

7 月份大宗月报

中美经贸磋商重启，金价短期或临回调

■ 核心观点

第一，6 月大宗商品虽然整体的表现弱于 1-5 月，但是在黄金、铁矿石等部分品类上却有较好表现。主要是受全球经济下行、全球贸易摩擦蔓延升级、美元指数高位回落及铁矿石产能修复缓慢等因素影响。

第二，7 月大宗商品投资整体仍应谨慎，原油、农产品、铜、动力煤有望成为 7 月较好的投资品种，而黄金虽然仍具中期配置价值，但 7 月恐面临高位回落的走势。7 月份大宗商品配置价值依次为：能源>农产品>金属>贵金属。

第三，OPEC+减产会议即将召开，由于管道污染问题，俄罗斯将大概率不得和中东产油国共同限产，原油短期供给端将边际趋紧。在供给趋紧、需求暂稳的背景下，油价 7 月可能有所回升，WTI 年内目标区间仍为 55-65 美元/桶。

第四，当前，美元指数已跌至 96 附近，在美国经济仍强于欧洲经济，美联储降息可能不及预期的背景下，美元指数继续下行的空间不大，金价在 7 月可能面临高位调整的潜在风险。

本月市场研判

■ 全球经济下行预期致 6 月大宗表现疲软，7 月能源有色农产品可能表现突出

年初以来除铜、螺纹钢之外的其他主要品类均有所上涨。年初以来，铁矿石价格大涨 62.2% 夺魁，持续表现强势；原油（布伦特）以 23.7% 的涨幅位居第二；玉米价格回升 12.7%；黄金价格上行 9.8%；动力煤价格上行 6.1%；小麦价格上行 4.8%，大豆价格上行 2.1%；铜年初以来收跌 0.2%；螺纹钢价格下行 2.3%；黄金在年初表现强势后回落，但在 6 月加速上扬，年初以来涨幅近 10%。分月度看，大宗商品市场 6 月整体表现不及前五个月，成为年内整体跌幅最大的月份。分品类看，6 月表现最好的是铁矿石、黄金、小麦与原油，其中铁矿石价格以 18.2% 的涨幅居首；而螺纹钢与玉米价格则收跌，其中螺纹钢价格以 -1.4% 的涨幅表现最弱，玉米价格月涨幅也达到 -1.0%。6 月大宗商品虽然整体的表现弱于 1-5 月，但是在部分品类上却有较好表现。与 5 月相比，6 月份原油、动力煤与铜价均由跌转涨，铁矿石与黄金价格涨幅扩大；螺纹钢价格跌幅也明显收窄；而农产品虽然整体仍保持上涨，但 6 月涨幅较 5 月有所下滑，拖累了 6 月大宗的整体表现。对于 6 月大宗的表现较弱但部分品类表现突出，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 6 月有所下行，带动大宗整体趋弱。**年初以来全球经济的下行趋势仍在 6 月延续。美国 Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI 均有所回落，且均接近 50 的荣枯线水平。5 月 ISM 制造业 PMI 已降至 52.1，6 月 Markit 制造业 PMI 初值更是跌至 50.1，服务业 PMI 跌至 50.7；欧元区 6 月制造业 PMI 初值仅略微高于 5 月的水平 0.1，47.8 较荣枯线仍有一段距离，且再次下行，接近年内 47.5 的最低水平；日本 6 月制造业 PMI 初值回落至 49.5，接近年内 48.9 的低位。**全球经济景气度在 6 月整体下行显示出全球经济下行压力加大，致使大宗月度的整体表现创年内新低。**

2、全球贸易摩擦开始蔓延。6月，中美贸易摩擦仍在持续，同时也开始蔓延至美国与印度、越南等亚洲新兴经济体之间。美国与印度贸易摩擦出现了升温迹象，美日、美欧的贸易谈判前景也存在不确定性，市场对全球贸易局势的担忧急剧加深，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走弱的另一大原因。**

