

9月份大宗月报

大宗投资谨慎为先，贵金属看涨能源承压

■ 核心观点

第一，8月大宗商品虽然整体跌幅创年内最大，但是在部分品类上的表现却有所好转。与7月相比，8月份金价涨幅扩大，小麦价格下跌涨幅明显收窄。而 WTI 原油、铁矿石价格均由涨转跌，玉米、大豆、布伦特原油、动力煤、铜、螺纹钢价格则跌幅加深。

第二，9月大宗商品投资整体仍将维持谨慎。其中：黄金将是9月大宗的首选；国际农产品表现可能不及国内农产品；黑色与有色金属则会小幅震荡走弱；动力煤可能震荡下行，原油价格在供求格局偏松下大概率会震荡下行。9月份大宗商品配置价值依次为：贵金属>农产品（国内）>金属>农产品（国际）>能源。

第三，考虑到全球经济仍存下行压力，贸易局势也有蔓延升级趋势，原油需求在中长期恐仍将维持弱势。在供给趋松、需求弱势的背景下，油价9月可能震荡下行。

第四，当前，美元指数已升至 99 左右，在美国经济下行趋势仍存，美联储鸽派态度逐渐清晰化的情况下，美元指数将高位回落；在美强欧弱的大背景下美元指数回落幅度不会太大，小幅回落是大概率事件。在上述背景下，金价在 9 月可能继续震荡上行。

本月市场研判

■ 供需格局转松油价恐将下行，9月黄金表现或持续向好

年初以来大宗商品涨跌各半。其中：WTI 与布伦特原油分别以 24.9%和 20.7%的涨幅位居一二；黄金与铁矿石分别以 19.3%与 18.1%的涨幅分列三四；动力煤价格上涨 1.9%；小麦价格下跌 8.0%，螺纹钢价格下跌 5.6%；铜价下跌 4.1%；大豆价格下行 3.8%；玉米价格下跌 2.2%。分月度看，大宗商品市场 8 月加速下行，创年内最大跌幅。分品类看，8 月表现最好的是黄金，也是唯一录得上涨的品种，涨幅达 7.1%；而农产品、原油、动力煤、螺纹钢、铁矿石与铜的价格则收跌，其中铁矿石价格以-27.5%的涨幅表现最弱，玉米价格月涨幅也达到-11.1%。8 月大宗商品虽然整体跌幅创年内最大，但是在部分品类上的表现却有所好转。与 7 月相比，8 月份金价涨幅扩大，小麦价格下跌涨幅明显收窄。而 WTI 原油、铁矿石价格均由涨转跌，玉米、大豆、布伦特原油、动力煤、铜、螺纹钢价格则跌幅加深。对于 8 月大宗的跌幅创年内最大且大多品类表现变差，我们认为可以通过跟踪以下四个因素的变化来解释：

1、**全球经济 8 月继续下行，带动大宗整体下跌。**全球经济在 8 月继续下行。美国 Markit 制造业 PMI 继续下行至 49.9，近年来首次跌破 50 的荣枯线水平；ISM 制造业 PMI 也接近 50 的位置。欧元区 8 月制造业 PMI 略微回升至 47.0，但仍处年内次低水平，仅略高于 7 月的 46.5。日本 8 月制造业 PMI 略微回升至 49.5，但仍接近年内 48.9 的低位。英国制造业 PMI 也位于 50 的荣枯线水平以下。全球经济景气度在 8 月整体不景气显示出全球经济下行压力仍存，美国 Markit 制造业 PMI 首次跌破 50 显示全球经济不景气的范围有所扩大，致使大宗月度的整体表现继续负面而金价大涨。

2、**全球贸易摩擦迎来波折**。8月，中美贸易局势跌宕起伏。8月15日，美宣布对自华进口的约3000亿美元商品加征10%关税，分两批自2019年9月1日、12月15日起实施；之后，中方被迫采取反制措施，对原产于美国的5078个税目、约750亿美元商品加征10%、5%不等关税，分两批自2019年9月1日12时01分、12月15日12时01分起实施。再之后，美方宣布将提高对约5500亿美元中国输美商品加征关税的税率5%。中美贸易摩擦蔓延升级趋势明显。虽然之后中美均表示双方交流一直在进行，但市场对全球贸易局势前景的担忧急剧加深，大宗商品市场的风险偏好也受到冲击。**全球贸易局势紧张带来的担忧情绪加深是大宗整体下跌而金价大涨的另一大原因。**

