

6月份大宗月报

大宗整体震荡格局，继续看好黄金表现

■ 核心观点

第一，5月回顾：受全球各大经济体开始逐步恢复经济活动的利好支撑，5月的大宗商品市场整体好转，原油、铁矿石、动力煤表现较好，黄金与玉米小幅上涨，大豆、小麦小幅下跌，国际农产品出现明显分化。

第二，6月展望：关于病毒、疫苗、特效药、中美关系、美国社会矛盾演化以及新兴市场主权债务、欧洲金融债、南欧主权债等热点问题将成为影响市场的外部因素，市场确定性机会难觅。我们的大宗配置观点为：黄金等贵金属>黑色金属上游（铁矿石、焦煤、焦炭等）>粮食、饲料作物>能源（原油、天然气）>黑色金属>有色金属>经济作物>能源（动力煤）。

第三，当下，各类工业类大宗的价格基本都处于低位，但库存基本都在高位，加上需求端虽趋势向好，但节奏仍有很大变数，且疫情仍有反复风险，可能会给需求端的修复带来扰动；供给端则有所分化。整体看，高库存决定了大宗市场的波动率会偏低，需求端的趋势向好可能已经在盘面上有所反应，6月大宗整体将窄幅震荡。

本月市场研判

■ 5月回顾：海外逐步放松防控，复苏预期提振大宗表现

5月的大宗商品市场整体好转，此前出现“负油价”的“大宗之王”——原油市场也出现显著回升，成为5月大宗涨幅最大的品类。

5月的国际疫情已从4月的“欧美震中”模式切换到“新兴市场震中”模式，疫情最为严重的经济体除了美国之外，俄罗斯、拉美、中东、南亚与非洲也成为了新的爆发地，而欧洲的疫情则出现了显著的缓和。新冠疫情经历了以中国为震中、以欧美为震中的第一与第二阶段后，目前正处于以新兴市场为震中的第三阶段。正是在欧美疫情边际缓和的背景下，欧洲诸国与美国均在5月实行了防控的分阶段放松，这也给市场带来了提振。加上中国的经济恢复一直在稳步推进，全球的工业生产整体得到了阶段性的修复，这带来了大宗在5月的较好表现。

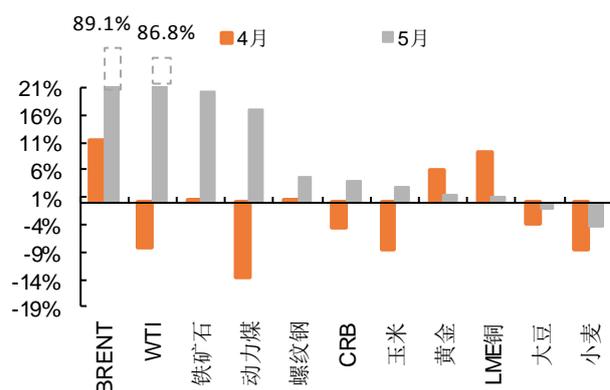
5月大宗商品市场呈现整体上涨的格局。与大宗商品价格紧密关联的美元指数仍在98-101之间横向波动，并未给市场带来显著影响。分品种看，油价在5月表现优异，布油全月上涨89.1%，WTI原油上涨86.8%；铁矿石价格也表现较好，5月涨幅达20.2%；动力煤价格上涨17.1%；螺纹钢价格上涨4.6%；黄金价格上涨1.5%；表现分化明显的是国际农产品，玉米价格上涨2.8%，但小麦、大豆价格分别下跌4.4%与1.2%，成为5月表现最弱的品类。

油价在5月出现大幅上涨的原因在于以下三点：第一，OPEC+减产叠加沙特额外减产的计划出炉，叠加美加等国页岩油和油砂油的被动减产，导致原油供给端得到了一定程度的收缩；第二，美欧疫情边际缓和，并逐步放松了严格的防控，导致需求端出现恢复，加上中国经济活动的持续恢复，原油需求侧出现改善；第三，4月美油期货价格跌至历史性的负价格引发市场多头恐慌，致使近月合约的多头加快移仓远月的步伐，近月合约的空头投机增加，在基本面逐渐倾向多头的背景下，近月

