初级商品市场价格上涨的一个新的重要特征是,面对增长的需求而对供给做出的缓慢的调整的影响日益显著。”

除了初期的供给反应问题之外,出现在近期基础广泛的初级商品市场价格上涨的一个新的重要特征是,面对增长的需求而对供给做出的缓慢的调整的影响日益显著。这些结构性问题在石油市场尤其明显。近几年石油市场生产能力的增加对持续的高价反应令人失望(见图3)。并且,当生产能力增长的悲观前景似乎更确定时,这些预期更进一步加大了价格压力。2007年尤其表现为这种情形。关键问题是油田的平均规模不断下降和关于开发非传统油田(例如,深海油田或油砂)的技术困难不断增加。这些供给刚性加上对石油设备和服务需求的不断上升极大地提升了成本。结果,在2004—2006年间,尽管名义投资增长70%,但生产链的上游部门的实际投资几乎没有增长。虽然一些成本增加对于高需求的投入是周期性的,而且一旦石油设备和熟练劳动力供应跟了上来就应该减少,而那些与地质和技术问题相关联的成本可能要持续一段时间。

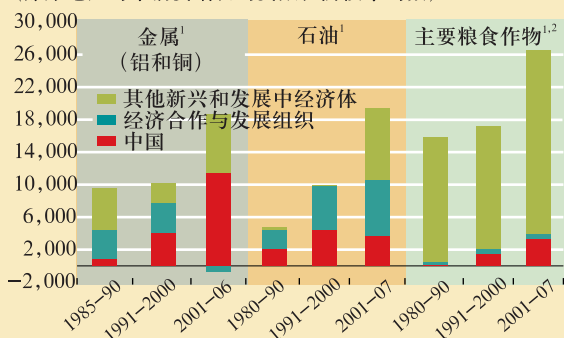
随着时间的推移,市场的平衡也同样会使其他初级商品的价格回落。考虑到需求的上升,尽管生产

图2

上升的需求

上升的需求,特别是新兴市场,是推动初级商品价格上涨的关键因素。

(部分地区对年消费增长的贡献;阶段平均数)



资料来源:美国农业部;世界金属统计局;英国石油公司;国际货币基金组织工作人员。

¹金属以十万吨计;主要粮食作物——玉米、大米、大豆和小麦——和石油以千吨计。

²主要粮食作物是玉米、大米、大豆和小麦。

能力增长非常迅速，许多初级商品存货已经下降到非常低的水平。例如，发达经济体商品油存货在2007年急剧下降，主要贱金属的存货在过去两年已经全部达到紧要的低点，主要粮食作物的存货（包括小麦和谷类）处于20年以来的最低点（见图4）。在这样的环境中，价格倾向于对可能的供给短缺新信号高度敏感。

第四，初级商品之间传导高价格的重要联系。不同初级商品不同市场之间的联系在近期的价格上涨中也起着作用，这种联系超过了共同的宏观经济条件之间的联系。例如，对生物燃料的需求不仅推动着谷类价格，也推动着其他食品价格的上涨，因为谷类在食品（肉、家禽、奶制品）生产中被当作投入品或相近的替代品使用。例如，在美国，食品对大豆粉和大豆油的价格有非常大的上推压力（因为谷类和大豆竞争同样一块田地），它通过替代效应对其他食用油的价格上涨有一定作用。对生物柴油的需求也在较小的程度上影响着食用油的价格，因为大豆油和其他的植物油，如橄榄油和菜籽油被用作生产生物柴油的投入品。较高的油价也对其他商品产生重要的影响，不只通过传统的成本推动机制（因为油是农业和金属生产例如铝的投入品），但是也通过替代效应而产生影响。例如，天然橡胶的价格上涨是因为它的替代品是以石油为原料的合成橡胶。铀的价格上涨为核能需求增加所驱动，然而近期煤价上涨是由于从使用比较贵的燃料油转到使用煤来发电。当然，生物燃料是汽油和柴油的边缘替代品。

第五，低利率和美元实际贬值成为一个支撑因素。随着近几年来初级商品金融市场的快速发展，许多初级商品价格更容易受到各种宏观经济冲击的影响。主要原因是不断增多的初级商品的即期价格是由以交换为基础的贸易决定的。虽然这样的贸易长久以来存在于一些农业商品如谷类中，但最近在其他初级商品的贸易中也变得比较普遍。例如，油价一直到20世纪70年代末仍然由石油生产商和石油公司的长期合同决定，但是现在油价主要由期货市场决定，在期货市场上，供给和需求力量决定着即期价格和远期价格。而且，许多远期合同以现金而不是以根本性的初级商品的交货来完成，初级商品市场之外的投资者可以使用初级商品分散他们的资产组合，因此，初级商品期货的期货市场和金融市场有比较密切的联系。这就为市场参与者提供了新的机会，但是也引致挑战（见专栏）。

