

5月份大宗月报

疫情W底预期渐浓，看好农产品与黄金

■ 核心观点

第一，4月回顾：基本面负面冲击与政策面利好作用相互交织的局面引发全球大宗商品市场的剧烈波动，在“大宗之王”的原油市场体现更为显著，铜、金表现较好，动力煤表现弱势，布油、美油走势分化，农产品在国内与海外出现明显分化。

第二，5月展望：基于悲观的“W底”的预期渐浓，而乐观的“V型”反转恐难出现的判断下，我们对大宗市场的配置观点为：粮食、饲料作物>贵金属>黑色金属上游（铁矿石、焦煤、焦炭等）>能源（原油、天然气）>经济作物>有色金属>能源（动力煤）>黑色金属。

第三，全球金融市场将从5月开始进入基本面验证的关键期。如果美国企业债务、欧洲金融债&南欧主权债务、新兴市场主权债务发生违约，可能导致市场再度落入“危机模式”。在当前背景下，资产配置仍应秉承“回避高杠杆，追逐低估值&流动性”的策略。

本月市场研判

■ 4月回顾：海外疫情复杂化叠加市场回暖，大宗波动加剧出现历史性“负油价”

4月的大宗商品市场波动剧烈，且在“大宗之王”的原油市场体现更为显著。WTI05合约甚至出现了跌至-37.6美元/桶的历史性价格，不仅引发了国际金融市场的广泛关注，也导致中行“原油宝”之类的银行金融产品问题持续发酵。

与3月不同，4月全球金融市场除了受疫情发展的影响外，各国采取的应对措施也对市场产生了显著的作用，这导致了基本面负面冲击与政策面利好作用相互交织的局面，引发全球大宗商品市场的剧烈波动。

从基本面看，“2019-nCoV”新型冠状病毒仍在全球各大洲的超过200个国家和地区肆虐，尽管欧美疫情进入高位平台期，但是包括巴西、印度、俄罗斯在内的新兴市场疫情开始加剧。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，正在向以新兴市场为震中的第三阶段演进。

从政策面看，各国出台了大规模的抗疫政策，除了加强隔离防疫与医疗卫生设备的购买、建设外，以扩张性财政政策、宽松货币政策与广泛的民生救助政策为主。其中，美国出台的政策力度最大、也最具代表性，美联储3月接连出台的“大招”也将陷入“危机模式”的全球金融市场拉回到“一般模式”。展望未来，各国的政策的持续时长与力度取决于疫情的发展与经济的恢复。

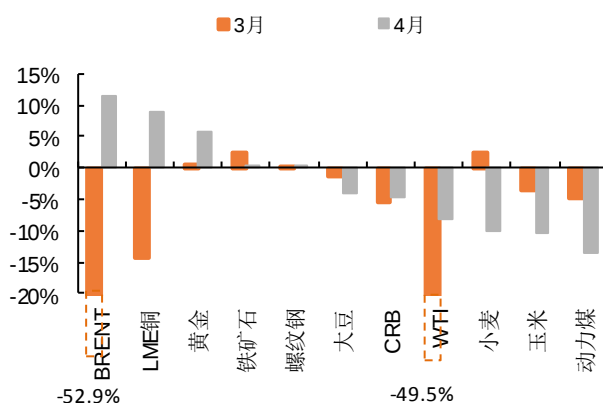
多空交织的背景下，4月大宗商品市场呈现广泛的波动加剧、品种分化的格局。与大宗商品价格紧密关联的美元指数也在98-101之间横向波动。受美元指数上行遇阻刺激，铜价在4月表现优异，全月上涨9.1%，涨幅仅次于布伦特原油的11.4%；黄金价格也表现较好，4月涨幅达5.8%；铁矿石与螺纹钢分别上涨0.3%与0.2%；动力煤大幅下行13.5%，表现最弱。分化明显的是农产品，在国内价格坚挺的同时，国际农产品价格显著下跌，大豆、玉米、小麦分别下行3.9%、10.2%与10.1%；