合约出现了一定程度的“逼空”上涨行情。

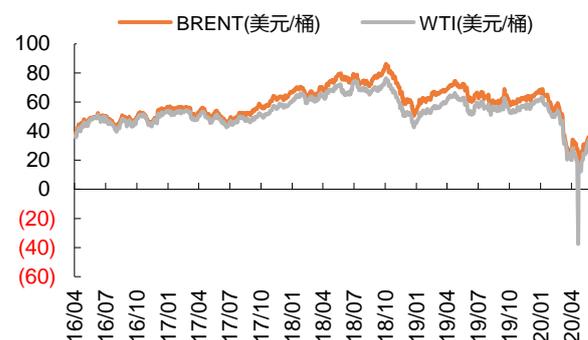
我们认为，大宗市场在 5 月的反弹主要是受全球各大经济体开始逐步恢复经济活动的利好支撑。进入 6 月，市场将面临更为复杂的环境：首先，欧美的复工复产能否继续顺利按计划推进？从当下的疫情发展迹象看，美国部分州已出现疫情反弹的迹象，欧洲少数国家也出现了疫情反复的苗头，这种趋势如果继续发展，可能导致经济的恢复出现反复。其次，阿根廷主权债务已出现违约迹象，在疫情之下，全球各大经济体的财政赤字率都会显著上升，那么阿根廷之外的新兴经济体也会有主权债务违约的风险，特别是拉美、中东、南亚等疫情仍然严峻的经济体；另外，欧洲金融债和南欧主权债务也有发生违约的潜在风险。在当前背景下，资产配置不应随着市场反弹和疫情缓和而显著乐观，适当的保守和谨慎仍可取。考虑到 6 月宏观环境变因较多，资产的均衡配置将是值得考虑的。

图表1 5月大宗原油、铁矿与动力煤表现较好



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 5月油价显著反弹



资料来源: WIND, 平安证券研究所

■ 6月展望：多空交织宏观因素多变，黄金等贵金属仍值得关注

展望 6 月，从基本面上看，当前欧洲疫情已有所缓和，但美国疫情仍处于平台期，新增人数仍处于 2-3 万/日，回落趋势缓慢。另外，俄罗斯、巴西、印度等新兴经济体的疫情仍然严峻。尽管欧美诸国均逐渐放松了调控，但由于警惕疫情的快速反弹，放松的步伐较为缓慢，且需求端恢复慢于生产端的修复，这也导致通胀水平持续低迷。

从当下看，各类工业类大宗的价格基本都处于低位，但库存基本都在高位，加上需求端虽趋势向好，但节奏仍有很大变数，且疫情仍有反复风险，可能会给需求端的修复带来扰动；供给端则有所分化，能源供给端有望持续偏紧，有色供给偏紧但边际变化可能不大，黑色上游供给分化，铁矿趋紧而镍边际趋松，经济作物农产品则供给稳定，天气可能带来不确定性因素。整体看，高库存决定了大宗市场的波动率会偏低，需求端的趋势向好可能已经在盘面上有所反应，6 月大宗整体将窄幅震荡。

5 月底，美国社会矛盾有升级趋势，可能给美国经济的恢复、美国大选局势带来显著冲击；另外，中美之间的博弈也有升温迹象，这给疫情下的全球宏观环境带来了更多的变数。展望 6 月，关于病毒、疫苗、特效药、中美关系、美国社会矛盾演化以及新兴市场主权债务、欧洲金融债、南欧主权债等热点问题将成为影响市场的宏观因素，多变的宏观因素冲击下，6 月市场中的确定性机会将非常稀缺。

就大宗商品市场看，我们看好基本面持续向好的黄金等贵金属。具体到各品类看，我们对 6 月大宗市场的配置观点为：黄金等贵金属>黑色金属上游（铁矿石、焦煤、焦炭等）>粮食、饲料作物>能源（原油、天然气）>黑色金属>有色金属>经济作物>能源（动力煤）。