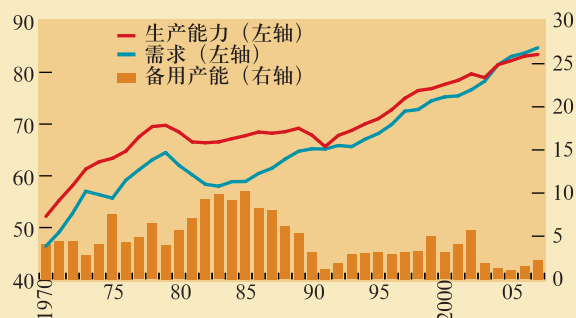
除了与前面讨论的全球经济增长有密切的联系之外，初级商品价格也被其他宏观金融条件所影响，尤其低利率和低估的实际美元汇率。低利率能刺激

总需求，这将增加对初级商品的需求。除了这种与增长相关的效果之外，和低利率相联系的有利的流动条件也倾向于增加对持有初级商品期货资产的需求（部分是由于国库券的收益低不太吸引人）和通过降低持有成本刺激持有初级商品存货，其他的任何事情都一样。

美元汇率影响商品价格是因为大多数商品——特别是原油、贵金属、工业金属和谷类，如小麦和玉米——以美元定价。过去数年中实际美元的贬值使美元区之外的消费者购买初级商品比较便宜，因此增加了对初级商品的需求。在供给方面，处于美元区之外的生产者以本币衡量的利润下降，使初级商品市场存在价格压力。美元实际价值的下降也减少了以美元计价的金融资产的价值，这使初级商品对于外国投资者来说是一个比较吸引人的“替代资产”（见

图3
生产能力增长缓慢

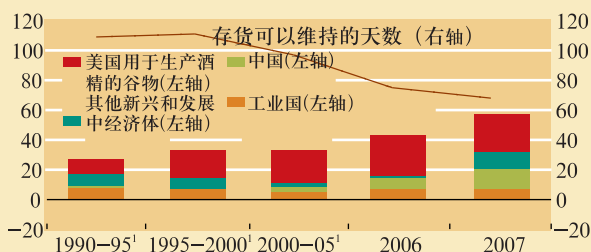
许多初级商品的供给，特别是石油，对价格上涨反应迟顿。
(世界原油的需求：生产能力和备用产能；每天百万桶)



资料来源：英国石油统计回顾；国际能源机构；美国能源信息署；国际货币基金组织工作人员。

图4
下降的存货

强劲需求成为粮食作物存货减少的关键原因。
(主要粮食作物的需求；每年变动；百万吨) (天数)



资料来源：美国农业部。
阶段平均数。

专栏)。最后,美元贬值能够导致其他国家采取较宽松的货币政策和较低的利率,特别是那些货币钉住美元的国家,这也引起对初级商品需求的增加,如同上面的讨论。

持久的影响

较高的初级商品价格如何影响全球经济?从2002年初油价开始上涨,高油价对全球经济的潜在不利效果已经引起广泛关注。分析家和决策者同样记得20世纪70年代的情况和滞涨——也就是说,低产出和高通货膨胀同时发生——接着发生所谓的第一次石油危机。从事后来看,到现在为止的高油价对全球经济增长和通货膨胀的不利影响好像比人们所担忧的要小。

影响有限具有一系列的原因。第一,这次油价上涨是由需求而不是供给引致的,不像20世纪70年代的两次主要的石油危机是与供给中断相关的。快速的经济增长刺激着对石油的需求,油价上涨是一个自动稳定器——它能限制(由此避免过热)但是不足以抵消全球经济增长所带来的正面影响。运用类比法,相同的结论适用于更一般的初级商品价格的上涨。