除了农产品，原油市场也出现了明显分化，4月布伦特原油上涨11.4%，但WTI原油却下跌8.0%，形成剧烈反差，且WTI05合约还出现了-37.6美元/桶的历史性收盘价，令市场惊愕。

油价在4月出现明显分化的原因在于OPEC+减产会议的召开以及减产协议的达成提振了布油的价格，但美国并未加入OPEC+，美油在需求弱势、生产持续叠加库存胀库的背景下面临库存费用高昂的问题，由于随意倾倒将遭受高额环保费用处罚，所以美油一度面临开采出来无人接货的境况；加上部分期货多头在WTI05合约临交割前仍未进行换月操作，最终在产业户不愿意接货或投机户无权接货的情况下，在收盘前集中出逃带来“多杀多”，-37.6美元/桶的历史性收盘价便由此诞生，美油在布油反弹的同时却表现弱势。

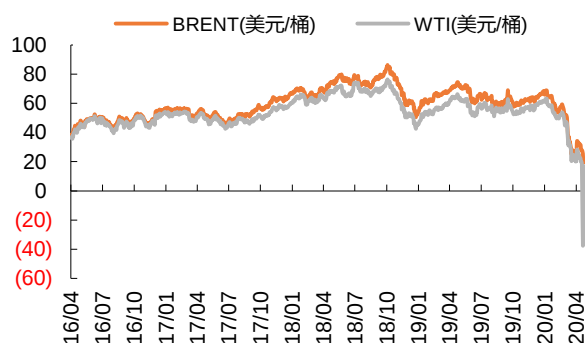
我们认为，全球金融市场将从5月开始进入基本面验证的关键期。验证的主要有两个问题：第一，欧美复工复产能否顺利按计划推进，若推进，疫情是否会出现二次反弹；第二，欧美复工复产能否达到预期效果，“V型”反转、“U型”震荡还是“W底”，哪一个才会成为现实。如果“V型”反转出现，那么金融市场逐渐回到“正常模式”，美股甚至有可能重返前高，大宗商品中的能源化工、工业金属、经济作物农产品均可能迎来大幅上行。如果“U型”震荡出现，那么全球金融市场将维持横盘震荡格局，包括美股在内的全球股市、大宗商品中的能源化工、工业金属、经济作物农产品均将经历一段时间的震荡筑底，在“U型”震荡的上升阶段来临后，上述风险资产将从震荡区间回升。如果最终呈现的是“W底”，包括美股在内的全球股市、大宗商品中的能源化工、工业金属、经济作物农产品均可能在未来迎来新一轮下跌，甚至可能回吐前期的涨幅，全球风险资产仍将面临剧烈震荡格局。另外，如果美国企业债务、欧洲金融债&南欧主权债务、新兴市场主权债务发生违约，可能导致市场落入“危机模式”。在当前背景下，资产配置仍应秉承“回避高杠杆，追逐低估值&流动性”的策略。

图表1 4月大宗布伦特原油、铜与黄金表现较好



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 4月美油跌至负值后回升转正



资料来源：WIND，平安证券研究所

■ 5月展望：“V型”反转难现，“W底”预期渐浓，农产品与贵金属值得关注

展望5月，从基本面上看，当前欧美疫情处于平台期，欧洲诸国虽出现新增病例的趋势下行，但各国分化明显，法德等国下滑明显，意西等国下滑稍慢，英国下行仍过于缓慢；而美国新增人数仍处于3万/日附近，并未出现回落趋势。这与新冠疫情从第一阶段向第二阶段过渡时中国新增病例数急剧下滑有明显不同。另外，由于疫情与防疫隔离措施给包括欧美在内的全球经济带来了极大冲击，所以欧美各国计划于5月份批放松防疫隔离措施并试图复产复工，但在当前欧美诸国日均新增病例仍达数百例以上的情况下，疫情极可能迎来二次爆发，届时可能会带来较此前更严重的冲击。悲观的“W底”的预期渐浓，而乐观的“V型”反转恐难出现。

另外，考虑到除中国以外的国际市场，二季度受到的冲击大概率将大幅强于一季度，伴随着景气度、就业、消费等经济数据不断刷新多年新低，甚至可能出现历史新低，金融市场面对的基本面将进一步下行。至少目前看来，5月基本面难以出现好转。