3、美元指数六月高位回落，金价加速上行。在市场对美联储降息预期加强以及美联储议息会议释放宽松信号之后，美元指数自高位开始回落，最低曾跌破96关口，当前为96.2，整体下行1.62%，这给此前“万事俱备，只差东风”的黄金价格带来了提振。此前，黄金价格面临的是全球经济下行、贸易局势紧张、地缘局势升温带来了多重避险需求的上行，但高企的美元指数限制了金价的持续上行。直到6月，美元指数终于开始自高位回落，金价月度涨幅近10%。

4、巴西、澳大利亚铁矿产能恢复缓慢，国内钢厂高开工率致铁矿石价格高企。2019年上半年，铁矿石供给端接连发生大型冲击，先是巴西淡水河谷矿难致大型铁矿石矿山停产或减产检修，再是澳洲西部飓风导致矿山产能大幅下行。尽管6月巴西淡水河谷矿难与澳洲西部的飓风虽然衰减，但产能的恢复需要一段时间，预计9月之前产能难以获得显著修复。加上需求端，国内钢厂开工率居高不下，环保限产大概率将在9月开启，6月钢厂对原料的需求仍然旺盛。**供需趋紧之下，铁矿石在6月开启了高位大幅上涨的行情。**

展望后市，全球经济下行、贸易摩擦蔓延仍将给市场带来压制，上述两个因素短期扭转的概率并不是很大。中美经贸磋商重启会给市场情绪带来提振；在美联储降息可能不及预期、美强欧弱格局延续的情况下，美元指数在当前位置上继续下行的空间并不大，并有望在7月企稳回升；另外，铁矿石面临的供需格局在7月恐怕还将延续。在该背景下，大宗商品价格的整体走势仍将延续弱势，美元指数的企稳回升可能导致金价高位回落，铁矿石价格有望在供需偏紧格局中高位震荡。整体看，7月大宗商品投资整体仍应谨慎，受中美经贸磋商重启与中东局势升温利好的原油、受中美经贸磋商重启提振的大豆等农产品、受供给端罢工冲击与市场情绪提升利好的铜、受气温上升与用电需求回升利好的动力煤有望成为7月较好的投资品种，而黄金虽然仍具中期配置价值，但7月恐面临高位回落的走势。

■ 月度配置观点：能源>农产品>金属>贵金属

大宗商品市场6月在全球经济下行的冲击下表现疲软。展望7月，在全球经济形势难以发生显著回暖的背景下，大宗整体将以弱势震荡为主，中美重启经贸磋商可能会带来一些品类的做多机会。在各类大宗商品中，原油在需求预期修复、中东局势升温带来供给端担忧上行的背景下将迎来回升；动力煤价格在气温回升带来用电需求上行的刺激下将有所上行。玉米、小麦与大豆等农产品价格在中美重启经贸谈判的背景下可能会延续较好表现。有色金属在供给端产能收缩的冲击下也会迎来阶段性上行行情；黑色金属中的焦煤、焦炭与铁矿石在钢厂高开工率的情况下有望高位震荡，螺纹钢价格则受制于需求趋弱而有所下行。黄金价格在避险情绪边际缓解、美元指数有望企稳回升的背景下可能面临高位回落的潜在风险。整体上看，7月份大宗商品配置价值依次为：能源>农产品>金属>贵金属。

1、多重利空难以扭转，大宗价格整体仍将承压。全球经济在6月继续下行，考虑到美国、日本等发达经济体经济景气度下行态势明显，欧元区景气度仍然低迷，全球经济下行态势可能仍将延续。美债收益率倒挂已较严重，短期迅速回正的概率也并不大。美元指数在美强欧弱、经济下行、联储降息可能不及预期的大背景下将企稳回升。中美经贸磋商重启则给全球经贸局势带来了边际好转。在多空交织的背景下，大宗价格整体将弱势震荡。