第二,虽然较高的油价提高了生产的成本,而且使整体价格有上升的压力,但是发达国家通货膨胀

的影响通常局限于总量上的通货膨胀。不像20世纪70年代,近几年来核心通货膨胀(总量通货膨胀,不包括食品和能源)仍旧没有受到大的影响,因为加强的货币政策可信度锚定了通货膨胀预期,尤其在发达经济体。换句话说,第二轮石油价格上涨的影响——即它还没有引致较高的工资需求——到目前为止并不大。然而,许多国家通货膨胀效应反响不大反映了对国内最终使用者的价格补贴。与20世纪70年代相比,由于发达经济体生产中能源使用强度的下降和较大的劳动市场弹性(这限制了工资—价格的螺旋式上涨),成本压力得以缓解。

考虑到2007年石油和食品价格同时的快速上涨,比较持久的影响是可能的。这部分是由于近期的价格快速上涨——尽管没有进一步上涨,它们对总量通货膨胀的影响也有可能2008年持续很长时间。同时,当工资获得者和公司为购买力的损失而寻求补偿时,食品支出所占份额超过与石油相关的支出份额很多这一事实可能引发第二轮影响。

从更宽广的远景来看,较高的初级商品价格对全球经济增长和通货膨胀的影响并不是惟一要考虑的。大规模的初级商品价格上涨通过恶化贸易收支差额,使低收入和中等收入的净初级商品出口国的外部风险增加。在这一方面,从石油到金属和食品,范围不断扩大的初级商品价格上涨有利于许多新兴和发展

初级商品作为金融资产的替代品

与初级商品相关的金融市场在近期发展非常迅速,并且获得重要地位。例如,纽约商业交易所交易公开的原油期货头寸——定义为,交易日结束时,特定商品无论是购买或者出售的未完成的公开期货和期权合同的数量——自1995年已经增长了3倍。场外交易衍生工具的交易也迅速发展,有限的数据显示它可能比正规交易所的交易量大许多倍,特别是原油。

初级商品金融市场的发展带来了新的机遇和挑战。一方面,金融市场可以提高初级商品贸易的流动性、深度和流动性,这将有助于价格发现——这个功能在交易所中表现得更有效。初级商品金融市场对风险的有效配置也起作用。作为保险的一种形式,金融套期保值可以使初级商品市场参与者减少与过度的初级商品价格波动相关的风险,而价格波动使预算、融资和投资计划更加复杂。

另一方面,近几年商品期货市场价格和投资利率的同时上升,特别是由投机者和指数交易者所引发的上升,放大了供求不平衡对价格的影响。一些人认为投资者高

度的活动增加了价格的波动性,而且把价格推到由基本面所决定的水平之上,从而增加了初级商品和能源市场中潜在的不稳定性。

经验证据显示了什么?正式的评估存在数据和方法问题的阻碍,包括区分投机和与套期保值相关的交易时所面临的困难。尽管存在这些问题,然而最近许多研究似乎显示投机对初级商品价格没有系统的影响,或者会增加初级商品价格的波动。例如,最近国际货币基金组织工作人员分析(2006年9月《世界经济展望》,专栏5.1)显示投机活动易于对价格运动作出反应(而不是相反),这暗示了从价格向投机之间转变的因果关系。

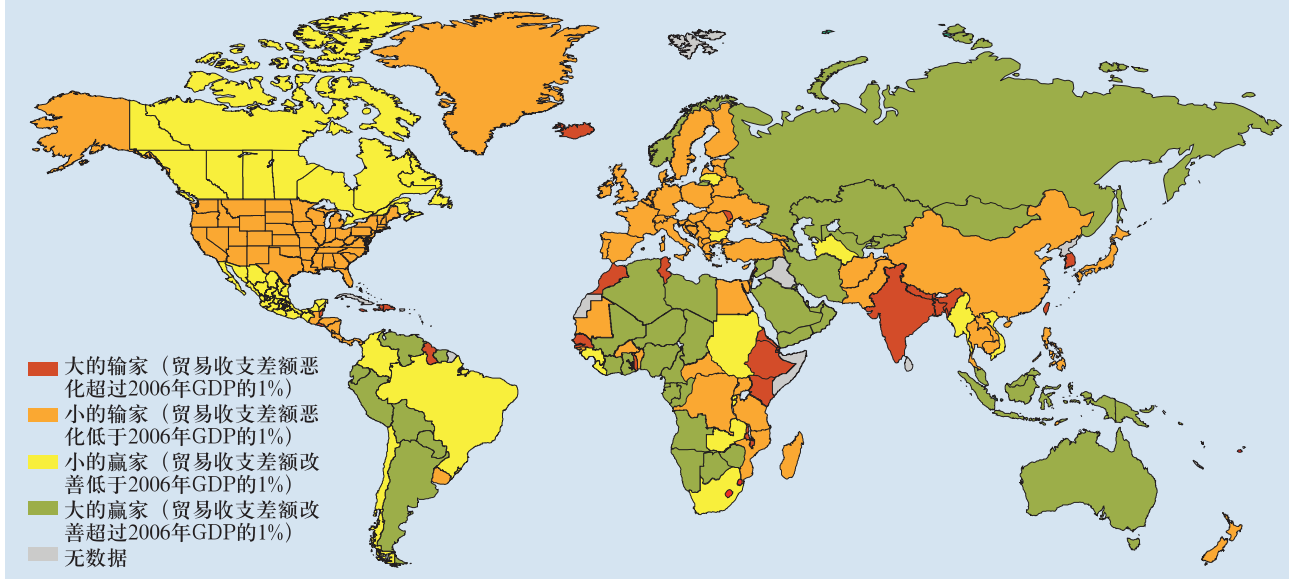
另外,初级商品期货交易委员会认为可能是由于增加市场流动性从而减少了价格波动,使市场参与者能够调整他们的资产组合,因此鼓励了新参与者的进入。