3、**美联储内部分歧加深，理事会委员整体偏鸽**。在美联储7月底开启降息之后，市场对美联储降息预期愈发加强，但是美联储理事会委员与地方联储主席的态度明显分化，地方联储主席已有数人公开表达对降息的不支持态度，而理事会部分成员则表达了大幅降息的倾向。鲍威尔在全球央行行长会议上的讲话则没有涉及这一敏感问题，更多的时间花在总结过去数十年的三个历史阶段，并梳理出每个历史阶段美联储的主要解决难题与工作任务，并表示当前这一阶段需要解决的是低通胀的问题。上述表述导致市场预判美联储9月降息的概率进一步加大。美联储内部对降息态度的分化导致市场波动加剧，鲍威尔对降息前景的避而不谈也加大了市场对美联储未来行动的判断难度，进一步加剧了市场波动。

4、**美元指数创两年新高，金价继续震荡上行**。美联储内部成员对降息态度的分化导致外汇市场波动加剧，而欧洲经济持续疲软、多国发行负利率国债、意大利政府动荡以及英国脱欧乱局则加大了欧元兑美元的下行压力。在该背景下，美元指数震荡冲高，并一度突破99，创近两年新高；大宗商品在强势美元下整体弱势，但是黄金价格走势在贸易局势蔓延升级的刺激下并未受强势美元压制，而是加速上行，并续创新高。

展望后市，全球经济下行、贸易摩擦蔓延仍将给市场持续带来压制，上述两个因素短期扭转的概率仍然较低。美联储在经济下行压力渐增、独立性受损以及内部分歧严重的背景下未来降息倾向可能有所加强，美元指数在9月会有小幅回落的可能。在该背景下，大宗商品价格在9月的整体走势可能边际好转，美元指数的高位回落可能导致金价进一步震荡上行，但工业品与农产品仍将受贸易摩擦与全球经济下行背景下恐仍将维持弱势。整体看，9月大宗商品投资整体仍将维持谨慎。其中：受全球经济下行、贸易摩擦蔓延升级与美元指数高位回落三重利好的黄金将是9月大宗的首选；在中美贸易摩擦持续的背景下，国际农产品表现可能不及国内农产品；黑色与有色金属则会在全球经济持续下行、贸易摩擦蔓延升级的双重冲击下震荡走弱，但9月环保限产与供给收缩可能给钢价与有色价格带来一定的支撑，所以金属价格下跌幅度恐不会太深；受气温回落与用电需求下行利好的动力煤在9月可能震荡下行，原油价格在供求格局偏松下大概率会震荡下行。

■ 月度配置观点：贵金属>农产品（国内）>金属>农产品（国际）>能源

大宗商品市场8月在全球经济下行与贸易摩擦加剧的冲击下表现偏弱。展望9月，在全球经济形势持续下行、贸易摩擦持续蔓延、美联储有望转鸽的多空交织的背景下，大宗整体将以弱势震荡为主，但各品种商品之间可能会有所分化。在各类大宗商品中，原油在需求震荡走弱、供给趋松的背景下将以震荡下行为主；动力煤价格在供给趋稳但用电需求回落的背景下将弱势震荡。玉米、小麦与大豆等农产品价格在中美贸易摩擦的背景下国内外价格可能走势分化，其国际价格表现恐显著弱于国内市场。有色金属、黑色金属及焦煤、焦炭与铁矿石等钢铁上游原材料价格在需求走弱的背景下大概率震荡下行，但供给端的收缩可能限制有色与钢价在9月的跌幅。黄金价格在全球经济下行、贸易摩擦蔓延升级、美元指数可能高位回落的背景下将继续震荡上行。整体上看，9月份大宗商品配置价值依次为：贵金属>农产品（国内）>金属>农产品（国际）>能源。

1、**美元指数有望高位回落，大宗价格弱势有望收窄**。全球经济在8月继续下行，考虑到美国经济景气度仍处下行通道，日本、英国及欧元区景气度仍然低迷，全球经济下行态势可能仍将延续。美债收益率倒挂仍在持续，短期也难以迅速回正。另外，全球经贸摩擦蔓延升级趋势仍在延续。以上因素决定了大宗商品的需求面难以整体好转，大概率仍将维持弱势。但美联储货币政策转向宽松的态度可能逐渐明晰，美元指数在该背景下将自高位有所回落，但美强欧弱的基本面决定了美元指数回落的幅度不会太大。美元指数的高位回落将导致大宗商品的弱势边际收窄。