2、原油供给端可能趋紧，7月油价或有所回升。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。布伦特原油价格从2018年底的53.8美元/桶的低位强势反弹至74.6美元/桶的高位后又回落，现为66.6美元/桶，年内涨幅达23.7%；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58.5美元/桶，年内涨幅达28.8%。两者价差有所收窄，显示出中东的减产会议前各成员国减产意愿较低限制了布油的涨幅。原油库存有所上行，美国原油库存高位震荡，美国石油炼厂开工率震荡上行超94%，成品油库存小幅下行，原油供需均旺盛。考虑到全球经济仍存下行压力，贸易局势也有蔓延趋势，原油需求在中长期恐将趋弱；OPEC+减产会议即将召开，由于管道污染问题，俄罗斯将大概率不得不和中东产油国共同限产，原油短期供给端将边际趋紧。在供给趋紧、需求暂稳的背景下，油价7月可能有所回升，WTI年内目标区间仍为55-65美元/桶。

3、美元指数难再下行，7月金价恐高位回落。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有提速之势。当前，美元指数已跌至96附近，在美国经济仍强于欧洲经济，美联储降息可能不及预期的背景下，美元指数继续下行的空间不大，金价在7月可能面临高位调整的潜在风险。

重大事件跟踪

■ 中美经贸磋商重启，全球贸易局势边际利好，能源、金属、农产品有望受益

事件描述：6月29日，中美领导人在日本大阪举行的G20会议期间举行了会晤，两国元首同意，中美双方在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商。美方表示不再对中国出口产品加征新的关税。两国经贸团队将就具体问题进行讨论。

点评：①中美经贸磋商重启对2018年不断加剧的全球贸易摩擦的边际修正，对全球贸易局势产生了边际利好。②美方表示不再对中国出口产品加征新的关税，但已加征的关税并未取消，说明中美之间的磋商未来将以“边打边谈”的方式进行。③中美经贸磋商重启给全球金融市场带来了风险偏好的提振，原油、有色金属与大豆等农产品将在7月迎来预期修复的过程，价格有望上行。④中美经贸磋商虽然重启，但考虑到中美在科技、地缘等领域的摩擦仍在持续，我们还是要对未来的谈判前景保持谨慎乐观。

■ 伊朗局势存较大不确定性，油价波动加剧概率大

事件描述：6月伊朗局势继续升温，美伊博弈搅乱中东局势。

点评：①6月阿曼湾两油轮遭袭，之后美无人机被伊朗成功射击，美国甚至计划开展对伊空袭，只不过在正式行动之前被特朗普取消而改成了网络袭击。之后，美国财政部对伊朗最高领袖哈梅内伊及伊朗伊斯兰革命卫队的8名高级指挥官进行经济制裁，美方宣称这将切断哈梅内伊、最高领袖办公室及相关人员的重要财政来源。美伊矛盾在6月显著加剧，甚至差点爆发战争。②在美伊博弈大概率仍将持续升级的情况下，中东地缘局势仍有继续升温甚至爆发战争的可能性。这将对下半年原油供给端带来较大的潜在不稳定性。③伊朗面临的经济制裁冲击仍然严峻，一旦伊朗内部局势失衡，伊朗行为将有较大的预测难度。④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。

■ 美联储释放宽松信号但降息可能不及市场预期，金价恐面临高位回落

事件描述：美联储6月议息会议释放降息预期，但之后鲍威尔讲话强调了美联储的独立性，未能就今年晚些时候的降息步伐给出任何新的线索，并打压了市场对美联储激进行动的预期。

点评：①我们判断2019年美国经济增速将由2.9%转为2.3%，随着经济增速的缓慢回落，美国经济抵抗全球经济下行拖累的能力也在趋弱，2020年美国经济增速可能转为2.0%以下。②美联储的货币政策将更加关注通胀预期，在通胀预期低迷的情况下，美联储年内可能采取降息一次的操作，而非市场普遍预期的降息2-3次。③在美联储等全球主要央行开启宽松周期的背景下，美强欧弱的全球经济格局在下半年难有显著变化，下半年美元指数仍将维持在95-100之间震荡盘整。④就目前情况看，美联储未来降息操作可能不及市场预期的那么强烈，美元指数在当前位置继续下行的空间不大，并有望企稳回升。尽管全球经济下行带来的避险需求有助于金价在中期的表现，但是，考虑到美元指数下行空间有限，黄金价格可能在7月面临高位回落的潜在风险。