最后,虽然许多交易被认为是投机性的,但事实上它们可能反映在面对不确定性时套期保值的预期愿望。例如,对将来短缺的担心——特别是石油——可以导致消费者增加存货的真实愿望,因此推动价格上涨,其他任何事情都一样。

赢家和输家

随着价格上涨风潮从石油传播到金属和食品，一些新兴经济体和发展中经济体从初级商品出口中获益，但是一些初级商品进口国蒙受了巨大损失。

(2007年初级商品价格的变动对贸易收支差额的第一轮影响)



中经济体抵消由于商品净出口的较高价格所带来的较高油价的不利影响(见地图)。这些与初级商品相关的贸易条件也提高了真实收入、促进了国内需求和经济增长。

政策含义

当前的价格上涨也引起新的政策问题。从国际角度看,政策工作应该把重心集中在确保全球层面上市场力量的高效运行,因为许多商品市场是高度统一的。例如,在石油市场上,政策应优先确保把原油价格变化的信息及时、全部传递给最终使用者,并且提高对能源储备需求的刺激。这将会使全球石油需求有较大的弹性,可以减少由于需求和供给的变动而引起的油价波动幅度。另一方面,减少石油和金属的投资障碍和政策不确定性有助于加速生产能力的建立。同时,改善的市场统计能够有助于市场参与者做出明智的决定。

在主要的粮食作物市场上,能确保生物燃料有效、实际的使用,不鼓励贸易保护主义的政策将有助于降低玉米和食用油的价格。鉴于大量补贴和对国内产品的偏好(即使这样做相对是无效率的),美国和欧盟的当前政策需要大幅度调整。例如,被广泛接受的估计显示:巴西以甘蔗为原料生产酒精比美国以汽油或玉米为原料生产酒精的成本低(以能源当量

来衡量)。每公里行驶使用甘蔗乙醇也比使用汽油少产生91%的温室气体排放物。但玉米和小麦乙醇与汽油乙醇相比较,环境收益较小。因此,一个较好的政策应该允许生物燃料自由贸易,同时把排放成本体现在所有燃料的价格之中。另外,考虑到生物燃料是公共品,所有国家的政府应在资助具有前景的第二代生物燃料的研究中扮演适当角色。

除了提高全球商品市场运行效率的政策之外,减轻食品和燃料价格上涨对贫穷家庭的影响也成为政策一个关注焦点。对食品安全的担忧促使许多国家采取贸易保护措施,这可能对全球市场不景气产生影响。例如,在2007年,许多国家对谷物征收出口税,而且降低了食用油的关税。相反地,各国应考虑对贫穷家庭给予一定的现金转移支付,如果这个方法不可行,也可采取对穷人消费的部分食品进行暂时补贴。同样地,给予国内的燃料补贴(产生相当大财政费用)会鼓励能源的过度消费,而且倾向于不成比例地使较富有家庭受益,替代的方法是,许多石油出口国应该通过设计良好的而且有针对性的安全保障网来使高燃料价格对贫穷家庭的影响最小化。

Thomas Helbling, 国际货币基金组织研究部顾问;
Valerie Mercer-Blackman, 国际货币基金组织研究部高级经济学家;
Kevin Cheng, 国际货币基金组织研究部经济学家。