从政策面上看，在疫情逐渐进入“第三阶段”、欧美疫情伴随着隔离放松与经济恢复面临的反弹风险背景下，全球各大经济体的政策仍将维持当前的积极态势。在积极政策应对的同时，我们也应当注意两点：第一，应对政策虽然给金融市场带来了提振，但在政策空间缩小、边际作用递减的规律下，积极政策对金融市场的提振作用也将边际减弱。第二，巴西、阿根廷、印尼、马来西亚、土耳其等多个新兴经济体在持续扩张财政支出压力下，可能面临主权债务危机爆发的风险，这可能通过资产端冲击欧洲金融债信用；意大利、西班牙等国的主权信用也存在被下调的风险。

就大宗商品市场看，我们看好基本面相对较好的黄金与农产品，农产品中建议配置主粮与饲料类的品种。具体到各品类看，我们对 5 月大宗市场的配置观点为：粮食、饲料作物 > 贵金属 > 黑色金属上游（铁矿石、焦煤、焦炭等）> 能源（原油、天然气）> 经济作物 > 有色金属 > 能源（动力煤）> 黑色金属。

重大事件跟踪

■ 美多家油气开采公司倒闭，油价 5 月可能仍将承压运行

事件描述：包括美国知名页岩油公司惠廷石油、老牌海上钻井公司戴蒙德海上钻探公司在内的 5 家油气开采公司先后倒闭。

点评：①除了上述 5 家油气公司之外，美国页岩油气开采企业切萨皮克能源公司也于近期准备申请破产保护。②美国油价持续处于低位是多家美国油气开采企业面临破产危机的最根本原因。③美国页岩油企业的先期高投入、运营的高杠杆、发行的高收益债面临流动性的紧张都是其破产危机的重要背景因素。④短期看，在疫情冲击全球经济的大背景下，原油需求端难以在 5 月出现显著好转，加上 OPEC+ 减产规模仅为 970 万桶/日，且减产落地程度在各国面临财政压力的背景下存在减产“折扣”的可能性，油价在 5 月仍将承压运行，美国页岩油开采企业可能继续面临破产压力。⑤长期看，美国页岩油企业的倒闭将导致美国原油开采商被动减产，叠加 OPEC+ 的减产，未来全球原油开采的减产规模有望逐渐增加。若疫情在未来某个时段开始消退，原油需求回升，胀库风险下滑，油价将迎来显著反弹。考虑到疫情给全球经济带来的深化影响，全球原油需求回归至疫情前的水平可能需要 1-2 年之久，2020 年底油价仍将显著低于疫情前的 60 美元/桶的震荡中枢水平。

■ 美联储按兵不动，QE 速度有所放缓

事件描述：北京时间 4 月 30 日凌晨 2 点，美联储公布 3 月利率决议，维持联邦基金利率目标区间在 0-0.25% 不变，同时将超额准备金利率维持在 0.1% 不变。

点评：①美联储维持基准利率不变符合此前市场的普遍预期，但维持超额准备金利率在 0.1% 不变略超市场预期。②美联储声明，将维持利率在低位，直至有信心经济能回归正轨；购债规模显示 QE 速度在逐步放缓。③鲍威尔表态主要有三点：一是低利率将持续，原因在于经济前景存在不确定性；二是呼吁财政发力，众议院应更加配合财政政策的推出；三是通缩概率不大，负油价导致的通胀下行不会持续太久。④短期看，美联储维持低利率并坚定支持经济回到正轨，将导致美联储“看涨期权”继续发力，以美股为代表的风险资产将受益，黄金价格在流动性宽松的大背景下也将逐渐震荡走高。但考虑到二季度美国经济的加速下滑，以及疫情的复杂性和恢复经济活动过程中可能出现二次爆发的风险，美股存在再度回落的可能性。