2、**原油供给趋松需求趋弱，9月油价恐震荡下行**。原油价格经过2019年前四个月的上行后，在5月大幅回落，并在6月企稳并小幅反弹，7月出现分化，8月则显著下行。布伦特原油价格从2018年底的50.3美元/桶的低位强势反弹至74.7美元/桶的高位后又回落，现围绕60美元/桶的中枢震荡，年内涨幅达20.7%；WTI原油价格则从2018年底的45.4美

元/桶的低位反弹至 66.3 美元/桶的高位后又回落，现为 56.7 美元/桶，年内涨幅达 24.9%；两者价差有所收窄。原油库存有所回落，美国原油库存震荡下行，美国石油炼厂开工率震荡上行，成品油库存震荡回升，美油供给偏紧；但是 OPEC 原油库存大幅上行，且俄罗斯减产不及预期，OPEC 原油供给趋松。原油供给整体边际趋松，考虑到全球经济仍存下行压力，贸易局势也有蔓延升级趋势，原油需求在中长期恐仍将维持弱势。在供给趋松、需求弱势的背景下，油价 9 月可能震荡下行。全年看，布油年内震荡区间仍将是 60-70 美元/桶，WTI 年内目标区间为 55-65 美元/桶。

3、美元指数可能高位回落，9 月金价将震荡上行。金价在 2019 年第一个月有所上涨，在 2-4 月出现回落，5-6 月金价再次有所上行且上行加速，7 月金价继续小幅上行，8 月涨幅显著加大。当前，美元指数已升至 99 左右，在美国经济下行趋势仍存，美联储鸽派态度逐渐清晰化的情况下，美元指数将高位回落；在美强欧弱的大背景下美元指数回落幅度不会太大，小幅回落是大概率事件。在上述背景下，金价在 9 月可能继续震荡上行。

重大事件跟踪

■ 全球贸易摩擦继续蔓延，利空风险资产利好避险资产

事件描述：8 月 24 日，在中方针对美方贸易制裁宣布将采取反制措施后，美方宣布对约 5500 亿美元中国输美商品关税的税率再提高 5%。其中对自华进口的 3000 亿美元关税税率由原定的 10%提高至 15%，分 2019 年 9 月 1 日、2019 年 12 月 15 日两批实施。对 2500 亿美元关税税率从 25%提高到 30%先征求公众意见，再于 2019 年 10 月 1 日生效。

点评：①中方反制之后美方继续提升制裁力度，使得中美贸易局势再次趋于紧张。②美方此举将使得双边经贸局势更加复杂化，加大了市场对贸易摩擦的担忧。③考虑到 9 月 1 日部分制裁已经落地，且贸易制裁对美国通胀的拉升作用边际提升，所以上述制裁在冲击中方出口贸易的同时，也将给美国带来较大的通胀压力。④韩日贸易局势仍在发酵，全球性贸易摩擦继续蔓延，处于下行通道的全球经济继续受到贸易摩擦的冲击，市场情绪也将受到还需压制。利空风险资产的同时，利多黄金、白银等避险资产，考虑到金银比处于高位，白银未来上涨空间可能将大于黄金。

■ 各方矛盾重重致 G7 峰会无果而终

事件描述：G7 峰会在法国举行，但各方在脱欧谈判、伊朗问题、贸易摩擦、俄罗斯重新加入峰会等问题上均矛盾重重，致使峰会无果而终。

点评：①在脱欧谈判问题上，尽管法德领导人对爱尔兰边境问题表达了可以重新协商的态度，但是英方并未拿出切实可行的方案以取代此前的方案。在该背景下，欧洲理事会主席图斯克公开表示已拒绝约翰逊 19 日提出的关于重启英国脱欧谈判的书面要求，默克尔与马克龙也表达了相近的态度，脱欧问题依然难解。②特朗普对约翰逊表达了期待脱欧后美英签订大型自由贸易协定的期待，这加剧了英国内部脱欧派与留欧派的矛盾，也加剧了英国与欧洲分化，致使英国无协议脱欧的可能性进一步上升。③马克龙在此次 G7 峰会上力图缓解伊朗问题，并邀请伊朗外长参会。但是美方的强硬表态则使得马克龙的努力付诸东流，伊朗问题并未获得显著缓解。伊朗局势一旦升级，原油市场的供需面将发生显著变化，霍尔木兹海峡可能被封锁，同时原油供给短缺的恐慌情绪也将蔓延升级，油价届时可能面临大幅上行的潜在风险。④贸易摩擦方面，美国依然我行我素，欧盟诸国难以与美方积极就此问题进行磋商。⑤美方希望邀请俄罗斯重新加入峰会恢复 G8，但欧盟方面的强烈反对与俄罗斯方面的漠视使得该事项达成的概率并不高。⑥美欧、中东、英欧、英国内部矛盾重重，全球经济政策不确定性恐将进一步抬升，利多金银等贵金属，利空工业品。