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	看多	在中美经贸磋商重启、伊朗局势升温与OPEC+减产可能延续的背景下，油价7月将有所回升。	
供给	偏多	1、OPEC会议可能达成延长减产的决议； 2、尽管俄罗斯对减产兴趣不大，但德鲁兹巴输油管道的石油污染问题仍未解决，俄罗斯的出口将被迫受限。	
需求	中性	1、全球经济仍在下行区间； 2、中美经贸磋商重启。	
情绪	偏多	1、油价近期有所回升致原油市场情绪企稳； 2、中美贸易磋商重启给市场情绪带来了边际好转，伊朗局势升温也利多油价。	
钢铁	看空	需求整体偏弱背景下钢价将延续回落；焦煤、焦炭、铁矿石在钢厂产能难以下行的背景下恐高位震荡。	
宏观	中性	1、国内经济运行有所反复； 2、中美贸易磋商重启。	
供给	偏空	1、利润压缩短期难致钢企产能显著下降； 2、环保限产在7月可能不会大面积铺开。	
需求	偏空	1、建筑业淡季将至； 2、房地产销量同比显著回落拖累房地产投资； 3、汽车产量同比继续大幅负增长。	
有色	中性	多空交织下，有色7月表现将以震荡为主，受罢工影响，铜价表现或稍强。	
宏观	中性	1、全球经济下行压力仍在； 2、中美贸易磋商重启。	
供给	偏多	全球有色整体供给仍然趋紧。	
需求	偏空	1、贸易摩擦蔓延给制造业供应链带来的冲击仍在； 2、中期全球经济下行前景限制企业投资增速。	
农产品	偏多	农产品将延续震荡上行趋势，玉米表现可能相对突出。	
供给	偏空	1、美国主产区天气前景有望改善； 2、厄尔尼诺指数回落，但气候变化导致的全球极端天气仍多。	
需求	偏多	1、中美经贸磋商重启给美国主产的农产品出口预期带来提振； 2、库存消费比：小麦、大豆、玉米均下行，其中玉米下行幅度较大。	
资金	偏多	走势回升：小麦、玉米、大豆净多单均上行，其中小麦、玉米已回正。	
黄金	偏空	避险需求的边际回落叠加美元指数可能企稳，美联储降息若不及预期，金价可能在7月自高位有所回落，但仍具中期配置价值。	
美元指数	中性	1、比较美欧日经济及央行货币政策走向，美元指数下行空间不大； 2、美元指数近期回落至96附近，继续下行突破95的可能性较低。	
避险需求	中性	1、全球经济下行压力仍存，黄金中期存在避险需求； 2、中美经贸磋商重启，中东地缘局势升温，黄金避险需求多空交织维持震荡。	
流动性	偏空	年内美联储降息频率与力度可能均不及预期，金价上行空间将承压。	

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 (2019.06.29)	年初以来涨跌幅 (2019.06.29)	上月涨跌幅 (2019.05)	本月以来涨跌幅 (2019.06)	月度趋势 展望
能源	原油 (布伦特)	66.3 美元/桶	22.5%	-9.5%	1.0%	↑
	原油 (WTI)	59.4 美元/桶	30.9%	-16.3%	11.1%	↑
	动力煤	605 元/吨	6.1%	-2.9%	0.5%	↑
金属	螺纹钢	4089 元/吨	3.8%	-2.7%	-1.0%	↓
	铁矿石	118 美元/吨	63.0%	5.6%	18.2%	-
	铜	5953.5 美元/吨	-0.2%	-10.3%	3.0%	↑
	铝	1782.0 美元/吨	-4.7%	-2.7%	1.2%	-
农产品	小麦	613 美分/蒲式耳	6.1%	15.2%	5.3%	↑
	玉米	500 美分/蒲式耳	22.0%	25.1%	0.2%	↑
	大豆	851 美分/蒲式耳	0.4%	3.6%	2.2%	↑
贵金属	黄金	1409 美元/盎司	9.9%	1.0%	8.8%	↓

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_11731