重大事件跟踪

■ 鲍威尔重申“负利率”不合适美国，通缩风险大于通胀

事件描述：当地时间 5 月 29 日，美联储主席鲍威尔出席普林斯顿大学格里斯沃尔德经济政策研究中心(Griswold Center for Economic Policy Studies)举办的线上讨论，与美联储副主席布林德就经济前景进行交流。

点评：①此次鲍威尔讲话使在联邦公开市场委员会 6 月 9-10 日政策会议前的最后公开表态，之后将进入为期两周的缄默期，所以受到市场关注。②尽管鲍威尔表示此轮美联储的宽松跨越了多条红线，但他也对美联储的应急政策进行了辩护，表示这是为了在史无前例的情况下刺激市场、提振经济，且应急政策工具是为贷款而设定的，并未加大贫富差距。③对于美联储持续创纪录的资产负债表规模，鲍威尔表示这并无任何不妥，并且表示美联储的持有证券规模也是有限的。④对于未来的通胀预期，鲍威尔表示相对通胀的上行，通胀的下行风险更加值得担忧，特别是在第二波疫情很可能发生的情况下。⑤通过鲍威尔的发言，可以看出在疫情二次爆发的可能性仍存、疫苗与特效药尚未被规模开发的背景下，美联储的零利率政策与 QE 仍将继续，虽然近期美联储 QE 规模有所下滑，但这并不代表在经济再次面临压力的情况下，美联储不会重新增加 QE 规模。至少，在疫情及其带来的经济下行风险未彻底消散前，美联储将维持当下的宽松政策环境。⑥鲍威尔重申了“负利率”对美国并不适用，不仅会冲击货币市场基金，而且会压缩银行业的利润，降低银行对外放贷的积极性。这也说明，在未来一段时间，美联储暂不会使用“负利率”政策。

■ 美国社会矛盾加剧，大选选情或受冲击

事件描述：当地时间 5 月 26 日，美国警察暴力执法致黑人乔治·弗洛伊德死亡，在美国明尼苏达等数十个州暴发抗议示威活动，引发美国社会矛盾加剧。

点评：①该事件是在新冠疫情尚未明显缓和的背景下发生，由于美国的种族矛盾由来已久，历年就发生过多次少数族裔遭美国警察暴力或枪击致死事件，加上此次疫情给少数族裔带来的负面冲击更大，所以该事件点燃了美国少数族裔的不满，进而导致全美数十个州出现抗议活动。②尽管此类事件曾在过去数年屡次发生，但此次事件的影响明显更大：第一，此次事件的参与人数与蔓延范围更大；第二，此次事件发生的时点敏感，新冠疫情已经使得少数族裔深受病毒困扰，死亡率也更高，且经济冲击也更大；第三，此次事件发生的背景特殊，还有 5 个多月就要进行史上“最为激烈”的美国大选了，这将给美国大选的选情带来显著影响。③从特朗普与拜登的基础票仓看，特朗普票仓集中在普通白人群体，倾向反对非法移民；而拜登的票仓则集中在精英人群与少数族裔群体，在民主党初选中，少数族裔对拜登的好感就显著大于其他候选人。所以此次事件的爆发可能增加拜登支持者的投票率。④由于特朗普是在任者，所以此次事件构成了继新冠疫情之后阻碍其成功连任的第二个风险，一旦第二波疫情来临并未能有效控制，抑或是此次事件未得到妥善解决，社会矛盾进一步加剧导致种族之间矛盾升级，都将显著降低特朗普的连任概率，而作为竞争者的民主党总统候选人拜登，将可能成为最终的受益者。⑤作为在任者，特朗普政府仍可能采用惯用的矛盾外移策略，这可能加剧中美之间的紧张关系，进而造成市场的波动加剧。