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	偏空	在疫情复杂性高叠加胀库风险的背景下，油价5月恐低位震荡。	— BRENT(美元/桶) — WTI(美元/桶)
供给	中性	1、OPEC+减产开始落地，美加等产油国也出现阶段性被动减产； 2、美国原油库存继续上升，胀库风险仍未消。	
需求	偏空	1、海外疫情从欧美向拉美、南亚、非洲蔓延，虽然欧美诸国开始尝试分批解除封锁，但日本等多个经济体仍延长紧急状态，全球经济前景仍将受冲击； 2、全球各地区疫情发展阶段存在较大差异，欧美可能存在二次爆发风险。	
情绪	中性	1、“负油价”出现后，市场抄底热情有所消退，逐渐回归理性； 2、中东地缘政治局势有局部升温迹象，复杂性仍较高。	
钢铁	偏空	钢价在需求回升偏弱且供给维持上行的背景下将弱势下行；焦煤、焦炭、铁矿石、镍等黑色上游品种则将维持震荡。	— 螺纹钢(元/吨) — 铁矿石(美元/吨)(右)
宏观	中性	1、国内“外防输入，内防反弹”，疫情管控到位； 2、国内加速复工复产但外需将显著承压。	
供给	偏空	1、钢企高炉开工率有所回升； 2、钢企存在稳定开工率的动力。	
需求	中性	1、房地产投资仍将承压； 2、两会前后“新基建、旧基建”相关需求的预期可能发酵； 3、制造业投资将受制于外需疲弱。	
有色	偏空	需求弱势叠加供给偏紧，有色5月表现可能弱势震荡。	— LME铝(美元/吨) — LME铜(美元/吨) (右) — LME银(美元/吨) — LME金(美元/盎司)
宏观	偏空	1、欧美逐渐计划放松防控，可能导致疫情的二次反弹； 2、疫情V底的预期渐浓，全球经济恐持续承压。	
供给	偏多	全球有色各品种供给整体偏紧，疫情冲击可能冲击有色供给。	
需求	偏空	1、疫情冲击下，全球需求将弱势震荡； 2、全球贸易、制造业投资均受制于疫情扩散。	
农产品	偏多	看好主粮与饲料价格，饲料中粕类表现将好于玉米。	— CBOT小麦(美分/蒲式耳) — CBOT玉米(美分/蒲式耳) — CBOT大豆(美分/蒲式耳)(右)
供给	看多	1、拉美疫情发酵可能冲击大豆、白糖等农作物输出； 2、美国、印度等多种农产品供应可能偏紧。	
需求	中性	1、疫情冲击下，主粮农产品需求稳定，经济作物需求受一定冲击； 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、大豆、玉米净多单均下行，其中玉米净多单为负。	
黄金	偏多	宽松流动性叠加避险需求仍将提振金价震荡走高。	— COMEX黄金(美元/盎司) — 美元指数(右)
美元指数	偏空	美元指数即将进入长期熊市，但短期仍较坚挺，利空金价。	
避险需求	偏多	1、全球股市跟随基本面二次寻底将提振黄金的避险需求； 2、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利好金价上行。	

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 (2020.04.30)	年度涨跌幅 (2020 年)	3 月涨跌幅 (2020.03)	4 月涨跌幅 (2020.04)	2020 年 5 月 趋势展望
能源	原油 (布伦特)	19.9 美元/桶	-70.3%	-64.7%	11.4%	-
	原油 (WTI)	18.8 美元/桶	-69.1%	-54.2%	-8.0%	-
	动力煤	467.5 元/吨	-14.9%	-5.3%	-13.5%	↓
金属	螺纹钢	3618 元/吨	-5.6%	-0.7%	0.2%	↓
	铁矿石	84.0 美元/吨	-8.7%	-0.2%	0.3%	-
	铜	5231.0 美元/吨	-15.0%	-13.9%	9.0%	↓
	铝	1460.5 美元/吨	-18.9%	-10.5%	-1.9%	↓
农产品	小麦	580 美分/蒲式耳	-12.0%	2.5%	-10.1%	↑
	玉米	351 美分/蒲式耳	-17.6%	-5.6%	-10.2%	↓
	大豆	840 美分/蒲式耳	-9.9%	-1.1%	-3.9%	↑
贵金属	黄金	1702.8 美元/盎司	11.8%	-0.1%	5.8%	↑

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_5469