月度大宗研判

大宗商品	多空判断	未来一月市场展望	走势图
原油	看空	在供需偏松格局下，油价9月将震荡下行。	
供给	偏空	1、OPEC部分成员国增产原油致OPEC原油产量年内首次出现增产； 2、俄罗斯石油减产不及预期。	
需求	偏空	1、全球经济仍在下行通道； 2、中美、韩日等贸易摩擦仍在持续。	
情绪	中性	1、中美贸易摩擦持续打压原油做多情绪； 2、美伊博弈下，中东局势依然复杂。	
钢铁	偏空	需求弱勢下环保限产将给钢价带来一定支撑，钢价将弱勢震荡； 焦煤、焦炭、铁矿石在该背景下也将偏弱勢震荡。	
宏观	偏空	1、国内经济下行压力仍存； 2、中美贸易摩擦进一步加大经济下行压力。	
供给	偏多	1、钢企高炉开工率略有回落； 2、9月环保限产可能会趋严。	
需求	偏空	1、房地产投资恐有所下行； 2、基建投资可能受地方债发行空间制约； 3、汽车产量同比继续大幅负增长。	
有色	偏空	供需格局偏松加上贸易摩擦蔓延升级冲击，有色9月表现将整体偏弱。	
宏观	偏空	1、全球经济下行压力仍存； 2、中美、韩日等贸易摩擦或致全球经济下行压力加大。	
供给	中性	全球有色各品种供给趋松与偏紧各半。	
需求	偏空	1、贸易摩擦蔓延升级冲击制造业供应链； 2、中期全球经济下行前景压制企业投资增速。	
农产品	偏空	农产品整体表现偏弱，国内外可能延续分化，国内将好于海外。	
供给	中性	1、美国主产区天气炎热致部分农作物减产； 2、气候变化导致的全球极端天气增多。	
需求	中性	1、中美贸易摩擦升级给美国主产的农产品出口预期带来冲击，但提振了对国内农产品需求，中秋节也将刺激部分国内需求； 2、库存消费比：小麦、大豆下行，玉米、棉花上行。	
资金	偏空	走势回落，小麦、玉米、大豆净多单均下行，仅小麦略微为正。	
黄金	看多	避险需求持续提振叠加美元指数将高位回落，看好金价在9月继续震荡上行。	
美元指数	偏多	1、美联储内部分化严重，但理事会成员大多偏鸽，美元指数可能高位回落； 2、美元指数近期盘中突破99，未来或有回落压力。	
避险需求	偏多	1、全球经济下行压力仍存，黄金中期存在避险需求； 2、全球贸易摩擦蔓延升级，中东地缘局势不稳，黄金避险需求将持续获提振。	
流动性	偏多	年内美联储大概率将在9月与12月分别降息，金价仍有上行动力。	

大宗走势展望

图表1 主要大宗商品涨跌幅及走势展望

大类	细分品类	价格 (2019.08.30)	年初以来涨跌幅 (2019.08.30)	7月涨跌幅 (2019.07)	8月涨跌幅 (2019.08)	9月趋势展望
能源	原油(布伦特)	60.8 美元/桶	20.7%	-3.6%	-5.1%	↓
	原油(WTI)	56.7 美元/桶	25.1%	0.2%	-3.2%	↓
	动力煤	581 元/吨	1.9%	-1.8%	-2.2%	↓
金属	螺纹钢	3741 元/吨	-5.9%	-1.4%	-7.2%	↓
	铁矿石	85.9 美元/吨	18.1%	0.3%	-27.5%	↓
	铜	5722.0 美元/吨	-4.9%	-0.8%	-3.4%	↓
	铝	1713.5 美元/吨	-8.9%	0.2%	-3.5%	↓
农产品	小麦	532 美分/蒲式耳	-7.6%	-11.9%	-0.4%	↑
	玉米	401 美分/蒲式耳	-2.4%	-10.0%	-11.1%	↓
	大豆	816 美分/蒲式耳	-3.8%	-3.2%	-1.0%	-
贵金属	黄金	1428.4 美元/盎司	19.5%	1.3%	7.1%	↑

资料来源: WIND, 平安证券研究所

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10375