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	中性	在供需面改善与不确定性仍高的背景下，油价6月恐维持震荡。	
供给	偏多	1、OPEC+减产叠加美加等产油国被动减产导致供给收缩； 2、美国商业原油库存高位震荡，库欣库存有所回落。	
需求	中性	1、海外疫情继续在拉美、南亚、非洲蔓延，欧美诸国分批解除封锁，需求端短期有所恢复； 2、全球各地区疫情发展阶段存较大差异，需求端恢复可能不及预期。	
情绪	偏空	1、经历了大幅波动后，油市逐渐回归理性，但谨慎情绪仍占多数； 2、中东地缘政治局势有升温迹象，复杂性较高。	
钢铁	中性	钢价在需求回升且供给维持上行的背景下将维持震荡；铁矿石仍将强势，焦煤、焦炭、镍等黑色上游品种则将维持震荡。	
宏观	中性	1、国内“外防输入，内防反弹”，疫情管控到位； 2、内需稳健的同时外需将显著承压。	
供给	偏空	1、钢企高炉开工率持续回升； 2、钢企存在稳定开工率的动力。	
需求	偏多	1、内需改善逻辑仍将继续演绎； 2、两会后基建投资等相关需求可能加速落地； 3、制造业投资将受制于外需疲弱。	
有色	中性	短期修复与中期担忧共存，有色6月将以横盘震荡为主。	
宏观	中性	1、欧美逐渐放松防控，短期经济可能边际回升； 2、疫情二次爆发的预期渐浓，全球经济恐持续承压。	
供给	中性	全球有色各品种供给整体偏紧，但边际难有显著变化。	
需求	中性	1、欧美需求可能迎来短期回升； 2、全球制造业投资仍将受制于疫情二次爆发的预期。	
农产品	中性	农产品在震荡中将出现分化，大豆相关品类表现值得期待。	
供给	偏多	1、拉美主要农产品基本已入库，供给端受疫情冲击概率下滑； 2、美国、印度等多种农产品供应仍然稳定，但天气可能出现超预期变化。	
需求	中性	1、疫情冲击下，主粮农产品需求稳定，经济作物需求仍承压； 2、库存消费比：玉米、小麦、棉花上行，大豆下行。	
资金	偏空	走势分化：小麦、玉米净多单下行，大豆维持稳定。	
黄金	看多	宽松流动性环境叠加避险需求仍将提振金价震荡走高。	
美元指数	中性	美元指数在疫情持续发酵的背景下仍将维持高位震荡，对金价影响中性。	
避险需求	偏多	1、全球股市面临“尾部风险”将提振黄金的避险需求； 2、美国社会矛盾加剧，导致特朗普政府可能采取转移矛盾缓解大选压力，提升黄金的避险需求。	
流动性	偏多	全球流动性极度宽松仍利好金价上行。	

资料来源：wind，平安证券研究所

大宗走势展望

图表3 主要大宗商品涨跌幅及走势展望

大类	细分品类	价格 (2020.05.29)	年度涨跌幅 (2020年)	4月涨跌幅 (2020.04)	5月涨跌幅 (2020.05)	2020年6月趋势展望
能源	原油(布伦特)	37.6 美元/桶	-43.9%	11.4%	89.1%	↑
	原油(WTI)	35.2 美元/桶	-42.4%	-8.0%	86.8%	↓
	动力煤	547.5 元/吨	-0.4%	-13.5%	17.1%	↓
金属	螺纹钢	3786 元/吨	-1.2%	0.2%	4.6%	-
	铁矿石	100.9 美元/吨	9.7%	0.3%	20.2%	↑
	铜	5278.5 美元/吨	-14.3%	9.0%	0.9%	↑
	铝	1500.5 美元/吨	-16.6%	-1.9%	2.7%	↓
农产品	小麦	564 美分/蒲式耳	-14.4%	-8.5%	-4.4%	↓
	玉米	368 美分/蒲式耳	-13.6%	-8.4%	2.8%	↓
	大豆	830 美分/蒲式耳	-10.9%	-3.9%	-1.2%	↑
贵金属	黄金	1728.7 美元/盎司	13.5%	5.8%	1.5%	↑

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_4832